

INFORME Y PROPUESTA DE RESOLUCIÓN

EXPEDIENTE C/1081/19 SIX / BME

I. ANTECEDENTES

- (1) Con fecha 25 de noviembre de 2019 tuvo entrada en la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia notificación de la concentración consistente en la adquisición del control exclusivo de BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES SOCIEDAD HOLDING DE MERCADOS Y SISTEMAS FINANCIEROS, S.A. (BME) por parte de SIX GROUP AG (SIX), mediante una oferta pública voluntaria de adquisición de acciones (OPA) por el 100% de las acciones.
- (2) Dicha notificación ha sido realizada por SIX conforme a lo establecido en el artículo 9 de la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia, 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 el Real Decreto 261/2008, de 22 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento de Defensa de la Competencia.
- (3) Con fecha 26 de noviembre de 2019 se realizó un requerimiento de información a la notificante para completar la información suministrada en el formulario y, de acuerdo con los artículos 37.2 b) y 55.5 de la LDC, se acordó la suspensión del plazo de resolución hasta que fuese cumplimentado ese requerimiento. Dicho requerimiento fue respondido el 19 de diciembre de 2019.
- (4) Con fechas 20 y 27 de diciembre de 2019 se remitió el formulario de notificación y la información complementaria de la notificante, respectivamente, al Banco de España, con el fin de recabar posibles observaciones a la operación de concentración, dada la condición de este Organismo como Rector del Mercado de Deuda Pública Anotada, suspendiéndose de nuevo el plazo de resolución el 21 de diciembre de 2019. Esta solicitud fue contestada por el Banco de España el 15 de enero de 2020.
- (5) Con fecha 15 de enero de 2020, se realizó un nuevo requerimiento de información a la notificante, que fue contestado con fecha 29 de enero de 2020.
- (6) La fecha límite para acordar iniciar la segunda fase del procedimiento es el 26 de febrero de 2020, inclusive. Transcurrida dicha fecha, la operación notificada se considerará tácitamente autorizada.

II. NATURALEZA DE LA OPERACIÓN

- (7) La Operación notificada consiste en la adquisición del control exclusivo de BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES SOCIEDAD HOLDING DE MERCADOS Y SISTEMAS FINANCIEROS, S.A. (BME) por parte de SIX GROUP AG (SIX).

- (8) La operación se articula mediante una Oferta Pública voluntaria de Adquisición de Acciones (OPA), por el 100% de las acciones de BME, que están admitidas a cotización en las bolsas de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia¹.
- (9) SIX solicitó autorización de la OPA ante la Comisión Nacional de los Mercados de Valores (CNMV) el pasado 18 de noviembre², conforme al artículo 17 del Real Decreto 1066/2007.
- (10) El precio ofrecido a los accionistas de BME en virtud de la OPA es de 34 euros por acción, lo que equivale a un precio de oferta agregado de aproximadamente 2.842,9 millones de euros, suponiendo que todos los accionistas de BME acepten la oferta. El precio de oferta agregado, suponiendo una tasa de aceptación del 100%, se financiará con un préstamo sindicado de 2.842,9 millones de euros. SIX señala que no tiene intención de enajenar ningún activo de BME para el pago de su oferta.
- (11) En cuanto a la lógica de la operación, de acuerdo con el borrador de folleto explicativo de la oferta que adjunta la notificante:
- BME ofrece una gama de productos, servicios y sistemas de contratación y post-contratación que será complementaria con la cartera de productos y servicios de SIX.
 - La integración fortalecería el posicionamiento conjunto de ambos actores en un mercado de rápida consolidación como el de las infraestructuras de mercados financieros globales.
 - Además, la integración proporcionaría una complementariedad geográfica natural, ya que BME tiene una fuerte presencia en la Unión Europea y América Latina, mientras que SIX tiene sede en Zúrich, el segundo centro financiero más grande de Europa después de Londres, y tiene también alcance global a través del negocio de SIX relativo a información financiera, concretamente en Norteamérica y Asia.
- (12) SIX asume, entre otros, algunos compromisos en relación con:
- la localización y operaciones de las tres infraestructuras clave del mercado (Bolsas de Valores Españolas, BME Clearing e Iberclear) y la integridad y estabilidad del mercado español, para asegurar su funcionamiento ordenado del mercado y evitar distorsiones, y
 - la preservación y el fortalecimiento de las marcas actuales de BME, así como de las actividades de negocio que BME desarrolla a día de hoy, su sede central, la localización de sus oficinas y su estrategia en España,
- en determinadas condiciones que aparecen descritas en el citado borrador de folleto.
- (13) La efectividad de la Oferta está sujeta a:

¹ Las condiciones de dicha oferta se establecen en el borrador de Folleto Explicativo de la Oferta Pública Voluntaria de Adquisición de Acciones de Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, S.A., que adjunta la notificante.

² Fue admitida a trámite el 29 de noviembre de 2019.

- (i) Una condición de aceptación mínima: la Oferta debe aceptarse por un número de acciones de BME que represente, al menos, el 50% más una de las acciones a las que va dirigida.
 - (ii) La obtención por el Oferente de la autorización (o no oposición) de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (la “CNMC”).
- (14) Adicionalmente, como señala la Sección 5.3 del Folleto de la Oferta, son necesarias otras autorizaciones regulatorias antes de la autorización de la Oferta por parte de la CNMV:
- Aprobación previa de las autoridades españolas pertinentes de conformidad con (i) el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, (ii) el Real Decreto 361/2007, de 16 de marzo, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de la participación en el capital de las sociedades que gestionan mercados secundarios de valores y sociedades que administren sistemas de registro, compensación y liquidación de valores, y (iii) el Reglamento (UE) núm. 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de julio de 2012, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones, de la adquisición de una participación de control en BME, así como del cambio de control indirecto de las Sociedades Rectoras de los Mercados regulados
 - Autorización previa de FINMA, la autoridad de supervisión de los mercados financieros suizos, al ser BME propietaria del 50% del capital de la sociedad luxemburguesa REGIS-TR, S.A.

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

- (15) De acuerdo con la información facilitada por la notificante, la operación no entra en el ámbito de aplicación del Reglamento (CE) nº 139/2004 del Consejo, de 20 de enero, sobre el control de las concentraciones entre empresas, puesto que no alcanza los umbrales establecidos en los artículos 2 y 3.
- (16) La operación notificada cumple, sin embargo, los requisitos previstos por la Ley 15/2007 para su notificación, al superarse el umbral establecido en el artículo 8.1 a) de la misma.

IV. EMPRESAS PARTICIPES

IV.1. SIX GROUP AG

- (17) SIX es una sociedad creada el 17 de diciembre de 2002 con domicilio social en Zúrich (Suiza).
- (18) Su principal actividad es operar la infraestructura de los mercados de valores de Suiza (el “Six Swiss Exchange”), incluyendo:
 - Servicios de valores y bolsa: admisión a cotización, contratación/negociación, y post-contratación relacionados con acciones, bonos, repos y derivados.

- Servicios de información financiera: comercialización de datos para la gestión de patrimonio y activos; otorgamiento de licencias sobre los índices propiedad de SIX; datos de referencia.
 - Servicios bancarios: gestión y explotación de cajeros automáticos, facturación electrónica, procesamiento de pagos interbancarios, aplicaciones móviles de pago, etc.
 - Servicios digitales y de innovación: desarrollo de nuevos servicios y sociedades FinTech.
- (19) Los principales accionistas de SIX son UBS AG (17,3% del capital social) y CREDIT SUISSE AG (14,7% del capital social), si bien ningún individuo o entidad ostenta su control. Las relaciones entre los accionistas se rigen por un contrato de accionistas, firmado el 1 de enero de 2008³. El Consejo de Administración consta de 9 miembros.
- (20) Las acciones de SIX no son valores negociables, ni cotizan en ningún sistema de negociación de valores organizado. SIX no posee ninguna acción de BME.
- (21) La actividad de SIX en el EEE está condicionada por las particularidades de la regulación financiera. Así, como señala la notificante, se le exige autorización previa para operar centros de negociación, Entidades Centrales de Contrapartida (ECCs)s, Depositarios Centrales de Valores (DCVs), y, con carácter general, para ofrecer “servicios de inversión”. El titular de una autorización en un Estado miembro está facultado para ofrecer este tipo de servicios en todo el EEE. Sin embargo, la prestación de servicios de inversión por parte de sociedades de fuera del EEE, como SIX, depende de requisitos específicos para el tipo de servicio en cuestión, como se verá más adelante.
- (22) De esta forma, SIX obtiene más del [...] de su volumen de negocios en Suiza, si bien tiene presencia en varios países europeos⁴. En todo caso, las actividades de SIX en el Espacio Económico Europeo (“EEE”) son limitadas y, en lo que se refiere a España, su presencia es marginal.
- (23) SIX ofrece en España tan sólo servicios de post-contratación para ciertos productos financieros en los siguientes ámbitos:
- SIX X-CLEAR LTD, filial íntegramente controlada por SIX que está presente en el servicio de compensación de valores negociables. Actúa como Entidad de Contrapartida Central (ECC) para compensar valores que se negocian en el mercado suizo y en otros mercados europeos, como Dinamarca, Finlandia, Noruega, Suecia, Reino Unido. Según la notificante. En 2019, SIX X-CLEAR, la filial de servicios de compensación de SIX ha compensado por primera vez transacciones relacionadas con instrumentos financieros españoles. Se trata de una actividad de mínimos en relación con el comercio extrabursátil en acciones españolas y para una sola entidad.

³ Según el mismo, los derechos de voto de los accionistas se determinan en función del número de acciones de las que son titulares, sin que ningún accionista pueda ostentar más del 20% del total de derechos de voto.

⁴ Según la notificante: Alemania, Austria, Bélgica, Bulgaria, Chequia, Chipre, Dinamarca, Eslovaquia, Eslovenia, España, Estonia, Francia, Grecia, Finlandia, Hungría, Irlanda, Italia, Liechtenstein (a efectos de EEE), Lituania, Luxemburgo, Malta, Noruega (a efectos del EEE), Países Bajos, Polonia, Portugal, Rumanía, y Suecia. También tiene presencia en Reino Unido.

- SIX SIS LTD (depositario central de valores suizo) presta servicios de liquidación secundaria y de custodia intermedia de valores negociables: SIX lleva a cabo directamente la liquidación secundaria de los valores que compensa Six X-CLEAR mediante conexión con IBERCLEAR. Además, SIX presta servicios de custodia global para clientes no españoles, principalmente a inversores suizos y, en ocasiones, tiene bajo su custodia valores negociables españoles. No obstante, estos servicios de custodia son subcontratados y efectivamente prestados por un sub-custodio [...].
- (24) SIX también vende datos de mercado y licencias de índices (*Index licensing*) a clientes españoles, relativos a su propia actividad como a la de terceros.
- (25) Según la notificante, el volumen de negocios de SIX en España en 2018, conforme al artículo 5 del Real Decreto 261/2008, fue de [...] millones de euros, apenas un [...] del total, frente a los [...] millones obtenidos en Suiza ([...] de total), o los [...] obtenidos en la UE ([...] del total):

VOLUMEN DE NEGOCIOS DE SIX en 2018 (Millones de euros)		
MUNDIAL	UE	ESPAÑA
[<2.500]	[<250]	[<60]

Fuente: Notificación

IV.2. BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES SOCIEDAD HOLDING DE MERCADOS Y SISTEMAS FINANCIEROS, S.A.

- (26) BME suministra, esencialmente, servicios de infraestructura de mercados de instrumentos financieros. Opera y gestiona los mercados regulados en España.
- (27) Como señala la notificante, el modelo de negocio de BME es un modelo de “integración vertical” de toda la cadena de valor del mercado de valores español desde la admisión a la cotización, la contratación de cualquier instrumento financiero cotizado hasta su compensación y efectiva liquidación y custodia. Además, a través de BME Market Data y BME Inntech, BME genera y comercializa información proveniente de los diferentes Mercados Regulados y Sistemas Multilaterales de Negociación del Grupo BME.
- (28) Su actividad se organiza en 7 unidades de negocio:
- Renta variable: se ocupa de la gestión de los mercados secundarios oficiales (Bolsas de Valores de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia, que están plenamente integradas y operan como mercado único), el Mercado de Valores Latinoamericano (Latibex) y el Mercado Alternativo Bursátil⁵ (MAB).
 - Renta fija: Mercado de Renta Fija Pública y Privada (AIAF); Mercado Alternativo de Renta Fija⁶ (MARF) y el Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros⁷ (SENAF).

⁵ Creado en 2006 para pymes y otros emisores que precisan de una alternativa a los mercados regulados.

⁶ Para renta fija de pequeñas y medianas empresas.

⁷ Dedicado a deuda pública española y deuda corporativa avalada por el Estado.

- Opciones y futuros: se trata del Mercado Español de Futuros y Opciones Financieros (MEFF).
 - Compensación (Clearing), a través de BME Clearing (actúa como Entidad de Contrapartida Central o ECC).
 - Liquidación y Registro, a través de Iberclear, el Depositario Central de Valores – DCV-, que lleva los registros contables de los valores emitidos en España, la liquidación de operaciones, y los servicios técnicos asociados); y de Regist-TR para el registro de operaciones con derivados.
 - Generación y comercialización de datos de mercado y otorgamiento de licencias de uso de índices (a través de BME Market Data); y servicios para dar cumplimiento a las obligaciones de reporte derivadas de la legislación financiera (a través de BME Regulatory Services).
 - Servicios de valor añadido (portal de información sobre mercados financieros y prestación de soluciones tecnológicas y de innovación a través de BME Inntech⁸).
- (29) BME cotiza en bolsa desde el año 2006. El principal accionista es CORPORACIÓN FINANCIERA ALBA, S.A. (12,1% del capital social). Ninguna persona física o jurídica tiene control conjunto o exclusivo sobre BME.
- (30) Según la notificante, el volumen de negocios de BME en España en 2018, conforme al artículo 5 del Real Decreto 261/2008, fue de [...] millones de euros, un [...] del total:

VOLUMEN DE NEGOCIOS DE BME en 2018 (Millones de euros)		
MUNDIAL	UE	ESPAÑA
[<2.500]	[>250]	[>60]

Fuente: Notificación

V. MERCADOS RELEVANTES

- (31) Como señala la notificante, las Partes son esencialmente proveedores de servicios de infraestructura de mercados financieros que, si bien, operan dentro de los mismos segmentos de producto, presentan una muy diferente orientación geográfica. El grueso de su actividad se centra en sus ámbitos geográficos de origen. Como se ha indicado, SIX obtiene más del [...] de su volumen de negocios en Suiza. Por su parte, más del [...] del volumen de negocio de BME se genera en España.

V.1. Marco regulatorio

- (32) Los proveedores de servicios de infraestructura de mercados financieros están sujetos a un estricto marco regulatorio europeo y nacional que afecta a los mercados en distintos niveles de la cadena de valor, y que busca mitigar los efectos de red e introducir competencia entre diferentes suministradores.

⁸ Bajo la marca comercial "Infobolsa". Entre las soluciones tecnológicas y de innovación, destacan la asesoría financiera, gestión de carteras, y outsourcing de la infraestructura SWIFT para conectar a los operadores el mercado con entidades bancarias españolas y extranjeras.

- (33) El marco regulatorio viene delimitado, principalmente por la Ley del Mercado de Valores (LMV)⁹, las Directivas Europeas sobre Mercados de Instrumentos Financieros (MIFID¹⁰ y MIFID II¹¹), y los Reglamentos UE EMIR¹², MIFIR¹³ y CSDR¹⁴
- (34) La LMV exige la autorización previa para operar centros de negociación, ECCs, DCVs, y, con carácter general, para ofrecer “servicios de inversión”, que abarcan, por ejemplo, la ejecución de operaciones en nombre de clientes y operar Sistemas Multilaterales de Negociación (SMNs.) El titular de una autorización en un Estado miembro está facultado para ofrecer este tipo de servicios en todo el EEE.
- (35) Sin embargo, la prestación de servicios de inversión por parte de sociedades de fuera del EEE, como SIX, depende de requisitos específicos para el tipo de servicio previsto. En algunos casos, es necesario obtener autorizaciones en cada uno de los Estados del EEE. En otros, se requiere que la Comisión Europea haya considerado que las empresas en cuestión están sujetas a un marco regulatorio “equivalente” a MiFID II en su mercado doméstico. Este es el caso, como señala la notificante, para la mayoría de las actividades transfronterizas desempeñadas por SIX en la actualidad.
- (36) La autoridad supervisora responsable nacional es la Comisión Nacional del Mercado de Valores. La CNMV debe aprobar la normativa interna que regula los

⁹ Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (la “LMV”): esta ley establece el marco regulatorio básico en España y transpone las directivas europeas al ordenamiento jurídico nacional.

¹⁰ MIFID: transforma el mercado europeo de instrumentos financieros y abre los mercados nacionales a la competencia transfronteriza. Desde la adopción de la Directiva 2004/39/EC de 21 de abril 2004 sobre mercados de instrumentos financieros (“MiFID”), la competencia entre los diferentes centros de negociación y entre otros proveedores de servicios se ha incrementado de forma significativa, incluso a nivel transfronterizo. MIFID buscaba mercados financieros más transparentes y liberalizar los mercados de valores abriendo el acceso a otras entidades distintas de las bolsas tradicionales, como los sistemas multilaterales de negociación (SMN). Con anterioridad a MiFID, varios Estados miembros impusieron la llamada “regla de la concentración”, por la cual las transacciones solo podían ser ejecutadas en el mismo mercado regulado del Estado miembro en el que el valor cotizaba. El propósito de esta regla era garantizar la liquidez de los mercados regulados y su rol en la formación transparente de precios. Sin embargo, MiFID abolió esta regla y abrió el mercado a la competencia por parte de otros mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación y otros centros de negociación alternativos. Cambió la dinámica de los mercados de de infraestructuras de valores, su innovación y costes

¹¹ La Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros, MiFID II, desarrolla y reemplaza a MiFID. Entre otros, introduce una nueva modalidad de centro de negociación, los SOC, principalmente para renta fija y derivados. También pretende establecer reglas de juego uniformes para los centros de negociación que desempeñan roles similares. En España se traspuso a través del Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia del mercado de valores.

¹² Reglamento (UE) núm. 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de julio de 2012, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones (“EMIR”): se adoptó como consecuencia de la crisis financiera y sus principales objetivos fueron hacer la negociación de los derivados OTC más transparente, incluyendo la compensación obligatoria a través de ECC para determinados derivados. También incluye normas comunes para ECCs. EMIR también establece la regulación de una nueva infraestructura para derivados: los registros de operaciones (“trade repositories”), así como de la obligación de reportar operaciones sobre derivados a estos registros.

¹³ Reglamento (UE) núm. 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros (“MIFIR”): complementa a MiFIDII. Se consideró que un reglamento era más apropiado que una directiva para áreas en las que se requiere un elevado nivel de armonización, tales como ciertos requisitos de transparencia y normas relacionadas con ECC y centros de negociación.

MIFIR prevé que la ejecución de operaciones relativas a acciones admitidas a cotización en un mercado regulado o negociadas en un centro de negociación deberá realizarse en un mercado regulado, SMN o internalizador sistemático. Ello es así a menos que las operaciones en cuestión (i) sean no-sistemáticas, ad-hoc, irregulares e infrecuentes, o (ii) se lleven a cabo entre contrapartes elegibles y/o profesionales y no contribuyan al proceso de formación de precios. Esto garantiza un amplio margen para la competencia entre diferentes centros de negociación a la hora de ejecutar transacciones.

¹⁴ Reglamento (UE) núm. 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio de 2014, sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores (“CSDR”): la falta de uniformidad en las normas sobre liquidación y DCVs se identificó como un riesgo sistémico que provocaba la fragmentación del mercado. El objetivo de CSDR es abordar estas deficiencias y aumentar la liquidación transfronteriza.

mercados regulados, ECCs y DCVs. El marco regulatorio contempla un régimen de supervisión, que incluye poderes de investigación y de sanción¹⁵.

- (37) Los mercados regulados, las ECCs y los DCVs deben garantizar el acceso a terceros en términos objetivos, transparentes y no discriminatorios (incluyendo los precios), que deben hacerse públicos.
- (38) Los centros de negociación están obligados a dar acceso a terceros a ciertos datos pre- y post-contratación, de forma separada de otros servicios y en condiciones razonables y no discriminatorias.

V.2. Mercados de servicios de infraestructura de mercados financieros

- (39) De acuerdo con los precedentes de la CNMC¹⁶ y de la Comisión Europea¹⁷, la definición de los mercados de productos financieros puede analizarse atendiendo a la naturaleza del producto (el tipo de instrumento financiero) y la fase de la cadena de valor. La Comisión se basa en la estructura matricial de los mercados de infraestructuras financieras, pero se centra en los diferentes tipos de activos o instrumentos financieros.
- (40) Los servicios complementarios que ofrecen los proveedores de infraestructuras de mercados pueden obtenerse de un único proveedor o combinarse y obtenerse de diferentes suministradores. De esta forma, aunque el análisis se estructure en torno a instrumentos financieros, el segundo eje de la matriz, la cadena de valor, ha de considerarse para tener en cuenta los posibles efectos de la operación en la compra individualizada de servicios complementarios o de paquetes de servicios (servicios integrados). Es decir, la afectación a la competencia en relación con un instrumento financiero pasa por analizar el posible impacto en los servicios o paquetes de servicios proporcionados en la cadena de valor de dicho instrumento, desde una perspectiva horizontal y vertical.
- (41) A continuación, se definen los mercados de producto y geográficos relevantes a efectos de la presente operación.

a. Instrumentos financieros

- (42) Los instrumentos financieros que se contratan en las infraestructuras de las Partes pueden dividirse en tres categorías:
 - i. Valores negociables: son valores transmisibles emitidos por un emisor y vendidos y entregados contra pago en efectivo. Se contratan tanto en mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación o sistemas organizados de contratación, como al margen de los mercados u *over-the-counter* ("OTC"). Los

¹⁵ Entre los que se encuentran inspecciones domiciliarias, órdenes de cesación de conductas incompatibles con el marco regulatorio y órdenes de adoptar medidas internas para garantizar el cumplimiento normativo. Además, las sanciones que pueden llegar a imponerse en caso de infracción de la normativa pueden ser elevadas. Las infracciones muy graves pueden dar lugar a multas que, en ciertos casos, pueden alcanzar hasta el 5% de los fondos propios de la compañía o el 10% de su cifra de negocio anual. Otras sanciones previstas incluyen la revocación de la autorización para operar en el mercado, y, en su caso, sanciones individuales a directivos de la compañía.

¹⁶ C/0453/12 LSEG/LCH CLEARNET. Distingue entre renta variable, renta fija, y derivados financieros.

¹⁷ M.3511 Wiener Börse et al/Budapest Stock Exchange/ Budapest Commodity Exchange/KELER/JV; M6166 Deutsche Börse/NYSE Euronext; M 7995 Deutsche Börse/London Stock Exchange Group.

valores negociables se dividen, a su vez, en dos grandes categorías: (i) títulos de renta variable¹⁸ y (ii) títulos de renta fija¹⁹.

- ii. Contratos de recompra u operaciones de venta de activos con pacto de recompra (“repos”): son contratos entre dos partes que estipulan la venta y la recompra de un activo específico (generalmente bonos) en una fecha futura. Los repos tienen por lo general plazos de vencimiento cortos (son comunes los repos a un día). Los repos son contratos bilaterales que se negocian generalmente (pero no en exclusiva) en mercados OTC.

Según la notificante, SIX no ofrece ningún servicio en relación con los repos, por lo que no se analiza el efecto de la operación en ninguno de los mercados configurados por las fases de la cadena de valor de este tipo de instrumentos

- iii. Derivados: los derivados son instrumentos financieros diseñados para transferir el riesgo económico entre las partes contratantes²⁰. Ello permite a ambas partes protegerse frente al riesgo de fluctuaciones de precios. Así, el precio de un derivado depende de los cambios que se produzcan en el valor del activo subyacente²¹. Los denominados *Exchange Traded Derivatives* (“ETD”) son derivados negociados en mercados regulados que se liquidan generalmente en efectivo. Dichos derivados son contratos estandarizados, creados por un determinado centro de negociación. Por el contrario, los derivados OTC se negocian al margen de los mercados regulados, ya sea bilateralmente, o en Sistemas Organizados de Contratación.

b. Cadena de valor

- (43) En cuanto a la cadena de valor de los servicios ofrecidos por los proveedores de infraestructura de mercados financieros, se distingue habitualmente entre: (i) admisión a cotización, (ii) contratación, y (iii) servicios de post-contratación
 - *Admisión a cotización*: inclusión de un determinado valor negociable en el conjunto de valores negociables (disponibles para su compra y venta) en un determinado mercado regulado. Esto se produce normalmente a solicitud del emisor y le permite obtener financiación. Los valores pueden estar admitidos a cotización en más de una jurisdicción, en cuyo caso, el emisor debe cumplir los requisitos de cotización fijados por la autoridad correspondiente²².

¹⁸ Valores que otorgan al titular un derecho de propiedad sobre la sociedad o vehículo de inversión al que hacen referencia. Los valores de renta variable pueden subdividirse en: (i) títulos emitidos por empresas (acciones y recibos de depósito -son un instrumento un instrumento financiero negociable emitido por un banco u otra entidad financiera que representa acciones de una Sociedad-; (ii) fondos cotizados (exchange traded funds o “ETF”); y (iii) productos estructurados (tales como certificados y warrants).

¹⁹ Valores que dan derecho a recibir flujos de efectivo predefinidos. El instrumento de renta fija más común es el bono, es decir, un préstamo materializado en un valor negociable emitido por una empresa, un Estado u otra entidad del sector público.

²⁰ El riesgo transmitido puede ser, por ejemplo, un cambio en el precio de un activo, de una cesta de activos, del valor de un índice financiero, de los tipos de interés o de cualquier otra variable.

²¹ En consecuencia, el valor de estos productos deriva del valor del activo subyacente, de ahí su denominación. Los derivados generalmente adoptan la forma de un contrato, si bien determinados derivados pueden instrumentarse en forma de “valores”, es decir, de activos. Algunos derivados se liquidan físicamente, lo que significa que el titular del instrumento recibirá físicamente la entrega del activo subyacente. Otros en cambio se liquidan en efectivo, lo que significa que el titular recibirá la diferencia entre el precio de liquidación, es decir, el precio de mercado en el momento en el que se liquida el derivado, y el precio de entrada, es decir, el precio en el momento de la compra del derivado.

²² Una vez admitido a cotización, el instrumento en cuestión puede, en determinadas circunstancias, ser admitido a negociación en cualquier centro de negociación en el EEE, así como negociarse en mercados OTC.

Según han señalado algunos precedentes²³, el mercado geográfico relevante de admisión a cotización de valores negociables (renta variable y renta fija) es el nacional, salvo para el caso de grandes empresas internacionales. En este caso, no existen adiciones de cuotas entre las partes, ya que SIX no desarrolla actividades relacionadas con la admisión a cotización de valores negociables en España ni en el EEE.

- **Contratación:** consiste en la adquisición del compromiso entre dos partes de realizar una operación. Su entorno puede variar sustancialmente dependiendo de la naturaleza del instrumento financiero y de la normativa aplicable. En un extremo está la contratación multilateral en un mercado regulado o en un Sistema Multilateral de Negociación (“SMN”)²⁴, es decir, con múltiples compradores y vendedores que interactúan a través de la misma plataforma. En el otro, la operación puede negociarse de forma bilateral al margen de cualquier centro de negociación, en lo que se conoce como compraventa extrabursátil u OTC (Over The Counter). Por su parte, los Sistemas Organizados de Contratación²⁵ (“SOC”) constituyen una alternativa reciente a los canales tradicionales de compraventa que combinan algunas características de los centros de negociación tradicionales y de los mercados OTC.

La fase de contratación de los diversos instrumentos financieros se ha venido considerando por los precedentes europeos²⁶ de ámbito europeo (dentro del Espacio Económico Europeo-EEE-²⁷).

- **Servicios de post-contratación**, que comprenden:
 - i. **Compensación:** comprende todas las actividades del ciclo de contratación de valores entre el compromiso de celebrar una operación (ejecución) y el cumplimiento de ese compromiso (liquidación). La función principal de la compensación es garantizar que las obligaciones derivadas de la compraventa sean respetadas por las partes de la operación. Es decir, la función de la compensación es gestionar el riesgo de contraparte, esto es, el riesgo de que una de las partes no cumpla el compromiso adquirido. Si el servicio de compensación se presta por un tercero, éste se denomina Entidad de Contrapartida Central (“ECC”) o cámara de compensación y la actividad que desempeña se denomina compensación central.

Además de su función principal de gestionar el riesgo de contraparte, las ECC también pueden realizar actividades auxiliares, tales como el registro y verificación de la compraventa y de las contrapartes y la transmisión de datos sobre la operación a la entidad de liquidación pertinente.

Cada mercado regulado necesita llegar a acuerdos de compensación con al menos una ECC, pero puede tener diferentes acuerdos para diferentes

²³ M.6166 DEUTSCHE BÖRS/NYSE EURONEXT (2011), párrafo 38.

²⁴ Donde múltiples compradores y vendedores interactúan en una misma plataforma (ej: Latibex).

²⁵ Tienen características de los centros de negociación y los OTC (ej. la negociación se puede realizar a través de reglas discrecionales). La principal diferencia entre un SOC y un SMN (o un mercado regulado) reside en que este último pone en contacto intereses compradores y vendedores de conformidad con normas de naturaleza no discrecional. El operador de un SOC, por su parte, tiene un cierto grado de discrecionalidad para decidir si se realiza o se retira una orden en su SOC, así como para decidir no casar la orden de un cliente con otras órdenes disponibles en los sistemas del SOC.

²⁶ M.6166 DEUTSCHE BÖRS/NYSE EURONEXT, párrafo 78. Para ETFs está abierto (en la práctica, parece que el mercado es nacional).

²⁷ Países de la UE, más Noruega, Islandia y Liechtenstein.

productos y servicios. BME Clearing es la ECC de BME para las operaciones de las Bolsas de Valores, repos sobre deuda pública, y algunos derivados.

La fase de compensación de instrumentos financieros ha sido considerada en los precedentes europeos²⁸ como de ámbito EEE, salvo en el caso de la renta fija, en que ha quedado abierto.

- ii. *Liquidación y custodia*: es la fase final del ciclo de contratación.
 - En la liquidación, el valor negociado por el vendedor se entrega al comprador a cambio del pago. Normalmente, los valores se liquidan en el Depositario Central de Valores (DCV) del emisor²⁹, es decir, el DCV del país donde el valor se encuentra física o electrónicamente depositado para su custodia. Es lo que se llama liquidación primaria. En otras ocasiones, la liquidación se puede realizar con un intermediario entre el cliente y el DCV (liquidación secundaria). Los miembros de un mercado regulado tienen el derecho a elegir el DCV con el que prefieren operar, sujeto a condiciones técnicas de interoperabilidad.
 - La custodia es el depósito efectivo en la entidad que posee el valor en forma física o electrónica. De forma similar a los servicios de liquidación, los servicios de “custodia final” en relación con valores cotizados se proporcionan únicamente por los DCV. La custodia intermedia se produce cuando, tanto los DCV como otros custodios, realizan funciones accesorias, tales como el procesamiento de actuaciones societarias ligadas a un instrumento financiero (por ejemplo, el pago de dividendos o el ejercicio de derechos de voto). El desempeño de estas funciones se suele conocer como “custodia intermedia”. Algunos custodios intermedios ofrecen a sus clientes los denominados servicios de “custodia global”, que incluyen la liquidación secundaria y los servicios de custodia intermedia a escala internacional en relación con una cartera de valores.

Mientras que el ámbito geográfico de la fase de la liquidación primaria y custodia final está abierto³⁰, la liquidación secundaria y de custodia intermedia se consideran de ámbito europeo (EEE)³¹.

V.3. Mercados de servicios accesorios

- (44) Los proveedores de servicios de infraestructura de mercados financieros pueden ofrecer otros servicios accesorios vinculados a su negocio principal, pero que no forman parte del ciclo de contratación como tal, en este caso:
- (45) *Comercialización de datos de mercado*: las actividades de pre-contratación, contratación y postcontratación generan grandes cantidades de datos sobre precios, volúmenes, etc. Tales datos se procesan y se ponen a disposición de los participantes del mercado al objeto de que éstos puedan tomar decisiones informadas de inversión o de contratación y/o proporcionar servicios a sus propios

²⁸ M.6166 DEUTSCHE BÖRS/NYSE EURONEXT; M.7995 Deutsche Börse/London Stock Exchange Group.

²⁹ Iberclear es el DCV español para los valores admitidos a cotización en las Bolsas de Valores españolas, los valores negociados en AIAF y en Latibex.

³⁰ En este Mercado BME tiene el [...] de la cuota de Mercado en España.

³¹ M. 7995 Deutsche Börse/London Stock Exchange Group.

clientes (valoración de carteras, gestión de riesgos, cálculo de índices, etc.). La Comisión Europea distingue dos tipos de datos de mercado:

- Datos propios (*proprietary market data*): se generan por un determinado centro de negociación, único proveedor de los mismos. Por definición, no caben solapamientos.
- Datos no propios (*non-proprietary market data*): información económica general y la derivada de la agregación y/o tratamiento adicional de datos propios (ej. datos sobre PIB, inflación, etc...).

Para la comercialización de datos no propios, los precedentes³² apuntan que el ámbito geográfico puede ser el EEE o incluso el mercado global.

(46) *Venta de licencias de uso de índices*: Los datos de mercado también pueden recopilarse o agruparse en índices que son productos de información que miden cambios en el valor o en el rendimiento de un grupo de productos de inversión (p. ej. “IBEX35”). Un índice puede, asimismo, servir como precio de referencia para productos de inversión negociables (por ejemplo, un derivado vinculado al índice “IBEX35”). El propietario de un centro de negociación generalmente será titular de los derechos de propiedad intelectual sobre los índices que se generan en el mismo y el otorgamiento de licencias a compañías que utilizan estos índices con fines comerciales.

- La Comisión Europea apunta que los índices bursátiles de cada mercado nacional constituyen un mercado de producto diferenciado³³, no habiendo competencia, por ejemplo, entre el otorgamiento de una licencia sobre el índice IBEX- 35 y licencias sobre otros índices bursátiles europeos. No obstante, esta definición no se ha cerrado.
- El ámbito geográfico del servicio de otorgamiento de licencias de índices no propios se ha dejado abierto, aunque se admite que podría ser el EEE o incluso mundial³⁴.

Dado que BME sólo comercializa índices propios, se considera que no existen adiciones de cuota por la operación. Por tanto, este mercado no se analiza en adelante.

(47) *Reporting regulatorio*: consiste en la publicación o en la comunicación a los reguladores competentes de los datos necesarios para cumplir con los requisitos de transparencia y reporting de operaciones que establece la normativa financiera europea (ej: la Directiva MIFID II³⁵ obliga a los servicios de inversión nuevos requisitos de transparencia y reporting de operaciones).

No es preciso cerrar el ámbito geográfico del servicio de reporting regulatorio, porque el resultado del análisis no depende de la definición del mercado geográfico. BME tiene presencia en este mercado³⁶, mientras que los servicios de

³² M.6166 DEUTSCHE BÖRS/NYSE EURONEXT, párrafo 142.

³³ M.6166-DEUTSCHE BÖRS/NYSE EURONEXT.

³⁴ M.6166 DEUTSCHE BÖRS/NYSE EURONEXT, párrafo 149.

³⁵ Se trata de la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros, en vigor desde el 3 de enero del 2018.

³⁶ BME Regulatory Services ofrece servicios de cumplimiento para dar cumplimiento a las obligaciones de reporte derivadas de la legislación financiera; REGIS-TR actúa como registro de operaciones europeo, ofreciendo servicios de comunicación en derivados; y BME INTECH ofrece herramientas tecnológicas para facilitar a sus clientes el cumplimiento de sus obligaciones regulatorias.

comunicaciones regulatorias prestados por SIX se refieren exclusivamente al cumplimiento de las obligaciones relativas a la normativa financiera suiza (FinfraG).

En consecuencia, el repositorio de operaciones de SIX no tiene presencia en España ni en el EEE. Al no producirse adiciones de cuotas, este mercado no se analizará en adelante.

- (48) *Soluciones tecnológicas*: servicios que permiten a los operadores del mercado conectarse a los centros de negociación, así como facilitar la ejecución de operaciones y la gestión efectiva de datos de mercado (y otros datos relacionados con la negociación de valores). Los precedentes³⁷ han aceptado la posibilidad de segmentar este mercado (por ejemplo, por tamaño del cliente), ya que incluye actividades como consultoría tecnológica, mantenimiento de equipos tecnológicos, servicios de gestión, educación y formación tecnológica, etc. ‘

El ámbito geográfico de las soluciones tecnológicas podría ser el EEE, aunque se ha dejado abierto. En todo caso, la actividad de SIX en este sector se limita a servicios de infraestructura informática para un cliente en Francia y a la comercialización de la plataforma Connexor ([...] de facturación en 2018).

Dada la limitada presencia de SIX en este mercado y las escasas adiciones de cuota, no se analizará en adelante.

- (49) *Infraestructuras de pagos en el sector bancario*. En precedentes comunitarios³⁸ se ha sugerido por las partes la distinción entre una definición amplia (que englobaría cualquier infraestructura para pagos interbancarios) y otra más estrecha, según el tipo de pago (ej. distinguiendo entre pagos de alto importe y los de bajo importe – retail-). No obstante, la definición se ha dejado abierta.

Los precedentes disponibles han considerado que el servicio de pagos interbancarios es de ámbito nacional³⁹.

Dado que SIX no tiene presencia en este mercado en España y que la actividad de BME es de distinta naturaleza⁴⁰, no se analizará este posible mercado en adelante.

VI. Estructura de la oferta

VII.1 Valores negociables: renta fija y variable

- (50) Como se ha señalado, en la cadena de valor de los servicios de las infraestructuras asociadas a la renta variable:
- no existen solapamientos horizontales. Suiza no forma parte del EEE. Dentro del EEE, SIX no desarrolla actividades relacionadas con (i) la admisión a cotización de valores negociables; ni (ii) la contratación de renta variable española ni europea.

³⁷ M.6166 DEUTSCHE BÖRS/NYSE EURONEXT.

³⁸ M.8149 Mastercard/Vocalink

³⁹ M.8149 Mastercard/Vocalink, párrafo 20.

⁴⁰ El único servicio que BME presta en relación con las infraestructuras de pagos en el sector bancario es el relativo a BME Highway SWIFT ENGINE, un servicio de outsourcing de la Infraestructura SWIFT que BME Inntech ofrece a entidades financieras de mediano o pequeño tamaño. Gracias a este servicio, las entidades financieras pueden disponer de toda la funcionalidad de la Red SWIFT sin tener que soportar los altos costes que conlleva poseer una Infraestructura SWIFT propia.

- sí existe un solapamiento en la cadena de valor en España entre los servicios de contratación de renta variable que presta BME y los servicios de compensación que SIX presta con determinados valores españoles de renta variable⁴¹.

Admisión a cotización

(51) *Admisión a cotización de valores negociables:* la notificante recuerda que SIX no está autorizada a ofrecer, desde Suiza, servicios de negociación a empresas de inversión de la UE para acciones admitidas a negociación en un mercado regulado de la UE o negociadas en un centro de negociación de la UE. Los proveedores que, como SIX, están situados fuera del EEE únicamente pueden ofrecer tales servicios en el territorio del EEE si están sujetos a una regulación que se considere “equivalente” a la legislación MiFID II. Actualmente, los centros de negociación suizos carecen de equivalencia a estos efectos. De esta forma:

- únicamente BME presta servicios de admisión a cotización de valores negociables en el EEE (y, en particular, en España). En consecuencia, no existe ningún solapamiento horizontal entre las Partes en relación con esta actividad ya sea a nivel nacional o EEE.
- tampoco existe solapamiento vertical porque SIX no está presente en el ámbito de contratación en EEE (ni, por tanto, en España).

(52) A la luz de las consideraciones anteriores no cabe considerar que la admisión a cotización de valores negociables, independientemente de su ámbito geográfico, presente problemas.

Contratación

(53) Los precedentes distinguen entre la contratación de valores de renta variable y de renta fija.

a. **Renta variable:** la Comisión Europea ha considerado la posibilidad de que existan mercados separados para tres categorías de valores de renta variable, es decir, para acciones emitidas por empresas, fondos cotizados (ETFs) y productos estructurados. Sin embargo, dado que en España todos los instrumentos anteriores se negocian en un único mercado regulado (las Bolsas de Valores Españolas de BME), SIX considera que el mercado relevante de producto a los efectos del análisis del mercado español necesariamente comprendería todos los instrumentos de renta variable. Por otra parte, la Comisión ha definido distintos mercados de producto para valores de renta variable emitidos o con cotización primaria en un Estado Miembro concreto, por ejemplo, para la contratación de valores de renta variable españoles.

- En el EEE, únicamente BME ofrece servicios de contratación de valores de renta variable españoles. En consecuencia, no existe solapamiento horizontal en relación con esta actividad, ya sea a nivel nacional o EEE.
- No obstante, los servicios de contratación generan flujos de operaciones para las ECC, por lo que existe una relación vertical entre los servicios de contratación de valores (que presta BME) y los servicios de compensación

⁴¹ Según la notificante, SIX no presta el servicio de compensación de renta fija española.

que presta SIX (si bien, sólo de manera marginal en lo que se refiere a determinados valores españoles).

- b. **Renta fija:** cabe señalar que, por los motivos regulatorios ya señalados, SIX no presta el servicio de contratación de renta fija en España ni en el EEE, por lo que no se producen solapamientos.

BME no presta servicios de compensación de renta fija en ningún mercado y SIX tampoco desarrolla actividades de compensación de renta fija en el EEE. Así, como señala la notificante, no cabe solapamiento vertical en este ámbito.

En consecuencia, el mercado de servicios de contratación de renta fija, sea su ámbito geográfico España o EEE, no resulta afectado como consecuencia de la presente operación de concentración.

- (54) La cuota de BME en el mercado de servicios de contratación de renta variable española, de dimensión europea (EEE) es elevada ([60-70%] en 2018), pero decreciente. La cuota de BME se ha reducido en 10 puntos porcentuales en dos años. No existe adición de cuotas como consecuencia de la operación.

Mercado de servicios de contratación de títulos de renta variable españoles

	2016		2017		2018	
	Volumen negociado	Cuota de mercado	Volumen negociado (Mill €)	Cuota de mercado	Volumen negociado (Mill €)	Cuota de mercado
BME	[...]	[70-80%]	[...]	[60-70%]	[...]	[60-70%]
CHI-X42	[...]	[10-20%]	[...]	[10-20%]	[...]	[10-20%]
BATS	[...]	[0-10%]	[...]	[0-10%]	[...]	[10-20%]
TURQUOISE	[...]	[0-10%]	[...]	[0-10%]	[...]	[0-10%]
Otros	[...]	[0-10%]	[...]	[0-10%]	[...]	[0-10%]
Mercado de Corros	[...]	[0-10%]	[...]	[0-10%]	[...]	[0-10%]
Mercado secundario	[...]	[0-10%]	[...]	[0-10%]	[...]	[0-10%]
Fondos cotizados	[...]	[0-10%]	[...]	[0-10%]	[...]	[0-10%]
Total	[...]	100%	[...]	100%	[...]	100%

Fuente: Datos de la notificante, extraídos del Informe Anual de la CNMV 2018.

Compensación de valores negociables:

- (55) SIX X-CLEAR⁴³ es una entidad de contrapartida central (ECC), para valores compensables a través de ECC, que se negocian en la SIX Swiss Exchange.

⁴² CHI-X y BATS forman parte del Grupo Cboe Global Markets desde 2017.

⁴³ En párrafo 181 de la decisión sobre el asunto M.7995 la Comisión dice Further, SIX x-clear only appears to have achieved a very marginal presence in the bonds' clearing space. A market participant described SIX as "strongly limited regionally."

- También presta servicios como ECC para valores de renta variable en Dinamarca, Finlandia, Noruega, Suecia, el Reino Unido, así como en relación con diversos SMN europeos.
- (56) BME CLEARING es la ECC del Grupo BME. Presta servicios de compensación de operaciones con instrumentos de renta variable, repos y derivados. Su actividad principal viene constituida por su actuación como ECC en relación con la contratación de productos en los mercados regulados de BME y en los SMN a los que se ha hecho referencia anteriormente. Ni BME CLEARING ni SIX prestan actualmente servicios de compensación de valores de renta fija en el EEE.
- (57) De conformidad con los precedentes⁴⁴, cabe distinguir entre servicios de compensación de títulos de renta variable y de títulos de renta fija. La Operación únicamente afecta a los servicios de compensación de títulos de renta variable.
- (58) Contrariamente a lo que ocurre en los servicios de contratación, la Comisión no ha definido un mercado de producto diferenciado para la compensación de instrumentos de renta variable emitidos en un determinado Estado Miembro. El mercado geográfico para los servicios de compensación de instrumentos de renta variable ha sido definido por los precedentes como de ámbito EEE⁴⁵.
- (59) Existe solapamiento horizontal entre las actividades de las Partes en el segmento de los servicios de compensación de renta variable en España y en el EEE, en la medida en que SIX está presente en este segmento en el EEE y BME CLEARING es la ECC en España y realiza la compensación de operaciones en los mercados regulados y otros centros de negociación gestionados por BME.
- (60) En lo que se refiere al EEE, la cuota de mercado SIX en este mercado a nivel EEE asciende al [0-10%], mientras que la cuota de BME es del [0-10%]. BME únicamente presta servicios de compensación de valores de renta variable a otras empresas del Grupo BME. La cuota resultante, de esta forma, es moderada, y la adición de cuotas es modesta.
- (61) En España, la presencia de SIX en este segmento comenzó en 2019, [...]⁴⁶. De esta forma su cuota en el **mercado de compensación de renta variable tomando el ámbito geográfico nacional** es muy reducida ([0-10%] en 2018), por lo que la adición de cuotas resultante es marginal.

Mercado nacional de servicios de compensación de títulos de renta variable españoles

	2016		2017		2018	
	Volumen (Mill €)	Cuota de mercado	Volumen (Mill €)	Cuota de mercado	Volumen (Mill €)	Cuota de mercado
BME	[...]	[40-50%]	[...]	[60-70%]	[...]	[60-70%]
EUROCC	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
LCH	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

⁴⁴ M.7995 - DEUTSCHE BÖRSE / LONDON STOCK EXCHANGE GROUP; párrafo 145 y C/0453/12 LSEG / LCH CLEARNET, párrafo 26.

⁴⁵ M.6166 – DEUTSCHE BÖRSE / NYSE EURONEXT, párrafo 78.

⁴⁶ Es decir, compensó por valores españoles por ese importe que estaban [...].

SIX⁴⁷	[...]	0	0	0	[...]	[0-10%]
Total	[...]	100%	[...]	100%	[...]	100%

Fuente: Estimación de la notificante a partir de los informes trimestrales de BME.

- (62) Dado que la cuota adicional es muy reducida, tanto a nivel nacional como del EEE, no se aprecian problemas de competencia en el mercado español.
- (63) Pero el mercado de servicios de compensación de renta variable española está verticalmente relacionado con los de servicios de liquidación (primaria y secundaria) y custodia (final e intermedia) de instrumentos de renta variable, como se verá a continuación.

Liquidación y custodia de valores negociables

- (64) SIX SIS es el DCV de los mercados regulados suizos. La actividad de SIX SIS se circunscribe en exclusiva al territorio de Suiza. No obstante, SIX también ofrece servicios de custodia global. En este sentido, las carteras de activos custodiadas por SIX en su función de custodio global pueden incluir instrumentos financieros españoles, por lo que podría considerarse que SIX opera indirectamente en España cuando liquida operaciones de manera secundaria o proporciona servicios de custodia intermedios en el mercado español. En esos casos, SIX utiliza a [...] como “sub-custodio” local.
- (65) Por su parte, IBERCLEAR, una sociedad perteneciente al Grupo BME, es el único DCV español. IBERCLEAR presta servicios de liquidación primaria y custodia final de todo tipo de instrumentos de renta variable y fija emitidos en España⁴⁸. IBERCLEAR no presta sin embargo servicios de custodia global, ni ningún otro tipo de servicios de liquidación secundaria en relación con valores españoles⁴⁹.
- (66) La Operación puede dar lugar a un potencial solapamiento entre las actividades de las Partes en el ámbito de los servicios de liquidación y custodia, en la medida en que SIX está presente en este segmento en el EEE (si bien con carácter marginal en España), e IBERCLEAR es el DCV nacional. Además, los servicios de compensación prestados por SIX y su función de custodio global necesariamente requieren conexión con IBERCLEAR, en su condición de responsable de la liquidación primaria de los valores emitidos en España.
- (67) La operación no generará ningún solapamiento horizontal en el ámbito de los servicios de liquidación y custodia en España. En el ámbito del EEE, se produce un solapamiento horizontal, ya que BME presta el servicio de liquidación secundaria y custodia intermedia para valores no españoles. Según la notificante, la cuota de SIX en el EEE es inferior al [0-10%]⁵⁰ y la de BME al [0-10%]. Por tanto, la adición de cuotas marginal.

⁴⁷ Aunque la columna es del año 2018, se incluye en esta fila el dato de 2019, ya SIX comenzó a operar en este segmento en España en febrero de 2019.

⁴⁸ Actualmente, IBERCLEAR también lleva el registro contable de algunos valores extranjeros, entendiéndose por ellos aquellos valores emitidos bajo una ley diferente a la española (warrants). En cualquier caso, en términos relativos, [...].

⁴⁹ Desde 2017 IBERCLEAR colabora con [...], que presta servicios de custodia global a los clientes de IBERCLEAR. Por el momento solo se presta este servicio en [...] de la zona euro: [...].

⁵⁰ En 2018, se liquidaron valores de renta variable por un importe de [...] millones de euros en el mercado europeo.

- (68) La notificante admite que en este segmento se produce una doble integración vertical⁵¹ (con otras fases de la cadena de valor):
- Los servicios de liquidación secundaria y custodia intermedia de renta variable prestados por SIX, con los de liquidación primaria y custodia final de BME.
 - Los servicios de compensación de renta variable prestados por SIX, con los de liquidación primaria y custodia final de BME.
- (69) Según los datos aportados por la notificante, en ambos casos los solapamientos son mínimos.

Mercado nacional de servicios de liquidación secundaria y custodia intermedia de títulos de renta variable españoles

	2016		2017		2018	
	Valor (en Mill €)	Cuota de mercado	Valor (en Mill €)	Cuota de mercado	Valor (en Mill €)	Cuota de mercado
BME	[...]	[0-10%]	[...]	[0-10%]	[...]	[0-10%]
SIX	[...]	N/A	[...]	N/A	[...]	[0-10%]
Total	N/A	100%	N/A	100%	N/A	100%

Fuente: Estimación de la notificante.

⁵¹ No cabe hablar de integración vertical entre las actividades de compensación de BME y las de liquidación y custodia de SIX, en la medida en que estas últimas, además de ser marginales, son un subproducto de sus servicios de custodia global. Esto es, cuando SIX da servicio de custodia a un cliente con una cartera global en la que hay valores españoles, en su condición de custodia global se ve obligada a prestar servicios de custodia intermedia y liquidación secundaria. Pero no busca prestar tales servicios fuera de su condición de custodia global.

Mercado nacional de servicios de liquidación primaria y custodia final de títulos de renta variable españoles

Importe de los valores depositados en cuentas de DCV						
	2016		2017		2018	
	Valor (en Mill €)	Cuota de mercado	Valor (en Mill €)	Cuota de mercado	Valor (en Mill €)	Cuota de mercado
BME	[...]	[90-100%]	[...]	[90-100%]	[...]	[90-100%]
Total	[...]	100%	[...]	100%	[...]	100%

Fuente: Estimación de la notificante.

VII.2. Derivados

Contratación

- (70) Tal y como se ha señalado, únicamente BME ofrece servicios de contratación de derivados en el EEE. En consecuencia, no existe solapamiento horizontal entre las actividades de las Partes, ya sea a nivel nacional o EEE.

El posible impacto del solapamiento vertical entre las actividades de contratación de derivados de BME y las de compensación de derivados de SIX tampoco parece significativo. Dicho solapamiento no se produciría en España, sino en el EEE

Compensación

- (71) BME compensa derivados de energía, derivados financieros negociados en MEFF, y derivados OTC de tipos de interés. Por tanto, existe solapamiento horizontal en el EEE.
- (72) No obstante, según la notificante las cuotas de mercado de ambas partes son muy reducidas: la cuota de BME es del [0-10%] y la de SIX del [0-10%]⁵². Incluso con mercados más estrechos, la cuota adicional de la operación sigue siendo de minimis.

Liquidación y custodia

- (73) SIX no desarrolla actividades en este ámbito en el EEE, por lo que no se produce solapamiento alguno.

VII.3. Comercialización de datos no propios

- (74) Tanto SIX como BME prestan este servicio en España y en el EEE.
- (75) No obstante, según la notificante la cuota conjunta en el mercado afectado (EEE) es muy reducida:

	Valor (Mill euros)	Cuota de mercado
SIX	[...]	[0-10%]
BME	[...]	[0-10%]
Cuota conjunta	[...]	[0-10%]
Total	[...]	100%

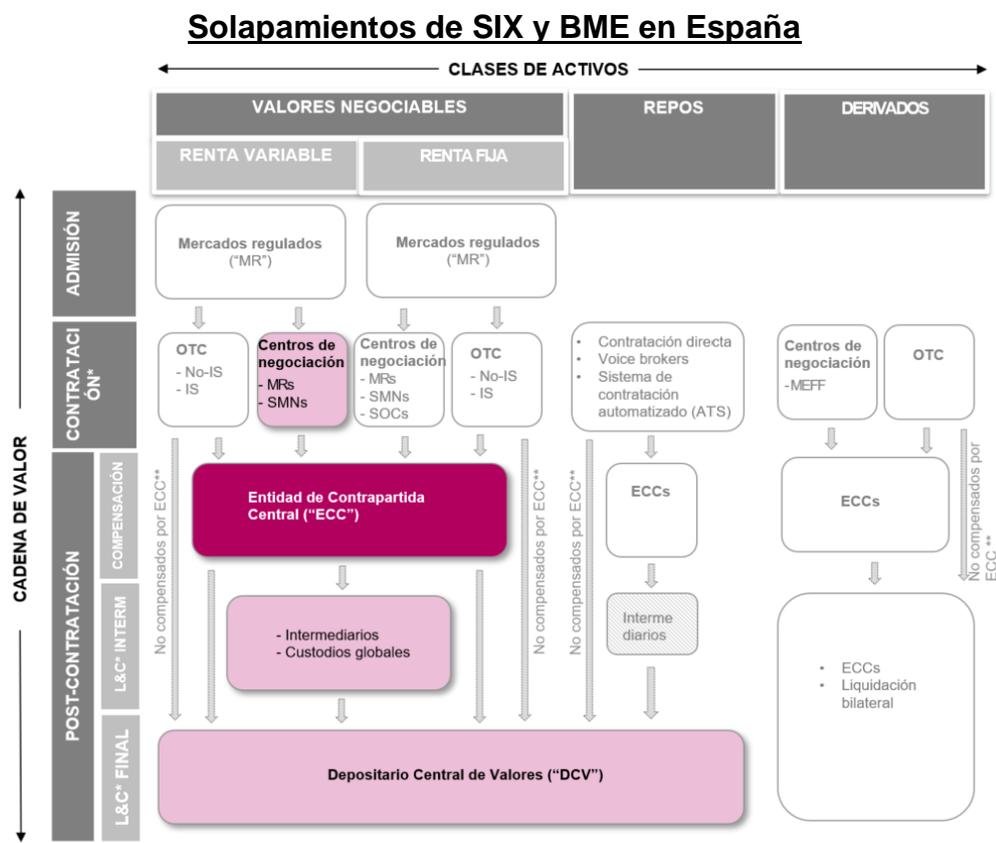
⁵² En 2018, el volumen total compensado por SIX fue de [...] de euros y el de BME a [...]. El mercado total ascendió en 2018 a 419 trillones de euros. Fuente: Banco Internacional de Pagos e Informe AESMA 2018.

Fuente: Notificante, a partir de datos de la consultora Burton-Taylor

- (76) En este sentido, las partes afirman que existe una fuerte competencia en el mercado por parte de otros proveedores de datos, como Thomson Reuters, Bloomberg, o IDC.

VII.4. Conclusión

- (77) SIX y BME son fundamentalmente operadores nacionales. SIX gestiona el principal mercado regulado de Suiza de renta variable, renta fija, repos y derivados. Por su parte, BME opera los principales mercados regulados españoles de renta variable, renta fija y derivados.



***L&C significa liquidación y custodia ** No todas las transacciones deben ser compensadas por un ECC, la regulación impone determinadas condiciones de compensación a algunos productos.

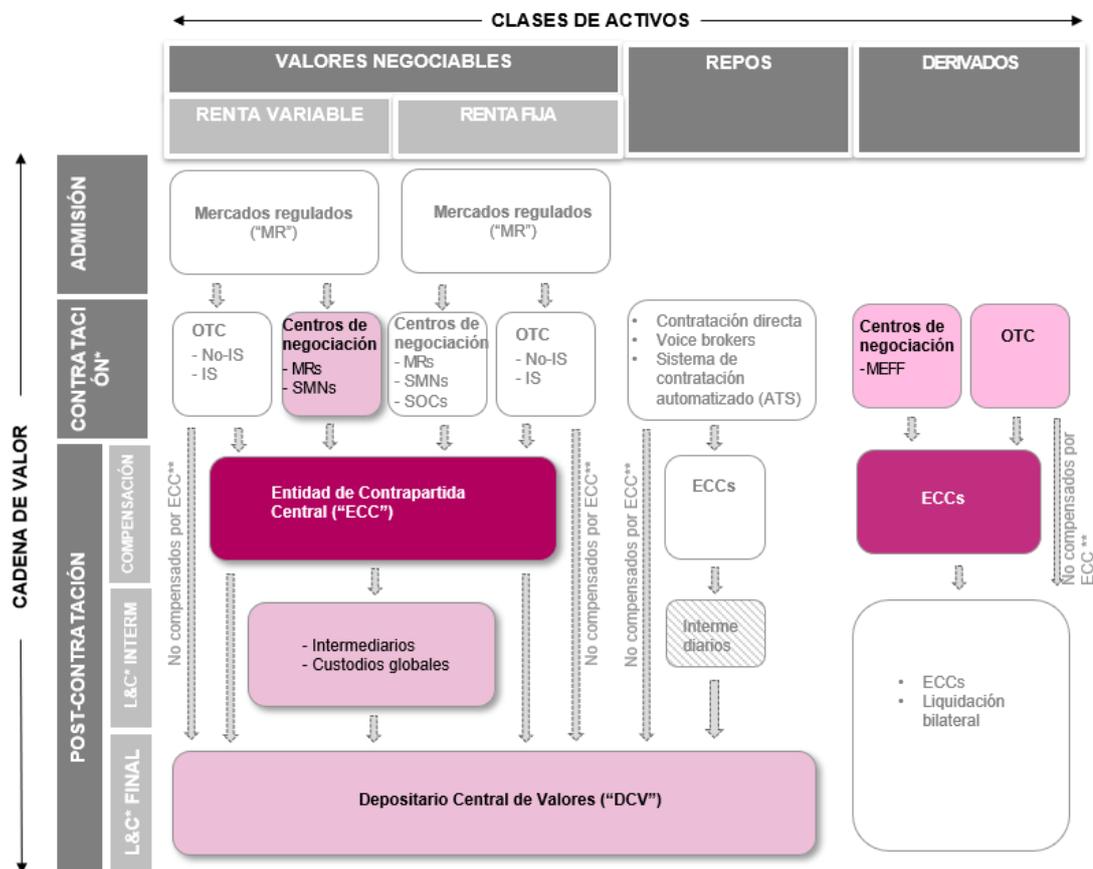
Fuente: notificación

- (78) La presencia de SIX en España es muy limitada, tal y como pone de manifiesto su escasa facturación en nuestro país. El incremento de cuota que se producirá como consecuencia de la Operación, en los mercados en los que existe solapamiento (en color magenta en el gráfico anterior), será absolutamente menor (inferior al [0-10%]). En consecuencia, no se producirá un cambio sustancial en la estructura de la oferta.
- (79) De hecho, las ventas de SIX en España son modestas: el [...] procede de servicios accesorios y el [...] de liquidación y registro. Son irrelevantes o inexistentes los ingresos en España por compensación, negociación o admisión a cotización. El grueso de las ventas en España de BME procede de admisión a cotización y

contratación (que no presta SIX en España ni en el EEE), el [...] de servicios accesorios, el [...] de liquidación y custodia y el [...] de compensación.

- (80) La relación vertical (en color rosa en el gráfico anterior) entre, por un lado, las actividades de compensación, liquidación y custodia de SIX relacionadas con España y, por el otro lado, las funciones de BME como DCV nacional tampoco parecen tener un alcance que suponga una amenaza para la competencia en estos mercados. Además, la regulación sectorial obliga a IBERCLEAR a otorgar acceso a su infraestructura de DCV y, por otra parte, BME ya desempeña actividades de compensación verticalmente relacionadas con su función de DCV en España (BME CLEARING como ECC, respecto de IBERCLEAR como DCV).

Solapamientos de SIX y BME en el EEE



***L&C significa liquidación y custodia ** No todas las transacciones deben ser compensadas por un ECC, la regulación impone determinadas condiciones de compensación a algunos productos.

Fuente: notificación

- (81) En relación con el EEE, el gráfico anterior recoge con color magenta el solapamiento horizontal (compensación de renta variable y derivados) entre las partes y, en rosa, el vertical (compensación de valores negociables de renta variable y su liquidación y custodia, y contratación de derivados y su compensación)
- (82) Las conclusiones no varían si se toma como referencia el mercado EEE. Los solapamientos horizontales o verticales seguirían siendo muy limitados y las cuotas de mercado, bajas. El único mercado donde la cuota de mercado conjunta

superaría el [...] sería el mercado EEE de compensación de títulos de renta variable, donde las partes alcanzarían una cuota de mercado conjunta del [10-20%] (con una variación mínima del [0-10%]). Como señala la notificante, BME CLEARING claramente no es un operador paneuropeo en esta área. En consecuencia, la Operación no producirá una modificación apreciable de las condiciones de competencia en este mercado tampoco a nivel EEE.

VII. Estructura de la demanda

- (83) En los mercados de servicios de infraestructura de instrumentos financieros, de acuerdo con los precedentes, operan dos grandes categorías de clientes diferenciadas:
- por una parte, los clientes “*sell-side*” que incluyen grandes bancos, intermediarios y *market makers* que son clientes directos de las infraestructuras en las que operan para obtener un margen⁵³. Usan los instrumentos financieros para sacar un beneficio exclusivamente. Usan indistintamente mercados regulados y no regulados.
 - por otra, los clientes “*buy-side*” que comprenden grandes corporaciones, inversores institucionales, *hedge funds*, fondos de pensiones, etc., que son usuarios finales de los instrumentos financieros que utilizan para invertir o cubrirse. Estos últimos, señala la Comisión, antes accedían a los mercados mediante intermediarios y ahora lo hacen directamente.
- (84) Mientras que los clientes “*sell-side*” y los grandes “*buy-side*” operan sin problemas en múltiples jurisdicciones, los pequeños “*buy-side*” podrían tener un sesgo doméstico.
- (85) De igual forma, muchos participantes “*buy-side*” prefieren operar en plataformas de negocio reguladas, mientras que los “*sell-side*” usan tanto plataformas reguladas como canales over the counter (OTC).
- (86) Los grandes clientes en este sector, según la notificante, son profesionales altamente sofisticados que operan en mercados competitivos, por lo que aspectos como la fidelidad o la marca no son muy relevantes. Además, estos profesionales suelen estar activos en plataformas de distintos países.
- (87) Según la notificante, los costes asociados al traslado de operaciones de un centro de negociación a otro son limitados, como prueba el crecimiento de los centros alternativos de negociación. Además, la mayoría de los grandes clientes ejecutan operaciones en varias plataformas.
- (88) Con el fin de que exista transparencia y los precios se formen de manera eficiente, los mercados oficiales deben hacer públicos, con carácter previo a la negociación, los precios de compra y venta en cada momento. Para los sistemas multilaterales de negociación (SMNs), la ley establece unos ciertos requisitos organizativos y de transparencia previa y posterior a la negociación de acciones.
- (89) Además, las ECCs y los DCVs están obligados a detallar a la CNMV los precios y comisiones que van a cobrar, pero la CNMV podrá establecer excepciones o limitaciones a los precios máximos de esos servicios cuando puedan afectar a su

⁵³ Actúan en el mercado con el compromiso de aportar liquidez a determinados valores, comprando y vendiendo a determinados precios.

solvencia financiera, provocar consecuencias perturbadoras para el desarrollo del mercado de valores o los principios que lo rigen, o introducir discriminaciones injustificadas entre los distintos usuarios de los servicios de la entidad.

VIII. Barreras a la entrada y competencia potencial

- (90) Existen en la provisión de servicios de infraestructura de mercados financieros importantes efectos de red y economías de escala y alcance, que tienden a favorecer a las infraestructuras incumbentes y a crear barreras de entrada.
- a. Los participantes prefieren plataformas de negociación que ya cuentan con muchos participantes, esto es, con liquidez, y tienden a concentrar su actividad en una de ellas. La liquidez atrae más liquidez. En el ámbito de la compensación, a los participantes también les atraen las entidades centrales de contrapartida (ECC) que permitan una mayor compensación neta de posiciones con otros participantes.
 - b. Una gran parte de los costes de las plataformas financieras son independientes del volumen de negociación ejecutado, compensado o liquidado. Los costes variables son menores en sistemas esencialmente informatizados. Extender una infraestructura a productos adicionales entraña un coste adicional menor que proporcional y una reducción de los costes medios.
- (91) Esto supone, por una parte, que en los mercados de infraestructuras financieras las cuotas y el poder de los incumbentes suelen ser altas, y, por otra, la existencia de barreras a la entrada significativas. Como señala la Comisión en sus precedentes, “de hecho, la liquidez tiene una tendencia natural a concentrarse en un número limitado de plataformas”⁵⁴.
- (92) Eso no significa, no obstante, como aclara la propia Comisión que no haya competencia en estos mercados o que los intentos de entrada siempre fracasen. Por el contrario, regularmente se dan intentos de entrar en esos mercados, que, si bien con frecuencia fracasan, indican con su mera existencia que los participantes e inversores racionales no estiman que las barreras sean infranqueables:
- Pueden entrar pequeños competidores si están bien situados y cuentan con el apoyo de grandes proveedores de liquidez. Por ejemplo, en los últimos años, algunos Sistemas Multilaterales de Negociación patrocinados por usuarios se han afianzado en toda Europa⁵⁵.
 - Un nuevo competidor innovador y que diferencie el producto (ej: nuevos servicios, nuevos puntos de venta) puede encontrar un nicho de mercado, especialmente en un mercado grande y altamente rentable.
 - Además, las regulaciones domésticas mitigan las economías de escala e introducen competencia entre proveedores de infraestructuras.

⁵⁴ Decisión Comisión M.7995 Deutsche Borse-London Stock Exchange

⁵⁵ Por ejemplo, BATS (BATS Chi-X) comenzó en España incorporando a grandes bancos mundiales que querían una forma más barata y continua de negociar acciones fuera de España. Así, el volumen de renta variable negociado en España por BATS ha pasado de 18.671 M€ en 2014 a 171.491 M€ en 2018.

- Los proveedores de servicios europeos pueden proporcionar servicios de infraestructura de mercados financieros en todo el EEE⁵⁶.
- (93) En la práctica, la cuota de mercado de las empresas afectadas por la operación es muy inferior a la de otras empresas en los mercados afectados. Es decir, tanto SIX como BME afrontan una importante competencia en el mercado donde la operación tiene algún impacto significativo:
- Así, en el caso del servicio de compensación de renta variable, los operadores con mayor cuota en el EEE son EUROCCP (29,7%) y EUREX CLEARING (10,1%)⁵⁷.
 - Asimismo, la cuota conjunta de ambas entidades en el servicio de liquidación secundaria y custodia intermedia es, según su propia estimación, inferior al [0-10%] dentro del EEE.
- (94) En cuanto a los costes de cambiar o trasladar los servicios a otro proveedor, debe distinguirse según el servicio concreto:
- Según la notificante, el traslado de las operaciones de contratación a otro centro presenta unos costes limitados, dado que la mayoría de los grandes clientes ejecutan operaciones en varias plataformas, circunstancia que ha favorecido el crecimiento de los centros alternativos de negociación⁵⁸.
 - Aunque teóricamente cualquier ECC puede prestar el servicio de compensación en mercados españoles, el cambio de ECC en operaciones realizadas en los centros de negociación regulados de BME (objeto de compensación por BME Clearing) es difícil. No ocurre así en los centros alternativos y mercados OTC, donde en la práctica muchos clientes son miembros de varias ECC simultáneamente⁵⁹.
 - Finalmente, mientras los costes asociados al cambio de proveedor para el servicio de liquidación secundaria y custodia intermedia son limitados, los clientes no suelen cambiar de DCV. Aunque el Reglamento 909/2014, sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores, establece la libertad del emisor de elegir en qué DCV quiere emitir, todos los valores negociables emitidos en España suelen registrarse en el DCV nacional (Iberclear).

IX. VALORACIÓN DE LA OPERACIÓN

- (95) La operación notificada consiste en la adquisición de control exclusivo de BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES SOCIEDAD HOLDING DE MERCADOS Y

⁵⁶ Artículo 113 de la Ley del Mercado de Valores: "Las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito de otros Estados miembros de la Unión Europea tendrán derecho a acceder a los sistemas de contrapartida central, compensación y liquidación existentes en territorio español, con el fin de liquidar o concertar la liquidación de operaciones en instrumentos financieros, tanto si se negocian en mercados secundarios oficiales o sistemas multilaterales de negociación españoles o en mercados regulados o sistemas multilaterales de negociación de otros Estados miembros de la Unión Europea". Además, el artículo 115 de la LMV exige a los DCV: "Permitir el acceso no discriminatorio de las infraestructuras de mercado y entidades implicadas en los procesos de compensación y liquidación de valores".

⁵⁷ Debe destacarse también la cuota de la Cámara de Compensación británica (LCH), del 42,3%.

⁵⁸ Según la notificante, BATS creció un 127% entre 2017 y 2018.

⁵⁹ La mayoría de ECCs aplican una cuota fija de afiliación.

SISTEMAS FINANCIEROS, S.A. (BME) por parte de SIX GROUP AG (SIX), mediante una oferta pública voluntaria de adquisición de acciones (OPA) por el 100% de las acciones.

- (96) SIX y BME son fundamentalmente operadores nacionales en sus respectivos mercados (Suiza y España). Por tanto, la adición de cuotas resultante de la operación en España es muy limitada, en la medida en que una y otra parte operan en ámbitos geográficos esencialmente diferentes. El incremento de cuota que se producirá como consecuencia de la operación, en los mercados nacionales en los que existe solapamiento, será marginal (inferior al [0-10%]). En consecuencia, no se producirá un cambio sustantivo en la estructura de la oferta.
- (97) Por su parte, la adición de cuotas considerando el EEE también es modesta.
- La más importante corresponde a la compensación de renta variable en el EEE, donde hay una adición de cuota del [0-10%], alcanzando la cuota de la entidad resultante un [10-20%].
 - En compensación de derivados, la cuota conjunta en el EEE es tan solo del [0-10%].
 - En liquidación secundaria y custodia intermedia se produce un solapamiento horizontal, ya que BME presta ese servicio para valores no españoles. Según la notificante, la cuota de SIX en el EEE es inferior al [0-10%] y la de BME al [0-10%]. Por tanto, la adición de cuota es marginal y la cuota resultante en el EEE es inferior al [0-10%].
 - En el segmento de comercialización de datos no propios, la cuota conjunta en el EEE es sólo del [0-10%].
- (98) Por su parte, el refuerzo de la integración vertical, tomando como referencia España y el EEE es modesto y no parece que vaya a afectar significativamente a los incentivos o capacidad para cerrar el mercado por parte de la entidad resultante.
- (99) Como se ha señalado anteriormente, los mercados analizados cuentan con competidores potenciales que intentan abordar los mercados con cierta frecuencia, y bajos costes de cambio por parte de los clientes, como prueba el crecimiento de centros de negociación alternativos en España en los últimos años.
- (100) Asimismo, las condiciones de acceso de terceros a mercados regulados, Entidades Centrales de Contrapartida y Depósitos Centrales de valores, y de transparencia de precios y cargas de esos mercados oficiales, sistemas multilaterales de negociación (SMNs), ECCs y DCVs están reguladas.
- (101) Teniendo en cuenta todo lo anterior, no cabe esperar que la operación suponga una amenaza para la competencia en los mercados analizados, puesto que no supondrá una modificación significativa de la estructura de mercado.

X. 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.