

INFORME Y PROPUESTA DE RESOLUCIÓN EXPEDIENTE C/0453/12 LSEG/LCH CLEARNET

I. ANTECEDENTES

- (1) Con fecha 6 de julio de 2012 ha tenido entrada en la Comisión Nacional de la Competencia (CNC) notificación de la operación de concentración consistente en la toma del control exclusivo de LCH.Clearnet Group Limited por London Stock Exchange Group plc.
- (2) Dicha notificación ha sido realizada por la sociedad adquirente, según lo establecido en el artículo 9 de la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia (LDC), por superar el umbral establecido en la letra a) del artículo 8.1 de la mencionada norma. A esta operación le es de aplicación lo previsto en Reglamento de Defensa de la Competencia (RDC), aprobado por el Real Decreto 261/2008, de 22 de febrero.
- (3) Con fecha 11 de julio de 2012, esta Dirección de Investigación solicitó a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) el informe previsto en el artículo 17.2.c) de la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia, en relación con el expediente de referencia. Dicho informe tuvo entrada en la CNC el 31 de julio de 2012.
- (4) Asimismo, con fecha 23 de julio de 2012, esta Dirección de Investigación solicitó al Banco de España (BDE) el informe previsto en el citado artículo 17.2.c) de la LDC. Dicho informe tuvo entrada en la CNC el 22 de agosto de 2012.
- (5) En ejercicio de lo dispuesto en el artículo 55.5 de la LDC, la Dirección de Investigación requirió de la notificante, con fecha 23 de agosto de 2012, información de carácter necesario para la resolución del expediente. La información requerida fue cumplimentada con fecha 31 de agosto de 2012.
- (6) La fecha límite para acordar iniciar la segunda fase del procedimiento es el 25 de septiembre de 2012 inclusive. Transcurrida dicha fecha, la operación notificada se considerará tácitamente autorizada.

II. NATURALEZA DE LA OPERACIÓN

- (7) La operación notificada consiste en la adquisición por London Stock Exchange Group plc ("LSEG") del control exclusivo de LCH.Clearnet Group Limited ("LCH.Clearnet").
- (8) En virtud del Acuerdo de Implementación de 9 de marzo de 2012¹, LSEG adquirirá una participación de al menos el 50% más una de las acciones ordinarias emitidas de LCH.Clearnet (con un límite máximo del 60%), así como determinados derechos de gestión que le permitirán tener una influencia decisiva sobre LCH.Clearnet. Tras

¹ Firmado por London Stock Exchange Group plc, London Stock Exchange Limited y LCH.Clearnet Group Limited.

la operación, los actuales accionistas conservarán al menos el 40% del capital social.

- (9) En cuanto a los accionistas distintos de LSEG, se aplicará un tope máximo del 10% del capital social y un tope mínimo del 5% para el ejercicio de derechos políticos.
- (10) LSEG tendrá derecho a nombrar directamente cuatro de los diecisiete Consejeros (incluyendo el Consejero Delegado) y [...] ² ³.
- (11) [...].
- (12) La operación se incluiría, por tanto, en el supuesto del artículo 7.1 b) de la LDC.

III. APLICABILIDAD DE LA LEY 15/2007 DE DEFENSA DE LA COMPETENCIA

- (13) De acuerdo con la notificante, la operación no tiene dimensión comunitaria en la medida en que no se superan los umbrales establecidos en el artículo 1 del Reglamento CE 139/2004 del Consejo, de 20 de enero de 2004, sobre el control de las concentraciones entre empresas.
- (14) Sin embargo, la notificante solicitó el 26 de marzo de 2012 que la operación fuera estudiada por la Comisión Europea por estimar que se encontraba mejor situada para su estudio, por ser los mercados afectados de carácter "pan-europeo".
- (15) De los tres Estados miembros en los que la operación era notificable, España y Portugal se mostraron favorables al análisis del caso por parte de la Comisión Europea, pero Reino Unido se manifestó en contra.
- (16) El 30 de mayo de 2012, Portugal solicitó el revóo parcial de la operación a la Comisión Europea, a lo que se sumaron España y Francia. Sin embargo, la Comisión Europea decidió que cada autoridad se encargara del estudio de los efectos de la operación en su territorio.
- (17) En consecuencia, la operación fue notificada el 6 de julio de 2012 en la CNC, al superarse el umbral establecido en el artículo 8.1 a) de la LDC.

IV. EMPRESAS PARTICIPES

IV.1 LONDON STOCK EXCHANGE GROUP PLC ("LSEG")

- (18) LSEG es una compañía con base en el Reino Unido, matriz de London Stock Exchange plc ("LSE") y Borsa Italiana S.p.A., que operan en mercados regulados, respectivamente en el Reino Unido y en Italia, para la compra-venta de acciones, derivados financieros y obligaciones a plazo fijo.

² Se insertan entre corchetes aquellas partes del informe cuyo contenido exacto ha sido declarado confidencial.

³ Según unos Principios Operativos Esenciales que forman parte del Acuerdo de Implementación y que regulan la manera en que LSEG y sus accionistas gestionarán la actividad de LCH.Clearnet en el futuro.

- (19) LSEG posee una participación mayoritaria en Turquoise Global Holdings Limited (“Turquoise”), una compañía paneuropea de compraventa de valores de renta variable y derivados financieros en mercados organizados. Además, ofrece servicios post-comerciales, principalmente en Italia a través de Monte Titoli S.p.A. y Compensazione e Garanzia S.p.A., así como servicios tecnológicos y de información. LSEG es también propietaria de FTSE International Limited, que crea y gestiona varios índices y está también presente en el negocio de software MillenniumIT.
- (20) La facturación de LSEG en el último ejercicio económico es, según la notificante:

VOLUMEN DE NEGOCIOS DE LSEG. 2011 (millones de euros)		
MUNDIAL	UE	ESPAÑA
[<2.500]	[>250]	[<60]

Fuente: Notificación

IV.2 LCH.CLEARNET GROUP LIMITED (LCH.CLEARNET)

- (21) LCH Clearnet es una cámara de compensación de operaciones internacionales de compraventa de títulos y derivados que opera como contraparte en dichas operaciones, integrada por las sociedades LCH.Clearnet Ltd y LCH.Clearnet S.A. Ambas sociedades llevan a cabo operaciones de compensación propias y ofrecen tanto operaciones de compraventa en mercados organizados como en una serie de mercados “a medida” (“OTC”) en todo el mundo, así como operaciones de compensación en una gran diversidad de tipos de activos, que incluyen títulos de renta variable, productos a plazo fijo y derivados financieros.
- (22) La propiedad de LCH.Clearnet corresponde en un [...] % a los usuarios de sus servicios de compensación y el [...] % restante está controlado por distintas plataformas de negociación.
- (23) En España, LCH Clearnet tiene suscrito un convenio con Iberclear que le permite liquidar las operaciones compensadas sobre valores admitidos a cotización en el mercado de deuda pública de anotaciones y registrados por Iberclear.
- (24) La facturación de LCH.Clearnet en el último ejercicio económico es, según la notificante:

VOLUMEN DE NEGOCIOS DE LCH.CLEARNET. 2011 (millones de euros)		
MUNDIAL	UE	ESPAÑA
[<2.500]	[>250]	[<60]

Fuente: Notificación

V. MERCADOS RELEVANTES

V.1. Mercados de producto

- (25) De acuerdo con los precedentes existentes⁴, la notificante propone como mercados separados los servicios de: títulos de renta variable; títulos de renta fija y derivados financieros.
- (26) **Valores participativos:** dentro de este grupo, la notificante distingue los siguientes segmentos:
- (i) *Servicios de admisión a cotización y compra-venta*, que incluirían el registro de títulos en los mercados de negociación⁵ y las transacciones de todos los títulos sin distinción de modos de ejecución, p. ej., tanto mercados regulados como “OTC”, o tanto instrumentos de renta variable como fija.
 - (ii) *Servicios de compensación*, que son provistos por una Central Contraparte o cámara de compensación, interpuesta entre el comprador y el vendedor para la entrega del título. La notificante considera, de acuerdo con los precedentes existentes, que el mercado relevante para los servicios de compensación de títulos de renta variable incluye todos los tipos de productos de renta variable.
 - (iii) *Servicios de liquidación*, por los que el título librado por el vendedor se entrega al comprador a cambio del precio establecido. Generalmente los títulos se depositan directamente en una Central de Depósitos nacional o, indirectamente, a través de agentes de depósito. La notificante considera, en línea con la práctica de la Comisión, que el mercado relevante en la presente operación es el mercado de depósitos primarios de todo tipo de títulos de renta variable de una nacionalidad determinada.
- (27) **Títulos de renta fija:** en línea con la práctica de la Comisión, la notificante distingue dentro de este mercado los siguientes segmentos:
- (i) *Servicios de admisión a cotización y compra-venta* de títulos: entre los que, a su vez, pueden distinguirse diversos tipos en función de los siguientes aspectos: 1.-si el punto en el que se produce la transacción es o no el mismo en el que se ha emitido el título (mercados primarios/mercados secundarios); 2.-dependiendo del entorno de ejecución (mercados OTC/ mercados regulados y sistemas multilaterales de negociación); 3.-en función de si la transacción se realiza en efectivo o en forma de “repos⁶” y 4.-según el tipo de instrumento (bonos públicos, bonos corporativos, etc.).
 - (ii) *Servicios de compensación:* la notificante considera que el mercado

⁴ Casos: M.3511 Wiener Börse et al./Budapest Stock Exchange/Budapest commodity Exchange/Keler/JV; M.5495 UniCredit/Banca IMI/Euro TLX SIM JV y el más reciente, M.6166 Deutsche Börse/NYSE Euronext.

⁵ Que incluye el cumplimiento de determinadas obligaciones legales, como la publicación de un folleto.

⁶ Operaciones de venta de activos con pacto de recompra.

relevante incluye las operaciones de compensación de todos los títulos de renta fija, sin ulterior segmentación, ya que no existe discriminación de precios entre las diferentes categorías posibles de instrumentos de renta fija. LCH.Clearnet está presente en el mercado de compensación de títulos de renta fija, mientras que LSEG no presta estos servicios en España.

- (iii) *Servicios de liquidación*, que incluyen todos los títulos a plazo fijo de una nacionalidad determinada.
- (28) **Derivados financieros:** son productos que permiten cubrir determinados riesgos inherentes a la posesión de títulos financieros (denominados “activo subyacente”). En línea con la práctica de la Comisión, existen diversos tipos de clasificación de los mercados de derivados: 1.- según su relación con el activo subyacente: de opciones (que dan derecho a la compra-venta de activos a un precio y fecha establecidos; de futuros (predeterminan el precio al que se intercambiara un activo en un fecha futura) y swaps (o permuta financiera) ; 2.- según el tipo de activo subyacente: derivados sobre tipos de interés a corto/largo plazo; sobre acciones, sobre índices, etc.; y 3.- según el tipo de mercado en el que se intercambian: (OTC/mercados organizados).

V.2. Mercado geográfico

- (29) **Valores participativos:** La notificante considera que los mercados de admisión a cotización, compraventa y compensación de valores participativos son al menos europeos, ya que los puntos de transacción y las compañías y cámaras de compensación operan sobre una base europea⁷.
- (30) En cuanto al mercado de liquidación de estos títulos, si bien las centrales nacionales de depósitos están sometidas a regulaciones normativas nacionales, pueden también proveer servicios transfronterizos.
- (31) **Títulos de renta fija:** La notificante considera que el mercado de compraventa de títulos de renta fija sería al menos europeo.
- (32) En cuanto al mercado de compensación de este tipo de títulos, la notificante señala que LCH.Clearnet actúa sobre una base paneuropea y que, si bien otras centrales de compensación trabajan con productos emitidos en una jurisdicción determinada, la competencia entre las distintas operadoras en este mercado tiene lugar a escala europea, por lo que considera que el mercado geográfico relevante en este caso sería europeo.
- (33) Respecto al mercado de liquidación de títulos de renta fija, en el caso precedente

⁷ La notificante señala que ello es así principalmente en virtud de la normativa aplicable (principalmente desde la entrada en vigor de la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID) en 2007, que ha armonizado las normativas nacionales) y de la tecnología disponible. Según la notificante, desde la entrada en vigor de la MiFID, las plataformas de negociación pueden permitir la negociación y ejecución de operaciones de cualquier valor admitido a cotización en un mercado regulado en la UE. Por lo tanto, los clientes demandan poder operar en valores participativos independientemente de dónde estén cotizados originariamente, y el mismo valor puede negociarse en diferentes plataformas de negociación.

M.5495 *Unicredit/Banca IMI/Euro TLX SIM JV*, la Comisión dejó abierta su definición geográfica, estando limitada la operación a la liquidación de títulos italianos.

- (34) Según la notificante, ninguna de las partes presta servicios de liquidación de títulos de renta fija en España, por lo que la cuestión del ámbito geográfico se deja abierta.
- (35) **Derivados financieros:** La notificante considera que el ámbito geográfico relevante es el europeo, ya que tanto los operadores como los clientes actúan con independencia de su ubicación.
- (36) No obstante, en el segmento de liquidación de estos productos cabría considerar un mercado nacional debido a los regímenes regulatorios y a la ubicación de los clientes.

VI. ANÁLISIS DE LOS MERCADOS

VI.1. Cuotas de mercado

- (37) De acuerdo con la información de la notificante, LSEG adquirirá de LCH.Clearnet una cuota aproximada del [50-70]% en el mercado de servicios de compensación de títulos de renta fija emitidos en España.
- (38) La operación no tendrá efectos horizontales en España, ya que en ninguno de los mercados de producto diferenciados se produce solapamiento de la actividad de las partes en el mercado español.
- (39) Además, la notificante señala que la operación no tendrá efectos verticales en España, y que sólo si se considerase como criterio relevante el origen del producto en cuestión, es decir, dónde está cotizado el producto (España) y no dónde se presta el servicio o la legislación que regula la operación en cuestión, la operación podría dar lugar a un muy limitado solapamiento vertical en relación con el mercado artificialmente estrecho de productos cotizados en España.
- (40) En todo caso, la notificante considera que las operaciones en todos estos mercados se llevan a cabo en un contexto paneuropeo y que todos los operadores actúan a escala al menos europea.
- (41) Por su parte, el BDE indica que la actividad de LCH.Clearnet en compensación de títulos de renta fija emitidos en España es elevada y puede calificarse como significativa si se considera a las dos entidades de contrapartida central para valores de deuda pública española que liquidan en Iberclear (MEFFRepo y LCH.Clearnet). No obstante, según el BDE la posición de las entidades españolas en LCH.Clearnet se ha reducido considerablemente en el último año (al menos en un [...]%).
- (42) El grupo resultado de la concentración controlará tres de las principales entidades de contrapartida central de renta fija en Europa (LCH.Clearnet Ltd., LCH.Clearnet S.A. y CC&G). LSEG afirma que se mantendrán las condiciones actuales con los

participantes en las plataformas [...] y en general con todos los terceros proveedores de infraestructuras con los que tiene suscritos contratos, entre ellos con [...].

VI.2. Estructura de costes

- (43) Respecto a los principales factores que determinan la estructura de costes, la notificante indica que los clientes que negocian con productos de renta fija tienen diversas alternativas para llevar a cabo la compensación: en primer lugar, optar por los distintos prestadores de servicios de compensación en Europa; en segundo lugar, como alternativa a la compensación, los clientes pueden gestionar su propio riesgo si operan directamente con su contraparte en cada operación; por último, existe la posibilidad de que los inversores en productos de renta fija patrocinen o apoyen la entrada de una nueva cámara de compensación o la expansión de una existente⁸.

VI.3 Estructura de la demanda, canales de distribución y precios

- (44) En relación con la estructura de la demanda, los principales clientes de servicios de compensación de renta fija incluyen bancos internacionales como HSBC, Barclays, BNP Paribas, Royal Bank of Scotland y Nomura.
- (45) En cuanto a los canales de distribución, según indica la notificante, el acceso a los servicios de compensación se realiza electrónicamente, requiriendo que los clientes locales, los socios que sean plataformas de negociación y los reguladores se pongan en contacto con la cámara de compensación, en relación con su alta como miembros, la estructura de su cuenta y la conexión a nuevos mercados. LCH.Clearnet tiene una red de servicio establecida entre los miembros y las plataformas de negociación con el fin de permitirles acceso a sus servicios de compensación.
- (46) En relación con la introducción de productos o servicios nuevos de renta fija compensados en España, la notificante señala que LCH.Clearnet comenzó a prestar el servicio de compensación de bonos de deuda pública española en 2010, aumentando de este modo el número de oferentes del mismo⁹. Por otra parte, la notificante indica que otros competidores han introducido diversos servicios en los últimos años¹⁰.
- (47) En lo que se refiere a los precios, las cámaras de compensación cobran a sus miembros determinadas tarifas por sus servicios que normalmente se calculan

⁸ La notificante señala que hay distintas cámaras de compensación y otras entidades que estarían en una buena posición para entrar en el mercado de los servicios de compensación de operaciones de renta fija en Europa (como [...]) o para expandir su oferta actual a plataformas y productos adicionales (como [...]).

⁹ Con anterioridad a 2102, según la notificante, los servicios de compensación estaban disponibles para las operaciones de negociación de bonos de deuda pública española sólo a través de las plataformas de MEFFRepo (anteriormente MEFFClear) y de Euroclear GC Pooling.

¹⁰ Por ejemplo, en marzo de 2007, Eurex introdujo un producto denominado "Triparty Euro GC Basket Trading" con un servicio de compensación asociado; en marzo y noviembre de 2008, introdujo determinados servicios asociados a títulos de renta variable en mercados denominados en euros; y en mayo de 2011, lanzó determinados productos de renta fija.

transacción a transacción. Además, dichos miembros pagan cargos adicionales a las cámaras de compensación, como cuotas por ser miembros que no están asociadas al número de transacciones que efectúen. Adicionalmente, las cámaras de compensación cobran cargos por el establecimiento de garantías o “collateral charges” en las operaciones. Asimismo, en función de los tipos de interés, una cámara de compensación también puede pagar intereses por las garantías al contado o los fondos para cubrir falta de pagos al contado (“cash default funds”) a sus miembros.

- (48) En los productos de renta fija, los precios de los servicios de compensación para operaciones al contado con productos de renta fija tienden a ser los mismos para cada categoría de producto, independientemente de la plataforma de negociación y de la localización geográfica del emisor. En consecuencia, según la notificante, no hay discriminación de precios a nivel de tarifas por compensación entre las distintas plataformas según el tipo de producto sujeto a compensación.
- (49) Los precios por la prestación de servicios de compensación suelen publicarse en las páginas web de las cámaras de compensación.

VI.4 Barreras a la entrada

- (50) Los principales requisitos para la prestación de servicios de compensación en renta fija en Europa son: el desarrollo de una infraestructura de gestión de riesgos adecuada, el desarrollo de sistemas tecnológicos, el enlace entre plataformas y la obtención de determinadas aprobaciones por parte de los reguladores competentes. Según la notificante, existen varios potenciales entrantes en la actualidad que disponen de la estructura de gestión de riesgos adecuada, han desarrollado sistemas tecnológicos, tienen suficiente experiencia y cuentan con las aprobaciones de los reguladores competentes en vigor¹¹.

VII. VALORACIÓN DE LA OPERACIÓN

- (51) La operación consiste en la adquisición por London Stock Exchange Group plc (“LSEG”) del control exclusivo de LCH.Clearnet Group Limited (“LCH.Clearnet”).
- (52) Los mercados afectados por la operación, todos ellos de servicios relacionados con títulos de renta variable, títulos de renta fija y derivados financieros tienen, en términos generales, dimensión europea.
- (53) En España, la operación no tendrá efectos horizontales, ya que en ninguno de los mercados de producto diferenciados se produce solapamiento de la actividad de las partes. La operación tampoco tendrá efectos verticales en España.
- (54) No es previsible que la operación notificada vaya a suponer un obstáculo a la competencia en los mercados considerados, dado el carácter paneuropeo de los mercados, la ausencia de solapamientos y la existencia de un poder compensador de la demanda y de potenciales entrantes, además del reducido volumen de

¹¹ Como potenciales entrantes, la notificante cita entre otros a la empresa [...] Vid. además la nota al pie número 7.

facturación de ambas empresas en España.

- (55) A la vista de lo anterior, y teniendo en cuenta la información aportada por la CNMV y el BDE, esta Dirección de Investigación considera que el proceso de concentración estudiado no obstaculiza el mantenimiento de una competencia efectiva en los mercados españoles afectados.

VIII. PROPUESTA

En atención a todo lo anterior y en virtud del artículo 57.1 de la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia se propone **autorizar** la concentración, en aplicación del artículo 57.2.a) de la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia.