



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

SEPN 515, Conjunto D, Lote 4, Edifício Carlos Taurisano, - Bairro Asa Norte, Brasília/DF, CEP 70770-504  
Telefone: (61) 3221-8445 - www.gov.br/cade

**NOTA TÉCNICA Nº 48/2026/CGAA11/SGA1/SG/CADE**

**Processo Administrativo nº 08700.007984/2022-98**

**Representante:** Central de Serviços de Registro e Depósito aos Mercados Financeiro e de Capitais S.A. - CSD BR.

**Advogados:** Ticiano Nogueira Lima, Mateus Bernardes dos Santos e Outros.

**Representada:** B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão.

**Advogados:** Barbara Rosenberg, Marcos Expосто e Outros.

**EMENTA:** Processo Administrativo. Representante: CSD BR. Representada: B3 S.A. Mercados de serviços de (i) depósito centralizado; (ii) registro de ativos financeiros; (iii) registro de valores mobiliários e (iv) registro de seguros e operações supervisionadas pela Susep. Investigação de abuso de posição dominante mediante práticas exclusionárias, incluindo empacotamento de serviços (*bundling*), concessão de descontos condicionados, mecanismos de fidelização e restrições à interoperabilidade. Condutas aptas a produzir fechamento de mercado, elevação de custos de rivais e reforço de posição dominante. Configuração das infrações previstas no art. 36, caput, incisos I e IV, c/c §3º, incisos III, IV, X e XVIII, da Lei nº 12.529/2011. Recomendação de condenação da Representada por infração à ordem econômica, nos termos do art. 13, VIII, da Lei nº 12.529/2011.

**VERSÃO PÚBLICA**

**Integra esta Nota Técnica o seu Anexo I (SEI 1773047)**

**I. RELATÓRIO**

1. O presente Processo Administrativo tem por objeto a apuração de supostas infrações à ordem econômica praticadas pela B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão ("B3" ou "Representada") [1], relacionadas à prestação de serviços de registro de ativos financeiros supervisionados pelo Banco Central do Brasil ("BCB"), de valores mobiliários supervisionados pela Comissão de Valores Mobiliários ("CVM") e de operações supervisionadas pela Superintendência de Seguros Privados ("Susep"), bem como a serviços correlatos de infraestrutura do mercado financeiro. As condutas investigadas, caso comprovadas, podem ser enquadradas nos incisos I e IV do art. 36, c/c incisos III, IV, X e XVIII do §3º do mesmo dispositivo da Lei nº 12.529/2011.

2. Trata-se de Processo Administrativo para imposição de sanções administrativas por infrações à ordem econômica ("PA"), instaurado em 25.08.2025, por esta Superintendência-Geral (SG) do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (Cade), por meio do Despacho SG nº 14/2025[2] que acolheu a Nota Técnica nº 67/2025/CGAA11/SGA1/SG/CADE[3].

**I.1. Da Representação**

3. A investigação foi iniciada a partir de Representação apresentada pela Central de Serviços de Registro e Depósito aos Mercados Financeiro e de Capitais S.A. ("CSD BR" ou "Representante")[4], acompanhada de documentos e elementos informativos[5] que apontavam, em síntese, para a adoção, pela B3, das seguintes práticas: (i) concessão de descontos condicionados à contratação conjunta de serviços de registro e depósito de ativos, bem como de múltiplos produtos em bloco (*mixed bundling*); (ii) imposição de mecanismos de exclusividade e fidelização no registro de determinados ativos; e (iii) criação de barreiras à interoperabilidade entre infraestruturas do mercado financeiro.

4. À época da representação, a CSD BR atuava como entidade registradora, oferecendo serviços voltados ao registro de operações envolvendo instrumentos financeiros, valores mobiliários e operações supervisionadas pela Susep. Entre os ativos abrangidos por sua atuação incluem-se CDBs, RDBs, LCIs, LCAs, LHs, derivativos, *swaps* e apólices de seguros. Em dezembro de 2024, a companhia obteve autorização regulatória para atuar também como central depositária.

5. A B3, por sua vez, constitui a principal infraestrutura do mercado financeiro e de capitais brasileiro, atuando de forma verticalmente integrada nos segmentos de negociação, registro, depósito centralizado, compensação e liquidação de ativos financeiros e valores mobiliários, bem como no mercado de balcão organizado. Sua estrutura atual decorre da operação societária consumada em 22.03.2017, que resultou da fusão entre a BM&FBovespa S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros e a Cetip S.A. – Mercados Organizados.

6. Segundo a Representante[6], a política comercial adotada pela B3 estrutura-se por meio de sistema de descontos baseado em “Grupos de Serviços”, que integra atividades de registro e depósito de ativos para os quais a B3 seria a única entidade com autorização regulatória e capacidade operacional plenamente integradas. De acordo com a narrativa apresentada, tal modelo produziria efeitos de fechamento de mercado ao dificultar a atuação de entrantes em produtos específicos. A Representante também aponta a existência de práticas anticompetitivas no âmbito do Sistema de Registro de Operações (“SRO”) supervisionado pela Susep, bem como de restrições à interoperabilidade aptas a dificultar a portabilidade de registros e a mobilidade da demanda. Tais alegações serão detalhadas e examinadas ao longo da presente Nota Técnica.

## I.2. Da Fase de Procedimento Preparatório

7. Após análise preliminar das informações constantes da Representação, foi instaurado Procedimento Preparatório de Inquérito Administrativo (“PP”), em 17.11.2022, por meio do Despacho SG nº 50[7]. Na sequência, a B3 foi oficiada[8] para prestar esclarecimentos acerca dos fatos narrados, tendo apresentado manifestação tempestiva em 23.12.2022.

8. Em sua primeira manifestação[9], a Representada argumentou, em síntese, que: (i) os fatos relatados configurariam mera controvérsia privada, desprovida de repercussão concorrencial apta a justificar a atuação do Cade; (ii) a Representação não conteria elementos mínimos suficientes para embasar a continuidade da investigação; e (iii) seriam inadequadas as referências a suposto descumprimento de compromissos anteriormente celebrados perante a autoridade concorrencial[10].

9. Posteriormente, a Representante foi instada a complementar as informações inicialmente apresentadas[11], tendo juntado, em 26.01.2023[12], novos documentos e indícios relacionados às condutas investigadas. Na oportunidade, reiterou que a B3, valendo-se de sua posição dominante e da integração vertical de suas atividades, estaria adotando estratégias comerciais aptas a dificultar a atuação de concorrentes nos mercados de infraestrutura do mercado financeiro.

10. Segundo a narrativa apresentada, tais práticas incluiriam: (i) a concessão de descontos significativos — inclusive fora da tabela pública de preços — condicionados à contratação conjunta de serviços de registro e depósito, à contratação agrupada de múltiplos ativos e/ou à manutenção de volumes agregados de contratação entre diferentes produtos; e (ii) a imposição de mecanismos de exclusividade e fidelização relacionados ao registro de determinados ativos.

11. No que se refere à política de descontos, a Representante sustentou que a própria estrutura tarifária da B3 evidenciaria a adoção de estratégia de empacotamento (*bundling*), baseada em “grupos de serviços” que agregariam atividades de registro e depósito. Conforme alegado, apenas a B3 dispunha, à época, de autorização regulatória e capacidade operacional integradas para ofertar simultaneamente a totalidade dos serviços abrangidos pelos referidos grupos, além de ser a única entidade autorizada a prestar serviços de liquidação (SSS). Nesse contexto, a política comercial adotada teria potencial para elevar custos de desvio da demanda, reforçar mecanismos de *lock-in* e dificultar a contestabilidade dos mercados afetados.

12. A Representante afirmou, ainda, que tais efeitos seriam agravados pela imposição de cláusulas contratuais de exclusividade e fidelização, as quais restringiriam a contratação de serviços concorrentes por determinados clientes, especialmente em relação ao registro de certos ativos.

13. Por fim, a CSD BR alegou que as práticas investigadas não se restringiriam ao relacionamento da B3 com instituições financeiras, alcançando também o segmento de seguros. Segundo a narrativa apresentada, as condutas teriam potencial para afetar a atuação de concorrentes perante seguradoras que passaram a demandar serviços de registro em razão da Resolução CNSP nº 383/2020[13], ampliando os efeitos exclusionários decorrentes da estratégia comercial adotada pela Representada.

## I.3. Da Fase de Inquérito Administrativo

14. Tendo em vista as conclusões da Nota Técnica nº 21/2023[14], que apontou a necessidade de aprofundamento da apuração acerca das possíveis infrações à ordem econômica investigadas, foi instaurado Inquérito Administrativo em 13.03.2023, por meio do Despacho SG nº 8/2023[15]. Na mesma data, a B3 foi oficiada[16] para se manifestar sobre os fatos descritos na Nota Técnica que fundamentou a instauração do feito.

15. Em 10.04.2023, a Representada apresentou manifestação[17] contendo esclarecimentos preliminares acerca dos elementos constantes da Nota Técnica de Instauração de IA, bem como respostas aos questionamentos formulados pela SG no respectivo Ofício.

16. Em síntese, a B3 sustentou que a investigação teria sido instaurada sem suporte documental suficiente, afirmando que as condutas sob apuração decorreriam de meras alegações formuladas pela CSD BR. Segundo a Representada, os fatos narrados refletiriam interações comerciais usuais de mercado, nas quais potenciais clientes negociariam condições comerciais individualizadas, circunstância que, em sua visão, não seria apta a demonstrar a

ocorrência de ilícitos concorrenciais.

17. Aduziu, ainda, que a atuação da CSD BR ao longo da investigação estaria marcada por comportamento oportunista e pela omissão de informações relevantes, o que comprometeria a confiabilidade da narrativa apresentada e teria como objetivo induzir a autoridade concorrential a conclusões equivocadas.

18. No mérito, a B3 argumentou que sua política de precificação e suas práticas comerciais não produziram efeitos anticompetitivos nem restringiriam a atuação de concorrentes. Nesse sentido, afirmou inexistirem cláusulas de exclusividade nos contratos celebrados nos segmentos de registro de ativos financeiros, valores mobiliários e operações supervisionadas pela Susep, sustentando a improcedência das alegações formuladas pela Representante.

19. Por fim, a Representada alegou ter apresentado elementos suficientes para demonstrar que as atividades de registro de ativos financeiros e valores mobiliários, de um lado, e de registro de operações relacionadas ao mercado de seguros, de outro, possuiriam características, dinâmicas concorrenciais, estruturas regulatórias e históricos distintos, razão pela qual não deveriam ser analisadas de forma conjunta para fins concorrenciais.

20. Ao longo da instrução realizada em sede de Inquérito Administrativo, foram oficiados os órgãos reguladores dos mercados envolvidos — Banco Central do Brasil, Comissão de Valores Mobiliários e Superintendência de Seguros Privados—, bem como diversos agentes econômicos atuantes nos segmentos relacionados às práticas investigadas, incluindo: (i) clientes e potenciais contratantes dos serviços objeto da investigação; (ii) concorrentes efetivos e potenciais da B3; e (iii) as próprias partes envolvidas.

21. Os ofícios expedidos e as respectivas respostas encontram-se sintetizados no quadro abaixo.

**Quadro 1 - Ofícios enviados ao longo da instrução processual em sede de Inquérito Administrativo**

Identificação	Ofício SG nº	Oficiada	Data de Resposta	Nº SEI da Resposta
<b>Partes</b>	2523/2023 (SEI nº 1199650)	B3 (Representada)	10/03/2023	1219587
	11309/2023 (SEI nº 1322069)	B3 (Representada)	13/03/2023	1336137 e 1336138
	3291/2024 (SEI nº 1369693)	B3 (Representada)	04/04/2024	1380810
	2647/2023 (SEI nº 1202760)	CSD BR (Representante)	29/03/2023	1213531
<b>Reguladores</b>	2526/2023 (SEI nº 1199744)	Banco Central do Brasil	24/05/2023	1241546
	2611/2023 (SEI nº 1201977)	CVM	26/11/2023	1221957
	2612/2023 (SEI nº 1201982)	Susep	28/03/2023 22/07/2025	1212319 1595426
<b>Concorrentes</b>	2629/2023 (SEI nº 1202405)	CERC	10/04/2023	1219714
	2631/2023 (SEI nº 1202411)	MAPS	09/03/2023	1213534
	2633/2023 (SEI nº 1202416)	CRDC	10/03/2023	1219445
	2640/2023 (SEI nº 1202619)	CRT4	28/03/2023	1212070
	5110/2023 (SEI nº 1237465)	Nuclea	07/06/2023	1245443
	5112/2023 (SEI nº 1237469)	BBCE	19/06/2023	1248716
	5114/2023 (SEI nº 1237471)	TAG	19/05/2023	1249102
	3700/2023 (SEI nº 1219944)	Banco ABC Brasil S/A	26/04/2023	1225967
	3701/2023 (SEI nº 1219954)	SICREDI S/A	03/05/2023	1228791
	3702/2023 (SEI nº 1219963)	Banco Safra S A	26/04/2023	1226255
	3705/2023 (SEI nº 1219969)	Fator Seguradora S.A.	26/04/2023	1226410
	3706/2023 (SEI nº 1219973)	Banco Votorantim S/A	05/05/2023	1230598
	3707/2023 (SEI nº 1219982)	Banestes S.A.	26/04/2023	1226426
	3708/2023 (SEI nº 1219988)	BrasilSEG	24/06/2023	1226452
	3709/2023 (SEI nº 1219991)	Pottencial Seguradora	26/04/2023	1226528
	3710/2023 (SEI nº 1219994)	Itaú	26/04/2023	1225970

<b>Clientes</b>	1219993)			
	3711/2023 (SEI nº 1220001)	Banco do Brasil	26/04/2023	1226378
	3713/2023 (SEI nº 1220007)	BRB	26/04/2023	1226532
	3714/2023 (SEI nº 1220010)	Zurich	26/04/2023	1226243
	5130/2023 (SEI nº 1237514)	PagSeguro Internet S.A.	19/06/2023	1248829
	5131/2023 (SEI nº 1237519)	Justa Soluções Financeiras	07/06/2023	1244678
	5132/2023 (SEI nº 1237520)	Banco Fibra	12/06/2023	1246184
	5133/2023 (SEI nº 1237521)	Redfactor	07/06/2023	1245147
	5134/2023 (SEI nº 1237522)	Creditas	19/06/2023	1248477
	5135/2023 (SEI nº 1237523)	Chubb	07/06/2023	1245267
	5136/2023 (SEI nº 1237524)	Liberty	07/06/2023	1245215
	5137/2023 (SEI nº 1237526)	Tokio Marine	07/06/2023	1244611
	5138/2023 (SEI nº 1237528)	Unimed Seguros	07/06/2023	1245069
	5140/2023 (SEI nº 1237531)	Sancor Seguros	07/06/2023	1244911
	5141/2023 (SEI nº 1237533)	Atradius	01/06/2023	1241810
	5142/2023 (SEI nº 1237534)	Equatorial	07/06/2023	1245010
	5143/2023 (SEI nº 1237536)	Angelus	06/06/2023	1244081
	5144/2023 (SEI nº 1237537)	Indiana Seguros	07/06/2023	1245156
	5147/2023 (SEI nº 1237544)	Hampton Analise	07/06/2023	1244534
	5148/2023 (SEI nº 1237546)	Neo Securitizadora	06/06/2023	1244349
	5149/2023 (SEI nº 1237547)	Dfs Assessoria Financeira	19/06/2023	1248941
	5151/2023 (SEI nº 1237566)	Cambui Financas Fac Fom	05/06/2023	1243319
	5152/2023 (SEI nº 1237567)	Jpi Analise De Credito Ltda	19/06/2023	1248937
	5154/2023 (SEI nº 1237574)	Qflash Tecnologia Ltda	06/06/2023	1244086
	5156/2023 (SEI nº 1237577)	Valor Securitizadora S.A.	06/05/2023	1243994
	5157/2023 (SEI nº 1237579)	Rm Securitizadora S/A	02/06/2023	1242496
	5158/2023 (SEI nº 1237584)	Banco Mercantil	07/06/2023	1244947
	5160/2023 (SEI nº 1237589)	Banco Citibank S.A.	16/06/2023	1248020
	5162/2023 (SEI nº 1237591)	Banco Pan S.A.	19/06/2023	1248727
	5163/2023 (SEI nº 1237592)	Banco Bmg S.A.	19/06/2023	1248933
	5164/2023 (SEI nº 1237596)	Banco Sofisa S.A.	07/06/2023	1245239
	5166/2023 (SEI nº 1237598)	Banco Alfa	06/06/2023	1244364
	5169/2023 (SEI nº 1237603)	Banco Rendimento S/A	07/06/2023	1244966
5170/2023 (SEI nº 1237604)	Banco Bocom BBM S.A.	09/06/2023	1245548	
5172/2023 (SEI nº 1237617)	Dasseg Seguros S.A.	07/06/2023	1244540	
5173/2023 (SEI nº 1237620)	Suíça Seguradora S.A.	07/06/2023	1245138	

22. Os reguladores setoriais — BCB, CVM e Susep — apresentaram informações acerca da estrutura de oferta dos mercados investigados, incluindo aspectos relacionados à viabilidade de entrada de novos agentes, requisitos regulatórios, barreiras à entrada e condições concorrenciais nos segmentos afetados.
23. As empresas concorrentes oficiadas — incluindo registradoras de instrumentos financeiros, valores mobiliários e operações supervisionadas pela Susep — forneceram informações relacionadas às condições de entrada e expansão, prazos para obtenção de autorizações regulatórias, investimentos necessários em infraestrutura tecnológica, concentração dos mercados e práticas comerciais atribuídas à Representada.
24. Os clientes e contratantes dos serviços de registro, por sua vez, manifestaram-se acerca de temas como existência de cláusulas de exclusividade, mecanismos de fidelização, interoperabilidade entre infraestruturas, barreiras à migração e descontos associados à contratação conjunta de serviços e/ou à manutenção de volumes agregados de contratação junto à B3.
25. Em 21.07.2023, a Singulare Corretora apresentou pedido de ingresso no feito na condição de terceiro interessado[18], o qual foi indeferido pelos fundamentos expostos na Nota Técnica nº 66/2023[19].
26. Posteriormente, em 05.09.2023, a CSD BR apresentou manifestação complementar, sustentando que os elementos colhidos ao longo da instrução corroborariam os fatos narrados na Representação, especialmente no que se refere à extensão do poder de mercado da B3 e à ocorrência das práticas anticompetitivas investigadas.
27. Em 13 de dezembro de 2023, esta SG expediu novo Ofício[20] à B3 solicitando informações adicionais. Em resposta apresentada em 19.01.2024[21], a Representada prestou esclarecimentos sobre os pontos especificados no questionário encaminhado, reiterando a inexistência de cláusulas de exclusividade e defendendo a racionalidade econômica de sua política tarifária, a qual, segundo afirmou, estaria fundamentada em ganhos de eficiência, economias de escala e simplificação operacional.
28. Em 07 e 09.02.2024, respectivamente, CSD BR[22] e B3[23] apresentaram petições requerendo a revisão da classificação de confidencialidade atribuída às informações juntadas pela parte adversa. Em 20.02.2024, a Nota Técnica nº 10/2024[24], que promoveu o saneamento do feito, examinou os pedidos formulados e concluiu pelo deferimento parcial das solicitações, determinando que ambas as partes apresentassem novas versões públicas e versões de acesso restrito de suas manifestações e documentos. Em cumprimento à determinação, CSD BR[25] e B3[26] apresentaram novas versões ajustadas quanto ao nível de acesso das informações.
29. Em 21.03.2024, a B3 apresentou novos esclarecimentos[27], sustentando que as manifestações mais recentes da CSD BR reproduziriam alegações desacompanhadas de elementos concretos de comprovação. Reiterou, ainda, que sua tabela de preços estaria baseada em ganhos de eficiência decorrentes de alterações regulatórias e da busca pela simplificação dos mecanismos de cobrança.
30. Posteriormente, em resposta ao Ofício nº 3291/2024[28], apresentada em 29.04.2024[29], a B3 forneceu informações adicionais sobre clientes e volumes de registro de ativos, além de apresentar documentos relacionados à governança do Comitê de Produtos e Precificação (“CPP”) e aos acordos de interoperabilidade celebrados com outras Instituições Operadoras de Sistemas do Mercado Financeiro (“IOSMFs”).
31. Em 07.05.2024, a CSD BR apresentou nova petição[30] requerendo reavaliação da confidencialidade atribuída a determinadas informações ocultadas pela B3. Após análise detalhada à luz do RICade, a Nota Técnica nº 37/2024[31], de 13.05.2024, concluiu pelo indeferimento do pedido[32], mantendo a classificação de confidencialidade conferida às informações da Representada. Em manifestação posterior, apresentada em 27.06.2024, a CSD BR sustentou que a resposta da B3 evidenciaria que os indícios das condutas investigadas deixariam de ser controvertidos, remanescendo discussão apenas acerca de suas eventuais justificativas concorrenciais.
32. Em 10.12.2024, a CSD BR informou[33] ter obtido novas autorizações regulatórias, notadamente para atuação como sistema de liquidação e depositária central. Não obstante, em manifestação de 25.03.2025,[34] alegou que persistiriam entraves à interoperabilidade entre depositárias centrais, os quais seriam impostos pela B3.
33. A Representada apresentou esclarecimentos em 26.05.2025[35], contestando as alegações da CSD BR e atribuindo o impasse a divergências regulatórias relacionadas ao modelo de depositária aplicável ao setor. As alegações de ambas as partes acerca da interoperabilidade serão examinadas em maior profundidade nesta Nota Técnica.
34. Por fim, em 22.07.2025, a Susep encaminhou manifestação complementar[36] à resposta anteriormente apresentada, transcrevendo trechos de Relatório de Fiscalização conduzido ao longo de 2023 e de parte de 2024 junto à B3. Na oportunidade, a autarquia destacou a relevância de comunicar ao Cade informações detalhadas acerca do procedimento fiscalizatório instaurado em face da Representada.
35. Em manifestação subsequente, apresentada em 21.08.2025 [37], a CSD BR destacou que a fiscalização conduzida pela Susep teria identificado dois elementos centrais para a presente investigação: (i) dificuldades concretas relacionadas à portabilidade entre registradoras; e (ii) práticas negociais adotadas pela B3 potencialmente aptas a produzir efeitos exclusionários.

#### **1.4. Do Processo Administrativo**

36. Em 25.08.2025, foi proferido o Despacho SG de Instauração de Processo Administrativo nº 14/2025[38], que instaurou o presente Processo Administrativo com fundamento nos elementos constantes da Nota Técnica nº 67/2025[39]. As condutas investigadas foram enquadradas, em tese, nos incisos I e IV do art. 36, c/c incisos III, IV, X e XVIII do §3º do mesmo dispositivo da Lei nº 12.529/2011.
37. Regularmente notificada, a B3 apresentou Defesa Administrativa[40] tempestivamente em 14.11.2025, suscitando preliminares processuais e, no mérito, negando a existência de posição dominante, de condutas anticompetitivas e de efeitos anticoncorrenciais decorrentes de suas práticas comerciais. Sustentou, em síntese, que

sua atuação estaria fundamentada em racionalidades econômicas legítimas, ganhos de eficiência operacional e condicionantes regulatórias próprias dos mercados investigados.

38. No âmbito das preliminares, a Representada alegou nulidade processual por suposta violação ao contraditório e à ampla defesa, argumentando que a Superintendência-Geral teria fundamentado suas conclusões em manifestações de terceiros protegidas por sigilo, às quais a B3 não teria tido acesso integral.

39. A alegação foi examinada pela Nota Técnica nº 98/2025/CGAA11/SGA1/SG/CADE[41] e expressamente rejeitada pelo Despacho SG nº 1.593/2025[42]. Na ocasião, esta SG consignou que a Representada teve acesso a todos os fatos, argumentos e indícios que fundamentaram a instauração do Processo Administrativo, inclusive aqueles oriundos da Representante e de terceiros, tendo sido preservada apenas a identidade dos agentes econômicos e determinadas informações concorrencialmente sensíveis, nos termos da legislação aplicável. Esclareceu-se, ainda, que não houve restrição ao conhecimento dos elementos essenciais à defesa, mas apenas resguardo de informações protegidas por sigilo, de modo que a versão disponibilizada da Nota Técnica de instauração de PA se mostrava suficiente para assegurar o pleno exercício do contraditório e da ampla defesa. Ademais, foi assegurado à Representada o direito de apresentar documentos e demais elementos probatórios pertinentes até o encerramento da instrução processual.

40. No mérito, a B3 sustentou[43], em síntese, que: (i) a estrutura de precificação adotada no mercado de balcão não configuraria estratégia de empacotamento exclusionário, tendo sido implementada anteriormente à entrada de concorrentes e refletindo ganhos de escala e eficiência; (ii) inexisteriam cláusulas de exclusividade em seus contratos; (iii) as práticas observadas no segmento de seguros decorreriam de sua atuação legítima como entrante; (iv) não haveria criação de barreiras à interoperabilidade, sendo as dificuldades apontadas decorrentes de fatores regulatórios; e (v) os mercados investigados apresentariam dinâmica concorrencial efetiva, sem evidências de efeitos anticompetitivos decorrentes de suas práticas comerciais. Tais argumentos serão examinados de forma mais detida nas seções subsequentes desta Nota Técnica.

41. Em 11 de dezembro de 2025, a CERC S.A. protocolou petição[44] requerendo sua habilitação como terceira interessada no presente Processo Administrativo, na condição de concorrente direta da Representada e supostamente afetada pelas práticas investigadas.

42. Em manifestação apresentada em 13.01.2026[45], a B3 opôs-se ao pedido de habilitação da CERC, argumentando que o pleito estaria motivado por interesses privados e que sua admissão naquele estágio processual comprometeria o equilíbrio do contraditório já estabelecido nos autos.

43. Posteriormente, em 11.02.2026, a CSD BR apresentou manifestação[46] em face da Defesa Administrativa da B3, refutando os argumentos da Representada e reiterando a existência de efeitos anticompetitivos concretos nos mercados afetados.

44. Em 18.02.2026, por meio do Despacho SG nº 186/2026[47], esta Superintendência-Geral indeferiu o pedido de habilitação da CERC. A decisão, fundamentada na Nota Técnica nº 12/2026[48], concluiu pela ausência de utilidade adicional da intervenção formal como terceira interessada, considerando que os elementos probatórios fornecidos pela requerente durante a fase de Inquérito Administrativo já haviam sido integralmente incorporados à instrução.

45. Em 06.04.2026, a Representada protocolou petição[49] juntando aos autos Parecer Econômico[50] intitulado “Análise das práticas comerciais da B3 nos mercados de balcão e de registro de apólices de seguros”, elaborado pela Ecoa Consultoria Econômica. Por meio desse documento, a B3 reiterou os argumentos apresentados em sua Defesa Administrativa e buscou reforçá-los mediante análises quantitativas e exercícios econômicos.

46. Em síntese, o referido Parecer Econômico sustenta que: (i) os mercados de balcão e de seguros seriam distintos sob a ótica da demanda, o que afastaria a própria hipótese de alavancagem concorrencial; (ii) não haveria *mixed bundling* ou práticas de alavancagem anticompetitiva, sendo a política comercial da B3 fundamentada em economias de escala e escopo; (iii) os descontos progressivos adotados seriam lineares e incapazes de induzir exclusividade de fato; (iv) o mercado de balcão seria contestável, havendo entrada efetiva de concorrentes desde 2020; (v) a B3 atuaria como entrante legítima no segmento de seguros; e (vi) inexisteriam barreiras à interoperabilidade criadas pela Representada. O Parecer apresentou, ainda, exercícios de comparação de preços efetivos e testes de replicabilidade baseados na metodologia *As Efficient Competitor* (“AEC”), concluindo que os preços praticados pela B3 seriam replicáveis por concorrente igualmente eficiente.

47. Na mesma oportunidade, a Representada requereu tratamento de acesso restrito ao Parecer Econômico e reiterou seu pedido de arquivamento do Processo Administrativo. Após ser instada por esta SG[51], a B3 apresentou, em 22.04.2026, versão pública do Parecer Econômico[52].

48. Em manifestação apresentada em 30.04.2026[53], a CSD BR contestou as premissas e conclusões do referido Parecer Econômico. Segundo a Representante, o documento partiria de leituras factualmente equivocadas da instrução processual, minimizaria o núcleo das condutas investigadas, confundiria racionalidade privada da conduta com ausência de efeitos anticoncorrenciais e adotaria premissas metodológicas direcionadas à validação da posição defendida pela Representada. A CSD BR reiterou, ainda, que os elementos colhidos ao longo da investigação conduzida pela SG demonstrariam a existência de práticas exclusionárias aptas a produzir efeitos anticompetitivos nos mercados afetados, requerendo, ao final, a condenação da B3 por infração à ordem econômica e a adoção de medidas destinadas a cessar os efeitos concorrenciais identificados.

49. Em 20.05.2026, foi realizada uma diligência complementar junto à Representada e seus concorrentes nos mercados afetados. As referências dos ofícios expedidos e as respectivas respostas encontram-se sintetizadas no quadro abaixo.

## Quadro 2 - Ofícios enviados em sede de Processo Administrativo

Oficiada	Ofício SG nº	Resposta	Resposta
<b>B3 S.A.</b>	3017/2026 (SEI nº 1755654)	01/06/2026	1762666
<b>CERC S.A.</b>	3021/2026 (SEI nº 1755711)	27/05/2026	1760133
<b>CSD</b>	3022/2026 (SEI nº 1755721)	27/05/2026	1760197
<b>MAPS</b>	3023/2026 (SEI nº 1755729)	26/05/2026	1758722
<b>CRDC</b>	3024/2026 (SEI nº 1755736)	27/05/2026	1759945
<b>I4PRO</b>	3025/2026 (SEI nº 1755752)	27/05/2026	1760585
<b>CRT4</b>	3027/2026 (SEI nº 1755763)	27/05/2026	1759697
<b>BBCE</b>	3028/2026 (SEI nº 1755770)	27/05/2026	1760037
<b>CIP S.A.</b>	3029/2026 (SEI nº 1755772)	27/05/2026	1759697
<b>TAG</b>	3028/2026 (SEI nº 1755787)	26/05/2026	1759068
<b>Nuclea</b>	3034/2026 (SEI nº 1755796)	27/05/2026	1759697
<b>Laqus</b>	3035/2026 (SEI nº 1755803)	27/05/2026	1761397
<b>Bee4</b>	3036/2026 (SEI nº 1755809)	27/05/2026	1760180

Fonte: elaboração própria.

50. Em 22.05.2026, a B3 apresentou Parecer Jurídico[54] que conclui, em breve síntese, que não há elementos suficientes nestes autos para justificar a condenação da Representada. Isso porque, segundo o parecer, a Nota Técnica nº 67/2025 estaria fundada em premissas metodológicas e jurídicas equivocadas, especialmente no que se refere à definição de mercado relevante, à caracterização das condutas investigadas e à suficiência do conjunto probatório. O parecer sustenta, ainda, que as práticas investigadas decorreriam de racionalidades econômicas legítimas, compatíveis com eficiências operacionais e especificidades regulatórias dos mercados analisados, inexistindo demonstração, para além de dúvida razoável, de efeitos exclusionários aptos a justificar a imposição de sanções concorrenciais. Além disso, a B3 argumenta que parcela relevante das controvérsias envolvendo interoperabilidade possuiria natureza predominantemente regulatória e negocial privada, e não concorrencial.

## I.5. Das Novas Alegações

51. Publicado em 10.06.2026 no Diário Oficial da União (DOU), o Despacho SG Novas Alegações 14[55] encerrou a fase instrutória e intimou a Representada para apresentar novas alegações no prazo de 05 (cinco) dias úteis, nos termos do art. 73 da Lei nº 12.529/2011 c.c. art. 156 do Regimento Interno do Cade

52. Em 17.06.2026, a B3 apresentou suas Novas Alegações[56], nas quais sustenta, em síntese, que o conjunto probatório dos autos seria insuficiente para demonstrar a ocorrência de infração à ordem econômica e requer o arquivamento do Processo Administrativo. A Representada argumenta que as condutas investigadas decorreriam de racionalidades econômicas legítimas e de características históricas e regulatórias dos mercados envolvidos, reiterando que a representação apresentada pela CSD BR refletiria mera disputa comercial entre concorrentes.

53. A petição está estruturada em torno de quatro eixos principais. Em primeiro lugar, a B3 renova a preliminar de nulidade do processo por suposta violação aos princípios do contraditório e da ampla defesa, alegando que a SG teria utilizado informações obtidas no teste de mercado sem disponibilizar integralmente seu conteúdo à Representada. Em segundo lugar, reitera o argumento de que a Nota Técnica de Instauração teria adotado definição inadequada de mercado relevante ao agregar os segmentos de balcão e de registro de apólices de seguros. Em terceiro lugar, sustenta que as condutas investigadas — notadamente políticas de descontos, empacotamento de serviços, cláusulas contratuais e questões relacionadas à interoperabilidade — não atenderiam ao padrão probatório exigido para a caracterização de ilícitos unilaterais por efeitos. Em quarto lugar, defende a existência de justificativas econômicas legítimas para suas práticas comerciais.

54. Cumpre registrar, contudo, que as Novas Alegações não introduzem fatos novos relevantes capazes de alterar o quadro probatório já constante dos autos. Conforme reconhecido pela própria Representada logo na introdução do documento, as alegações apenas “repisam os argumentos já apresentados pela B3”, resumindo os desdobramentos processuais posteriores à apresentação da defesa administrativa.

55. Com efeito, os argumentos relativos à suposta nulidade processual, à definição de mercado relevante, à ausência de efeitos anticompetitivos, às justificativas econômicas das práticas investigadas já haviam sido desenvolvidos na Defesa Administrativa, no Parecer Econômico e no Parecer Jurídico apresentados pela Representada. As Novas Alegações limitam-se, em grande medida, a reiterar essas teses, sem trazer elementos probatórios inéditos ou circunstâncias supervenientes aptas a modificar as conclusões alcançadas ao longo da instrução, como se verá ao longo da presente nota técnica.

56. Dessa forma, não se identificam, nas Novas Alegações, elementos novos aptos a justificar a revisão das conclusões decorrentes do conjunto probatório produzido nos autos. As teses suscitadas pela Representada já foram amplamente debatidas durante a instrução e serão devidamente enfrentadas, juntamente com as manifestações dos demais agentes de mercado, nas seções subsequentes desta Nota Técnica, especialmente nas Seções II (Mercado relevante), III (Posição dominante e poder de mercado) e IV (Análise das condutas).

57. É o relatório.

## II. CONCLUSÕES

58. Diante de todo o exposto, conclui-se que:

a) os mercados relevantes afetados pelas condutas investigadas correspondem:

- I. Mercado nacional de serviços de depósito e custódia centralizada de ativos financeiros, incluindo, notadamente, os seguintes produtos:
  1. Instrumentos financeiros[57]: CDB, RDB, LC, LF, LCI, LCA, DI, entre outros;
  2. Valores mobiliários[58]: Ações, Debêntures, Notas Promissórias, CRI, CRA, cotas de Fundos de Investimento, derivativos listados (contratos futuros, opções, entre outros.);
- II. Mercado nacional de serviços de registro de ativos financeiros, abrangendo especialmente os seguintes segmentos:
  1. Instrumentos financeiros[59]: LC, CDB e RDB (quando não custodiados), Operações compromissadas, COE, contratos de derivativos de balcão (NDF, swaps, opções), operações de crédito estruturado, contratos de cessão de crédito, FIDC (recebíveis de lastro);
  2. Valores mobiliários[60]: Debêntures não padronizadas (DNP), derivativos de balcão sobre ações ou índices, Notas Promissórias de oferta pública, CRI e CRA (quando não custodiados);
  3. Seguros e operações supervisionadas pela Susep: Apólices de seguros, planos de previdência privada aberta, títulos de capitalização e contratos de resseguro/retrocessão.

b)a Representada B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão detém posição dominante nos mercados relevantes investigados, exercendo controle sobre infraestruturas essenciais e atuando de forma verticalizada em diferentes elos da cadeia de infraestrutura do mercado financeiro;

c)a Representada praticou, de forma sistemática e continuada, condutas anticoncorrenciais consistentes em: (a) concessão de descontos condicionados à contratação agregada de múltiplos serviços e ativos (*mixed bundling*); (b) adoção de mecanismos de fidelização e exclusividade, formais e de fato; (c) criação e reforço artificial de barreiras à entrada; (d) imposição de entraves estratégicos à interoperabilidade e à portabilidade; e (e) utilização de poder de mercado em segmentos monopolizados ou não contestáveis para reforçar sua posição em mercados potencialmente concorrenciais;

d)as condutas identificadas tiveram por objeto e produziram efeitos aptos a limitar, falsear e prejudicar a livre concorrência e a livre iniciativa, mediante fechamento de mercado, elevação artificial de custos dos rivais, aprisionamento de clientes, redução da contestabilidade e enfraquecimento da capacidade competitiva de rivais atuais e potenciais;

e)o conjunto probatório reunido na instrução demonstra que os efeitos observados não decorrem exclusivamente de características estruturais ou regulatórias dos mercados analisados, mas da adoção deliberada de arranjos contratuais, tarifários e operacionais com aptidão concreta para preservar artificialmente a posição dominante da Representada e dificultar a expansão de concorrentes;

f) as condutas apuradas configuram infração à ordem econômica, nos termos do art. 36, caput, incisos I e IV, c/c §3º, incisos III, IV, X e XVIII, da Lei nº 12.529/2011;

g)a aplicação dos critérios previstos nos arts. 37 e 45 da Lei nº 12.529/2011 conduz à recomendação de aplicação de multa correspondente a 8% (oito por cento) do faturamento bruto da Representada nos mercados relevantes afetados pelas condutas investigadas – serviços de registro e depósito centralizado de ativos financeiros, valores mobiliários e operações supervisionadas pela Susep – no exercício de 2024, resultando em montante no valor de **[ACESSO RESTRITO À B3]**. e

h)recomenda-se, ainda, a imposição dos remédios comportamentais especificados na Seção VI desta Nota Técnica, destinados a eliminar os efeitos de empacotamento e fidelização, assegurar transparência e não discriminação nas condições comerciais, viabilizar interoperabilidade efetiva e prevenir a reiteração das práticas anticoncorrenciais identificadas.

59. São essas as conclusões.

60. Encaminhe-se o caso ao Tribunal do Cade para julgamento com recomendação de condenação nos termos do art. 13, VIII, da Lei nº 12.529/2011.

---

[1] A B3 (Representada) é pessoa jurídica de direito privado, sociedade anônima de capital aberto, inscrita no CNPJ sob o nº 09.346.601/0001-25, com sede na Praça Antônio Prado, nº 48, Centro, São Paulo/SP, CEP 01010-901.

[2] SEI nº 1611382.

[3] SEI nº 1611173.

[4] A CSD BR (Representante) é pessoa jurídica de direito privado, sociedade anônima de capital fechado, inscrita no CNPJ sob o nº 33.531.371/0001-08, com sede na Avenida Presidente Juscelino Kubitschek, nº 1.726, conjunto 42, Torre E, Itaim Bibi, São Paulo/SP, CEP 04543-000.

[5] SEI nº **[ACESSO RESTRITO À B3 e CSD]**, SEI nº 1187087 e nº 1187089.

[6] SEI nº 1187087, §§ 20-37.

[7] Despacho SG Instauração PP 50 (SEI nº 1149098).

[8] Ofício 9629 (SEI nº 1149803).

[9] SEI nº 1167206, § 7.

[10] Quanto a este último item, cabe registrar que, no decorrer da instrução, o Cade atestou o cumprimento integral e tempestivo das cláusulas e medidas previstas nos acordos do TCC nº 08700.001334/2018-52.

[11] SEI nº 1180962.

[12] SEI nº 1187087.

[13] A Resolução CNSP 383/2020 tornou obrigatório o registro de apólices de seguros em entidades registradoras autorizadas, criando o mercado de registro de seguros e viabilizando a entrada de concorrentes nesse segmento, diretamente relacionadas às condutas investigadas. Disponível em:

<https://www2.susep.gov.br/safe/scripts/bnweb/bnmap.exe?router=upload/21969>. Acesso em 24.04.2026.

[14] SEI nº 1201278.

[15] SEI nº 1201927.

[16] Ofício 2523 (SEI nº 1199650).

[17] SEI nº 1219587.

[18] E-mail Singulare Corretora (HABILITAÇÃO 3ª INTERESSADA) (SEI nº 1249009).

[19] SEI nº 1262468.

[20] Ofício nº 11309 (SEI nº 1322069).

[21] SEI nº 1336137 e 1336138.

[22] SEI nº 1344618.

[23] SEI nº 1345942.

[24] SEI nº 1347607.

[25] SEI nº 1352690.

[26] SEI nº 1352711 e 1352724.

[27] SEI nº 1364096.

[28] Ofício nº 3291 (SEI nº 1369693).

[29] SEI nº 1380810.

[30] SEI nº 1384227.

[31] SEI nº 1385403.

[32] Despacho SG 512 (SEI nº 1385443)

[33] SEI nº 1486840.

[34] SEI nº 1536190.

[35] E-mail B3 (Esclarecimentos ref. manifestação) (SEI nº 1566316).

[36] Ofício ELETRÔNICO Nº 257/2025/GABIN/SUPERINTENDENTE/SUSEP (Resp. Of. 2612/2023) (SEI nº 1595426).

[37] SEI nº 1610960.

[38] SEI nº 1611382.

[39] SEI nº 1611173.

[40] Defesa Administrativa da B3 (SEI nº 1657243 e **[ACESSO RESTRITO À B3]**).

[41] Nota Técnica nº 98/2025/CGAA11/SGA1/SG/CADE (SEI nº 1661562).

[42] SEI 1661570.

[43] Defesa Administrativa da B3 (SEI nº 1657243 e **[ACESSO RESTRITO À B3]**).

[44] E-mail CERC (Habilitação 3º interessado) (SEI nº 1675575 e **[ACESSO RESTRITO AO CADE]**).

[45] E-mail B3 (Manifestação) (SEI nº 1688751 e **[ACESSO RESTRITO À B3]**).

[46] E-mail CSD BR (Manifestação) (SEI nº 1702968 e **[ACESSO RESTRITO À CSD BR]**).

[47] SEI nº 1702473.

[48] SEI nº 1702456.

[49] SEI nº 1730345 e **[ACESSO RESTRITO À B3]**).

[50] Anexo B3 (Parecer Econômico - Doc 1) (SEI nº **[ACESSO RESTRITO À B3]**).

[51] Despacho SG 457 (SEI nº 1733603), que acolheu a Nota Técnica 32/2026/CGAA11/SGA1/SG/CADE (SEI nº 1733594).

[52] Anexo B3 (Parecer Econômico) (SEI nº 1739659).

[53] Petição CSD BR (Parecer Econômico) (SEI nº 1744785).

[54] Anexo B3 - Doc. 1 (Parecer Jurídico) (1757554).

[55] SEI 1765287.

[56] SEI 1770466.

[57] Certificados de Depósito Bancário (CDB), Recibos de Depósito Bancário (RDB), Letras de Câmbio (LC), Letras Financeiras (LF), Letras de Crédito Imobiliário (LCI) e do Agronegócio (LCA), Depósitos interfinanceiros (DI) e Contas a receber vinculadas a operações financeiras.

[58] Ações de companhias abertas, Debêntures, Notas Promissórias de companhias abertas, Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) e do Agronegócio (CRA), Fundos de Investimento (cotas), BDRs (Brazilian Depositary Receipts), Derivativos listados (contratos futuros, de opções, etc).

[59] Letras de Câmbio, CDBs e RDBs quando não custodiados, Operações compromissadas, Certificados de Operações Estruturadas (COE), Contratos de derivativos de balcão (NDF, swaps, opções OTC), Operações de crédito estruturado, Contratos de cessão de crédito, FIDC - recebíveis de lastro (ativos subjacentes).

[60] Debêntures não padronizadas (DNP), Contratos de derivativos de balcão sobre ações ou índices, Notas Promissórias ofertadas publicamente, CRA e CRI (caso não custodiados).



Documento assinado eletronicamente por **Alexandre Barreto de Souza, Superintendente-Geral**, em 24/06/2026, às 14:06, conforme horário oficial de Brasília e Resolução Cade nº 11, de 02 de dezembro de 2014.



Documento assinado eletronicamente por **Felipe Neiva Mundim, Superintendente-Adjunto**, em 24/06/2026, às 14:11, conforme horário oficial de Brasília e Resolução Cade nº 11, de 02 de dezembro de 2014.



Documento assinado eletronicamente por **Carolina Helena Coelho Antunes Fontes, Coordenador-Geral**, em 24/06/2026, às 14:13, conforme horário oficial de Brasília e Resolução Cade nº 11, de 02 de dezembro de 2014.



Documento assinado eletronicamente por **Ulliana Cervigni Martinelli, Especialista em Políticas Públicas e Gestão Governamental - EPPGG**, em 24/06/2026, às 14:26, conforme horário oficial de Brasília e Resolução Cade nº 11, de 02 de dezembro de 2014.



Documento assinado eletronicamente por **Leandro Oliveira Leite, Auditor**, em 24/06/2026, às 14:31, conforme horário oficial de Brasília e Resolução Cade nº 11, de 02 de dezembro de 2014.



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site <https://sei.cade.gov.br/autentica>, informando o código verificador **1772018** e o código CRC **6E22A6AE**.