

Ccent. 24/2012
London Stock Exchange/LCH.Clearnet

**Decisão de Não Oposição
da Autoridade da Concorrência**

[alínea b) do n.º 1 do artigo 35.º da Lei n.º 18/2003, de 11 de Junho]

7/12/2012

**DECISÃO DE NÃO OPOSIÇÃO
DA AUTORIDADE DA CONCORRÊNCIA**

Processo Ccent. 24/2012 — London Stock Exchange/LCH.Clearnet Group

1 OPERAÇÃO NOTIFICADA

1. A 8 de maio de 2012, foi apresentada à Autoridade da Concorrência uma notificação prévia de uma operação de concentração de empresas que consiste na aquisição, pela London Stock Exchange Group plc (“LSEG”, “LSE” ou “Adquirente”), do controlo exclusivo sobre a sociedade LCH.Clearnet Group (“LCH.Clearnet”, “LCH” ou “Adquirida”), mediante a aquisição de 60% do respetivo capital social ordinário.
2. A operação notificada configura uma concentração de empresas na aceção da alínea b) do n.º 1 do artigo 8.º da Lei 18/2003, de 11 de Junho (“Lei da Concorrência”), conjugada com a alínea a) do n.º 3 do mesmo artigo, e está sujeita à obrigatoriedade de notificação prévia, por preencher a condição enunciada na alínea a) do n.º 1 do artigo 9.º do mesmo diploma.

2 AS PARTES

2.1 Empresa Adquirente

3. A LSEG é a sociedade holding da London Stock Exchange Plc e da Borsa Italiana SpA, sociedades responsáveis pela organização, gestão e administração da London Stock Exchange e da Borsa Italiana, respetivamente, onde se negociam ações, obrigações e derivados. A LSEG presta ainda serviços de pós-negociação, serviços de informação e serviços de tecnologia.
4. Os volumes de negócios realizados pela empresa Adquirente, calculados nos termos do artigo 10.º da Lei da Concorrência, para os anos de 2009, 2010 e 2011, foram os seguintes:

Tabela 1 – Volume de negócios da LSEG, para os anos 2009, 2010 e 2011

<i>Milhões Euros</i>	2009	2010	2011
Portugal	[<150]	[<150]	[<150]
EEE	[>150]	[>150]	[>150]
Mundial	[>150]	[>150]	[>150]

Fonte: Notificante.

2.2 Empresa Adquirida

5. A LCH.Clearnet é uma sociedade de responsabilidade limitada, registada no Reino Unido, que gere uma câmara de compensação internacional, prestando serviços a plataformas de negociação e a uma série de mercados mundiais à margem das bolsas (mercados “*over-the-counter*” ou OTC). A LCH.Clearnet procede à compensação de transações relativas a uma ampla gama de ativos, incluindo ações, títulos de rendimento fixo, mercadorias, energia, transportes, metais e derivados negociados em bolsa e OTC.
6. Os volumes de negócios da Adquirida, calculados nos termos do artigo 10.º da Lei da Concorrência, para os anos de 2009, 2010 e 2011, foram os seguintes:

Tabela 2 – Volume de negócios da LCH.Clearnet, para os anos 2009, 2010 e 2011

<i>Milhões Euros</i>	2009	2010	2011
Portugal	[<2]	[<2]	[<2]
EEE	[>2]	[>2]	[>2]
Mundial	[>2]	[>2]	[>2]

Fonte: Notificante.

3 NATUREZA DA OPERAÇÃO

7. Nos termos do Acordo de Implementação, celebrado em 9 de março de 2012, a LSEG e a LCH.Clearnet acordaram que uma filial totalmente detida pela LSEG faria uma oferta contratual em dinheiro relativamente à totalidade do capital emitido da LCH.Clearnet.
8. A oferta estava condicionada, *inter alia*, à aquisição, pela LSEG, de uma participação de pelo menos 50% mais uma ação das ações ordinárias emitidas da LCH.Clearnet à data do anúncio e à manutenção, pelos acionistas existentes, de pelo menos 40% das ações ordinárias emitidas à data do anúncio. Outras plataformas de negociação poderão acordar com a LSEG e a LCH.Clearnet tornar-se acionistas da LCH.Clearnet aquando da ou após a implementação. Consequentemente, a LSEG espera adquirir entre 50 e 60 do capital social emitido da LCH.Clearnet à data do anúncio. Devido a certas disposições de redução da participação, a LSEG não poderá adquirir mais de 60% daquele capital social. Aplicar-se-á um limite de 10% quanto à propriedade de ações e um limite de 5% quanto aos direitos de voto em relação a todos os acionistas exceto a LSEG.
9. Em 26 de março de 2012, a LSEG apresentou junto da Comissão Europeia, através de Memorando Fundamentado, um pedido de remessa ao abrigo do artigo 4.º, n.º 5 do Regulamento CE n.º 139/2004, em relação à presente operação. No entanto, por carta de 26 de abril, a Comissão Europeia informou a LSEG de que o *Office of Fair Trading* havia comunicado que o Reino Unido discordava do pedido de remessa, não tendo assim a operação de concentração sido remetida à Comissão Europeia, encontrando-se sujeita à aplicação das regras nacionais de concorrência sobre controlo de concentrações dos Estados-

Nota: indicam-se entre parêntesis retos [...] as informações cujo conteúdo exato haja sido considerado como confidencial.

membros onde cumpre os critérios de notificabilidade, a saber: Reino Unido, Espanha e Portugal.

10. Em 29 de maio de 2012, a Autoridade da Concorrência, ao abrigo do artigo 22.º do Regulamento CE n.º 139/2004, por entender que os mercados afetados pela presente operação são tendencialmente pan-europeus e pelo facto de as partes não operarem a partir de Portugal, remeteu o processo à Comissão Europeia, por entender ser esta a Autoridade mais adequada para examinar a presente operação. Em 7 de junho de 2012, a Comissão Europeia recusou o pedido efetuado por esta Autoridade, pelo que a jurisdição se mantém com a Autoridade da Concorrência ao abrigo da Lei 18/2003, de 11 de junho.

4 LEGISLAÇÃO APLICÁVEL

11. A presente operação foi notificada em 8 de maio de 2012. À altura da notificação encontrava-se em vigor a Lei n.º 18/2003, de 11 de junho, entretanto revogada pela Lei n.º 19/2012, de 8 de maio, que entrou em vigor no dia 7 de julho de 2012.
12. Nos termos da alínea b), do n.º 1 do Artigo 100.º da Lei n.º 19/2012, de 8 de maio, a nova lei da concorrência só é aplicável “às operações de concentração que sejam notificadas após a entrada em vigor da presente lei”.
13. Nestes termos, tendo a presente operação sido notificada em momento anterior à entrada em vigor da Lei n.º 19/2012, de 8 de maio, aplica-se à mesma a Lei n.º 18/2003, de 11 de junho.
14. Consequentemente, o teste substantivo aplicado pela Autoridade da Concorrência na presente decisão consiste em saber se a operação de concentração em causa cria ou reforça uma posição dominante de que resultem entraves significativos à concorrência efetiva no mercado português ou numa parte substancial deste.

5 MERCADOS RELEVANTES

5.1 Mercados de Produto Relevantes

15. A LSEG presta um leque de serviços nos mercados de capitais, sobretudo de negociação mas também, ainda que de forma mais residual, serviços de pós-negociação, como a compensação de certos ativos italianos. Por seu lado, a LCH Clearnet está ativa na prestação de serviços de pós-negociação, a nível da compensação sobre diversos tipos de ativos financeiros. A única atividade em que as partes se sobrepõem é na compensação de produtos de rendimento fixo de emitentes Italianos.

5.1.1 A cadeia de valor

16. Para serem negociados publicamente na União Europeia, os títulos têm de ser "cotados" ou "admitidos à negociação" num mercado regulado. Isto aplica-se, em

Nota: indicam-se entre parêntesis retos [...] as informações cujo conteúdo exato haja sido considerado como confidencial.

particular, a ações e a títulos de rendimento fixo (obrigações e *repos*¹), mas não a derivados. A negociação consiste na compra e venda de instrumentos financeiros, tanto em plataformas de negociação multilaterais como de forma bilateral ou OTC (ou seja fora de bolsa ou de plataforma²). No último caso, a transação pode posteriormente ser reportada a uma plataforma de negociação ou a um serviço de reporte de negociação.

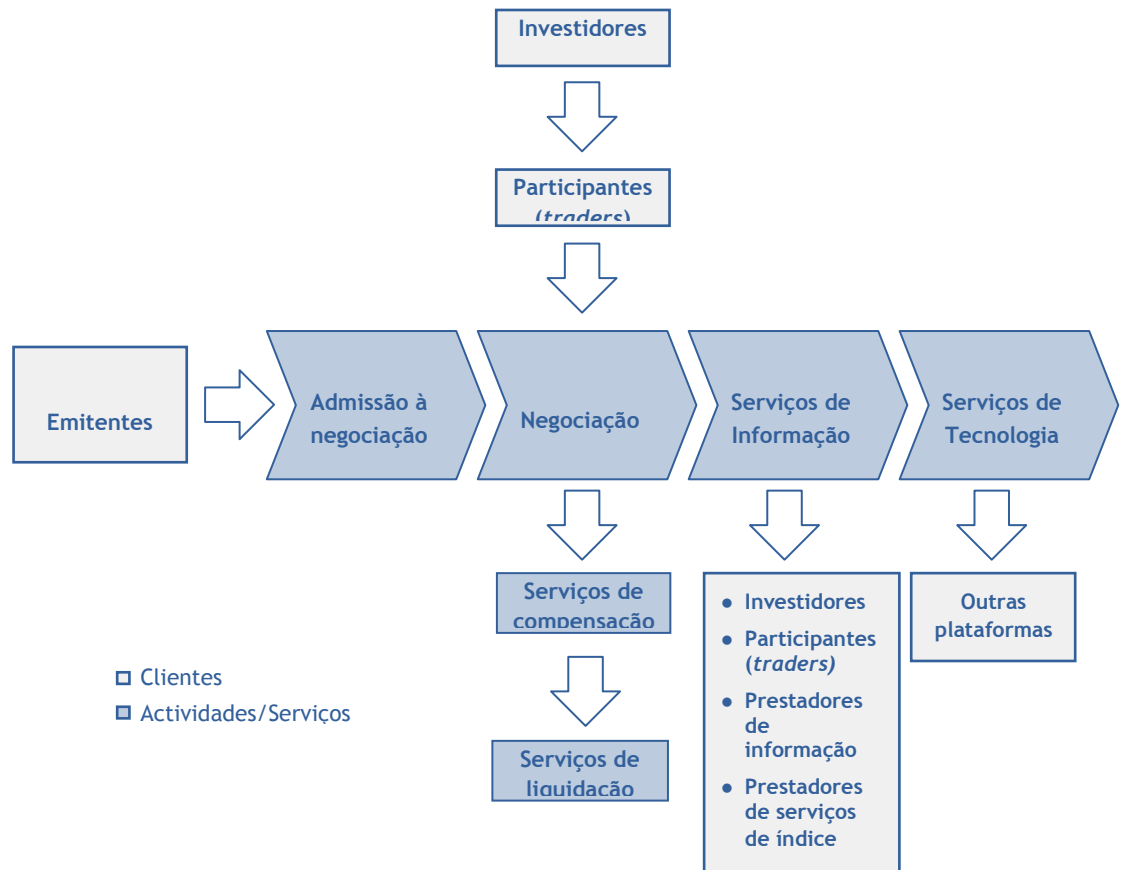
17. Existem diversos serviços pós-negociação a que as partes envolvidas na transação de títulos poderão recorrer até à liquidação final da transação³, incluindo os serviços de compensação. Em termos genéricos, a compensação garante que o vendedor e o comprador concordaram com condições de transação idênticas, as quais ficam asseguradas, e que o vendedor tem o direito de vender e o comprador o direito de comprar. A compensação consiste num conjunto de serviços pós-transação, incluindo a gestão de posições ao longo do período de vida do contrato e a gestão do colateral necessário para gerir o risco de contraparte.
18. Uma câmara de compensação tem diversas funções: (a) regista e processa a transação; (b) pode atuar como contraparte central (“*central counterparty*” ou “CCP”), assumindo o risco de contraparte⁴; e (c) pode também desempenhar uma função de cálculo da posição líquida, compensando as obrigações negociais de uma parte perante a CCP. Isto permite-lhe estabelecer uma posição final para a liquidação, reduzindo as margens que sejam necessárias aplicar.
19. Finalmente a transação é liquidada através da troca de títulos adquiridos e contra pagamento e/ou por meio de troca financeira entre as partes envolvidas.
20. O seguinte diagrama explica de forma esquemática a cadeia de valor em causa:

¹ Operações de Reporte. Constituem operações de cedência temporária de títulos com acordo simultâneo de recompra (mediante uma remuneração).

² Por vezes as operações OTC são registadas em bolsa ou em plataforma de registo de operações para posterior compensação.

³ A própria liquidação constitui, por si própria, um serviço pós-negociação.

⁴ Desta forma a câmara de compensação interpõe-se entre o comprador e o vendedor assumindo o risco, perante todas as contrapartes, de falência ou não-cumprimento de qualquer uma delas, tornando-se o comprador de todos os vendedores e o vendedor de todos os compradores.



Fonte: LSEG

21. Uma vez que, ao servir de CCP, a câmara de compensação assume o risco de contraparte em benefício das entidades envolvidas na transação de títulos, esta avalia o nível de risco a que se encontra exposta e gere esse risco ao longo de toda a vida do contrato. A função de CCP é tanto mais relevante e complexa em termos de avaliação de risco quanto maior for a complexidade do produto/contrato em causa e/ou prazo de liquidação do mesmo (ou seja enquanto dura a “posição em aberto”).
22. Para o fazer, a CCP determina os requisitos de colateral que cada membro (partes da transação) deve entregar à CCP, o qual se designa por margem. Para além da referida margem, acresce uma contribuição para um fundo de incumprimento para o qual todos os membros contribuem de acordo com as posições assumidas.
23. Os requisitos de margem são, normalmente, compostos por: (i) margem inicial, que visa a constituição de um montante de ‘proteção’ inicial de colateral para abrir uma posição e que é calculada com base no risco de incumprimento associado ao contrato em questão; e (ii) uma margem de manutenção (ou variação) que representa o montante necessário para continuar a colateralizar a posição em aberto avaliada a preços de mercado, determinada em função da variação do preço do ativo subjacente. Os níveis de margem são calculados diariamente (ou até mais frequentemente) e, caso a margem esteja abaixo do

Nota: indicam-se entre parêntesis retos [...] as informações cujo conteúdo exato haja sido considerado como confidencial. 6

nível mínimo para cobrir todas as posições abertas de um membro junto da CCP, então este terá de aumentar o montante de margem (*margin call*) de forma a continuar a assegurar a cobertura do risco associado a todas as suas posições em aberto.

24. Importa ainda salientar que o cálculo das margens, para cada membro, é efetuado por contrato, mas os montantes totais de margem dependem do total de posições em aberto desse membro da CCP. Isto é, quando é efetuada uma transação, tal dá origem a uma posição aberta (designada por *open interest*). Cada transação é adicionada como uma posição nova mas a necessidade de margem depende do conjunto de posições em aberto que um membro já possui junto da CCP, uma vez que o montante total de margem resulta do valor líquido das posições em aberto⁵.
25. No caso dos prestadores de serviços de negociação, são estes que escolhem os prestadores de serviços de compensação que podem ser utilizados para compensar as transações efetuadas nas suas plataformas. No entanto, o serviço prestado e a relação contratual é entre a câmara de compensação e o utilizador da plataforma, que deverá ser membro de compensação dessa câmara.
26. Uma plataforma de negociação pode permitir que um ou vários prestadores de serviços de compensação ofereçam os seus serviços em relação a transações levadas a cabo na sua plataforma, sendo que estes podem oferecer serviços completamente separados, ou entrarem em acordos de *offset* de margens (*margin offsets*) ou até de interoperabilidade.
27. A interoperabilidade permite que uma plataforma de negociação se conecte a múltiplas CCP, possibilitando, assim, que os participantes que negociem numa plataforma selecionem uma das CCP a operar nessa plataforma. Para interoperar, as CCP estabelecem acordos entre si, de forma a que o utilizador de uma CCP possa compensar transações negociadas com uma contraparte que tenha escolhido compensar as suas transações através de outra CCP.
28. Mais uma vez, quanto mais complexo for o produto financeiro ou maior for o prazo para a liquidação, maiores serão as complexidades associadas à gestão do risco e, conseqüentemente, ao desenho dos acordos de interoperabilidade.
29. Será esta uma das principais razões pela qual a maior parte dos acordos e os mais significativos de interoperabilidade atualmente em vigor, na União Europeia, envolvem a compensação de ações, a classe de ativos cuja compensação se revela de menor complexidade, nomeadamente, atendendo a que as posições são liquidadas em 2-3 dias úteis e a liquidação ocorre sempre contra pagamento.

5.1.2 Posição da Notificante

30. Para efeitos de definição dos mercados de produto relevantes, a Notificante cita o processo n.º Ccent 51/2006 – *NYSE Group / Euronext NV* e o processo COMP/M.6166 – *Deutsche Börse / NYSE Euronext*. No primeiro caso, a AdC

⁵ Por exemplo, no caso de um membro ter uma posição em aberto num contrato que, ao final do dia, tem menos margem que o mínimo necessário, o membro só terá de adicionar ao montante de margem junto da CCP caso não possua posições em aberto noutros contratos cuja margem está acima do nível mínimo requerido, havendo então lugar a um cálculo da posição total líquida (“*offset*”).

definiu um mercado genérico de serviços de compensação, dado as conclusões jusconcorrenciais não serem diferentes caso se procedesse a uma possível segmentação.

31. No entanto, para efeitos de análise da presente operação, a Notificante considera, com base no *supra* referido processo analisado pela Comissão Europeia, que o mercado dos serviços de compensação pode ser segmentado em função do tipo de ativo compensado: (i) o mercado do serviço de compensação de ações; (ii) o mercado do serviço de compensação de títulos de rendimento fixo; e (iii) o mercado do serviço de compensação de derivados.
32. Mais considera a Notificante que, em todo o caso, não é necessário adotar uma posição definitiva sobre o âmbito concreto dos mercados de produto relevantes, visto que, na sua perspetiva, a presente operação de concentração não suscita preocupações jusconcorrenciais.

5.1.3 Posição da Autoridade

33. Identificam-se vários segmentos onde as partes e, sobretudo a LCH Clearnet, se encontram ativas: (i) serviços de compensação de ações; (ii) serviços de compensação de títulos de rendimento fixo; e (iii) serviços de compensação de derivados⁶.
34. A Comissão Europeia, na sua Decisão COMP/M.6166 – *Deutsche Börse / NYSE Euronext supra* citada, analisou em pormenor os serviços de compensação, tendo inclusive proibido a transação aí sob análise entre a Deutsche Borse e a NYSE (*New York Stock Exchange* - que inclui a Euronext), atendendo aos efeitos significativos na concorrência em mercados de negociação e compensação de certos tipos de derivados financeiros. Nesse processo, a Comissão procedeu a uma investigação muito detalhada dos mercados em questão, tendo concluído por uma autonomização das diferentes categorias de ativos para efeitos de delimitação de mercados de serviços de compensação⁷.
35. Da avaliação dos factos apresentados naquele processo, a Comissão concluiu que cada uma das classes de ativos levanta diferentes questões em termos de gestão de risco por parte da câmara de compensação: enquanto nos derivados o risco tem de ser gerido ao longo da vida do contrato, que pode ir de alguns meses a alguns anos, já nas ações o risco é gerido num período de tempo curto, de somente alguns dias.
36. Por outro lado, a estrutura de mercado depende da classe de ativo e é também significativamente distinta, atento o número de plataformas de negociação e a interoperabilidade já existente ou em vias de ser introduzida (negociação de ações), o modelo de negócio dominante em cada classe de ativos (os “silos” na negociação e compensação de derivados) e o peso das operações OTC (*Over the Counter* – operações negociadas fora de bolsa) no total dos montantes transacionados, entre outros.

⁶ A AdC nota, aliás, que é esta a segmentação utilizada internamente pela LCH Clearnet nos seus processos de tomada de decisão.

⁷ Parágrafos 23 a 27 da Decisão em apreço.

37. Em reforço destes fatores, refira-se que, do ponto de vista do investidor, é a classe de ativo a transacionar que determina, em larga medida, a plataforma em que vai efetuar a negociação, o que, por sua vez, será determinante para a escolha da câmara de compensação (quando existe).
38. Por último, refira-se que os títulos transacionados têm origens distintas, uma vez que, no caso das ações e das obrigações, trata-se de títulos emitidos por entidades terceiras às plataformas de negociação, enquanto que os derivados são contratos desenhados pelas próprias plataformas onde são negociados. Assim sendo, porquanto nos contratos de derivados os mesmos podem apenas ser transacionados na plataforma de negociação que os concebeu (onde o próprio sistema de compensação é parte integrante do contrato e resulta da escolha da plataforma de negociação), os restantes tipos de ativos podem ser transacionados em várias plataformas (ou OTC).
39. Esta distinção, para além de justificar uma autonomização dos serviços de compensação de diferentes classes de ativos, foi também uma das principais razões pela qual a Comissão Europeia, na sua decisão no referido processo envolvendo a *Deutsche Börse* e a *NYSE Euronext*, considerou que, no caso dos derivados, os contratos OTC e ETD (*Exchange Traded Derivatives* – derivados transacionados em bolsa) deveriam ser autonomizados para efeitos de delimitação dos mercados relevantes⁸.
40. Neste contexto note-se, ainda, que a Comissão Europeia, no parágrafo 243 da *supra* citada decisão, considerou que, no que se refere aos derivados, em particular aos derivados de taxa de juro, ações e índices de ações, os serviços de compensação e negociação fazem parte de um mesmo mercado, tendo em conta essencialmente o modelo de concorrência entre silos verticais. Este não é o modelo prevalente nas restantes classes de ativos em análise, pelo que nesses não se poderá considerar a negociação e a compensação como sendo atividades que compõem um mesmo mercado.
41. Quanto à “nacionalidade” dos instrumentos financeiros transacionados e compensados, refira-se que, da investigação realizada, resultou que os intermediários financeiros portugueses transacionam e compensam títulos europeus e não somente títulos portugueses, sobretudo no que se refere a ações e, em menor grau, por exemplo, nos títulos de rendimento fixo. Acresce que as câmaras de compensação em geral compensam títulos de várias nacionalidades pan-europeias, ou seja emitidos a nível pan-europeu. Como tal, os mercados de produto relevantes incluem a compensação de títulos pan-europeus e não somente nacionais.
42. No presente procedimento, não seria necessário adotar uma conclusão definitiva sobre o âmbito da geografia dos títulos, atento que tal não teria impacto no resultado da avaliação jus-concorrencial. No entanto, atendendo a que os efeitos no território nacional são melhor avaliados considerando os títulos admitidos à negociação em Portugal e os títulos negociados em plataformas localizadas em Portugal, estes não poderão deixar de ser também avaliados nos termos da Lei 18/2003, de 11 de Junho.
43. Desta forma, considera a AdC relevante, para efeitos da presente decisão, que se distinga os serviços de compensação tendo em atenção o tipo de ativo em

⁸ Ver COMP/M. 6166 DB / NYSE, parágrafo 60.

questão, *in casu* os serviços de (i) compensação de ações, (ii) compensação de instrumentos de rendimento fixo, e (iii) negociação e compensação de derivados.

5.1.3.1 Compensações de ações

44. As ações são títulos emitidos por empresas, representativos do seu capital social. Após admissão à cotação, estes títulos podem ser transacionados em mais do que uma plataforma de negociação, independentemente de se tratar de um mercado regulamentado ou de uma MTF (sistema de negociação multilateral ou *Multilateral Trading Facility*).
45. Do ponto de vista dos serviços de compensação, estes títulos caracterizam-se por um curto período de exposição ao risco por parte da câmara de compensação, no seu papel de contraparte central (CCP), limitando-se ao período entre a data de transação e a data de liquidação (normalmente 3 dias úteis). Tal explica a razão pela qual o serviço de compensação será de menor importância relativa, em termos de custos totais para o participante na negociação, do que para instrumentos financeiros com maior risco associado, como sejam os derivados.
46. A câmara de compensação é, como referido *supra*, escolhida pela plataforma de negociação. Assim, os investidores que desejam negociar estes títulos numa determinada plataforma devem tornar-se membros (diretos ou por intermédio de um agente de compensação) da câmara de compensação escolhida por esta plataforma.
47. Conforme referido *supra*, a LCH é atualmente a única prestadora de serviços de compensação para a única plataforma de negociação situada no território nacional (NYSE Euronext), detendo ainda uma posição muito relevante no que se refere à compensação de ações admitidas à negociação em Portugal (a grande maioria das quais emitidas por entidades portuguesas).
48. No caso dos mercados acionistas, a entrada em vigor do MiFID⁹ levou, por um lado, ao surgimento de diversas plataformas de negociação de ações e, por outro, como consequência, ao surgimento de diversas câmaras de compensação que atuam como contrapartes centrais para essas plataformas.
49. Na sequência dos desenvolvimentos regulamentares, com a aprovação do EMIR¹⁰, tem-se vindo a promover uma maior concorrência na prestação de serviços de compensação de ações e, através de acordos de interoperabilidade, tem vindo a ser introduzida a possibilidade de escolha, por parte dos investidores, das câmaras de compensação, independentemente da plataforma de negociação utilizada.
50. Atualmente, as diversas plataformas possibilitam a utilização de mais do que uma câmara de compensação para as transações efetuadas. Do lado do investidor, este pode escolher a câmara de compensação com a qual deseja

⁹ Diretiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Abril de 2004, relativa aos mercados de instrumentos financeiros, Jornal Oficial nº L 145 de 30/04/2004 p. 0001 – 0044.

¹⁰ *European Market Infrastructure Regulation*. Regulamento (UE) N.º 648/2012 do Parlamento Europeu e do Conselho de 4 de julho de 2012, relativo aos derivados do mercado de balcão, às contrapartes centrais e aos repositórios de transações

estabelecer relações, sabendo que poderá, recorrendo à mesma contraparte central, transacionar os títulos em diversas plataformas de negociação.

51. Esta estrutura de mercado, fruto quer dos desenvolvimentos regulamentares acima referidos, quer da própria natureza dos ativos em causa, distingue o conjunto de serviços de compensação de ações dos serviços de compensação das demais classes de ativos, pelo que a AdC considera a prestação de serviços de compensação de ações como um mercado de produto relevante autónomo da compensação das restantes categorias de ativos.
52. Para efeitos da Lei da Concorrência e atendendo à atividade da adquirida, não pode a AdC deixar de avaliar os efeitos da operação no território nacional, nomeadamente considerando não só os efeitos na compensação de títulos pan-europeus, mas tendo também que avaliar os efeitos jusconcorrenciais na compensação de ações admitidas à negociação em Portugal e na compensação de ações negociadas em plataformas localizadas em Portugal.

5.1.3.2 Negociação e compensação de derivados transacionados em bolsa / plataformas

53. Os derivados são contratos financeiros cujo valor é derivado de um ativo (designado por “ativo subjacente”). Este tipo de contratos permite a transferência de risco (do ativo subjacente) entre agentes económicos.

Contratos transacionados em plataformas de negociação vs. OTC

54. Os contratos derivados podem ser negociados bilateralmente, entre duas contrapartes que acordam nos termos específicos de cada contrato (contratos OTC), ou podem ser transacionados em plataformas de negociação, caso em que existe uma padronização dos contratos, quer em termos do ativo subjacente, quer no que diz respeito aos prazos (duração) de cada contrato. Esta é, aliás, conforme já referido, uma das características fundamentais para a distinção entre os derivados e os restantes instrumentos financeiros, uma vez que os derivados são contratos concebidos pela própria plataforma.
55. Na sua Decisão no processo COMP/M.6166 – *Deutsche Börse / NYSE Euronext*, a Comissão Europeia considerou que a negociação de derivados em plataformas e os derivados OTC não fazem parte do mesmo mercado de produto relevante, já que estes, entre outros fatores, não são substituíveis do ponto de vista da procura¹¹.
56. A AdC considera não ser necessário, no presente caso, concluir em concreto sobre esta questão de uma eventual segmentação do mercado, deixando, por isso, em aberto a possibilidade de derivados transacionados em plataformas de negociação e derivados transacionados OTC poderem, ou não, fazer parte do mesmo mercado, uma vez que, não obstante a relação vertical entre as atividades da LSE e da LCH apenas se verificar na transação e compensação de derivados transacionados em plataformas, as conclusões da análise jusconcorrencial não seriam distintas em função de tal segmentação.

¹¹ Idem, secção 11.1.1.2.2.1.

Entre tipo de ativos subjacentes

57. Os derivados podem também ser segmentados em função do tipo de ativo subjacente (ex: entre *commodities* e derivados com base em ações, derivados sobre taxas de juro e derivados sobre índices de ações).
58. A LSE está ativa na negociação de derivados de ações, índice de ações e *commodities*. Por seu turno, a LCH presta serviços de compensação a derivados de taxas de juro, derivados de *commodities*, derivados de ações e CDS¹².
59. No supracitado processo COMP/M.6166 – *Deutsche Börse / NYSE Euronext*, a Comissão Europeia entendeu que os mercados deveriam ser segmentados em função do tipo de ativo subjacente, *in casu*, derivados sobre taxas de juro e derivados sobre ações. No entanto, uma vez que, no presente procedimento, a avaliação jusconcorrencial não seria distinta em função de tal segmentação, a AdC entende não ser necessário pronunciar-se, em definitivo, sobre esta questão.

Negociação e compensação

60. Tal como referido anteriormente, a compensação dos contratos derivados é uma das características do próprio contrato a ser transacionado, conferindo-lhe particularidades próprias, dando-lhe utilidade e valor. Tal deriva da necessidade de gestão do risco de contraparte ao longo de toda a vida do contrato, que pode ir de alguns dias a alguns anos, em contraste, por exemplo, com as ações (*vide* parágrafo 44 *supra*, onde o risco é gerido entre o período de transação e o período de liquidação, *i.e.*, normalmente 2-3 dias úteis¹³).
61. No caso dos contratos derivados transacionados em plataformas, o investidor (parte que transaciona, por conta própria ou de outrem) não tem, regra geral, a possibilidade de escolher a CCP a utilizar, que é exclusivamente determinada pela plataforma de transação e que está definida, como exposto *supra*, nos próprios termos do contrato transacionado.
62. As plataformas de negociação oferecem assim um serviço totalmente integrado de transação e compensação pelo qual cobram um preço único.
63. Desta forma, os contratos derivados transacionados em diferentes plataformas não são fungíveis do ponto de vista da transação (mesmo que incidissem sobre o mesmo ativo subjacente e pelo mesmo prazo, há outras características – nomeadamente a compensação – que os diferenciam) nem do ponto de vista da compensação, no sentido em que as posições em aberto assumidas numa plataforma não permitem o cálculo da margem total líquida com outras posições em aberto assumidas noutra plataforma.
64. Do ponto de vista da procura, haverá que considerar duas perspetivas. De um lado as plataformas de negociação procuram prestadores de serviços de compensação e de CCP e, do outro, os investidores procuram uma CCP para as suas transações de derivados.

¹² *Credit Default Swaps*.

¹³ E onde existe o princípio de entrega contra pagamento (*delivery-versus-payment*), isto é, no caso de falha de uma contraparte, o negócio não é liquidado.

65. Ora, na generalidade dos casos envolvendo a transação de derivados, verifica-se que as plataformas adotaram um modelo fechado ou de integração vertical, envolvendo a negociação e a compensação. Assim sendo, o investidor não tem qualquer opção de escolha sobre onde compensar as suas transações de derivados (dado, inclusivamente, que é o próprio contrato do derivado que define onde e como a compensação é feita). Ao investidor resta a escolha: (i) do tipo de contrato que pretende transacionar; e (ii) onde o transacionar (tendo em conta critérios como o da liquidez, entre outros), sendo que a câmara de compensação resulta diretamente das escolhas anteriores.
66. Desta forma, dado que ao escolher transacionar um derivado numa determinada plataforma de negociação, o investidor está também a determinar que irá compensar e o CCP que lhe prestará esse serviço de compensação, considera-se que, para o caso dos derivados, poderá não fazer sentido proceder-se a uma separação de mercados entre a negociação e compensação¹⁴.
67. Em todo o caso, a conclusão sobre a existência de um único mercado que envolve os serviços de negociação e de compensação de derivados ou, ao invés, que a negociação e a compensação constituem mercados distintos, ainda que envolvendo serviços verticalmente ligados, não altera as conclusões da avaliação jus-concorrencial, pelo que esta questão poderia ser deixada em aberto.
68. Face ao exposto, a AdC considera como relevante, para efeitos da presente transação, o mercado para a prestação de serviços de negociação e/ou compensação de derivados.

5.1.3.3 Compensação de títulos de rendimento fixo

69. Os títulos de rendimento fixo são títulos (que não ações) que obrigam o devedor (emitente) a fazer pagamentos ao detentor do título nos termos de um calendário pré-determinado. Os produtos de rendimento fixo incluem obrigações emitidas sobretudo pelos tesouros públicos e, ainda mas em menor grau, por empresas e por organizações internacionais. Os produtos de rendimento fixo são inicialmente emitidos pelos devedores e comprados pelos operadores de mercado. Posteriormente, são negociadas entre operadores de mercado e entre operadores de mercado e clientes, num mercado secundário.
70. As operações de reporte ou *repos*, um tipo de títulos de rendimento fixo, são operações de empréstimo de títulos (normalmente obrigações) por um período de tempo pré-determinado contra o pagamento de uma remuneração fixada (*repo rate*). Ou seja, para que se possa efetuar uma operação de reporte é necessário ter um acervo de títulos sobre os quais se possam realizar estas operações. Tratam-se, portanto, de operações de cedência e aceitação de fundos colateralizados com títulos, pelo que é frequentemente utilizado como fonte de financiamento, normalmente de curto prazo, por parte de entidades financeiras.¹⁵

¹⁴ Esta foi também a posição da Comissão na Decisão no processo COMP/M. 6166 - DB/NYSE, parágrafos 237 a 243.

¹⁵ Um *repo*, então, envolve a tomada de fundos. Do outro lado da operação, a instituição que recebe os títulos e cede os fundos está a realizar um *reverse repo*. *Conference call* de 10 de Outubro com o BPI.

71. Tanto a LCH (através da RepoClear e da LCH.Clearnet S.A.) como a LSE prestam serviços de compensação de instrumentos de rendimento fixo. No caso da LSE tal sucede somente relativamente a títulos italianos, através da sua subsidiária italiana CC&G. Por seu lado, a LCH efetua compensação de títulos de rendimento fixo portugueses. Existe, por isso, uma sobreposição horizontal numa atividade de compensação de títulos pan-europeus. Por outro lado, somente a LSE está ativa na negociação deste tipo de produtos, sendo que esta atividade está verticalmente ligada com a atividade de compensação, conforme já *supra* mencionado.
72. Existe a possibilidade de distinguir entre obrigações e *repos*, para efeitos de delimitação de mercados de serviços de compensação, nomeadamente porque se verifica uma grande diferença na procura dos serviços de compensação para aqueles dois tipos de títulos, porquanto a maior parte de *repos* é compensada (cerca de [70-80]% do interbancário, de acordo com a Notificante¹⁶), enquanto que, no caso das obrigações, cerca de 80-90% destas não são compensadas¹⁷.
73. Por outro lado, verifica-se, a partir dos dados trazidos ao processo pela Notificante, que o *tradeflow* para as câmaras de compensação ativas na compensação de títulos de rendimento fixo, e em particular de *repos*, vem tanto de plataformas de negociação, como de negociações OTC.
74. Assim, a análise que se segue refere-se sobretudo a *repos*, atendendo a que a LCH tem atividade essencialmente a este nível no que se refere à compensação de títulos de rendimento fixo. No entanto, quando relevante, proceder-se-á a uma análise distinta do efeito da transação na compensação de obrigações.

Por tipo de dívida

75. Conforme exposto *supra*, existem diversos tipos de títulos de dívida, quer em função dos emitentes (estados nacionais, organizações internacionais, instituições financeiras ou empresas), quer em função da natureza da dívida (dívida sénior, dívida subordinada, dívida colateralizada, entre outras).
76. Nem todos os tipos de dívida são aceites para efeitos de compensação, pelo que a análise e definição de mercados relevantes limita-se ao conjunto de títulos ou tipologia de títulos aceites para compensação.
77. Em termos gerais, verifica-se que o mercado mais líquido e mais expressivo, do ponto de vista das obrigações (e, conseqüentemente, das operações de reporte que sobre elas incidem), é o da designada dívida soberana¹⁸.
78. No que se refere aos emitentes portugueses, resultou, da investigação de mercado realizada, que, para efeitos de compensação de títulos de dívida, apenas é relevante a dívida soberana. De fato, resultou da instrução que não

¹⁶ Resposta ao pedido de elementos de 7 de Setembro de 2012.

¹⁷ A Notificante afirma mesmo em resposta ao pedido de elementos, de 17 de Agosto 2012, que das transações negociadas na MTS Portugal (da qual a LSE detém 15%) **[CONFIDENCIAL – Segredo de negócio]**.

¹⁸ Também são aceites para compensação algumas emissões de dívida de empresas, de organizações internacionais e de instituições financeiras, incluindo dívida colateralizada por ativos de elevada qualidade de crédito, emitidas por instituições financeiras alemãs, que constituem uma sub-classe de dívida muito líquida, de aceitação generalizada, designada de *pñandbrief*. 1. A dívida empresarial é, regra geral, menos líquida, excetuando-se grandes emissões de grandes multinacionais.

existem emissões de dívida empresarial de origem nacional com, por um lado, suficiente liquidez para ter uma procura disseminada por parte dos investidores nacionais e internacionais e, por outro, para constituir um “produto” interessante para ser aceite para compensação por parte das câmaras de compensação. No decurso da instrução do presente processo, a AdC não identificou nenhum emitente nacional, que não o Estado Português, cuja dívida tivesse sido ou pudesse vir a ser aceite para compensação.

79. Assim, para efeitos da presente avaliação, considera-se que o mercado relevante inclui apenas a dívida que é aceite para efeitos de compensação por parte dos operadores de compensação, sendo que, no caso português, apenas se inclui a dívida soberana.
80. A AdC considera, no entanto, que a avaliação jusconcorrencial não se alteraria em função do conjunto de tipos de dívida que possam eventualmente ser considerados para efeitos de mercado relevante, pelo que a definição de “instrumentos de rendimento fixo” poderá, ou não, incluir os títulos não aceites para efeitos de compensação.

5.1.4 Conclusão quanto aos mercados de produto relevantes

81. Assim, considera-se que, para efeitos da presente decisão, os mercados de produto relevantes são os referentes aos: (i) serviços de compensação de ações, (ii) serviços de compensação de títulos de rendimento fixo; e (iii) serviços de negociação e compensação de derivados.

5.2 Mercados geográficos relevantes

82. A Notificante considera que qualquer um dos mercados de produto relevantes tem um âmbito geográfico pan-Europeu, justificando a sua posição com base, essencialmente, nos seguintes argumentos: (i) a atividade de compensação de um tipo de ativo em particular é essencialmente idêntica independentemente da localização geográfica da plataforma de negociação; e (ii) a prestação transfronteiriça de serviços de compensação ocorre na prática em toda a Europa.
83. De facto, dada a natureza incorpórea dos serviços em causa, e considerando que os mesmos são prestados através de plataformas informáticas e redes de comunicações, os mesmos estão disponíveis em muitos países, a investidores/participantes de várias nacionalidades.
84. Porquanto a Autoridade reconhece a natureza essencialmente transfronteiriça dos mercados em causa, quer de compensação, quer de negociação, bem como nota, aliás, que não existem serviços de compensação localizados em Portugal, aceita que o âmbito geográfico dos mercados será de âmbito Europeu.

5.3 Mercados relacionados

85. A Notificante identifica como mercados relacionados os mercados de (i) serviços de negociação de ações, (ii) serviços de negociação de títulos de rendimento

Nota: indicam-se entre parêntesis retos [...] as informações cujo conteúdo exato haja sido considerado como confidencial.

fixo, (iii) serviços de negociação de derivados, e (iv) serviços de liquidação¹⁹. No que se refere à dimensão geográfica destes mercados, a Notificante defende que estes têm âmbito pan-europeu.

5.3.1 Serviços de negociação

86. A Autoridade considera que os mercados identificados pela Notificante, por constituírem serviços verticalmente ligados com os serviços prestados pela LCH Clearnet (os serviços de compensação acima identificados), são mercados relacionados. A única ressalva será a de que, no referente aos serviços de negociação de derivados e atento o exposto nos parágrafos 60 e seguintes, estes serviços poderão eventualmente integrar um mercado mais lato que incluiria os serviços de compensação²⁰.
87. À luz do processo Ccent. n.º 51/2006 – NYSE/Euronext e COMP/M. 6166 – DB/NYSE e atendendo ao facto de, do ponto de vista da procura, estes instrumentos financeiros não serem substituíveis, a Autoridade considera que os serviços de negociação devem ser separados por tipo de instrumento, ou seja por (i) ações, (ii) títulos de rendimento fixo (e dentro destes eventualmente por obrigações e *repos*), e (iii) derivados²¹.
88. Refira-se, que o papel da negociação OTC é muito distinto consoante a classe de ativos em causa. Nos derivados, por exemplo, a negociação é OTC desempenha um papel muito distinto, considerando que as plataformas concebem os seus próprios contratos²². Já nos instrumentos de rendimento fixo, por exemplo, tal não sucede. Para efeitos da presente decisão, atendendo a que o *tradedflow* para a compensação deste tipo de instrumentos provém quer da negociação em plataformas, quer da negociação OTC, considera-se que, para o caso da negociação de instrumentos de rendimento fixo, o mercado de produto inclui a negociação OTC²³.
89. Quanto ao âmbito geográfico, a Autoridade já considerou que estes mercados têm um âmbito supranacional (vide parágrafos 70 e 71²⁴ da decisão no processo Ccent 51/2006 - NYSE / Euronext). Considerando que os investidores nacionais não só podem como utilizam as plataformas de negociação localizadas noutros países na EEE, a Autoridade confirma que a dimensão destes mercados de negociação tem dimensão pan-europeia.
90. No entanto, para efeitos da lei 18/2003, que prevê que a AdC tenha de fazer a avaliação jusconcorrencial com base nos efeitos no território nacional, considera-

¹⁹ A Notificante identifica ainda os serviços de admissão à negociação considerando que estes não são mercados relacionados por estarem dois níveis acima dos serviços de compensação. Dado que a LSEG está presente somente no Reino Unido como bolsa regulada eventuais efeitos na concorrência resultantes da operação seriam aí localizados. Assim a Autoridade da Concorrência não aprofundará a sua análise deste mercado.

²⁰ Desta forma estes dois serviços serão avaliados de forma conjunta na Secção 6.4.

²¹ Vide parágrafos 68 e 86.

²² Vide secção 11.1.1.2.2.1. da Decisão da Comissão no processo COMP/M. 6166 - DB/NYSE

²³ Como melhor se verá nas secções 6.5.6.2 e 6.5.6.3.

²⁴ Note-se, que nesta Decisão, a AdC considerou como provável o carácter supranacional do mercado em causa, pese embora não tenha concluído de forma definitiva sobre o mesmo.

se, para efeitos da presente Decisão, um putativo mercado nacional da negociação de ações em plataformas localizadas em território nacional.

5.3.2 Serviços de liquidação

91. Quanto aos serviços de liquidação, a LSEG está ativa em Itália através da empresa Monte Titoli, que presta serviços de liquidação e custódia de ações e obrigações italianas. A LCH não presta estes serviços.
92. Os serviços de liquidação e depósito constituem a fase final do processo através do qual um título é transacionado entre um vendedor e entregue ao comprador em troca do pagamento. Este serviço é fornecido pela central de valores mobiliários (CVM) de cada país²⁵.
93. É possível ainda distinguir entre serviços de liquidação primária e secundária²⁶, sendo que, no caso da liquidação primária, estes operadores só prestam serviços de liquidação sobre títulos do país em questão, enquanto os serviços de liquidação secundária são prestados por intermediários que detêm conta junto das CVMs nacionais. Enquanto CCP, a câmara de compensação direta ou indiretamente terá de liquidar os títulos compensados junto da CVM nacional que detém o depósito dos títulos.
94. Assim, o mercado onde se encontra ativo a Monte Titoli será um mercado de dimensão nacional. Por ser a central de depósito e só liquidar títulos italianos, este será um mercado relacionado para efeitos de análise da presente operação, somente na medida em que os serviços de compensação tenham dimensão europeia.

5.3.3 Conclusão quanto aos mercados relacionados

95. Dado o exposto *supra*, consideram-se como mercados relacionados, os seguintes: (i) serviços de negociação de ações, (ii) serviços de negociação de títulos de rendimento fixo, (iii) serviços de negociação de derivados, e (iv) serviços de liquidação.

5.4 Conclusão

96. Assim, para efeitos da presente operação, a AdC considera os seguintes mercados:
 - (i) Mercados Relevantes:
 - Mercado europeu da compensação de ações admitidas à negociação em Portugal;
 - Mercado europeu da compensação de ações negociadas em Portugal;
 - Mercado europeu da compensação de ações admitidas à negociação e negociados no EEE;

²⁵ Vide parágrafo 91 da Decisão da Comissão no processo COMP/M. 6166 - DB/NYSE.

²⁶ Vide parágrafo 92 e seguintes da Decisão da Comissão no processo COMP/M. 6166 - DB/NYSE.

- Mercado europeu da compensação de rendimento fixo;
 - Mercado europeu da negociação e compensação de derivados negociados em bolsa;
- (ii) Mercados Relacionados:
- Mercado europeu da negociação de ações admitidas à negociação em Portugal;
 - Mercado europeu da negociação de ações pan-europeias;
 - Mercado europeu da negociação de instrumentos de rendimento fixo.

6 AVALIAÇÃO JUS-CONCORRENCIAL

6.1 Nota prévia

97. A Notificante, na análise das possíveis teorias de dano resultantes da presente operação, refere que cabe à AdC fundamentar a sua decisão num juízo de probabilidades e na sua análise dos resultados mais prováveis em consequência da transação. Concretizando o seu entendimento, a Notificante refere que a AdC, quando identifica um resultado negativo de uma operação de concentração que tenha uma probabilidade de ocorrência significativa, mas inferior a 50%, não poderá proibir essa operação de concentração.
98. A este respeito e como nota preliminar, entende esta Autoridade que efetivamente cabe à AdC uma análise prospetiva dos efeitos de uma operação de concentração, para verificar se daí resulta a criação ou reforço de uma posição dominante de que resultem entraves significativos à concorrência efetiva no mercado português ou numa parte substancial deste, baseando-se em efeitos que possam ocorrer com uma probabilidade razoável.
99. Contudo, esta análise de probabilidades não é, nem poderia ser, uma análise quantificável de 50%-50%, tal como a Notificante parece defender. Com efeito, resulta da jurisprudência dos tribunais comunitários que a demonstração de efeitos anticoncorrenciais de uma concentração exige um exame preciso, assente em provas sólidas, das circunstâncias pretensamente constitutivas dos referidos efeitos. Contudo, tal jurisprudência não acrescenta, de modo nenhum, uma condição relativa ao grau quantificado de prova exigido, e muito menos uma “percentagem mínima” associada à probabilidade de tais efeitos, antes se limitando a recordar a função essencial da prova, que é a de convencer da justeza e encadeamento lógico de uma tese de dano ou de conclusão que não existem preocupações jusconcorrenciais resultantes de uma determinada operação de concentração^{27,28}.

²⁷ Processos C-68/94 e C-30/95 *França e Outros vs Comissão*.

²⁸ O Tribunal esclarece que em decisões de proibição a Comissão não terá de cumprir um padrão mais elevado de prova do que aquele utilizado para decisões de não oposição. A ter-se um entendimento diverso, a maioria das operações tenderiam a ser objeto de uma decisão de não oposição, independentemente dos efeitos nefastos que causassem na concorrência: C-413/06P - *Bertelsmann AG e Sony Corporation of America vs Independent Music Publishers e Labels Association (Impala)*, vide parágrafo 51 disponível em: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:62006J0413:EN:HTML>.

Dos efeitos diretos ou indiretos

100. Entende a Notificante que o teor do n.º 2 do artigo 1.º da Lei n.º 18/2003, de 11 de junho, que dispõe que “sob reserva das obrigações internacionais do Estado Português, a presente lei é aplicável às práticas restritivas da concorrência e às operações de concentração de empresas que ocorram em território nacional ou que neste tenham ou possam ter efeitos”, e que os n.º 3 e 4 do artigo 12.º da mesma Lei, que estatui que o teste substantivo a ser aplicado consiste em saber se uma operação de concentração cria ou reforça uma posição dominante de que resultem entraves significativos à concorrência efetiva no mercado português ou numa parte substancial deste, limita a avaliação encetada pela AdC somente aos efeitos que tenham um impacto direto em Portugal.
101. A Autoridade entende que a Notificante distingue onde a própria lei não distingue - *ubi lex non distinguit nec nos distinguere debemus* - e que limita a jurisdição e a capacidade de intervenção da Autoridade de forma não consonante com as atribuições que lhe foram cometidas pela lei e pelos seus estatutos.
102. Com efeito, em determinados casos, tal como no presente, os mercados poderão ser pan-europeus e a estrutura da concorrência em Portugal ser, mesmo assim, afetada, de forma direta ou indireta. A título exemplificativo e referindo-nos aos mercados em apreço, uma operação que afete as condições de concorrência a nível da compensação de produtos emitidos por entidades não nacionais, e negociados em plataformas localizadas fora do território nacional, poderá levar à alteração das condições de concorrência em Portugal, nomeadamente através dos preços que irão afetar os clientes portugueses que pretendem adquirir aqueles produtos europeus.
103. Aliás, tendo-se definido o âmbito geográfico dos mercados como sendo europeu, tal conclusão resulta de haver uma certa homogeneidade das condições de concorrência no território europeu. Pelo que, uma operação que afete as condições de concorrência a nível europeu, também terá impactos em Portugal ou sobre clientes nacionais.
104. Assim sendo, uma operação de concentração que afete negativamente a estrutura pan-europeia a nível da compensação ou negociação, terá necessariamente efeitos em Portugal, sendo desnecessário, *in casu*, classificá-los como diretos ou indiretos.

6.2 Introdução

105. Como exposto *supra*, a LSE está ativa sobretudo na negociação de instrumentos financeiros, enquanto a LCH Clearnet está ativa nos serviços de compensação. Os potenciais efeitos decorrentes da presente operação são, por isso, essencialmente, de natureza vertical.
106. Existe, no entanto, uma sobreposição horizontal, ainda que limitada, na atividade das Partes, no que se refere aos serviços de compensação de ações e títulos de rendimento fixo italianos, já que a LSEG, através da participada CC&G, se

encontra ativa em Itália na compensação de diversos tipos de ativos como ações e títulos de rendimento fixo²⁹.

107. Nenhuma das empresas envolvidas na operação de concentração se encontra presente fisicamente em Portugal, já que a LCH Clearnet compensa títulos emitidos por entidades portuguesas através das suas sucursais em Paris e Londres e a LSEG não detém o controlo sobre qualquer plataforma de negociação em Portugal³⁰. No entanto, a LCH Clearnet presta serviços de compensação sobre os títulos transacionados pela NYSE Euronext Lisboa e pelo MTS Portugal, respetivamente ações admitidas à cotação em Lisboa e títulos de dívida pública Portuguesa. A LSE, através da Turquoise³¹, transaciona um número limitado de títulos de empresas portuguesas.
108. Para além das empresas notificantes, a investigação realizada durante o procedimento abrangeu um número alargado de bancos portugueses que se encontram ativos na negociação dos diversos tipos de ativos.

Enquadramento regulamentar

109. Desde a operação de concentração da NYSE e da Euronext em 2006, analisada pela Autoridade da Concorrência, o enquadramento regulamentar da indústria na Europa alterou-se com a introdução do MiFID³², o qual tem como objetivo principal o aumento da transparência nos mercados financeiros e a liberalização do sector, permitindo a entrada no mercado de mais entidades para além das bolsas tradicionais – tais como sistemas de negociação multilateral ou MTFs e Internalizadores Sistemáticos (SI).
110. Estas alterações legislativas levaram a profundas alterações na estrutura de mercado, sobretudo no segmento das ações, com o aparecimento e desenvolvimento de novas plataformas de negociação, com consequentes impactos ao nível da prestação de serviços na compensação, contribuindo ainda para uma clara e acelerada tendência de pan-europeização dos mercados.
111. Um dos principais efeitos desta alteração regulamentar foi precisamente o de levar à entrada na Europa de um conjunto de câmaras de compensação nos últimos anos, como sejam a Euro CCP e a EMCF. Como melhor se verá adiante, estas entradas deram-se na negociação e compensação das ações, já que era este o âmbito principal de intervenção da regulação em questão.
112. A legislação relativa a estas atividades encontra-se em fase de alteração, nomeadamente para os outros mercados financeiros, como sejam o dos derivados e outros, designadamente através da futura MiFIR (*Markets in Financial Instruments Regulation*), cuja atual proposta vai no sentido de impor

²⁹ Esta presença da LSEG na compensação de títulos italianos resulta da aquisição em 2007 da Borsa Italiana, empresa que compensava e ainda compensa os títulos italianos transacionados nesta bolsa.

³⁰ A LSE tem uma participação minoritária na MTS Portugal (15%), que de acordo com a informação prestada pela Notificante não lhe permite controlar ou sequer influenciar a escolha de câmara de compensação utilizada pela MTS.

³¹ A Turquoise é um MTF (*Multilateral Trading Facility*, ou Sistema de negociação multilateral) do grupo LSE.

³² Diretiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Abril de 2004, relativa aos mercados de instrumentos financeiros, Jornal Oficial nº L 145 de 30/04/2004 p. 0001 – 0044.

salvaguardas cada vez mais apertadas com vista a garantir a imparcialidade, a abertura e a transparência das câmaras de compensação.

113. O processo legislativo previsto para a diretiva a ser adotada é o da co-decisão. Atualmente, encontra-se ainda em discussão no Parlamento Europeu em fase de primeira leitura, faltando ainda por isso a discussão com o Conselho Europeu. Ou seja, está-se ainda numa fase intermédia do processo legislativo.
114. Como tal, entende-se que, na presente data, existem ainda bastantes incertezas quanto ao conteúdo exato da futura legislação, sendo que a proposta da Comissão e textos seguintes poderão sofrer bastantes alterações. Resulta pois evidente que a AdC não poderá basear a sua decisão em legislação ainda não aprovada e de conteúdo ainda indefinido e incerto.
115. Por outro lado, a Notificante entende que as operações de ambas as partes envolvidas na concentração estão sujeitas a um escrutínio detalhado pelas entidades reguladoras financeiras, em particular pela AMF em França e pela Autoridade de Serviços Financeiros (FSA) no Reino Unido.
116. As Partes entendem que o escrutínio adicional pelas entidades financeiras reguladoras também irá restringir o seu comportamento no futuro. Adicionalmente entende que as suas obrigações serão reforçadas em resultado da introdução do Regulamento relativo à Infraestrutura dos Mercados Europeus (*European Markets Infrastructure Regulation* ou EMIR) e do Regulamento relativo aos mercados de instrumentos financeiros (*Markets in Financial Instruments Regulation* ou MiFIR), atendendo a que a futura regulamentação do setor, em particular o MiFIR, é suscetível de reforçar a necessidade de tratamento não-discriminatório de novas plataformas e instrumentos financeiros.
117. Não desconhecendo a AdC que alguns parâmetros das atividades em causa se encontram sujeitos a supervisão por parte de certas entidades, tal controlo é um controlo *ex-post*, ao contrário do controlo de concentrações, que é um controlo *ex-ante*. Por outro lado, a supervisão ou regulação do setor não acautela todos e quaisquer parâmetros de concorrência que poderão estar ao dispor das partes e dos seus concorrentes, parâmetros nos quais os operadores de mercado concorrem, pelo que o controlo da AdC não é substituído pela supervisão de outras entidades, antes é compatível e complementar destas.

Da estrutura de governo da LCH.Clearnet conforme atualmente estabelecido

118. A Notificante defende que o modelo de governança estabelecido entre as partes limita qualquer possibilidade de a mesma encetar uma estratégia de encerramento do mercado da compensação, pelo que quaisquer teorias de dano baseados em efeitos verticais não poderia passar o primeiro dos seguintes critério de avaliação jus-concorrencial: (i) capacidade, (ii) incentivo e (iii) efeitos.
119. As partes assinaram um acordo relativo aos Princípios Operacionais Básicos que inclui uma exigência segundo a qual os serviços da LCH.Clearnet serão oferecidos aos membros e utilizadores da compensação em condições justas, razoáveis, abertas e não discriminatórias. Adicionalmente, os Princípios Operacionais Básicos estabelecem especificamente que nenhuma bolsa será favorecida em detrimento de qualquer outra e que os utilizadores dos serviços de

Nota: indicam-se entre parêntesis retos [...] as informações cujo conteúdo exato haja sido considerado como confidencial.

negociação da LSEG não serão favorecidos em detrimento dos utilizadores de qualquer outra bolsa que sejam clientes da LCH.Clearnet.

120. Nos termos do Acordo de Relacionamento, que foi acordado pelas Partes e será assinado aquando da implementação da transação, qualquer alteração significativa aos Princípios Operacionais Básicos requer a aprovação de 80% dos votos expressos dos acionistas.
121. Atenta esta exigência, a Notificante entende que é improvável que consiga obter facilmente o apoio de clientes suficientes para a alteração do referido modelo de governança, uma vez que isso significaria que os clientes votariam no sentido de abdicar dos seus direitos de participação na definição de estratégia e noutras decisões ao nível do Conselho e a LSEG teria efetivamente de garantir o apoio de 11 membros de compensação para atingir a maioria necessária de votos (ou o apoio de duas plataformas de negociação concorrentes e de seis membros de compensação) para poder alterar a estrutura de governança.
122. Tal como se verá *infra*, a AdC entende que a LSEG não terá capacidade e/ou incentivo e/ou efeitos nos diversos mercados sob análise para prosseguir uma estratégia anticoncorrencial de encerramento do mercado. No entanto, caso a conclusão tivesse sido diferente, entende esta Autoridade que as disposições de governança não teriam a capacidade de, *per se*, afastar quaisquer problemas concorrenciais, donde se destaca a capacidade de encerramento do mercado da compensação.
123. Com efeito, entende-se que tais disposições são disposições inter-partes, suscetíveis de serem modificadas no futuro, mesmo que de forma não automática, e cuja modificação não é suscetível de ser contestada por um terceiro que não seja parte do acordo e que seja prejudicado com a sua modificação. Desta forma não podem ser consideradas ao mesmo nível de imposições regulamentares.
124. Por outro lado, entende-se que as disposições de governo da sociedade, dispersas em várias partes dos instrumentos contratuais subjacentes à presente operação de concentração, não são suficientemente claras e de fácil interpretação por parte da AdC para numa fase do procedimento como esta considerar sem mais que a nova entidade não tem capacidade para encetar estratégias de encerramento. Adicionalmente, também se considera que poderão estas não ser suficientemente claras para um terceiro que queira servir-se delas para fazer valer os seus direitos de forma rápida e efetiva. Finalmente, entende-se que a LSE não demonstrou de forma adequada que as disposições em referência possam afastar inequivocamente o *soft bias* por parte da LSEG, que pode ter uma influência significativa na gestão da entidade resultante da operação³³.
125. Desta forma a AdC entende que deverá também analisar os outros critérios para verificar se da presente operação resultarão efeitos verticais, nomeadamente se nos mercados em questão poderão existir incentivos da nova entidade para encetar estratégias de encerramento, e, em caso afirmativo, se daí resultariam quaisquer efeitos.

³³ Por *soft bias* faz-se referência, por exemplo, à capacidade informal de influenciar as decisões por parte dos quadros intermédios (da LCH).

6.3 Serviços de compensação de ações

6.3.1 Introdução

Câmaras de compensação

126. Conforme referido *supra*, o enquadramento regulamentar tem sofrido significativas alterações no sentido da liberalização e conseqüente aumento da concorrência, na prestação de serviços, quer de negociação, quer de compensação de ações. Como tal, atualmente encontram-se ativas, em toda a Europa, diversas câmaras de compensação que prestam serviços a diversas plataformas de negociação para além da LCH, de entre as quais se destacam a EMCF, EuroCCP e a SIX x-Clear.
127. A EMCF é uma câmara de compensação sediada e regulada na Holanda, tendo iniciado a sua *atividade* na Europa em 2007, sendo, em 2011, o maior prestador de serviços de compensação de ações na Europa, compensando transações executadas em diversas plataformas tais como, por exemplo, a BATS Chi-X, a Burgundy, NASDAQ OMX, TOM, entre outras.
128. A EuroCCP tem sede no Reino Unido e integra o grupo DTCC³⁴, compensando, desde 2008, ações de 19 mercados europeus, prestando serviços a diversas plataformas de negociação na Europa, incluindo a BATS Chi-X, a Burgundy, UBS MTF, Turquoise, SmartPool, NYSE Arca Europe, SIGMA X MTF, entre outros.
129. A SIX x-Clear foi fundada para operar no Mercado Suíço em 2003, oferecendo, atualmente, e desde 2007, quando entrou em vigor o MIFID, também serviços de compensação para vários tipos de instrumentos, incluindo ações pan-europeias e ações portuguesas. Presta serviços a diversas plataformas de negociação europeias, incluindo a BATS, Burgundy³⁵, Equiduct, Turquoise (grupo LSE) e à própria LSE.

Plataformas de negociação

130. Conforme se depreende do exposto *supra*, a implementação do MIFID permitiu a entrada no mercado não só de diversos prestadores de serviços de compensação, como também de plataformas de negociação.
131. Assim, no enquadramento atual, o segmento de ações é caracterizado por concorrência nos diversos níveis da cadeia de valor, ou seja, quer a nível da negociação, quer ao nível da compensação.
132. Das várias MTFs atualmente existentes na Europa, destacam-se, para efeitos da presente operação de concentração, a BATS Chi-X, a Turquoise (do grupo LSE), a Burgundy e a UBS MTF, entre outros.
133. Diversas destas plataformas de negociação possuem acordos com mais do que um prestador de serviços de compensação e CCP. Na existência de acordos de interoperabilidade, caberá ao cliente (*trader*) da plataforma de negociação a escolha do compensador ou CCP a utilizar.

³⁴ A DTCC, de acordo com a Notificante, será um prestador de serviços de compensação sobre diversas classes de activos, nos EUA, assumindo um papel particularmente relevante na compensação de títulos de rendimento fixo naquele país.

³⁵ Activa, sobretudo, na negociação de títulos dos países nórdicos.

6.3.2 Compensação de ações negociadas em plataformas localizadas em território nacional

134. No que se refere à compensação de ações negociadas em plataformas localizadas em território nacional, refira-se que a Adquirida é a única câmara de compensação e CCP da NYSE Euronext Lisboa, pelo que detém 100% de quota de mercado, já que esta plataforma de negociação é a única localizada em Portugal.
135. A Adquirente não possui qualquer plataforma de negociação em território nacional.
136. Nesta perspetiva, considerando esta possível definição de mercado relevante, não existem efeitos jusconcorrenciais dos quais resultem a criação ou reforço de uma posição dominante suscetível de redundar na criação de entraves significativos à concorrência.

6.3.3 Compensação de ações admitidas à negociação em Portugal

137. Já no que concerne à compensação de ações emitidas por empresas portuguesas (independentemente do local de negociação), verifica-se que a LCH detém **[CONFIDENCIAL – Segredo de negócio]** quota de mercado, porquanto partiu de uma posição **[CONFIDENCIAL – Segredo de negócio]**. No entanto, com a entrada em vigor do MIFID e a entrada no mercado de novas câmaras de compensação (e plataformas de negociação), tem-se vindo a verificar uma tendência de perda significativa de quota de mercado – de **[90-100]**% em 2009, para **[70-80]**% em 2011, em número de transações³⁶. Esta tendência continua a verificar-se em 2012 onde, no primeiro trimestre, a quota de mercado da LCH desceu para **[60-70]**%.
138. Por seu lado, no que se refere à negociação europeia de ações admitidas à negociação em Portugal, com a implementação do MIFID, tem-se verificado que a NYSE Euronext tem perdido quota de mercado na negociação, que atinge, atualmente, 77% em termos de valor negociado. Por contrapartida, verifica-se que as transações de ações portuguesas na BATS e na Turquoise (grupo LSE) atingiram quotas de 17% e 7%, respetivamente, no primeiro trimestre de 2012³⁷.
139. Nas Tabelas seguintes mostram-se os dados referentes aos serviços de compensação de título admitidos à negociação em Portugal negociados nas diversas plataformas europeias, para a totalidade do ano de 2011 e para o primeiro trimestre de 2012.

³⁶ Notificação. As Partes entendem que o número de transações constitui a melhor medida da concorrência no mercado de compensação. As comissões de compensação são cobradas com base no número de transações compensadas, sendo assim o melhor guia das receitas que podem ser auferidas. Mesmo considerando o valor negociado, verifica-se a mesma tendência de descida, embora de forma menos pronunciada.

³⁷ Fonte: Thomson Reuters. Dados referentes ao 1º trimestre 2012. Negociação Eletrónica. No caso de inclusão da negociação OTC registada em bolsa, as quotas seriam de 50% para a Euronext, 35 para a Markit Boat (plataforma OTC), BATS com 7% e LSE de 7% para o mesmo período. Disponível em: http://thomsonreuters.com/content/financial/zip/MarketShareReports_RegionCountry_2012.zip?v=7

Tabela 3: Quotas de mercado nos serviços de compensação de ações portuguesas baseadas no Índice PSI 20³⁸ para o ano de 2011

Câmara de compensação	Valor Negociado (€)	Valor negociado (%)	Número de transações (lados compensados)	Número de transações (%)
LCH Clearnet	[Confidencial]	[80-90]%	[Confidencial]	[70-80]%
EMCF	[Confidencial]	[10-20]%	[Confidencial]	[10-20]%
EuroCCP	[Confidencial]	[0-5]%	[Confidencial]	[0-10]%
SIX x-Clear	[Confidencial]	[0-5]%	[Confidencial]	[0-5]%
Não-compensadas	[Confidencial]	[0-5]%	[Confidencial]	[0-5]%

Fonte: Notificante

Tabela 4: Quotas de mercado nos serviços de compensação de ações portuguesas baseadas no Índice PSI 20 para o 1º trimestre 2012

Câmara de compensação	Valor Negociado (€)	Quota de Mercado	Número de transações (lados compensados)	Quota de Mercado
LCH Clearnet	[Confidencial]	[70-80]%	[Confidencial]	[60-70]%
EMCF	[Confidencial]	[0-10]%	[Confidencial]	[0-10]%
EuroCCP	[Confidencial]	[10-20]%	[Confidencial]	[10-20]%
SIX x-Clear	[Confidencial]	[0-5]%	[Confidencial]	[0-5]%
uncleared	[Confidencial]	[0-5]%	[Confidencial]	[0-5]%

Fonte: Notificante

140. Dos dados fornecidos pela Notificante resulta a diminuição das quotas de mercado da LCH nos últimos anos, caso se delimitasse o mercado como o da compensação de ações Portuguesas. Tal tendência confirma-se aliás para 2012, onde, de acordo com os dados relativos ao primeiro trimestre, as quotas de mercado dos novos entrantes, no seu todo, voltou a aumentar de forma significativa, sendo que neste caso se destaca o Euro CCP que atingiu nesse trimestre uma quota de [10-20]%.
141. Nesta alternativa de definição de mercado relevante, não existe sobreposição horizontal, uma vez que a CC&G (empresa do grupo LSE que efetua compensação de ações) não está presente na compensação de títulos admitidos à negociação em Portugal.
142. Do ponto de vista vertical, e de acordo com o exposto *supra*, há a considerar que a Adquirente é a proprietária da plataforma de negociação Turquoise, onde se negociam ações admitidas à negociação em Portugal, pelo que se deverá avaliar eventuais efeitos de encerramento: (i) no mercado da negociação de ações admitidas à cotação em Portugal e; (ii) no mercado da compensação de ações admitidas à negociação em Portugal.

³⁸ A Notificante considera que só estes dados estão disponíveis. No entanto, estima que mais de 90% da negociação de ações portuguesas se referem às empresas que integram este índice acionista de referência.

Nota: indicam-se entre parêntesis retos [...] as informações cujo conteúdo exato haja sido considerado como confidencial.

6.3.3.1 Encerramento do mercado da compensação

143. Considerando que a Turquoise tem uma quota de mercado de somente 6,8%³⁹ no mercado da negociação de ações admitidas à negociação em Portugal, não se poderá considerar que a LSE detenha qualquer tipo de poder de mercado que lhe permitisse, numa estrutura verticalmente integrada, ter a capacidade de negar, aos operadores de serviços de compensação concorrentes da LCH, o *traderflow* decorrente da negociação de ações portuguesas, já que não terá capacidade de influenciar de forma significativa as condições de concorrência no mercado da negociação.
144. De facto, tal estratégia passaria pela implementação, por parte da entidade resultante da transação, da obrigatoriedade dos seus membros, que transacionam ações portuguesas, compensarem essas transação na LCH em detrimento das restantes câmaras de compensação com as quais a Turquoise trabalha.
145. Ora, dados os pequenos volumes de ações portuguesas transacionadas na Turquoise, tal estratégia não teria efeitos significativos na concorrência, nomeadamente ao ponto de resultar na criação ou reforço de uma posição dominante da qual resultassem entraves significativos à concorrência no mercado da compensação de ações admitidas à negociação em Portugal, uma vez que os *traders* poderiam passar a negociar ações portuguesas noutras plataformas e, dessa forma, desviar o *traderflow* para outras câmaras de compensação. Ou seja, qualquer *trader* que opere na Turquoise transacionando ações portuguesas que não queira compensar junto da LCH, teria sempre a alternativa de fazer as suas transações em outro MTF onde se transacionem ações portuguesas, como por exemplo a BATS Chi-X, plataforma, aliás, onde se transacionam volumes muito superiores de ações portuguesas aos transacionados na própria Turquoise.

6.3.3.2 Encerramento do mercado da negociação

146. Neste caso, o que se considera é a possibilidade de as estruturas resultantes da operação de concentração limitarem ou, de alguma forma, impedirem o acesso das plataformas de negociação aos serviços de compensação prestados pela LCH (integrada verticalmente após a operação).
147. No caso das ações admitidas à negociação em Portugal, os dados *supra* expostos confirmam que, apesar da tendência de queda, a LCH continua a ter uma quota de mercado significativa. Assim, haverá que analisar qual a capacidade e o incentivo da entidade integrada em implementar uma estratégia de encerramento.

³⁹ Fonte: Thomson Reuters. Dados referentes ao 1º trimestre 2012. Negociação Electrónica. No caso de inclusão da negociação OTC registada em bolsa, a quota da Turquoise seria de apenas 3,1% para o mesmo período. No entanto, ter-se-ia de adicionar as transações OTC registadas em outras plataformas do grupo LSE (3,6%), o que perfaz um total de 6,7%. Em qualquer dos casos, a análise mantém-se. Disponível em: http://thomsonreuters.com/content/financial/zip/MarketShareReports_RegionsCountry_2012.zip?v=7

148. Por seu lado, no que se refere à negociação europeia de ações admitidas à negociação em Portugal, e conforme referido supra, a Turquoise detém uma quota de mercado reduzida, de apenas **[0-10]**% (1º trimestre de 2012).

Capacidade

149. A análise da capacidade passa por aferir se a quota da LCH lhe confere poder de mercado, que lhe permita, ao impedir o acesso de outras plataformas de negociação aos serviços de compensação de ações da LCH, desviar, de uma forma significativa, transações dessas plataformas para as plataformas controladas pela LSE e, dessa forma, condicionar a capacidade concorrencial dessas plataformas de negociação concorrentes.
150. No caso das ações, importa salientar que as barreiras regulamentares foram significativamente reduzidas com o advento do MIFID e que a importância do cálculo da posição líquida global de margens (*netting* e *cross-margining*)⁴⁰, enquanto barreira à entrada, é muito mais reduzida do que, por exemplo, nos derivados.
151. Conforme verificado *supra*, a redução das barreiras regulamentares na Europa levou à entrada no mercado de diversos operadores, quer na negociação, quer na compensação de ações. Acrescente-se ainda que, na compensação das ações portuguesas, os concorrentes atuais da LCH devem ser considerados como concorrentes credíveis. A este propósito, atente-se o facto de, no caso das ações portuguesas, as transações efetuadas na BATS Chi-X até Julho de 2011, eram compensados por operadores que não a LCH⁴¹. A credibilidade destes operadores enquanto compensadores alternativos para as plataformas de negociação é também atestada pelos documentos internos da **[CONFIDENCIAL – Segredo de negócio]**⁴².
152. No caso específico da NYSE Euronext, encontra-se em fase de implementação um plano de passagem dos serviços de compensação dos derivados transacionados em bolsa para dentro do próprio grupo (terminando o contrato com a LCH a partir de 1 de janeiro de 2014). De acordo com a NYSE/Euronext, o plano inicial incluía a auto-compensação das ações. No entanto, a empresa, em conjunto com a LCH, anunciou recentemente a sua intenção de chegar a um novo acordo de longo prazo com aquela câmara de compensação no sentido da continuação do serviço atual no segmento acionista. Estes acontecimentos sugerem, no entanto, que a possibilidade de auto-compensação das ações transacionadas pode constituir uma ameaça credível por parte da NYSE Euronext e, portanto, uma restrição concorrencial à LCH.
153. Acresce ao anteriormente exposto que, atendendo ao número de acordos de interoperabilidade já em vigor, nomeadamente na plataforma BATS e na própria Turquoise, os clientes finais, que são quem escolhe nestes casos a câmara de compensação, poderão facilmente mudar para outras plataformas de negociação e continuar a compensar através de outras câmaras de compensação.

⁴⁰ Como exposto no ponto 29, o período de exposição é de apenas 2 ou 3 dias.

⁴¹ A partir desta data entrou em vigor um acordo entre a BATS e a LCH em que esta presta serviços de compensação àquela em regime de interoperabilidade com os restantes prestadores de serviços de compensação (*vide* http://www.lchclearnet.com/cash_equities/bats_europe/)

⁴² *Vide* por exemplo os documentos intitulados **[CONFIDENCIAL – Documentos internos]**.

154. Resulta do exposto *supra* que a nova entidade não terá capacidade para implementar estratégias de encerramento, pelo que não é necessário avaliar dos incentivos ou dos efeitos.

Conclusão

155. Desta forma conclui-se que a presente transação não resultará na criação ou reforço de uma posição dominante, num eventual mercado de negociação e compensação de ações admitidas à negociação em Portugal.

6.3.4 Compensação de ações pan-europeias (EEE)

156. Considerando o eventual mercado da compensação de ações pan-europeias, há que, em primeiro lugar, destacar que ambas a partes estão presentes no mercado da compensação, onde o grupo LSEG detém a CC&G, empresa atualmente ativa na compensação de títulos italianos.

Tabela 5: Quotas de mercado nos serviços de compensação de ações pan-europeias para o ano de 2011

Câmara de compensação	Valor negociado de transações de ações europeias (€)	Quota de Mercado	Número de transações (lados compensados)	Quota de Mercado
LCH	[Confidencial]	[20-30]%	[Confidencial]	[20-30]%
LSE	[Confidencial]	[0-10]%	[Confidencial]	[0-10]%
LSE+LCH	[Confidencial]	[30-40]%	[Confidencial]	[30-40]%
EMCF	[Confidencial]	[30-40]%	[Confidencial]	[40-50]%
Eurex	[Confidencial]	[10-20]%	[Confidencial]	[0-10]%
EuroCCP	[Confidencial]	[0-10]%	[Confidencial]	[0-10]%
SIX x-Clear	[Confidencial]	[0-10]%	[Confidencial]	[0-5]%
Oslo Clearing	[Confidencial]	[0-5]%	[Confidencial]	[0-5]%
CCP Austria ⁴³	[Confidencial]	[0-5]%	[Confidencial]	[0-5]%
Não-compensado	[Confidencial]	[0-10]%	[Confidencial]	[0-5]%

Fonte: Notificante

⁴³ A CCP Austria, desempenha as funções de compensador e CCP para a Wiener Börse AG, e para a Iberclear, a CVM de Espanha, que também efetua serviços de compensação de títulos de dívida pública espanhola.

Nota: indicam-se entre parêntesis retos [...] as informações cujo conteúdo exato haja sido considerado como confidencial.

Tabela 6: Quotas de mercado nos serviços de compensação de ações pan-europeias no 1º trimestre 2012.

Câmara de compensação	Valor negociado de transações de ações europeias (€)	Quota de Mercado	Número de transações (lados compensados)	Quota de Mercado
LCH	[Confidencial]	[10-20]%	[Confidencial]	[20-30]%
LSE	[Confidencial]	[0-10]%	[Confidencial]	[0-5]%
LSE + LCH	[Confidencial]	[30-40]%	[Confidencial]	[30-40]%
EMCF	[Confidencial]	[10-20]%	[Confidencial]	[20-30]%
EuroCCP	[Confidencial]	[10-20]%	[Confidencial]	[20-30]%
Eurex	[Confidencial]	[10-20]%	[Confidencial]	[0-10]%
SIX x-Clear	[Confidencial]	[0-10]%	[Confidencial]	[0-10]%
Oslo Clearing	[Confidencial]	[0-5]%	[Confidencial]	[0-5]%
CCP Austria	[Confidencial]	[0-5]%	[Confidencial]	[0-5]%
Não-compensado	[Confidencial]	[0-10]%	[Confidencial]	[0-5]%

Fonte: Notificante

157. Importa referir que os dados relativos ao primeiro trimestre de 2012 mostram um quadro dinâmico, no que diz respeito à evolução das quotas de mercado dos novos entrantes, quer em comparação com a LCH e a LSEG, que continuam a perder quota de mercado nos últimos anos, na medida em que se verificam alterações substanciais no posicionamento concorrencial dos diversos operadores.
158. Assim, do ponto de vista da LCH, verifica-se que a sua quota de mercado, em termos de número de transações, passou de [30-40]% em 2009 para [20-30]% no final do primeiro trimestre de 2012. A LSE, através da sua subsidiária italiana CC&G, viu a sua quota de mercado passar de [0-10]% em 2009 para [0-5]% no primeiro trimestre de 2012.
159. Por seu turno, entre 2011 e o primeiro trimestre do 2012, verificou-se uma subida significativa da quota de mercado da EuroCCP e uma descida substancial da EMCF que, no final do ano transato, era a maior câmara de compensação da Europa em termos de número de transações, com uma quota de mercado de [40-50]%. No entanto, no final do primeiro trimestre de 2012, essa quota tinha descido substancialmente para [20-30]%, ao mesmo tempo que a quota da EuroCCP passou de [0-10]% para [20-30]% no mesmo período.
160. De facto, importa salientar que, por exemplo, no caso da EuroCCP, o aumento significativo da sua quota de mercado na prestação de serviços de compensação de ações no EEE, em particular no princípio do ano de 2012, conforme referido *supra*, será devido a um conjunto de acordos de interoperabilidade e acordos com importantes bancos de investimento firmados no final de 2011⁴⁴.
161. Em todo o caso, esta dinâmica de mercado, traduzida numa volatilidade significativa das quotas de mercado dos vários operadores, parece ser um

⁴⁴ No caso, Bank of America Merrill Lynch, Credit Suisse, Morgan Stanley e Nomura como CCP preferencial na BATS Europe e pelo Citigroup na UBS MTF vide http://www.euroccp.co.uk/news_centre/press/2011/interoperate.php

indício de que, no cenário atual, existe uma contestabilidade significativa do mercado que resulta numa elevada concorrência entre os vários operadores.

6.3.4.1 Efeitos horizontais

162. Conforme referido *supra*, nesta definição de mercado, existe uma sobreposição horizontal entre as partes, na medida em que, através da sua subsidiária CC&G, o grupo LSE está presente na compensação de ações pan-europeias.
163. Com base nos dados referentes ao primeiro trimestre de 2012, verifica-se que o IHH⁴⁵ pré-operação (em termos de número de transações) é de [**<2000**] pontos e que, após a operação, o IHH atinge os [**<2000**]. O Delta⁴⁶ é, consequentemente, de [**<250**] pontos.
164. Pese embora tratar-se de valores superiores aos limiares abaixo dos quais a Comissão considera ser pouco provável a existência de problemas jusconcorrenciais, há que considerar que a CC&G constitui um concorrente pouco próximo da LCH, na medida em que é, essencialmente, um operador local, compensando, sobretudo, títulos italianos.
165. Reforce-se, no mesmo sentido que, tal como se mostra pela análise das tabelas anteriores, o mercado da compensação de ações pan-europeias tem mostrado uma elevada dinâmica, com alterações significativas do posicionamento concorrencial dos diversos participantes e com uma tendência identificável de equilíbrio crescente entre os principais operadores.
166. Assim, considerando a liberalização da entrada no mercado imposta pela implementação do MIFID e pela continuação da tendência de afirmação de compensadores alternativos como a EMCF e a EuroCCP, e ainda tendo em consideração a implementação efetiva de acordos de interoperabilidade entre os diversos compensadores com atuação pan-europeia junto de diversas plataformas de negociação⁴⁷, não se considera que da presente operação de concentração resulte, por via da sobreposição horizontal (ou seja, em termos de efeitos unilaterais), a criação ou reforço de uma posição dominante da qual resulte um entrave significativo à concorrência neste mercado.

6.3.4.2 Efeitos verticais

167. À semelhança da análise efetuada para o mercado da compensação de ações admitidas à negociação em Portugal, também para o mercado da compensação

⁴⁵ IHH é o Índice de Herfindahl-Hirschman, calculado como a soma dos quadrados das quotas das empresas a operar no mercado relevante, assim traduzindo o grau de concentração nesse mercado, e variando entre 0 e 10.000. A Comissão Europeia aplica frequentemente o Índice Herfindahl-Hirschmann (IHH) para conhecer o nível de concentração global existente num mercado – Cf. as *Orientações para a apreciação de concentrações horizontais nos termos do regulamento do Conselho relativo ao controlo das concentrações*, JO C 31/5, de 5.02.2004.

⁴⁶ Por Delta entende-se a diferença entre o valor do IHH pós-concentração e o valor do IHH pré-concentração

⁴⁷ Por exemplo, a BATS Chi-X tem implementado, desde Janeiro de 2012, interoperabilidade entre 4 câmaras de compensação (EMCF, EuroCCP, SIX x-Clear e LCH.Clearnet). Vide http://cdn.batstrading.com/resources/press_releases/BATSCHi-X_Full_Interop_Go_Live_FINAL.pdf.

Nota: indicam-se entre parêntesis retos [...] as informações cujo conteúdo exato haja sido considerado como confidencial.

das ações pan-europeias há que avaliar se da operação de concentração em análise resultam efeitos verticais.

168. Os dados da Thomson Reuters referentes ao primeiro trimestre de 2012 mostram que, no conjunto das plataformas de negociação do grupo LSE (excluindo transações OTC registadas em bolsa), a sua quota de mercado na negociação de ações pan-europeias foi de aproximadamente 23%⁴⁸.
169. Nas suas orientações relativas aos efeitos verticais⁴⁹, a Comissão dispõe ser pouco provável a existência de problemas jusconcorrenciais “se a quota de mercado da nova entidade após a concentração, em cada um dos mercados em causa, for inferior a 30% e o índice HHI após a concentração for inferior a 2000”⁵⁰.
170. No mercado da compensação de ações pan-europeias está-se em presença de quotas de mercado pós-concentração de **[30-40]%**, e com um valor de IHH pós-concentração de **[>2000]**. Por seu turno, no que diz respeito à negociação de ações pan-europeias, a quota de mercado é, como referido *supra*, inferior a 25% e o IHH pós-concentração inferior a 1.500⁵¹.
171. Pese embora os valores de quota e IHH referentes ao mercado da compensação se apresentarem ligeiramente superiores aos limiares indicados pela Comissão, não pode a AdC deixar de os enquadrar na dinâmica que o mercado tem a apresentado nos últimos anos, com entradas de operadores de compensação, que rapidamente ganharam quota de mercado (por exemplo, a EMCF) num contexto bastante dinâmico de mercado.
172. Assim, os valores, devidamente contextualizados, tendem a reforçar a argumentação apresentada para o caso da compensação (e negociação) de ações admitidas à negociação em Portugal (*vide* pontos 143 e seguintes), não se considerando, por isso, haver a capacidade de encerramento, quer do mercado da negociação, quer do mercado da compensação, uma vez que, por um lado, nem a LSE constitui um *tradeflow* imprescindível aos compensadores alternativos à LCH nem, por sua vez, a LCH se afigura como um prestador de compensação de ações imprescindível para as diversas plataformas.
173. Dado o exposto, considera-se não haver capacidade, por parte da entidade resultante da operação de concentração, de proceder a qualquer encerramento de mercado, não se criando ou reforçando, por isso, qualquer posição dominante da qual possam resultar entraves significativos à concorrência.

⁴⁸ Vide nota de rodapé 39. Os dados referentes à negociação têm por base os montantes transacionados. Refira-se que caso se considere o mercado como incluindo também ações negociadas OTC registadas então as quotas de mercado da LSE baixam para o mesmo período para aproximadamente **[10-20]%**.

⁴⁹ Orientações para a apreciação das concentrações não horizontais nos termos do Regulamento do Conselho relativo ao controlo das concentrações de empresas JO C256/6 de 18.10.2008

⁵⁰ *Idem*. Parágrafo 25

⁵¹ Calculado com base nos dados Thomson Reuters já referidos. O valor resulta da média do IHH mensal do 1º trimestre de 2012 com base nos montantes transacionados.

6.3.5 Conclusão

174. A análise efetuada abordou os efeitos jusconcorrenciais advenientes da operação de concentração em causa para diversas alternativas de mercados relevantes no segmento acionista da prestação de serviços de compensação.
175. Dado o exposto, e em termos genéricos, cabe ainda acrescentar que, a respeito da operação de concentração em causa, nem o regulador (CMVM) nem as diversas entidades clientes (bancos portugueses), contactadas ao longo da investigação, manifestaram qualquer tipo de preocupação quanto à concretização da operação ora em análise.
176. Assim, não pode a AdC deixar de considerar que não decorre, desta operação, e independentemente da definição de mercado relevante adotada, uma criação ou reforço de uma posição dominante da qual resultem entraves significativos à concorrência no mercado relevante ou nos mercados relacionados.

6.4 Mercado da compensação de derivados no EEE

6.4.1 Introdução

177. Tal como referido anteriormente, o segmento de derivados apresenta um conjunto de características que o distingue dos restantes. De facto, a ligação entre compensação e negociação é distinta porquanto os contratos derivados são emitidos pelas próprias plataformas de negociação e a compensação é parte integrante do contrato transacionado, que define os termos e os parâmetros do contrato (tais como o ativo subjacente e a duração do contrato), incluindo a câmara de compensação.
178. Estas características (integração da compensação nos termos do contrato transacionado, escolha exclusiva da câmara de compensação como CCP) por parte da plataforma e não fungibilidade do lado da transação e do lado do cálculo das margens totais líquidas fazem com que a liquidez num determinado tipo de contratos se tenda a concentrar numa única plataforma, que oferece, assim, um serviço totalmente integrado ao *trader*.
179. Este fenómeno de concentração de liquidez deve ser encarado sobretudo do ponto de vista da (im)possibilidade de cálculo das margens totais líquidas para as posições em aberto em diferentes plataformas, uma vez que o pagamento das margens constitui um custo de oportunidade e o cálculo das margens totais líquidas permite uma poupança significativa no capital afetado à colateralização das posições em aberto por parte dos membros.
180. Assim, esta forma de organização cria incentivos aos membros para concentrar as suas transações num único local. Ao mesmo tempo, cada plataforma tem incentivos a oferecer um vasto leque de contratos para transacionar, na medida em que quanto maior a oferta, maiores as possibilidades de poupança no capital investido em margens por parte dos membros.
181. Por outras palavras, trata-se de um mercado onde existem claras “economias de liquidez” que são menos evidentes para outras classes de ativos em que a ligação entre a transação e a compensação não é tão próxima e em que as

Nota: indicam-se entre parêntesis retos [...] as informações cujo conteúdo exato haja sido considerado como confidencial.

posições em aberto são normalmente de mais curto prazo (caso dos rendimentos fixos) ou até contra-prestação no caso das ações.

182. Todas estas características resultam na estrutura de mercado que se verifica nos derivados transacionados em plataformas de negociação, onde a concorrência é feita entre os designados “silos” verticais em que todos os serviços de negociação e pós-negociação estão integrados verticalmente.
183. Esta relação vertical não implica, necessariamente, uma integração formal (de controlo) ou mesmo adoção de um modelo fechado. Porém, o modelo fechado é, atualmente dominante, pois a não fungibilidade permite às plataformas mais facilmente captar o negócio da pós-negociação (ou seja, da compensação), dando-lhe o controlo de toda a cadeia de valor.
184. *In casu*, a própria adquirida LCH mantém-se como prestador de serviços de compensação de derivados em bolsa em regime de modelo aberto, estando previsto que, após a implementação da operação de concentração, a LCH continuará a prestar serviços de compensação (e CCP) a plataformas de negociação não pertencentes ao grupo LSE⁵².

6.4.2 Estrutura de mercado

185. Atualmente a LCH efetua a compensação de derivados transacionados nas plataformas da NYSE Euronext, em Amsterdão, Bruxelas, Lisboa e Paris, através da sua sucursal LCH Clearnet SA. Por outro lado, a plataforma de Londres é compensada através da NYSE Liffe, que, por sua vez, tem contratos de *outsourcing* com a LCH Clearnet para parte dos serviços de compensação.
186. No entanto, em ambos os casos a NYSE Euronext já anunciou que denunciou os contratos em causa já que pretende autocompensar, trazendo para dentro do grupo toda a cadeia de valor relativa aos derivados. Desta forma, “no início do primeiro trimestre de 2014”, a compensação dos derivados transacionados através da LCH Clearnet SA será transferido para uma câmara de compensação criada pela NYSE Euronext. Este contrato refere-se aos contratos derivados negociados nas plataformas continentais da NYSE Euronext.
187. Por seu lado, os contratos de *outsourcing* de serviços atualmente prestados à NYSE Liffe serão também terminados “após meados de 2013”⁵³. De qualquer modo estes contratos de *outsourcing* referem-se somente a serviços acessórios, sendo que é a própria NYSE Liffe que se assume como CCP⁵⁴. Estes serviços referem-se aos serviços de compensação levados a cabo pela Liffe aos contratos de derivados negociados na plataforma de Londres da NYSE.
188. Atendendo aos serviços em questão e aos anúncios públicos de denúncia dos contratos referidos, a AdC entende que, considerando ser esta uma análise

⁵² Importa ainda salientar, por outro lado, que a NYSE/Euronext, que continua a adquirir os serviços de compensação da LCH para as suas atividades de negociação de derivados, deixará de o fazer a partir de Janeiro de 2014, tornando-se, também ela, um “silo” verticalmente integrado em modelo fechado, à semelhança da Eurex – Resposta ao pedido de elementos de 13 de Agosto de 2012.

⁵³ Resposta à Questão 4 do pedido de elementos de 13 de Setembro 2012.

⁵⁴ Os serviços prestados pela LCH à Liffe incluem a gestão de risco e certas funções de pagamento.

prospetiva, essa quota de mercado deverá ser atribuída à NYSE e não à LCH⁵⁵ pelas razões que a seguir se expõem.

189. Em primeiro lugar, e de acordo com os dados fornecidos pela Notificante, no que se refere aos derivados negociados na plataforma NYSE Euronext continentais, os contratos de derivados são desenhados pela NYSE e, quando aplicável, protegidos por direitos de propriedade intelectual detidos por esta (por exemplo, caso dos índices de ações como o Índice PSI20). Depois, ainda de acordo com a notificante, devem respeitar as regras estabelecidas e implementadas pela plataforma de negociação.
190. Desta forma é a NYSE que detém o controlo sobre a fungibilidade, transferência ou liquidação dos contratos abertos, ou seja a NYSE já detém um controlo significativo sobre o *open interest* dos contratos da qual a LCH.Clearnet SA é uma contraparte enquanto CCP. Conforme demonstrado acima (parágrafos 179 e seguintes), este é um fator jus-concorrencial particularmente importante nestes mercados de derivados.
191. Em segundo lugar, existe já um anúncio público da NYSE em como irá internalizar este negócio na sua CCP Liffe a partir de Janeiro de 2014. Ora, atendendo à importância da compensação para os clientes quando concluem este tipo de contratos, tal anúncio poderá ser considerado como credível até pelas consequências reputacionais para a NYSE de uma mudança de posição neste capítulo.
192. A AdC nota também que este anúncio da NYSE ocorreu em momento anterior à transação ser anunciada. A AdC considera, por isso, que esta é uma estratégia independente de proceder à verticalização do ciclo de vida dos derivados, num mercado que apresenta características e uma tendência, pelas razões acima expostas (parágrafo 182), para adotar uma estrutura de silos verticais.
193. A credibilidade deste anúncio é também confirmada pelos exemplos fornecidos pela Notificante quanto à efetiva migração de contratos de derivados noutros casos⁵⁶.
194. No caso dos serviços de *outsourcing* da LCH à NYSE Liffe, considera a AdC que estes contratos são desde já, e mesmo sem a existência de tal anúncio de denúncia, atribuíveis à NYSE. De acordo com a informação fornecida pela Notificante, é esta: (i) que controla o nível de preços das comissões a cobrar aos utilizadores, sendo que a LCH se limita a receber um montante anual fixo; (ii) a quem cabe a responsabilidade contratual perante os clientes tanto da parte operacional como de risco (já que é a NYSE que assume as funções de CCP perante os utilizadores e reguladores). Adicionalmente, (iii) a LCH limita-se a atuar, mas só como agente da Liffe, para arrecadar as margens variáveis e (iv) são as regras da NYSE Liffe que governam as operações de dia-a-dia da contraparte, e.g., "*marking to market*" e cálculo das posições líquidas.
195. Uma vez que a AdC, pelas razões que se detalharam *supra*, deixou em aberto a definição de mercado de produto relevante, nomeadamente no que diz respeito a

⁵⁵ No mesmo sentido ver Decisão da Comissão Europeia no âmbito do processo COMP/M. 6166 DB/NYS.E

⁵⁶ Vide, por exemplo a transferência com sucesso do *open interest* da LCH.Clearnet Limited para a ICE Clear Europe em 2008: <http://ir.theice.com/releasedetail.cfm?releaseid=345149> como ainda a assunção do papel de CCP por parte da própria LIFFE Clearing no passado.

uma eventual segmentação em função do tipo de derivados e do tipo de ativo subjacente, a análise das quotas de mercado inclui informação relativa aos diversos subsegmentos em que as partes se encontram ativas.

196. Consideradas as correções acima descritas, verifica-se que a LCH presta serviços de compensação a derivados de ações negociados na Turquoise e a LSE (via CC&G) presta serviço de compensação de derivados de ações à IDEM (Bolsa de Derivados Italiana). Em todos os restantes possíveis segmentos considerados por tipos de ativos subjacentes, não existe qualquer sobreposição horizontal ou ligação vertical entre as partes, pelo que a análise se limita a estes segmentos.

Tabela 7: Quotas de mercado das partes na compensação de derivados negociados em bolsa

Empresa	Excluindo volumes NYSE Euronext					
	2009		2010		2011	
	Der. Ações	Der. Índices Acionistas	Der. Ações	Der. Índices Acionistas	Der. Ações	Der. Índices Acionistas
LSEG	[0-5]%	-	[0-5]%	-	[0-5]%	[0-5]%
LCH	[0-5]%	-	[0-5]%	-	[0-5]%	[0-5]%

Fonte: Notificante

Tabela 8: Quotas de mercado na negociação de derivados de ações.

Plataforma de negociação	Câmara de compensação	2009		2010		2011	
		N.º Contratos	Quota	N.º Contratos	Quota	N.º Contratos	Quota
Eurex	Eurex Clearing	[Confidencial]	[40-50]%	[Confidencial]	[40-50]%	[Confidencial]	[40-50]%
NYSE Euronext	NYSE Liffe Clearing	[Confidencial]	[30-40]%	[Confidencial]	[40-50]%	[Confidencial]	[30-40]%
MEFF	MEFF Clear	[Confidencial]	%[0-10]	[Confidencial]	[0-5]%	[Confidencial]	[0-10]%
Nasdaq OMX	Nasdaq OMX Clearing	[Confidencial]	[0-5]%	[Confidencial]	[0-5]%	[Confidencial]	[0-5]%
Turquoise Derivatives (LSE)	LCH.Clearnet	[Confidencial]	[0-5]%	[Confidencial]	[0-5]%	[Confidencial]	[0-5]%
IDEM (LSE)	CC&G	[Confidencial]	[0-5]%	[Confidencial]	[0-5]%	[Confidencial]	[0-5]%
Budapest Stock Exchange	KELER and KELER CCP	[Confidencial]	[0-5]%	[Confidencial]	[0-5]%	[Confidencial]	[0-5]%
Wiener Börse	CCP Austria GmbH	[Confidencial]	[0-5]%	[Confidencial]	[0-5]%	[Confidencial]	[0-5]%
Warsaw Stock Exchange	KDPW	[Confidencial]	[0-5]%	[Confidencial]	[0-5]%	[Confidencial]	[0-5]%
Athens Stock Exchange	Athens Derivatives Exchange Clearing House	[Confidencial]	[0-5]%	[Confidencial]	[0-5]%	[Confidencial]	[0-5]%

Fonte: Notificante

Nota: indicam-se entre parêntesis retos [...] as informações cujo conteúdo exato haja sido considerado como confidencial. 35

6.4.3 Avaliação jusconcorrencial

197. Resulta das tabelas anteriores que nenhuma das partes detém quotas de mercado que permitam antever qualquer problema jusconcorrencial horizontal como consequência da operação de concentração, já que na negociação e compensação de derivados as partes teriam quotas conjuntas de [0-10]% (LSE: [0-5]%, LCH: [0-5]%).
198. Caso se considerasse que a negociação e a compensação, para o caso em concreto, constituiriam mercados distintos, só haveria uma sobreposição muito limitada na compensação de derivados.
199. Atento às reduzidas quotas de mercado da LSE e a LCH nos segmentos de negociação e compensação de derivados, também não se antevê qualquer possibilidade e/ou efeito de encerramento de qualquer desses possíveis mercados.
200. Assim qualquer que fosse a definição de mercado relevante que pudesse ser adotada, não resulta da presente operação de concentração a criação ou reforço de qualquer posição dominante das quais possam resultar entraves significativos à concorrência.

6.5 Mercado da compensação de instrumentos de rendimento fixo no EEE

6.5.1 Introdução

201. Conforme já referido, o termo “instrumento de rendimento fixo” contém dois tipos de ativos: (i) títulos de dívida ou obrigações e; (ii) operações de reporte sobre os títulos de dívida.
202. A AdC entende que, devido à ligação entre estes dois tipos de instrumento de rendimento fixo, a avaliação jusconcorrencial deve ser feita em conjunto. Acresce que como melhor se evidenciará *infra*, a compensação nos *repos* assume uma muito maior relevância do que nas transações de obrigações. No entanto, as dinâmicas concorrenciais que se verificam na compensação (e negociação) destes dois segmentos podem, em certas instâncias, ser distintas, pelo que, sempre que necessário, tal facto será devidamente salientado.
203. Importa notar que, conforme referido *supra*, na secção de mercados relevantes, a compensação de instrumentos de rendimento fixo apresenta características distintas das restantes classes de ativos sob análise, sobretudo no que diz respeito aos derivados. Assim, em termos de gestão de risco, a compensação dos instrumentos de rendimento fixo é mais próxima das ações do que dos derivados.
204. De facto, verificou-se durante o procedimento que o prazo de uma operação de reporte é curto, sendo que a maioria das operações realizadas tem um prazo de um dia⁵⁷ e o prazo médio de todas as operações compensadas pela LCH em

⁵⁷ Neste sentido refira-se, nomeadamente, um *press release* da BrokerTec, onde se anuncia o cálculo e publicação (em conjunto com a MTS) de um índice para o mercado de *repos* sobre dívida pública europeia, onde será tomado como referência o conjunto de transações de *repos* de um dia, que **Nota: indicam-se entre parêntesis retos [...] as informações cujo conteúdo exato haja sido considerado como confidencial.**

- 2011 foi de [**<10**] dias⁵⁸. Por seu lado, do ponto de vista da compensação e negociação de obrigações, está-se em presença de títulos negociados em numerário, característica que os torna muito mais próximas das ações do que dos derivados (na medida em que constituem outro *cash instrument*).
205. Na avaliação jusconcorrencial não pode a AdC deixar de considerar o atual contexto de crise financeira que afeta, sobretudo, quer os títulos de rendimento fixo emitido por entidades portuguesas quer, conseqüentemente, as operações de reporte realizadas sobre os mesmos.
206. De facto, apurou-se durante a investigação de mercado que os títulos portugueses e as operações de reporte que sobre eles incidem têm vindo a ser objeto de uma redução significativa das possibilidades de compensação devido à atual crise financeira e económica e que tem afetado de forma muito significativa a perceção de risco da dívida soberana emitida pelo Estado Português. É neste contexto que se verificou que, por exemplo, as margens exigidas pela LCH para efetuar a compensação de *repos* sobre dívida pública portuguesa aumentaram de forma substancial. No mesmo sentido, a Eurex deixou de aceitar títulos portugueses para compensação a partir de Fevereiro de 2012.
207. Este fenómeno de “exclusão” do risco de emitente português não aparenta ser meramente temporário, existindo atualmente uma grande incerteza quanto às possibilidades dos utilizadores de títulos portugueses efetuarem a compensação das suas transações a curto/médio prazos⁵⁹ e, nomeadamente, no prazo temporal de análise prospetiva de 3 anos.
208. Desta forma, as instituições financeiras, como os bancos portugueses, que anteriormente dependiam em grande parte de operações de reporte para se financiar no curto prazo, encontram-se atualmente diminuídos na sua capacidade de utilização deste tipo de instrumentos para se financiar. Resultou da investigação que, para se financiar, os bancos em vez de recorrerem a operações de reporte recorrem diretamente ao Banco Central Europeu nos termos das medidas de controle de liquidez do mercado financeiro europeu adotadas na sequência da crise financeira internacional que se faz sentir.⁶⁰

6.5.2 Nota prévia sobre informação quantitativa

209. Os dados de mercado dos instrumentos de rendimento fixo são extremamente difíceis de obter. Ao contrário do que sucede no mercado de ações ou nos derivados transacionados em bolsa, dado o peso do OTC, os dados referentes aos títulos de rendimento fixo não têm o mesmo nível de transparência,

“representam o grosso da *atividade* de negociação”. Estes dados são compatíveis com os valores da Notificante, que mostram uma duração média das operações de reporte de poucos dias. São também corroborados pelas informações obtidas junto das instituições financeiras contactadas no âmbito da presente investigação. *Conferências Telefónicas* com diversas instituições financeiras a 25 de Setembro de 2012 (Banco BIG), 10 de Outubro de 2012 (BPI) e 16 de Outubro de 2012 (BES).

⁵⁸ Segundo a Notificante, “a duração média de operações de *repos* em Euros, compensadas pela LCH.Clearnet em 2011, foi de [**<10**] dias”. Resposta ao pedido de elementos, solicitado a 7 de Outubro de 2012.

⁵⁹ Como resulta, aliás, das respostas obtidas junto das instituições financeiras portuguesas contactadas. *Conferências Telefónicas* com diversas instituições financeiras a 25 de Setembro de 2012 (Banco BIG), 10 de Outubro de 2012 (BPI) e 16 de Outubro de 2012 (BES).

⁶⁰ Vide <http://www.ecb.int/mopo/implement/omo/html/index.en.html>

Nota: indicam-se entre parêntesis retos [...] as informações cujo conteúdo exato haja sido considerado como confidencial.

resultando de inquéritos realizados por diversas instituições (por exemplo a ICMA e a CFA) e de estimativas das partes.

210. Importa ainda esclarecer que os dados fornecidos pelas partes quanto a estimativas de quotas de mercado incluíam, para efeitos de cálculo de quotas, os volumes não compensados (com base numa estimativa de volumes não compensados mas potencialmente compensáveis).
211. Ora, não pode a AdC concordar com esta metodologia.
212. Tendo o mercado relevante sido definido como “mercado dos serviços de compensação de títulos de rendimento fixo”, a quota de mercado consiste na proporção do serviço prestado “de compensação de instrumentos de rendimento fixo”, não estando incluído, por definição, os instrumentos de rendimento fixo que, sendo transacionados, não são compensados.
213. Assim, o entendimento da AdC é de que as transações não compensadas não fazem parte do mercado relevante para efeitos de cálculos de quotas de mercado. Tal não significa, porém, que essas transações não compensadas não sejam consideradas para efeitos de avaliação jusconcorrencial, pois a não compensação pode exercer uma restrição sobre os preços e as condições praticadas por parte das câmaras de compensação.
214. A AdC reconhece, à partida, e dado o exposto *supra*, que a informação quantitativa constante da avaliação sofre, portanto, de imprecisões. No entanto, como melhor se verá *infra*, a ordem de grandeza dos números é suficientemente clara para que a avaliação jusconcorrencial seja possível e robusta às referidas imprecisões.

6.5.3 Estrutura de mercado

215. Do ponto de vista da compensação de instrumentos de rendimento fixo, verifica-se que o mercado é composto por diversas entidades com âmbitos de atuação diversos, podendo os operadores estar verticalmente integrados com plataformas de negociação e operar em modelos “fechados” (onde o operador de compensação apenas presta serviços à plataforma de negociação da entidade verticalmente integrada).

Tabela 9: Prestadores de serviços de compensação na Europa

Empresa	Descrição
CC&G (Grupo LSE)	Presta serviços de compensação de títulos de rendimento fixo italianos (dívida pública) na MTS e em sistemas de terceiros incluindo a BroketTec e eMid.
LCH.Clearnet	Presta serviços de compensação a várias plataformas de negociação.
Eurex Clearing	Câmara de Compensação verticalmente integrada em modelo fechado com a EurexBonds e EurexRepos. Compensa todas as transações de rendimento fixo efetuadas nas plataformas Eurex bem como transações OTC reportadas às plataformas Eurex.
SIX x-Clear	Câmara de compensação verticalmente integrada com a Bolsa Suíça.
Keller	Câmara de Compensação de títulos Húngaros para a Budapest Stock Exchange e outras, incluindo MTS e transações OTC.
CCP Austria	Câmara de Compensação verticalmente integrada com a Bolsa de Viena
MeffRepo	Câmara de Compensação integrada com a Senaf (plataforma de rendimento fixo de títulos espanhóis, incluindo <i>repos</i>).

Fonte: Notificante

Nota: indicam-se entre parêntesis retos [...] as informações cujo conteúdo exato haja sido considerado como confidencial. 38

216. Tal como referido *supra*, não existem dados completos para todos os participantes. No entanto, do cruzamento dos dados fornecidos pela Notificante, nos termos acima expostos, bem como da análise de diversa documentação interna, é possível adiantar a informação relativa às quotas de mercado que consta da tabela seguinte.

Tabela 10: Quotas de mercado na prestação de serviços de compensação de instrumentos de rendimento fixo. Dados da Notificante, incluindo transações não compensadas, 2011

Empresa	Compensação obrigações	Compensação repos
LSEG (CC&G)	[0-5]%	[0-10]%
LCH.	[10-20]%	[50-60]%
LSEG+LCH	[10-20]%	[60-70]%
Eurex	n.d.	[10-20]%
Outros	[80-90]%	[20-30]%

Fonte: Notificante

217. No que diz respeito aos *repos*, vários documentos internos da própria LCH.Clearnet referem que a sua quota de mercado — tendo em atenção apenas as transações compensadas — ronda os [70-80]%, com a Eurex com uma quota que rondará os [10-20]%⁶¹.
218. No mesmo sentido vão outros documentos internos que apontam para uma quota que ronda os [80-90]% de todo o “negócio” de rendimento fixo compensado, com a CC&G com uma quota inferior a [0-5]% e a Eurex com uma quota de [10-20]%⁶².
219. Assim, com base na informação interna da LCH.Clearnet e pese embora o hiato temporal, é possível ter uma noção da ordem de grandeza das quotas de mercado dos principais operadores. Importa referir que esta informação confirma que os restantes operadores têm, no conjunto do EEE, uma quota ínfima, dado tratar-se de câmaras de compensação que operam em segmentos muito pequenos do mercado.

Tabela 11: Quotas de mercado de compensação de instrumentos de rendimento fixo na Europa. Dados corrigidos dos montantes não-compensados. Informação relativa a 2009.

Empresa	Compensação de instrumentos de rendimento fixo
LSEG (CC&G)	< [0-5]%
LCH.	[80-90]%
LSEG+LCH	[[80-90]% - [80-90]%
Eurex	[10-20]%
Outros	< [0-5]%

Fonte: Documentos internos LCH.

⁶¹ [CONFIDENCIAL – Documento Interno].

⁶² [CONFIDENCIAL – Documento Interno].

220. Resulta do exposto que o mercado da compensação de títulos de rendimento fixo é altamente concentrado. Importa ainda reforçar o facto de que a CC&G apenas compensa títulos italianos. No entanto, dada a dimensão do mercado de dívida pública italiana, é provavelmente o maior operador de “nicho” no EEE.
221. Refira-se ainda que, nos documentos citados e no que diz respeito à compensação de instrumentos de rendimento fixo, são apenas identificados como concorrentes da LCH.Clearnet [**CONFIDENCIAL – Identificação de concorrente**].

6.5.4 Barreiras à entrada e concorrência potencial

222. A Notificante considera que existem várias empresas que podem começar a compensar títulos de rendimento fixo, implicitamente referindo, por isso, que não existem barreiras significativas à entrada neste mercado.
223. No entanto a NYSE, na sua resposta ao pedido de elementos, refere que existe um número de barreiras à entrada na compensação de derivados e *repos*, como sejam terem longos períodos de exposição, requererem sistemas complexos de gestão de risco e recursos financeiros consideravelmente superiores do que para a compensação de ações, bem como um significativo *know-how*.
224. A AdC não pode deixar de considerar que o conhecimento da NYSE não advém de uma *atividade* direta nas *repos*, pois não tem qualquer *atividade* na transação destes instrumentos, pelo que estas considerações devem ser contextualizadas no âmbito da *atividade* principal da NYSE que não nestes instrumentos de rendimento fixo.
225. Quanto ao tempo de exposição ao risco, resultou da investigação realizada que o tempo médio de exposição, no que às operações de reporte se refere, é de [**<10 dias**], sendo que a maior parte das operações têm a duração de [**<10 dias**]e que nas obrigações estas operações são fechadas e liquidadas [**CONFIDENCIAL – Segredo de negócio**]⁶³. Esta é aliás uma diferença muito significativa em comparação com os produtos derivados, onde as barreiras à entrada associadas a um tempo longo de exposição tais como a importância de uma *margin pool* com instrumentos correlacionados ou fungíveis é significativamente mais importante.
226. No que se refere ao *know-how* dos conhecimentos especializados, a AdC considera que, sendo esta uma barreira para empresas que queiram entrar ex-novo na compensação de ativos financeiros, existem um número de empresas já ativas na compensação de outros ativos que teriam já algum *know-how* na operação de um CCP de instrumentos de rendimento fixo, sobretudo para alguns operadores já ativos neste tipo de instrumento noutras jurisdições, como no caso da EuroCCP.
227. Refira-se que a Notificante identificou um conjunto de entidades que, segundo afirma, podem com relativa facilidade entrar no mercado da compensação de instrumentos de rendimento fixo. Entre estas contam-se, por um lado, prestadores de serviços de compensação de outros tipos de ativos, como as ações (EuroCCP ou a EMCF, entre outros) e, por outro, as próprias plataformas

⁶³ Ver resposta ao pedido de elementos de 7 de Outubro de 2012, resposta à questão 3.

- de negociação como a BrokerTec ou a Tullet Prebon através de integração vertical.
228. Para o caso de expansão para uma nova classe de ativos, a Notificante estima que tal poderá ser conseguido num período de cerca de **[CONFIDENCIAL – Segredo de negócio]** meses, com investimentos que podem variar entre as £**[CONFIDENCIAL – Segredo de negócio]**.
229. Assim, em termos de expansão para uma nova classe de ativos e segundo a Notificante, tem-se:
- EuroCCP: Trata-se de uma câmara de compensação já ativa na compensação de ações na Europa. É detida pela *The Depository Trust & Clearing Corporation* (DTCC) que é a maior câmara de compensação de instrumentos de rendimento fixo nos EUA. Trata-se de uma empresa com o *expertise* e tecnologia necessários para expandir a sua atividade para o segmento do rendimento fixo;
 - EMCF: É a maior câmara de compensação de ações da Europa.
 - SIX x-Clear: Trata-se da câmara de compensação da bolsa Suíça, mas que opera também segundo um modelo horizontal aberta. No segmento acionista já presta serviços a várias plataformas, incluindo bolsas reguladas, em regime de interoperabilidade. Expandiu-se recentemente (2009) para a prestação de serviços de compensação de instrumentos de rendimento fixo para lá do âmbito original de obrigações em francos suíços.
230. Da mesma forma, importa considerar que muitos clientes da LCH.Clearnet são já clientes e membros da EuroCCP e da EMCF para as ações (**[CONFIDENCIAL – Segredo de negócio]**) o que diminuiria, numa situação hipotética de entrada, os custos de mudança por parte dos membros das câmaras de compensação.
231. Mais se acrescenta que, num estudo aos clientes, estes identificaram a **[CONFIDENCIAL – Segredo de negócio]** como atuais ou potenciais concorrentes da LCH na prestação de serviços de compensação de instrumentos de rendimento fixo⁶⁴.
232. Dado o exposto, considera-se que, embora teoricamente a entrada seja possível, e que os concorrentes potenciais constituam uma restrição concorrencial moderada à LCH no mercado da compensação de instrumentos de rendimento fixo, subsiste uma dificuldade na entrada, que resulta da existência das já referidas “economias de liquidez” que geram eficiências ao nível do *offset* de posições, o que, em conjunto com eventuais elevados custos fixos, implica a existência de uma escala mínima de entrada que, por sua vez, tenderá a depender do patrocínio de entrada por parte de futuros membros (tal como sucedeu, aliás, na entrada de novos operadores de compensação de ações).
233. Assim, muito embora se considere que o papel das barreiras à entrada não é tão importante quando se trata da compensação de instrumentos de rendimento fixo por contraponto aos derivados, subsistem barreiras à entrada, embora reconhecendo-se que algumas barreiras sejam menos relevantes para determinados operadores já presentes noutros mercados.

⁶⁴ Inquérito a clientes da LCH **[CONFIDENCIAL – Documentos internos]**.

6.5.5 Efeitos horizontais

234. Existe uma sobreposição horizontal entre as partes, na medida em que a adquirente também está presente na compensação de instrumentos de rendimento fixo através da CC&G.
235. Como afirmado anteriormente, a CC&G é um operador de “nicho”, concentrando a sua atividade em títulos italianos, fruto da sua integração vertical com a Bolsa italiana. A CC&G presta serviços de compensação para várias plataformas (italianas ou não) sobre instrumentos de rendimento fixo italianos.
236. A CC&G apenas se apresenta, assim, como concorrente da LCH para títulos italianos (**[CONFIDENCIAL – Segredo de negócio]**). É, por isso, somente neste segmento que a LCH e a CC&G são concorrentes próximos, não sendo atualmente concorrentes para a compensação de quaisquer outros tipos de títulos de rendimento fixo.
237. Ora, importa aqui referir que, da investigação de mercado, resultou que a utilização destes títulos é muito reduzida e mesmo marginal por parte dos bancos portugueses. Apenas uma das instituições financeiras contactadas afirmou realizar qualquer tipo de operação com títulos italianos⁶⁵, mas que as mesmas são realizadas sem compensação.
238. Assim, deste modo, considera-se que a afetação de clientes em Portugal de uma eventual redução de concorrência entre dois compensadores de títulos italianos, a existir, não terá qualquer expressão em termos de efeitos jus-concorrenciais no território nacional (no caso para as empresas portuguesas).
239. Neste contexto, não surpreende que a CC&G não tenha sequer sido referida como alternativa concorrencial à LCH no decurso da investigação realizada pela AdC. Importa referir que todos os respondentes identificaram a Eurex, apesar de verticalmente integrada, como um concorrente viável e uma alternativa à LCH, sendo que um dos bancos contactados já transacionava e compensava na Eurex e outro estava a considerar fazê-lo.
240. Por outro lado, dada a atividade de compensação de títulos italianos, a AdC ponderou se o contrafactual a utilizar deveria ser o de considerar que a LSE iria alargar o escopo de atuação da CC&G, ou seja, se poderia esta subsidiária ser considerado um concorrente potencial da LCH nos restantes segmentos de mercado da compensação europeia, na medida em que poderia expandir para a compensação de outros instrumentos de rendimento fixo. Na medida em que o fosse, a AdC ponderou igualmente se a potencial entrada da CC&G nestes outros segmentos exerceria uma pressão concorrencial sobre a LCH.
241. Para avaliar até que ponto a CC&G exerce uma ameaça competitiva e assim se encontra a exercer uma pressão concorrencial sobre a LCH, na sua atividade de compensação de títulos que não os títulos italianos, a AdC analisou documentos internos de ambas as empresas.
242. A LSE, na sua documentação interna, produzida em momento anterior à transação, nomeadamente aquando da avaliação das opções estratégicas em

⁶⁵ Operações de repos com títulos italianos em carteira.

fase que antecedeu a decisão de aquisição da LCH, considera que **[CONFIDENCIAL – Segredo de negócio]**⁶⁶.

243. Resultou ainda da análise, a partir dos documentos relativos à estratégia e avaliação de concorrentes e potenciais concorrentes produzidos pela LCH em fase anterior à operação de concentração, **[CONFIDENCIAL – Segredo de negócio]**⁶⁷.
244. A LCH identificou como forte concorrente **[CONFIDENCIAL – Segredo de negócio]**, considerando que esta exerce uma ameaça mais significativa que **[CONFIDENCIAL – Segredo de negócio]**, o que se revela coerente com a avaliação interna da própria LSE.
245. Dado o exposto, e pese embora o elevado nível de concentração que o mercado apresenta, para efeitos de avaliação jusconcorrencial, no âmbito da sua área de jurisdição, a AdC considera que não existe, do ponto de vista dos efeitos horizontais, a criação ou reforço de uma posição dominante da qual possam resultar entraves significativos à concorrência no mercado europeu da compensação de instrumentos de rendimento fixo, com impacto no território nacional.

6.5.6 Efeitos verticais

6.5.6.1 Introdução

246. As partes encontram-se verticalmente relacionadas, uma vez que a Adquirente LSE se encontra presente no mercado relacionado da negociação de instrumentos de rendimento fixo, e a Adquirida LCH se encontra presente a, no mercado da compensação de instrumentos de rendimento fixo.
247. Mais uma vez, deve ser salientando que existem distinções entre a negociação de obrigações e a negociação de *repos*. No entanto, são muitos os pontos em comum e a conclusão da avaliação jusconcorrencial não se alteraria caso se viesse a considerar que se estava em presença de dois mercados distintos.
248. Assim, a presente análise continuará a tratar estes dois tipos de instrumentos de rendimento fixo de forma conjunta, salientando as diferenças sempre que tal seja necessário. Importa desde já adiantar, a este propósito, no que diz respeito aos montantes compensados, que os *repos* representam cerca de **[90-100]**% do total dos instrumentos de rendimento fixo⁶⁸.
249. Dada a relação vertical entre as partes, haverá então que avaliar em que medida a entidade resultante da operação de concentração ora em análise terá a capacidade e/ou o incentivo de implementar estratégias de encerramento de mercado, ou seja, em que medida da operação poderão resultar entraves significativos à concorrência nos mercados envolvidos (relevantes e/ou relacionados) resultantes da criação ou reforço de uma posição dominante.

⁶⁶ **[CONFIDENCIAL – Documentos internos]**.

⁶⁷ **[CONFIDENCIAL – Documentos internos]**.

⁶⁸ Estimativa das partes. Pedido de elementos enviado a 13 de Agosto de 2012.

250. Para tanto, a AdC irá avaliar, em separado, a capacidade e o incentivo da entidade verticalmente integrada em implementar estratégias de: (i) encerramento do mercado da *compensação* de instrumentos de rendimento fixo e; (ii) encerramento do mercado da *negociação* de instrumentos de rendimento fixo.
251. Importa desde já salientar que, no que diz respeito ao rendimento fixo, a ligação vertical entre negociação e compensação é a mais fraca de entre as três classes de ativos analisadas na presente Decisão. De facto, verifica-se que, por um lado, é possível e frequente que as transações efetuadas em plataformas não sejam compensadas e, por outro lado, que transações efetuadas OTC possam ser compensadas, quer diretamente pelos membros de uma câmara de compensação, quer através do reporte da operação OTC a uma plataforma de negociação (como, por exemplo, a MTS e a Eurex). Verificou-se efetivamente nesta classe de ativos que o *trade flow* originado em plataformas de mero registo (ou seja OTC) para a compensação efetuada por parte da LCH são uma fatia muito importante do seu volume, algo que não sucede para as ações ou derivados, representando cerca de **[50-60]**% das comissões geradas no segmento de rendimento fixo (ver Tabela 14).

6.5.6.2 Estrutura do mercado relacionado

252. Mais uma vez se verifica o difícil acesso a dados quantitativos que permitam traçar um quadro completo da estrutura de mercado em função das quotas de mercado.
253. Como melhor se verá, os dados referentes aos volumes negociados são dispersos, algo incompletos e de difícil compatibilização. Os dados apresentados resultam, em grande parte, de esforços de melhor estimativa da Notificante que, atendendo à metodologia seguida, a AdC reconhece como sendo suficiente para identificar os efeitos jusconcorrenciais da operação⁶⁹.
254. Assim, ao nível da negociação, como melhor se verá *infra*, as partes estimam que cerca de **[80-90]**% das transações de obrigações ocorram OTC⁷⁰, com esse valor a rondar os **[70-80]**%-**[80-90]**% no caso dos *repos*⁷¹. Importa referir que no caso dos *repos*, e conforme já explicado *supra*, tal será devido ao facto da grande maioria das operações de *repos* ser realizada entre bancos de forma bilateral, já que esta tem sido tradicionalmente uma forma importante de financiamento destes operadores.

⁶⁹ A Notificante utiliza como ponto de partida os dados ICMA.

⁷⁰ Resposta ao pedido de elementos enviado a 6 de Julho de 2012.

⁷¹ Resposta ao pedido de elementos de 3 de Setembro de 2012.

Tabela 12: Quotas de mercado na negociação de instrumentos de rendimento fixo⁷².

Empresa	2008	1º T 2010	2º T 2010
OTC	[80-90]%	[80-90]%	[80-90]%
Tradeweb Europe	[0-5]%	[0-5]%	[0-5]%
LSEG (*)	[0-5]%	[0-5]%	[0-5]%
BrokerTec Europe	[0-5]%	[0-5]%	[0-5]%
NYSE Euronext	[0-5]%	[0-5]%	[0-5]%

(*) LSE + MTS SpA + MTS BondVision

Fonte: Notificante. Relatório CFA.⁷³

Tabela 13: Peso do OTC na negociação de repos.

Empresa	Junho 2009	Junho 2010	Junho 2011
OTC	[70-80]%	[70-80]%	[70-80]%
Neg. Electrónica	[20-30]%	[20-30]%	[20-30]%

Fonte: Notificante

255. Porquanto não é possível, por incompatibilidade ou indisponibilidade de dados, fazer uma comparação direta, na negociação de *repos*, entre os diversos operadores, nomeadamente com a Eurex, esta é considerada pela ICMA como sendo um dos três principais operadores de negociação de *repos* na Europa, os outros sendo a MTS (LSE) e a BrokerTec⁷⁴. Refira-se, aliás, que o inquérito da ICMA afirma que cerca de 22% da negociação de *repos* diz respeito ao financiamento designado por “GC”⁷⁵ e, dentro destes a “quase totalidade deve-se à Eurex Repo”⁷⁶.
256. No que diz respeito às obrigações, a Notificante afirma que, no segmento da dívida pública europeia, detém uma quota de mercado que ronda os [10-20]% ([CONFIDENCIAL – Segredo de negócio] mil milhões de euros transacionados diariamente, face a uma estimativa total de mercado de [CONFIDENCIAL – Segredo de negócio] mil milhões de euros). Não existem dados disponíveis para as restantes plataformas, com exceção da Eurex que, em termos de

⁷² Os dados constantes da tabela não entram em consideração com diversas outras plataformas de negociação de obrigações e *repos* na Europa, tal como a MEF (Espanha), vários MTFs italianos e com a Eurex. Permite, no entanto, ter uma noção da ordem de grandeza e relevância das transações OTC.

⁷³ *An Examination of Transparency in European Bond Markets*. CFA Institute, 2011.

⁷⁴ ICMA European Repo Market Survey. Pág. 10. Junho 2012. Trata-se do último inquérito realizado pelo ICMA atualmente disponível. ICMA é a International Capital Markets Association. O seu conselho de Repos é um fórum reconhecido que reúne os mais diversos participantes no mercado de repos europeu. O mais inquérito ora citado reúne 62 respondentes, onde se incluem todos os principais participantes neste mercado. Vide <http://www.icmagroup.org>

⁷⁵ “GC” significa *General Collateral*. Trata-se de um sistema de colateralização onde se pode recorrer a um conjunto pré-determinado de títulos de dívida para a realização (e colateralização) das transações de reporte.

⁷⁶ *Idem*, pág. 17.

Nota: indicam-se entre parêntesis retos [...] as informações cujo conteúdo exato haja sido considerado como confidencial.

obrigações de dívida pública europeia, negociou, durante o ano de 2011, uma média diária ligeiramente superior a 450 milhões de Euros⁷⁷.

257. Em jeito de conclusão, pode referir-se então que o mercado relacionado da negociação de instrumentos de rendimento fixo se caracteriza pela presença de diversas plataformas. No entanto, o grosso da negociação ocorre em ambiente OTC, quer por negociação bilateral entre as partes, quer através de intermediários (*brokers*) que atuam em sistema de voz.
258. Importa ainda salientar que, das respostas obtidas junto das instituições financeiras portuguesas, existe um elevado grau de substituíbilidade entre a negociação em plataformas e a negociação em OTC⁷⁸. Ao decidir “onde” negociar, os *traders* procuram as condições de negociação mais favoráveis, de entre as quais se destaca a liquidez do mercado⁷⁹.
259. Por seu turno, não é demais salientar que muitas das transações não são compensadas, podendo as que são compensadas sê-lo independentemente da forma ou local de negociação.

Emitentes Nacionais⁸⁰

260. Cabe ainda referir, no que diz respeito a emitentes nacionais, que as obrigações de Dívida Pública Portuguesa são transacionadas no Mercado Especial de Dívida Pública (MEDIP), um mercado de negociação eletrónica por grosso de dívida pública portuguesa, gerida pela MTS Portugal..
261. A LSE detém uma participação na MTS Portugal, sendo esta, no entanto, minoritária (15%), não lhe conferindo controlo sobre a referida plataforma. Os restantes acionistas MTS Portugal são a Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública (IGCP)⁸¹ e a diversas instituições financeiras.
262. As partes estimam que apenas **[10-20]**% da dívida pública portuguesa é transacionada na MTS Portugal, com montantes **[CONFIDENCIAL – Segredo de negócio]** transacionados na EuroMTS. A grande maioria das transações ocorre OTC, informação corroborada junto das principais instituições financeiras nacionais.

⁷⁷ *Eurex Monthly Turnover Development*. Eurex, Out. 2012

⁷⁸ Respostas aos pedidos de elementos de 27 de Agosto de 2012 e das *Conferências Telefónicas* de 25 de Setembro 2012 (Banco BIG), 10 de Outubro de 2012 (BPI) e 16 de Outubro de 2012 (BES).

⁷⁹ Dada a maior liquidez no segmento OTC, os indícios recolhidos apontam para uma substituíbilidade assimétrica, na medida em que será mais fácil substituir uma operação em plataforma por uma operação OTC do que o inverso. Tal não invalida, contudo, a conclusão de que ambos os segmentos pertencerão ao mesmo mercado relevante e que, sobretudo, a negociação OTC é sempre um constrangimento concorrencial à negociação em plataforma. Este resultado é diferente do que sucede nos derivados, pois nestes é a plataforma de negociação que desenha o contrato e por isso os contratos são muito distintos dos contratos OTC, pelo que a liquidez depois de ganhar tração na plataforma de negociação tende a acumular aí.

⁸⁰ Entenda-se a designação “emitentes nacionais” como referindo-se à dívida pública nacional. As emissões corporativas de emitentes nacionais não apresentam níveis de liquidez significativos, sendo muito esporadicamente transacionadas em qualquer tipo de plataforma.

⁸¹ O IGCP é a entidade pública a quem compete gerir, de forma integrada, a tesouraria, o financiamento e a dívida pública direta do Estado Português.

Nota: indicam-se entre parêntesis retos [...] as informações cujo conteúdo exato haja sido considerado como confidencial. 46

6.5.6.3 Encerramento do mercado da compensação

263. De acordo com o exposto *supra* (parágrafos 252 e seguintes), a quota de mercado na negociação de instrumentos de rendimento fixo da adquirente é muito pequena, tomando em consideração a negociação efetuada em regime OTC.
264. A implementação de uma estratégia de encerramento do mercado da compensação poderia assim passar pela concentração do *tradeflow* com origem na negociação, dirigindo-o apenas à LCH em detrimento dos seus concorrentes.
265. Ora, para que tal fosse possível, i.e., para que a LSE tivesse essa capacidade de encerramento, a empresa teria de poder controlar uma parcela muito significativa da negociação de instrumentos de rendimento fixo o que, como se demonstrou (ver Tabela 12), não ocorre, dado a importância da negociação OTC no volume de transações compensadas.
266. Não existem, pois, quaisquer indícios que a entidade resultante da operação de concentração tivesse a capacidade de implementar estratégias de encerramento do mercado da compensação, tendo como efeito a criação ou reforço de uma posição dominante neste mercado, por falta de capacidade para o fazer.
267. De fato, não só a quota de mercado na negociação é muito pequena, como todos os indícios apontam para que exista um elevado grau de substituíbilidade entre a negociação em plataformas e negociação OTC, não se considerando por isso que a LSE detenha atualmente poder de mercado significativo e, por isso, a possibilidade de influenciar de forma significativa as condições de concorrência no *tradeflow* para a compensação de títulos de rendimento fixo. Acresce ainda que, tal como referido anteriormente, o facto de uma transação ocorrer em plataformas ou OTC não invalida que a mesma possa ou não ser compensada.
268. Assim, a AdC considera que, não existindo indícios de existência de capacidade, por parte da entidade resultante de operação de concentração, de implementação de estratégias de encerramento do mercado da compensação, não se torna necessário proceder à análise dos incentivos.

6.5.6.4 Encerramento do mercado da negociação

269. Neste caso, considera-se a possibilidade de a entidade resultante da operação de concentração implementar estratégias que visem limitar ou de alguma forma impedir o acesso das plataformas de negociação aos serviços de compensação prestados pela LCH, de forma a desviar a negociação para as suas plataformas, em detrimento dos seus concorrentes.
270. Dada a elevada quota de mercado que a LCH apresenta no mercado da compensação de instrumentos de rendimento fixo, há que analisar a capacidade e o incentivo para a implementação de tais estratégias, no cenário pós-concentração.

Capacidade

271. Tal como se demonstrou *supra*, a LCH detém uma quota de mercado muito elevada na compensação de instrumentos de rendimento fixo na Europa.

Nota: indicam-se entre parêntesis retos [...] as informações cujo conteúdo exato haja sido considerado como confidencial.

272. Trata-se, pois, de aferir em que medida a LCH é um fornecedor de serviços de compensação fundamental para as plataformas de negociação.
273. Ora, na realidade, do ponto de vista da compensação de instrumentos de rendimento fixo pan-europeus, a LCH é um fornecedor incontornável para as plataformas de negociação.
274. A uma plataforma como a BrokerTec, por exemplo, que fornece aos seus clientes o serviço de compensação através da LCH, não restariam no mercado grandes alternativas, na medida em que, atualmente não existem, na prática, alternativas significativas⁸².
275. Pese embora a Notificante argumentar que qualquer plataforma pode mudar, essa mudança apresenta dificuldades diversas. Em primeiro lugar, trata-se de um processo moroso, de difícil execução técnica, envolvendo custos relativamente elevados⁸³. Em segundo lugar, no que diz respeito aos instrumentos de rendimento fixo, a alteração de câmara de compensação poderia levar à saída de clientes da negociação dada a existência de “economias de liquidez” provenientes da possibilidade de *netting* das margens da totalidade das posições por parte de cada membro⁸⁴.
276. Assim, os clientes da BrokerTec, por exemplo, que pretendam ver as suas transações compensadas, teriam de mudar de “local” de negociação, ou para uma plataforma LSE, ou para a Eurex efetuando tanto a negociação como a compensação, ou até transacionar OTC e compensar na LCH ou Eurex.
277. Refira-se, a propósito da Eurex, que, no decurso da investigação realizada, as instituições financeiras nacionais a identificaram como uma alternativa concorrencial viável à LCH.
278. A Notificante argumenta que existem alternativas à LCH, apresentando o caso das obrigações de dívida pública portuguesa (e *repos* sobre esses títulos). Neste caso, segundo as partes, a margem (“*haircut*”) exigida aos títulos de dívida pública portuguesa sofreu um grande aumento durante o ano de 2011, passando para 80% (o que significa, grosso modo, que numa operação de reporte, a instituição financeira só pode tomar de fundos 20% do valor nominal das obrigações que entrega). **[CONFIDENCIAL – Segredo de negócio]**.
279. Ora, trata-se de um aumento muito grande do custo. O que sucedeu, não foi uma alteração “pequena, mas significativa e não-transitória” do preço, mas sim um aumento substancial, que levou os participantes do mercado a, pura e simplesmente, deixar de compensar, passando a efetuar as suas transações de

⁸² A própria Notificante identifica várias plataformas (resposta ao pedido de elementos de 6 de Julho de 2012) nas seguintes situações: (i) eSpeed, plataforma da BCG Partners – serviços de compensação fornecidos pela LCH; (ii) E-MID, plataforma de negociação de títulos italianos – serviços de compensação prestados pela CC&G (LSE); (iii) BrokerTec, plataforma de negociação de instrumentos de rendimento fixo pan-europeus – serviços de compensação prestados pela LCH e; (iv) Eurex e SENAF (Espanha) – plataformas verticalmente integradas em modelo fechado.

⁸³ Vide resposta da NYSE Euronext ao pedido de elementos de 10 de Julho de 2012.

⁸⁴ Na realidade, não foi apresentado nenhum exemplo de mudança de total de CCP (como reconhece a própria Notificante na sua resposta ao pedido de elementos de 6 de Julho de 2012) por parte de uma plataforma de negociação de qualquer tipo de instrumentos financeiros. Os exemplos existentes consistem em integração vertical das plataformas, que internalizam a função de compensação, do qual o exemplo mais recente e já referido na presente decisão consiste na internalização, por parte da NYSE Liffe e NYSE Euronext, da compensação de derivados transacionados em bolsa.

forma bilateral. Esta informação foi corroborada junto das próprias instituições financeiras nacionais⁸⁵.

280. A Notificante argumenta ainda que a LSE não teria capacidade de implementar estratégias de encerramento em virtude das limitações atualmente previstas para a LSE no acordo de governo da LCH pós-operação e da regulação externa a que a LCH se encontra exposta, quer na França, quer no Reino Unido.
281. Ora, sobre esta matéria já a AdC se pronunciou nos parágrafos 118 a 125 no que diz respeito à estrutura de governo interna do grupo. Já no que diz respeito à regulação refira-se que dos dados fornecidos resulta que a entidade resultante da operação, muito embora tendo que cumprir requisitos regulamentares importantes, continuaria a gozar de liberdade significativa na determinação das condições de fornecimento dos serviços de compensação.
282. Assim, face ao exposto, não pode a AdC concluir que não existe capacidade de encerramento do mercado por parte da entidade verticalmente integrada que resulta da operação de concentração ora em análise.
283. De facto, considerando, por um lado, a quota de mercado da LCH e a falta de alternativas atuais, sobretudo por parte das plataformas de negociação e, por outro, a existência de alguma concorrência potencial, a implementação da estrutura de governo da sociedade resultante da transação e a fiscalização dos reguladores (estes dois últimos fatores últimos com menor peso argumentativo pelas razões *supra* expostas), não estão reunidos os indícios suficientes que permitam afastar, com razoável segurança, a possibilidade de a estrutura resultante da operação ter, de facto, a capacidade de implementar estratégias de encerramento de mercado.
284. Refira-se no entanto que a eventual exclusão de concorrentes da LSE ao nível da negociação não implica necessariamente que as condições de negociação disponíveis para os clientes finais se deterioreem, já que no caso do rendimento fixo, e ao contrário do que sucede por exemplo nos derivados, os clientes poderão sempre negociar bilateralmente e depois compensar diretamente.
285. Há assim que analisar os incentivos estruturais à implementação de tais estratégias que, num cenário pós-concentração, possam razoavelmente existir, por forma a verificar se da transação resultaria o efeito da criação ou reforço de uma posição dominante da qual resultassem entraves significativos à concorrência no mercado da negociação de títulos de rendimento fixo.

Incentivos e efeitos

286. Para a avaliação da existência de incentivos à implementação de uma estratégia de encerramento do mercado da negociação, dever-se-á ter em conta as perdas decorrentes de uma tal estratégia em comparação com eventuais ganhos.
287. Como tal, a AdC analisou os ganhos que efetivamente decorreriam da mudança dos clientes dessas plataformas de negociação para as plataformas da LSE, tanto ao nível da negociação como na compensação com um eventual aumento de preços a este nível da cadeia de valor.

⁸⁵ Respostas aos pedidos de elementos de 27 de Agosto de 2012 e das *Conferências Telefónicas* de 25 de Setembro 2012 (Banco BIG), 10 de Outubro de 2012 (BPI) e 16 de Outubro de 2012 (BES).

288. A AdC analisou ainda as perdas de negócio de compensação advenientes atualmente das plataformas de negociação às quais a LCH deixaria de prestar serviço ou prestaria serviços em condições discriminatórias.
289. Os ganhos da nova entidade seriam essencialmente resultantes de novos rendimentos da negociação através da atração de negócio às suas plataformas de negociação (proveniente dos seus concorrentes na negociação) e do acréscimo de receitas provenientes de um eventual aumento dos preços dos seus serviços de compensação daí resultante.
290. Ora, em primeiro lugar há que salientar que, de acordo com os dados fornecidos pela Notificante, as margens no negócio da compensação de instrumento de rendimento fixo são superiores às margens obtidas na negociação, logo, qualquer perda no negócio da compensação teria de ser recuperada por um aumento mais do que proporcional na negociação⁸⁶.
291. Assim, por um lado, para que tal estratégia tivesse sucesso, uma percentagem muito significativa da negociação efetuada nas plataformas concorrentes (e.g. BrokerTec ou tpRepo) teria de “desviar-se” para plataformas da LSE. Acresce que estas plataformas alternativas à LSE representam, no seu conjunto, uma fonte de receitas muito significativa para a LCH (cerca de **[40-50]**%).

Tabela 14: Peso das principais fontes de *tradeflow* nas receitas geradas no negócio da compensação de instrumentos de rendimento fixo da LCH. 2011

Fonte do <i>tradeflow</i>	Peso no total Comissões Cobradas
OTC ⁸⁷	[50-60] %
BrokerTec	[30-40] %
MTS	[0-5] %
tpREPO	[0-5] %
NYSE Bondmatch	[0-5] %

Fonte: Notificante

292. Pelo menos parte significativa destas receitas teriam de ser recuperadas para as suas plataformas de negociação, através de uma proporção suficiente de clientes que voltasse a gerar receitas adicionais na negociação e/ou na compensação.
293. Ora, quanto a esta última questão, como os clientes têm a opção de transacionar bilateralmente e continuar do mesmo modo a compensar na LCH, considera-se que os efeitos práticos, em termos de incentivos da LCH, são reduzidos ou mesmo nulos, dado que, mesmo que maior parte continue a compensar na LCH, não transaciona nas plataformas LSE. Mais se acrescenta que, ao implementar

⁸⁶ Os dados fornecidos pela Notificante dizem respeito às margens EBIT. No caso, por indisponibilidade de desagregação mais fina, foram utilizadas as margens EBIT por segmento de negócio da LCH e as margens EBIT da MTS S.p.A. como *proxy* das margens na negociação. Respostas aos pedidos de elementos de 25 de Julho e 3 de Setembro de 2012.

⁸⁷ As operações OTC são registadas no sistema ETCMS - Euroclear Trade Capture and Matching System
Nota: indicam-se entre parêntesis retos [...] as informações cujo conteúdo exato haja sido considerado como confidencial.

tal estratégia de encerramento do mercado, a LCH arrisca-se a perder os montantes compensados para a Eurex sem qualquer tipo de garantia que os venha a ganhar na negociação, que apresenta margens inferiores à compensação.

294. Assim, os membros de compensação podem compensar as suas transações na Eurex, que, atendendo aos documentos internos das partes e à investigação de mercado realizada, é o principal concorrente da LCH no rendimento fixo.
295. Embora a Eurex assuma um modelo verticalmente integrado e fechado, os clientes mantêm sempre a opção de compensar as suas transações efetuadas OTC, bastando para tanto registar essas operações na plataforma EUREX. Ora, dado que a maior parte dos membros da LCH são também membros da Eurex Repo⁸⁸, estes poderiam de forma relativamente rápida começar a negociar e a compensar nesta plataforma, sobretudo atendendo ao prazo médio curto dos instrumentos em aberto (**[<10 dias]** no caso da LCH⁸⁹).
296. Por outro lado, de acordo com os próprios documentos internos da LSE na avaliação do *business plan* pós-operação, em qualquer dos cenários traçados, prevê-se uma **[CONFIDENCIAL – Segredo de negócio]** das receitas geradas pelo negócio da compensação de instrumentos de rendimento fixo da LCH, sendo que essa **[CONFIDENCIAL – Segredo de negócio]**.⁹⁰
297. Esta possibilidade **[CONFIDENCIAL – Segredo de negócio]** é também corroborada por inquéritos de satisfação aos clientes encomendados pela LCH em momento anterior à transação. De facto, desse inquérito resulta que os clientes **[CONFIDENCIAL – Segredo de negócio]**.
298. Acresce que uma ata recente do Banco de Inglaterra⁹¹ demonstra que os clientes que procedem à compensação têm mostrado uma elasticidade relativamente elevada a alterações às condições de compensação nos últimos meses, dada a atual conjuntura económico-financeira. De facto, resulta do documento citado que uma parte “*material deixou de utilizar CCPs a favor da atividade bilateral [OTC]*” (tradução nossa).
299. Ou seja, para um número não despidendo de clientes da compensação, têm sempre a opção de pura e simplesmente deixar de compensar, caso as condições do serviço de compensação da LCH se degradem. Neste contexto, observa-se que tal será particularmente possível para esta classe de ativos já que, conforme referido *supra*, uma parte significativa das operações de reporte são operações de financiamento por parte dos bancos e que só estas é que são elegíveis para compensação e por isso de ser atraídos por parte da LCH.
300. Ou seja, a alteração dos termos (preço e/ou qualidade) dos serviços de compensação pode, por um lado, levar transações a não serem compensadas (transações puramente bilaterais) e, por outro, a mudar de plataforma de compensação, mesmo que tal leve à alteração da plataforma de negociação por

⁸⁸ Resposta ao pedido de elementos de 7 de Outubro de 2012, de onde resulta também que os membros mais relevantes, em termos de receitas geradas para a LCH são também membros da Eurex.

⁸⁹ Ver, a resposta das Notificantes ao pedido de elementos de 7 de Outubro de 2012 (resposta à questão 3).

⁹⁰ **[CONFIDENCIAL – Documentos internos]**.

⁹¹ **[CONFIDENCIAL – Documentos internos]**, documento trazido ao procedimento pela Notificante em resposta ao pedido de elementos de 7 de Outubro de 2012.

parte dos membros de compensação ou até a que se negoceie OTC e se compense posteriormente.

301. Em suma, poder-se-á afirmar que, em caso de deterioração dos termos de prestação de serviços às plataformas de negociação concorrentes à LSE restarão, aos clientes finais, as seguintes alternativas: (i) transferir a sua negociação para as plataformas LSE e continuar a compensar na LCH; (ii) transferir a sua negociação para OTC e continuar a compensar na LCH; (iii) transferir a sua negociação para OTC e compensar na Eurex e; (iv) transferir a sua negociação para OTC e compensar na Eurex.
302. Importa ainda salientar que, tal como referido anteriormente, existe um conjunto, ainda que restrito, de entidades que se configuram como entrantes potenciais no mercado da compensação de instrumentos de rendimento fixo, tal como referido anteriormente, tais como a EuroCCP.
303. Acresce ainda que os principais clientes da LCH na compensação compensam também outro tipo de ativos tais como ações e derivados. Em caso de qualquer tipo de deterioração do serviço prestado, é possível que tais clientes (em particular os bancos mais significativos) possam utilizar este fato como arma de negociação, na medida em que, mesmo que não tivessem qualquer alternativa no mercado da compensação de instrumentos de rendimento fixo (o que, conforme já se verificou, não é a situação), poderiam fazer uso de um potencial efeito de retaliação em outros mercados.⁹² Este efeito poderá ainda ser reforçado pelo efeito de reputação que tais práticas de discriminação poderiam ter na base de clientes da entidade resultante da operação, uma base mais alargada do que os clientes que atuam nos mercados de rendimento fixo (para lá dos clientes mais significativos), uma vez que inclui todos os mercados em que participa.
304. Por último, e apesar da sua natureza temporária, resultou da investigação realizada e da informação trazida ao processo por parte da notificante que atualmente o papel do BCE é muito importante, em particular para os clientes portugueses. De acordo com a LSE, o BCE tem vindo a assumir um papel preponderante na cedência de liquidez ao mercado através da realização de operações de reporte de forma a injetar liquidez no sistema bancário europeu em virtude do quase encerramento dos mercados monetários interbancários. Este parece ser por isso, no presente momento, um importante constrangimento aos serviços de negociação e compensação de *repos*.
305. Atendendo a todo o exposto, a AdC considera que a presente operação não levaria a que a LSE pudesse reforçar uma eventual posição dominante da qual resultassem efeitos significativos para a concorrência no mercado da negociação pan-europeia de títulos de rendimento fixo, em resultado de uma eventual alavancagem da posição que detém nos serviços de compensação daquele tipo de títulos.

⁹² Refira-se, a este propósito que a compensação de ações representa uma fatia não despreciable das receitas da LCH (cerca de [20-30]%, de acordo com os dados do primeiro trimestre de 2010 – Resposta ao pedido de elementos de 6 de Julho de 2012). Mais se acrescenta que, é neste mercado que mais se fazem sentir diversas pressões concorrenciais, conforme já demonstrado *supra*. A importância destes clientes é ainda reforçada no atual momento, onde se prevê um incremento da compensação dos derivados OTC como consequências dos recentes desenvolvimentos regulamentares nos mercados financeiros.

6.6 Conclusão da avaliação jusconcorrencial

306. Dado o exposto, a AdC considera que, em qualquer das definições alternativas de mercado, não resulta a criação ou reforço de uma posição dominante da qual resultem entraves significativos à concorrência, quer por via de efeitos horizontais, quer por via de efeitos verticais.
307. No segmento de ações, das averiguações desenvolvidas no âmbito do presente procedimento, resultou que existe um mercado com diversos participantes em todos os níveis da cadeia de valor em consequência, em grande medida, da liberalização imposta por via legislativa e regulamentar.
308. No que diz respeito ao segmento dos derivados transacionados em bolsa, verifica-se que a estrutura de mercado, ao nível europeu, tem-se desenvolvido no sentido de uma concorrência entre os designados “silos” verticais, onde a entidade que presta o serviço de negociação, fornece um serviço totalmente integrado, que inclui toda a parte da cadeia de valor pós-negociação e, em concreto, a compensação. A tal não é alheio o fato de, no caso concreto dos contratos derivados, os mesmos serem criados/emitidos pela própria plataforma onde são negociados e a compensação ser parte integrante do contrato transacionado. Neste segmento verificou-se que as quotas de mercado das partes envolvidas na operação de concentração são negligenciáveis, não havendo lugar, tal como no segmento acionista, à criação ou reforço de uma posição dominante da qual possam resultar entraves significativos à concorrência.
309. Por fim, no que diz respeito ao segmento de rendimento fixo, importa salientar que a adquirida é um participante muito forte no mercado, com quotas superiores aos 80% a nível da compensação.
310. Neste segmento verificou-se que, do ponto de vista dos efeitos horizontais, os mesmos, a existir, ocorreriam apenas num sub-segmento dos títulos emitidos por entidades italianas (empresas e estado). Nesse sentido, averiguou-se junto das entidades financeiras nacionais quais os eventuais impactos daqui decorrentes. Ora, apurou-se que a negociação de dívida italiana (e/ou realização de operações de reporte sobre a mesma) por parte de clientes portugueses é marginal e que, mesmo nesses casos, não se procedia à compensação.
311. Já no que diz respeito aos eventuais efeitos verticais, a AdC considerou a possibilidade de estarem reunidos os elementos necessários para que a entidade resultante da operação de concentração tivesse quer a capacidade, quer o incentivo de proceder ao encerramento, ou do mercado da compensação, ou do mercado da negociação ou de ambos.
312. No primeiro caso – encerramento do mercado da compensação – verificou-se que as partes não teriam a capacidade de desviar o *tradeflow* (quantidade de negociação “dirigida” à câmara de compensação) na medida em que a sua quota de mercado na negociação é reduzida (em consequência, também, do fato de a negociação OTC ser alternativa viável e, de fato, dominante, na negociação de instrumentos de rendimento fixo).
313. Já no segundo caso – encerramento do mercado da negociação – os efeitos verticais far-se-iam sentir através da recusa de prestação de serviços de

Nota: indicam-se entre parêntesis retos [...] as informações cujo conteúdo exato haja sido considerado como confidencial.

compensação de instrumentos de rendimento fixo a plataformas de negociação concorrentes do grupo LSE (ou prestação em termos discriminatórios) de forma a tirar proveito da elevada quota de mercado da LCH (superior a 80%) para, em detrimento dos concorrentes (e da concorrência), atrair negócio para as plataformas LSE.

314. Ora, neste caso, das investigações realizadas, não é possível afastar a possibilidade de o grupo ter, de fato, essa possibilidade. No entanto, no que diz respeito aos incentivos e efeitos, verificou-se não existirem indícios suficientes que permitissem chegar à conclusão que a entidade verticalmente integrada tivesse os incentivos de implementar semelhante tipo de estratégias ou que tais estratégias pudessem vir a ter efeitos sobre os clientes finais. Assim, verificou-se que dificilmente seria possível atrair negócio suficiente para as plataformas de negociação da LSE que pudesse compensar eventuais perdas a nível dos serviços de compensação oferecidos pela LCH, o que resulta de um conjunto de razões, em particular o facto de subsistirem várias alternativas para os clientes finais (instituições financeiras), a saber: (i) transferir a sua negociação para as plataformas LSE e continuar a compensar na LCH; (ii) transferir a sua negociação para OTC e continuar a compensar na LCH; (iii) transferir a sua negociação para OTC e compensar na Eurex e; (iv) transferir quer a negociação, quer a compensação para a Eurex.

7 PARECER DAS ENTIDADES REGULADORAS

315. Em cumprimento do n.º 1 do artigo 55.º da Lei da Concorrência, em 17 de maio de 2012 foi solicitado parecer à CMVM e ao Banco de Portugal, na qualidade de reguladores com competência de regulação na área de atividade das empresas participantes na presente operação de concentração.
316. Em comunicações datadas de 8 de junho de 2012, tanto a CMVM como o Banco de Portugal declararam nada ter a opor à presente operação.

8 DELIBERAÇÃO DO CONSELHO

317. 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 respetivos Estatutos, aprovados pelo Decreto-Lei n.º 10/2003 de 18 de janeiro, delibera não se opor à realização da operação de concentração, nos termos da alínea b) do n.º 1 do artigo 35.º da Lei n.º 18/2003, de 11 junho, uma vez que a operação projetada não é suscetível, à luz dos elementos recolhidos, de criar ou reforçar uma posição dominante, da qual resultem entraves significativos à concorrência efetiva nos seguintes mercados: (i) no mercado europeu da compensação de ações admitidas à negociação em Portugal; (ii) no mercado europeu da compensação de ações negociadas em Portugal; (iii) no mercado europeu da compensação de ações admitidas à negociação e negociadas no EEE; (iv) no mercado europeu de compensação de instrumentos de rendimento fixo; (v) no mercado europeu da negociação e compensação de derivados negociados em bolsa; (vi) no mercado europeu da negociação de ações admitidas à negociação em Portugal; (vii) no mercado europeu da negociação de ações pan-europeias e; (viii) no mercado europeu da negociação de instrumentos de rendimento fixo.

Lisboa, 7 de dezembro de 2012

O Conselho da Autoridade da Concorrência,

Manuel Sebastião
Presidente

Jaime Andrez
Vogal

João Espírito Santo Noronha
Vogal

Índice

1	OPERAÇÃO NOTIFICADA	2
2	AS PARTES	2
2.1	Empresa Adquirente.....	2
2.2	Empresa Adquirida.....	3
3	NATUREZA DA OPERAÇÃO	3
4	LEGISLAÇÃO APLICÁVEL	4
5	MERCADOS RELEVANTES	4
5.1	Mercados de Produto Relevantes	4
5.1.1	A cadeia de valor.....	4
5.1.2	Posição da Notificante.....	7
5.1.3	Posição da Autoridade	8
5.1.3.1	Compensações de ações	10
5.1.3.2	Negociação e compensação de derivados transacionados em bolsa / plataformas	11
5.1.3.3	Compensação de títulos de rendimento fixo	13
5.1.4	Conclusão quanto aos mercados de produto relevantes	15
5.2	Mercados geográficos relevantes	15
5.3	Mercados relacionados	15
5.3.1	Serviços de negociação.....	16
5.3.2	Serviços de liquidação.....	17
5.3.3	Conclusão quanto aos mercados relacionados	17
5.4	Conclusão	17
6	AVALIAÇÃO JUS-CONCORRENCIAL	18
6.1	Nota prévia.....	18
6.2	Introdução	19
6.3	Serviços de compensação de ações	23
6.3.1	Introdução	23
6.3.2	Compensação de ações negociadas em plataformas localizadas em território nacional	24
6.3.3	Compensação de ações admitidas à negociação em Portugal.....	24
6.3.3.1	Encerramento do mercado da compensação.....	26
6.3.3.2	Encerramento do mercado da negociação	26
6.3.4	Compensação de ações pan-europeias (EEE)	28
6.3.4.1	Efeitos horizontais	30
6.3.4.2	Efeitos verticais	30
6.3.5	Conclusão	32
6.4	Mercado da compensação de derivados no EEE	32
6.4.1	Introdução	32
6.4.2	Estrutura de mercado	33
6.4.3	Avaliação jusconcorrencial	36
6.5	Mercado da compensação de instrumentos de rendimento fixo no EEE	36
6.5.1	Introdução	36
6.5.2	Nota prévia sobre informação quantitativa.....	37
6.5.3	Estrutura de mercado	38
6.5.4	Barreiras à entrada e concorrência potencial.....	40
6.5.5	Efeitos horizontais	42
6.5.6	Efeitos verticais	43
6.5.6.1	Introdução	43
6.5.6.2	Estrutura do mercado relacionado	44
Nota: indicam-se entre parêntesis retos [...] as informações cujo conteúdo exato haja		56
sido considerado como confidencial.		

6.5.6.3	Encerramento do mercado da compensação.....	47
6.5.6.4	Encerramento do mercado da negociação	47
6.6	Conclusão da avaliação jusconcorrencial	53
7	PARECER DAS ENTIDADES REGULADORAS	54
8	DELIBERAÇÃO DO CONSELHO	55

Índice de Tabelas

Tabela 1 – Volume de negócios da LSEG, para os anos 2009, 2010 e 2011.....	2
Tabela 2 – Volume de negócios da LCH.Clearnet, para os anos 2009, 2010 e 2011....	3
Tabela 3: Quotas de mercado nos serviços de compensação de ações portuguesas baseadas no Índice PSI 20 para o ano de 2011	25
Tabela 4: Quotas de mercado nos serviços de compensação de ações portuguesas baseadas no Índice PSI 20 para o 1º trimestre 2012	25
Tabela 5: Quotas de mercado nos serviços de compensação de ações pan-europeias para o ano de 2011.....	28
Tabela 6: Quotas de mercado nos serviços de compensação de ações pan-europeias no 1º trimestre 2012.....	29
Tabela 7: Quotas de mercado das partes na compensação de derivados negociados em bolsa.....	35
Tabela 8: Quotas de mercado na negociação de derivados de ações.	35
Tabela 9: Prestadores de serviços de compensação na Europa.....	38
Tabela 10: Quotas de mercado na prestação de serviços de compensação de instrumentos de rendimento fixo. Dados da Notificante, incluindo transações não compensadas, 2011	39
Tabela 11: Quotas de mercado de compensação de instrumentos de rendimento fixo na Europa. Dados corrigidos dos montantes não-compensados. Informação relativa a 2009.	39
Tabela 12: Quotas de mercado na negociação de instrumentos de rendimento fixo...	45
Tabela 13: Peso do OTC na negociação de <i>repos</i>	45
Tabela 14: Peso das principais fontes de <i>tradedflow</i> nas receitas geradas no negócio da compensação da instrumentos de rendimento fixo da LCH. 2001	50

Nota: indicam-se entre parêntesis retos [...] as informações cujo conteúdo exato haja sido considerado como confidencial. 57