

**ILMO. SR. SUPERINTENDENTE-GERAL DO CONSELHO ADMINISTRATIVO DE
DEFESA ECONÔMICA – CADE**

VERSÃO PÚBLICA

XP Investimentos S.A. (“XP Investimentos” ou “XP”), sociedade anônima com endereço na Av. Afrânio de Melo Franco, 290, sala 606 (parte), Leblon, Rio de Janeiro, RJ, Brasil, e **Itaú Unibanco S.A.** (“Itaú Unibanco” e, em conjunto com a XP, as “Requerentes”), vêm, por seus advogados (**Documento II.3**), nos termos do artigo 88 da Lei nº 12.529, de 30 de novembro de 2011, submeter à análise deste e. Conselho Administrativo de Defesa Econômica (“CADE”) o Contrato de Compra e Venda de Ações e Outras Avenças celebrado entre as Partes.

Nos termos do artigo 92 e incisos do Regimento Interno do CADE (estabelecido pela Resolução CADE n.º 20, de 7 de junho de 2017), requer-se a concessão de tratamento confidencial e **ACESSO RESTRITO** aos documentos apresentados como **Apartados de Acesso Restrito** indicados como tal na lista de anexos e às informações tarjadas em cinza ao longo do formulário de notificação.

Sumário

1. A Operação	3
2. Racional da Operação.....	4
2.1. Grupo XP	4
2.2. Grupo Itaú Unibanco.....	5
3. Análise Concorrencial.....	6
3.1. Mercados afetados pela Operação – abordagem tradicional	6
3.1.1. <i>Participações de mercado seguindo a jurisprudência tradicional</i>	<i>7</i>
3.2. Plataformas abertas de investimentos: o modelo de negócios da XP Investimentos.....	7
3.2.1. <i>Metodologia de análise de mercados de dois lados</i>	<i>8</i>
3.2.2. <i>A expansão do modelo de plataformas abertas no Brasil.....</i>	<i>8</i>
3.2.3. <i>A XP Investimentos como first mover</i>	<i>20</i>
3.2.4. <i>Barreiras à entrada e custos de troca não são significativos</i>	<i>23</i>
4. Os incentivos dos Grupos XP e Itaú Unibanco não se alteram pós-Operação	25
4.1. XP Investimentos.....	25
4.2. Itaú Unibanco	25
5. Conclusões preliminares	26
6. Pedidos	26

1. A Operação

1. Em 11.05.2017, os atuais acionistas da XP Investimentos S.A. ("XP Investimentos" ou "XP") – a saber XP Controle Participações, G.A. Brasil IV FIP e Dyna III FIP ("Vendedores") –, celebraram com Itaú Unibanco S.A. ("Itaú Unibanco", e, em conjunto com XP Investimentos, as "Requerentes") o Contrato de Compra e Venda de Ações e Outras Avenças ("Contrato"), por meio do qual Itaú Unibanco se comprometeu a realizar investimento na XP Investimentos, holding que consolida todos os investimentos do Grupo XP, mediante aporte de capital e aquisição de participação no capital social da companhia (a "Operação").
2. De acordo com o Contrato, inicialmente, o Itaú Unibanco irá (i) realizar aporte de capital no valor de R\$ 600 milhões e (ii) adquirir ações de emissão da XP Investimentos detidas pelos Vendedores no valor de R\$ 5,7 bilhões, estando tais valores sujeitos a ajustes contratualmente previstos ("Primeira Aquisição"). Com o fechamento da Primeira Aquisição, Itaú Unibanco irá se tornar acionista minoritário da XP Investimentos, com uma participação correspondente a 49,9% do capital social total e 30,1% do capital social votante da XP Investimentos.
3. Além da Primeira Aquisição, por meio da qual o Itaú Unibanco tornar-se-á acionista minoritário da XP Investimentos, o Itaú Unibanco comprometeu-se simultaneamente a adquirir:
 - a) Em 2020, um percentual adicional de 12,5%, que lhe garantirá 62,4% do capital social total e 40,0% das ações ordinárias da XP Investimentos ("Segunda Aquisição"); e
 - b) Em 2022, outro percentual adicional de 12,5%, que lhe garantirá 74,9% do capital social total e 49,9% das ações ordinárias da XP Investimentos ("Terceira Aquisição").
4. As Segunda e Terceira Aquisições implicarão na saída de G.A. Brasil IV FIP e Dyna III FIP do capital social da XP Investimentos, mas não garantirão ao Itaú Unibanco controle ou mesmo exerça influência relevante sobre assuntos estratégicos da XP Investimentos ou do Grupo XP, os quais permanecerão sob comando dos atuais controladores da companhia, que continuarão a ser titulares da maioria das ações com direito a voto da XP Investimentos.
5. Nesse sentido, a gestão e a condução dos negócios de todas as sociedades do Grupo XP continuarão a ser determinados pelas mesmas pessoas que hoje comandam o Grupo XP, preservando os mesmos princípios e valores atualmente em vigor nessas sociedades. O Grupo XP continuará como controlador da XP Investimentos e os atuais administradores e executivos permanecerão à frente da XP Investimentos e de suas controladas, de forma a continuar atuando como plataforma aberta independente, buscando oferecer aos seus clientes uma gama diversificada de produtos próprios e de terceiros, competindo livremente com os bancos e as demais corretoras e distribuidoras do mercado de capitais, inclusive aquelas pertencentes ao Grupo Itaú Unibanco, sem qualquer tipo de favorecimento a este. O Itaú Unibanco atuará como sócio minoritário e não terá influência nas políticas comerciais e operacionais da XP Investimentos ou de qualquer outra sociedade do Grupo XP, nem qualquer acordo de preferência ou exclusividade na comercialização de produtos e serviços.
6. As regras de governança que irão reger o relacionamento entre o Itaú Unibanco, na condição de acionista minoritário da XP Investimentos, e os controladores estão previstas no acordo de acionistas que será assinado no fechamento da Operação ("Acordo de Acionistas"). O Acordo de Acionistas conterá, entre outros, disposições sobre (a) os direitos do Itaú Unibanco, como acionista minoritário da XP Investimentos, que lhe permitirão proteger seu investimento; e (b) o direito do Itaú Unibanco de indicar 2 de 7 membros do Conselho de Administração da XP Holding, de forma a garantir os direitos protetivos anteriormente mencionados. O Acordo de Acionistas também prevê a possibilidade dos seguintes exercícios de compra e venda futura:

- a) A partir de 2024, a XP Controle poderá exercer uma opção de venda da totalidade de sua participação no capital social da XP Investimentos ao Itaú Unibanco; e
 - b) A partir de 2033, o Itaú Unibanco poderá exercer uma opção de compra da totalidade da participação detida pela XP Controle no capital social da XP Holding.
7. É somente com o exercício de qualquer dessas opções de venda ou compra que Itaú Unibanco passará a deter controle sobre a XP Investimento. E, por óbvio, tal exercício estará condicionado à aprovação prévia deste CADE, que será objeto de novo Ato de Concentração a ser apresentado oportunamente.

2. Racional da Operação

8. A Operação representa uma oportunidade de investimento e de crescimento em um modelo de negócios que está em franca expansão, não apenas no Brasil, mas no mundo: o modelo de plataformas de investimento abertas. Conforme será demonstrado abaixo, as atividades do Grupo Itaú Unibanco e do Grupo XP são essencialmente complementares, e a Operação permitirá, de um lado, que o Grupo XP traga um investidor de longo prazo, mantendo sua autonomia para continuar atuando de acordo com seu atual modelo de negócios, e, de outro, que o Grupo Itaú Unibanco diversifique seus investimentos e entre em um modelo de negócios no qual hoje o grupo não atua e que, no seu entendimento, está em franca expansão.
9. Para melhor demonstrar o racional da Operação do ponto de vista de cada parte, cumpre traçar breve histórico das atividades dos Grupos XP e Itaú Unibanco.

2.1. Grupo XP

10. O Grupo XP teve início em 2001, quando seus fundadores se reuniram para criar um modelo de negócios focado em atender pequenos investidores, aliando educação financeira e oferta de produtos de investimento.
11. Em 2003, duas empresas foram constituídas: a XP Educação – cujo objetivo é a realização de programas educativos sobre o mercado financeiro –, e uma sociedade de agentes autônomos de investimentos, embrião do que é hoje a XP Investimentos. A XP Educação dava cursos básicos e avançados sobre o mercado de ações (renda variável) e a XPI Agentes Autônomos atendia esses clientes através de alguma corretora que fosse afiliada. Em 2005, de forma a atender também clientes que desejassem delegar a gestão dos recursos, foi criada a XP Gestão, ainda focada apenas em fundos de investimentos em ações.
12. Em 2007, surgiu a oportunidade dos então sócios do que viria a ser o Grupo XP adquirirem a Americaninvest Corretora de Câmbio, Título e Valores Mobiliários S.A. Essa aquisição deu origem à XP Investimentos Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários. A partir desse momento, as antigas filiais da XPI Agentes Autônomos se transformaram em escritórios de Agentes Autônomos de Investimento (“AAIs”) em 27 cidades do Brasil, os quais, através da corretora XP, continuavam a prestar o serviço de distribuição de produtos financeiros a seus clientes. Até 2008 o grupo era focado apenas em investimentos em ações (renda variável), seja na corretora ou na gestora de recursos.
13. Com a crise financeira mundial de 2008, o Grupo XP percebeu que seria necessário diversificar suas atividades, de forma a não depender tanto do mercado de renda variável. Assim, em 2010, após visitar grandes corretoras americanas, como Charles Schwab, ficou claro que assim como nos Estados Unidos, haveria no Brasil uma grande oportunidade para que uma corretora pudesse oferecer também uma ampla grade de fundos de investimentos e ativos de renda fixa a seus clientes, tornando-se uma plataforma aberta de investimentos, que conecta todos os tipos de clientes a todos os produtos de

investimentos disponíveis no mercado, criando o conceito de “shopping center de investimentos”. O sucesso deste modelo de negócios atraiu o fundo britânico Actis e o fundo americano General Atlantic, que realizaram investimentos minoritários na XP Investimentos em 2010 e 2012, respectivamente. Tais investimentos permitiram o nível de governança corporativa e suporte estratégico e financeiro para que o Grupo XP pudesse expandir seus negócios e ampliar sua atuação como plataforma aberta de investimentos.

14. [CONFIDENCIAL].

15. [CONFIDENCIAL].

16. A Operação não irá alterar os planos e a orientação dos negócios do Grupo XP. Para continuar competindo com o Itaú Unibanco no segmento de investimentos, as partes tiveram o cuidado de contratualmente estabelecer uma governança que preserve a liberdade operacional e estratégica do Grupo XP nas mãos dos atuais controladores, destacando-se: [CONFIDENCIAL].

2.2. Grupo Itaú Unibanco

17. [CONFIDENCIAL].

18. [CONFIDENCIAL].

19. [CONFIDENCIAL].

20. [CONFIDENCIAL].

21. [CONFIDENCIAL].

22. [CONFIDENCIAL].

23. [CONFIDENCIAL].

24. [CONFIDENCIAL].

25. [CONFIDENCIAL].

26. [CONFIDENCIAL].

27. [CONFIDENCIAL].

28. [CONFIDENCIAL].

29. [CONFIDENCIAL].

30. [CONFIDENCIAL].

31. [CONFIDENCIAL].

32. [CONFIDENCIAL].

33. [CONFIDENCIAL].

34. [CONFIDENCIAL]. No caso da Operação, o Itaú está entrando em um modelo novo e com

potencial de ser disruptivo no setor de distribuição de produtos de investimento no Brasil, por meio do investimento na empresa que é pioneira no Brasil, no desenvolvimento de plataformas abertas de investimento. Além disso, existe uma mudança de hábito ocorrendo no Brasil onde parte das pessoas estão deixando de comprar investimentos através de bancos para fazê-lo através de corretoras ou distribuidoras de valores mobiliários de arquitetura aberta, como a XP e suas concorrentes.

35. Do ponto de vista do Itaú Unibanco, portanto, a Operação representa uma oportunidade de investimento em um modelo de negócios que, conforme será demonstrado abaixo, está em franca expansão, e no qual o Grupo Itaú Unibanco hoje não participa. [CONFIDENCIAL].

3. Análise Concorrencial

36. As Requerentes estão certas de que a Operação é incapaz de gerar qualquer prejuízo à concorrência. Pelo contrário, espera-se que a Operação traga efeitos bastante benéficos para o ambiente concorrencial brasileiro, na medida que envia clara sinalização para todo o mercado de que o modelo de plataformas abertas de investimento – já tão reconhecido e consolidado em economias mais desenvolvidas, como EUA e Reino Unido – é também uma realidade no Brasil e está em amplo desenvolvimento. Essa sinalização certamente trará benefícios para todos os demais players já atuantes no Brasil – tais como, Easynvest, BTG Digital, Órama, Guide, Genial Investimentos, Modalmais, entre outros –, assim como para os diversos novos entrantes, uma vez que confirma a solidez e expectativas de crescimento e expansão desse novo modelo de negócios. Isto, aliado ao fato de estarmos diante de um modelo de negócios novo, em franca expansão, marcado por barreiras à entrada pouco significativas e com grande facilidade de troca por parte dos clientes de uma instituição para outra, deixam claro que a Operação não tem aptidão para gerar qualquer dano à concorrência.

3.1. Mercados afetados pela Operação – abordagem tradicional

37. Seguindo uma metodologia de análise de mercado relevante tradicional, baseada na jurisprudência do CADE, a Operação ensejará sobreposição horizontal nas seguintes atividades¹: (i) corretagem de valores; (ii) administração de fundos e clubes de investimento e gestão de recursos de terceiros (*asset management*); (iii) distribuição de produtos de investimento a clientes (*varejo, private banking*, pessoa jurídica institucional); (iv) distribuição de planos de previdência privada; e (v) corretagem de seguros.

38. Além das sobreposições horizontais, a Operação resulta em potencial integração vertical entre: (i) as atividades de gestão de recursos de terceiros do Grupo XP, do Grupo Itaú Unibanco e do Negócio Adquirido Citibank, de um lado, e as atividades de distribuição de produtos de investimento do Grupo XP e do Negócio Adquirido Citibank, de outro; (ii) as atividades de planos de previdência privada do Grupo Itaú Unibanco, de um lado, e as atividades de distribuição desses planos do Grupo XP, de outro; e (iii) as atividades de seguros do Grupo Itaú Unibanco, de um lado, e as atividades de corretagem de seguros do Grupo XP, de outro. Além de algumas dessas relações serem preexistentes à Operação (i.e., considerando as atividades do Grupo XP e do Negócio Adquirido Citibank de forma independente), nenhuma delas é capaz de suscitar preocupações concorrenciais, tendo em vista as baixas participações de mercado das Requerentes nos mercados verticalmente relacionados.

¹ As Requerentes informam que se encontra atualmente sob análise desse e. CADE o Ato de Concentração nº 08700.001642/2017-05 (“Ato de Concentração Itaú Unibanco/Citibank”) operação envolvendo a aquisição pelo Grupo Itaú Unibanco, apenas, dos negócios de varejo (voltados a pessoas físicas e, em menor grau, a pessoas jurídicas de pequeno porte que recebem o mesmo tratamento dado às pessoas físicas) conduzidos pelo Banco Citibank S.A. (“Citibank”) e outras empresas de seu grupo econômico (“Grupo Citibank”) no Brasil (“Negócio Adquirido Citibank”). Por essa razão, para fins de completude e como demonstração de sua boa-fé, as Requerentes considerarão também eventuais relações de sobreposição horizontal e integração vertical entre as atividades do Grupo XP e do Negócio Adquirido Citibank.

3.1.1. *Participações de mercado seguindo a jurisprudência tradicional*

39. Seguindo as definições de mercado discutidas acima, a Operação gera sobreposições horizontais e integrações verticais bastante pontuais e limitadas, tendo em vista a baixa participação de mercado detida por cada Requerente nos mercados em questão. Estas participações de mercado são apresentadas nas tabelas a seguir.

MERCADO	PARTICIPAÇÃO GRUPO ITAÚ (%)	PARTICIPAÇÃO GRUPO XP (%)	PARTICIPAÇÃO CONJUNTA (%)
RENDA VARIÁVEL	[CONFIDENCIAL]	[CONFIDENCIAL]	[CONFIDENCIAL]
DERIVATIVOS	[CONFIDENCIAL]	[CONFIDENCIAL]	[CONFIDENCIAL]
CORRETAGEM (TOTAL)	[CONFIDENCIAL]	[CONFIDENCIAL]	[CONFIDENCIAL]
ADMINISTRAÇÃO DE FUNDOS	[CONFIDENCIAL]	[CONFIDENCIAL]	[CONFIDENCIAL]
GESTÃO DE FUNDOS	[CONFIDENCIAL]	[CONFIDENCIAL]	[CONFIDENCIAL]
ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS DE TERCEIROS	[CONFIDENCIAL]	[CONFIDENCIAL]	[CONFIDENCIAL]
DISTRIBUIÇÃO DE ATIVOS	[CONFIDENCIAL]	[CONFIDENCIAL]	[CONFIDENCIAL]

40. Nota-se, portanto, que a Operação não resultará em concentrações relevantes em nenhum dos mercados analisados segundo a definição clássica de mercado relevante adotada pelo CADE, o que, por si só, já seria capaz de afastar quaisquer preocupações de ordem concorrencial.

41. De todo modo, as Requerentes demonstrarão que, independentemente da definição de mercado relevante adotada no presente caso, a Operação não irá gerar nenhum efeito negativo no mercado. Para tanto, passa-se a analisar o modelo de negócios da XP Investimentos (plataformas abertas de investimentos) e suas principais características.

3.2. **Plataformas abertas de investimentos: o modelo de negócios da XP Investimentos**

42. A XP Investimentos foi pioneira ao lançar no Brasil uma plataforma aberta de investimentos, um modelo disruptivo já consolidado em mercados estrangeiros (como o Norte-Americano) e que está em franca expansão. Em um único local, os clientes passam a ter acesso a um “supermercado” de ativos financeiros para investimento, tais como fundos, títulos públicos, emissões bancárias, emissões de empresas, operações de renda variável e de mercados futuros, disponibilizados por centenas de emissores distintos, por meio de uma única conta de registro e custódia e estruturada na forma de um *market place* conectando investidores e produtos financeiros.

43. Tal contexto permite avaliar a existência de um novo mercado, qual seja, o de plataformas de investimento, não analisado previamente pelo CADE e que melhor descreve o foco das atividades do Grupo XP objeto da presente Operação. Tais plataformas podem ser estruturadas de modo aberto, semi-aberto ou fechado.

44. À rigor, plataformas “fechadas” e “semi-abertas” de investimento são já bastante tradicionais no mercado financeiro, especialmente no universo de alta renda. Private bankings e clubes de investimento já operam nesse modelo há bastante tempo, ofertando em um único lugar diversos ativos financeiros aos seus correntistas. Todavia, nesses casos, os ativos ofertados eram total ou parcialmente

restritos aos ativos emitidos ou geridos pela própria instituição financeira.

45. A XP Investimentos inovou ao inaugurar no Brasil o segmento de plataformas abertas, na qual a atividade precípua é justamente a integração das duas pontas do mercado, sem verticalização em uma das pontas, permitindo que investidores acessem um universo muito maior de ativos financeiros para compor seu portfólio em um único local. A possibilidade de comprar fundos de diversos *assets*, títulos públicos, emissões privadas e certificados bancários por meio da mesma plataforma levou a uma enorme redução dos custos de transação na atividade de investimento, o que impulsionou e democratizou o acesso a esse segmento, consolidando-o como uma alternativa para investidores de renda média e alta. É esse novo mercado que passaremos a analisar.

46. A fim de demonstrar que, independentemente da ótica de análise, a Operação é incapaz de gerar preocupações de ordem concorrencial, os tópicos a seguir trazem uma análise da Operação seguindo a lógica antitruste de operações envolvendo mercados de plataformas abertas.

3.2.1. *Metodologia de análise de mercados de dois lados*

47. A XP Investimentos atende investidores institucionais e de varejo, fornecendo assessoria e consultoria de investimentos, serviços de corretagem e de distribuição e gestão de fundos de investimentos, além de atuar como corretora de seguros de vida e previdência. A XP Investimentos é o primeiro *market place* de produtos financeiros independente do Brasil, oferecendo uma abrangente seleção de produtos financeiros para pessoas físicas e clientes institucionais por meio de uma **plataforma aberta de investimentos**.

48. O grande diferencial deste modelo de negócios é que, ao contrário do tradicional modelo fechado ou semi-aberto dos bancos, que distribuem apenas ou majoritariamente produtos próprios (emitidos pelo próprio banco ou fundos geridos pela sua gestora de recursos), as plataformas abertas distribuem uma gama diversificada de produtos financeiros de terceiros: títulos emitidos por diversas instituições bancárias, debêntures, CRIs, CRAs e demais instrumentos de dívida emitido por diversas empresas, fundos geridos por diversas gestoras em diversas categorias, e seguros de diferentes seguradoras. Isso faz com que o cliente tenha maior acesso a produtos e consequentemente uma maior capacidade e transparência de comparar e encontrar o que há de melhor no mercado, dentro do seu perfil de risco. Para os emissores/gestores, o sucesso desse modelo é importante para que eles possam acessar a base de clientes de varejo; para os clientes/investidores, esse modelo representa a democratização do acesso aos produtos em um único local. A XP Investimentos, por exemplo, oferece hoje a seus clientes 290 fundos das mais conhecidas gestoras de recursos brasileiras e globais, e também produtos de renda fixa de 40 emissores, entre outras alternativas de investimento.

49. O modelo de negócios da XP Investimentos se traduz em um verdadeiro mercado de dois lados. De um lado, a XP Investimentos interage com diferentes emissores de produtos financeiros, que buscam alternativas para diversificar e ampliar a distribuição de seus produtos. Muitos desses emissores são *multihoming*, que veem na XP Investimentos apenas mais um canal de distribuição. De outro, a XP Investimentos se relaciona com os próprios investidores, sobretudo pessoas físicas, que buscam melhores opções de investimento.

50. [CONFIDENCIAL].

51. [CONFIDENCIAL].

3.2.2. *A expansão do modelo de plataformas abertas no Brasil*

52. A XP Investimentos foi pioneira nesse modelo disruptivo de negócios no mercado de investimentos brasileiro, o qual contava com R\$2,7 trilhões em ativos ao final de 2016. Por acreditar

que o processo de desintermediação bancária dos investimentos está apenas no seu estágio inicial no Brasil – e seguindo uma tendência mundial –, a XP Investimentos busca atrair clientes em um mercado que tradicionalmente investe por meio de bancos de varejo, os quais concentram 95% do mercado de investimentos de pessoas físicas no Brasil, e que geralmente oferecem uma quantidade mais limitada de produtos, predominantemente ativos emitidos e fundos geridos pelos próprios bancos (arquitetura fechada).²

53. Ao longo dos últimos anos, mudanças na regulamentação, a redução de custos de transação, a evolução tecnológica (inclusive utilização de plataforma *mobile*) e a disseminação de novos hábitos de investimento, permitiram a criação de alternativas viáveis, consolidando gradualmente um novo modelo de negócios. Essa transformação foi possibilitada, sobretudo, por dois grupos de mudanças regulatórias e tecnológicas recentes, conforme explicado a seguir.

Mudanças regulatórias que viabilizaram o modelo de Plataformas Abertas de Investimento

54. Dentre as mudanças regulatórias que permitiram a expansão do modelo de Plataformas Abertas de Investimento no Brasil, valem destaque as seguintes:

- a) Fundos por conta-e-ordem: permitem que corretoras centralizem operações de investimento de seus clientes, distribuíam a seus clientes fundos fabricados por terceiros e que clientes possam compensar prejuízos com lucros entre diferentes fundos;
- b) Cadastro digital: permite que clientes façam seus cadastros digitalmente e não precisem se direcionar fisicamente a locais para assinatura de contratos ou apresentação de documentação, reduzindo a necessidade de uma rede física de atendimento para atrair investidores dispersos geograficamente;
- c) Aumento do limite de garantia do Fundo Garantidor de Créditos – FGC de R\$ 70 mil para R\$ 250 mil: criou alternativas de investimento com maior segurança para o investidor de varejo investir em produtos de bancos e emissores de menor porte, de maior risco e rentabilidade, permitindo a ele investir em certificados de depósitos bancários de instituições diferentes daquela onde ele detinha sua conta;
- d) Desenvolvimento do Tesouro Direto, que permitiu o acesso de investidores a papéis do governo sem intermediação bancária; e
- e) Incentivos fiscais para o cliente investir em LCA, CRI, debêntures e fundos de infraestrutura (que são isentos de imposto de renda para investidores pessoas físicas), criando produtos financeiros atrativos para o público de pequenos investidores, o que incentivou esse público a olhar e pensar além dos produtos tradicionais bancários na procura de retornos.

55. Essas mudanças regulatórias trouxeram, ainda, neutralidade aos produtos. A garantia do FGC independe da plataforma distribuidora. Todo o aparato regulatório é neutro e disponível para qualquer distribuidor, o que incentiva a concorrência (não há diferenciação relevante entre os players).

Mudanças de tecnologia que diminuíram o custo de montar Plataformas Abertas de Investimento

56. Além das mudanças regulatórias, avanços tecnológicos permitiram a introdução e crescimento do modelo de plataformas abertas no Brasil. São eles:

² Vide relatório elaborado pela consultoria norte-americana Oliver Wyman (documento anexo).

- a) Infraestrutura *cloud*: reduz necessidade de altos investimentos em infraestrutura, permitindo o acesso descentralizado a contas de investimento dos correntistas e ao *marketplace* pelos investidores;
- b) Avanço das plataformas “mobile” e mídias sociais: diminuem os custos de captar clientes, facilitam a total transparência de preços para os clientes e criam incentivos para que ele busque mais opções de investimentos; e
- c) Criação de soluções de segurança e risco, que diminuam custos de operação. Por exemplo, o processamento automático de ordens de compra ou venda e monitoramento eletrônico de risco e *compliance*.

Expansão do mercado brasileiro

57. Combinado com essas mudanças regulatórias e tecnológicas, o fato de o mercado de ativos financeiros de varejo no Brasil vir crescendo impulsiona a criação e a expansão da XP Investimentos e de outras plataformas abertas de investimentos no país. Conforme foi estimado pela Oliver Wyman, esse mercado era estimado em [CONFIDENCIAL] em 31 de dezembro de 2016, comparado a [CONFIDENCIAL] em ativos em 31 de dezembro de 2014. A Oliver Wyman também estima que os ativos distribuídos por plataformas abertas crescerão [CONFIDENCIAL] por ano até 2021 (vide relatório anexo).

58. Ainda de acordo com a Oliver Wyman, os bancos de varejo controlam hoje [CONFIDENCIAL] de todos os ativos de varejo sob custódia. A Oliver Wyman estimou que gestores independentes de investimentos usando plataformas abertas (não bancário) aumentarão sua participação sobre os ativos totais de [CONFIDENCIAL] em 2016 para [CONFIDENCIAL] em 2021.

59. Esse movimento do fluxo de investimentos saindo dos bancos de varejo para gestores independentes tem sido observado em outros mercados pelo mundo, sobretudo, nos Estados Unidos, onde canais independentes representavam 87% do mercado ao final de 2016. Adicionalmente, com o advento das redes sociais e plataformas móveis, a velocidade da mudança tende a ser mais rápida do que aquela ocorrida historicamente em outros países cujos distribuidores independentes já atuam de forma consolidada. Brasileiros, no geral, tendem a adotar rapidamente novas tecnologias, o que contribui para a quebra de paradigma que já está ocorrendo na experiência de investir. Como observado em outros países, a migração para plataformas abertas pode até acelerar sobre as estimativas acima se o Brasil entrar em um ciclo de queda de juros reais. Em mercados com taxas decrescentes, cresce a procura por taxas de retorno reais maiores, levando a uma maior diversificação dos investimentos.

60. Em outros países, o advento das plataformas abertas, a disseminação de informação sobre o retorno dos investimentos (líquidos de taxas) e a tecnologia no contexto de ambientes de retorno mais baixos diminuíram os custos de transação para os investidores e mudaram a maneira pela qual os bancos tradicionais cobravam por serviços de investimento, forçando, portanto, uma tendência irreversível para a abertura de plataformas e maior interação com o cliente eletrônico.

61. Nesse contexto de mudança de paradigma do mercado, as corretoras têm uma vantagem fundamental em relação aos bancos, pois fornecem um ambiente de plataforma de custo geralmente menor – e o custo de criar uma nova plataforma de negociação e investimentos *online* teve uma queda significativa nos últimos anos. Os bancos brasileiros estão tentando reduzir significativamente suas estruturas de custos. No entanto, eles não possuem a mesma agilidade das corretoras e distribuidoras, prejudicados pelo seu legado de tecnologia instalada e por sua cultura de vendas tradicional via agências, que resistem a mudanças e contam com gerentes não capacitados a trabalhar com uma grande diversificação e complexidade de produtos de investimentos para seus clientes.

62. Esse movimento tem atraído o interesse de vários agentes e investidores, o que já resultou no surgimento de outros *players* similares à XP Investimentos no Brasil, algo que só tende a aumentar após a presente Operação. Apresentamos a seguir algumas informações básicas sobre tais *players*.

15/10

✓

2/11

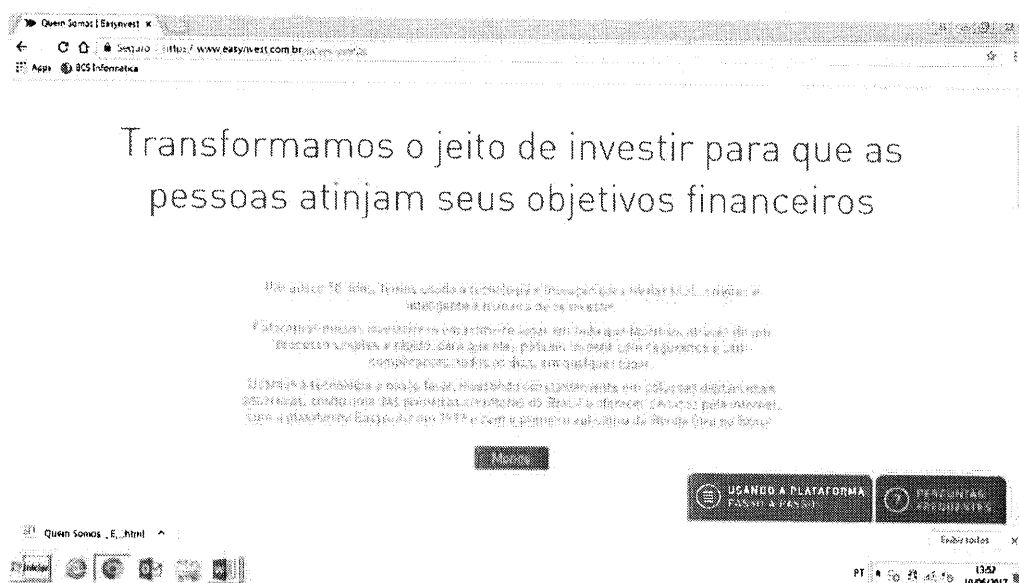
Easynvest

63. A Easynvest foi uma das primeiras corretoras a fornecer serviço de compra e venda de ações pela internet (*Home Broker*) no Brasil, quando lançou essa operação em 1999. Em 2012, a Easynvest investiu para mudar a estratégia de corretora para “casa de investimentos”, e, em 2014, lançou seu portal de investimentos, incluindo diversos produtos financeiros. Mais recentemente, em 2016, a Easynvest lançou o primeiro aplicativo para investimentos em renda fixa no Brasil.

64. De acordo com seu sítio eletrônico, a Easynvest oferece diversas opções de investimentos, tais como ações, fundos de investimento, renda fixa, títulos públicos, debêntures, tesouro direto, etc. Ela se apresenta como líder no segmento Tesouro Direto, com aproximadamente 25% de *market share*, contando com 150 mil usuários ativos e aproximadamente R\$ 10 bilhões de ativos sob custódia. Seu patrimônio líquido em abril de 2017 era de R\$ 21.372 milhões.

65. Em março de 2017, os controladores da Easynvest anunciaram a venda de participação minoritária (“pouco menos de 50%”), para o fundo Advent, por R\$ 200 milhões. A empresa diz que espera dobrar o número de ativos sob custódia e de usuários ativos até o fim de 2017.

66. Mais informações sobre a Easynvest estão disponíveis em seu sítio eletrônico: <https://www.easynvest.com.br/>.



Genial Investimentos

67. A Genial Investimentos, investida da Brasil Plural, lançou a plataforma Genial (acrônimo para “Geração de Negócios Online”) em 2016, quando também lançou seu aplicativo para investimentos de renda fixa. Ela oferece fundos de investimento, produtos de renda fixa e *home broker* de ações. De acordo com o seu sítio eletrônico, a Genial conta com 150 mil usuários ativos e R\$ 40 bilhões em ativos sob custódia.

68. Mais informações sobre a Genial estão disponíveis em seu sítio eletrônico <https://genialinvestimentos.com.br/>.



Órama

69. A Órama foi criada em 2011. Sua atuação é 100% *online*, e oferece fundos de investimentos variados e produtos de renda fixa. De acordo com o seu sítio eletrônico, a Órama já conta com 86 mil clientes ativos, com a expectativa de triplicar este número, e cerca de R\$ 1.45 bilhões em ativos sob custódia, com a expectativa de aumentar para R\$ 5 bilhões ao fim deste ano.

70. Nota-se, inclusive, que o Grupo Globo adquiriu recentemente uma participação minoritária na Órama, o que sinaliza o sucesso das plataformas abertas digitais de investimento.

ÓRAMA GRUPO GLOBO

Grupo Globo adquire participação minoritária na Órama DTVM

Rio de Janeiro, 20 de junho de 2017

Em consonância com uma estratégia de investimentos bem-sucedida em plataformas digitais, o Grupo Globo anunciou a aquisição de uma participação minoritária na Órama DTVM.

O Grupo Globo, a exemplo de demais grupos internacionais de mídia, vem investindo em plataformas digitais como base da expansão de seu negócio de conteúdo, abrangendo áreas como inteligência de dados, serviços e classificados online. Nesse contexto, a parceria com a Órama se revela uma excelente oportunidade em finanças online, um setor dinâmico, que experimenta altas taxas de crescimento nos mercados brasileiro e mundial.

Para a Órama, distribuidora de produtos financeiros, a entrada relevante do novo sócio gera sinergia e acrescenta valor ao negócio, que mantém intactos seus pilares e sua independência, com a missão de oferecer investimentos e serviços de qualidade adequados a todos os perfis, objetivos e faixas de renda. A gestão da empresa, que triplicou de tamanho em 2016, continua nas mãos de experientes profissionais do mercado financeiro.

A conclusão da operação está condicionada à aprovação do Banco Central do Brasil.

71. Mais informações sobre a Órama estão disponíveis em seu sítio eletrônico <https://www.orama.com.br/#/>.



Guide Investimentos

72. A Guide Investimentos já atua no mercado há mais de 50 anos, e lançou sua plataforma digital

em 2013, tendo sido reconhecido como a instituição financeira mais inovadora do Brasil pela *Global Financial Markets*. A Guide Investimentos pertence ao Banco Indusval & Partners. De acordo com o seu sítio eletrônico, a Guide Investimentos conta com 40 mil clientes e R\$ 11 bilhões em ativos sob custódia. Ela oferece uma ampla gama de produtos de investimentos, tais como fundos de investimento, renda fixa, ações, fundos imobiliários, mercado futuro e previdência,

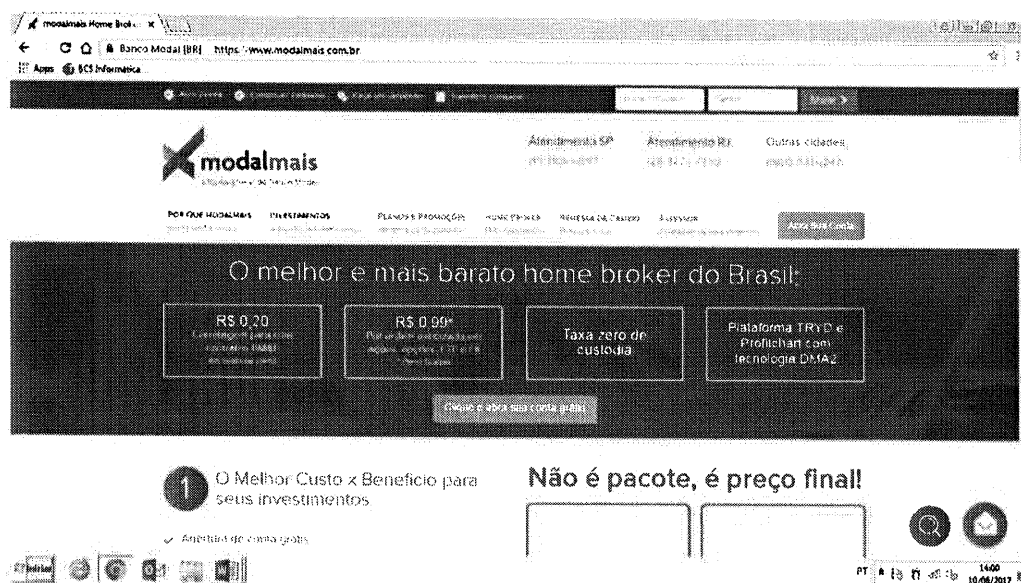
73. Mais informações sobre a Guide Investimentos estão disponíveis em seu sítio eletrônico <https://www.guideinvestimentos.com.br/>.



Modalmais

74. A Modalmais é a plataforma aberta de investimentos do Banco Modal. Essa plataforma foi lançada em 2015 e já conta com 8 mil clientes e R\$ 200 milhões em ativos sob custódia. Ela oferta, atualmente, CDBs, Tesouro Direto, ações, renda fixa, fundos de investimento e mercados futuros.

75. Mais informações sobre a Modalmais estão disponíveis em seu sítio eletrônico <https://www.modalmais.com.br/>.



BTG Digital

76. O BTG Digital é a plataforma de investimentos lançada pelo Banco BTG em 2016. Ela oferece fundos de investimento, renda fixa e previdência privada. Essa plataforma foi lançada pelo Banco BTG com a meta de obter até 10% do segmento de varejo de alta renda no Brasil em 5 anos.

77. Mais informações sobre o BTG Digital estão disponíveis em seu sítio eletrônico <https://www.btgpactualdigital.com/>.



Socopa

78. A Socopa é uma corretora fundada em 1967 e, mais recentemente, implementou o sistema *Home Broker*. Ela permite que seus clientes invistam em uma ampla gama de produtos, tais como ações, CDBs, CRAs, fundos de investimento, Tesouro Direto, etc. Ao fim de 2016, a Socopa registrou cerca de R\$ 99 milhões de patrimônio líquido.

79. Mais informações sobre a Socopa estão disponíveis em seu sítio eletrônico: <http://www.socopa.com.br/Splash.aspx>.



Ágora

80. A Ágora é uma corretora fundada em 1993 e passou a fazer parte do Grupo Bradesco em 2008. Ela oferece uma ampla gama de produtos, incluindo fundos de investimentos, BM&F, Tesouro Direto e clubes de investimentos. Segundo seu website, a Ágora tem um portfólio completo de ferramentas de operações e de apoio em canais eletrônicos, como Home Broker e Ágora Mobile.

81. Mais informações sobre a Ágora estão disponíveis em seu sítio eletrônico: www.agorainvest.com.br.

Logo: <http://www.agorainvest.com.br>

Home | Sobre | Produtos | Serviços | Contato

Ágora uma empresa Bradesco

ABRIR SUA CONTA FAZER LOGIN Atendimento e informações

Por que a Ágora? Investimentos Parcerias Contratos Externos Educação Empreendedor

O mundo mudou, os investidores mudaram. A Ágora tem novas soluções para você.

EXPERIMENTE GRÁTIS
ou
ABRIR SUA CONTA

Há mais de 20 anos, a Ágora atua com excelência no mercado financeiro para ajudar clientes a terem sucesso em seus investimentos de forma consistente. Hoje, nos orgulhamos de ser uma Corretora com um modelo pioneiro e inédito no Brasil, unindo independência de produtos e segurança financeira para o cliente.

Somos uma casa de investimentos completa, com produtos variados e de diversas míseras, assessoria renomada, tecnologia e, sobretudo, solidez. Porque tão importante quanto ter os melhores investimentos é ter plena confiança na instituição onde seus recursos são investidos.

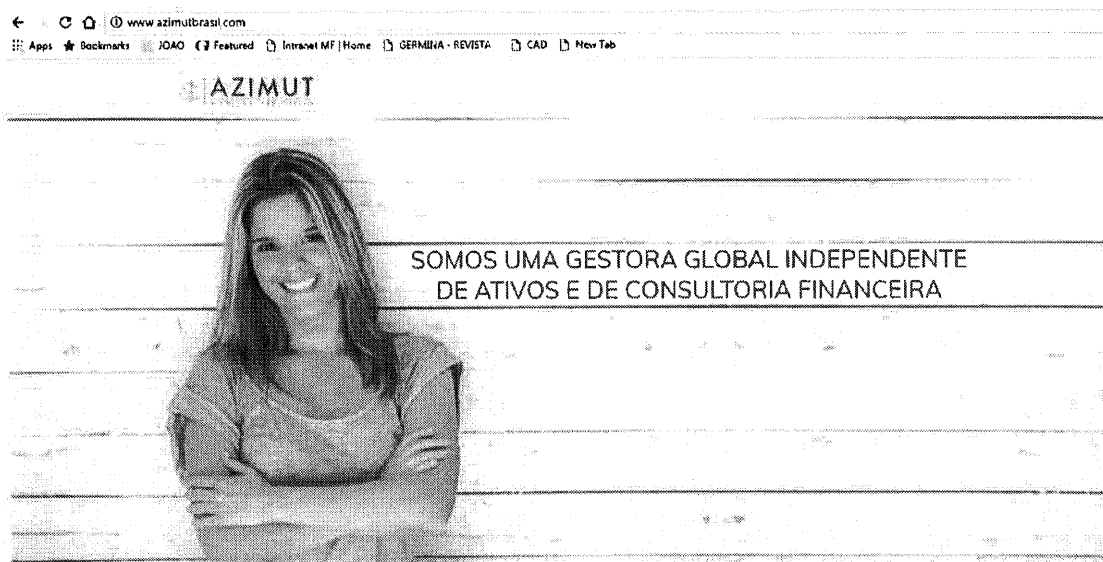
Azimut

82. A Azimut é um dos maiores grupos de gestão de recursos na Europa, tendo cerca de R\$ 140 bilhões em ativos sob gestão, mais de 170 mil clientes. Ela está presente em 14 países, incluindo o Brasil.

83. A Azimut oferece para seus clientes opções de investimentos como fundos de investimento, renda fixa, previdência privada, além de planejamento tributário e fundos exclusivos.

84. Em 2015, a Azimut lançou sua plataforma de investimentos para clientes com patrimônio superior a R\$ 1 milhão, como resultado da unificação da AZ FuturaInvest e da AZ LFI, duas aquisições recentes do grupo. Espera-se que a plataforma de investimentos alcance de 2 mil dos 7 mil clientes que a corretora tem no Brasil, e faz parte da sua estratégia de crescimento.

85. Mais informações sobre a Azimut estão disponíveis em seu sítio eletrônico: <http://www.azfuturainvest.com.br/index.html>



86. Todas essas plataformas de investimento foram lançadas muito recentemente, algumas delas há menos de 5 anos, e já contam com volumes expressivos de clientes e ativos sob custódia. Isso demonstra como esse modelo de negócios veio para ficar no Brasil e está em plena expansão. Esse fato, por si só, já seria suficiente para demonstrar que os incentivos do Grupo XP e do Grupo Itaú Unibanco não tem qualquer razão de se modificar pós-Operação, dado que qualquer tentativa de discriminação ou de abuso contra os investidores seria rapidamente respondida pelos players já atuantes e pelos diversos outros que devem entrar no curto prazo.

3.2.3. *A XP Investimentos como first mover*

87. A XP Investimentos foi pioneira no mercado de plataformas abertas no Brasil e investiu em programas de educação financeira para demonstrar os benefícios da diversificação nos investimentos. Ao ser a pioneira, ela obteve ótimos resultados no mercado de ativos sob custódia entre as instituições

independentes. No entanto, o sistema de plataformas abertas de que a XP Investimentos se beneficiou no seu início é hoje altamente replicável. Como visto acima, atualmente, a XP Investimentos já possui vários concorrentes com a mesma estratégia, como, por exemplo, as plataformas de investimento Guide, Modalmais, BTG Digital, Easynvest, Genial, Azimut e Órama.

88. Os exemplos se multiplicam no mercado, especialmente em função da mudança de cultura dos consumidores, e tendem a reduzir o papel proeminente hoje tido pela XP Investimentos nesse segmento, consolidando um novo mercado. Na ausência de externalidades significativas de rede ou restrições em uma das pontas do mercado, plataformas tendem a consolidar-se como um mercado altamente competitivo, em que coabitam diversos *players* no mercado.³

89. Trajetória similar foi vista no Brasil, há alguns anos, quando do ingresso do *e-commerce* no país. Tome-se, como exemplo, o site de compras Submarino, uma das empresas pioneiras no comércio *online* no Brasil. A Submarino, apoiada em seu pioneirismo no varejo *online*, apresentou um crescimento de 192% entre os anos de 1999 (quando iniciou suas operações) a 2004.⁴ Em 2006, quando a Submarino se uniu à Americanas.com, dando origem à B2W, as empresas chegaram a deter 70% do mercado, beneficiando-se da falta de concorrentes.

90. Em pouco tempo, no entanto, outras grandes empresas de varejo passaram a atuar no mercado *online*, inclusive os próprios varejistas, como o Ponto Frio, Casas Bahia, Extra e Walmart. Isso porque o consumidor, com o avanço tecnológico, superou barreiras como a falta de hábito e insegurança com o meio digital, criando mais demanda e incentivos para o surgimento e expansão de *players* concorrentes do *first mover*. A B2W viu sua fatia do *e-commerce* cair de 70% em 2006 para 25% em 2015.

91. Em geral, *first movers*, como a XP Investimentos, enfrentam maiores custos para construir sua marca e investir na conscientização/educação do consumidor sobre o novo produto, romper barreiras iniciais e suprir a falta de familiaridade sobre transações digitais. Os seguidores muitas vezes não precisam arcar com esse custo significativo e, como resultado, seus investimentos em construção de marca são menores. Isso é evidenciado em uma série de *startups* digitais que muitas vezes perderam sua liderança inicial de participação de mercado na medida em que os mercados amadureceram.

92. De igual forma, a tendência natural é que outras corretoras venham a se aproveitar do modelo de plataforma aberta, como algumas já tem feito, beneficiando-se da mudança de hábitos do investidor para expandir sua atuação frente à XP Investimentos. As próprias características do mercado facilitariam isso, uma vez que a mobilidade de clientes de uma plataforma aberta à outra é muito simples (*low switching costs*), e a natureza da atividade de investimento está relacionada à comparação de taxas entre produtos (e agora, canais). Em pouco tempo, e sem custos, é possível criar uma conta em uma corretora diferente, tornando o consumidor multiplataforma, o que cria condições para um mercado com alta concorrência. Na prática, uma vez solicitada “Ordem de Transferência”, a corretora tem um prazo regulatório de 48 horas para execução.

93. Além disso, trata-se de um mercado que permite que o cliente facilmente realize a comparação

³ Plataformas com externalidades de rede são aquelas em que a dimensão da plataforma adiciona valor aos seus usuários. Plataformas de comunicação, como o WhatsApp, ou de busca, como o Google, são exemplos típicos dessa lógica e lhes garante uma vantagem inerente frente aos concorrentes. Já plataformas com limitadas externalidades de rede são aquelas em que é o serviço prestado pela plataforma que a diferencia dos concorrentes. Nesse caso, usuários tendem a ser multi-plataformas e estabelece-se uma concorrência entre plataformas pela preferência do consumidor. Aplicativos de transporte individual, como Uber, Cabify e 99Taxi, são ótimos exemplos dessa dinâmica.

⁴ Fontes:

http://www.aedb.br/seget/arquivos/artigos06/778_Submarino.com%20-%20SEGET.pdf

<http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u112608.shtml>

<http://www.istoedinheiro.com.br/noticias/mercado-digital/20140131/resgate-bilionario-submarino/140718>

<http://nextecommerce.com.br/b2w-fatura-quase-25-do-e-commerce-brasileiro/>

de diferentes taxas e ofertas, o que traduz uma grande transparência de preços. Isso é possível porque, nas plataformas abertas, na maioria dos casos não existe inventário único, ou seja, várias plataformas distribuem os mesmos fundos/produtos (*"no unique inventory / absence of exclusivity"*). Muitas plataformas, inclusive, divulgam abertamente os preços por elas cobrados. Vide abaixo exemplo do sítio eletrônico da Easyinvest.

Tabela de Preços

Nossos preços são os menores do mercado e para investir em renda fixa não há taxa

Tesouro Direto	Grátis	Mais >
LCI e LCA	Grátis	Mais >
CDB e LC	Grátis	Mais >
Letra Financeira	Grátis	Mais >
Debêntures	Grátis	Mais >
CRI e CRA	Grátis	Mais >
COE	Grátis	Mais >
Títulos Públicos	Grátis	Mais >

USANDO A PLATAFORMA PASSO A PASSO PERGUNTAS FREQUENTES

10/06/2017

Tesouro Direto Grátis

< Voltar

A Easyinvest não cobra taxa de serviço para investimentos em Títulos Públicos (Tesouro Direto).
 Importante: Existe a taxa de custódia da BM&FBOVESPA que é de 0,30% ao ano sobre o valor dos títulos, cobrada semestralmente, no primeiro dia útil de janeiro ou de julho, ou na ocorrência de um evento de custódia (pagamento de juros, venda ou vencimento do título), o que ocorrer primeiro.

USANDO A PLATAFORMA PASSO A PASSO PERGUNTAS FREQUENTES

10/06/2017

94. Essa realidade deixa claro que o aumento da rivalidade nos mercados em que a XP Investimentos atua é mais do que esperado, e, na prática, é algo que já vem acontecendo. O sucesso da XP Investimentos confirma, inclusive, que o investidor está mais confortável com o modelo de plataforma aberta e não necessariamente intermediado por um banco de grande porte.

3.2.4. *Barreiras à entrada e custos de troca não são significativos*

95. Vencidas as barreiras iniciais que foram enfrentadas pela XP Investimentos quando da introdução do modelo de plataformas abertas no mercado (notadamente os custos com a introdução/aprendizagem e tempo para conhecimento e confiança no novo modelo), os novos agentes econômicos que pretendam entrar neste mercado por meio de uma plataforma aberta não encontram barreiras significativas.

96. Muito embora o volume de investimentos de varejo no Brasil ainda esteja altamente concentrado no modelo tradicional de plataformas fechadas dos bancos, mudanças regulatórias recentes apontadas acima (que permitiram a distribuição de quotas de fundos a conta e ordem), a redução de custos de transação, a evolução tecnológica (inclusive utilização de plataforma *mobile*) e a disseminação de novos hábitos de investimento (inclusive o maior foco na educação do investidor) permitem agora a criação de alternativas viáveis, consolidando um novo modelo de negócios.

97. A relevância dos custos mais baixos dos serviços de investimento e de educação financeira será ainda maior com a atual tendência de diminuição das taxas de juros e de inflação, na medida em que os retornos dos investimentos serão severamente reduzidos.

98. Além disso, não há barreiras significativas associadas ao acesso a insumos ou a infraestrutura, em especial para potenciais entrantes, sobretudo aqueles que já atuem no setor financeiro. Nesse sentido, por exemplo, nota-se que o modelo de atuação do Grupo XP não requer uma rede de agências, dado que toda distribuição é feita por agentes autônomos ou por meio de sua plataforma digital, o que diminui significativamente o nível de investimento inicial e custos afundados para o lançamento de uma nova plataforma digital de investimentos. Mais que isso, permite que o custo de intermediação seja especialmente baixo para plataformas que buscam investidores mais acostumados, permitindo uma competição crescente à medida que o mercado se consolida. A XP Investimentos acredita que algumas das plataformas digitais de investimentos ativas hoje no Brasil foram constituídas com investimentos inferiores a R\$50 milhões, uma fração ínfima do valor que alcançou a XP Investimentos como negócio, evidenciada nesta Operação.

99. A tecnologia necessária para a criação de uma plataforma digital está disponível no mercado, podendo as corretoras buscar o suporte de terceiros para lançar novas plataformas similares à da XP Investimento em um prazo razoável. Não há barreiras significativas à entrada associadas a patentes, *know how* especializado ou outros direitos de propriedade intelectual nesse mercado.

100. As mídias sociais também têm um papel importante na indústria, facilitando e disseminando os serviços de novos entrantes a um custo extremamente baixo.

101. O acesso à mão de obra especializada não apresenta qualquer característica distinta de outros mercados financeiros, ainda que seja necessária alguma especialização para atuação nessas atividades. Por exemplo, a XP Investimentos atua por meio de dois canais: a rede de agentes e a equipe de assessores internos e plataforma online.

102. Desde sua fundação, o Grupo XP acredita e investe intensamente no modelo de distribuição por meio de agentes autônomos. O agente autônomo é pessoa natural que atua na: (i) prospecção e captação de clientes, recepção e registro de ordens e transmissão dessas ordens para os sistemas de negociação ou de registro cabíveis; e (ii) na prestação de informações sobre os produtos oferecidos e sobre os serviços prestados pela instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários pela qual tenha sido contratado.

103. Esse profissional deve exercer suas atividades sempre por meio de uma instituição integrante

do sistema de distribuição de valores mobiliários, em nome da qual atua como representante.⁵ O agente autônomo deve manter relação de exclusividade com apenas um intermediário, ressalvada a distribuição de cotas de fundos de investimento.⁶ Essa relação de exclusividade, imposta pela própria CVM, nasceu da preocupação do regulador de garantir a identificação da entidade responsável pela distribuição de um determinado produto financeiro, dando maior segurança para os investidores. Apesar dessa relação de exclusividade, o agente autônomo tem grande mobilidade, dado que a praxe atual do mercado brasileiro é permitir sua desvinculação em um prazo relativamente curto (60 a 90 dias). Isso permite que agentes autônomos passem a atuar em nome de uma outra instituição do sistema de distribuição de valores mobiliários dentro de um prazo curto, sendo esse um fator adicional para caracterização das baixas barreiras à entrada e à expansão verificadas nesse mercado.

104. No Brasil, já há cerca de 3 mil agentes autônomos registrados, e a profissão ainda tem um enorme potencial de crescimento. Nos Estados Unidos, por exemplo, mais de 1,3 milhões de pessoas atuam como agentes autônomos orientando seus clientes a investir e a organizar as próprias finanças. Segundo dados do Departamento de Trabalho dos EUA, o número de consultores financeiros nos EUA deve crescer 32% nesta década.

105. Por fim, as exigências regulatórias para funcionamento de empresas nas atividades de corretagem de valores e gestão e distribuição de fundos são comuns às demais atividades no setor financeiro e não constituem uma barreira à entrada de novos concorrentes. As condições para constituição de uma Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários ("CCTVM") ou de uma Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários ("DTVM") são mais brandas do que aquelas necessárias para constituição de um banco, o que torna o processo mais simples e célere. Além disso, existem instituições autorizadas a funcionar com pouca ou nenhuma operação, o que permitiria a potenciais entrantes também considerar aquisições e parcerias estratégicas. As próprias agências reguladoras vêm criando mecanismos para facilitar a participação de novos entrantes (modelo de cadastro simplificado, incentivo para utilização de documentos eletrônicos, criação de modelo de segmentação, com foco em diminuir o custo de observância, etc).

106. De acordo com o melhor entendimento das Requerentes, a média de aprovação de um pedido de constituição de uma CCTVM ou de uma DTVM pelo BACEN é de aproximadamente 16-18 meses (mas, muitas vezes, os processos são concluídos em um período mais curto de 12 meses). Isso deixa claro que a entrada nesse segmento é tempestiva.

107. As baixas barreiras à entrada ficam evidentes ao se consultar a lista de novos pedidos de constituição de CTVM E DTVM protocoladas junto ao BACEN (período de 1.1.2016 a 5.6.2017):

- Constituição da Toro Corretora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda.
- Constituição da Ideal Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.
- Constituição da ADTP - Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda.
- Constituição da REAG - Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.
- Transferência do controle societário indireto da Futurainvest Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda.
- Transferência do controle da Chloe Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda.

⁵ Vide Instrução CVM nº 497, de 3 de junho de 2011, com as alterações introduzidas pela Instrução CVM nº 515/11. Desde 28/08/2012, a Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias (ANCORD) foi autorizada pela CVM a atuar na condição de entidade autorreguladora desse participante de mercado, tendo, efetivamente, iniciado sua atuação neste âmbito a partir de 1/10/2012.

⁶ Vide Art. 13, inciso I, combinado com os §§ 2º e 3º, da Instrução CVM nº 497/2011.

108. Isso é reforçado pelo relatado mais acima sobre os players que começaram a atuar com o modelo de plataforma aberta de investimentos no Brasil após o surgimento da XP Investimentos. Apesar da sua entrada no modelo de plataformas ter sido posterior ao movimento pioneiro da XP Investimentos, todos esses players conseguiram rapidamente capturar um número expressivo de clientes e de volume de negócios em suas plataformas. Alguns fatores explicam esse fenômeno.

109. Em primeiro lugar, não há nesse mercado limitações à expansão de capacidade de prestação dos serviços, uma vez que isso depende, essencialmente, da oferta de produtos financeiros e da ampliação da estrutura de canais de distribuição (os quais têm crescentemente migrado para estruturas digitais) e de plataformas digitais, ambas de fácil expansão.

110. Some-se a isso o fato de não haver custos de transferência significativos para os clientes dessas plataformas. Como visto acima, na prática, a migração de clientes entre diferentes plataformas de investimento, aqui incluindo a migração de plataformas fechadas para plataformas abertas, é relativamente simples e rápida. Além disso, é comum a manutenção simultânea de contas em aberto em mais de uma corretora ou gestora, o que, na prática, não apenas torna a troca entre fornecedores ainda mais fácil, como permite ao cliente comparar de forma ainda mais transparente e informada os serviços ofertados por diferentes plataformas e os custos relacionados.

111. É por isso que a concorrência de preços entre plataformas abertas de investimento é tão acirrada. Qualquer tentativa de aumento de preços por um player atuante no setor levaria a uma perda significativa de clientes, sobretudo diante da facilidade com que qualquer concorrente tem para absorver eventual desvio de demanda, uma vez que nesse mercado não se verificam limitações de capacidade. Segue daí que o sucesso das plataformas abertas, tais como a da XP Investimentos, depende de contínua inovação em produtos, atração de ativos e preços competitivos. Caso a XP Investimentos venha a mudar seu modelo de negócios (inclusive o de "taxa zero"), certamente irá perder clientes que migrarão para concorrentes atuais (como Easynvest, Modal, Genial, BTG Direct, Órama, entre outros) ou mesmo para novos entrantes, haja vista as baixas barreiras à entrada neste mercado.

112. Por todo o acima exposto, as Requerentes entendem que as barreiras à entrada nesse mercado não são significativas. Estas baixas barreiras à entrada, aliadas à expectativa de crescimento das plataformas abertas, levarão a um ambiente de mercado cada vez mais competitivo, com custos significativamente menores para os investidores finais, impulsionados principalmente pela arquitetura aberta.

4. [CONFIDENCIAL]

4.1. [CONFIDENCIAL]

113. [CONFIDENCIAL].

114. [CONFIDENCIAL].

115. [CONFIDENCIAL].

116. [CONFIDENCIAL].

4.2. [CONFIDENCIAL]

117. [CONFIDENCIAL].

118. [CONFIDENCIAL].

119. [CONFIDENCIAL].

120. [CONFIDENCIAL].

5. Conclusões preliminares

121. Conforme visto acima, não há qualquer incentivo para que se mude um modelo de negócios vencedor. Independentemente da Operação, fato é que o modelo de plataformas abertas irá crescer exponencialmente, e a entrada do Itaú Unibanco como investidor minoritário da XP Investimentos não deve ser vista como uma ameaça ao efeito disruptivo que está sendo causado pelo modelo de plataformas abertas. Pelo contrário: o investimento do Grupo Itaú Unibanco na XP Investimentos tem sido visto pelo mercado como um reconhecimento do sucesso e do valor do modelo de negócios do Grupo XP, em última linha fomentando a concorrência. Desse modo, as Requerentes respeitosamente entendem que a entrada do Itaú Unibanco irá acelerar o aparecimento de novos operadores independentes de investimentos (seguindo o mesmo modelo do Grupo XP), contribuindo para o processo de desintermediação bancária de distribuição de produtos de investimento no Brasil.

6. Pedidos

122. **Acesso Restrito.** As Requerentes respeitosamente solicitam, nos termos do artigo 92 e incisos da Resolução CADE n.º 20, de 7 de junho de 2017, a concessão de **ACESSO RESTRITO** aos documentos apresentados como Documentos de Acesso Restrito indicados como tal na lista de anexos e às informações tarjadas em cinza ao longo do formulário de notificação.

123. **Aprovação da operação.** Após uma análise dos esclarecimentos apresentados acima e no formulário anexo, é possível concluir que a Operação proposta não resulta na criação ou no fortalecimento de posição dominante e não limita a concorrência de nenhuma forma, inexistindo condão de prejudicar o ambiente concorrencial brasileiro. As Requerentes, portanto, solicitam que a Operação proposta seja aprovada pelo CADE sem quaisquer restrições.

Pedem deferimento.

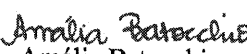
De São Paulo para Brasília, 18 de julho de 2017

Pela XP Investimentos:


Lauro Celidonio
OAB/SP nº 70.188


Marcio Dias Soares
OAB/RJ nº 128.693


Paula Camara
OAB/MG 130.096


Amalia Batocchio
OAB/SP nº 373.755

Pelo Itaú:


Barbara Rosenberg
OAB/SP nº 156.832


Sandra Terepins
OAB/SP nº 257.148


Maria Amaral de Almeida Sampaio
OAB/SP nº 329.252


Marcos Filipe Sussumu Ueda
OAB/SP nº 394.098