



INFORME DEL SERVICIO DE DEFENSA DE LA COMPETENCIA

N-246 BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES

Con fecha 21 de mayo de 2002, ha tenido entrada en este Ministerio de Economía notificación relativa a una operación de concentración económica consistente en la adquisición por parte de la sociedad holding de nueva creación BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES, SOCIEDAD HOLDING DE MERCADOS Y SISTEMAS FINANCIEROS, S.A. de la mayoría de capital de las sociedades que administran sistemas de registro compensación y liquidación de valores y mercados secundarios españoles y, en particular, de las siguientes sociedades:

- FC&M, SOCIEDAD RECTORA DEL MERCADO DE FUTUROS Y OPCIONES SOBRE CÍTRICOS, S.A.
- MEFF, AIAF SENAF HOLDING DE MERCADOS FINANCIEROS, S.A
- SERVICIO DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES, S.A.
- SOCIEDAD RECTORA DE LA BOLSA DE VALORES DE BARCELONA, S.A.
- SOCIEDAD RECTORA DE LA BOLSA DE VALORES DE BILBAO, S.A
- SOCIEDAD RECTORA DE LA BOLSA DE VALORES DE MADRID, S.A.
- SOCIEDAD RECTORA DE LA BOLSA DE VALORES DE VALENCIA, S.A.

Dicha notificación ha sido realizada por la sociedad adquiriente BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES, según lo establecido en el artículo 15.1 de la Ley 16/1989, de 17 de julio, de Defensa de la Competencia. A esta operación le es de aplicación lo previsto en el Real Decreto 1443/2001, de 21 de diciembre, por el que se desarrolla la Ley 16/1989 en lo referente al control de las concentraciones económicas.

El apartado 1 del artículo 15 bis de la Ley 16/1989 establece que: "El Ministro de Economía, a propuesta del Servicio de Defensa de la Competencia, remitirá al Tribunal de Defensa de la Competencia los expedientes de aquellos proyectos u operaciones de concentración notificados por los interesados que considere pueden obstaculizar el mantenimiento de una competencia efectiva en el mercado, para que aquél, previa audiencia, en su caso, de los interesados dictamine al respecto."

Asimismo, se añade: "Se entenderá que la Administración no se opone a la operación si, transcurrido un mes desde la notificación al Servicio, no se hubiera remitido al Tribunal".

En ejercicio de lo dispuesto en el artículo 6 del Real Decreto 1443/2001, el Servicio de Defensa de la Competencia requirió de la notificante con fecha 3 de junio de 2002 información de carácter necesario para la resolución del expediente. La notificante acusó recibo del requerimiento con fecha 3 de junio y remitió la información con fecha 6 de junio de 2002.



Según lo anterior, la fecha límite para remitir el expediente al Tribunal de Defensa de la Competencia es el **24 de junio de 2002** inclusive. Transcurrida dicha fecha, la operación notificada se considerará tácitamente autorizada.

I. NATURALEZA DE LA OPERACIÓN

La operación notificada consiste en la adquisición por parte de BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES, SOCIEDAD HOLDING DE MERCADOS Y SISTEMAS FINANCIEROS, S.A., de una participación mayoritaria de hasta el 100% del capital en las siguientes sociedades que administran y dirigen en España los mercados oficiales y los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores:

- FC&M, SOCIEDAD RECTORA DEL MERCADO DE FUTUROS Y OPCIONES SOBRE CÍTRICOS, S.A. (FC&M)
- MEFF, AIAF SENAF HOLDING DE MERCADOS FINANCIEROS, S.A. (MEFF-AIAF-SENAF)
- SERVICIO DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES, S.A. (SCLV)
- SOCIEDAD RECTORA DE LA BOLSA DE VALORES DE BARCELONA, S.A. (SOCIEDAD RECTORA DE LA BOLSA DE BARCELONA)
- SOCIEDAD RECTORA DE LA BOLSA DE VALORES DE BILBAO, S.A. (SOCIEDAD RECTORA DE LA BOLSA DE BILBAO)
- SOCIEDAD RECTORA DE LA BOLSA DE VALORES DE MADRID, S.A. (SOCIEDAD RECTORA DE LA BOLSA DE MADRID)
- SOCIEDAD RECTORA DE LA BOLSA DE VALORES DE VALENCIA, S.A. (SOCIEDAD RECTORA DE LA BOLSA DE VALENCIA)

A tal efecto, la sociedad holding se ha constituido con fecha 15 de febrero de 2002 y han concurrido a la constitución la práctica totalidad de los (130) accionistas de las sociedades afectadas, sociedades rectoras responsables de gestionar las estructuras de los mercados de valores en los que operan los agentes financieros (entidades de crédito, sociedades y agencias de valores y demás miembros de los mercados a los que se refiere el artículo 37 de la Ley del Mercado de Valores).

La operación se instrumentará mediante una ampliación de capital de BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES, en la que los titulares aportarán la totalidad de sus acciones en las sociedades afectadas recibiendo en canje acciones de nueva emisión de la holding. La oferta de canje está condicionada a que BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES adquiera de manera directa o indirecta, respecto de cada una de la sociedades afectadas a las que se dirige la oferta, al menos el 50,01% de su capital social. En consecuencia la sociedad holding adquirirá la titularidad y el control mayoritario del capital de las sociedades afectadas.

La realización de la operación está asimismo condicionada a la obtención de las autorizaciones administrativas que resulten pertinentes, entre ellas la de las autoridades competentes en materia de defensa de la competencia.



Hay que señalar que previamente a la constitución de la sociedad se firmó con fecha 20 de junio de 2001 el “Protocolo Mercados Españoles”, por el que los firmantes sentaron las bases para la creación de una sociedad holding que integraría a las sociedades afectadas y que posteriormente, los días 5 y 6 de febrero de 2002, se firmó el “Acuerdo para la creación de la Sociedad Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, S.A.” que establece las distintas etapas del proceso.

II. EMPRESAS PARTICÍPEES

II.1 Adquiriente:

BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES, SOCIEDAD HOLDING DE MERCADOS Y SISTEMAS FINANCIEROS, S.A. (BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES)

Se constituyó con el objeto de (i) ostentar la titularidad directa o indirecta de acciones y participaciones de sociedades que administren sistemas de registro, compensación y liquidación de valores y mercados secundarios, (ii) aunar la responsabilidad de la unidad de acción, decisión y coordinación estratégica de los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores y los mercados secundarios a que se refiere el apartado (i) anterior, desarrollando para ello las mejoras operativas, funcionales y estructurales que sean necesarias para la consecución de unos mayores niveles de eficiencia global de los mismos, y su potenciación de cara al exterior, sin perjuicio de que las entidades individuales participadas por la sociedad mantengan su identidad, su capacidad operativa, sus órganos de administración y sus equipos gerenciales y humanos.

La Ley 24/2001 de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social, de 27 de diciembre de 2001, ha introducido las modificaciones normativas¹ necesarias para habilitar la creación de BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES y la adquisición por ella del capital de todas o algunas de las Sociedades que administren sistemas de registro, compensación y liquidación de valores y mercados secundarios españoles y que, a partir de tal adquisición, corresponda a esa o esas entidades la titularidad del citado capital. El Gobierno determinará mediante Real Decreto el régimen de ofertas de adquisición de las acciones de la sociedad holding, de publicidad de participaciones accionariales y eventuales limitaciones a los derechos que atribuyan sus acciones. Corresponderá a la Comisión Nacional del Mercado de Valores autorizar los estatutos por los que se rija, sus modificaciones, el nombramiento de los miembros de su Consejo de Administración y de sus Directores Generales, y la supervisión de las citadas entidades.

II.2 Adquiridas:

- **FC&M, SOCIEDAD RECTORA DEL MERCADO DE FUTUROS Y OPCIONES SOBRE CÍTRICOS, S.A. (FC&M)**

Sociedad constituida al amparo del artículo 7º del R.D. 1814/1991, de 20 de diciembre, que regula los mercados oficiales de futuros y opciones sobre cítricos. Su objeto social consiste en

¹ Disposición Adicional decimonovena que incorpora una nueva Disposición Adicional decimoséptima en la Ley del Mercado de Valores.

regir y administrar el mercado de futuros y opciones sobre cítricos asumiendo la responsabilidad de su organización y funcionamiento interno.

- **MEFF AIAF SENAF HOLDING DE MERCADOS FINANCIEROS, S.A. (MEFF-AIAF-SENAF)**

Sociedad que ostenta principalmente la titularidad de acciones de las siguientes sociedades rectoras² de los mercados organizados de productos financieros derivados de renta fija y de renta variable, según su propia denominación indica:

- MEFF, Sociedad Rectora de Productos Financieros Derivados de Renta Fija, S.A. (MEFF Renta Fija)
- MEFF, Sociedad Rectora de Productos Financieros Derivados de Renta Variable, S.A. (MEFF Renta Variable)
- AIAF Mercado de Renta Fija, S.A. (AIAF)

Además ostenta la titularidad de Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros, Agencia de Valores, S.A. (SENAF), cuya principal actividad consiste en la recepción, transmisión y ejecución de órdenes por cuenta de terceros sobre valores negociables e instrumentos financieros referidos en el artículo 2 de la LMV, así como en la realización de determinadas actividades complementarias.

- **SERVICIO DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES, S.A. (SCLV)**

Su principal actividad consiste en llevar a cabo el registro contable de los valores admitidos a negociación en las Bolsas de Valores y representados mediante anotaciones en cuenta, así como de aquellos valores respecto de los cuales se haya solicitado o vaya a solicitarse la admisión a negociación, y gestionar en exclusiva la compensación de valores y de efectivos derivados de la negociación en las Bolsas de Valores, sin perjuicio de las competencias de las Comunidades Autónomas en esta materia. Está también facultado para participar en el capital social de entidades dedicadas a la actividad de compensación y liquidación o de llevanza del registro contable de valores.

Son también partícipes de la operación las siguientes sociedades rectoras de las Bolsas de Valores españolas, responsables de la organización de los servicios de las respectivas Bolsas³:

- **SOCIEDAD RECTORA DE LA BOLSA DE VALORES DE BARCELONA, S.A. (SOCIEDAD RECTORA DE LA BOLSA DE BARCELONA)**

² Los artículos 11 a 13 del R.D. 1814/1991, de 20 de diciembre, establecen las funciones atribuidas a las sociedades rectoras de los mercados oficiales de futuros y opciones financieros (supervisión del correcto funcionamiento de los mercados de futuros y opciones; supervisión de la documentación y de las garantías de las operaciones, y dirección, administración, registro y liquidación).

³ Las funciones atribuidas a las sociedades rectoras de las Bolsas de Valores (admisión a negociación, supervisión, vigilancia, recepción y difusión de la información, dirección y administración y consulta) se establecen en los artículos 11 a 16 del R.D. 726/1989 sobre Sociedades Rectoras y Miembros de las Bolsas de Valores, Sociedad de Bolsa y Fianza Colectiva.

- **SOCIEDAD RECTORA DE LA BOLSA DE VALORES DE BILBAO, S.A.**
(SOCIEDAD RECTORA DE LA BOLSA DE BILBAO)
- **SOCIEDAD RECTORA DE LA BOLSA DE VALORES DE MADRID, S.A.**
(SOCIEDAD RECTORA DE LA BOLSA DE MADRID)
- **SOCIEDAD RECTORA DE LA BOLSA DE VALORES DE VALENCIA, S.A.**
(SOCIEDAD RECTORA DE LA BOLSA DE VALENCIA)

Los volúmenes de negocio de las sociedades afectadas en los últimos tres ejercicios económicos, según lo dispuesto en el artículo 3 del R.D. 1443/2001, se indican a continuación y corresponden en su totalidad a operaciones efectuadas en España:

| VOLUMEN DE NEGOCIO DE LAS SOCIEDADES PARTÍCIPIES - en millones de Euros - | | | |
|--|-------|-------|-------|
| | 1999 | 2000 | 2001 |
| Sociedad Rectora Bolsa de Barcelona | 12,3 | 16,7 | 14,3 |
| Sociedad Rectora Bolsa de Bilbao | 7,8 | 10,0 | 7,8 |
| Sociedad Rectora Bolsa de Madrid | 56,6 | 79,6 | 70,4 |
| Sociedad Rectora Bolsa de Valencia | 4,5 | 5,7 | 4,9 |
| MEFF-AIAF-SENAF | - | - | 28,4 |
| MEFF Renta Fija y Renta Variable | 17,2 | 16,2 | - |
| AIAF | 3,4 | 4,2 | - |
| SENAF | 2,3 | 3,1 | - |
| FC&M | 0,1 | 0,0 | 0,0 |
| SCLV | 8,0 | 14,0 | 14,2 |
| Total | 112,2 | 149,5 | 140,0 |
| Fuente: Notificación y Memorias Anuales | | | |

III. APLICABILIDAD DE LA LEY 16/1989, DE DEFENSA DE LA COMPETENCIA

En la notificación se indica que la notificante considera que no concurren en la operación los requisitos exigidos para la sujeción al control de concentraciones previsto en la Ley de Defensa de la Competencia por los siguientes motivos:

1. La operación consiste en una reorganización y reestructuración de la propiedad previamente existente del mercado español de valores, por la que los accionistas de cada una de las sociedades procederán a canjear sus participaciones minoritarias por participaciones también minoritarias en BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES, pasando a ostentar las respectivas participaciones en las mismas sociedades de forma indirecta.
2. La creación de la sociedad holding ha sido objeto de una norma de rango legal, habiéndose introducido por la Ley 24/2001 de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social una disposición adicional en la Ley del Mercado de Valores que la habilita y precisa los requisitos y el régimen de control administrativo al que quedará sujeta la sociedad holding, que queda bajo la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

3. La modificación de la propiedad no afecta a la posición institucional y funciones de cada una de las sociedades, que están sujetas a un intenso régimen de supervisión y control administrativo.
4. Adicionalmente, la notificante considera que no se alcanzan los umbrales de notificación establecidos en el artículo 14.1 de la LDC.

Al respecto y teniendo en cuenta el R.D. 1443/2001 que desarrolla la Ley 16/1989 de Defensa de la Competencia en lo referente al control de las concentraciones y la Comunicación de la Comisión sobre el concepto de Concentración (DO C 66 de 02.03.1998) hay que señalar lo siguiente:

- La coincidencia de la identidad de los accionistas de las empresas que se integran antes y después de la operación no implica necesariamente que se mantengan las participaciones relativas en cada una de ellas. Adicionalmente, la operación supone *per se* un cambio en los mecanismos de determinación de las participaciones accionariales en algunas de las empresas que se integran.
- En segundo lugar, después de la operación BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES consolidará los estados financieros de sus participadas, de conformidad con el régimen general establecido en el Código de Comercio.
- Tras la operación, la sociedad holding adquiere todos los derechos políticos y económicos que la Ley de Sociedades Anónimas atribuye al accionista mayoritario (o único si se aportaran la totalidad de las acciones de las sociedades afectadas). Tal circunstancia le atribuye, entre otras, la capacidad de proponer y nombrar al Consejo de Administración de cada una de las sociedades afectadas, sin perjuicio de la correspondiente solicitud de autorización de dichos nombramientos a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- El objeto de la holding es “aunar la responsabilidad de la unidad de acción, decisión y coordinación estratégica de los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores y los mercados secundarios mencionados”.
- La naturaleza concentrativa se ve reforzada por la previsión de que la holding cotice en los mercados de valores en un futuro.

De todo lo anterior se desprende que la operación supone una modificación estable de la estructura de control de las partícipes y, por tanto, una operación de concentración a los efectos de la Ley de Defensa de la Competencia.

A la vista de la notificación, la operación no entra en el ámbito de aplicación del Reglamento (CEE) nº 4064/89 del Consejo, de 21 de diciembre de 1989, sobre el control de las operaciones de concentración entre empresas, modificado en última instancia por el Reglamento (CEE) nº 1310/97, puesto que no se alcanzan los umbrales previstos en los apartados 2 y 3 de su artículo 1. Por tanto, la operación carece de dimensión comunitaria.

Dado que la sociedad holding adquiere el control de cada una de las sociedades afectadas, y puesto que éstas desempeñan con carácter casi exclusivo la prestación de servicios en sus respectivos mercados, la operación supera el umbral establecido en la letra a) del apartado 1 del artículo 14 (cuota de mercado) de la Ley de Defensa de la Competencia.

IV. MERCADOS RELEVANTES

IV.1 Mercado de producto

La negociación de valores mobiliarios se estructura en España en torno a varios mercados, altamente regulados, que se diferencian en función del tipo de valor negociado, los inversores destinatarios de las operaciones y el sistema de negociación, compensación y liquidación, y en los que se realizan diversas actividades que determinan el tipo de servicio prestado por la sociedad que gestiona el mercado. Así, cabe diferenciar cuatro mercados de producto atendiendo al tipo de servicio que prestan las empresas partícipes: servicios a emisoras (mercado primario); servicios de negociación (mercado secundario); servicios de liquidación, compensación y registro; y servicios de información⁴.

Cada uno de las partícipes presta uno o varios de estos servicios de forma prácticamente exclusiva en su respectivo ámbito de actuación para tres tipos de productos financieros: valores de renta fija (pública o privada), valores de renta variable, y derivados financieros (futuros, opciones, warrants, etc.). Aunque cabría plantearse ulteriores segmentaciones de estos mercados atendiendo a las características del activo subyacente (tipo de título, plazo de negociación, naturaleza del emisor), no resulta preciso a los efectos de la presente operación.

Atendiendo a los diferentes servicios que pueden prestar las partícipes, cabe diferenciar cuatro mercados de producto:

a) Servicios a emisoras

Las sociedades, organismos e instituciones que acuden a los mercados de capitales en búsqueda de financiación realizan emisiones de valores de renta variable o renta fija. Para garantizar al inversor una liquidez en un entorno seguro solicitan la admisión de dichos valores en uno o varios mercados a los cuales acuden los inversores que desean comprar o vender tales valores. Los servicios que prestan las sociedades que rigen los mercados en cuestión en esta fase son los siguientes: admisión a negociación, exclusión y permanencia en la cotización.

b) Servicios de negociación

Una vez que el valor está admitido a negociación en un mercado organizado, el titular puede acudir al mercado a través de un intermediario financiero y ofrecer a la venta sus títulos a posibles compradores interesados (lo que constituye el mercado secundario o mercado de contratación). Los mercados organizados españoles de compra-venta de valores ofrecen diversas

⁴ Asunto comunitario en el caso EUREX (DOCE nº 231 de 11-08-2000)

plataformas⁵ en las que se realizan estas operaciones, entre las que se encuentran las Bolsas de Valores, el Mercado AIAF de Renta Fija, el Mercado de Opciones y Futuros Financieros derivados de Renta Fija, el Mercado de Opciones y Futuros Financieros derivados de Renta Variable y el Mercado de Opciones y Futuros sobre Cítricos.

La actuación de las sociedades que rigen estos mercados es administrar y garantizar el funcionamiento de las plataformas y supervisar los procesos de formación de precios y vigilancia de las operaciones. Los miembros del mercado devengan cánones por los servicios prestados a los miembros del mercado por la incorporación y permanencia en dichas plataformas de mercado y por las operaciones realizadas.

c) Servicios de liquidación, compensación y registro

La formalización de la operación contratada por el miembro del mercado requiere tres pasos: anotación del cambio de titularidad, liquidación (pago/cobro) y compensación (entrega del valor físico o en anotación contable). Estos servicios de compensación y liquidación y de administración o custodia pueden estar integrados en la propia estructura jurídica del mercado de negociación y por tanto bajo la tutela de la sociedad rectora que lo administra o en entidades independientes con estructura jurídica propia. En cualquier caso, el prestador del servicio cobrará también a sus miembros por las operaciones realizadas.

d) Servicios de información

La información juega un papel importante para dotar de transparencia y eficacia a los mercados e incumbe a la sociedad rectora, incluyendo, entre otros, servicios de información de precios/cotizaciones de los valores, publicación de anuncios de entidades emisoras sobre operaciones financieras (emisiones, pago de dividendos, canjes de valores, amortizaciones, etc.) y publicación de valores liquidativos de fondos de inversión, entre otros.

No se contemplan los servicios de supervisión de los procesos de formación de precios y de vigilancia de las operaciones así como las funciones consultivas que desempeñan las sociedades afectadas, por cuanto éstos se derivan de una función regulatoria y no del carácter de operadores económicos de los partícipes.

El mercado español presenta cierta heterogeneidad en cuanto a la separación de las actividades de negociación de las de liquidación y compensación de las operaciones en los diferentes mercados de valores señalados, debido en parte a las competencias legislativas asignadas a las Comunidades Autónomas en esta materia y a la propia Ley del Mercado de Valores que creó la estructura de los mercados.

Por tal motivo se analizan a continuación los servicios que prestan las sociedades partícipes en la operación que deben ser atribuidos a uno u otro mercado de producto en función de la tipología anteriormente definida:

⁵ No se menciona el mercado organizado de la Deuda Pública anotada en la Central de Anotaciones del Banco de España, por cuanto no forma parte de la operación.



1) Sociedades rectoras de Bolsas de Valores

Éstas tienen encomendada por ley la responsabilidad de la organización y funcionamiento interno de los mercados secundarios bursátiles en sus respectivas Bolsas. Las funciones que desempeñan se concretan en la prestación de los siguientes servicios: admisión de valores a negociación, supervisión de los procesos de formación de precios y vigilancia de las operaciones de crédito y a plazo, recepción y difusión de información, y funciones consultivas y de asesoramiento al órgano supervisor del mercado (Comisión Nacional del Mercado de Valores), además de las de dirección y administración de las Bolsas. En sus respectivos mercados (Bolsa de Valores de Barcelona, de Bilbao, de Madrid y de Valencia) se negocian principalmente valores de renta variable, pero también, aunque con carácter marginal, valores de renta fija pública y privada y, con un peso cada vez mayor, warrants.

Gestionan conjuntamente un sistema electrónico de contratación bursátil, denominado Sistema de Interconexión Bursátil (SIBE) o “mercado continuo”, que presta el servicio de negociación en estos mercados secundarios, en el que en el año 2000 se negociaron aproximadamente el 99,3% de los valores admitidos a negociación en al menos dos Bolsas de Valores. El resto se negocia en “corros”. La Sociedad de Bolsas, participada por partes iguales por las cuatro sociedades rectoras de las Bolsas de Valores, tiene encomendada la dirección y administración del citado sistema, estando sujeta a los mismos controles que aquéllas.

Hay que señalar que se trata de sociedades sometidas a una estricta regulación por la Ley del Mercado de Valores⁶. Dicha regulación establece que las sociedades rectoras pueden exigir retribución por los servicios que prestan y las tarifas están sometidas a la aprobación por el órgano regulador (CNMV). La existencia del sistema electrónico de contratación bursátil conlleva que todos los miembros de las cuatro Bolsas tengan acceso en igualdad de condiciones al mismo, por lo que las tarifas de las Sociedades Rectoras son las mismas en todas ellas y se aplicarán una sola vez, con independencia del número de Bolsas a las que se solicite la admisión o en las que estén admitidos los valores. También es uniforme el canon por operación que las Bolsas aplican por la realización de operaciones, a excepción de las operaciones sobre deuda autonómica. Asimismo las Bolsas distribuyen internamente mediante pacto entre las partes los ingresos por cánones de admisión, exclusión y permanencia en la cotización que perciben de las sociedades emisoras.

Un aspecto importante a destacar es que por imperativo legal (artículo 48 LMV) cada Bolsa de Valores puede contar con una única sociedad rectora, lo que les confiere la exclusividad de actuación sobre dicho mercado.

A ello hay que añadir que las competencias atribuidas a las Comunidades Autónomas en el artículo 54 de la LMV y el desarrollo en sus respectivos ámbitos de actuación ha asignado a las Bolsas de Valores establecidas en sus respectivas regiones competencias para realizar la liquidación de operaciones bursátiles de aquellos valores admitidos a cotización exclusivamente en cada una de ellas, tanto de renta fija como de renta variable.

⁶ en concreto el artículo 48 de la Ley y el R.D. 726/1989, de 23 de junio, establecen su régimen legal y detallan sus funciones, organización y funcionamiento



2) El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV)

Tiene como principal actividad la llevanza del registro contable de los valores admitidos a negociación en las Bolsas de Valores y representados mediante anotaciones en cuenta y de aquéllos que vayan a ser admitidos a negociación, gestionar la compensación de valores y liquidar los efectos derivados de la negociación en las Bolsas de Valores. Además realiza funciones de supervisión de la adecuada llevanza de los registros contables por parte de las entidades adheridas y de la corrección y eficiencia de los procesos de compensación y liquidación mencionados. Presta servicios a las entidades adheridas por la liquidación de las operaciones contratadas, traspasos entre cuentas y cambios de titularidad y a las entidades emisoras principalmente por inscripción y exclusión de valores anotados en cuenta y operaciones financieras.

3) MEFF-AIAF-SENAF Holding de Mercados Financieros

Integra tres mercados diferentes: los de productos financieros derivados de renta fija y de renta variable (opciones y futuros en el caso de MEFF), el de renta fija privada (AIAF) y el sistema organizado de negociación electrónica para la contratación de valores de deuda pública (SENAF), ambos dirigidos a inversores institucionales. El proceso de gestación de esta agrupación de mercados se inició en 1991 mediante la integración de los dos mercados de derivados de renta fija y renta variable gestionados por la Sociedad Rectora de Productos Financieros Derivados de Renta Fija, S.A. y la Sociedad Rectora de Productos Financieros Derivados de Renta Variable, S.A.

Posteriormente, en el ejercicio 2001, se integra también AIAF Mercado de Renta Fija Privada, S.A. Las tres sociedades tienen por objeto regir y administrar sus respectivos mercados asumiendo la responsabilidad de su organización y funcionamiento interno. Los dos primeros tienen la peculiaridad de actuar también como Cámara de Compensación de las operaciones que en ellos se realizan y de la llevanza del registro contable y operaciones de compensación y liquidación, mientras que las operaciones del mercado de renta fija privada se compensan y liquidan en la CADE⁷. Forma parte también de esta holding la Sociedad Sistema Electrónico de Negociación, Agencia de Valores, S.A. (SENAF), plataforma⁸ de negociación de valores de deuda pública cuyas operaciones se compensan y liquidan también en la CADE gestionada por el Banco de España.

En cuanto a los servicios prestados por las sociedades rectoras mencionadas integradas en MEFF-AIAF-SENAF responden a las misma tipología de los mencionados para el resto de los mercados.

⁷ La Central de Anotaciones de la Deuda del Estado (CADE) no forma parte de la operación, por cuanto se está a la espera de modificaciones en la Ley Financiera para plantear una posible integración en la holding mediante la creación una sociedad titular de las dos plataformas de compensación y liquidación de valores privados y públicos (SCLV y CADE).

⁸ La plataforma de negociación y contratación obtuvo la calificación de Sistema Organizado de Negociación Electrónica de Valores de Renta Fija (SENAF.SON), por acuerdo de Consejo de Ministros de 23 de febrero de 2001.

Hay que mencionar finalmente al MERCADO DE FUTUROS Y OPCIONES SOBRE CÍTRICOS, organizado por la sociedad FC&M, rectora que reúne las mismas características que las anteriores, si bien la actividad desarrollada hasta ahora por este mercado ha sido muy escasa.

IV.2 Mercado geográfico

Las partes operan exclusivamente en el mercado de valores o sistema de liquidación y compensación cuya administración y gestión tienen atribuida, de ámbito nacional. Cabría incluso una clasificación de ámbito regional en el caso de los mercados de valores establecidos en las Comunidades Autónomas con competencia en la materia.

En cuanto a los servicios de admisión a negociación, las emisoras españolas tienden a solicitar la primera admisión en un mercado de valores donde tiene la sede la sociedad, que por ende suele ser el que ofrece mayor liquidez a los inversores. En cualquier caso, también las emisoras extranjeras, principalmente empresas internacionales, incluidas las de valores admitidos a contratación en el Mercado de Valores Latinoamericanos⁹ (Latibex), que acuden al mercado español en busca de un segundo mercado distinto del de origen, tendrían como único interlocutor a la sociedad rectora correspondiente, por lo que el mercado geográfico es también de ámbito nacional.

El mercado de servicios de negociación/contratación se realiza en España, puesto que incluso en caso de que las órdenes de compra o venta electrónicas procedan de fuera del territorio nacional, el lugar en el que se cierra la operación y las reglas que le son aplicables son las del país de la sede del mercado.

En cuanto al mercado de difusión de información, es a primera vista también de dimensión nacional, por cuanto el contenido de la información publicada se refiere principalmente a los valores negociados en los respectivos mercados de ámbito nacional, aunque podría definirse un ámbito geográfico de dimensión transfronteriza considerando a la demanda por parte de no residentes y la posibilidad de prestar servicios de información sobre mercados de más de un país.

V. ANÁLISIS DEL MERCADO

V.1 Características y evolución

La actividad de las sociedades rectoras de los mercados de valores españoles en sus diversos ámbitos se desarrolla en el marco de la Ley del Mercado de Valores en un entorno institucional altamente regulado y bajo la estricta supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

⁹ El Mercado de Valores Latinoamericanos fue autorizado con arreglo al artículo 31 de la Ley del Mercado de Valores por Acuerdo del Consejo de Ministros de 29 de octubre de 1999 como sistema organizado de negociación de valores u otros instrumentos financieros. Es un mercado continuo en el que se negocian valores emitidos por entidades radicadas en países latinoamericanos que estén previamente admitidos a negociación en una Bolsa latinoamericana.

Dicho marco normativo creó la figura de las sociedades u órganos rectores de cada mercado, cuyos principios básicos son: régimen jurídico de sociedad anónima, reparto del capital social entre los miembros del mercado u otras sociedades rectoras y un régimen económico basado en el principio de que los gastos económicos se cubran con los ingresos obtenidos por su actividad, todo ello bajo la estricta autorización y supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y las Comunidades Autónomas con competencia en la materia. Además, cada sociedad tiene atribuidas unas funciones específicas detalladas en sus respectivos ordenamientos.

Debido a ello, aunque las funciones sean similares, se desarrollan por cada una en su ámbito específico de actuación, caracterizado en función del tipo de valores negociados, inversores destinatarios de las operaciones y sistema de negociación y contratación, por lo que no existe competencia entre las sociedades afectadas.

Esta afirmación no queda desvirtuada por el hecho de que algunas categorías de valores como el caso de los de renta fija puedan negociarse en las distintas Bolsas y en el seno de MEFF-AIAF-SENAF, puesto que hay una especialización entre ambos por inversor destinatario, siendo el primero de contratación minorista en tanto que el segundo se dirige a un público institucional. Además las Bolsas se caracterizan por ser un mercado centralizado localizado, en el que las órdenes de compra y venta se envían a un ordenador que procede a su casación, mientras que mercados como AIAF tienen un carácter deslocalizado.

Aún así, hay que señalar que los ingresos por operaciones de renta fija realizadas en las Bolsas son muy reducidos en relación con el conjunto de los ingresos derivados de la contratación de renta variable o con los obtenidos por SENAF en el ámbito de la deuda pública, como refleja el siguiente cuadro:

| INGRESOS POR OPERACIONES 2001 SOCIEDADES AFECTADAS | | | | |
|---|-----------------------|-----------------|---------------------------|----------------------|
| - en millones de Euros - | | | | |
| | Renta Variable | Warrants | Renta Fija Privada | Deuda Pública |
| S. R. Bolsa Madrid | 60,3 | 1,3 | 0,14 | 0,014 |
| S. R. Bolsa Barcelona | 7,7 | 0,09 | 0,008 | 0,014 |
| S. R. Bolsa Bilbao | 4,7 | - | 0,063 | 0,015 |
| S. R. Bolsa Valencia | 1,3 | 0,001 | 0,009 | 0,3 |
| Total Sociedades Rectoras | 74,2 | 1,39 | 0,22 | 0,34 |
| AIAF | - | - | 1,61 | - |
| SENAF | - | - | - | 3,48 |
| Fuente: Notificación | | | | |

Desde el punto de vista de la competencia en precios entre las sociedades afectadas, hay que señalar que en el ámbito de la renta variable (mercado de negociación de acciones especialmente) las cuatro Bolsas de Valores, dada la unidad de la plataforma electrónica de negociación (mercado único) que absorbe más del 99% de la contratación, han optado por unificar sus tarifas en lo que a costes de admisión y permanencia de valores a negociación se refiere, que se aplican una sola vez independientemente del número de Bolsas en que estén admitidos los valores y se redistribuyen entre las rectoras en función de un acuerdo entre ellas para

salvaguardar la eficiencia del mercado. También es uniforme el canon por operación aplicado por las Bolsas.

En el caso de las Bolsas de Valores de Barcelona, Bilbao y Valencia, el régimen de tarifas para los valores cotizados exclusivamente en su respectivo mercado está sujeto a la aprobación de las correspondientes Comunidades Autónomas con competencia en la materia.

En cualquier caso, las tarifas de las sociedades afectadas se hallan sujetas a un régimen de autorización por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, a excepción de las de SENAF por el uso del soporte tecnológico que se aprueban por su Consejo de Administración.

En cuanto a la evolución de los mercados de valores hay que señalar que desde que se inició la reforma con la Ley del Mercado de Valores en el año 1988 los mercados han sufrido una profunda reestructuración y adaptación al proceso liberalizador marcado por las directivas comunitarias para la libre circulación de capitales. Como consecuencia de ello y de los avances tecnológicos, los mercados de valores españoles han ampliado su gama de productos y de plataformas, obteniendo importantes incrementos de sus volúmenes de negociación y satisfaciendo una creciente demanda tanto de inversores residentes como no residentes.

No obstante, la multiplicidad de plataformas existentes tanto en España como en otros países europeos constituye un aspecto negativo en el entorno competitivo paneuropeo e internacional, ya que grava con costes adicionales las transacciones transfronterizas. Así lo indicó el "Informe Giovaninni", realizado por un grupo de expertos a instancias de la Comisión Europea, que estimó que se producían ineficiencias en el ámbito de la compensación y liquidación en operaciones transfronterizas derivadas de la fragmentación de la infraestructura europea, de manera que el inversor europeo debe acceder a muchos sistemas nacionales con distintas prácticas de mercado y marcos legales y fiscales lo que genera importantes diferencias de costes entre las operaciones nacionales y las transfronterizas.

Los mercados de valores españoles han incorporado las recomendaciones de la Comisión en lo que al libre acceso al mercado de participantes en otros mercados y sistemas se refiere y actualmente se encuentran en trámite parlamentario nuevas reformas legislativas del sistema financiero que, entre otras, prevén una serie de medidas y crean instrumentos encaminados a aumentar la eficiencia y a mejorar la competencia de este segmento del mercado para adaptarlo a los retos de la competencia internacional.

En este contexto se enmarca la operación notificada que integrará tanto horizontal como verticalmente a las sociedades y organismos rectores de mercados de valores, creando una estructura que mediante la unidad de acción permita afrontar retos transnacionales.

V.2 Competencia potencial

Como ya se ha señalado, los mercados de valores españoles compiten con otras plazas y mercados europeos y americanos en la captación de inversores y de emisores, siendo especialmente relevante en este entorno competitivo, especialmente tras la introducción de la moneda única, la eficiencia del mercado, liquidez y tarifas. Por ello la dispersión de los distintos

mercados españoles supone un límite para impulsar la competitividad internacional y reducir costes de transacción.

Este desafío no es ajeno a otros mercados europeos competidores y en esta línea se han dado ya otras iniciativas en mercados europeos. Entre ellas cabe destacar la reciente adquisición por Deutsche Börse del control único sobre Clearstream International, fusionando el mercado de negociación y el de liquidación y compensación, operación autorizada en primera fase por las autoridades de Alemania y el Reino Unido. También cabe señalar el proyecto EUREX, por el que se fusionaron los mercados de derivados financieros Deutsche Börse Terminmarkt y SWX Swiss Exchange, también autorizado por la Comisión Europea sin condiciones, y la integración horizontal de las Bolsas de París, Ámsterdam y Bruselas en Euronext, asociado con el mercado de futuros de Londres (LIFFE), o la iniciativa para racionalizar las plataformas de liquidación entre Euroclear y Sicovam.

Esta evolución de las plazas financieras europeas viene precedida de las iniciativas en el mercado estadounidense que ha reducido a dos sus sistemas de custodia, compensación y liquidación, tras la fusión de National Securities Corporation (NSC) y Depositary Trust Company (DTC).

V.3 Barreras a la entrada

Desde el lado de los intermediarios financieros, en principio no hay barreras de acceso a los órganos y sociedades rectoras de los mercados. Pueden ser accionistas de las sociedades partícipes las sociedades y agencias de valores y entidades de crédito españolas así como las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito que cuentan con pasaporte comunitario al amparo de la Directiva 93/22/CEE¹⁰ y las demás establecidas en el artículo 37 de la LMV, sin perjuicio de los que determinen las Comunidades Autónomas en su ámbito de actuación y siempre que cumplan con los requisitos establecidos en la Ley del Mercado de Valores y normas específicas propias del respectivo mercado.

El ya mencionado informe Giovannini puso de relieve ciertas barreras en las operaciones transfronterizas derivadas de la multiplicidad de sistemas y la necesidad de integración de las diversas plataformas.

En general, se está observando que un factor competitivo en un entorno internacional lo constituyen los ordenamientos jurídicos a que se sujetan los intermediarios financieros y los productos que negocian, de manera que es práctica habitual que los grandes intermediarios establezcan filiales en aquellos países con normativas más permisivas y ubiquen en ellas parte de su operativa, lo cual exige avanzar en el proceso liberalizador y de integración de los mercados.

¹⁰ Transpuesta al ordenamiento español a través de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, y desarrollada en el R.D. 867/2001, de 20 de julio, sobre régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión

VI. VALORACIÓN DE LA OPERACIÓN

VI.1 Posición en el mercado

La operación notificada constituye la integración en un grupo de las distintas sociedades que rigen con carácter exclusivo los mercados de valores españoles y sistemas de compensación y liquidación, cuya actividad se desempeña por tanto en régimen monopolístico.

Aunque aparentemente la actuación coordinada de las sociedades rectoras de los mercados de valores actualmente existentes en España podría sugerir un deterioro de la competencia efectiva, es preciso considerar los siguientes aspectos:

- Las sociedades y organismos que se concentran ostentan legalmente el monopolio de la gestión en los diferentes mercados en que operan.
- Si bien puede existir algún solapamiento en los productos financieros negociados en estos mercados, el ámbito de actuación de las sociedades partícipes se ciñe a la prestación de diferentes servicios que constituyen los mercados relevantes para el análisis de esta operación. Dado que cada una de las sociedades presta los servicios con carácter exclusivo en su respectivo mercado, no cabe considerar que compiten entre sí.
- Son mercados altamente regulados en los que la competencia en el ámbito nacional no responde a los parámetros habituales. La integración de las sociedades partícipes en la sociedad holding no supondrá ninguna modificación de las condiciones sustantivas de los respectivos mercados ni de su régimen de supervisión y control ni, en principio, de la separación de funciones de las sociedades implicadas.
- En cuanto a la integración vertical, relativa a la unificación de los sistemas de negociación y de liquidación y compensación, conviene indicar que la Comisión ha manifestado su posición neutral respecto a que la integración postcontratación sea horizontal o vertical, siempre y cuando no se creen barreras a la entrada en el sistema por los efectos negativos sobre las operaciones transfronterizas.

Al respecto, ya se ha señalado la libre accesibilidad de los operadores residentes y no residentes, que previsiblemente se reforzará en la futura Ley de Medidas del Reforma del Sistema Financiero, que prevé la posibilidad de dar acceso a otras plataformas extranjeras en todos nuestros mercados.

- En cuanto al posible riesgo de subvenciones cruzadas en precios entre las distintas plataformas, parece improbable en un contexto de fuerte competencia internacional y máxime teniendo en cuenta que la elección de uno u otro mercado por los operadores vendrá determinada por otros elementos, como la liquidez. Cabe entender que dado el alto grado de control que ejerce la CNMV el riesgo de ausencia de disciplina en precios es mínimo.
- En cuanto al posible control de la holding, hay que señalar que los actuales accionistas de las sociedades afectadas obtendrán en ella participaciones que, si bien son distintas de las



que tenían individualmente en cada sociedad, mantienen su carácter de minoritarios. En cualquier caso, será competencia de la autoridad supervisora regular los criterios de participación en el capital de la holding una vez ésta salga al mercado de capitales y de limitación de los derechos de voto y régimen de funcionamiento en aras de salvaguardar los intereses de los inversores y del conjunto de los agentes del mercado.

VI.2 Competencia potencial

La competencia en los mercados de valores se desenvuelve actualmente en un ámbito europeo o incluso mundial, en el que la dimensión y el tamaño de los mercados cobra especial relevancia. Por ello, la estrategia generalizada es la de concentrar los mercados y desarrollar acuerdos de cooperación transnacionales.

Esta estrategia se ha concretado en iniciativas como las ya citadas de Deutsche Börse-Clearstream International, EUREX, y EURONEXT, siendo éste el contexto en que se enmarca la operación analizada, que responde a la necesidad de crear mercados integrados de suficiente envergadura para competir a nivel internacional.

En este sentido, la notificante señala que la unidad de acción resultará en una reducción de costes, una mejora de eficiencia y un refuerzo de la capacidad de competir de las partes. Además, permitirá poner de manifiesto el valor de las sociedades afectadas y proceder a la negociación de las acciones de BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES en los mercados de capitales, lo que añadirá rigor y transparencia en la gestión exigidas a las sociedades cotizadas.

VI.3 Conclusiones

Teniendo en cuenta lo anteriormente expuesto, cabe considerar que la operación proyectada no obstaculizará el mantenimiento de la competencia efectiva en el mercado nacional analizado.

VII. PROPUESTA

En atención a todo lo anterior, se propone **no remitir** el expediente de referencia al Tribunal de Defensa de la Competencia para su informe en aplicación de lo previsto en el artículo 15 bis apartado 1 de la Ley 16/1989, de 17 de julio, de Defensa de la Competencia, por lo que conforme a lo previsto en el apartado 2 del mencionado artículo, se entenderá que la Administración no se opone a la operación de concentración notificada.