



Ministério da Justiça e Segurança Pública – MJSP
Conselho Administrativo de Defesa Econômica – CADE

SEPN 515 Conjunto D, Lote 4 Ed. Carlos Taurisano, 4º andar - Bairro Asa Norte, Brasília/DF, CEP 70770-504
Telefone: (61) 3221-8409 e Fax: (61) 3326-9733 – www.cade.gov.br

NOTA TÉCNICA Nº 20/2019/DEE/CADE

Referência: Ato de Concentração nº 08700.006345/2018-29

Apartado 08700.006340/2018-04 (Acesso exclusivo CADE/Requerentes)

Apartado 08700.006349/2018-15 (Acesso exclusivo CADE/Ticket)

Apartado 08700.006350/2018-31 (Acesso exclusivo CADE/Itaú)

Apartado 08700.006816/2018-07 (Acesso exclusivo CADE)

Requerentes: Itaú Unibanco S.A. e Ticket Serviços S.A.

Ementa: Aquisição, pelo Itaú Unibanco, de participação societária minoritária correspondente a 11% do capital social total e votante de emissão da Ticket Serviços. Análise a respeito de aspectos concorrenciais de tal ato de concentração, em especial das concentrações verticais dele derivadas. Encontrados indícios quantitativos e qualitativos da existência de incentivos para o fechamento de mercado e possibilidade de aumento do exercício de poder coordenado nos mercados alvo da operação. Sugerida a avaliação de remédios comportamentais para mitigar os potenciais efeitos lesivos à concorrência.

Versão: Pública

1. Introdução

A presente nota busca atender solicitação constante no Despacho Decisório 4/2019/GAB1/CADE (DOC SEI 0589397). Para entender o escopo de tal solicitação, faz-se necessária uma explicação breve a respeito do presente caso.

Trata-se de Ato de Concentração envolvendo a aquisição, por parte do Itaú Unibanco S.A. (Itaú) de 11% do capital social da Ticket Serviços S.A. (Ticket), do grupo Endenred. Do ponto de vista vertical, o Itaú atua por meio da Rede, no mercado de credenciamento e captura de meios de pagamento eletrônicos, enquanto a Ticket atua em mercado verticalmente integrado de vale-benefícios.

A operação foi aprovada sem restrições em 08/02/2019 pela Superintendência Geral do CADE por meio do Parecer 2/2019/CGAA3/SGA1/SG/CADE (SEI 0576844), por entender que a operação não gera qualquer tipo de preocupação de caráter vertical, tendo em vista, em especial, o seguinte:

- **Argumento principal: baseado no *market share* dos agentes** – Para a SG, se a Rede se recusasse a capturar as transações dos outros *players* de vale-benefícios, a empresa estaria abrindo mão de [ACESSO RESTRITO AO CADE] do mercado total. De igual forma, se a Ticket se recusasse a transacionar com concorrentes da Rede, a mesma estaria abrindo mão de, cerca de [ACESSO RESTRITO AO CADE] do mercado, tornando “altamente desinteressante o credenciamento de estabelecimentos pela Ticket Serviços”. Embora sejam possíveis de serem implementadas práticas verticais restritivas, mesmo por agentes com pequeno *market share*,¹ segundo a SG, estratégias de fechamento de mercado não seriam vantajosas de serem implementadas, com agentes com pouca expressão em termos de quotas de mercado. Assim tais agentes teriam condições, mas lhes faltaria interesse, de realizar fechamento de mercado.
- **Argumento baseado na regulamentação setorial** – Para as requerentes e para SG, o artigo 7º da Lei n. 12.865/2013 e o Código de Ética da ABECs teriam definido a interoperabilidade como princípio a ser utilizado no setor, o que impediria a negativa de negociação entre agentes deste mercado (e, portanto, impedindo *market foreclosure*).
- **Argumento baseado na participação passiva do Itaú na Ticket** – Para a SG, a aquisição do Itaú na Ticket seria de 11%, havendo dispositivos expressos no Acordo de Acionista que limitariam a atuação do Itaú na Ticket [ACESSO RESTRITO ÀS REQUERENTES].

A decisão da SG foi objeto de interposição de recurso tempestivo pela União Nacional de Entidades do Comércio e Serviços – UNECS, habilitada como terceira interessada no recurso do processo (SEI 0586361).

Em seguida, o Conselheiro Relator, Dr. João Paulo de Resende, no âmbito do Despacho Decisório 4/2019/GAB1/CADE (DOCSEI 0589397), requisitou deste Departamento de Estudos Econômicos a elaboração de um parecer técnico capaz de quantificar os incentivos para o fechamento de mercado derivados do ato de concentração mencionado, além de avaliar a possibilidade de aumento do exercício de poder coordenado nos mercados alvo da operação.

Deste modo, a presente nota técnica busca endereçar tal solicitação.

Como bem referido pelo Despacho Decisório 4/2019/GAB1/CADE, a solicitação do Conselheiro Relator deu-se pelo receio de a Superintendência Geral (SG) ter descartado modificação de incentivos de aumento de custos de rivais e, portanto, efeitos anticompetitivos de concentração vertical, analisando apenas o nível dos *market shares*

¹ Segundo a SG, neste parecer 2/2019/CGAA3/SGA1/SG/CADE, “nesse segmento mesmo participações de mercado abaixo de 30% podem alterar de forma relevante a dinâmica concorrencial, como já destacado acima e avaliado no Inquérito Administrativo 08700.000018/2015-11”. Ou seja, a SG admite que práticas verticais restritivas são possíveis de serem implementadas por agentes com menos de 30% do mercado relevante.

de cada elo da cadeia. De acordo com o Conselheiro Relator, em tese, a integração vertical poderia permitir usar a posição dominante em um mercado para oprimir a concorrência em outro mercado, a exemplo de:

- PRIMEIRA TEORIA: Ticket se recusar a ser captada por credenciadores, em especial as de pequeno porte (Stone/Elavon, Bin/First Data, Vero, Global Payments e outros).

De tal teoria, há pelo menos as seguintes derivações:

- 1.1. Uma hipótese seria a Ticket realizar tal recusa isoladamente
- 1.2. Outra hipótese seria a Ticket realizar tal recusa em conjunto com Alelo, em razão de incentivos de *colusão tácita*
- A primeira teoria de dano poderia ocorrer isoladamente ou em conjunto com a segunda teoria, que será detalhada a seguir.
- SEGUNDA TEORIA: Rede se recusar a processar *vouchers* de outras empresas, em especial as de pequeno porte (VR e outros).
 - 2.1. Uma hipótese seria a Rede realizar tal recusa isoladamente
 - 2.2. Outra hipótese seria a Rede realizar tal recusa em conjunto com Cielo, em razão de incentivos de *colusão tácita*

Com efeito, ambas teorias de dano são mencionadas pelo Conselheiro Relator.

Em seu despacho, o Relator referiu que “*para saber se tais práticas são prováveis, é necessário conhecer os incentivos para que elas sejam adotadas. Nesse aspecto, o referido Parecer da SG se limitou a demonstrar que não faria sentido para a Rede discriminar mais de 70% do mercado de vales-benefício, nem seria racional para a Ticket se recusar a contratar com mais de 70% do mercado de captação. No entanto, cabem duas ponderações a esse respeito.*”

Em primeiro lugar, faz-se necessário analisar as taxas de desvio e as margens de lucro de cada empresa nos respectivos mercados, para aferir se a perda de participação e lucro em um mercado não seria compensada pelo ganho de participação e lucro em outro. Ou seja, tal análise requer que sejam quantificados, sempre que possível, os ganhos, as perdas e o efeito líquido de cada uma das estratégias, análise essa não contemplada no Parecer da SG.

Em segundo lugar, as práticas de fechamento de mercado descritas acima não necessariamente precisam se dar sobre todo o restante de algum dos mercados-alvo, mas apenas sobre alguns agentes específicos, de menor porte e não verticalizados, conforme destacado anteriormente. Nesta hipótese, o cenário mais provável seria o de oligopolização de vários mercados através de agentes ultra verticalizados, gerando maior risco de coordenação tácita ou explícita, em especial entre os dois maiores grupos, de um lado o grupo BB/Bradesco + Cielo + Elo + Alelo, e de outro o grupo Itaú + Rede + Hyper/Credicard + Ticket.”

Em tese, haveria também outras espécies ou possibilidades de teorias de dano derivadas deste caso, como, por exemplo:

- (i) TERCEIRA TEORIA: Eventual possibilidade de aumento ou criação de incentivos de *discriminação de preços* de tais empresas para empresas não verticalmente integradas. Ou seja, em tal hipótese não se debateria uma

recusa de contratar com *foreclosure* completo de alguns agentes do ponto de vista estático, mas, do ponto de vista dinâmico, um aumento de incentivos para minar, gradualmente, o nível de concorrência de agentes de diferentes elos do mercado;

- (ii) QUARTA TEORIA: a possibilidade de criação de incentivos para aumento de custos de todos os agentes de um determinado elo [a exemplo de a Rede aumentar e retirar a margem de todas as empresas de Vouchers, simultaneamente, que utilizassem seu sistema de captura de transações, incluindo a própria Ticket em um primeiro momento, o que geraria prejuízo inclusive para a própria Ticket neste primeiro momento. Todavia, em um segundo momento, a Ticket poderia, de algum modo, indiretamente, ser recompensada ou indenizada pela Rede e pelo Itaú, recebendo algum tipo de subsídio cruzado por meio de outro tipo de rubrica]. Frise-se que tal prática destoa um pouco da abordagem clássica da matéria, já que, em tese, a Rede, no exemplo dado, aumentaria o custo de todas as empresas não-verticalmente integradas que usassem seu serviço de captura, sendo que o dano seria a elas impingindo independentemente do debate a respeito da lucratividade da recaptura de clientes, via taxas de desvios das empresas não-verticalmente integradas para as verticalmente integradas. Isso ocorre porque o mecanismo de premiação da prática vertical não se dá via recaptura de cliente, mas via subsídio cruzado direto ou indireto, mesmo fora do mercado alvo da conduta.
- (iii) QUINTA TEORIA: Também, além das referidas teorias, há que se atentar para o fato de que há mercados relacionados, conglomerados ou adjacentes. Uma parte relevante da teoria de conglomeração é que alguns atos de concentração aumentam os incentivos dos requerentes, pós-operação, realizarem vendas casadas puras de serviços que sejam anticompetitivas (como vender apenas um produto se o outro também for adquirido) ou venda casada mista, que corresponderia a vender um produto de um mercado X, *em condições especiais*, sendo que tais condições especiais (como preço ou qualidade) apenas estariam acessíveis ao consumidor se o outro produto de determinada marca, do mercado Y, também for adquirido. Recentemente, houve o debate se seria lícito que empresas de captura dessem condições especiais referentes a antecipação de recebíveis para clientes que tivessem um determinado endereço bancário. Gize-se que vouchers, também, possuem crédito via recebíveis, sendo que eventualmente, podem algumas empresas concorrentes das requerentes, pós-verticalização, ficarem preocupadas se neste mercado também haveria mudanças nas condições de *bundles*. Nos Estados Unidos, este tipo de análise, referente à mudança de incentivos pós fusões que envolvem conglomerados, não é bem recebida por alguns autores, enquanto na Europa, este debate é travado nas cortes.

De todo modo, cita-se este debate aqui, não apenas em razão do receio do delta de incentivos de criação de *bundles* ou de *mixed bundles*. Este debate é também relevante, em razão do possível *feedback* com os outros debates mencionados e teorias referidas acima. Com efeito, se há *spillovers* (transbordamento) entre mercados adjacentes, eventual prática que favoreça o aumento do *market share* da Rede em captura de *vouchers*, pode, também, eventualmente, beneficiá-la em mercados adjacentes (aumentando o faturamento do referido agente com captura de débito e crédito), já que o

lojista, ao preferir a máquina (da Rede) que passa a marca “Ticket” com certa vantagem de preço ou qualidade, pode usar essa mesma máquina (ou seja, o mesmo insumo) em diferentes mercados. Eventual *foreclosure* ou discriminação de preços não possui, portanto, apenas efeito no mercado de captura de voucher, mas no mercado de captura de crédito e débito.

Assim, não se trata apenas de olhar se fusões aumentam portfólios que permitam o uso de prática de venda casada, mas lembre-se que a SG afirmou não haver interesse das requerentes em realizar *foreclosure* por parte da Rede e da Ticket, olhando-se o impacto e o *share* no mercado alvo e origem especificados e delimitados, pela análise vertical clássica. Todavia, quando se analisa o interesse em realizar *foreclosure* e discriminação de preços, por motivos verticais (o que é indisputado nos Estados Unidos e na Europa, como passível de gerar problemas concorrenciais, a depender do ato de concentração), há que se ter em mente, que, em uma indústria de rede, é possível haver *spillovers* (transbordamentos) em mercados adjacentes.

SEXTA TEORIA: Haveria, também, a possibilidade do fechamento de parte do mercado no nível de CNPJs específicos (a exemplo de alguns lojistas ou uma parte geográfica de um território ter preços diferenciados). Assim, se houver diferenciação de preços ou taxas em relação a alguns lojistas que tornam a captura de suas transações mais caras [lado do mercado de captura] ou que as taxas de desconto para lojistas específicos (CNPJs) sejam distintas de outros lojistas [lado do mercado de vouchers], então, é possível que a análise agregada do mercado venha a mascarar algum efeito de fechamento de mercado via discriminação de agentes específicos eventualmente localizados em alguma região ou em um nicho de mercado.

Do que foi apresentado até o momento, pode-se perceber que o presente caso agrega uma série de camadas de complexidade analítica, a saber:

- Debate sobre efeitos de integração vertical;
- Debate sobre efeitos de concentração em mercados de vários lados;
- Debate sobre efeitos de concentração considerando *bundles* e *spillovers* em mercados adjacentes;
- Debate sobre efeitos de concentrações parciais;
- Debate sobre efeitos coordenados tácitos;
- Debate sobre concentração em mercados financeiros e de tecnologia;
- Debate sobre efeitos dinâmicos de um ato de concentração

Trata-se, indubitavelmente, de um grande desafio analítico, para o qual se mostrou necessário instrução complementar. Considerando o adiantado do caso, negociou-se junto a todos os agentes uma instrução complementar possível, dentro do prazo disponibilizado, lembrando que modelos mais complexos demandam um grau intensivo de informações mercadológicas, no nível do consumidor e de notas fiscais, identificadas geograficamente de forma granular. De todo modo, a instrução complementar possível para este caso foi realizada por meio dos seguintes ofícios, a saber:

OFÍCIO	PARTE
OFÍCIO Nº 2289/2019/GAB1/CADE	Redecard S.A. (Grupo Itaú)
OFÍCIO Nº 2291/2019/GAB1/CADE	Ticket Serviços S.A.
OFÍCIO Nº 2298/2019/GAB1/CADE	Cielo S.A.
OFÍCIO Nº 2299/2019/GAB1/CADE	GetNet
OFÍCIO Nº 2300/2019/GAB1/CADE	Sipag
OFÍCIO Nº 2301/2019/GAB1/CADE	Banrisul Cartões
OFÍCIO Nº 2302/2019/GAB1/CADE	Stone Pagamentos S.A. e Elavon (atual MNL)
OFÍCIO Nº 2304/2019/GAB1/CADE	Alelo - Companhia Brasileira de Solução e Serviços S.A.
OFÍCIO Nº 2305/2019/GAB1/CADE	Sodexo Pass do Brasil Serviços e Comércio S.A.
OFÍCIO Nº 2306/2019/GAB1/CADE	VR Benefícios e Serviços de Processamento Ltda.
OFÍCIO Nº 2307/2019/GAB1/CADE	UP Brasil Planinvesti Administração e Serviços Ltda.
OFÍCIO Nº 2308/2019/GAB1/CADE	A.B. Administração de Serviços Ltda.
OFÍCIO Nº 2309/2019/GAB1/CADE	Banrisul Cartões S.A.

Tabela 1 – Ofícios enviados

Fonte: Cade Elaboração: DEE

Infelizmente, a Getnet não respondeu à solicitação feita pelo Gabinete do Conselheiro Relator, prejudicando, em alguma medida, a análise vertical empreendida por este Departamento.

Uma vez esclarecido o escopo do parecer e da instrução complementar, cumpre ao DEE apresentar sua visão a respeito do presente caso. Do ponto de vista de estrutura da nota:

- Na seção 2, busca-se apresentar, brevemente, uma visão mais ampla do setor, seu funcionamento e de alguns dos debates propostos.
- Na seção 3 (e no anexo 1), apresentam-se alguns resultados da análise exploratória realizada.
- Na seção 4, são apresentados alguns modelos e discussões a respeito dos incentivos gerados pelo presente ato de concentração.
- Na seção 5, estão as conclusões do DEE em relação ao presente caso.

2. Questões sobre o mercado analisado

Antes de explicar o funcionamento do mercado em questão, cumpre – desde já – explicitar diferenças relevantes capazes de impactar a modelagem das elasticidades do setor (e dos benefícios envolvidos).

Do lado das empresas que fazem a captura das transações, as mesmas podem ganhar por duas formas, tendo sua forma de remuneração intitulada por meio do jargão econômico “tarifa de duas partes”. Assim, as empresas podem (i) ganhar com a venda e aluguel de máquinas ao mesmo tempo que podem (ii) auferir receita com taxas pelas transações realizadas em suas máquinas. Assim, a análise de elasticidades de mercados com esta configuração (tarifa de duas partes) é mais difícil que em mercados simples, já que a variação do preço do serviço de captura de transações pode ocorrer em qualquer destas duas partes, o que dificulta a percepção da variação do conjunto destas tarifas que compõe o preço.

De outro lado, outra complicação deste mercado advém da análise dos incentivos de quem contrata o serviço de *voucher*. Em mercados “comuns” ou tradicionais, comerciantes e consumidores são decisores de última instância e ambos maximizam sua própria utilidade, com base em preço, quantidade, qualidade e outras variáveis que entendam relevantes:



Figura 1 – Relações diretas em mercados tradicionais

Elaboração DEE

Todavia, o mercado de *vouchers* é diferenciado. No caso de *vouchers*, o empregado de uma empresa (consumidor final) e a empresa que presta serviço de alimentação (ofertante) precisam de intermediários relevantes, que mais do que influenciar a relação entre oferta e demanda, na realidade são responsáveis pelas escolhas de consumo em última instância.

Com efeito, o empregador quando negocia com a empresa de *voucher* não está preocupado, ao menos em um primeiro momento, com o preço final que o consumidor irá pagar. O empregador, ao contrário, está querendo maximizar o seu próprio benefício. Isso implica dizer que o empregador, como decisor de última instância a respeito de qual empresa de *voucher* seu funcionário irá receber, é quem deve ser convencido pelas empresas de *vouchers* por sua preferência.

Se taxas de desconto cobradas pelo credenciamento da rede estão elevadas, não são os trabalhadores da empresa que irão punir a empresa de *voucher*, procurando outra forma de pagamento ou mudando para outra empresa de *voucher*, como é de se esperar em um mercado clássico (onde preço e quantidade são diretamente escolhidos pela oferta e pela demanda). Esta decisão é exclusiva do empregador. Portanto, as empresas de *voucher* darão descontos grandes nesta ponta do mercado (na relação entre empregador/empresa de *voucher*) para aumentar o preço na outra ponta do mercado (na relação entre lojistas/empresa de *voucher*).

Eventualmente, como tende a ser difícil para o lojista discriminar o preço dos seus produtos para quem tem *voucher* e quem não tem *voucher*², o que ocorre na realidade é que este custo do *markup* de tal intermediação financeira é diluído nos custos do lojista,

² Redação dada pela Lei 12455/2017. Art. 1º Fica autorizada a diferenciação de preços de bens e serviços oferecidos ao público em função do prazo ou do instrumento de pagamento utilizado.

A definição de Instrumento de Pagamento é estabelecida pela Lei 12.865/2013, Art 6º, inciso V - Instrumento de pagamento - dispositivo ou conjunto de procedimentos acordado entre o usuário final e seu prestador de serviço de pagamento utilizado para iniciar uma transação de pagamento.

de forma mais ampla. Esse *markup*, por sua vez, é protegido de forças mercadológicas clássicas, como explicitado anteriormente.

Obviamente que se o empregador escolher um vale refeição ou alimentação com uma rede de prestação muito pequena ou que adicione pouco valor aos trabalhadores, estes, que são decisores (mas não de última instância) podem se reunir em associações ou sindicatos e pressionar os seus empregadores por uma rede de prestação melhor, com melhores preços e qualidade. Todavia, é relevante verificar que este tipo “pressão” ocorre em um segundo momento apenas.

Assim, o sistema e o próprio “mercado de voucher”, em alguma medida, existe não por uma conformação orgânica da oferta e da demanda, mas em razão da particular estruturação do sistema tributário nacional. De outro lado, em uma abordagem mais ampla, os *vouchers* fazem parte da maneira como atualmente o sistema nacional de pagamentos eletrônicos é financiado. Daí que a concorrência entre empresas de *voucher* pode, também, ter reflexos no mercado de débito e crédito de forma indireta.

Tais considerações são feitas nesta parte da nota, já que o reconhecimento destes incentivos é relevante para uma correta modelagem da elasticidade da demanda e dos incentivos derivados deste ato de concentração. Não basta olhar como mercado de vários lados comuns funcionam. Há que se atentar para este tipo de mercado de vários lados, com intermediários relevantes, que são decisores de última instância. Feitos estes comentários de caráter mais geral, cabe aqui apresentar de maneira minuciosa o mercado de vouchers e de captura de transações.

2.1. Funcionamento do mercado

Complementando o que foi abordado na seção anterior, o objetivo desta parte da nota será trazer, de forma resumida, quais são os principais integrantes do segmento de *vouchers*, como é sua estrutura de precificação e quais de suas características o diferenciam dos mercados tradicionais. Nessa linha, antes de identificar as fontes de receita dos diferentes elos dessa indústria, cabe esclarecer o papel que cada um de seus integrantes assume no mercado. A partir disso, será possível diferenciar o esquema de três partes, característico do mercado de *vouchers*, do esquema de quatro partes, predominante nos arranjos de pagamento tradicionais, tais como Visa e Mastercard.

Os principais componentes do mercado de *vouchers* são:

- **Vouchers:** Diferentemente do que é observado nos arranjos de pagamento tradicionais (bandeiras de cartões de débito e crédito), quem assume o papel de emissão e credenciamento dos estabelecimentos comerciais é o próprio *voucher*. Ou seja, além de estabelecer as regras que regem o processamento das transações com esses cartões, os *vouchers* também são responsáveis pela emissão e pela habilitação dos estabelecimentos comerciais para a aceitação destes cartões. Ao atuar como emissores, os *vouchers* também realizam a custódia sobre os valores mantidos na conta de cada beneficiário e, tal como credenciadores, processam e liquidam as operações. Nesse sentido, pode-se afirmar que o maior contraste entre o mercado de *vouchers* (esquema de três pontas) e o mercado dos cartões de pagamento tradicional (esquema de

quatro partes) está justamente no papel desempenhado pela figura do “arranjo de pagamento”³, de modo que, no mercado de vales-benefício, este arranjo acumula as funções de credenciamento e emissão. Ainda, no presente caso, cabe notar que, ao adquirir 11% do capital social e votante de emissão da Ticket, [ACESSO RESTRITO ÀS REQUERENTES].

- **Credenciadoras (VAN):** Tal como visto anteriormente, em esquemas de quatro pontas, as credenciadoras são as figuras responsáveis não só pela habilitação dos estabelecimentos comerciais para a aceitação dos cartões, como também pela captura, processamento e liquidação das transações com esses cartões. Em contraste, quando se trata do mercado de *vouchers*, a função dessas credenciadoras fica restrita à captura das transações com esses tipos de cartões, sendo, por isso, uma mera fornecedora da infraestrutura necessária para realizar essa captação. Essa modalidade de credenciamento recebe o nome de VAN, acrônimo para *Value Added Network*.⁴
- **Empresa beneficiária:** Com o objetivo de beneficiar-se de incentivos fiscais, tais como a não incidência de encargos trabalhistas⁵ e a redução do imposto de renda, os empregadores podem engajar-se em programas governamentais como, por exemplo, o Programa de Alimentação do Trabalhador (PAT) e o Programa de Cultura do Trabalhador (PCT). Aderindo a esses programas, a empresa beneficiária passa a fornecer *vouchers* aos seus funcionários e direcionar os gastos destes para a aquisição de alimentos *in natura*, refeições prontas e até mesmo eventos culturais pagos.
- **Estabelecimento comercial:** O estabelecimento que mostrar interesse em capturar transações com uma determinada marca de *voucher* deve realizar o credenciamento junto ao próprio arranjo, em contraste ao procedimento que se observa nos esquemas de quatro pontas, em que a figura responsável por esse credenciamento é a credenciadora (adquirente). Por essa razão, tal como abordado anteriormente, a credenciadora que for contratada para operar nesse estabelecimento comercial terá sua função limitada à captura das transações com cartões de *voucher*. Ademais, como que se trata de um mercado de múltiplos lados, com externalidades de rede, quanto maior o

³ Os *vouchers* não são considerados propriamente arranjos de pagamento integrantes aos Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB), tal como determina a Circular nº 3.886, de 26 de março de 2018, do Banco Central. Desse modo, é um instrumento de pagamento que não está sob supervisão da autoridade monetária, visto que já segue regras estabelecidas por outros órgãos públicos, tais como o Programa de Alimentação ao Trabalhador (PAT), instituído pela Lei nº 6.321, de 14 de abril de 19, e o Programa de Cultura do Trabalhador (PCT), instituído pela Lei nº 12.761, de 27 de dezembro de 2012.

⁴ Assim, no caso de *vouchers*, uma nomenclatura mais clara para as “credenciadoras” (tais como Rede, Cielo) poderia ser “adquirentes”, uma vez que, neste caso, o credenciamento dos estabelecimentos é feito pelos próprios *vouchers* (tais como Ticket e Sodexo). As ditas “credenciadoras” (como Rede e Cielo) são responsáveis apenas pela captura da transação com *vouchers*.

⁵ Benefícios concedidos aos funcionários têm isenção de encargos sociais, como o Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS) e o Instituto Nacional de Seguridade Social (INSS). Isso é possível, pois o referido benefício não tem natureza salarial e, desse modo, não pode ser incorporado como parte da remuneração do trabalhador.

número de beneficiários utilizando uma dada marca de *voucher*, maior será o interesse do estabelecimento em capturar transações desta marca. O interesse em se contratar uma determinada credenciadora também está relacionado à variedade de bandeiras habilitadas nos equipamentos (seu portfólio de bandeiras), tendo em vista que o lojista pode minimizar seus custos contratando apenas um *Point of Sale* (POS) ou Pinpad.

- **Beneficiário:** Recebe o *voucher* de seu empregador como resultado da adesão deste a algum programa de incentivo ao trabalhador. O beneficiário pode utilizar os créditos apenas em determinadas categorias comércio, a depender do tipo de *voucher* concedido. Ademais, o *voucher* recebe um limite de crédito que, a depender da empresa beneficiária, pode ser estabelecido pela própria empregadora ou pelo beneficiário.

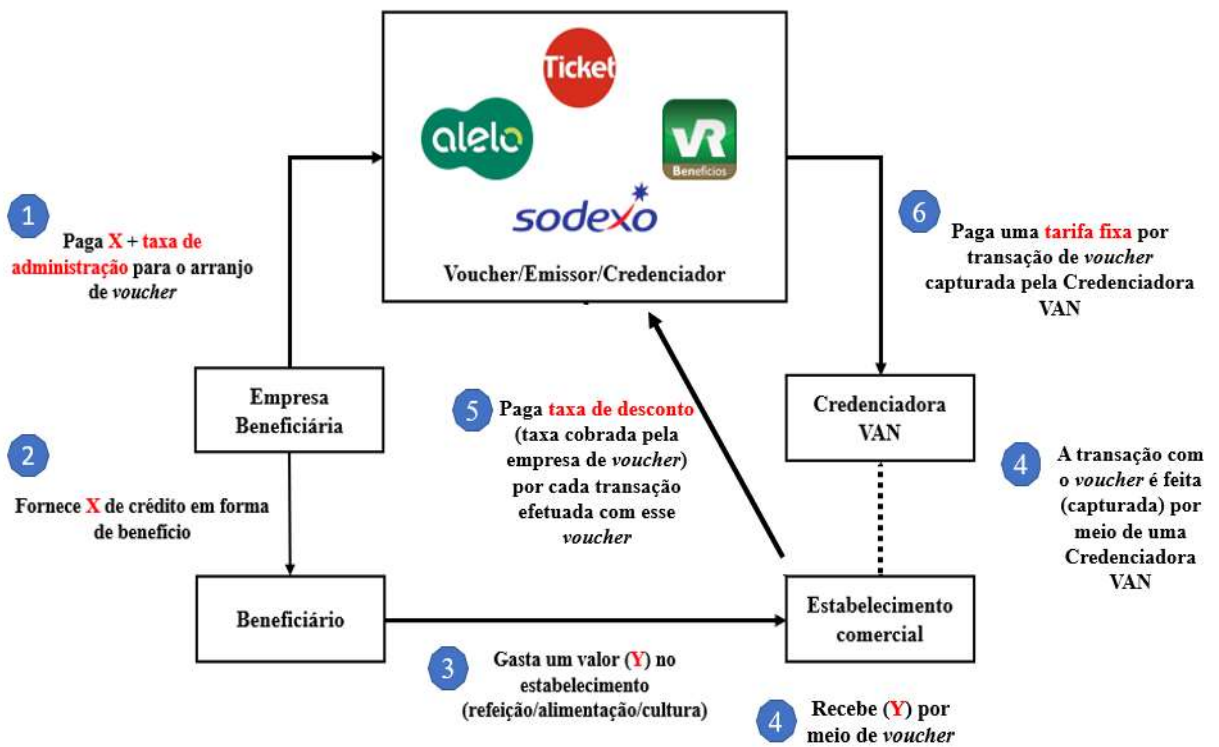


Figura 2 – Relações no mercado

Fonte: Ofício nº 5433/2018/CADE Elaboração DEE

Assim como pode ser observado na figura acima, diferentemente do esquema de 4 partes, em que a figura do credenciador e do emissor é representada por empresas distintas, no mercado de *vouchers* essa função é acumulada pelo próprio arranjo. Desse modo, no esquema de três pontas, não há a tarifa de intercâmbio, que é o valor comumente pago pelas credenciadoras aos emissores em arranjos de pagamento tradicionais. Com isso, os principais preços que compõem esse mercado são:

- **Tarifa fixa:** A credenciadora que atua no modelo de três pontas, para a captura de transações com *vouchers*, é remunerada por uma tarifa fixa por transação, denominada “T.F.”, que é paga pela empresa de *voucher*.
- **Taxa de desconto:** À diferença do esquema de quatro pontas, em que a credenciadora atua como *full acquirer*, quem recebe a taxa de desconto no mercado de *vouchers* é o vale-benefício, como forma de remuneração pelo serviço de processamento e liquidação prestado aos estabelecimentos comerciais.
- **X + taxa de administração:** Representa o valor pago pelas empresas beneficiárias aos arranjos de *voucher*, quando essas empresas aderem a algum programa de incentivo ao trabalhador – PAT ou PCT, por exemplo – para ofertar cartões de benefícios aos seus funcionários. O valor de crédito contratado é representado pela letra X, ao passo que a remuneração da empresa de *voucher* pelo serviço prestado é representada pela taxa de administração. Essa taxa de administração, por sua vez, pode ser negativa⁶, como uma forma de incentivar o empregador a contratar os serviços de um *voucher* específico.
- **X:** Ao receber o *voucher*, o empregado dispõe de X de limite para ser gasto em uma determinada categoria de despesa (refeição, alimentação e cultura). A depender da empresa que oferece o benefício, esse limite pode ser estabelecido pelo próprio beneficiário ou pela empregadora.
- **Y:** Respeitando o limite previamente estabelecido de crédito, o beneficiário gasta Y para a aquisição de bens.
- **Y – taxa de desconto:** Ao realizar transações com cartões de *voucher*, assim como nos esquemas tradicionais, uma parcela do valor da venda é descontado na forma da taxa de desconto, que funciona como uma remuneração à empresa de *voucher* pelos serviços prestados.

Como é possível observar, a viabilização de transações com *vouchers* envolve a atuação de inúmeros agentes, tal como nos arranjos tradicionais de pagamento (cartões de débito e crédito) e esse é um dos motivos pelos quais esse mercado é classificado como uma plataforma de múltiplos lados. Não apenas a interligação entre os diferentes elos dessa indústria caracteriza esses mercados como plataformas de múltiplos lados, mas também a presença de externalidades de rede, que traduz o incentivo que os usuários têm em aderir à plataforma. Ou seja, conforme cresce o número de participantes de um dos lados, maior o incentivo que os participantes do outro lado terão em afiliar-se à plataforma.

Como os incentivos nesse mercado são distintos daqueles dos mercados tradicionais, as ferramentas microeconômicas habituais não são adequadas para analisá-lo. Além disso, não apenas esse segmento atua como uma plataforma de múltiplos lados, como também apresenta outras duas características que o distingue dos demais e torna a análise deste ainda mais complexa: o alto grau de concentração e a verticalização. Quando se fala em alto nível de concentração, todos os elos da cadeia são atingidos: credenciamento, arranjo de pagamento/*voucher* e emissão.

Considerando-se o mercado de emissão, no qual a atuação predominante é das instituições financeiras, observa-se que, desde a década de 90, o Brasil vivenciou um

⁶ Ver seção 3.1., em que se discorre sobre taxas de administração negativas.

processo de concentração nesse mercado, com diversos bancos estaduais sendo privatizados e, aqueles que apresentavam uma situação financeira mais delicada acabavam sendo adquiridos por instituições financeiras de maior porte. Tal como apresentado no Parecer Técnico nº 12/2016/CGAA02/SGA1/SG/CADE, referente à aquisição do HSBC pelo Bradesco, verificou-se que as entradas bem-sucedidas nesse mercado estavam, em grande parte, vinculadas à aquisição de um *player* já estabelecido e com porte significativo. Isso se deve à necessidade de os entrantes adquirirem escala semelhante aos bancos já atuantes no setor para serem capazes de competir com estes em termos de eficiência produtiva. A título de exemplo, a figura abaixo representa as principais fusões e aquisições que ocorreram no sistema bancário nos últimos anos:



Figura 3 - Principais fusões e aquisições dos seis maiores bancos brasileiros

Fonte: Parecer Técnico nº 12/2016/CGAA02/SGA1/SG/CADE Elaboração: SG

De acordo com a figura acima, é possível ter uma ideia de como o sistema bancário vem se tornando cada vez mais concentrado, o que se reflete não apenas na concentração do lado da oferta de produtos e serviços bancários, de forma ampla, como também na concentração em nível de emissão de cartões.

Ainda, do lado do credenciamento e dos arranjos de pagamento, a mesma realidade é observada. A exemplo disso, até 2010, a indústria de meios de pagamento foi marcada por um duopólio tanto no lado do credenciamento, como no lado dos arranjos de pagamento (bandeiras). Isso porque, até o referido ano, apenas duas empresas atuavam no credenciamento dos estabelecimentos comerciais – a Visanet (atual Cielo) e a Redecard (atual Rede) – e ambas mantinham contratos de exclusividade com as principais

bandeiras do mercado – Visa e Mastercard⁷. Esse cenário acabava inviabilizando a entrada de novos concorrentes, visto que as credenciadoras não tinham acesso às principais bandeiras e, paralelamente, as bandeiras também não podiam ser capturadas por credenciadoras alternativas.

Em resposta a essa conjuntura, o Cade iniciou o Processo Administrativo nº 08012.005328/2009-31, com o propósito de investigar a relação de exclusividade entre Visa e Visanet. O resultado desse processo foi a homologação de dois TCCs (um com a credenciadora e outro com a bandeira), que levaram ao fim dessa exclusividade. Essa intervenção do Cade ocorreu paralelamente à publicação do Relatório sobre a Indústria de Cartões de Pagamento⁸, que foi um estudo elaborado pelo Banco Central, em conjunto com as extintas Secretaria de Direito Econômico (SDE) e a Secretaria de Acompanhamento Econômico (SEAE) sobre esse mercado. O estudo serviu como um diagnóstico sobre os principais problemas que esse mercado enfrentava naquele período e, além disso, identificou de que forma sua estrutura acabava por dificultar a entrada de novos concorrentes.

Olhando em retrospectiva, essas duas intervenções, tanto da autoridade antitruste, quanto do Banco Central, mudaram de forma significativa o mercado, ao viabilizar a entrada de novos agentes neste e, principalmente, permitir que os mesmos tivessem acesso às incumbentes. De um lado, a Visanet e a Redecard passaram a credenciar outras bandeiras e, de outro, a Visa e a Mastercard passaram a poder ser incorporadas ao portfólio de outras credenciadoras. Embora fosse esperado que essas medidas proporcionassem maior abertura ao mercado, com a interoperabilidade aumentando a concorrência, essas intervenções foram seguidas por um processo de verticalização dos participantes dessa indústria, gerando novas barreiras à entrada, em especial, para aqueles agentes não verticalizados. Nesse sentido, bancos como o Itaú, o Banco do Brasil e o Bradesco se transformaram em grandes conglomerados verticalmente integrados e passaram a controlar parcela considerável de cada um dos elos do sistema de pagamentos. Identifica-se, assim, a terceira particularidade desse mercado, que o diferencia dos demais e o torna mais complexo de ser analisado: alta verticalização entre seus diferentes elos.

Ou seja, mesmo diante dos esforços direcionados para diminuir a concentração e as barreiras à entrada nessa indústria, ao verificar a conjuntura atual das participações de mercado nos seus diferentes elos, nota-se que estas permanecem concentradas nos agentes incumbentes.

No elo do credenciamento, por exemplo, embora Cielo e Rede tenham perdido *market-share* ao longo dos anos, essas empresas ainda detêm parcela considerável de terminais ativos nesse mercado, representando cerca de 67% do total. [**ACESSO RESTRITO AO CADE**]. A distribuição dessas participações nesse mercado – tanto em termos de terminais ativos, quanto em termos de valor total capturado - pode ser vista nas

⁷ Enquanto a Visa mantinha, efetivamente, um contrato de exclusividade com a Visanet (Cielo), a Mastercard não possuía um contrato de exclusividade com a Redecard, mas operava apenas com esta credenciadora.

⁸ Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/Documents/sistema_pagamentos_brasileiro/Publicacoes_SPB/Relatorio_Cartoes.pdf>

Figuras 4 e 5 abaixo. Aqui, é válido ressaltar que, para o valor das transações capturadas, a participação conjunta da Rede e da Cielo foi calculada desconsiderando-se os dados da GetNet – a terceira maior *player* do mercado –, tendo em vista que a referida credenciadora não enviou seus dados na ocasião da análise do ato de concentração pela SG. De acordo com o Parecer nº 2/2019/CGAA3/SGA1/SG/CADE, essa credenciadora teria entre [ACESSO RESTRITO AO CADE] de participação nesse mercado.

Cabe frisar também que as três credenciadoras com maior parcela de mercado são justamente aquelas controladas por conglomerados financeiros: Cielo (Banco do Brasil e Bradesco), Rede (Itaú Unibanco) e GetNet (Santander).

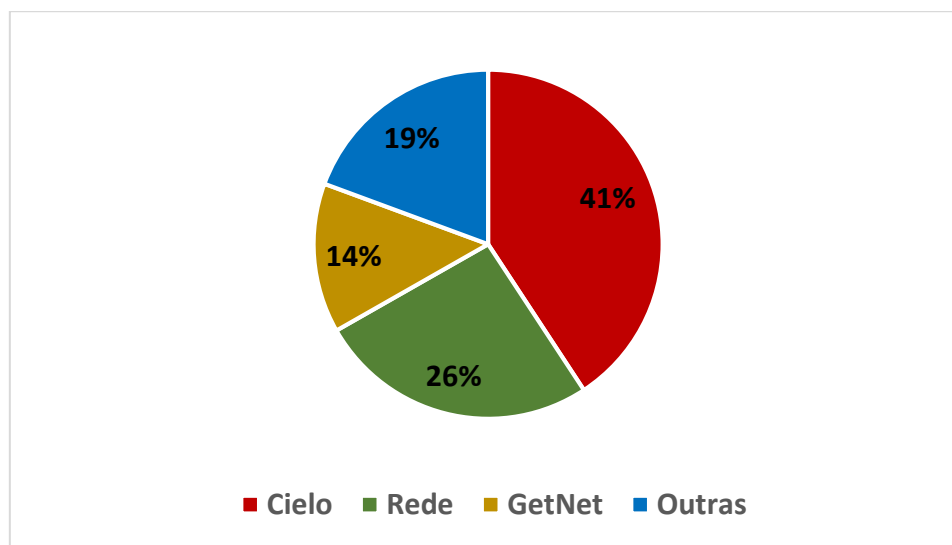


Figura 4 – Quantidade de terminais ativos por credenciador (2017)

Fonte: Estatísticas do Sistema de Pagamentos Brasileiro (Bacen) Elaboração: DEE

[ACESSO RESTRITO AO CADE]

Figura 5 – Valor total das transações capturadas por credenciador (2017)

Fonte: Parecer nº 2/2019/CGAA3/SGA1/SG/CADE Elaboração: DEE

Obs.: Cálculo não inclui o valor das transações capturadas pela GetNet por falta de informações prestadas.

No elo das bandeiras/*vouchers*, por sua vez, a mesma realidade é observada. Quando analisado o mercado de arranjos tradicionais, tanto de cartões de débito, quanto de cartões de crédito, Visa e Mastercard continuam detendo participação considerável do mercado. Em termos de cartões de débito ativos, essas duas bandeiras representam cerca de 69% do total. Com relação à quantidade de transações feitas com cada bandeira de cartões de débito, a participação conjunta dessas chega a 76%.

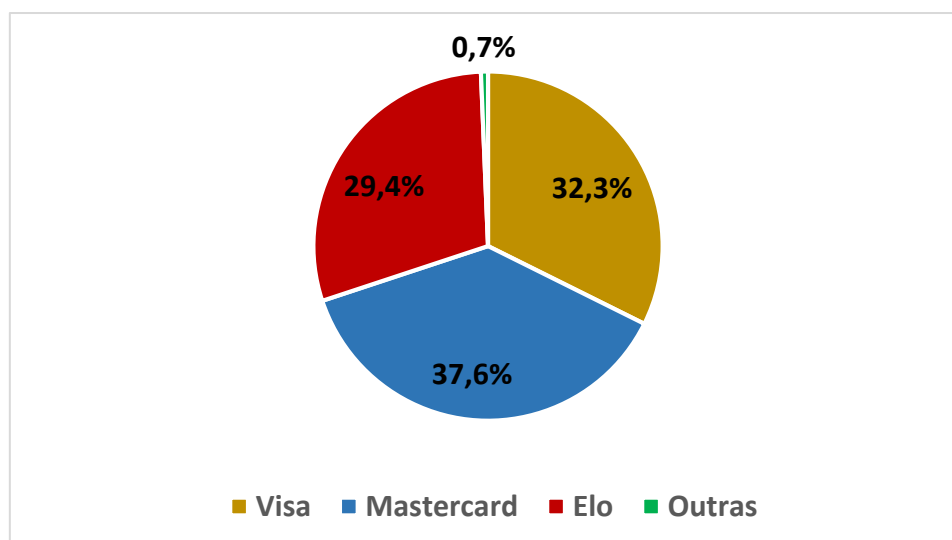


Figura 6 - Quantidade de cartões de débito ativos por bandeira (2017)

Fonte: Estatísticas do Sistema de Pagamentos Brasileiro (Bacen) Elaboração: DEE

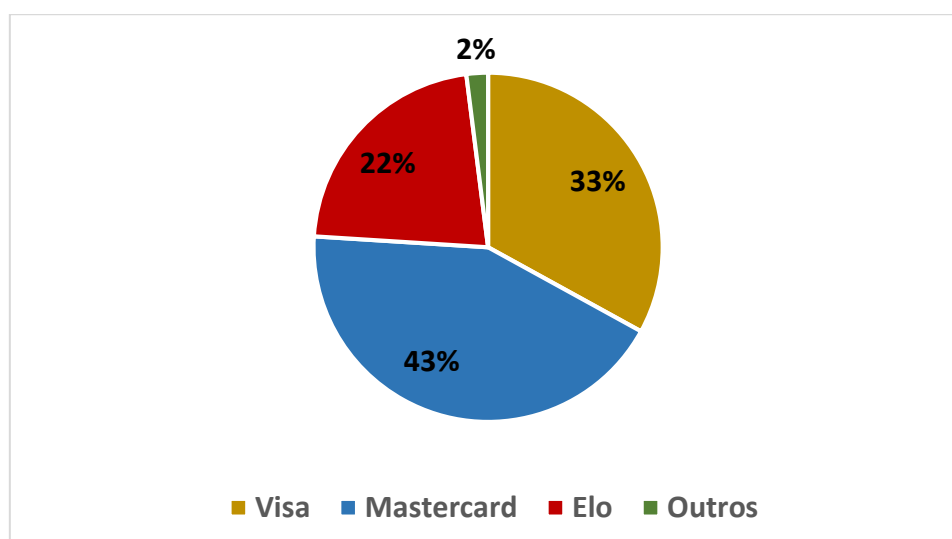


Figura 7 - Quantidade de transações com cartões de débito por bandeira (2017)

Fonte: Estatísticas do Sistema de Pagamentos Brasileiro (Bacen) Elaboração: DEE

A única bandeira que trouxe, em alguma medida, pressão competitiva para esse mercado foi a Elo, resultado de uma parceria entre o Banco do Brasil, o Bradesco e a Caixa Econômica Federal. Essas instituições financeiras tinham à sua disposição um amplo portfólio de clientes, aos quais essa bandeira poderia ser “oferecida” como uma alternativa de cartão de débito.

Inclusive, o crescimento da participação da Elo no mercado de cartões de débito foi alvo de questionamentos na ocasião da análise do Ato de Concentração nº

08700.009363/2015-10, tal como apresentado no Parecer nº 2/2016/CGAA2/SGA1/SG. Os questionamentos apresentados pela Superintendência-Geral no referido ato de concentração se consolidaram na “hipótese do tombamento”. Com base nessa hipótese, o crescimento da bandeira Elo, que partia de uma participação igual a zero, seria decorrente do poder que esses conglomerados financeiros exerceriam sobre seus clientes, no sentido de impor a sua nova bandeira no processo de troca desses cartões ou na abertura de novas contas nesses bancos.

No mercado de cartões de crédito, o cenário não é muito diferente, com a Visa e a Mastercard representando cerca de 90% dos cartões de créditos ativos, ao passo que Hipercard, Elo e Amex não chegam a deter 5% de participação nesse mercado. Quando a participação dessas empresas é vista sob o ponto de vista de quantidade de transações capturadas, Visa e Mastercard chegam a deter aproximadamente 92% de mercado.

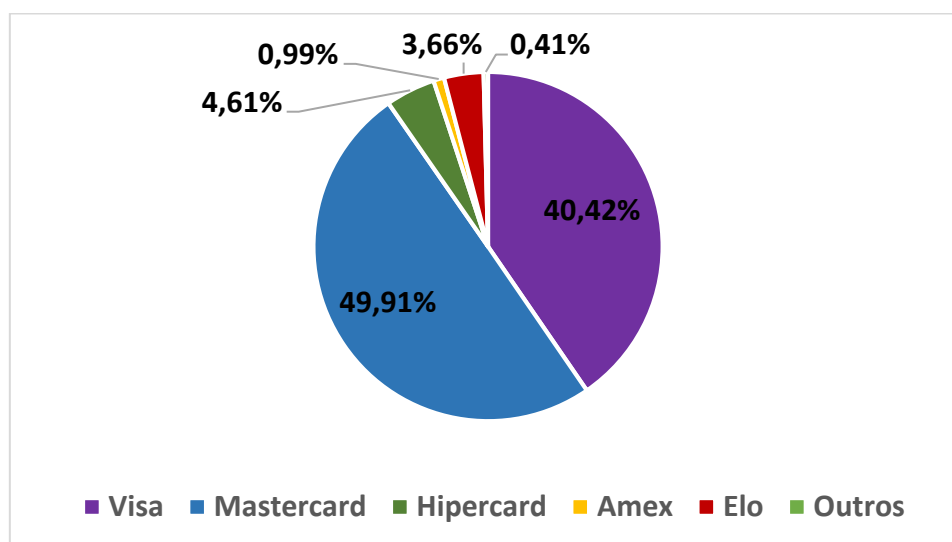


Figura 8 – Quantidade de cartões de crédito ativos por bandeira (2017)

Fonte: Estatísticas do Sistema de Pagamentos Brasileiro (Bacen) Elaboração: DEE

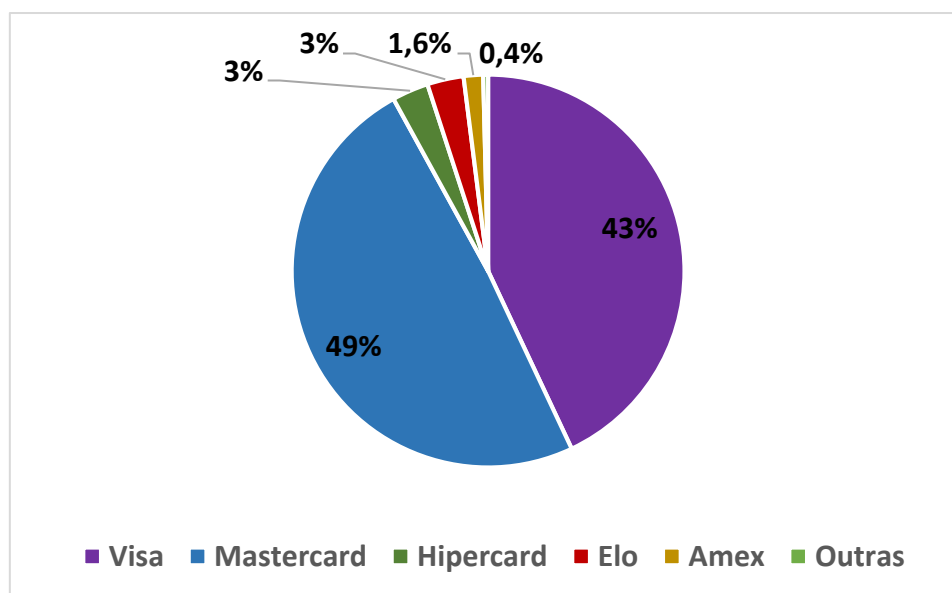


Figura 9 – Quantidade de transações com cartões de crédito por bandeira (2017)

Fonte: Estatísticas do Sistema de Pagamentos Brasileiro (Bacen) Elaboração: DEE

Por fim, quando se observa o mercado de *vouchers*, foco da análise do presente ato de concentração, identifica-se a Ticket como uma das principais bandeiras, [ACESSO RESTRITO AO CADE].

[ACESSO RESTRITO AO CADE]

Figura 10 - Quantidade de *vouchers* ativos por bandeira (2017)

Fonte: Parecer nº 2/2019/CGAA3/SGA1/SG/CADE Elaboração: DEE

[ACESSO RESTRITO AO CADE]

Figura 11 – Valor das transações realizadas com diferentes bandeiras de *voucher* (2017)

Fonte: Parecer nº 2/2019/CGAA3/SGA1/SG/CADE Elaboração: DEE

Como é possível inferir das figuras acima, [ACESSO RESTRITO AO CADE]. Outro *voucher* controlado por uma instituição financeira é o Ben, criado em 2018 pelo Santander. Como é uma empresa que recém entrou no mercado, seus dados não foram considerados na apreciação do presente ato de concentração. Apesar de a verticalização não ser considerada nociva à concorrência *per se*, dado que tem o potencial de gerar eficiências, agentes verticalmente integrados em um mercado que atua como uma plataforma de múltiplos lados e já é caracterizado por um alto grau de concentração traz questionamentos no que tange a práticas nocivas à concorrência. Isso porque, tal como

pode ser observado na tabela abaixo, que apresenta todos os Termos de Compromisso de Cessação (TCC) firmados em casos de conduta que envolvem a indústria de meios de pagamento, muitas das práticas anticompetitivas identificadas foram facilitadas por essa estrutura de mercado verticalizada.

Processo de referência nº	Requerimento de TCC nº	Compromissário (s)	Conduta	Homologação	Prazo de Vigência
Processo Administrativo nº 08012.004089/2009-01	08700.004410/2014-58	Redecard S.A.	Suposta imposição de condições comerciais abusivas e criação de dificuldades ao funcionamento dos facilitadores no mercado brasileiro de <i>check-out</i> e acompanhamento de transações comerciais pela Internet.	21/07/2014	Até que as obrigações fossem declaradas como cumpridas.
Processo Administrativo nº 08012.005328/2009-31	08700.003240/2009-27	Visa International Service Association, Visa do Brasil Empreencimentos Ltda	Relação de exclusividade contratual entre Visa e Visanet (Cielo) no tocante à prestação de serviços de captura, transmissão, processamento, liquidação financeira de transações, implementação e gestão de rede de aceitação e credenciamento de estabelecimentos comerciais.	17/12/2009	Até 15/02/2011
	08700.003900/2009-70	Visa International Service Association, Visa do Brasil Empreencimentos Ltda. e Companhia Brasileira de Meios de Pagamento (Visanet, hoje Cielo)			
Processo Administrativo nº 08012.006209/2010-30	08700.006078/2014-66	Hipercard Banco Múltiplo S.A. e Bompreço Bahia Supermercados Ltda.	Prática de exclusividade do uso do cartão Hipercard apenas para os supermercados Bompreço.	11/08/2014	5 anos
Inquérito Administrativo nº 08700.009515/2014-01	08700.008213/2015-99	Associação Capixaba de Supermercados (ACAPS)	Conduta uniforme exercida pela Associação Capixaba de Supermercados (ACAPS), que resultou em um boicote ao cartão alimentação Alelo por parte dos supermercados do Espírito Santos.	21/09/2015	15 meses
Inquérito Administrativo nº 08700.001861/2016-03	08700.001845/2017-93	Redecard S.A.	Práticas de discriminação adotadas pela Redecard (Rede) e Cielo no uso de equipamentos de captura de transações com cartões, denominados Pinpads.	18/04/2017	5 anos
	08700.003613/2017-70	Cielo S.A.		30/06/2017	5 anos
Inquérito Administrativo nº 08700.000018/2015-11	08700.001844/2017-49	Banco Itaú Unibanco S.A. e Hipercard Banco Múltiplo S.A.	Prática de discriminação e recusa em contratar por parte da Hipercard e do Banco Itaú seu controlador, no que se refere à possibilidade de captura do arranjo Hipercard por credenciadoras concorrentes da Rede, também pertencente ao Grupo Itaú.	05/04/2017	2 anos
	08700.003614/2017-14	Elo Participações S.A. e Elo Serviços S.A.	Prática de discriminação e recusa em contratar por parte da Elo e pelos seus controladores, Banco do Brasil e Bradesco, no que se refere à possibilidade de captura do arranjo Elo por credenciadoras concorrentes da Cielo.	30/06/2017	2 anos

Inquérito Administrativo nº 08700.001860/2016-51	08700.003638/2018-54	Itaú Unibanco S.A. e Redecard S.A.	Prática de discriminação e recusa de contratar por parte do Itaú Unibanco e da Redecard em relação a outras credenciadoras no mercado.	10/07/2018	5 anos
	08700.005211/2018-91	Banco Bradesco S.A.	Prática de discriminação e recusa de contratar por parte do Banco Bradesco S.A em relação a credenciadoras no mercado.	25/09/2018	5 anos
	08700.005212/2018-35	Cielo S.A.	Prática de discriminação e criação de dificuldades ao funcionamento de concorrentes pela Cielo S.A em relação a outras credenciadoras no mercado.	25/09/2018	5 anos
	08700.005251/2018-32	Banco do Brasil S.A.	Prática de discriminação e recusa de contratar por parte do Banco do Brasil S.A em relação a credenciadoras no mercado.	25/09/2018	5 anos

Tabela 2 – Casos envolvendo o setor

Fonte: CADE Elaboração: DEE

Desse montante, nota-se que os três últimos Inquéritos Administrativos⁹ instaurados para a investigação de condutas nesse mercado envolviam práticas de discriminação resultantes da estrutura verticalizada desse mercado. Entre os Compromissários desses TCCs está o Itaú Unibanco, que possui envolvimento direto ou indireto (como controlador da Rede) em todas as práticas anticoncorrenciais investigadas nesses Inquéritos Administrativos. Por isso, muito embora a aquisição de 11% de participação no capital social e votante da Ticket pelo Itaú Unibanco não pareça representar, em um primeiro momento, uma ameaça para à concorrência, o histórico de condutas nesse mercado enseja aprofundamento da análise¹⁰. Com base nesse histórico, a verticalização parece ter criado incentivos para que os agentes verticalizados engajassem em condutas nocivas à concorrência.

Neste contexto, avalia-se em que medida a atuação do Itaú Unibanco em mais um elo – mercado de vales-benefício – poderia gerar efeitos anticompetitivos nessa indústria marcada pela verticalização, concentração e por um amplo histórico de condutas. De forma ilustrativa, a estrutura verticalizada desse mercado pode ser representada pela figura abaixo:

⁹ Inquéritos Administrativos nº 08700.001861/2016-03, nº 08700.000018/2015-11 e nº 08700.001860/2016-51.

¹⁰ O Cade recentemente oficiou o Banco Itaú solicitando esclarecimentos sobre o motivo pelo qual atualmente a Rede está beneficiando clientes que tenham conta no Banco Itaú para Antecipação de Recebíveis (quem tem conta no Itaú recebe o crédito da Rede antes que os demais agentes com domicílios bancários distintos). Este tipo de pergunta é relevante já que o mercado referente ao domicílio bancário não foi muito explorado neste caso. Também, como no mercado de *vouchers* há antecipação de recebíveis, qual garantia de que este mesmo tipo de prática (ou prática assemelhada) não venha a ocorrer neste mercado?

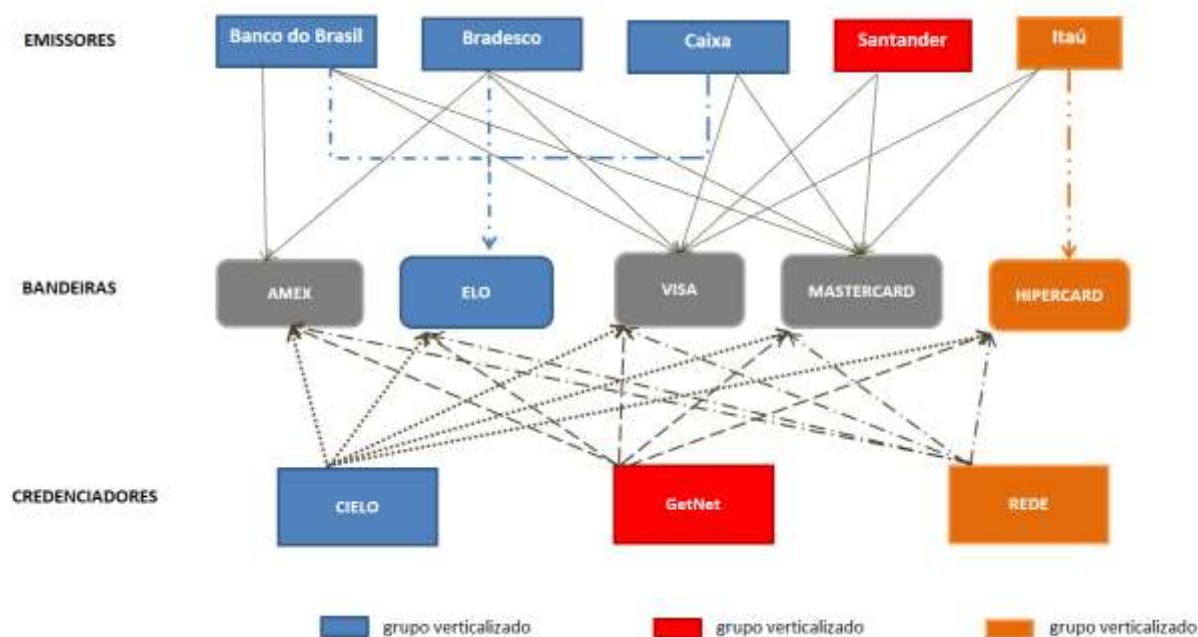


Figura 12 - Estrutura verticalizada na indústria de meios de pagamento

Fonte: Nota Técnica nº 10/2016/CGAA2/SGA1/SG/CADE Elaboração: DEE

Apesar de não representadas acima, a Alelo e a Ben são as bandeiras que, atualmente, também estão sob o controle de conglomerados financeiros. Enquanto a Alelo é parte dos grupos econômicos do Banco do Brasil e do Bradesco, a Ben é uma bandeira de *voucher* recém-criada pelo banco Santander.

3. Análise exploratória dos dados da instrução complementar

Antes de passar à análise propriamente dita, há que se pontuar que os dados obtidos durante a instrução complementar não apresentaram a qualidade e abrangência desejadas para a análise quantitativa solicitada. Por exemplo, foram solicitados dados referentes à Quantidade de *Vouchers* vendidos de um lado e Receita obtida por *Vouchers* de outro lado com o intuito de reconstruir o “preço”, já que, em mercados normais, preço é calculado como Receita dividida por Quantidade. Todavia, neste mercado, a quantidade é o crédito em si (*expresso em Reais e não em unidades*). Com efeito, um *Voucher* em termos unitários não diz muito, já que *Vouchers* são pagos em valores monetários e podem ter diferentes valores.

Assim, a maneira mais adequada de mensurar a quantidade ofertada seria em “Reais”, enquanto o preço cobrado tanto por empresas de *vouchers* como empresas de captura seria mensurável em termos percentuais do valor total do crédito ofertado. Por exemplo, se o trabalhador recebe um *voucher* de R\$10 de vale alimentação, e o lojista paga R\$1,00 para a empresa de *voucher* e para empresa de captura, então - na realidade - o preço pago pelo lojista será uma taxa de 10% como taxa bruta de administração. Portanto, para saber se R\$1,00 (como taxa de captura ou taxa de desconto bruta) é um

valor alto ou baixo por voucher (com propósito de comparar tal valor com o valor cobrado por outras empresas deste setor), não basta saber o valor da receita obtida pela empresa de Voucher. É necessário saber, também, o valor do próprio voucher, o que não foi obtido no âmbito da instrução complementar. Frise-se que, por mais que não tenha sido questionada, a Ticket apresentou esta informação. Conforme explicou a Ticket (SEI 0608628):

“14. O Ofício solicita a apresentação de dados sobre a quantidade de vouchers vendidos por mês, para o período de 2014 a 2019, para vale-benefícios, vale-cultura e vale-transporte, individualmente discriminados.

15. Tendo em vista os conceitos usualmente utilizados no mercado, as instruções do Ofício relacionadas a estes itens podem ter uma interpretação ampla, a depender de como essa questão é monitorada por cada empresa. Em tese, no melhor entendimento da Ticket Serviços, não há vouchers vendidos. A análise de volume nesse mercado é feita com base em quantidade de beneficiários atendidos e benefício médio.

16. Assumindo como objetivo da questão o fornecimento de dados necessários para análise de volumes, e considerando que a quantidade de beneficiários foi informada em item específico, a Ticket Serviços considera como quantidade de vouchers vendidos o resultado da multiplicação de quantidade de beneficiários pelo valor facial dos produtos (benefício médio), por mês. **[ACESSO RESTRITO À TICKET]**.

A interpretação da Ticket está correta.¹¹

Deste modo, dado que foi solicitado ao DEE realizar uma análise vertical e calcular taxas de desvio de demanda (o que pressupõe conhecer as elasticidades própria e cruzadas preço da demanda) entende-se que seria extremamente relevante conhecer o preço dos agentes de mercado e as quantidades de crédito ofertada. Sem dados de preço e dados principais de demanda (quantidade), não é possível calcular com precisão a elasticidade preço da demanda.

Ainda assim, em razão do estado avançado do prazo de análise, é possível usar “proxies” para aferir preço e quantidade, como se demonstrará adiante. Por mais que tais proxies não sejam ideais, elas trazem indicativos relevantes para a análise em questão.

Além disto, cabe ressaltar que **houve agentes do mercado muito relevantes que não responderam à instrução complementar**, o que também prejudicaria as conclusões do estudo, quando tais dados fossem necessários. Lembre-se que em âmbito vertical a resposta de todos os agentes (pelo menos dos agentes relevante) é algo importante. Ademais, outros agentes que de fato responderam (incluindo as próprias requerentes) o

¹¹ Já em relação à quantidade de vouchers, cada empresa informou de um modo. Em especial, a Ticket apresentou informações muito destoantes de outras empresas. Tal divergência ocorreu em razão do motivo já referido acima, de que não faz muito sentido falar em quantidade de vouchers, já que os vouchers não são mensurados em unidades, mas em Reais, a serem gastos pelos empregados de uma determinada empresa. A Ticket utilizou a metodologia correta e esperada, considerando quantidade de vouchers vendidos como o resultado da multiplicação de quantidade de beneficiários pelo valor facial dos produtos (benefício médio), por mês. As demais empresas, no entanto, em razão de não estar clara a pergunta, entenderam esta variável (quantidade de vouchers) utilizando metodologias distintas, o que dificulta a comparabilidade das respostas. Com efeitos, a Alelo, por exemplo, apresentou nesta variável (quantidade de vouchers), o número de cartões emitidos pela Alelo que tiveram crédito disponibilizado por seus clientes e lembrou que a Alelo não comercializa, mas apenas realiza a recarga de cartões de vale-transporte. O Banrisul, por seu turno, disponibilizou na variável quantidade de vouchers, o total de usuários ativos (com transação nos últimos 30 dias).

fizeram de maneira apenas parcial, deixando de responder partes substantivas dos ofícios enviados. Frise-se que o CADE pediu *o mínimo de informações possível*, e, ainda assim, não foi possível obter respostas claras e completas a respeito de como funciona o mercado.

Muito embora a Ticket tenha se esforçado e auxiliado a instrução, como referido acima, pelo esclarecimento de conceitos e pelo envio voluntário de informações relevantes, a Rede, por outro lado, teve dificuldade de apresentar informações relevantes, como a segmentação do mercado de captura por tipo de voucher.

Também, alguns concorrentes apresentaram informações apenas em períodos temporais específicos, nem sempre coincidentes com as demais respostas, o que faz com que se tenham poucas observações temporais com informação de todos os concorrentes.

Dito isso, cumpre fazer uma análise exploratória dos dados recebidos de maneira mais acurada.

3.1. Mercado de *Vouchers*

As empresas respondentes no mercado de *Vouchers* foram 7. Para fins de organização das variáveis, cada empresa recebeu um código:

Código	Empresa
1	Alelo
2	AB
3	Banrisul
4	Sodexo
5	Ticket
6	UP
7	VR

Tabela 3 – Código de empresas em mercados de vouchers

Elaboração: DEE

A respeito dos dados obtidos, tem-se que:

- A Alelo não apresentou quantidade de Vale-Transporte;
- A AB não respondeu os custos fixos de vale-cultura de janeiro a julho de 2014. Também, a empresa não apresentou Receita ou quantidade de beneficiários de vale cultura. Não apresentou quantidade ou quantidade de beneficiários de vale transporte;
- O Banrisul não respondeu a quantidade de beneficiários de vale cultura, vale refeição e vale alimentação em 2014. O Banrisul relatou receita com antecipação de recebíveis apenas em dezembro de 2016. Também, a empresa não apresentou Receita ou quantidade de beneficiários de vale cultura. Não apresentou quantidade ou quantidade de beneficiários de vale transporte;
- A Sodexo não apresentou quantidade de vale-transporte;
- A VR não apresentou informações de Quantidade ou Receita de Vale Transporte de empresas de 2014 a maio de 2015, mas apresentou custos no referido período.

Não apresentou Custos totais, variável e fixos de Vale Cultura até outubro 2014. A empresa também não teve receita com antecipação de recebíveis até agosto de 2015;

- A UP não respondeu nenhuma informação em 2014 ou 2015.

No que diz respeito a receitas, a Ticket, conforme gráfico abaixo, **[ACESSO RESTRITO À TICKET]**. **[ACESSO RESTRITO AO CADE]**

[ACESSO RESTRITO AO CADE]

Figura 13 – Receita mensal obtida de empresas (empregadores) no mercado de Vouchers

Fonte: Respostas aos órgãos Elaboração: DEE

Esse fenômeno ocorre porque as empresas administradoras de vales e cartões de alimentação negociam com seus clientes (empresas) preços inferiores ao valor nominal dos créditos a serem pagos (disponibilizados em cartões, a título exemplificativo) aos trabalhadores beneficiários, maximizando o benefício tributário das empresas, jogando o ônus de tal desconto para o outro lado do mercado (lojistas onde os *vouchers* são descontados).

A respeito deste tipo de prática, cabe fazer aqui um esclarecimento. O Ministério do Trabalho, por meio da Portaria nº 1.287/2017, havia proibido a “Taxa Negativa” (deságio) em um dos lados do mercado, porque considerou que os descontos dados às empresas acabavam onerando em demasia o outro lado do mercado. Segundo reportagem abaixo mencionada, os lojistas pagam 2,53% em média por transação de crédito e débito (mas as transações de vale-refeição e vale-alimentação são mais caras, de 4,7%, justamente porque existe há este subsídio entre os diferentes lados do mercado):

O Ministério do Trabalho proibiu a aplicação de taxas negativas (deságio) pelas operadoras de vale refeição e alimentação, como Sodexo, Alelo, Ticket e VR, na venda dos “vouchers” às empresas beneficiárias, no âmbito do Programa de Alimentação do Trabalhador (PAT). Com a medida, publicada no Diário Oficial da União (DOU) do dia 28 de dezembro, a expectativa dos bares e restaurantes é que haja uma redução na taxa cobrada nas transações com esse tipo de cartão. Até o momento, as operadoras podiam praticar descontos no contrato com as empresas que oferecem o benefício a seus funcionários. “Nos últimos anos, as operadoras passaram a praticar taxas negativas para empresas grandes, como os Correios. Ou seja, fechavam os contratos com deságios de 4%, 5%, vendendo R\$ 100 por R\$ 95, por exemplo”, explicou ao DCI o presidente da Associação Brasileira de Bares e Restaurantes (Abrasel), Paulo Solmucci Jr. A prática era feita para atrair novos clientes e ganhar mercado.

Para compensar o prejuízo, explica, as operadoras de vale refeição (VR) e alimentação (VA) cobravam taxas de desconto (MDR, na sigla em inglês) muito elevadas nas transações feitas nos restaurantes e supermercados. **Segundo ele, as taxas do VR e VA são em média de 4,7% por transação, enquanto as do cartão de crédito, por exemplo, são de 2,53%.** Com a proibição, determinado pelo governo a pedido da associação, a perspectiva dos bares e restaurantes é que a taxa nas transações com os vales possa cair pela metade nos próximos anos. “Obviamente que ainda vamos ter que fazer uma queda de braços com as operadoras do setor, mas elas vão receber mais das empresas, então vamos brigar por um preço melhor na ponta.” O executivo pontua que provavelmente ainda deve levar um tempo para que a redução da taxa comece a ser sentida pelos comerciantes, já que é preciso esperar que o vencimento dos contratos atuais. “Isso vai vir com o tempo, porque os contratos antigos, com taxas negativas, têm que vencer. É na renovação que vão deixar de dar o deságio”, diz. Portaria - A norma do Ministério do Trabalho foi publicada no DOU do dia 28 de dezembro com a Portaria nº 1.287/2017. O documento diz que “no âmbito do Programa de Alimentação do Trabalhador (PAT), é vedada à empresa prestadora a adoção de práticas comerciais de

cobrança de taxas de serviço negativas às empresas beneficiárias”. A portaria passa a valer na data de publicação.

FONTE: DCI - Diário Comércio Indústria & Serviços¹²

Segundo Blader Henrique de Lira Soares e Rafaella Alencar Ribeiro, no entanto, houve parecer da AGU questionando a portaria (Parecer 00482/2017/CONJUR-TEM/CGU/AGU), assim como houve outros questionamentos, no âmbito do TCU e do Judiciário. Além disso, houve outros processos judiciais¹³, como o processo 1010635-13.2018.4.01.3400, que também atacaram a Portaria nº 1.287/2017, suspendendo sua eficácia.

Abaixo há a taxa que a Ticket cobra pelo Vale-Refeição

R_1 = Receita da Ticket com Vale-Refeição no período de 2014 a 2019 apenas de comerciantes

R_2 = Receita da Ticket com Vale-Refeição no período de 2014 a 2019, de comerciantes e de empresas [ACESSO RESTRITO À TICKET]

B = Valor facial do benefício da Ticket de Vale-Refeição no período de 2014 a 2019

$$Tx_{Ticket_1} = \frac{R_1}{B}$$

$$Tx_{Ticket_2} = \frac{R_2}{B}$$

[ACESSO RESTRITO À TICKET]

Tabela 4 – Preço do Vale-Refeição da Ticket

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração: DEE

[ACESSO RESTRITO À TICKET]

Figura 14 – Taxa cobrada pela Ticket em Vale-Refeição

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração: DEE

¹² De acordo com <http://www.coateducacao.com.br/portaria-proibe-desagio-na-venda-vale-refeicao-no-ambito-do-pat/>, verificado em 15 de maio de 2019

¹³ De acordo com <https://www.jota.info/wp-content/uploads/2018/07/b92bb802de90217eed142880ae24c8c0.pdf>, verificado em 15 de maio de 2019

Mesmo incluindo os descontos dados às empresas (nas variáveis Tx_Ticket_2), tem-se que a taxa, realmente, variou entre [ACESSO RESTRITO À TICKET]. Lembre-se, no entanto, que esta não é a única fonte de renda das empresas de *vouchers*. Com efeito, é possível às empresas deste setor ganhar com outras rubricas, como taxas de adesão e antecipação de recebíveis.

De todo modo, estes dados indicam elevado poder de mercado, já que as instituições financeiras conseguem captar dinheiro a 0,3715% (valor mensal da poupança) e disponibilizá-lo à população por [ACESSO RESTRITO À TICKET] ao mês, pago indiretamente, via *voucher*, sendo tal valor diluído nos custos dos lojistas. No entanto, apenas há informações de preços, nestes autos, da Ticket.

Já em termos de receita com comerciantes, verifica-se que Sodexo e Alelo possuem as primeiras posições:

[ACESSO RESTRITO AO CADE]

Figura 15 - Receita de comerciantes no mercado de Vouchers

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração: DEE

Separando as receitas por tipo de voucher, verifica-se que, em vale refeição, [ACESSO RESTRITO AO CADE]:

[ACESSO RESTRITO AO CADE]

Figura 16 - Receita Comerciantes (Taxa de Desconto) – Vale Refeição

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração: DEE

[ACESSO RESTRITO AO CADE]

Figura 17 - Receita obtida de empresas (empregadores) – Vale Refeição

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração: DEE

Em Vale-Alimentação, a situação parece semelhante, embora as receitas sejam um pouco maiores neste mercado:

[ACESSO RESTRITO AO CADE]

Figura 18 - Receita (Taxa de Desconto) - Vale Alimentação

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração: DEE

[ACESSO RESTRITO AO CADE]

Figura 19 - Receita obtida de empresas (empregadores) – Vale Alimentação

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração: DEE

Já o mercado de Vale-Cultura é muito menor em termos de receita que os de vale-refeição e vale alimentação. [ACESSO RESTRITO AO CADE]:

[ACESSO RESTRITO AO CADE]

Figura 20 - Receita (Taxa de Desconto) – Vale Cultura

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração: DEE

[ACESSO RESTRITO AO CADE]

**Figura 21 - Receita obtida de empresas (empregadores)
– Vale Cultura**

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração: DEE

As empresas de vouchers não informaram receitas de vendas para comerciantes de vale-transporte, apenas informando venda para empresas, conforme gráfico a seguir:

[ACESSO RESTRITO AO CADE]

**Figura 22 – Receita de venda de vale transporte obtida de empresas
(empregadores)**

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração: DEE

E veja que em vale transporte a situação já é mais difícil de interpretar, visto que nos demais mercados, o lado da cobrança de taxas de desconto dos comerciantes poderia subsidiar o lado da receita obtida com empresa (o que justificaria que em alguns casos houvesse receita negativa). Todavia, no presente caso, como se trata de recarga de vale transporte para empresas, sem que exista uma cobrança de taxa informada em outra ponta por empresas de *vouchers*, [ACESSO RESTRITO AO CADE]. Resta a dúvida, todavia, de que maneira é feito o subsídio cruzado neste caso e em que mercado. Aliás, como se verá adiante, estes dados de receita não são muito condizentes com dados de quantidade.

De todo modo, a configuração mencionada acima, (com exceção do mercado de vale transporte), em termos de receita de taxas de desconto, também, se reflete no que diz respeito à participação dos agentes em termos de número de usuários. Em vale refeição e alimentação, [ACESSO RESTRITO AO CADE].

[ACESSO RESTRITO AO CADE]

Figura 23 – Número de usuários (Vale Refeição)

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração: DEE

[ACESSO RESTRITO AO CADE]

Figura 24 – Número de usuários (Vale Alimentação)

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração: DEE

Também, de maneira a refletir o comportamento verificado em termos de receitas, no que tange a Vale-Cultura, [ACESSO RESTRITO AO CADE].

[ACESSO RESTRITO AO CADE]

Figura 25 – Número de usuários (Vale Cultura)

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração: DEE

Em que pese as receitas de Vale-Transporte não tenham sido respondidas, já que não há taxa de desconto de vale transportes e sim recarga de cartões de vale-transporte, do ponto de vista de número de beneficiários, é possível ter uma ideia do que ocorreu no mercado. [ACESSO RESTRITO AO CADE]:

[ACESSO RESTRITO AO CADE]

Figura 26 – Quantidade de beneficiários de Vale-Transporte

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração: DEE

Maiores considerações exploratórias, olhando-se em especial questões contábeis de cada empresa estão disponíveis no anexo da presente nota.

3.2. Mercado de Captura

No âmbito do mercado de captura de transações, houve 5 respondentes. Para fins de organização das variáveis, cada empresa recebeu um código:

Código	Empresa
8	Banrisul
9	Cielo
10	Rede
11	Sipag
12	Stone

Tabela 5 – Respondentes da instrução complementar realizada

Elaboração: DEE

Ocorre que uma empresa relevante do mercado de captura de transações não respondeu (a Getnet). Para fazer análises de caráter horizontal, a resposta dos concorrentes não é tão relevante como em análises de caráter vertical (já que no âmbito vertical, a taxa de desvio relevante é calculada a partir de quanto os concorrentes perdem em termos de demanda que é desviada para a requerente verticalmente integrada).

Para entender a importância da Getnet na presente análise, cumpre observar as informações que constam no gráfico abaixo apresentado. A Getnet (associada ao Banco Santander) cresceu de 2% em 2011 para 14% no segundo trimestre de 2018. Grande parte deste aumento do *market share* da Getnet teria sido retirado dos incumbentes Cielo e Rede:

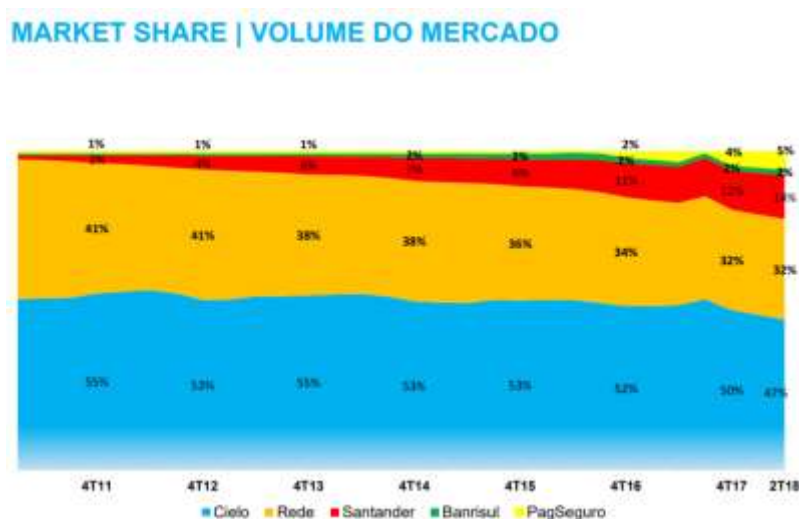


Figura 27 – Market Share do Mercado segundo a Cielo (incluindo Getnet/Santander)

Fonte: Apresentação da Cielo, disponível em https://s3.amazonaws.com/mz-filemanager/4d1e73-b068-4443-992a-3d72d573238c/b5c758a2-6cb1-4e6c-838b-77a9e7d75f2e_20181002%20Cielo_Outubro.pdf, verificado em 12 de maio de 2018.

Obviamente que o quadro acima diz respeito ao mercado de captura em geral de transações eletrônicas (e não apenas ao mercado de captura de vouchers). De todo modo, já dá uma ideia da importância da GetNet, não respondente à instrução complementar.

Também, de acordo com a referida apresentação da Cielo, ao longo dos anos a “Taxa Bruta de Administração de Crédito e Débito” diminuiu. Frise-se que a Taxa Bruta de Administração inclui a taxa líquida de administração (que é destinada aos participantes do mercado de captura) mais a taxa de intercâmbio, devida aos emissores dos cartões (em regra, instituições financeiras). Muito embora a taxa bruta de administração tenha caído, a taxa de intercâmbio permaneceu estável, indicando, portanto, que a taxa líquida de administração foi responsável em grande medida pela diminuição da taxa bruta. Ou seja, o aumento do nível de concorrência no mercado ocorre de forma simultânea à diminuição de taxas no mercado, sendo possível existir uma relação de causalidade entre os referidos fenômenos.

BRASIL | TAXA BRUTA DE ADMINISTRAÇÃO

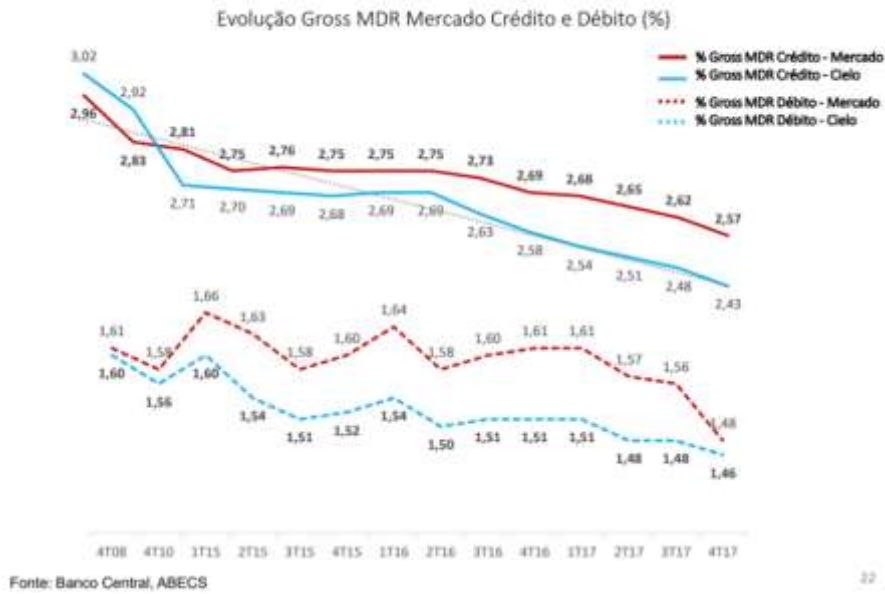


Figura 28 – Taxa Bruta de Administração conforme Cielo

Fonte: Apresentação da Cielo, disponível em https://s3.amazonaws.com/mz-filemanager/4d1e73-b068-4443-992a-3d72d573238c/b5c758a2-6cb1-4e6c-838b-77a9e7d75f2e_20181002%20Cielo_Outubro.pdf, verificado em 12 de maio de 2018.

BRASIL | TAXA DE INTERCÂMBIO

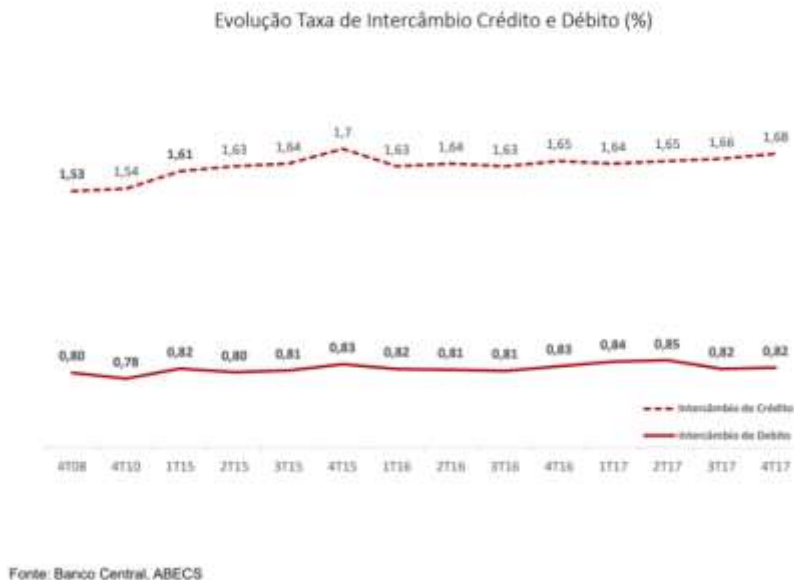


Figura 29 – Taxa de intercâmbio conforme Cielo

Fonte: Apresentação da Cielo, disponível em https://s3.amazonaws.com/mz-filemanager/4d1e73-b068-4443-992a-3d72d573238c/b5c758a2-6cb1-4e6c-838b-77a9e7d75f2e_20181002%20Cielo_Outubro.pdf, verificado em 12 de maio de 2018.

No presente caso, não há uma análise detida do percentual da taxa de desconto¹⁴. Houve solicitação do montante da taxa de desconto obtida com captura de débito e crédito conforme mencionado abaixo:

[ACESSO RESTRITO AO CADE]

Figura 30 – Montante de captura de crédito e débito

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração: DEE

Frise-se que a Superintendência Geral chegou a solicitar para alguns agentes ofícios a respeito de quantas transações foram captadas e qual o valor transacionado facial anual, o que dá alguma noção a respeito do preço de alguns agentes.

[ACESSO RESTRITO AO CADE].

[ACESSO RESTRITO AO CADE]

**Figura 31 – Montante total bruto de receita da Cielo pela captura de transações
(Vouchers versus Crédito e Débito)**

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração: DEE

Obs.: Valores em R\$ correntes.

[ACESSO RESTRITO AO CADE]:

[ACESSO RESTRITO AO ITAÚ]

**Figura 32 – Montante total bruto de taxas de desconto da Rede (Vouchers versus
Crédito e Débito)**

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração: DEE

¹⁴ Na instrução realizada, apenas se obteve o valor em nível da receita, mas não o valor da taxa percentual ou o valor facial do benefício deste mercado. Seria, portanto, relevante questionar a taxa percentual de desconto de crédito e débito. Além disto, seria importante avaliar se os agentes praticam discriminação de taxas de desconto [por exemplo, avaliar se a Rede e a Cielo, atualmente, cobram as mesmas tarifas de todas empresas de Voucher: em especial, para avaliar se a Cielo, que é verticalizada, pratica taxas para Alelo mais em conta do que em relação a outros agentes].

[ACESSO RESTRITO AO ITAÚ]

Figura 33 – Montante total bruto de taxas de desconto da Rede (Vouchers)

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração: DEE

Quando o CADE solicitou informações de maneira segmentada por tipo de Voucher, alguns agentes (como a Rede) não segmentaram o mercado por tipo de Voucher. Outros como Cielo apenas apresentaram informações a respeito do “Valor Fixo por transação” relativo à captura da transação de vouchers, enquanto outros como Sipag e Stone apenas apresentaram valores variáveis relativo à captura da transação e o Banrisul apresentou uma mistura de ambos tipos de variáveis.

Aliás, para o Banrisul, o voucher mais relevante é o Vale-Alimentação, não atuando muito nos outros tipos de Vouchers (ao contrário da Sipag e da Stone que possuem maior receita com Vale-Refeição). Frise-se também que a Stone apresentou dados de receita apenas no final do período solicitado, o que também dificulta a análise do mercado como um todo.

Abaixo estão os dados plotados em gráficos:

[ACESSO RESTRITO AO CADE]

Figura 34 – Receita Banrisul (Captura de Vouchers)

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração: DEE

[ACESSO RESTRITO AO CADE]

Figura 35 – Receita Cielo (Captura de Vouchers)

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração: DEE

Obs.: VR = vale-refeição; VC = vale-cultura; VA = vale-alimentação e VT = vale-transporte

[ACESSO RESTRITO AO ITAÚ]

Figura 36 – Receita Rede (Captura de Vouchers)

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração: DEE

* A Rede não apresentou informação segregada por tipo de Voucher

[ACESSO RESTRITO AO CADE]

Figura 37 - Receita Sipag (Captura de Vouchers)

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração: DEE

[ACESSO RESTRITO AO CADE]

Figura 38 – Receita Stone (Captura de Vouchers)

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração: DEE

Assim, reconhecendo-se que há limitações intrínsecas nos dados coletados por meio da instrução complementar realizada, cabe avaliar em que medida é possível utilizar as informações coletadas em algum tipo de modelo que dê conta das preocupações levantadas no presente caso.

4. Modelagem aplicada

Esta seção trata da modelagem aplicada para a quantificação dos incentivos a fechamento de mercado decorrentes do ato de concentração sob análise.

Nota-se que é possível adaptar uma série de modelos para casos como este. Não se pretende esgotar questões empíricas, nem mesmo todas as possibilidades de interação dos dados obtidos com as teorias de dano levantadas na introdução desta nota.

Com efeito, algumas teorias de dano não são facilmente modeláveis. De todo modo, a seguir busca-se dar foco em modelos referentes à possibilidade de recusa de negociação, considerando incentivos de transbordamento já relatados ao longo da nota e também aplicação da metodologia de aritmética vertical a este caso. Por fim, apresenta-se discussão acerca de eventuais mecanismos para fechamento de mercado.

4.1. Modelo 1 (Análise de *breakeven* em recusa de negociação com transbordamento)

Para dar conta da preocupação de fechamento de mercado expresso pelo Conselheiro Relator, seria possível pensar no seguinte cenário hipotético.

A Ticket se recusa a ser captada por pequenos credenciadores, de pequeno porte (Stone/Elavon, Bin/First Data, Vero, Global Payments e outros) [teoria 1], mas permite que a Cielo continue a capturá-la.

As partes aceitariam realizar este tipo de conduta, considerando ganhos em um mercado adjacente, de crédito e débito [teoria 5]. Com efeito, em um primeiro momento, a Ticket perderia mercado, [ACESSO RESTRITO AO CADE].

De todo modo, estes eventuais prejuízos sofridos pela Ticket (que não participa ou usufrui deste mercado adjacente e que sofre diminuição de demanda) poderiam ser minorados à medida em que

- (I) Houver recaptura de clientes no mercado de voucher pela Ticket, caso os lojistas mudem para Rede com o objetivo de continuar com a Ticket;

- (II) Houver ganho de novos clientes pela Rede no mercado de captura de vouchers [havendo algum mecanismo de compensação entre Ticket e Rede a respeito do referido ganho];
- (III) Se os novos clientes da Rede também usarem a máquina da Rede para débito e crédito [havendo algum mecanismo de compensação entre Ticket e Rede a respeito do referido ganho].

Sabendo-se que o mercado de captura de crédito e débito (mercado adjacente e destino) é maior em termos absolutos que o mercado de captura de vouchers (mercado alvo) é possível, em tese, que uma perda no mercado alvo seja mais do que recompensada pelo ganho no mercado destino/adjacente. Esta seção dedica-se a analisar tal ponto, a partir de um cálculo de comparação de ganhos e perdas percentuais. Inicialmente, estimam-se os efeitos de eventual *foreclosure* para a Rede e para a Ticket, bem como dos efeitos líquidos para Rede-Ticket.

Há que se ressaltar que o Itaú não obterá controle sobre a Ticket, tendo apenas participação minoritária de 11% no capital votante¹⁵. Assim, não teria como determinar a adoção pela Ticket de uma estratégia que lhe acarretasse prejuízo. Por outro lado, Itaú-Rede poderiam compensar a Ticket por eventuais perdas, por exemplo, por meio da concessão de benefícios neste ou em outros mercados.

Em seguida, discute-se brevemente a hipótese de colusão tácita levantada pelo Conselheiro Relator e referida na introdução desta nota, bem como seu impacto sobre as estimativas realizadas. Finalmente, apresentam-se ponderações e pressupostos subjacentes à análise.

4.1.1. Efeitos de eventual *foreclosure* para a Rede

4.1.1.1. *Captura de Crédito e Débito*

Banrisul, Sipag e Stone foram os agentes consultados na instrução complementar. Caso estes agentes venham a sofrer *foreclosure* e saiam do mercado, restando apenas e tão somente Cielo e Rede, haveria, para Cielo e Rede, o faturamento dos referidos agentes para ser compartilhado em termos de “taxas de Desconto no mercado de captura de crédito e débito”.

O faturamento integral desses três agentes no referido mercado está descrito na tabela abaixo:

[ACESSO RESTRITO AO CADE]

Tabela 6 – Faturamento de terceiros não verticalizados disponível como espólio de uma eventual prática de *foreclosure*

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração: DEE

Obs.: Valores correntes. * Período considerado: jan/2017 a mar/2019

¹⁵ O Modelo 1 considera a integração total entre Rede e Ticket. Esse pode ser considerado um cenário conservador no sentido de que eventuais perdas da Ticket seriam parcialmente absorvidas pela Rede-Itaú.

[ACESSO RESTRITO AO CADE]

Figura 39 – Receita com taxa de desconto de crédito e débito

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração: DEE

Estes valores estariam integralmente disponíveis se e apenas se Bannisul, Sipag e Stone fossem totalmente excluídos do mercado de captura de crédito e débito.

Caso, após a perda da Ticket, 100% dos lojistas “fechados” decidam trocar suas atuais máquinas (que não passam Ticket) pelas máquinas de Cielo e Rede, na proporção dos respectivos *shares*¹⁶ de Cielo e Rede no mercado de captura, seria possível estimar o seguinte:

S_{Cielo} = share da Cielo

S_{Rede} = share da Rede:

- $\frac{S_{Cielo}}{S_{Cielo}+S_{Rede}}$ = [ACESSO RESTRITO AO CADE] dos lojistas que sofreram com o fechamento desistem das máquinas dos concorrentes e adquirem a máquina Cielo; e
- $\frac{S_{Rede}}{S_{Cielo}+S_{Rede}}$ = [ACESSO RESTRITO AO CADE] dos lojistas desistem das máquinas dos concorrentes e adquirem a máquina Rede pós-fechamento

Então é possível supor, nesta hipótese de troca de 100% das máquinas dos concorrentes pós-fechamento que haveria, para a **Rede**, o seguinte ganho mensal:

[ACESSO RESTRITO AO CADE]

Tabela 7 – Ganho mensal no mercado de captura de crédito e débito com fechamento completo de terceiros (exceto Cielo ou Rede)

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração: DEE

Obs.: Valores correntes. * Período considerado: jan/17 a mar/19

Contudo, talvez nem todas as máquinas fechadas seriam trocadas pela Rede. É possível que alguns lojistas que hoje atuam com Stone/Elavon, Bin/First Data, Vero, Global Payments e outros não migrem para a Rede apenas porque a Rede possui a Ticket. Aliás, muitos lojistas que estão no varejo sequer comercializam por meio de vouchers.

Em alguns casos, este tipo de consideração é mensurado como *departure ratio* (taxa de partida) em razão de uma prática vertical. Como há lojistas que não são do segmento de vale-alimentação, vale-refeição, vale-cultura ou vale-transporte (um lojista que vende roupas ou utensílios domésticos, por exemplo), é muito provável que alguns lojistas

¹⁶ Dados de *market share* no mercado nacional de credenciamento e captura de transações (adquirência) calculados com base no valor total das transações capturadas em 2017. Fonte: Parecer da SG (SEI 0576699)

migrem para a Rede em razão da prática, enquanto uma série de outros lojistas não migrem em que pese tenham algum prejuízo e outros sequer serão afetados com a prática, sendo, assim, indiferentes à conduta referida. Deste modo, considerando estes lojistas indiferentes à prática, é possível que parte do *share* dos agentes não-verticalizados não seja afetada no mercado adjacente (de captura de crédito e débito).

Suponha, então, que apenas x% das máquinas que sofreram exclusão sejam trocadas por Rede para a captura de crédito e débito. Nesse caso, o ganho mensal da Rede nesse mercado equivaleria a:

[ACESSO RESTRITO AO CADE]

Tabela 8 – Ganho mensal no mercado de captura de crédito e débito com fechamento completo de terceiros, considerando diferentes taxas de migração para a Rede (exceto Cielo ou Rede)

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração: DEE

Obs.: Valores correntes. * Período considerado: jan/17 a mar/19

4.1.1.2. *Captura de Vouchers*

Realizando-se cálculo análogo para o mercado de captura de vouchers, obtém-se:

[ACESSO RESTRITO AO CADE]

Tabela 9 – Ganho mensal no mercado de captura de vouchers com fechamento completo de terceiros (exceto Cielo ou Rede)

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração: DEE

Obs.: Valores correntes. * Período considerado dada a disponibilidade de dados: jan/18 a mar/19

Novamente, considera-se que talvez nem todas as máquinas fechadas (como Banrisul, Sipag e Stone) seriam trocadas pela Rede. Suponha, então, que apenas y% dessas máquinas fosse trocada por Rede para a captura de vouchers. Nesse caso, o ganho mensal da Rede nesse mercado equivaleria a:

[ACESSO RESTRITO AO CADE]

Tabela 10 – Ganho mensal no mercado de captura de crédito e débito com fechamento completo de terceiros, considerando diferentes taxas de migração para a Rede (exceto Cielo ou Rede)

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração: DEE

Obs.: Valores correntes. * Período considerado: jan/17 a mar/19

4.1.2. Efeitos de eventual *foreclosure* para a Ticket

Por sua vez, a **Ticket** tem no **mercado de Vouchers** (incluindo todos os vouchers), a seguinte receita mensal:

[ACESSO RESTRITO À TICKET]

Tabela 11 – Receita da Ticket com vouchers

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração: DEE

Obs.: Valores correntes. * Período considerado: jan/2017 a mar/2019

Ao não aceitar ser capturada por credenciadoras de menor porte, a Ticket perderia partes das referidas receitas. Ela, contudo, manteria as receitas provenientes de transações efetuadas por meio de Cielo e Rede, as quais detêm, respectivamente, **[ACESSO RESTRITO AO CADE]** de *share* em credenciamento, segundo dados da SG¹⁷. Em outras palavras, a Ticket manteria **[ACESSO RESTRITO AO CADE]** das suas receitas no mercado de vouchers e perderia, **potencialmente**, **[ACESSO RESTRITO AO CADE]** de suas receitas.

[ACESSO RESTRITO AO CADE]

Tabela 12 – Perda mensal no mercado de captura de vouchers com fechamento completo de terceiros (exceto Cielo ou Rede)

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração: DEE

Obs.: Valores correntes. * Período considerado: jan/2017 a mar/2019

Diz-se que tal perda seria potencial, pois a Ticket poderia recuperar parte dessa receita, caso os lojistas excluídos troquem a máquina dos concorrentes pequenos fechados (como Banrisul, Sipag e Stone) pela Rede. Note que, caso essa troca ocorra integralmente, tanto Ticket como Rede ganham. A Ticket ganha, pois recupera sua integralmente receita de vouchers, e a Rede ganha pois, como visto anteriormente, pode aumentar seu *share* tanto no mercado de captura de vouchers, bem como no mercado de captura de crédito.

Suponha, então, que $y\%$ dos lojistas excluídos troquem suas máquinas pela Rede para a captura de vouchers. Como a Rede captura Ticket, a Ticket recuperaria parte das transações que haviam sido perdidas pelo fechamento dos credenciadores de pequeno porte. A tabela a seguir apresenta os valores de perda potencial de receita da Ticket para diferentes cenários de $y\%$. Note que, se todos migrarem, não haverá perda para a Ticket.

¹⁷ SEI 0576844.

[ACESSO RESTRITO AO CADE]

Tabela 13 – Perda potencial de receita da Ticket para diferentes cenários de y%

Elaboração: DEE

4.1.3. Efeitos líquidos para Ticket-Rede de eventual *foreclosure*:

Utilizando-se como base os últimos valores disponíveis de receita da Ticket e Rede, referentes a março de 2019, o efeito líquido do *foreclosure* pode, então, ser calculado como:

$$Efeito = \text{GanhoRede}_{\text{cred/deb}} + \text{GanhoRede}_{\text{voucher}} - \text{PerdaTicket}_{\text{voucher}}$$

[ACESSO RESTRITO AO CADE]

Mais simplificadamente:

[ACESSO RESTRITO AO CADE]

Onde:

x = percentual de lojistas que trocam máquinas excluídas para Rede para captura de crédito e débito

y = percentual de lojistas que trocam máquinas excluídas para Rede para captura de vouchers

Se Efeito > 0, então há incentivo para o *foreclosure*, cabendo, então, ponderar em quais cenários de “x” e “y”, o Efeito, isto é, o ganho para Ticket-Rede com o fechamento, seria maior que zero.

Para que o ganho em débito e crédito seja decorrente da prática, espera-se que o percentual de pessoas que migre para Rede para fazer captura de voucher (e captura da Ticket) também use a mesma máquina para captura de débito e crédito. Portanto, o modelo pressupõe que $y \geq x$: ou seja, que o aumento de captura débito de crédito em termos de *spillover* seja decorrente de uma migração de lojistas no mercado de captura de voucher em decorrência do *foreclosure*.

Suponha, agora, que os lojistas que troquem suas máquinas por Rede o façam tanto para a captura de crédito e débito quanto para a captura de vouchers. Nesse caso, “x” = “y” e o efeito seria dado por:

[ACESSO RESTRITO AO CADE]

Igualando o Efeito a “0”, temos que x seria igual a 6,3%. Ou seja, bastaria que 6,3% dos lojistas trocassem suas máquinas para Rede para que o *foreclosure* fosse lucrativo para a verticalizada Ticket-Rede.

Calculemos, agora, o mínimo valor de “ y ” para que o efeito fosse positivo, independentemente do valor de “ x ”. Como [ACESSO RESTRITO AO CADE] é sempre um valor positivo, teríamos, então:

[ACESSO RESTRITO AO CADE]

Isto é, se pelo menos 83% dos lojistas “fechados” migrarem para a Rede para a captura de vouchers, o efeito líquido será positivo, indicando que o *foreclosure* vale a pena.

Em suma, o que esta análise mostra é que, considerando os incentivos de transbordamento, sob várias hipóteses de “ x ” e “ y ” a prática de *foreclosure* pode ser lucrativa.

Além da hipótese de troca, há a hipótese de o estabelecimento contratar a Rede em adição às maquininhas que este detém. Ou seja, este pode manter um conjunto de máquinas de diferentes marcas simultaneamente (uma terceira possibilidade é a de simplesmente ignorar a mudança e não contratar a Rede).

Em pesquisa realizada no sítio eletrônico <https://www.userede.com.br/quero-rede/> dia 31.05.2019 encontrou-se ofertas para a máquina da Rede, na figura abaixo há um rol não exaustivo delas:



Figura 40 – Ofertas da Rede para contratação de máquinas

Fonte: <https://www.userede.com.br/quero-rede/> acessado em 31 de maio de 2019

Constata-se da Figura 40 que os preços de aluguel da Rede variam da gratuidade a R\$ 69,00 mensais.

Qual seria o comportamento do lojista credenciado pela Ticket usuário de uma das máquinas das empresas que sofreram o *foreclosure*? 1. para aquele credenciado que só atende eventuais clientes de Ticket, contratar a máquina da Rede a custo zero, ou 2. Para aquele credenciado cujo volume de transação com Ticket é grande o suficiente para ainda ser lucrativo, contratar o plano de R\$ 69,00.

Nesse cenário, de manutenção de várias máquinas, o valor do efeito tenderia a ser mais reduzido pois o desvio de crédito e débito não seria total, ou seja, o efeito do transbordamento seria menor. E dependeria mais de fatores como taxas, estabilidade da rede e etc.

Por um lado, há de se questionar se de fato a Ticket iria perder clientes já que:

- o usuário do Ticket (o cliente que paga por esse meio) tem pouca flexibilidade para adotar outra marca de voucher, pois dependeria de um novo contrato de sua empresa com outra de voucher (além do fato de que os incentivos de trabalhador e empresa podem ir em sentidos opostos)
- o credenciado (lojista) possui custos de adquirir uma máquina da Rede podem ser relativamente baixos ou nulos. Afinal, por que não contratar uma máquina da Rede nem que fosse só para atender os clientes Ticket?

Para além disso, a Ticket credencia os estabelecimentos um a um, portanto saberia exatamente quem indicar para a Rede, de forma a evitar evasão daquele credenciado. Com a estratégia comercial “certa”, ao tempo que alertaria o credenciado da mudança (com um prazo, por exemplo), a empresa poderia prontamente disponibilizar uma máquina da Rede para aquele credenciado. Como a máquina, em alguns cenários, chega a ter custo zero, é possível haver pouca resistência do credenciado em aceitar uma máquina adicional. Também, é possível que a Rede faça preços reduzidos ou nulos de máquinas justamente para os “lojistas-alvo”.

Nesse cenário, seria possível aproximar “y” a unidade ($y=1$), de modo que as perdas seriam mínimas, e o efeito seria necessariamente positivo. Olhando por este prisma, os 83% mencionados anteriormente poderiam ser considerados baixos. Há que se ponderar obviamente o custo das máquinas.

De outro lado, é importante mencionar que uma operação vertical não possui como único efeito a possibilidade de *foreclosure*, mas há também incentivos de diminuição do preço para os consumidores finais no *downstream* (que eventualmente modificam os incentivos em etapas intermediárias da cadeia)¹⁸.

Caberia, assim, questionar, qual o nível deste tipo de efeito, sendo que para tanto é necessário investigar e questionar às requerentes qual o nível de **eficiência** geral da operação (ϵ) e qual o eventual nível de eficiência derivado da **eliminação parcial da dupla margem** (EDM parcial = $\beta\epsilon$), já que a operação de integração vertical ocorre apenas parcialmente.

Outra questão, também, não modelada acima diz respeito à possibilidade de transbordamento em um mercado não investigado (do domicílio bancário do lojista). Eventualmente, os lucros obtidos pelo Itaú em uma hipótese de venda casada de antecipação de recebíveis da Ticket com o uso da máquina da Rede para quem tem conta no Itaú é uma hipótese a ser considerada, mas que não foi modelada acima.

Estas são ponderações relevantes em uma modelagem mais ampla dos incentivos em jogo. Todavia, há algumas limitações para tal modelagem. Por exemplo, não houve solicitação para que as requerentes apresentassem tais dados de eficiência, o que seria interessante do ponto de vista analítico.

4.1.4. Análise de coordenação tácita em integração vertical

Esta seção faz uma breve discussão sobre coordenação tácita em integração vertical, tendo em vista a solicitação de avaliar a possibilidade de aumento do exercício de poder coordenado nos mercados alvo da operação.

A hipótese levantada na teoria 1 e 2 de dano, referida na introdução, pelo Conselheiro Relator não pressupõe coordenação após o *input foreclosure*, mas a possibilidade de *input foreclosure* coordenado, onde o *input* seriam as transações com

¹⁸ Em seu parecer (SEI 0576844), a SG considera o mercado *downstream* como o de captura de transações e o mercado *upstream* como o de vale benefícios. Como se trata de um mercado de múltiplos lados, há diferentes modos de se analisar a relação vertical entre esses mercados.

vouchers. Assim, pressupõe que dois grupos (Rede/Ticket, de um lado, e Cielo/Alelo de outro) usem seu poder de mercado para realizar fechamento de mercado contra terceiros, mas não contra si próprios.

Deste modo, tal hipótese, em alguma medida, se assemelha ao debate travado no Ato de Concentração nº 08700.091390/2017-14, envolvendo AT&T Inc. e Time Warner Inc. Naquele caso, o DEE salientou que os modelos verticais tratam o relacionamento dos agentes pressupondo homogeneidade dos agentes do *upstream* e do *downstream*. Todavia, os pareceres da ANCINE e da ANATEL, naquele caso entre AT&T e Time Warner, estavam sugerindo que a heterogeneidade dos agentes fosse levada em relação a diferentes níveis de poder de barganha.

Sugeriu-se haver, naquele caso, que o mercado, do ponto de vista vertical, poderia ser categorizado de três maneiras distintas:

- **Uma relação de barganha bilateral** entre grandes operadoras de TV por assinatura e grandes agentes de programação
- **Uma relação de oligopsônio** entre grandes operadoras de TV por assinatura e pequenos agentes de programação
- **Uma relação de oligopólio** entre grandes agentes de programação e pequenas operadoras de TV por assinatura

Neste caso, de maneira semelhante, o Conselheiro Relator preocupa-se que Cielo (integrada à empresa Alelo) e Rede (que pós operação pode ser integrada à empresa Ticket) formem grandes conglomerados, tendo, pós-operação, uma espécie de relação bilateral entre si diversa daquela relação que teriam com empresas de vouchers menores e não integradas em um elo da cadeia e empresas de captura, também, menores e não integradas, em outro elo da cadeia. Seria desta relação bilateral diversa que adviria algum nível de coordenação entre estes grupos maiores.

Cabe ressaltar que o modelo 1 apresentado não se baseia nessa hipótese de colusão tácita entre Alelo e Ticket. O modelo estimou os eventuais efeitos de *foreclosure* unilateral, em que Ticket se recusa a ser captada por pequenos credenciadores. Contudo, não supõe que a Alelo siga a Ticket e também se negue a ser captada pelos credenciadores de menor porte. Essa colusão tácita tornaria a possibilidade de ganho acima mencionada ainda mais plausível.

Em outras palavras, caso exista um *input foreclosure* coordenado, a prática modelada tornará mais provável a quebra de pequenos credenciadores. Todavia, em que pese a colusão tácita torne os retornos de lucros maiores, ressalta-se que o modelo em si neste ponto específico, independe de coordenação tácita entre Alelo e Ticket.

Tendo em vista que o fechamento de mercado descrito decorrente da colusão tácita entre Ticket e Alelo pode ser ainda mais lucrativo do que o apresentado no Modelo 1, também não se descarta a possibilidade de aumento do exercício de poder coordenado nos mercados alvo da operação.

Ainda a respeito de incentivos de coordenação existentes no âmbito de uma concentração vertical, SALOP & CULLEY (2014) apresentam alguns pontos a serem observados, quais sejam:

7. Coordinated Effects¹⁹

A vertical merger might raise several potential coordinated effects concerns in either the upstream market or the downstream market. First, a vertical merger may facilitate collusive interfirm information exchanges. Second, a vertical merger may facilitate coordination in the upstream market by eliminating the incentives of the downstream division of the merged firm to act as a disruptive buyer that deters coordination by upstream firms. Third, a vertical merger may facilitate coordination in the downstream market by weakening the disruptive behavior of a non-merging downstream firm. This weakening of the maverick or disruptive firm can be implemented with targeted input foreclosure or threats of foreclosure. Fourth, a

¹⁹ 7. Efeitos Coordenados

Uma fusão vertical pode levantar várias preocupações potenciais de efeitos coordenados no mercado a montante ou no mercado a jusante. Primeiro, uma fusão vertical pode facilitar trocas colusivas de informações interfirmas. Em segundo lugar, uma fusão vertical pode facilitar a coordenação no mercado a montante, eliminando os incentivos da divisão a jusante da empresa incorporada para atuar como um comprador disruptivo que impede a coordenação pelas empresas a montante. Em terceiro lugar, uma fusão vertical pode facilitar a coordenação no mercado a jusante, enfraquecendo o comportamento disruptivo de uma empresa a jusante que não as Requerentes. Este enfraquecimento da empresa maverick ou disruptiva pode ser implementado com input foreclosure direcionado ou ameaças de foreclosure. Quarto, uma fusão vertical poderia facilitar a coordenação, criando mais simetria nos custos ou colocando a empresa resultante da fusão em uma posição mais forte para punir os desertores.

7.1. Intercâmbio de informações colusivas

Uma fusão vertical pode levar a preocupações de efeitos coordenados, facilitando o intercâmbio de informações entre empresas no mesmo nível de produção. A divisão downstream da empresa resultante da fusão poderia compartilhar informações sobre os preços das empresas upstream com a divisão upstream da empresa incorporada, e vice-versa. Desta forma, consensos podem ser alcançados ou o tempo de detecção pode ser reduzido, ambos os quais podem facilitar os efeitos coordenados ou a conduta de acomodação paralela.

7.2. Eliminação do comprador disruptivo

Uma fusão vertical pode facilitar a coordenação no mercado a montante, eliminando os incentivos da divisão a jusante da empresa resultante da fusão para agir como um comprador disruptivo que impede a coordenação pelas empresas a montante. Após a fusão, a empresa resultante da fusão poderá obter mais lucros líquidos a partir dessa coordenação a montante do que a perder a jusante, possivelmente com custos de insumos mais elevados. Quando a empresa a jusante é um comprador disruptivo crítico no mercado pré-concentração e o mercado a montante é vulnerável à coordenação, esta preocupação poderia levar a preços de insumos mais elevados que prejudicariam as empresas não-Requerentes a jusante e seriam transmitidas aos consumidores como preços mais altos a jusante.

7.3. Enfraquecendo comportamento competitivo disruptivo ou disruptivo a jusante

Uma fusão vertical pode facilitar a coordenação no mercado a jusante pelo enfraquecimento do comportamento competitivo dissidente ou perturbador de uma empresa a jusante que não se funde. Se uma empresa que não se fundiu é uma influência competitiva dissidente ou perturbadora no mercado de pré-fusão, a divisão upstream da empresa incorporada pode enfraquecer os incentivos para esse comportamento aumentando o preço que ela cobra à empresa disruptiva ou reduzindo seu acesso a insumos. Alternativamente, a divisão a jusante pode usar ameaças de foreclosure de clientes para induzir as empresas a montante a elevar os preços de seus insumos cobrados a essa empresa disruptiva. O mecanismo para essa preocupação pode envolver o input foreclosure direcionado ou ameaças de foreclosure. Como tal, a análise desta preocupação segue a análise de input foreclosure acima definida.

7.4. Usando custos menores para facilitar o consenso ou aumentar a capacidade de punir os desertores

Uma fusão vertical pode facilitar a coordenação, reduzindo os custos da empresa resultante da fusão. Primeiro, se esses custos menores pudessem criar mais simetria nos custos e na estrutura, isso poderia levar as empresas a ter preços desejados semelhantes. Em segundo lugar, a obtenção de custos mais baixos também pode colocar a empresa incorporada em uma posição mais forte para punir os desertores, o que pode impedir a deserção.

vertical merger could facilitate coordination by creating more symmetry in costs or placing the merged firm in a stronger position to punish defectors.

7.1. Collusive Information Exchanges

A vertical merger can lead to coordinated effects concerns by facilitating information exchanges between firms at the same level of production. The downstream division of the merged firm might share information about the prices of the upstream firms with the upstream division of the merged firm, and vice versa. In this way, consensus can be reached or detection lags can be reduced, both of which can facilitate coordinated effects or parallel accommodating conduct.

7.2. Elimination of Disruptive Buyer

A vertical merger can facilitate coordination in the upstream market by eliminating the incentives of the downstream division of the merged firm to act as a disruptive buyer that deters coordination by upstream firms. After the merger, the merged firm might gain more net profits from that upstream coordination than it loses downstream by possibly having higher input costs. Where the downstream firm is a critical disruptive buyer in the pre-merger market and the upstream market is vulnerable to coordination, this concern could lead to higher input prices that would harm non-merging downstream firms and would be passed on to consumers as higher downstream prices.

7.3. Weakening Maverick or Disruptive Competitive Behavior Downstream

A vertical merger can facilitate coordination in the downstream market by weakening maverick or other disruptive competitive behavior of a non-merging downstream firm. If a non-merging firm is a maverick or otherwise disruptive competitive influence in the premerger market, the upstream division of the merged firm might weaken the incentives for that behavior by raising the price it charges to the disruptive firm or reducing its access to inputs. Alternatively, the downstream division might use customer foreclosure threats to induce upstream firms to raise their input prices charged to that disruptive firm. The mechanism for this concern can involve targeted input foreclosure or threats of foreclosure. As such, the analysis of this concern follows the analysis of input foreclosure set out above.

7.4. Using Lower Costs to Facilitate Consensus or Increase the Ability to Punish Defectors

A vertical merger might facilitate coordination by reducing the costs of the merged firm. First, if those lower costs could create more symmetry in costs and structure, it may lead to the firms' having similar desired prices. Second, obtaining lower costs also may place the merged firm in a stronger position to punish defectors, which can deter defection.

Nota-se que vários desses pontos permeiam a presente discussão. A própria recusa de negociação examinada no Modelo 1 relaciona-se com o item 7.3, referente ao enfraquecimento de um *maverick* ou de comportamento competitivo disruptivo no *downstream*.

4.1.5. Ponderações e pressupostos subjacentes à análise

Esta seção objetiva observar algumas ponderações e pressupostos subjacentes à análise realizada:

- **1ª. Ponderação [traição = γ]:** na hipótese de se supor uma colusão tácita entre Cielo/Alelo e Ticket/Rede, é possível haver “traição” em sentido amplo por parte da Cielo/Alelo. É difícil falar de traição em sentido próprio, já que, como não há acordo (apenas colusão tácita), entre Cielo/Alelo e Rede/Ticket, não haveria motivo para falar em traição. Caso existisse combinação expressa, haveria um cartel punível pelo CADE. De todo modo, em tal hipótese de colusão tácita,

como não há regras a serem quebradas ou traídas, é possível falar apenas em traição em sentido amplo, de regras comportamentais pressupostas pelos agentes do mercado. De outro lado, há uma probabilidade de γ da Cielo/Alelo não concordar, instantaneamente ou após um determinado período de tempo t , em seguir com condutas que levem ao *foreclosure*, mesmo que parcial, de concorrentes não verticalizados. Caso isto ocorra, é possível que a conduta deixe a Rede/Itaú em desvantagem comercial em relação à Cielo/Alelo, já que a Cielo/Alelo irá aceitar mais cartões (incluindo Ticket e Alelo), enquanto que a Rede/Itaú apenas passará Ticket e outros cartões, sem acesso à Alelo. Assim, o concorrente Cielo/Alelo poderá ser preferido pelos lojistas em razão de tal fato, o que poderá gerar perda de *share* da Rede no mercado de captura. Assim, o parâmetro γ é relevante para análise dinâmica.

- **2ª. Ponderação [reposicionamento de preços pós prática em diferentes elos, no *upstream*, *downstream* e adjacente = $\Delta p_{upst-post}$; $\Delta p_{downst-post}$; $\Delta p_{adj-post}$.]:** é possível que, após serem vítimas de *foreclosure*, no mercado de captura, os agentes menores venham a reagir, em termos de preços no mercado de captura de voucher, no mercado de vouchers e, inclusive, no próprio mercado de captura de débito e crédito, em diferentes níveis, mas em especial em termos de preços: diminuindo, por exemplo, o nível da taxa bruta de administração atualmente utilizada, tanto no mercado próprio como no mercado adjacente. Este fato pode atrair os lojistas a adotarem máquinas com *market share* menor, em que pese tais máquinas não passem a bandeira Ticket de Voucher. Assim, o impacto de uma suposta prática, com as características acima referidas, no mercado de vouchers, de captura de vouchers e no mercado de crédito e débito é incerto, ausente uma especificação ou modelagem mais completa da reação ou reposicionamento dos agentes.
- **3ª. Ponderação [Feedback negativo em múltiplos níveis]:** Trata-se de uma questão dinâmica, que em alguma medida está em consonância com algumas preocupações exaradas pela Superintendência Geral. Com efeito, caso haja recusa da Ticket em ser capturada por outras máquinas, é possível haver não apenas diminuição de vendas da Ticket, mas diminuição do seu nível de atratividade (φ) à medida em que ocorrer eventual *foreclosure* e à medida em que houver reposicionamento de agentes em razão de eventual *foreclosure*. Caso a Ticket se negue a ser captada por outras máquinas, o valor da Ticket poderá, se depreciar, já que poderá ter uma rede menor, poderá talvez lucrar menos no mercado de voucher, mas também poderá criar dificuldades aos lojistas. Antes da prática, o lojista com uma única máquina teria como captar diferentes tipos de transação. Após, os lojistas que queiram captar Ticket e não tenham Rede terão:
 - ou que adquirir uma máquina secundária (da Rede), que seria usada apenas para voucher, enquanto a máquina antiga seria para débito e crédito, o que, talvez, em razão de tal fenômeno, não gere elevação de *share* no mercado secundário. Assim, quem possui duas máquinas teria a probabilidade de $\tau\%$ de aumentar a atividade da Rede no mercado de crédito e débito vis-à-vis o uso de sua máquina original;
 - ou que, no limite, irá forçar $\omega\%$ dos lojistas que queiram ter uma única máquina credenciada pela Ticket, a trocar sua

máquina atual pela máquina da Rede ou da Cielo, acarretando um custo de troca e de transação (custo Y) em um primeiro momento.

Ocorre que, após o *foreclosure*, talvez com rede menor, a utilidade marginal do empregador ofertar Ticket aos seus funcionários será menor [já que a rede de lojas que aceita este voucher (da Ticket) pode, talvez, diminuir, visto que alguns lojistas podem não querer trocar de máquina e/ou decidir não mais comercializar Ticket]. Se isso ocorrer, o share no mercado destino de crédito e débito pode, também, diminuir, gerando um loop de feedback negativo.

Com efeito, em uma indústria de rede, a diminuição do tamanho da rede gera efeitos complexos de mensuração, como

- (i) menor disposição de empregados e empregadores em negociar com a Ticket (diminuindo o seu share em Vouchers)
- (ii) menor disposição do lojista em arcar com o custo Y de troca de sua máquina (diminuindo o seu share em captura no mercado de vouchers)

Portanto, é possível que a Ticket perca mercado, perdendo não só o valor monetário de vendas que deixou de realizar, mas, também, fazendo com que a Rede não consiga tanta atratividade (φ) e poder de mercado relativo, em razão da prática.

Deste modo, é possível que o feedback negativo diminua, inclusive, o *market share* de captura de voucher e o *market share* do mercado adjacente (débito e crédito), que se buscava inicialmente maximizar com a prática idealizada. Caso o preço diminua em captura, o lucro da Rede, também, poderá diminuir, retirando atratividade (φ) da Ticket e da própria Rede.

Este tipo de feedback negativo se amplifica se a teoria de dano 1 ocorrer de maneira concomitante com a teoria de dano 2. Com efeito, por esta segunda teoria de dano, a Rede poderia se recusar a processar vouchers de outras empresas que não sejam da própria Ticket e da Alelo. Deixa, portanto, de ganhar os vouchers provenientes da Sodexo, da VR e de outros agentes. Se isso ocorrer, o lojista terá menos incentivo, ainda, em trocar de máquina, já que perderá a receita destes outros vouchers.

Obviamente que o impacto da prática depende do grau em que feedbacks positivos e negativos ocorrem, mas há que se ter noção de que eles podem ocorrer, quando se busca modelar incentivos.

- **4ª. Ponderação (análise do lucro π):** não basta olhar os incentivos em termos de nível de receita a ser obtida com a prática, mas deve-se considerar *em especial o custo financeiro* de atuação nos diferentes nichos de mercado e o lucro dos mercados alvo e destino da prática. Frise-se que para fazer análises mais profundas a este respeito, é essencial conhecer o preço do crédito, expresso em percentual, como o spread cobrado no mercado de Voucher e no mercado de crédito e débito, para fins de comparabilidade: como já se referiu anteriormente, não há tal informação de todos os agentes do mercado nestes autos.

- **5ª. Ponderação (nível informacional):** é importante conhecer as elasticidades próprias, cruzadas e taxas de desvio, havendo, neste caso, as limitações já referidas para suas mensurações.

As ponderações acima mostram as limitações de realizar uma análise simples a respeito de quanto se perde em um dado mercado vis-à-vis o quanto se ganha em outro, de maneira estática. Além disso, esta análise estática pressupõe:

- ausência de possibilidade de traição por parte da Cielo em qualquer período do tempo ($\gamma = 0$),
- proporcionalidade $\left(\frac{S_{Rede}}{S_{Cielo} + S_{Rede}} * \varphi\right)$
- ausência de eficiência e de reposicionamento de concorrentes excluídos, que podem ter outras ferramentas (como preço) para reagir contra um fechamento e que podem fazer com que os lojistas os escolham e prefiram suas máquinas de débito e de crédito, independentemente da Ticket estar credenciada ou não.

Não bastasse isso, como bem ressaltado desde o início da nota, a ausência de dados sobre preço e sobre lucro, de maneira mais robusta, dificulta sobremaneira um diagnóstico mais claro e preciso sobre os incentivos verticais. Com efeito, algo que não consta explicitamente no exercício é aquilo que o DEE referiu ser necessário investigar (o valor facial médio dos benefícios de crédito capaz de possibilitar a comparabilidade das taxas de desconto).

Além disso, esta análise não avalia como Rede e Itaú compensariam a Ticket (que não participa ou usufrui deste mercado adjacente e que sofre diminuição de demanda) pelos eventuais prejuízos por ela sofridos. Por outro lado, o próprio objeto da operação (a indicação de clientes) já auxiliaria nesse sentido, além de eventuais concessões de benefícios à Ticket neste ou em outros mercados.

4.2. Modelo 2 (Aritmética vertical)

Esta seção utiliza a Aritmética vertical como método adicional para quantificar os incentivos a fechamento de mercado derivados do ato de concentração.

A respeito de modelos de análise de atos de concentração com elementos verticais, PITTMAN (2017), salienta o seguinte:

“Considere uma fusão proposta que seja vertical ao invés de (ou além de) horizontal. Considere, por exemplo, uma proposta de um fabricante para comprar seu fornecedor de uma matéria-prima crucial. Quanto a agência antimonopólio deve preocupar-se com a perda da concorrência? Em particular - embora, como discutiremos mais adiante, o problema seja potencialmente mais geral - quanto a agência deveria estar preocupada com o potencial de “exclusão” anticoncorrencial pós-fusão - ou seja, a negação de acesso a insumos importantes para fabricantes concorrentes?”

É comum, em tal situação, que fabricantes concorrentes entrem em contato com a autoridade da concorrência para expressar sua preocupação de que, se o fornecedor de matéria-prima estiver sob controle de seu concorrente de fabricação, será discriminado no fornecimento no futuro, seja em relação a preço, serviço ou disponibilidade do produto. A resposta das empresas que se fusionam provavelmente será que elas só se machucariam tratando mal um cliente. Assim, como avaliar um *tradeoff* que enfrentaria a empresa recém-incorporada e verticalmente integrada?

Uma ferramenta analítica que poderia ser apresentada à autoridade da concorrência por qualquer das partes é uma técnica chamada “aritmética vertical” (Sibley e Doane, 2002²⁰; CRA, 2005²¹; Moresi e Salop, 2013²²). Como na análise crítica de perdas e UPP (pressão de preços ascendente), a aritmética vertical não oferece soluções mágicas, mas pode ser útil ao focar a análise competitiva em questões específicas.

A ideia do teste da aritmética vertical²³ depende da mensuração de algumas variáveis. Imagine-se um mercado 1 que seria a origem de uma conduta exclusionária e um mercado 2 que seria alvo de tal conduta exclusionária. No mercado origem, há apenas uma empresa e no mercado alvo há duas empresas (A e B). Portanto, é possível mensurar as seguintes variáveis:

- M_1 = margem no mercado de origem (neste caso do exemplo: *upstream*)
- M_2 = margem no mercado alvo (neste caso do exemplo: *downstream*)
- $V1_a$ = Vendas do upstream para A que se situa no *downstream* (empresa verticalizada)
- $V1_b$ = Vendas do upstream para B que se situa no *downstream* (empresa não verticalizada)
- δ = percentual de vendas perdidas por B (não-verticalizado) recuperados por A no mercado *downstream*)

De acordo com o referido teste, há um nível de perda se houver fechamento de mercado (*market foreclosure*), já que se a “empresa 1” do mercado de origem se recusar a vender para o agente não verticalizado no mercado destino, irá perder o equivalente a $V1_b * M_1$. No entanto, a empresa verticalmente integrada poderá recuperar uma parte da perda, referente a clientes que foram recapturados pela empresa verticalmente integrada, equivalente a $\delta V1_b (M_1 + M_2)$, o que engloba o lucro da recaptura no *upstream* e no *downstream*. Portanto, tem-se que:

- Perdas do *foreclosure* = $V1_b * M_1$
- Ganhos do *foreclosure* = $\delta V1_b (M_1 + M_2)$

Para haver *breakeven*, perdas devem ser iguais aos ganhos:

$$V1_b * M_1 = \delta V1_b (M_1 + M_2)$$

ou rearrajando a equação:

$$\delta = M_1 / (M_1 + M_2)$$

Deste modo, se $\delta > M_1 / (M_1 + M_2)$ o *foreclosure* derivado de uma concentração vertical será possível e lucrativo. Todavia, se $\delta < M_1 / (M_1 + M_2)$ o *foreclosure* não será possível, nem lucrativo. Tal análise é expressa pelo gráfico a seguir. Os eixos x e y mostram as margens de lucro nos mercados de origem e destino, enquanto a escala de

²⁰ Sibley DS, Doane MJ (2002) Raising the Costs of Unintegrated Rivals: An Analysis of Barnes & Noble’s Proposed Acquisition of Ingram Book Company. In Slottje, DJ, ed., Measuring Market Power (Elsevier)

²¹ CRA (2005) “Vertical arithmetic”: The use of empirical evidence in vertical mergers. CRA Competition Memo, Charles River Associates, http://ecp.crai.com/publications/vertical_arithmetic.pdf

²² Moresi S, Salop SC (2013) vGUPPI: Scoring Unilateral Pricing Incentives in Vertical Mergers. Antitrust L. J. 79:185-214

²³ Ver também : Steven C. Salop, Stanley M. Besen & E. Jane Murdoch, *An Economic Analysis of Primestar’s Competitive Behavior and Incentives*, FCC Submission (Jan. 7, 1998); Daniel Rubinfeld, *The Primestar Acquisition of the News Corp./MCI Direct Broadcast Satellite Assets*, 16 REV. INDUS. ORG. 193 (2000); Steven C. Salop, Carl Shapiro, David Majerus, Serge Moresi & E. Jane Murdoch, *News Corporation’s Partial Acquisition of DIRECTV: Economic Analysis of Vertical Foreclosures Claims*, FCC Submission (July 1, 2003), disponível em <http://apps.fcc.gov/ecfs//document/view.action?id=6514283359>; Jonathan B. Baker, *Comcast/NBCU: The FCC Provides a Roadmap for Vertical Merger Analysis*, 25 Antitrust Magazine 36 (Spring 2011).

cores mostra o raio de desvio necessário de *breakeven*. Assim, suponha uma margem de M1 de 10% e no M2 de 80%. Como a cor é azul, bastaria uma raio de desvio de menos de 20% para que o *foreclosure* fosse lucrativo:

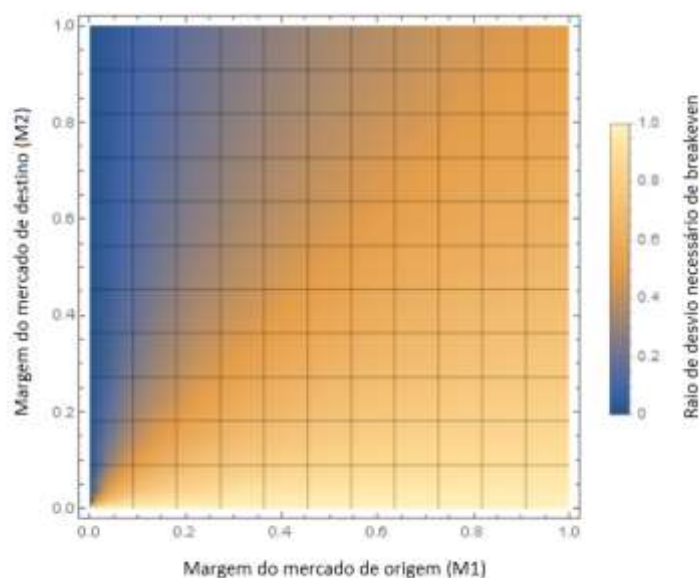


Figura 41 – Raio de desvio necessário para *breakeven* a depender da margem do mercado de origem e destino na metodologia de aritmética vertical.

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração DEE

É relevante ressaltar que este tipo de análise independe da quota de mercado específica das requerentes, tendo uma abordagem mais empírica e próxima das melhores práticas, defendidas por Kaplow.

Para se mensurar a aritmética vertical, há que se saber as margens lucro do *upstream* e do *downstream*, além de ter uma estimativa da taxa de desvio.

4.2.1. Lucro da Ticket no mercado de voucher

Em relação ao mercado de **vouchers**, o lucro²⁴ médio da Ticket no período de abril de 2014 a março de 2019 foi de [ACESSO RESTRITO À TICKET], conforme indicado no gráfico abaixo.

²⁴ Lucro calculado como: $(\text{Receita} - \text{Custo total})/\text{Receita}$, em que Receita equivale à soma das variáveis “Receita bruta total obtida com a venda de vales para empresas” e “Receita bruta obtida na relação com comerciantes”.

[ACESSO RESTRITO À TICKET]

Figura 42 – Lucro da Ticket no mercado de voucher

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração: DEE

Obs.: Lucro calculado como: (Receita – Custo total)/Receita, em que Receita equivale à soma das variáveis “Receita bruta total obtida com a venda de vales para empresas” e “Receita bruta obtida na relação com comerciantes”

4.2.2. Lucro da Rede no mercado de captura de transações

Já a média do lucro²⁵ da Rede no mercado de **captura de débito e crédito** foi de [ACESSO RESTRITO AO ITAÚ] e, no mercado de **captura de vouchers**, de [ACESSO RESTRITO AO ITAÚ], considerando-se o mesmo período de abril de 2014 a março de 2019 para o qual os dados estavam disponíveis. Esses valores também foram calculados com base nas informações recebidas dessa Requerente. Quando se considera a captura de débito, crédito e vouchers conjuntamente, o lucro médio da Rede vai para [ACESSO RESTRITO AO ITAÚ].

[ACESSO RESTRITO AO ITAÚ]

Figura 43 – Lucro da Rede em captura de crédito e débito e captura de voucher

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração: DEE

Obs.: No caso de captura de débito e crédito, o lucro foi calculado com base da diferença entre o “Montante total bruto recebido de taxas de desconto com cartões de crédito e débito” e o “Custo operacional total incorrido com a prestação de serviços para cartões de crédito e débito”. No caso de captura de vouchers, o lucro foi calculado pela diferença entre “Receita Voucher” e “Custo operacional total incorrido com transações de vale-refeição + alimentação + cultura”.

4.2.3. Cálculo

Como discutido anteriormente, de acordo com o cálculo da aritmética vertical:

$$\delta = M_1 / (M_1 + M_2)$$

Considerando-se que o mercado de origem (M_1) é o mercado de vouchers e o mercado de destino (M_2) é o mercado de captura de vouchers, então:

²⁵ No caso de captura de débito e crédito, o lucro foi calculado com base da diferença entre o “Montante total bruto recebido de taxas de desconto com cartões de crédito e débito” e o “Custo operacional total incorrido com a prestação de serviços para cartões de crédito e débito”. No caso de captura de vouchers, o lucro foi calculado pela diferença entre “Receita Voucher” e “Custo operacional total incorrido com transações de vale-refeição + alimentação + cultura”.

$\delta =$ [ACESSO RESTRITO AO CADE]

Nessa lógica, o mercado de vouchers geraria insumos (transações com vouchers) para o mercado de captura de vouchers.

Conforme discutido anteriormente, o δ calculado indica o valor do raio de desvio (RD) a partir do qual haveria incentivos para realização de *foreclosure*. Isto é, se RD for maior do que δ , conclui-se que há incentivos econômicos para o fechamento. Em outras palavras, caso a Rede consiga recapturar mais do que [ACESSO RESTRITO AO CADE] das transações de Ticket que deixaram de ser capturadas pelas credenciadoras excluídas, o fechamento vale a pena. Faz-se necessário, portanto, estimar o raio de desvio.

Tendo em vista a indisponibilidade de dados suficientes para estimar empiricamente tal variável, pressupõe-se um princípio de proporcionalidade com o *market share* das empresas no mercado de destino (captura de vouchers). Além disso, aplica-se um corretor referente à taxa de recuperação do mercado (REC), o qual permite levar em consideração que parte da demanda pelo bem “captura de vouchers” deixaria o mercado, i.e., uma parcela de transações com vouchers deixaria de ocorrer. Ou seja:

$$RD_{BA} = \frac{s_A}{1-s_B} REC$$

Proxy do Raio de Desvio utilizada para análise

s = *market shares* das empresas A e B no mercado de credenciamento e captura de transações

A = Rede

B = credenciadora a ser fechada

REC = taxa de recuperação do mercado = (1 menos a fração de vendas perdidas para um mercado externo ou de pessoas que deixam de consumir o bem em questão)

Para o cálculo do raio de desvio, foram utilizados dados de *market share do* mercado de aquisição elaborados pela Superintendência-Geral e transcritos abaixo:

[ACESSO RESTRITO AO CADE]

Tabela 14 – *Market shares* no mercado de credenciamento e captura de transações

Fonte: SG

A tabela a seguir mostra o raio de desvio, considerando-se, primeiramente, REC igual a 100%. A célula marcada em laranja indica o valor de Raio de desvio maior do que $\delta =$ [ACESSO RESTRITO AO CADE] ou seja, os valores de taxas de desvio que indicariam haver incentivo para fechamento de mercado.

[ACESSO RESTRITO AO CADE]

**Tabela 15 – Raio de desvio proporcional ao *market share* em adquirência
(com taxa de recuperação de 100%)**

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração: DEE

Nota-se que o valor estimado de Raio de Desvio de Cielo para Rede é bastante elevado [ACESSO RESTRITO AO CADE]. Haveria, portanto, incentivo para o fechamento da Cielo. Além disso, apenas um REC em torno de [ACESSO RESTRITO AO CADE] faria com que o Raio de Desvio não superasse o δ calculado.

Portanto, a análise de aritmética vertical, mesmo sem fazer menção a qualquer tipo de transbordamento, admite ser possível a realização de *foreclosure* no mercado de origem de voucher para beneficiar o mercado alvo de captura de vouchers, considerando, em grande medida, a diferença de margens de lucro informada.

Consideremos, agora, o mercado de captura de vouchers conjuntamente com o mercado de captura de crédito e débito. Ou seja, tomemos o mercado de origem (M_1) como o mercado de vouchers e o mercado de destino (M_2) como o mercado de captura (tanto de crédito e de débito quanto de vouchers). Então:

$$\delta = M_1 / (M_1 + M_2)$$

$$\delta = [\text{ACESSO RESTRITO AO CADE}]$$

Para o cálculo do raio de desvio, foram utilizados os mesmos dados de *market share* do mercado de adquirência elaborados pela Superintendência-Geral e utilizados no exemplo anterior. Os números da tabela são, portanto, iguais aos apresentados anteriormente. As células marcadas em laranja indicam os valores de Raio de desvio maior do que [ACESSO RESTRITO AO CADE], ou seja, os valores de taxas de desvio que indicariam haver incentivo para fechamento de mercado. Note-se que, neste caso, todas as células superam o valor de δ .

[ACESSO RESTRITO AO CADE]

Tabela 16 – Raio de desvio proporcional ao *market share* em adquirência (com taxa de recuperação de 100%)

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração: DEE

Desse modo, se realmente os lucros do mercado de captura de voucher [ACESSO RESTRITO AO ITAÚ] e do mercado de captura como um todo [ACESSO RESTRITO AO ITAÚ] são tão mais elevados do que os do mercado de voucher em si [ACESSO RESTRITO À TICKET], considerando proporcionalidade nas taxas de desvio, é possível (pela abordagem clássica) que exista algum tipo de interesse em realizar *foreclosure*.

Diz-se pela abordagem clássica, já que – no presente caso – a Rede recebe apenas um percentual do lucro/prejuízo da Ticket, já que a operação contempla a aquisição de apenas 11% do capital social da Ticket²⁶. Mesmo nesta abordagem conservadora, haveria incentivos para *foreclosure*.

Ou seja, para a Rede a prática é lucrativa e, em relação à Ticket, é possível que existam incentivos na realização de *foreclosure*, inclusive, completo, em relação a outros agentes do mercado de voucher. De outro lado, tal prática dependeria de a Ticket ser convencida pela Rede em realizar a referida prática, buscando, eventualmente, algum tipo de subsídio cruzado direto ou indireto. Isso poderia ocorrer, por exemplo, por meio da concessão pela Rede de descontos ou vantagens à Ticket.

Gize-se, novamente, que a presente análise não verifica efeitos de reposicionamento, nem mesmo o impacto de eficiências neste ato de concentração.

4.3. Discussão acerca de eventuais mecanismos para fechamento de mercado

De acordo com o Parecer 2/2019/CGAA3/SGA1/SG/CADE (SEI 0576844) e corroborado pelas requerentes, caso houvesse a recusa de negociação, tanto do lado da adquirente (Rede), quanto do lado da empresa de *voucher* (Ticket), ambos os lados estariam abrindo mão de parcela considerável do mercado e, neste contexto, não haveria incentivos para o fechamento do mercado.

Ocorre que, a recusa de negociação não precisaria ocorrer para haver fechamento de mercado, justamente em decorrência da natureza da operação, que envolve integrações verticais entre diferentes elos de uma plataforma de múltiplos lados – os arranjos de *vouchers*. De forma ilustrativa, a figura abaixo busca sintetizar os diferentes elos da plataforma de *vouchers*, assim como dos esquemas tradicionais de arranjos de pagamento, e como estes interagem entre si:

²⁶ Olhando-se apenas pela perspectiva da Rede, a Rede lucra 11% do mercado de vouchers. Deste modo, o cálculo ajustado para a Rede seria o seguinte:

$$\delta = \beta M_1 / (\beta M_1 + M_2)$$

sendo $\beta = 11\%$

$$\delta = (11\% * 47,3\%) / ((11\% * 47,3\%) + 96,8\%) = 5,10\%$$

Em outras palavras, bastaria um raio de desvio de apenas 5,10% para que houvesse incentivos ao *foreclosure*.

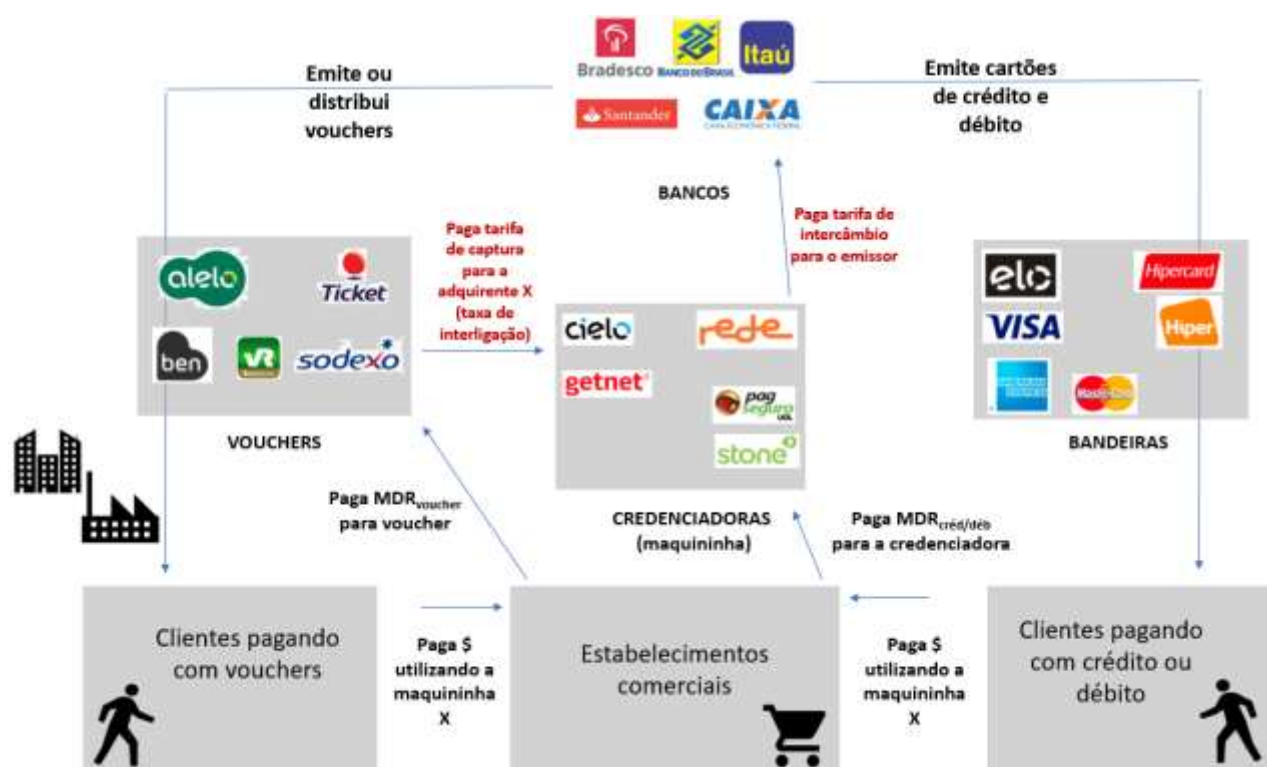


Figura 44 – Esquema de transações com cartões de *voucher* e cartões de pagamento tradicionais

Elaboração: DEE

Tomando como referência o esquema acima, em primeiro lugar, como essa indústria atua como uma plataforma de múltiplos lados, com a presença de externalidades de rede, quanto maior o número de usuários de um dos lados do mercado, maiores serão os incentivos do outro lado em aderir à esta plataforma. Então, nesse mercado, conforme aumenta o número de usuários de uma determinada bandeira de *voucher*/cartão de crédito ou débito, mais atrativa esta se torna. Essa maior atratividade, por sua vez, altera os incentivos do outro lado da plataforma – o mercado de adquirência – que passa a ter maior interesse de incluir a referida bandeira ao seu portfólio. Ao ampliar sua gama de bandeiras capturadas, a credenciadora - *full acquirer* ou VAN - também passa a se tornar mais atrativa aos estabelecimentos comerciais, que buscam reduzir seus custos relacionados às transações com essas modalidades de pagamento, ao contar com uma infraestrutura que tenha o maior número possível de bandeiras.

Em termos práticos, como a presente operação envolve uma integração vertical entre todos os elos desse sistema (bandeira de *voucher*, credenciamento e emissão), as requerentes teriam a possibilidade de manipular a estrutura de incentivos nesse mercado. Isso porque, antes de tudo, ao funcionar como um canal alternativo de distribuição, o Itaú Unibanco poderia aumentar a base de clientes da Ticket. Tal como previsto no Acordo de Investimento celebrado entre a Edenred Participações e o Itaú, com a concretização da operação, esta instituição financeira serviria como distribuidora alternativa do *voucher*, contribuindo para o incremento do portfólio de clientes da Ticket e, conseqüentemente, para o aumento da participação desta empresa no segmento de *vouchers*.

Nesse contexto, ressalta-se que o Itaú Unibanco teria incentivos para assumir esse papel, [ACESSO RESTRITO ÀS REQUERENTES]. Além disso, ao contar com 11% do capital social e votante dessa empresa de *voucher*, o aumento da participação da Ticket acabaria sendo de interesse também do próprio Itaú²⁷. Ou seja, assim como previsto neste acordo, a tendência é que a Ticket aumente sua participação no segmento de *vouchers* e se torne mais atrativa, tanto para credenciadoras, quanto para lojistas, que buscarão capturar transações com essa bandeira de vale-benefício. Adicionalmente, o Acordo do Programa de Alimentação do Trabalhador (PAT) também contribuiria para o aumento de participação da Ticket, visto que estabelece que o Itaú e determinadas Afiliadas poderão disponibilizar a seus empregados elegíveis, no que se refere aos benefícios do PAT, apenas aqueles oferecidos pela Ticket.

Um ponto também mencionado nas manifestações de terceiros é a questão da hipótese de tombamento²⁸. Essa hipótese está associada ao poder que conglomerados financeiros exerceriam sobre seus clientes, no sentido de impelir a adoção de determinados produtos.

Ademais, a mudança da estrutura de incentivos nesse mercado poderia vir também via precificação. Isso porque, dentre outras coisas, na sua decisão de escolha de equipamento de captura de transações, dentre outros fatores, o lojista leva em consideração:

- O valor do aluguel da maquininha;
- O portfólio de bandeiras de *vouchers* aceitas;
- O portfólio de bandeiras de crédito e débito aceitas;
- As condições comerciais estabelecidas para a antecipação de recebíveis;
- As taxas de desconto cobradas para *vouchers*;
- E as taxas de desconto cobradas para crédito e débito;

Assim, se um número considerável de clientes desejar realizar transações com uma determinada bandeira, seja de *voucher*, seja de cartão de débito ou crédito, o lojista irá buscar, antes de tudo, as adquirentes que ofertem o conjunto mais amplo e atrativo possível de bandeiras, como forma de maximizar as operações efetuadas em seu estabelecimento. Ademais, quando um mesmo equipamento é capaz de capturar transações com um leque mais variado de bandeiras, muitas vezes o lojista opta por efetuar as transações apenas com este, visando diminuir os custos envolvidos com o aluguel de mais de um equipamento.

Além do aluguel, outro custo ponderado pelos lojistas é o incorrido por transação efetuada. Como visto anteriormente, no segmento dos *vouchers*, o custo por transação é

²⁷ No período de vigência desse acordo, em que essa instituição financeira ofertaria e intermediaria as vendas de produtos da Ticket Serviços a potenciais novos clientes, foi acordado também que esta estaria impedida de distribuir *vouchers* de terceiros.

²⁸ Como discutido na seção 2.1, essa hipótese foi aventada na análise do Ato de Concentração nº 08700.009363/2015-10 (Itaú Unibanco S.A. e MasterCard Brasil) em referência ao poder que esses conglomerados financeiros exerceriam sobre seus clientes, no sentido de impor a sua nova bandeira no processo de troca desses cartões ou na abertura de novas contas nesses bancos.

composto, essencialmente, pela tarifa de captura e pela taxa de desconto²⁹. Enquanto a tarifa de captura é um valor fixo pago pelo *voucher* à credenciadora VAN, pelo serviço de captação das operações, a taxa de desconto representa um percentual pago do lojista ao arranjo de vale-benefício por transação realizada no estabelecimento. Como se trata de um custo para a empresa de *voucher*, a tarifa de captura está incluída no valor cobrado de taxa de desconto e, conseqüentemente, acaba tendo reflexo também no custo incorrido pelo lojista na venda de seus bens e/ou serviços.

Por outro lado, nos arranjos de pagamento tradicionais, os principais custos envolvidos são a tarifa de intercâmbio e a taxa de desconto. À diferença do sistema de *vouchers*, a taxa de desconto nesses arranjos tradicionais é paga pelo lojista ao adquirente. Ainda, enquanto a tarifa de captura é um custo incorrido pela empresa de *voucher* para a captação de suas transações, a tarifa de intercâmbio é um custo incorrido pelas adquirentes, como uma contrapartida do serviço de emissão dos cartões de débito e crédito. Por isso, pode-se dizer que a tarifa de intercâmbio compõe a taxa de desconto e, desse modo, acaba impactando o percentual pago pelo lojista nas transações efetuadas.

Tendo isso em vista, supondo a aprovação da operação sem restrições, cabe analisar como os incentivos poderiam ser moldados de forma a beneficiar ambos os lados de forma anticompetitiva. Além de alavancar a participação da Ticket, servindo como um canal alternativo de distribuição desse vale-benefício, o Itaú poderia, via precificação, gerar benefícios para que os agentes do mercado optassem por utilizar seus produtos e serviços, em detrimento daqueles ofertados por seus concorrentes. Como mencionado anteriormente, essa instituição financeira não precisaria fazer isso mediante recusa explícita de negociação, uma vez que poderia contar com subsídios cruzados para tornar seus produtos mais atrativos. Então, outra possibilidade de risco à concorrência decorrente do ato de concentração, tal como pontuado pela Global Payments em sua manifestação ao Ofício nº 5435 (SEI nº 0559357), seria justamente a possibilidade de geração de benefícios cruzados entre Ticket, Rede e Itaú Unibanco, por meio de:

- Diminuição das taxas de desconto, por meio da diminuição/isenção da tarifa de captura;
- Isenção do valor de aluguel dos equipamentos;
- Isenção da taxa de antecipação de recebíveis (estratégia concretizada recentemente);
- Taxas facilitadas na obtenção de serviços bancários.

Então, supondo que haja uma diminuição ou isenção da tarifa de captura da Rede para as operações envolvendo a Ticket, qual seria o impacto disso para os demais concorrentes? O que se observa, tal como argumenta a Global Payments, é que Ticket poderia oferecer taxas de desconto mais vantajosas aos estabelecimentos comerciais que contratassem os serviços da Rede – controlada pelo banco Itaú. Embora pareça que a Rede pudesse sair perdendo com essa estratégia, dado que não contaria mais com a receita proveniente da captura de transações com o *voucher*, isso não necessariamente ocorreria. A partir do momento que a Rede passa a proporcionar uma taxa de desconto menor para as operações realizadas com a bandeira Ticket, essa adquirente teria o potencial de

²⁹ Ou *Merchant Discount Rate* - MDR.

ampliar sua participação de mercado. Isso porque, viabilizando taxas de desconto menores, a Rede se mostraria mais vantajosa aos estabelecimentos comerciais e incentivaria a contratação de suas maquininhas para a captura de transações com o *voucher*.

Além disso, com sua maior participação de mercado, a Rede ganharia em volume de transações capturadas com outros *vouchers* e, conseqüentemente, em receitas resultantes da captura dessas operações. Esses ganhos, por seu turno, não estariam limitados às receitas auferidas com a captura de transações com outros *vouchers*, tendo em vista que poderiam ocorrer “transbordamentos” resultantes dessa estratégia de fechamento de mercado adotada pelas requerentes. Como visto acima, dado que a tendência dos lojistas é minimizar custos, a ideia é que este utilize o menor número possível de equipamentos para a captura de transações. Por isso, ao aumentar sua participação de mercado e garantir seu espaço dentro dos estabelecimentos comerciais, a Rede poderia ganhar não apenas com as taxas de captura de transações com outros *vouchers*, como também no mercado de captura de transações com cartões de débito e crédito.

Do lado da Ticket, ao ampliar sua base de clientes e, por conseguinte, sua participação de mercado, esse vale-benefício aumentaria sua receita com as taxas de desconto pagas pelos lojistas e também se beneficiaria da redução de custos incorridos na captura de transações da Ticket pela Rede.

Nesse contexto, se fosse necessário sintetizar os incentivos que as requerentes teriam em fechar esse mercado, sem, necessariamente, se recusar a negociar com seus concorrentes, tem-se:

Parte	Ganhos auferidos
Ticket	1) Aumento de participação de mercado; 2) Maior receita auferida com taxas de desconto, consequência do maior volume transacionado; 3) Redução de custos, caso o Itaú diminua ou isente a tarifa de captura das transações com Ticket, nos equipamentos da Rede.
Rede (controlada pelo Itaú Unibanco)	1) Aumento de participação de mercado; 2) Maior receita auferida com transações de vouchers e cartões de débito e crédito.
Itaú Unibanco	1) Ganha sendo controlador da Rede e tendo participação no capital social e votante da Ticket.

Tabela 17 – Incentivos das requerentes em discriminar seus concorrentes sem a recusa explícita de negociação

Elaboração: DEE

Como previsto no Art.36 da Lei 12.529 de 2011, a discriminação de preços poderia ser enquadrada como uma infração à ordem econômica:

“... discriminar adquirentes ou fornecedores de bens ou serviços por meio da fixação diferenciada de preços, ou de condições operacionais de venda ou prestação de serviços...”

Assim, caso as requerentes viessem a discriminar seus concorrentes, seria possível tratar a questão *a posteriori* como conduta. Ocorre que, assim como abordado na seção de funcionamento do mercado, a jurisprudência do Cade relacionada à indústria dos cartões de pagamento revela que práticas de discriminação anticompetitiva são recorrentes nesse setor.

A título de exemplo, em um intervalo de três anos - 2016 a 2018 - foram assinados um total de oito Termos de Compromisso de Cessação, sendo o Itaú – direta ou indiretamente - Compromissário em três deles. Além disso, mais recentemente, um novo processo de investigação contra Itaú Unibanco foi aberto no Cade, em resposta ao seu anúncio de que haveria isenção da taxa de antecipação de recebíveis³⁰ para os clientes da Rede que mantivessem seu domicílio bancário nesta instituição financeira.

Desse modo, à luz das análises apresentadas, não se descarta a tese de que a operação traga potencial lesivo à concorrência. Assim, parece oportuno considerar uma atuação mais proativa do Cade nesse segmento, explorando remédios comportamentais que atuem de forma mais eficiente na diminuição dos incentivos das incumbentes em discriminar seus concorrentes de forma anticompetitiva.

5. Comentários finais

Em atendimento ao Despacho Decisório 4/2019/GAB1/CADE (DOC SEI 0589397) do Conselheiro Relator, este parecer técnico buscou quantificar os incentivos para o fechamento de mercado derivados do ato de concentração mencionado, além de avaliar a possibilidade de aumento do exercício de poder coordenado nos mercados alvo da operação.

Com as informações disponíveis, tanto o modelo sobre análise de recusa de negociação com transbordamento quanto o modelo de aritmética vertical apontaram que é possível haver incentivos para fechamento de mercado. Além disso, não se descartou o aumento da possibilidade de exercício de poder coordenado decorrente do ato de concentração. Contudo, tais conclusões ampararam-se em um número amplo de hipóteses, tais como a proporcionalidade de taxas de desvio, e não analisaram efeitos de eficiência ou efeitos de reposicionamento dos agentes.

³⁰ Em especial quando se trata das adquirentes menores, a antecipação de recebíveis tende a ser fonte importante de receita dessas empresas. Desse modo, questiona-se o potencial que essa prática do Itaú teria em fechar o mercado para aqueles concorrentes que não tenham atuação em outros elos da cadeia, como um meio de subsidiar esse tipo de estratégia.

Por outro lado, foram também apresentados mecanismos para fechamento de mercado, os quais não dependiam de hipóteses de recusa de negociação, mas que se baseavam em outras formas de discriminação de concorrentes. Salientou-se que tais práticas de discriminação poderiam ser tratadas *a posteriori* como conduta, mas se ponderou que o histórico recente do Cade relacionado à indústria dos cartões de pagamento revela que práticas de discriminação anticompetitiva são recorrentes nesse setor.

Desse modo, à luz das análises realizadas, este DEE não dissocia o presente ato de concentração de potenciais danos à concorrência e sugere a avaliação de remédios comportamentais que possam mitigar esses potenciais efeitos nocivos. No cenário apresentado, essa atuação preventiva parece conveniente e oportuna para reforçar a capacidade de o Cade agir célere e tempestividade em caso de eventual risco ao ambiente concorrencial no setor.

Brasília, 03 de junho de 2019.

DEE

Assinado eletronicamente no DOC SEI 0622418 [versão pública]

6. Referências

- BAKER, Jonathan. Comcast/NBCU: The FCC Provides a Roadmap for Vertical Merger Analysis. *Antitrust*, Vol. 25, No. 2, Spring 2011. De acordo com https://transition.fcc.gov/osp/projects/baker_vertical_mergers.pdf, verificado em 7/5/2019.
- MORESI, Serge; SALOP, Steven C. vGUPPI: Scoring Unilateral Pricing Incentives in Vertical Mergers. *Georgetown Business, Economics and Regulatory Law Research Paper No. 12-022*. 2012. De acordo com http://scholarship.law.georgetown.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1167&context=fwps_papers. Acesso em 26 de junho de 2016.
- MORESI, S., REITMAN, D., SALOP, S., & SARAFIDIS, Y. (2011). Gauging Parallel Accommodating Conduct Concerns with the CPPI. SSRN. Acesso em 20 de Julho de 2015, disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1924516
- MORESI, S., REITMAN, D., SALOP, S., & SARAFIDIS, Y. (2015). cGUPPI: Scoring incentives to engage in Parallel Accommodating Conduct. *ssrn*, 1-32. Fonte: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2640962
- MORESI, S. X.; SALOP, S. C.; WOODBURY, J. R.. Scoring Unilateral Effects with the GUPPI : The Approach of the New Horizontal Merger Guidelines. 31 de Agosto de 2010. Acesso em 7 de Junho de 2016, disponível em CRAI: http://www.crai.com/sites/default/files/publications/Commentary-on-the-GUPPI_0.pdf
- PITTMAN, Russel. (Janeiro de 2017) Three Economist's Tools for Antitrust Analysis. *Economic Analysis Group Discussion Paper*. De acordo com <https://www.justice.gov/atr/page/file/925641/download>, verificado em 3 de maio de 2019
- SALOP, S. C.; CULLEY, Daniel P. Potential Competitive Effects of Vertical Mergers: A How-To Guide for Practitioners, 2014. Disponível em <https://ssrn.com/abstract=2522179> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2522179>, verificado em 8 de maio de 2019

7. Anexo

7.1.1. Análise de Vale-Refeição

7.1.1.1. Valores contábeis

Abaixo estão os valores contábeis das empresas analisadas:

[ACESSO RESTRITO AO CADE]

Figura A1 – Valores contábeis da Alelo em Vale-Refeição (2014/2019)

Fonte: Resposta aos ofícios Elaboração: DEE

*Custos variáveis totais incluem todos os custos variáveis e não apenas custos de vale-refeição

[ACESSO RESTRITO AO CADE]

Figura A2 – Valores contábeis da AB em Vale-Refeição (2014/2019)

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração: DEE

*Custos variáveis totais incluem todos os custos variáveis e não apenas custos de vale-refeição

[ACESSO RESTRITO AO CADE]

Figura A3 - Valores contábeis do Banrisul em Vale-Refeição (2014/2019)

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração: DEE

*Custos variáveis totais incluem todos os custos variáveis e não apenas custos de vale-refeição

[ACESSO RESTRITO AO CADE]

Figura A4 - Valores contábeis do Sodexo em Vale-Refeição (2014/2019)

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração: DEE

*Custos variáveis totais incluem todos os custos variáveis e não apenas custos de vale-refeição

[ACESSO RESTRITO À TICKET]

Figura A5 - Valores contábeis da Ticket em Vale-Refeição (2014/2019)

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração: DEE

*Custos variáveis totais incluem todos os custos variáveis e não apenas custos de vale-refeição

[ACESSO RESTRITO AO CADE]

Figura A6 - Valores contábeis da UP em Vale-Refeição (2014/2019)

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração: DEE

*Custos variáveis totais incluem todos os custos variáveis e não apenas custos de vale-refeição

[ACESSO RESTRITO AO CADE]

Figura A7 - Valores contábeis da VR em Vale-Refeição (2014/2019)

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração: DEE

*Custos variáveis totais incluem todos os custos variáveis e não apenas custos de vale-refeição

Frise-se que a empresa UP não respondeu a todas as questões do DEE, em especial no que diz respeito aos custos variáveis por tipo de voucher, motivo pelo qual não é possível fazer a análise dos seus dados contábeis, neste mercado.

7.1.1.2. Lucro

Em relação ao lucro, como não está claro quais as unidades neste mercado (quantidade transacionada), não foi possível obter o preço, como já mencionado. Assim, ao invés de apresentar a fórmula clássica do lucro unitário $[p-c/p]$, preço menos custo unitário sobre preço, será apresentada a seguinte fórmula: $(\text{Receita total} - \text{Custo total})$ para lucro, e $[(\text{Receita total} - \text{Custo total}) / \text{Receita total}]$ para análise do lucro percentual.

A partir de tal fórmula, é possível verificar, em nível, que há empresas lucrativas e outras deficitárias, conforme gráfico abaixo:

[ACESSO RESTRITO AO CADE]

Figura A8 – Lucro em Vale-Refeição (nível) (2014/2019)

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração: DEE

[ACESSO RESTRITO AO CADE]:

[ACESSO RESTRITO AO CADE]

Figura A9 – Lucro em Vale-Refeição (nível) (2014/2019) AB e Banrisul

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração: DEE

[ACESSO RESTRITO AO CADE]

Figura A10 – Lucro percentual dos agentes do setor (sem a empresa VR)

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração: DEE

[ACESSO RESTRITO AO CADE]

Figura A11 – Lucro percentual dos agentes do setor (com a empresa VR)

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração: DEE

[ACESSO RESTRITO AO CADE]

Tabela A1 – Lucro dos agentes ao longo do período em Vale-Refeição

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração: DEE

Códigos *1 ALELO; *2 AB; *3 BANRISUL; *4 SODEXO; *5 TICKET; *6 UP; *7 VR

Há agentes com lucros percentuais muito expressivos. No período, [ACESSO RESTRITO AO CADE].

A Ticket, aparentemente, [ACESSO RESTRITO AO CADE], e das [ACESSO RESTRITO À TICKET].

7.1.2. Análise de Vale-Alimentação

7.1.2.1. Valores contábeis

[ACESSO RESTRITO AO CADE]

Figura A12 – Valores contábeis da Alelo em Vale-Alimentação (2014/2019)

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração: DEE

[ACESSO RESTRITO AO CADE]

Figura A13 – Valores contábeis da AB em Vale-Alimentação (2014/2019)

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração: DEE

[ACESSO RESTRITO AO CADE]

Figura A14 – Valores contábeis do Bannisul em Vale-Alimentação (2014/2019)

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração: DEE

[ACESSO RESTRITO AO CADE]

Figura A15 – Valores contábeis da Sodexo em Vale-Alimentação (2014/2019)

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração: DEE

[ACESSO RESTRITO À TICKET]

Figura A16 – Valores contábeis da Ticket em Vale-Alimentação (2014/2019)

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração: DEE

[ACESSO RESTRITO AO CADE]

Figura A17 – Valores contábeis da UP em Vale-Alimentação (2014/2019)

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração: DEE

[ACESSO RESTRITO AO CADE]

Figura A18 – Valores contábeis da VR em Vale-Alimentação (2014/2019)

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração: DEE

7.1.2.2. Lucro

[ACESSO RESTRITO AO CADE]

Figura A19 – Lucro em Vale-Alimentação (nível) (2014/2019)

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração: DEE

[ACESSO RESTRITO AO CADE]

Figura A20 – Lucro percentual dos agentes do setor (sem a empresa VR)

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração: DEE

[ACESSO RESTRITO AO CADE]

Figura A21 – Lucro percentual dos agentes do setor (com a empresa VR)

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração: DEE

[ACESSO RESTRITO AO CADE]

Tabela A2 – Lucro dos agentes ao longo do período em Vale-Alimentação

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração: DEE
Códigos *1 ALELO; *2 AB; *3 BANRISUL; *4 SODEXO; *5 TICKET; *6 UP; *7 VR

7.1.3. Análise de Vale-Cultura

7.1.3.1. Valores contábeis

[ACESSO RESTRITO AO CADE]

Figura A22 – Valores contábeis da Alelo em Vale-Cultura (2014/2019)

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração: DEE

[ACESSO RESTRITO AO CADE]

Figura A23 – Valores contábeis do Banrisul em Vale-Cultura (2014/2019)

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração: DEE

[ACESSO RESTRITO AO CADE]

Figura A24 – Valores contábeis da Sodexo em Vale-Cultura (2014/2019)

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração: DEE

[ACESSO RESTRITO À TICKET]

Figura A25 – Valores contábeis da Ticket em Vale-Cultura (2014/2019)

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração: DEE

[ACESSO RESTRITO AO CADE]

Figura A26 – Valores contábeis da UP em Vale-Cultura (2014/2019)

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração: DEE

[ACESSO RESTRITO AO CADE]

Figura A27 – Valores contábeis da VR em Vale-Cultura (2014/2019)

Fonte: Respostas aos ofícios Elaboração: DEE