

Versão Pública

**DECISÃO DE NÃO OPOSIÇÃO
DA AUTORIDADE DA CONCORRÊNCIA
AC – I – Ccent. 51/2006 – NYSE EURONEXT / NYSE Group / EURONEXT**

I – INTRODUÇÃO

1. A Autoridade da Concorrência (doravante, a AdC) recebeu, em 23 de Outubro de 2006, uma notificação prévia de uma operação de concentração de empresas, realizada ao abrigo do disposto no artigo 9.º e 31.º da Lei 18/2003 de 11 de Junho (doravante “Lei da Concorrência”), tendo a mesma apenas produzido efeitos a 09 de Novembro de 2006, nos termos do artigo 32.º da já referida Lei da Concorrência.
2. A operação em causa consiste, segundo as notificantes, numa fusão das actividades da *NYSE Group Inc.* (doravante, a *NYSE Group*) e da *Euronext N.V.* (doravante, a *Euronext*), a nível internacional, resultante de uma combinação entre iguais, com base no contrato de *Combination Agreement*, celebrado de acordo com a legislação do Estado do Delaware, mediante a qual, as duas empresas anteriormente independentes, tornar-se-ão empresas subsidiárias de uma *holding* comum, a *NYSE Euronext Inc.* (doravante, a *NYSE Euronext*), através da realização de uma oferta de troca na bolsa de Paris, e de uma fusão, com uma outra sociedade do *NYSE Group*.
3. Em Portugal, a presente operação consubstancia uma operação de concentração, nos termos do n.º 1 do artigo 8.º, porquanto se assiste a uma alteração de controlo sobre duas empresas anteriormente independentes e que, em resultado da operação, passarão a ter a sua actuação no mercado pautada por uma *holding* comum, e preenche o critério de notificação de uma operação de concentração previsto na alínea a) do n.º 1 do artigo 9.º, todos da Lei da Concorrência, referente ao limiar da “quota de mercado”.
4. Atento os mercados em causa, a Autoridade da Concorrência solicitou, ao abrigo do artigo 6.º do Decreto-Lei n.º 10/2003, de 18 de Janeiro, e do artigo 39.º, n.º 1 da Lei da Concorrência, um Parecer à Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (doravante CMVM). O referido Parecer foi emitido com data de 6 de Dezembro de 2006, não tendo aquela entidade reguladora sectorial manifestado qualquer preocupação de natureza sectorial relativa à concretização da presente operação de concentração.

1

Indicam-se entre parêntesis rectos [...] ou [CONFIDENCIAL] as informações cujo conteúdo é considerado confidencial

Versão Pública

5. A presente operação de concentração foi igualmente analisada pela Autoridade da Concorrência do Reino Unido, tendo o *Office of Fair Trading* (OFT) decidido, em 9 de Outubro de 2006, não remeter a operação notificada para análise pela *Competition Commission*, assim adoptando uma decisão de aprovação.¹

II – AS PARTES

Empresas Adquirentes

2.1. NYSE Group

6. A *NYSE Group* é uma sociedade gestora de participações sociais, de direito norte-americano, do Estado do Delaware, cotada em bolsa e constituída em 2 de Maio de 2006, em resultado da fusão entre a *New York Stock Exchange, Inc.* e a *Archipelago Holdings, Inc.*. Através das suas subsidiárias, gere duas bolsas de valores: a *NYSE* (operada pela *New York Stock Exchange LLC*) e a *NYSE Arca* (operada pela *NYSE Arca, Inc.*).
7. A *NYSE Group* é a bolsa de valores com maior liquidez a nível mundial. Já a *NYSE Arca*, foi a primeira sociedade a instaurar o primeiro mercado de instrumentos financeiros totalmente electrónico a operar nos Estados Unidos, transaccionando valores mobiliários cotados em bolsa, fundos transaccionados em bolsa e opções sobre acções de empresas americanas.
8. As receitas totais da *NYSE Group* ascenderam, em 2005, a cerca de € [> 150 Milhões €]. Das receitas, as receitas provindas das comissões de negociação representam [...]% das receitas totais da *NYSE Group*, seguidas das comissões de admissão à negociação, serviços relativos a dados sobre os mercados ([...])% e processamento de dados ([...])%. As comissões de regulação, compostas de comissões de regulação dos membros e comissões de supervisão dos mercados ascenderam a [...]% do volume total de negócios desta.

¹ OFT, “*Anticipated merger between NYSE Group, Inc. and Euronext N.V.*”, de 9 de Outubro de 2006.

²

Indicam-se entre parêntesis rectos [...] ou [CONFIDENCIAL] as informações cujo conteúdo é considerado confidencial

Versão Pública

9. O volume de negócios realizado pela *NYSE Group*, em Portugal, foi em 2005, de € [< 150 Milhões €], resultante da prestação de serviços de admissão secundária à negociação de duas sociedades portuguesas (Grupo PT e EDP) e de um volume de negócios modesto relacionado com a venda de informação sobre mercados.
10. Nos termos do artigo 10.º da Lei da Concorrência, o volume de negócios da *NYSE Group* foi o seguinte:

Quadro 1: Volume de negócios da *NYSE Group*, nos anos de 2003, 2004 e 2005

	2003	2004	2005
Nível Mundial	[> 150 Milhões €]	[> 150 Milhões €]	[> 150 Milhões €]
EEE	[< 150 Milhões €]	[< 150 Milhões €]	[< 150 Milhões €]
Portugal	[< 150 Milhões €]	[< 150 Milhões €]	[< 150 Milhões €]

Fonte: Notificantes.

2.2. Euronext

11. A *Euronext* é uma sociedade de direito neerlandês, constituída em resultado da fusão das bolsas de Amesterdão, Bruxelas e Paris. É cotada na bolsa de Paris. Em 2002 expandiu a sua actividade através da aquisição da *London International Financial Futures and Options Exchange*, um mercado de derivados sediado em Londres e, da bolsa de valores portuguesa, a Bolsa de Valores de Lisboa e Porto, tendo a designação desta última sido alterada para *Euronext Lisbon*.
12. As receitas totais da *Euronext* ascenderam, em 2005, a cerca de € 961,9 milhões, tendo o mercado de derivados representado cerca de 34,5% daquelas receitas, seguido da negociação de acções (22,4%), venda de software (20,3%), serviços de informação sobre o mercado (9,7%), liquidação e custódia (4,1%) e negociação de produtos de taxa fixa, tais como obrigações (0,15%). As comissões de admissão à negociação representaram uma percentagem de apenas 6,6% das receitas totais da *Euronext*.
13. Nos termos do artigo 10.º da Lei da Concorrência, o volume de negócios da *Euronext*, foi o seguinte:

Quadro 2: Volume de negócios da *Euronext*, nos anos de 2003, 2004 e 2005

3

Indicam-se entre parêntesis rectos [...] ou [CONFIDENCIAL] as informações cujo conteúdo é considerado confidencial

Versão Pública

	2003	2004	2005
Nível Mundial	[> 150 Milhões €]	[> 150 Milhões €]	[> 150 Milhões €]
EEE	n.d.	[> 150 Milhões €]	[> 150 Milhões €]
Portugal	[< 150 Milhões €]	[< 150 Milhões €]	[< 150 Milhões €]

Fonte: Notificantes.

III – NATUREZA DA OPERAÇÃO

14. A operação em causa consiste, segundo as notificantes, numa fusão das actividades da *Nyse Group* e da *Euronext*, a nível internacional, resultante de uma combinação entre iguais, com base no contrato de *Combination Agreement*, celebrado de acordo com a legislação do Estado do Delaware, mediante a qual, as duas empresas anteriormente independentes, tornar-se-ão empresas subsidiárias de uma *holding comum*, a *NYSE Euronext*, através da realização de uma oferta de troca na bolsa de Paris, e de uma fusão, com uma outra sociedade da *NYSE Group*.
15. Com efeito, o acordo de vontades celebrado entre as partes, é um acordo redigido ao abrigo das normas de Direito Societário Norte-Americano, e não ao abrigo do Direito Societário Português².
16. A AdC considera também que a presente operação consubstancia uma operação de concentração, nos termos do n.º 1 do artigo 8.º, porquanto se assiste a uma alteração de controlo sobre duas empresas anteriormente independentes e que, em resultado da operação, passarão a ter a sua actuação no mercado pautada por uma *holding* comum.
17. Ainda, a Operação preenche pelo menos um dos critérios de notificação prévia de uma operação de concentração, tal como previsto na alínea a) do n.º 1 do artigo 9.º, todos da Lei da Concorrência.

² Nesse sentido, já a OFT, na Decisão proferida em 9 de Outubro de 2006, acima referida no ponto 5, considerava que “4. *Neither of the merging parties will continue to be carried on under the same ownership or control. The parties will thereby “cease to be distinct” for the purposes of section 26 of the Enterprise Act*”, e, nesse sentido, que a alteração de controlo sobre as empresas participantes na operação, consubstanciava uma operação de concentração.

Versão Pública

IV – MERCADO RELEVANTE

4.1 Visão geral da indústria dos valores mobiliários

18. Dado ser esta a primeira vez que a AdC analisa os mercados relativos à indústria de valores mobiliários, torna-se necessário fazer uma descrição mais pormenorizada desta indústria, o que será feito na presente Secção.
19. Em termos gerais, os mercados de valores mobiliários são mercados centralizados, onde os participantes (*traders*) compram e vendem valores mobiliários, incluindo acções, derivados e obrigações.
20. São várias as sociedades que se dedicam à actividade de negociação, incluindo os corretores (*brokers*) e as sociedades financeiras de corretagem (*brokers / dealers*), que, para além de poderem transaccionar valores mobiliários por conta própria, intervêm no mercado como intermediários de outros investidores, em particular por conta de pessoas singulares ou instituições que não tenham acesso directo ao sistema de negociação.
21. As transacções de valores mobiliários podem ser executadas no livro central de ofertas operado por uma bolsa de valores (doravante “negociação *on-book*”), bem como fora do âmbito do livro central de ofertas da bolsa de valores (doravante “negociação *off-book*”), através de diversos meios, onde se destacam os (i) Sistemas alternativos de negociação (doravante “ATS”), (ii) *Over-the-Counter* (doravante “OTC”), e a (iii) Internalização de ordens de transacção.
22. Os ATS, onde se incluem as redes de comunicação electrónicas, fornecem plataformas alternativas de baixo custo para a negociação de valores mobiliários. Já as transacções OTC resultam, normalmente, de acordos bilaterais celebrados entre corretores profissionais. Por último, diga-se que as instituições com volumes de transacções significativos podem “internalizar” as ordens de transacção, seja através do cruzamento de uma ordem de um cliente com a ordem de outro cliente, seja através da execução de transacções de clientes contra as suas próprias posições.
23. Sobre a possibilidade de “internalização” de ordens de transacção, por parte das instituições com volumes de transacção significativos, diga-se que a CMVM e o Banco

Versão Pública

de Portugal colocaram em consulta pública (até ao dia 29 de Dezembro de 2006) os Ante-projectos de Transposição da Directiva Comunitária dos Mercados de Instrumentos Financeiros (DMIF), que irá permitir aos bancos e intermediários financeiros a internalização das ordens de transacção. Ou seja, estas entidades terão a possibilidade de criarem plataformas alternativas de negociação de acções e sistemas de internalização de ordens, criando uma pressão competitiva adicional sobre as grandes bolsas de valores europeias. Acrescente-se que a referida directiva entra obrigatoriamente em vigor, em todos os países da União Europeia, em Novembro de 2007.

24. Um dos factores críticos de sucesso de uma bolsa de valores tem a ver com a respectiva liquidez ou profundidade do mercado. Diga-se, que um mercado é considerado líquido, quando o preço de um qualquer título não é materialmente afectado por ordens individuais de compra ou de venda, ou, dito de outra forma, a liquidez do mercado será tanto menor quanto maior for o impacto de uma ordem de compra ou venda de um valor mobiliário, de determinada dimensão, sobre o respectivo preço de mercado.³
25. A maior liquidez de mercado traduz-se, geralmente, em *spreads bid-ask*⁴ mais reduzidos, menor impacto sobre os preços de mercado resultantes de ordens de grande dimensão, e menor desfase temporal entre a ordem de compra ou venda e a execução da transacção, reduzindo desta forma, o custo de oportunidade que seria incorrido se a execução da ordem de transacção tivesse sido adiada.
26. Note-se, ainda, que a liquidez do mercado, ao condicionar (i) os *spreads bid-ask*, (ii) o custo de oportunidade que resulta do período temporal necessário à execução da transacção, e (iii) o impacto de uma ordem individual de compra ou de venda sobre o

³ Esta é também a opinião expressa no relatório "*Report on the proposed acquisition of London Stock Exchange plc by Deutsche Borse AG or by Euronext N.V.*", publicado pela Competition Commission do Reino Unido, e disponível em http://www.competition-commission.org.uk/reo_pub/reports/2005/fulltext/504.pdf.

⁴ O *spread bid-ask* é a diferença entre o melhor preço que os compradores estão dispostos a pagar (*bid price*) e o melhor preço que os vendedores estão dispostos a aceitar (*ask price*), em dado momento do tempo. O *spread bid-ask* é entendido como uma medida dos custos implícitos de transacção.

⁶ Indicam-se entre parêntesis rectos [...] ou [CONFIDENCIAL] as informações cujo conteúdo é considerado confidencial

Versão Pública

preço de mercado, determinam os custos implícitos de transacção no mercado de valores mobiliários.⁵

27. Para além dos custos implícitos *supra* referidos, e que dependem da liquidez do mercado, os custos de transacção num qualquer mercado de valores mobiliários, resultam ainda dos custos explícitos de transacção, incluindo comissões de negociação, de compensação e de liquidação.
28. Ainda relacionado com a temática da liquidez, refira-se que os mercados de valores mobiliários são caracterizados por externalidades de rede, na medida em que cada investidor participante no mercado beneficia da presença de outros investidores a negociar sobre a mesma plataforma. Ou seja, o aumento do número de investidores a actuar sobre um determinado mercado, traduz-se no aumento da liquidez deste e, por esta via, na redução dos custos implícitos de transacção naquele mercado.⁶
29. Diga-se que, no passado recente, tem-se vindo a assistir a um movimento de consolidação dos mercados bolsistas. Por exemplo, a *Euronext* resultou da fusão das bolsas de Amesterdão, Bruxelas, Paris, em Setembro de 2000. A *Euronext* expandiu, subsequentemente, a sua actividade através da aquisição, em Janeiro de 2002, da *London International Financial Futures and Options Exchange*, um mercado de derivados sediado em Londres e, em Fevereiro de 2002, através da aquisição da bolsa de valores portuguesa.
30. Já a *NYSE Group* controla duas bolsas de valores mobiliários, a Bolsa de Valores de Nova York e a *Archipelago Exchange*, tendo resultado da fusão das sociedades que controlavam cada uma daquelas bolsas de valores, fusão esta que foi formalizada em 7 de Março de 2006.

⁵ No caso de uma ordem individual grande dimensão, ter um impacto efectivo sobre o preço de mercado, note-se que uma ordem de compra fará aumentar o preço de mercado (obrigando o comprador a pagar um preço maior do que aquele que prevalecia antes da ordem de compra ter sido efectivada), e uma ordem de venda fará diminuir o preço de mercado (fazendo com que o vendedor receba um preço menor do que aquele que prevalecia antes da ordem de venda ter sido efectivada). Ou seja, o impacto da ordem de compra ou de venda é, neste cenário, prejudicial à entidade que deu origem à ordem de transacção, e daí este efeito ser um custo implícito da negociação em mercados de liquidez limitada.

⁶ Esta é igualmente a opinião da Competition Commission, do Reino Unido, apresentada no relatório "*Report on the proposed acquisition of London Stock Exchange plc by Deutsche Borse AG or by Euronext N.V.*", acima referenciado.

7

Indicam-se entre parêntesis rectos [...] ou [CONFIDENCIAL] as informações cujo conteúdo é considerado confidencial

Versão Pública

31. Seguindo o movimento de consolidação dos mercados bolsistas, a OMX é uma sociedade sueca que resultou da integração de diversas bolsas nórdicas e da região do báltico, incluindo as bolsas da Suécia, Finlândia, Dinamarca, Letónia, Estónia e Lituânia. Ou, recentemente, a bolsa de Viena que adquiriu uma participação maioritária na bolsa de Budapeste. Recentemente, a *London Stock Exchange* foi alvo de diversas tentativas de aquisição, por parte de outras bolsas, onde se incluem a bolsa alemã *DBAG* e a própria *Euronext* ou a bolsa americana *NASDAQ*.
32. Os mercados de valores mobiliários oferecem vários tipos de serviços, podendo estes ser classificados em quatro categorias gerais, a saber (i) os serviços de admissão à negociação, (ii) os serviços de negociação (de acções, obrigações ou derivados), (iii) os serviços pós-negociação (de compensação e de liquidação), e (iv) a venda de informação sobre mercados.
33. Sobre as categorias de serviços identificadas no ponto anterior, note-se que a AdC faz a distinção entre os serviços de admissão à negociação, tendo estes a ver com a colocação dos valores mobiliários junto dos investidores, e os serviços de negociação de valores mobiliários, tendo estes a ver com a transferência de titularidade dos valores mobiliários, por forma a criar liquidez no título em questão.

Serviços de admissão à negociação

34. Uma qualquer sociedade que pretenda que os seus valores mobiliários possam ser transaccionados numa bolsa de valores, deverá requerer a admissão daqueles valores mobiliários à negociação. Ou seja, a admissão à negociação é um serviço prestado por uma bolsa de valores à sociedade emitente que tem como objectivo a colocação dos valores mobiliários daquela sociedade no mercado de capitais.
35. O principal objectivo da sociedade que pede a admissão à negociação de um determinado valor mobiliário, junto de uma bolsa de valores, é, naturalmente, a angariação de capital junto de investidores, seja no momento da admissão inicial à negociação (através de uma Oferta Pública Inicial) ou através de uma qualquer oferta

Versão Pública

subsequente, como forma de minimizar os custos de financiamento das suas próprias actividades comerciais, diversificando as fontes de financiamento.⁷

36. As sociedades podem requerer a admissão à negociação junto de diversas bolsas de valores, sendo que a primeira admissão à negociação de uma sociedade é apelidada de admissão “primária” à negociação, e as admissões subsequentes junto de outras bolsas de valores são apelidadas de admissões “secundárias” à negociação.
37. A AdC considera que a grande maioria das empresas obtém uma única admissão à negociação, tipicamente junto da bolsa de valores do seu país de origem. Diga-se, aliás, que os custos e as dificuldades de execução associadas à obtenção de uma admissão à negociação em várias bolsas de valores, face aos benefícios daí resultantes, serão determinantes para que a maioria das empresas opte por, apenas, uma admissão à negociação.
38. Já nos casos em que as empresas requereram a admissão à negociação junto de várias bolsas de valores, a admissão primária ocorre normalmente junto da bolsa de valores do seu país de origem. De facto, de todas as empresas nacionais cotadas na *Euronext Lisbon*, apenas a EDP e a PT são cotadas em mais do que uma bolsa de valores, sendo que a admissão primária foi, nestes casos, requerida junto da *Euronext Lisbon* (e a admissão secundária junto do *NYSE*).
39. Relativamente à *Euronext Lisbon*, apenas quatro sociedades estrangeiras obtiveram admissões secundárias à negociação junto da bolsa de valores nacional. A saber, o *Banco Popular Español*, o *Banco Santander*, a *Sacyr Vallehermoso* e a *Espírito Santo Financial Group*, tendo as três primeiras empresas estado envolvidas em operações de fusão com sociedades portuguesas, e a última, embora sendo uma sociedade de direito estrangeiro, integra um grupo financeiro nacional.

⁷ O inquérito “*Going Public 2 – a survey of recently floated companies*”, conduzido pela *London Stock Exchange* e a *Eversheds*, e referido no “*Report on the proposed acquisition of London Stock Exchange plc by Deutsche Borse AG or by Euronext N.V.*”, acima referenciado, que concluiu que 71% dos inquiridos afirmam que o principal motivo para a admissão à cotação dos seus títulos mobiliários prende-se com a angariação de financiamentos. Ainda assim, outros motivos são apontados como tendo justificado a admissão à cotação, designadamente, o aumento da reputação e credibilidade da empresa (11% dos inquiridos), a substituição do capital de risco que financiou a empresa na fase de lançamento (11% dos inquiridos), ou uma forma de disponibilizar opções sobre as acções da empresa aos gestores e funcionários (5% dos inquiridos), entre outros motivos.

Versão Pública

40. Segundo as Notificantes, as admissões secundárias à negociação são normalmente procuradas tendo em vista a obtenção, por parte das empresas emitentes, do acesso a outro mercado de capitais e a bases de investidores alternativas, ou a um mercado mais líquido, ou, ainda, por diversas vezes, resultam de processos de fusão transfronteiriça que mantém admissões à negociação, nos territórios onde as empresas em causa se encontravam em actividade antes da fusão, por razões históricas.
41. As sociedades emitentes procuram ser admitidas à negociação junto da bolsa de valores que lhes disponibiliza o capital necessário ao mais baixo custo, o que, na generalidade dos casos, se traduz na admissão à negociação junto do mercado de valores localizado no país de origem da sociedade emitente, por ser neste mercado que a empresa tem uma presença mais forte e é melhor conhecida.
42. Também as Notificantes reconhecem a “predisposição nacional” (ou “*home bias*”) para que a admissão à negociação ocorra junto da bolsa de valores do país de origem da sociedade emitente, tendo aquelas entidades baseado o seu entendimento nas conclusões da *Competition Commission* que constam do já referido “*Report on the proposed acquisition of London Stock Exchange plc by Deutsche Borse AG or by Euronext N.V.*”.
43. Não obstante o fenómeno identificado no ponto anterior, algumas sociedades emitentes fazem a admissão primária à negociação, junto de bolsas de valores que não se encontram localizadas nos seus países de origem, designadamente por se tratarem de empresas originárias de países sem um mercado de valores mobiliários estabelecido ou suficientemente desenvolvido.
44. Face ao *supra* exposto, os serviços de admissão à negociação podem ser decompostos em (i) serviços de admissão primária à negociação, (ii) serviços de admissão secundária à negociação, e (iii) serviços de admissão primária internacional à negociação.
45. Ainda, sobre o tema da admissão à negociação, diga-se que a *Euronext* reformulou significativamente o seu serviço de admissão à negociação, em 2005. A *Euronext* concentrou os vários mercados regulamentados nacionais que a integram, num único mercado, o denominado “*Eurolist by Euronext*”. Este mercado passou a integrar os três mercados principais de Paris (*Premier Marché*, *Second Marché* e *Nouveau Marché*), a

Versão Pública

Euronext Amesterdão, a *Euronext* Bruxelas e a *Euronext* Lisboa. Ainda que as entidades emitentes continuem a escolher uma localização de entrada (Paris, Amesterdão, Bruxelas ou Lisboa) para a admissão à negociação dos valores mobiliários por si emitidos, os mesmos valores mobiliários poderão ser transaccionados a partir de qualquer localização onde a *Euronext* opera, através da *Eurolist*.

Serviços de negociação

46. No que concerne aos serviços de negociação, estes podem ser decompostos em (i) serviços de negociação de acções, (ii) serviços de negociação de obrigações, e (iii) serviços de negociação de derivados.
47. No que se refere aos serviços de negociação de acções, as externalidades de rede determinam que os volumes de negociação e, conseqüentemente, da liquidez, em relação a uma acção ou grupo de acções, tendam a concentrar-se, normalmente, numa só bolsa de valores. Ainda assim, algumas acções são negociadas em mais do que uma bolsa de valores, como forma de aceder a diferentes grupos de investidores.
48. As obrigações são instrumentos financeiros que vencem juros a um prazo determinado, no final do qual o emitente deverá pagar, tipicamente, o montante do capital investido e os respectivos juros ou cupão. As obrigações podem ser emitidas por diferentes tipos de entidades, incluindo organizações supranacionais (tais como o Banco Europeu de Investimento), governos nacionais e autoridades governamentais, ou sociedades, sendo um meio para a angariação de capital. Nestes termos, seria eventualmente possível segmentar o mercado dos serviços de negociação de obrigações em função da entidade emitente, o que não se fará, para efeitos de análise da presente operação de concentração, uma vez que os efeitos jus-concorrenciais daí derivados não seriam alterados.
49. Os contratos de derivados são instrumentos financeiros cujo preço deriva do valor dos activos que lhe estão subjacentes, sendo estes contratos particularmente utilizados como instrumentos de gestão de riscos. O activo subjacente pode ser qualquer activo, incluindo acções e obrigações, divisas, mercadorias, etc. Contrariamente ao que ocorre em relação às acções, que são admitidas à negociação a pedido da sociedade emitente, os contratos de derivados são criados e admitidos à negociação pela própria bolsa de valores.

Versão Pública

50. Os derivados podem ser divididos em duas grandes categorias, os Futuros e as Opções, abrangendo nestas categorias uma gama diversificada de produtos financeiros distintos. As Notificantes identificam seis segmentos de produtos derivados distintos, a saber (i) derivados sobre acções, (ii) derivados sobre índices accionistas, (iii) derivados sobre taxas de juro de longo prazo, (iv) derivados sobre taxas de juro de curto prazo, (v) derivados sobre mercadorias, e (vi) derivados sobre divisas.⁸
51. Segundo as Notificantes, a maioria das transacções de derivados e de obrigações, assim como um volume substancial da negociação de acções, são realizadas sobre a forma *off-book*. Por exemplo, a *Competition Commission*, do Reino Unido, chegou à conclusão que “[cerca de] dois terços da negociação de acções, quase 100% da negociação de obrigações e quase 90% da negociação de derivados no Reino Unido é efectuada *off-book*”⁹, sendo as Notificantes da opinião que a proporção das transacções efectuadas *off-book*, em Portugal, apresenta valores comparáveis ao referido pela *Competition Commission* para o Reino Unido.

Serviços pós-negociação

52. As actividades de compensação e de liquidação têm lugar após a execução da transacção, sendo a compensação um estágio intermédio entre a negociação e a liquidação, e a liquidação o que conclui a transferência da titularidade do valor mobiliário transaccionado.
53. A compensação é feita através das apelidadas Câmaras de Compensação, que preparam as ordens de transferência dos valores mobiliários e estabelecem as posições finais para a respectiva liquidação. Adicionalmente, as Câmaras de Compensação são ainda responsáveis por (i) oferecer uma garantia de execução da transferência, (ii) prestar serviços de contraparte central, tornando-se a contraparte comum para o comprador e para o vendedor de cada negócio, assumindo desta forma o risco de incumprimento e garantindo o anonimato da transacção, e (iii) prestar serviços de cálculo de margens e de compensação.

⁸ As notificantes basearam-se nas conclusões do relatório “*Report on the proposed acquisition of London Stock Exchange plc by Deutsche Borse AG or by Euronext N.V.*”, acima referenciado.

⁹ Conforme ponto 2.4 do documento “*Report on the proposed acquisition of London Stock Exchange plc by Deutsche Borse AG or by Euronext N.V.*”, acima referenciado.

Versão Pública

54. Para que estas funções sejam executadas de forma eficiente, normalmente a bolsa de valores nomeia, em nome dos seus membros, um único prestador de serviços de compensação para todas as transacções realizadas através daquela bolsa.
55. A liquidação constitui a entrega de valores mobiliários contra o pagamento em dinheiro, no seguimento da execução de uma transacção, fazendo-se desta forma a transferência da titularidade dos valores mobiliários em causa. A transferência de titularidade e a correspondente liquidação das obrigações mútuas das contrapartes da transacção fica registada junto de uma entidade nacional que desempenha as funções de depositário central de valores mobiliários (*“central security depositary”* ou *“CSD”*). Em Portugal, a Interbolsa desempenha as funções de *CSD*, prestando os correspondentes serviços de registo central de valores mobiliários, mas igualmente de liquidação das transacções.

Venda de informação sobre mercados

56. A entidade gestora de uma bolsa fornece informação própria e originária sobre os mercados que gere, que é da sua exclusiva propriedade, designadamente, informação em tempo real sobre preços e volumes de transacção. Estas entidades participam ainda num mercado mais lato de serviços de informação financeira, fornecendo informação produzida sobre, designadamente, índices e informação histórica diversa.

4.2 Mercados do Produto e Geográfico Relevantes

Posição das Notificantes

57. As Notificantes, baseadas nas conclusões da *Competition Commission*¹⁰ consideram os seguintes mercados relevantes para os fins da presente operação de concentração:
- (i) A prestação às empresas portuguesas de serviços de admissão primária à negociação;

¹⁰ Conforme documento *“Report on the proposed acquisition of London Stock Exchange plc by Deutsche Borse AG or by Euronext N.V.”*, acima referenciado.

Versão Pública

- (ii) A prestação a sociedades não portuguesas de serviços de admissão primária internacional à negociação;
- (iii) A prestação de serviços de admissão secundária à negociação;
- (iv) A prestação de serviços de negociação de acções;
- (v) A prestação de serviços de negociação de derivados;
- (vi) A prestação de serviços de negociação de obrigações;
- (vii) A prestação de serviços de compensação em Portugal;
- (viii) A prestação de serviços de liquidação em Portugal;
- (ix) A venda de informação sobre mercados em Portugal.

58. Ainda assim, e tendo as Notificantes seguido o quadro analítico geral desenvolvido pela *Competition Commission* para a definição dos mercados, no sector em questão, fazem notar que as actividades da *NYSE Group*, em Portugal, confinam-se exclusivamente à prestação de serviços de admissão secundária à negociação e à venda de informação sobre mercados, sendo que em ambos os casos as suas actividades são de *minimis*.

Posição da Autoridade da Concorrência

59. Conforme *supra* referido no ponto 35, a admissão à negociação de um determinado valor mobiliário, junto de uma bolsa de valores, tem como principal objectivo a angariação de capital junto de investidores, por parte da sociedade emitente daqueles valores mobiliários. Ora, neste cenário, importa avaliar em que medida é que fontes alternativas de financiamento (*v.g.*, financiamento bancário ou outras formas de dívida, formas de capital próprio não admitidas à negociação junto de uma bolsa de valores) são substitutas do financiamento accionista obtido junto de uma bolsa de valores.
60. Atendendo a que existem limitações à substituibilidade de capital accionista por dívida, resultantes, nomeadamente, do facto da empresa procurar implementar uma estrutura óptima de capital (em termos de rácios entre o nível de endividamento e o capital próprio) que procura minimizar o custo do capital investido, a que acresce o facto da admissão à negociação permitir um grau de liquidez aos accionistas que, dificilmente, poderia ser garantido, caso a empresa não negociasse os seus valores mobiliários numa bolsa de valores, conclui a AdC que os serviços de admissão à negociação fornecidos por uma bolsa de valor e as outras formas de financiamento das empresas não são produtos substitutos entre si, não devendo, como tal, ser incluídos no mesmo mercado do produto.

Versão Pública

Serviços de admissão primária à negociação

61. Relativamente ao âmbito geográfico do mercado dos serviços de admissão primária à negociação, concluiu a AdC que as empresas nacionais não consideram as bolsas de valores estrangeiras como uma alternativa à *Euronext Lisbon*, o que resulta do facto destas empresas, ao procurarem ser admitidas à negociação junto da bolsa de valores que lhes disponibiliza o capital necessário ao mais baixo custo, acabam por fazê-lo, normalmente, junto do mercado nacional (*cf.* pontos 41 e 42 *supra*). Nestes termos, conclui a AdC que o mercado relevante dos serviços de admissão primária à negociação apresenta um âmbito geográfico nacional. Neste mercado, a *Euronext Lisbon* é a única bolsa de valores a oferecer serviços.

Serviços de admissão secundária à negociação

62. Já no que concerne ao âmbito geográfico do mercado de serviços de admissão secundária à negociação ou do mercado de admissão internacional à negociação, considera a AdC haver alguma substituibilidade, na perspectiva da procura, entre as várias bolsas de valores localizadas fora do território nacional. Ou seja, uma empresa nacional que procure uma admissão à negociação junto de uma segunda bolsa de valores (admissão secundária), pode optar por fazê-lo junto de várias bolsas internacionais. Raciocínio idêntico se aplica no que se refere às empresas que procuram uma admissão primária à negociação fora do seu território de origem.
63. Ainda assim, as Notificantes argumentaram que o mercado bolsista onde a entidade emitente requer a admissão secundária à negociação é escolhido, em muitos casos, por razões históricas (*v.g.*, a presença forte da empresa nesses países em resultado, designadamente, de processos de fusão transfronteiriços). Neste cenário, poderia argumentar-se que nem todas as bolsas de valores localizadas fora do território nacional são, na perspectiva da procura, substitutas na oferta de serviços de admissão secundária à negociação.
64. Ou seja, embora se reconheça que o mercado dos serviços de admissão secundária à negociação inclui diversas bolsas localizadas fora do território nacional, a AdC reconhece a argumentação do ponto anterior. Ainda assim, considera que a análise não está dependente da delimitação geográfica exacta daquele mercado do produto.

Versão Pública

65. Face ao exposto nos pontos anteriores, considera a AdC, no âmbito do presente procedimento, que o mercado dos serviços de admissão secundária à negociação apresenta um âmbito geográfico internacional.

Serviços de admissão primária internacional à negociação

66. De igual forma, também no caso do mercado dos serviços de admissão primária internacional à negociação, defende a AdC que as principais bolsas de valores internacionais são consideradas substitutas, na perspectiva da procura. Assim, e atendendo a que a delimitação geográfica exacta deste mercado não influi nas conclusões jus-concorrenciais a apresentar, a AdC considera, no âmbito do presente procedimento, que o mercado dos serviços de admissão primária internacional à negociação apresenta um âmbito geográfico internacional.

Serviços de negociação

67. A AdC aceita a posição das Notificantes de separação dos mercados dos serviços de admissão à negociação, dos mercados dos serviços de negociação e dos mercados de serviços pós-negociação (compensação e liquidação), por se tratarem de serviços claramente distintos. Ou seja, estamos na presença de três grupos distintos de mercados do produto.
68. Relativamente aos serviços de negociação, e conforme exposto *supra* no ponto 21, as transacções de valores mobiliários podem resultar de negociações *on-book*, através de uma bolsa de valores, ou de negociações *off-book*, através de diversos meios tais como os ATS, os OTC e a Internalização de ordens de transacção. Face às várias plataformas de negociação, importaria aferir da substituibilidade das mesmas para concluir da delimitação do mercado relevante.
69. Não obstante o referido no ponto anterior, e considerando que as partes envolvidas na presente operação estão activas, apenas, na oferta de serviços de negociação *on-book*, e que a análise jus-concorrencial não seria distinta noutros cenários, a AdC considera, no âmbito da presente operação de concentração, a delimitação mais restritiva do mercado, ou seja, considera apenas as vertentes dos serviços de negociação *on-book*.
70. Já no que concerne à delimitação geográfica dos mercados de serviços de negociação, embora reconhecendo que, devido às externalidades de rede que caracterizam a

Versão Pública

indústria, a liquidez de um qualquer activo mobiliário tende a concentrar-se numa só bolsa de valores (*cf.* ponto 47), a substituibilidade do lado da oferta poderá conduzir-nos a uma delimitação do mercado mais lata do que o território nacional. No presente procedimento, a AdC considera não ser relevante a delimitação geográfica exacta deste mercado, na medida em que a análise jus-concorrencial não está dependente de tal delimitação.

71. Não obstante, considerando que a presente operação de concentração envolve bolsas de valores localizadas na Europa e nos EUA, e que a análise jus-concorrencial não seria distinta noutros cenários, a AdC considera, no âmbito da presente operação de concentração, uma delimitação geográfica internacional para os mercados de serviços de negociação, que inclui, pelo menos, a Europa e os EUA.

Serviços pós-negociação

72. No que concerne os serviços pós-negociação, a AdC aceita a posição das Notificantes, que defendem que os serviços de compensação e os serviços de liquidação constituem dois mercados do produto distintos, designadamente, porque do lado da oferta, a infra-estrutura associada ao fornecimento de serviços de compensação é claramente distinta da infra-estrutura associada ao fornecimento de serviços de liquidação, como aliás, resulta evidente da análise *infra* (*cf.* pontos 100 a 109).

Serviços de informação sobre mercados financeiros

73. Relativamente aos serviços de informação sobre mercados financeiros, identificaram-se dois tipos de informação financeira, informação em tempo real sobre preços e volumes de negócio em cada bolsa de valores, e informação financeira diversa sobre a evolução de índices de mercado. Embora considerando poder justificar-se uma eventual segmentação dos serviços de informação em vários mercados, conforme se trate ou não de informação em tempo real, a AdC não considerou necessário proceder a uma delimitação exacta deste(s) mercado(s) de informação financeira, por não ter qualquer implicação em termos de análise jus-concorrencial. Assim, no presente procedimento, considera-se como mercado relevante o mercado dos serviços de informação sobre mercados em Portugal.

4.3 Conclusão

Versão Pública

74. Em conclusão, a Autoridade da Concorrência entende que, para efeitos da avaliação da presente operação de concentração projectada, os mercados relevantes são: (i) mercado dos serviços de admissão primária à negociação, em Portugal; (ii) mercado de serviços de admissão primária internacional à negociação; (iii) mercado de serviços de admissão secundária à negociação; (iv) mercado de serviços de negociação de acções; (v) mercado de serviços de negociação de derivados; (vi) mercado de serviços de negociação de obrigações; (vii) mercado de serviços de compensação em Portugal; (viii) mercado de serviços de liquidação em Portugal; (ix) mercado de informação sobre mercados em Portugal.

V – ANÁLISE DO MERCADO E AVALIAÇÃO CONCORRENCIAL

5.1. Mercado de serviços de admissão primária à negociação, em Portugal

75. Tal como acima referido nos pontos 37 a 42, existe uma tendência para as sociedades emitentes requererem a admissão primária à negociação junto das bolsas de valores dos seus países de origem, pelo que, no que respeita à prestação de serviços de admissão primária à negociação, as bolsas de valores estrangeiras (*in casu*, as bolsas controladas pela *NYSE Group*) não concorrem significativamente com a *Euronext Lisbon*. Tal facto levou, aliás, a AdC a definir este mercado como tendo âmbito geográfico nacional.
76. A *NYSE Group* não se encontra activa na prestação de serviços de admissão primária à negociação em Portugal, pelo que, não existe sobreposição horizontal entre as actividades da *Euronext* e as actividades da *NYSE* no mercado em análise. Da mesma forma, e atento o movimento de consolidação das bolsas de valores (cfr. pontos 29 a 31), assim como a dimensão do mercado de serviços de admissão primária à negociação em Portugal, não parece provável que a *NYSE Group* venha a estar activa ou represente qualquer forma de concorrência potencial sobre a *Euronext Lisbon*, no mercado relevante em análise.
77. Assim, face ao *supra* exposto no ponto anterior, conclui a AdC que a operação de concentração em causa não é susceptível de conduzir à criação ou reforço de uma posição dominante, da qual possam resultar entraves significativos à concorrência, no mercado de serviços de admissão primária à negociação, em Portugal.

Versão Pública

5.2. Mercado de serviços de admissão primária internacional à negociação

78. Conforme *supra* referido no ponto 43, algumas sociedades emitentes fazem a admissão primária à negociação junto de bolsas de valores que não se encontram localizadas nos seus países de origem, designadamente por se tratarem de empresas originárias de países sem um mercado de valores mobiliários estabelecido ou suficientemente desenvolvido. Diga-se que, até ao momento, nenhuma sociedade portuguesa requereu a admissão primária à negociação junto de uma bolsa estrangeira.
79. Segundo a legislação da concorrência em vigor, deverá a AdC avaliar eventuais entraves significativos à concorrência, resultantes de uma operação de concentração, se os mesmos resultarem em efeitos sobre o território nacional ou parte deste.
80. Ora, parece ser improvável que eventuais entraves à concorrência na oferta de serviços de admissão primária à negociação, a empresas não nacionais e originárias de países sem mercados de capitais estabelecidos, tenham um impacto material sobre o território nacional ou parte deste.
81. Nestes termos, conclui a AdC que a operação de concentração em causa não é susceptível de conduzir à criação ou reforço de uma posição dominante, da qual possam resultar entraves significativos à concorrência, no mercado de serviços de admissão primária internacional à negociação, e que tenha efeitos no território nacional ou em parte deste.

5.3. Mercado de serviços de admissão secundária à negociação

82. Face à tendência para que a admissão primária à negociação das sociedades emitentes nacionais ocorra junto da *Euronext Lisbon* (cfr. pontos 37 a 42), e dado que todos os valores mobiliários admitidos à negociação junto da *Euronext Lisbon* podem, através da *Eurolist*, ser transaccionados a partir de qualquer uma das bolsas que integram a *Euronext* (cfr. ponto 45), conclui a AdC que as sociedades emitentes nacionais que pretendam requerer uma admissão secundária à negociação, não o farão junto de nenhuma das bolsas que integra a *Euronext*.
83. Assim, a presente operação de concentração não resulta em preocupações concorrenciais para as empresas nacionais, no mercado em análise, dado que,

Versão Pública

provavelmente, estas empresas não consideram a *Euronext* como uma alternativa viável junto da qual possam requerer a admissão secundária à negociação. Aliás, diga-se que as únicas empresas nacionais que optaram por requerer a admissão secundária à negociação, [CONFIDENCIAL], fizeram-no junto da *NYSE*.

84. Nestes termos, conclui a AdC que a operação de concentração em causa não é susceptível de conduzir à criação ou reforço de uma posição dominante, da qual possam resultar entraves significativos à concorrência, no mercado de serviços de admissão secundária à negociação.

5.4. Mercado de serviços de negociação de acções

85. Conforme *supra* referido no ponto 47, as externalidades de rede determinam que os volumes de negociação e, conseqüentemente de liquidez, em relação a uma acção ou grupo de acções tendam a concentrar-se, normalmente, numa só bolsa de valores. Por outro lado, o fenómeno de "*home bias*" identificado nos pontos 41 e 42 faz com que, em princípio, as acções sejam geralmente admitidas à negociação nas bolsas dos países de origem das sociedades emitentes, ficando a liquidez dessas acções concentrada na própria bolsa de valores nacional
86. Face aos fenómenos referidos no ponto anterior, e baseadas nas conclusões da *Competition Commission*¹¹, as Notificantes argumentam que a possibilidade de existência de uma concorrência directa entre bolsas de valores está intrinsecamente limitada pelas externalidades de rede que caracterizam a negociação de acções e, como tal, a concorrência directa entre bolsas de valores é apenas um fenómeno esporádico.
87. Face ao *supra* exposto, designadamente no que se refere à importância da liquidez para o sucesso de uma bolsa de valores e às externalidades de rede que caracterizam a negociação de acções, a AdC subscreve a opinião das Notificantes expressa no ponto anterior.
88. Por outro lado, embora reconhecendo que as bolsas de valores estão ainda constringidas concorrenciaismente pela ameaça de uma bolsa rival lançar um serviço

¹¹ Conforme documento "*Report on the proposed acquisition of London Stock Exchange plc by Deutsche Borse AG or by Euronext N.V.*", *supra* referenciado.

Versão Pública

de negociação concorrente, entrando no mercado nacional das primeiras, a AdC subscreve a opinião das Notificantes quando estas defendem ser altamente improvável que a *NYSE Group* possa vir a lançar um serviço de negociação de acções para concorrer com a *Euronext Lisbon*. De facto, face à dimensão e importância do mercado bolsista nacional, e face ao movimento de consolidação dos mercados bolsistas mundiais (*cfr.* pontos 29 e 31), a possibilidade da *NYSE* vir a entrar no mercado nacional é apenas uma possibilidade remota. Nestes termos, a presente operação de concentração não tem qualquer impacto sobre a concorrência potencial enfrentada pela *Euronext Lisbon*, no mercado do serviço em análise.

89. Ainda assim, e caso se tivesse concluído que a *Euronext Lisbon* sofre a concorrência potencial de bolsas de valores estrangeiras, pela possibilidade, ainda que remota, destas virem a entrar no mercado nacional, outras bolsas (para além da *NYSE*) continuariam a exercer uma concorrência potencial sobre a *Euronext Lisbon*, no cenário pós-operação, tais como a *Deutsche Borse*, o *NASDAQ*, a *OMX*, ou as bolsas regionais espanholas, em particular, a Bolsa de Madrid.
90. Nestes termos, conclui a AdC que a presente operação de concentração não tem por efeito a redução da concorrência em Portugal, no mercado dos serviços de negociação de acções.
91. Assim, e face ao *supra* exposto nos pontos 85 e seguintes, conclui a AdC que a operação de concentração em causa não é susceptível de conduzir à criação ou reforço de uma posição dominante, da qual possam resultar entraves significativos à concorrência, no mercado dos serviços de negociação de acções.

5.5. Mercado de serviços de negociação de derivados

92. Os mercados de derivados operados pelas partes envolvidas na presente operação, a *Euronext.liffe*¹² e a *NYSE Arca*, prestam serviços de negociação relativamente a produtos distintos e, até mesmo, complementares. Assim, a *NYSE Arca* encontra-se activa nos mercados de (i) opções (e não futuros) sobre acções americanas cotadas na *NYSE Arca*, na *NYSE*, na *AMEX* e no *NASDAQ*, e (ii) opções (e não futuros) sobre

¹² A *Euronext* inclui os mercados de derivados operados pela *Euronext Amsterdam*, pela *Euronext Brussels*, pela *Euronext Lisbon*, pela *Euronext Paris* e pela *LIFFE Administration and Management* (em Londres).

Versão Pública

índices de acções americanos. Já a *Euronext.Liffe* não opera qualquer negócio de opções sobre acções americanas, nem de derivados sobre índices dos EUA.

93. O negócio da *Euronext.Liffe* de derivados sobre acções diz unicamente respeito a acções admitidas à negociação na Bélgica, Holanda, França, Portugal e Reino Unido, transaccionando ainda derivados sobre índices de acções daqueles países, e sobre dois índices pan-europeus. A *NYSE Arca* não transacciona estes produtos.
94. Por outro lado, face às externalidades de rede já identificadas e que caracterizam os mercados de negociação de títulos mobiliários, os volumes de negociação e, conseqüentemente, de liquidez, em relação a qualquer derivado ou grupo de derivados tendam a concentrar-se, normalmente, numa só bolsa de valores. Por esta razão, é improvável que a *Euronext.Liffe* venha a lançar produtos derivados semelhantes aos da *NYSE Arca*, ou vice-versa.
95. Face ao *supra* exposto nos pontos 92 e seguintes, conclui a AdC que a operação de concentração em causa não é susceptível de conduzir à criação ou reforço de uma posição dominante, da qual possam resultar entraves significativos à concorrência, no mercado dos serviços de negociação de derivados.

5.6. Mercado de serviços de negociação de obrigações

96. Tanto a *Euronext* como a *NYSE Group* prestam serviços de negociação de obrigações, estando as actividades da *Euronext*, a este nível, centradas unicamente na Europa e as actividades do Grupo *NYSE* centradas exclusivamente nos EUA. Já a *Euronext Lisbon* presta serviços de negociação de obrigações em Portugal, quer sejam obrigações do sector público ou obrigações do sector privado.
97. Acresce que *Euronext* e a *Borsa Italiana*, através da empresa comum *MBE Holding*, controlam a *MTS, S.p.A.* (doravante “SPA”), uma plataforma de negociação electrónica regulamentada para a negociação por grosso de obrigações e, em particular, para a negociação de dívida pública ou quase-pública europeia, e que controla diversas subsidiárias estabelecidas em diferentes Estados-Membros da União Europeia que prestam serviços de negociação de obrigações. Por exemplo, a *MTS Portugal*, opera um mercado regulamentado de obrigações, o Mercado Especial de Dívida Pública (MEDIP).

Versão Pública

98. Como se infere do *supra* exposto, não existe qualquer sobreposição horizontal relativamente às actividades das partes envolvidas na presente operação, no mercado da negociação de obrigações. Os serviços de admissão à negociação e os serviços de negociação de obrigações da *Euronext Lisbon* estão exclusivamente relacionados com o mercado português, e a *NYSE Group* não oferece este tipo de serviços em Portugal ou em qualquer país da Europa. Da mesma forma, a ameaça de entrada do Grupo *NYSE*, em Portugal, é uma possibilidade extremamente remota, pelo que o Grupo *NYSE* não representa qualquer tipo de concorrência potencial sobre a *Euronext Lisbon*, no que diz respeito à negociação de obrigações.
99. Nestes termos, conclui a AdC que a operação de concentração em causa não é susceptível de conduzir à criação ou reforço de uma posição dominante, da qual possam resultar entraves significativos à concorrência, no mercado do produto relevante considerado.

5.7. Mercado de serviços de compensação em Portugal

100. Os serviços de CSD e de compensação nos EUA são prestados pelo *Depositary Trust & Clearing Corporation* (doravante “DTCC”), ao passo que as opções são compensadas pela *Option Clearing Corporation* (doravante “OCC”), sendo que a *NYSE Group* não exerce qualquer influência substancial sobre a DTCC, e não tem qualquer participação no OCC.¹³
101. No caso dos mercados geridos pela *Euronext*, os serviços de compensação são prestados pela *LCH.Clearnet Group Limited* (doravante “LCH.Clearnet”), a qual presta igualmente serviços de compensação a outras bolsas de valores, para além das já referidas bolsas geridas pela *Euronext*. A *Euronext* não exerce qualquer controlo, de direito ou de facto, sobre a *LCH.Clearnet*, na medida em que tem os seus direitos de votos limitados a 24,9%, e pode nomear apenas 3 dos 19 administradores da *LCH.Clearnet*.

¹³ A *NYSE Group* detinha anteriormente uma participação de [CONFIDENCIAL]% do capital social ordinário emitido pelo DTCC, tendo a quase totalidade do mesmo sido desinvestido em 28 de Março de 2006. A DTCC é administrada por um conselho independente de 18 administradores designados pelos respectivos utilizadores, sendo que a *NYSE Group* pode nomear [CONFIDENCIAL] daqueles 18 administradores.

Versão Pública

102. Ademais, nem a DTCC nem a OCC prestam serviços de compensação fora dos EUA, considerando ainda as Notificantes que não será provável que aquelas entidades venham a oferecer serviços de compensação em Portugal ou em qualquer outra parte da Europa. Nesta medida, defendem as Notificantes que a presente operação de concentração não afectará as condições de concorrência existentes no que respeita à prestação de serviços de compensação em Portugal, posição que a AdC subscreve.
103. Da mesma forma, e atendendo particularmente à ausência de controlo da *Euronext* sobre a *LCH.Clearnet*, entende a AdC que da presente operação de concentração não resultarão qualquer efeitos de natureza vertical relacionados com os serviços de compensação.
104. Nos termos referidos nos pontos anteriores, conclui a AdC que a operação de concentração em causa não é susceptível de conduzir à criação ou reforço de uma posição dominante, da qual possam resultar entraves significativos à concorrência, no mercado dos serviços de compensação em Portugal.

5.8. Mercado de serviços de liquidação em Portugal

105. A *NYSE Group* não está activa na oferta de serviços de liquidação. Já no caso da *Euronext*, os serviços de liquidação são, com excepção da bolsa portuguesa, efectuados pela *Euroclear*, sendo que a *Euronext* detém uma participação de apenas 4% sobre o capital desta sociedade. No caso da bolsa portuguesa, os serviços de liquidação são efectuados pela Interbolsa, que é actualmente detida na totalidade pela *Euronext Lisbon*.
106. As Notificantes defendem que, atendendo à ausência da *NYSE Group* do mercado para a prestação de serviços de liquidação, ou, em alternativa, atendendo a que a *Euroclear*, a Interbolsa e a DTCC executam as funções de CSD em mercados nacionais distintos, a presente operação de concentração não terá qualquer efeito de natureza horizontal na prestação de serviços de liquidação em Portugal. A AdC subscreve esta posição das Notificantes, no âmbito do presente procedimento.

Versão Pública

107. Defendem ainda as Notificantes que a presente operação de concentração não dará origem a quaisquer questões verticais significativas, em Portugal, em relação aos serviços de liquidação, posição com a qual a AdC concorda.
108. Ou seja, ainda que a Interbolsa seja totalmente detida pela *Euronext Lisbon*, concluiu a AdC que da presente operação não resulta qualquer reforço na capacidade da *Euronext* para influenciar a condução da Interbolsa, nem qualquer alteração de incentivos no sentido da discriminação do acesso de todas as partes aos serviços de liquidação da Interbolsa.
109. Nestes termos, conclui a AdC que a operação de concentração em causa não é susceptível de conduzir à criação ou reforço de uma posição dominante, da qual possam resultar entraves significativos à concorrência, no mercado dos serviços de liquidação em Portugal.

5.9. Mercado de informação sobre mercados em Portugal

110. Conforme *supra* referido no ponto 56, a entidade gestora de uma bolsa de valores fornece dois tipos de informação, informação própria e originária sobre os mercados que gere (informação em tempo real sobre preços e volumes de transacção), e informação financeira diversa sobre índices de mercado e informação histórica diversa.
111. Relativamente ao primeiro tipo de informação, a entidade que gere uma determinada bolsa de valores é a única entidade que tem acesso a informação em tempo real sobre esse mercado, sendo por isso, a única entidade activa no fornecimento deste tipo de informação. Ou seja, não existe, a este nível, qualquer tipo de sobreposição horizontal entre as entidades gestoras das várias bolsas de valor.
112. Sobre o segundo tipo de informação, esta enquadra-se no mercado mais vasto da informação financeira (histórica) sobre mercados, a *NYSE Group* não se encontra activa na oferta deste tipo de informação, e a *Euronext* fornece gratuitamente toda a informação que é fornecida com um desfasamento de, pelo menos 15 minutos. Por outro lado, a oferta de informação histórica sobre mercados é significativamente contestável e de reduzidas barreiras à entrada.
113. Face ao referido aos pontos 111 e 112, conclui a AdC que a operação de concentração em causa não é susceptível de conduzir à criação ou reforço de uma posição

Versão Pública

dominante, da qual possam resultar entraves significativos à concorrência, no mercado da informação sobre mercados em Portugal.

VI – PARECER DO REGULADOR SECTORIAL (CMVM)

114. Atento os mercados em causa, a AdC solicitou, ao abrigo do artigo 6.º do Decreto-Lei n.º 10/2003, de 18 de Janeiro, e do artigo 39.º, n.º 1 da Lei da Concorrência, um Parecer à Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (doravante CMVM), tendo o mesmo sido emitido com data de 6 de Dezembro de 2006.
115. A CMVM não manifestou qualquer preocupação de natureza sectorial relativa à concretização da presente operação de concentração.
116. A CMVM vem informar a AdC que o Colégio de Reguladores da *Euronext*, composto pela CMVM, pela AFM (*Autoriteit Financiële Markten*), AMF (*Autorité des Marchés Financiers*), CBFA (*Commission Bancaire, Financière et des Assurances*) e FSA (*Financial Services Authority*), emitiu, no dia 30 de Novembro de 2006, uma carta de conforto dirigida à *Euronext NV*, em apreciação preliminar da projectada operação de integração com a *NYSE* e das questões regulatórias associadas.
117. O Parecer tecido pela CMVM, teve por objectivos (i) caracterizar os mercados de valores mobiliários existentes em Portugal; (ii) referir a evolução do regime jurídico aplicável a entidades gestoras de mercados regulamentados; (iii) atender às implicações ao nível da concorrência; e (iv) analisar o eventual impacto nos investidores, tendo a AdC tomado em devida apreciação a análise ali elaborada.

VII – AUDIÊNCIA DE INTERESSADOS

118. Nos termos do n.º 2 do artigo 38.º da Lei n.º 18/2003, de 11 de Junho, foi dispensada a audição prévia dos autores da notificação, dada a ausência de contra-interessados e o sentido da decisão que é de não oposição.

VIII – CONCLUSÃO

Versão Pública

Face ao exposto, o Conselho da Autoridade da Concorrência, no uso da competência que lhe é conferida pela alínea b) do n.º 1, do artigo 17.º dos Estatutos, aprovados pelo Decreto-Lei n.º 10/2003, de 18 de Janeiro, delibera, nos termos da alínea b) do n.º 1 do artigo 35.º da Lei n.º 18/2003, de 11 de Junho, não se opor à presente operação de concentração, uma vez que a mesma não é susceptível de criar ou reforçar uma posição dominante da qual possam resultar entraves significativos à concorrência efectiva, no território nacional ou em parte deste, nos seguintes mercados (i) *mercado dos serviços de admissão primária à negociação, em Portugal*; (ii) *mercado de serviços de admissão primária internacional à negociação*; (iii) *mercado de serviços de admissão secundária à negociação*; (iv) *mercado de serviços de negociação de acções*; (v) *mercado de serviços de negociação de derivados*; (vi) *mercado de serviços de negociação de obrigações*; (vii) *mercado de serviços de compensação em Portugal*; (viii) *mercado de serviços de liquidação em Portugal*; (ix) *mercado de informação sobre mercados em Portugal*.

Lisboa, 22 de Dezembro de 2006

O Conselho da Autoridade da Concorrência

Prof. Doutor Abel Mateus
(Presidente)

Eng. Eduardo Lopes Rodrigues
(Vogal)

Dra. Teresa Moreira
(Vogal)