

**Streszczenie decyzji Komisji****z dnia 1 lutego 2012 r.****uznającej koncentrację za niezgodną z rynkiem wewnętrznym oraz z funkcjonowaniem Porozumienia EOG****(Sprawa M.6166 – Deutsche Börse/NYSE Euronext)***(notyfikowana jako dokument nr C(2012) 440 final)***(Jedynie tekst w języku angielskim jest autentyczny)****(Tekst mający znaczenie dla EOG)**

(2014/C 254/06)

Dnia 1 lutego 2012 r. Komisja przyjęła decyzję w sprawie połączenia przedsiębiorstw na podstawie rozporządzenia Rady (WE) nr 139/2004 z dnia 20 stycznia 2004 r. w sprawie kontroli koncentracji przedsiębiorstw<sup>(1)</sup>, w szczególności jego art. 8 ust. 3. Pełny tekst decyzji w wersji nieopatrzonej klauzulą poufności, w autentycznej wersji językowej sprawy, znajduje się na stronie internetowej Dyrekcji Generalnej ds. Konkurencji pod następującym adresem: [http://ec.europa.eu/comm/competition/index\\_en.html](http://ec.europa.eu/comm/competition/index_en.html).

**I. WPROWADZENIE**

1. W dniu 29 czerwca 2011 r., zgodnie z art. 4 rozporządzenia WE w sprawie kontroli łączenia przedsiębiorstw, Komisja Europejska otrzymała zgłoszenie dotyczące proponowanej koncentracji, w wyniku której przedsiębiorstwa NYSE Euronext („NYX”) i DB (zwane dalej „stronami zgłaszającymi”) łączą się w rozumieniu art. 3 ust. 1 lit. a) rozporządzenia WE w sprawie kontroli łączenia przedsiębiorstw<sup>(2)</sup> („transakcja”).
2. Po wstępnej analizie zgłoszenia Komisja stwierdziła, że transakcja budzi poważne wątpliwości co do jej zgodności z rynkiem wewnętrznym, w szczególności w odniesieniu do rynku obrotu instrumentami pochodnymi i usług rozliczeniowych oraz rynku transakcji kasowych i usług posttransakcyjnych. W związku z tym w dniu 4 sierpnia 2011 r. Komisja przyjęła decyzję o wszczęciu postępowania na podstawie art. 6 ust. 1 lit. c) rozporządzenia WE w sprawie kontroli łączenia przedsiębiorstw<sup>(3)</sup>.
3. W dniu 5 października 2011 r. do stron zgłaszających skierowano pisemne zgłoszenie zastrzeżeń na podstawie art. 18 rozporządzenia w sprawie kontroli łączenia przedsiębiorstw. Strony zgłaszające odpowiedziały na pisemne zgłoszenie zastrzeżeń w dniu 24 października 2011 r. Na wniosek stron zgłaszających w dniach 27 i 28 października 2011 r.<sup>(4)</sup> miało miejsce złożenie ustnych wyjaśnień na spotkaniu wyjaśniającym. Do postępowania dopuszczono dwadzieścia trzy zainteresowane osoby trzecie, spośród których dziesięć wzięło udział w spotkaniu wyjaśniającym.
4. W celu wyeliminowania problemów w zakresie konkurencji zidentyfikowanych w pisemnym zgłoszeniu zastrzeżeń strony zgłaszające w dniu 17 listopada 2011 r. złożyły wstępne zobowiązania, a następnie w dniu 21 listopada 2011 r. wprowadziły zmiany do tych zobowiązań<sup>(5)</sup>. W dniu 22 listopada 2011 r. Komisja rozpoczęła badanie rynku w związku z zobowiązaniami z dnia 21 listopada 2011 r. W dniu 12 grudnia 2011 r. przedstawiono nowy pakiet zobowiązań, po czym w dniu 13 grudnia 2011 r. przedstawiono jego zmienioną wersję<sup>(6)</sup>. W dniu 14 grudnia 2011 r. Komisja rozpoczęła badanie rynku w związku z zobowiązaniami z dnia 13 grudnia 2011 r.

<sup>(1)</sup> Dz.U. L 24 z 29.1.2004, s. 1.

<sup>(2)</sup> Dz.U. C 199 z 7.7.2011, s. 9.

<sup>(3)</sup> Komisja przeprowadziła badanie rynku w szerokim zakresie, stosując wszystkie narzędzia przewidziane w rozporządzeniu w sprawie kontroli przedsiębiorstw. W związku z tym w pierwszej fazie Komisja wysłała ponad 600 szczegółowych wniosków o udzielenie informacji zgodnie z art. 11 rozporządzenia w sprawie kontroli przedsiębiorstw i otrzymała prawie 250 odpowiedzi, natomiast w drugiej fazie Komisja wysłała ponad 150 kwestionariuszy i otrzymała ponad 100 odpowiedzi. Ponadto Komisja przeprowadziła ponad 20 telekonferencji i spotkań z szeregiem klientów i konkurentów oraz przeanalizowała znaczącą liczbę wewnętrznych dokumentów stron zgłaszających z okresu poprzedzającego połączenie. Zob. np. decyzja, motyw 23.

<sup>(4)</sup> W dniu 20 października 2011 r. przedłużono termin podjęcia decyzji ostatecznej w przedmiotowej sprawie o 7 dni roboczych na podstawie art. 10 ust. 3 akapit drugi rozporządzenia w sprawie kontroli przedsiębiorstw.

<sup>(5)</sup> W związku z tym przedłużono wynikający z przepisów prawa termin przyjęcia przez Komisję decyzji zgodnie z art. 8 o 15 dni roboczych na podstawie art. 10 ust. 3 akapit pierwszy rozporządzenia w sprawie kontroli przedsiębiorstw.

<sup>(6)</sup> W celu umożliwienia przeprowadzenia badania rynku w związku z nowym pakietem zobowiązań Komisja zgodziła się ze stronami zgłaszającymi w sprawie dalszego przedłużenia terminu o 13 dni roboczych na podstawie art. 10 ust. 3 akapit drugi trzecie zdanie rozporządzenia w sprawie kontroli przedsiębiorstw. Badanie rynku rozpoczęto w dniu 14 grudnia 2011 r.

5. Komisja ustaliła, że transakcja przyczyniłaby się do utworzenia największego rynku akcji na świecie pod względem dochodu, poprzez połączenie przedsiębiorstw zajmujących obecnie miejsce drugie i trzecie, co dałoby w efekcie uzyskanie monopolu na wielu rynkach. NYX jest spółką holdingową z siedzibą w Stanach Zjednoczonych, utworzoną w 2007 r. przez połączenie NYSE Group, Inc. i Euronext N.V., która prowadzi działalność na wielu giełdach w Stanach Zjednoczonych i w Europie (Paryż, Amsterdam, Bruksela i Lizbona). Spółka ta ma cztery główne obszary działalności: (i) usługi w zakresie notowań giełdowych, (ii) usługi w zakresie transakcji kasowych, (iii) obrót instrumentami pochodnymi i usługi rozliczeniowe za pośrednictwem NYSE Liffe („Liffe”) oraz (iv) usługi informacyjne i rozwiązania technologiczne. DB jest notowaną na giełdzie niemiecką spółką zintegrowaną pionowo we wszystkich aspektach rynków kasowych i rynków instrumentów pochodnych. W związku z tym jej działalność obejmuje notowania giełdowe, obrót i usługi rozliczeniowe, obrót instrumentami pochodnymi i związane z nimi usługi rozliczeniowe (poprzez jej spółkę zależną „Eurex”), kasowe usługi posttransakcyjne, a mianowicie rozrachunek i depozyt, zarządzanie zabezpieczeniem, usługi związane z danymi i informacjami rynkowymi. W następstwie szeroko zakrojonego badania rynku oraz na podstawie starannej i bezstronnej oceny całości dostępnych dowodów Komisja ustaliła, że:
- transakcja nie utrudni znacząco efektywnej konkurencji na kilku rynkach, które nie będą dalej omawiane, obejmujących następujące obszary: (i) notowania giełdowe, obrót i usługi posttransakcyjne<sup>(1)</sup>; (ii) dane rynkowe<sup>(2)</sup>; (iii) usługi informacyjne i rozwiązania technologiczne<sup>(3)</sup>; (iv) zarządzanie zabezpieczeniem<sup>(4)</sup>,
  - transakcja utrudni znacząco efektywną konkurencję na szeregu rynków obrotu instrumentami pochodnymi i usług rozliczeniowych.
6. Poniżej znajduje się streszczenie decyzji w odniesieniu do następujących kwestii: definicji rynku instrumentów pochodnych, oceny wpływu na konkurencję, efektywności i środków zaradczych.

## II. DEFINICJA RYNKU

7. Eurex i Liffe prowadzą działalność giełdową, umożliwiając użytkownikom instrumentów pochodnych obrót określonymi instrumentami pochodnymi i ich rozliczenie. Instrumenty pochodne są to umowy finansowe, których wartość jest pochodną instrumentów bazowych (aktywów) i które pozwalają na transfer ryzyka z jednego podmiotu gospodarczego na inny<sup>(5)</sup>. W zależności od związku między aktywami bazowymi i instrumentami pochodnymi instrumenty pochodne można podzielić na kontrakty typu *future*, opcje i swapy<sup>(6)</sup>.
8. Instrumenty pochodne będące przedmiotem obrotu giełdowego są opracowywane, wprowadzane i regulowane przez giełdy instrumentów pochodnych, które je utworzyły. Powszechnie nazywa się je „giełdowymi instrumentami pochodnymi”. Każda kategoria umów ma właściwe dla siebie specyfikacje i procesy realizacji, które giełda określa i nadzoruje w celu najlepszego dopasowania do preferencji klientów<sup>(7)</sup>. Realizowane z powodzeniem umowy na instrumenty pochodne są bardzo płynne, a ich liczba osiąga kilka milionów umów notowanych dziennie<sup>(8)</sup>.
9. Obrót instrumentami pochodnymi polega na zestawianiu zleceń kupujących i sprzedających, to znaczy dwóch stron, które chcą przyjąć przeciwstawny status w tej samej umowie. Zestawianie zleceń kupujących i sprzedających może być dwustronne lub wielostronne. Dwustronne zestawienie zleceń jest obrotem, w którym notowanie cen i wykonanie są przeprowadzane pomiędzy dwoma stronami w taki sposób, aby inni uczestnicy rynku nie obserwowali obrotu. Dwustronne zestawienie zleceń dokonywane jest jedynie poza rynkiem regulowanym za pośrednictwem głosowego systemu maklerskiego i obrotu przez telefon<sup>(9)</sup>. W wielostronnym zestawieniu zleceń uczestnicy rynku mogą wzajemnie obserwować notowania cen i dokonany obrót innych podmiotów na rynku. Wielostronne zestawienie zleceń kupujących i sprzedających instrumenty pochodne dokonywane jest na giełdach albo niektórych platformach obrotu pozagiełdowego, które obsługują maklerzy, w odniesieniu do pozagiełdowych instrumentów pochodnych<sup>(10)</sup>.

<sup>(1)</sup> Zob. sekcja 7 decyzji.

<sup>(2)</sup> Zob. sekcja 8 decyzji.

<sup>(3)</sup> Zob. sekcja 9 decyzji.

<sup>(4)</sup> Zob. sekcja 10 decyzji.

<sup>(5)</sup> Zob. motyw 221 decyzji.

<sup>(6)</sup> Zob. motyw 343 i nast. decyzji.

<sup>(7)</sup> Zob. motywy 222 i 321–342 decyzji.

<sup>(8)</sup> Zob. motyw 222 decyzji.

<sup>(9)</sup> Głosowy system maklerski jest to tradycyjna metoda informowania uczestników rynku o kwotowaniu: negocjacje odbywają się przez telefon między użytkownikiem końcowym a maklerem albo między maklerem a maklerem, jednak obecnie komunikacja jest ulepszona poprzez stosowanie przez maklerów elektronicznych tablic ogłoszeń do wystawiania kwotowań i często jest wysoko zautomatyzowana.

<sup>(10)</sup> Ponadto wielostronny obrót instrumentami pochodnymi może być udostępniony przez wielostronne platformy obrotu („MTF”) utworzone w wyniku wejścia w życie dyrektywy w sprawie rynków instrumentów finansowych (MiFID) (dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych („MiFID”) (Dz.U. L 145 z 30.4.2004, s. 1). Zob. motywy 223–227 decyzji i motyw 225.

10. W odniesieniu do definicji rynku instrumentów pochodnych strony zgłaszające przedłożyły informację, że rynkiem właściwym w niniejszej sprawie jest jeden światowy rynek transferu ryzyka obejmujący obrót różnorodnymi instrumentami pochodnymi bez względu na aktywa bazowe, zarówno na giełdzie, jak i poza rynkiem regulowanym. Strony twierdziły, że wszystkie instrumenty pochodne mają takie same funkcje i że popyt na rynku jest reprezentowany przez międzynarodową społeczność wysoce profesjonalnych instytucji finansowych. Z punktu widzenia podaży występuje rosnąca konwergencja funkcjonalności instrumentów pochodnych dostępnych w obrocie giełdowym i pozagiełdowym oraz odpowiednich mechanizmów obrotu. Ponadto strony zgłaszające twierdziły, że obecna konwergencja regulacyjna pomiędzy środowiskiem giełdowym a środowiskiem pozagiełdowym może sprawić, że przestrzeń pozagiełdowa i przestrzeń giełdowa staną się jeszcze bardziej jednolite <sup>(1)</sup>.
11. W decyzji stwierdzono, że rynek instrumentów pochodnych w klasach aktywów, w których działalność stron zgłaszających pokrywa się, powinien być najpierw podzielony zgodnie ze środowiskiem realizacji, tj. na giełdowe instrumenty pochodne i pozagiełdowe instrumenty pochodne <sup>(2)</sup>. Giełdowe instrumenty pochodne raczej uzupełniają niż zastępują pozagiełdowe instrumenty pochodne. Podczas gdy pozagiełdowe instrumenty pochodne stosowane są w celu zapewniania doskonałego zabezpieczenia przed wszelkim ryzykiem, giełdowe instrumenty pochodne stosuje się zarówno do zajmowania pozycji, jak i krótkoterminowego niedoskonałego zabezpieczenia do czasu znalezienia doskonałego zabezpieczenia <sup>(3)</sup>.
12. W przeciwieństwie do twierdzenia stron zgłaszających, według którego fakt, że 90 % pozagiełdowych instrumentów pochodnych jest znormalizowanych i że ta normalizacja w połączeniu ze zmianami regulacyjnymi na rynku zdecydowanie zwiększy presję konkurencyjną, jaką wywierają pozagiełdowe instrumenty pochodne na obrót giełdowymi instrumentami pochodnymi, w decyzji stwierdzono, że pozagiełdowe instrumenty pochodne są znormalizowane jedynie w zakresie mających do nich zastosowanie warunków prawnych (w przeciwieństwie do ich głównych parametrów ekonomicznych) i są stosowane w innych okolicznościach niż giełdowe instrumenty pochodne, co ogranicza wszelką presję konkurencyjną, którą pozagiełdowe instrumenty pochodne mogłyby wywierać na giełdowe instrumenty pochodne <sup>(4)</sup>.
13. Chociaż giełdy konkurują również, aby rozwijać działalność przez pozyskiwanie umów, które obecnie istnieją w środowisku pozagiełdowym, Komisja uznała w decyzji, że zamiast wskazywać na zastępowalność między giełdowymi instrumentami pochodnymi i pozagiełdowymi instrumentami pochodnymi dowody wskazują raczej na naturalny rozwój jednokierunkowy, w ramach którego umowy pozagiełdowe, jako że stają się w wystarczającym stopniu znormalizowane, mają tendencję do przechodzenia na rynki regulowane, na których płynność tych umów ostatecznie się rozwija. W związku z tym Komisja stwierdziła, że w odniesieniu do klas aktywów, których dotyczy decyzja, obrót pozagiełdowymi instrumentami pochodnymi nie wywiera presji konkurencyjnej na giełdowe instrumenty pochodne i nie zastępuje giełdowych instrumentów pochodnych <sup>(5)</sup>.
14. Ponadto fakt, że nie zaobserwowano zjawiska zamiany giełdowych instrumentów pochodnych na pozagiełdowe instrumenty pochodne (oprócz marginalnej zamiany na instrumenty podobne do giełdowych instrumentów pochodnych w przypadku niektórych klientów) jest także spójny z faktem, że notowane na giełdzie instrumenty pochodne, w szczególności te, które są przedmiotem obrotu w giełdowych arkuszach zleceń, zasadniczo nie nadają się do obrotu poza środowiskiem giełdowym <sup>(6)</sup>.
15. W związku z tym w decyzji ustalono, że istnieje pewna kategoria użytkowników instrumentów pochodnych, którzy ze względu na swoje parametry operacyjne, preferencje w zakresie zarządzania ryzykiem, kwestie księgowo lub różne regulacje mogą mieć w swoich portfelach jedynie giełdowe instrumenty pochodne lub zabezpieczać swoje portfele jedynie giełdowymi instrumentami pochodnymi. Ta kategoria klientów obejmuje zarówno inwestorów detalicznych, jak i niektórych instytucjonalnych uczestników rynku, którzy nie dokonują obrotu instrumentami pochodnymi poza rynkiem regulowanym nawet za pośrednictwem maklera.

<sup>(1)</sup> Zob. motyw 257 decyzji.

<sup>(2)</sup> Zob. sekcja 11.1.12.2.1 decyzji.

<sup>(3)</sup> Zob. motyw 262 decyzji.

<sup>(4)</sup> W doniesieniu do giełdowych instrumentów pochodnych pełna normalizacja wszystkich warunków, w szczególności parametrów ekonomicznych, jest warunkiem wstępnym obrotu giełdowego. Zob. motywy 271, 280, 282, 283 decyzji.

<sup>(5)</sup> Zob. motyw 364 decyzji.

<sup>(6)</sup> Jeżeli chodzi o skutki wprowadzanego rozporządzenia regulacji, chociaż ostateczny kształt jakiegokolwiek inicjatywy ustawodawczej nie jest jasny na tym etapie, i w związku z tym opieranie się na treści różnych wniosków miałyby charakter spekulacyjny i byłoby niewłaściwe, Komisja zauważa, że jeżeli przepisy rozporządzenia rzeczywiście powodowałyby konwergencję giełdowych instrumentów pochodnych i pozagiełdowych instrumentów pochodnych w taki sposób, że wymagane byłoby poddanie znormalizowanych pozagiełdowych instrumentów pochodnych obowiązkowemu rozliczaniu, nie oznaczałoby to, że giełdowe instrumenty pochodne i pozagiełdowe instrumenty pochodne stałyby się zastępowalne w obydwu kierunkach. Przeciwnie, przesłanki dla użytkowników instrumentów pochodnych, aby korzystali z pozagiełdowych instrumentów pochodnych prawdopodobnie nie znikną, a jednokierunkowy rozwój mógłby ulec wzmocnieniu, przez co umowy pozagiełdowe przeszłyby na rynki regulowane, ponieważ pojawiłyby się obowiązek obrotu na giełdzie w odniesieniu do niektórych instrumentów pochodnych, które wcześniej były w obrocie poza rynkiem regulowanym. W związku z tym podstawowe cechy pozagiełdowych instrumentów pochodnych czy też giełdowych instrumentów pochodnych ani różnice między tymi rodzajami instrumentów nie uległyby zmianie, natomiast granica między nimi zostałaby przesunięta. Zob. motyw 284 i przypis 171 decyzji.

16. Ponadto w decyzji stwierdzono, że nawet w przypadku klientów, którzy dokonują obrotu zarówno giełdowymi instrumentami pochodnymi, jak i pozagiełdowymi instrumentami pochodnymi, możliwość bezpośredniego zastąpienia między giełdowymi instrumentami pochodnymi i pozagiełdowymi instrumentami pochodnymi byłaby w najlepszym wypadku ograniczona do instrumentów podobnych do giełdowych instrumentów pochodnych<sup>(1)</sup> (umowy oferujące taką samą ekspozycję ekonomiczną jak umowy na giełdowe instrumenty pochodne, ale znajdujące się w obrocie dwustronnym poza giełdą i nierozliczane w systemie rozliczeniowym opartym na partnerach centralnych<sup>(2)</sup>). Umowy te stanowią niewielki odsetek wszystkich umów dostępnych w środowisku pozagiełdowym i są głównie opracowywane dla dużych banków i przez duże banki na rynku maklerskim). Produkty poza rynkiem giełdowym są w większości ukierunkowane na inne potrzeby klientów niż ma to miejsce w przypadku giełdowych instrumentów pochodnych, w szczególności na potrzebę osiągnięcia dopasowanego doskonałego zabezpieczenia, co jest możliwe w przypadku umów na giełdowe instrumenty pochodne<sup>(3)</sup>. W decyzji stwierdzono, że kwestia dotycząca tego, czy instrumenty podobne do giełdowych instrumentów pochodnych należą do tego samego rynku co giełdowe instrumenty pochodne będące przedmiotem obrotu w centralnym arkuszu zleceń, może pozostać otwarta, gdyż ocena wpływu na konkurencję pozostaje taka sama bez względu na to, czy uwzględnia się instrumenty pochodne<sup>(4)</sup>.
17. W decyzji stwierdzono, że dla większości użytkowników instrumentów pochodnych popyt na obrót instrumentami pochodnymi jest szczególny dla określonej klasy aktywów i nie może być zastąpiony obrotem aktywami innej klasy. Do celów zabezpieczenia użytkownicy instrumentów pochodnych dążą do zabezpieczenia przed szczególnym ryzykiem związanym z ich pozycjami w odniesieniu do określonych aktywów i podczas stosowania instrumentów pochodnych do celów lewarowania inwestycji również są podatni na dany rodzaj aktywów<sup>(5)</sup>.
18. Strony zgłaszające oferują głównie instrumenty pochodne o następujących instrumentach bazowych: europejskie stopy procentowe, które można podzielić na długoterminowe stopy procentowe lub stopy rynku kapitałowego oraz krótkoterminowe stopy procentowe lub stopy rynku pieniężnego; akcje europejskie, które można dalej podzielić według akcji bazowych; europejskie indeksy akcyjne (na poziomie ogólnoeuropejskim i krajowym)<sup>(6)</sup>.
19. W decyzji stwierdzono, że instrumenty pochodne stopy procentowej oparte na różnych walutach, krótkoterminowe lub długoterminowe, nie są zasadniczo zastępowalne, jako że są nieodłącznie powiązane z walutą, na której oparty jest instrument bazowy<sup>(7)</sup>. W decyzji pozostawiono otwartą kwestię dokładnej definicji rynku w zakresie notowanych na giełdzie instrumentów pochodnych opartych na stopach procentowych oraz ich podziału na krótkoterminowe i długoterminowe instrumenty pochodne oparte na stopach procentowych, ponieważ transakcja wyeliminowałaby najbliższego faktycznego i potencjalnego konkurenta niezależnie wszystkich możliwych definicji rynku<sup>(8)</sup>.
20. Jeżeli chodzi o europejskie instrumenty pochodne oparte na akcjach, uznając, że z perspektywy popytu nie występuje zastępowalność pomiędzy instrumentami pochodnymi opartymi na różnych akcjach<sup>(9)</sup>, w decyzji stwierdza się, że uczestnicy obrotu nie kupują jedynie raz instrumentów pochodnych opartych na akcjach, lecz zazwyczaj realizują szerszą strategię obrotu<sup>(10)</sup>. W decyzji pozostawiono jednak otwartą kwestię dotyczącą tego, czy rynek produktowy w odniesieniu do kontraktów typu *future* lub opcji na notowane na giełdzie akcje powinien być podzielony według poszczególnych akcji czy też powinien obejmować większy zbiór akcji, gdyż znaczne utrudnienie efektywnej konkurencji wystąpi w przypadku wszystkich wariantów definicji rynku (tj. na poziomie indywidualnym, krajowym i europejskim)<sup>(11)</sup>.

<sup>(1)</sup> Zob. motyw 367 decyzji.

<sup>(2)</sup> Rozliczanie obejmuje szereg operacji posttransakcyjnych, w szczególności zarządzanie pozycjami w trakcie obowiązywania umowy, zarządzanie zabezpieczeniem w celu uwzględnienia ryzyka kontrahenta i zarządzanie płynnością. Rozliczanie może być dwustronne, gdy każda ze stron jest narażona na ryzyko strony drugiej (w przestrzeni pozagiełdowej), lub oparte na partnerach centralnych. W przypadku giełdowych instrumentów pochodnych rozliczenia dokonuje się w systemie rozliczeniowym opartym na partnerach centralnych. System rozliczeniowy oparty na partnerach centralnych zapewnia zabezpieczenie należytego wykonania umowy, poprzez fakt, że prawnie reguluje relację między kupującym a sprzedającym, przejmując ryzyko kontrahenta w imieniu stron dokonujących obrotu. W tym celu partner centralny ocenia poziom ryzyka i zarządza nim w całym czasie obowiązywania każdej umowy. Aby zabezpieczyć się przed ryzykiem, partner centralny określa tzw. wymagania depozytu zabezpieczającego (zabezpieczenia) i ustanawia fundusz na wypadek niewykonania zobowiązania, do którego każdy uczestnik obrotu musi wnieść wkład zgodny ze swoją pozycją. Partner centralny zobowiązany do rozliczenia giełdowych instrumentów pochodnych jest wybierany przez platformę obrotu instrumentami pochodnymi, w związku z tym użytkownicy instrumentów pochodnych zasadniczo nie mają wyboru co do partnerów centralnych rozliczających ich transakcje w obrocie instrumentami pochodnymi dokonane na giełdzie. Giełdy zwykle oferują zintegrowaną usługę, za którą niektóre giełdy działające w oparciu o model integracji pionowego, takie jak Eurex, pobierają jednorazową opłatę. Zob. motyw 230-236 decyzji.

<sup>(3)</sup> Zob. motywy 316–332 i 367, zob. także motywy 351–359 decyzji.

<sup>(4)</sup> Zob. motyw 445 decyzji.

<sup>(5)</sup> Zob. motywy 396–400 decyzji.

<sup>(6)</sup> Zob. motyw 400 decyzji.

<sup>(7)</sup> Zob. motyw 406 decyzji.

<sup>(8)</sup> Zob. motyw 419 decyzji.

<sup>(9)</sup> Zob. motyw 421 decyzji.

<sup>(10)</sup> Zob. motyw 422 decyzji.

<sup>(11)</sup> Zob. motyw 426 decyzji.

21. W odniesieniu do instrumentów pochodnych opartych na indeksie akcyjnym w decyzji stwierdzono, że z perspektywy popytu indywidualne indeksy nie są zastępowalne, ponieważ charakteryzują się one odmienną ekspozycją<sup>(1)</sup>. Z perspektywy podaży indeksy są zazwyczaj chronione prawami własności intelektualnej i nie mogą być swobodnie wykorzystywane. W związku z tym istnieją odrębne właściwe rynki produktowe dla obrotu i rozliczania każdej rodziny indeksów akcyjnych stron zgłaszających. W decyzji stwierdzono jednak, że strony zgłaszające konkurują pod względem innowacji w obszarze nowych produktów opartych na indeksie europejskim (zarówno krajowym, jak i ogólnoeuropejskim)<sup>(2)</sup>.
22. W decyzji uznano, że opcje, kontrakty typu *future* i swapy stanowią odmienne instrumenty stosowane w odmiennych celach. W decyzji stwierdzono, że swapy stanowią oddzielną kategorię ze względu na ich odmienne cechy charakterystyczne (dopasowane do określonego terminu), zastosowanie (nie są przedmiotem obrotu przez mniej niż 2 lata) i środowisko, w którym są przedmiotem obrotu (tylko poza rynkiem regulowanym). Z perspektywy popytu stwierdza się, że popyt na obrót instrumentami pochodnymi w formie opcji i kontraktów typu *future* jest zasadniczo specyficzny dla danego rodzaju umowy, co sprawia, że kontrakty typu *future* i opcje nie są zastępowalne. Z perspektywy podaży stwierdza się, że giełdy oferują zarówno kontrakty typu *future*, jak i opcje na instrumenty bazowe, które są objęte umowami notowanymi na tych giełdach, gdyż kiedy giełda ustaliła już płynność w zakresie kontraktów typu *future* opartych na danym instrumencie bazowym, może ona rozpocząć oferowanie opcji po minimalnym koszcie. W decyzji pozostawiono jednak otwartą kwestię dotyczącą tego, czy kontrakty typu *future* i opcje należą do tego samego rynku produktowego, gdyż jej rozstrzygnięcie nie wpływałoby na ocenę wpływu na konkurencję w niniejszej sprawie<sup>(3)</sup> (4).
23. Ponadto rynki właściwe w obszarze obrotu instrumentami pochodnymi i ich rozliczania, na których działalność stron zgłaszających się pokrywa i na których ocenia się skutki transakcji, są następujące:
- w odniesieniu do klientów, którzy mogą dokonywać obrotu jedynie giełdowymi instrumentami pochodnymi, rynkami właściwymi są: rynek giełdowych kontraktów typu *future* i opcji na europejskie stopy procentowe z możliwością jego dalszego podziału na krótkoterminowe stopy procentowe i długoterminowe stopy procentowe, rynek kontraktów typu *future* lub opcji na europejskie akcje oraz, w odniesieniu do innowacji dotyczącej produktów, rynek kontraktów typu *future* i opcji na europejski indeks akcyjny,
  - w odniesieniu do klientów, którzy mogą dokonywać obrotu zarówno giełdowymi instrumentami pochodnymi, jak i pozagiełdowymi instrumentami pochodnymi, rynkami właściwymi są: rynek giełdowych kontraktów typu *future* i opcji na europejskie stopy procentowe z możliwością jego dalszego podziału na krótkoterminowe stopy procentowe i długoterminowe stopy procentowe, mogący obejmować instrumenty podobne do giełdowych instrumentów pochodnych, rynek kontraktów typu *future* lub opcji na europejskie akcje, mogący obejmować instrumenty podobne do giełdowych instrumentów pochodnych oraz, w odniesieniu do innowacji dotyczącej produktów, rynek kontraktów typu *future* i opcji na europejski indeks akcyjny. Biorąc pod uwagę mały rozmiar segmentu instrumentów podobnych do giełdowych instrumentów pochodnych, kwestia dotycząca tego, czy dla tej kategorii klientów instrumenty podobne do giełdowych instrumentów pochodnych należą do tego samego rynku co giełdowe instrumenty pochodne będące przedmiotem obrotu w centralnym arkuszu zleceń, może pozostać otwarta, ponieważ ocena wpływu na konkurencję pozostaje taka sama, niezależnie od tego, czy dla danej kategorii klientów instrumenty podobne do giełdowych instrumentów pochodnych są uwzględnione we właściwym rynku produktowym<sup>(5)</sup> (6).

(1) Zob. motyw 428 decyzji.

(2) Zob. motywy 430–432 decyzji.

(3) Zob. motywy 433–443 decyzji.

(4) W związku z tym termin giełdowe instrumenty pochodne będzie odnosił się ogólnie do opcji i kontraktów typu *future* w obrocie giełdowym łącznie (motyw 443 decyzji).

(5) Zob. motywy 444–446 decyzji.

(6) Wniosek nie podważa następujących wniosków w odniesieniu do rynków usług poza arkuszem zleceń – rejestracji, potwierdzania warunków transakcji i rozliczania w systemie rozliczeniowym opartym na partnerach centralnych pakietowych umów na giełdowe instrumenty pochodne oraz rejestracji obrotu, potwierdzania warunków transakcji i usług rozliczeniowych w systemie partnera centralnego dla elastycznych wersji europejskich kontraktów typu *future* i opcji na akcje w obrocie poza rynkiem regulowanym. Chociaż usługi poza arkuszem zleceń uzgadniane są dwustronnie, dotyczą one tych samych umów i wykorzystują tę samą infrastrukturę jak ma to miejsce w przypadku usług z arkusza zleceń. Zastępowalność popytu między tymi dwoma rodzajami usług jednak nie występuje lub co najwyżej występuje w ograniczonym zakresie, ponieważ usługi poza arkuszem zleceń związane są z obrotem pakietowym, którego nie można dokonać w arkuszu zleceń bez znacznego wpływu na cenę. W związku z tym w decyzji stwierdzono, że usługi poza arkuszem zleceń należą do rynku oddzielnego, chociaż ściśle powiązanego z usługami w arkuszu zleceń. Działalność stron zgłaszających pokrywa się także w odniesieniu do usług posttransakcyjnych dla umów „flex”. W obrocie tymi instrumentami zasadniczo brakuje wystarczającego poziomu normalizacji pod względem parametrów ekonomicznych, która sprawiłaby, że kwalifikowałyby się one do obrotu w arkuszu zleceń. W związku z tym w decyzji stwierdzono, że usługi te nie mogą być zastępowalne ani w stosunku do usług w arkuszu zleceń, ani w stosunku do usług poza arkuszem zleceń. Zob. motywy 463 i nast. decyzji.

24. W odniesieniu do rynku geograficznego w decyzji stwierdzono, że niezależnie od tego, czy zakres geograficzny rynku dla każdego z właściwych rynków produktowych opisanych wyżej jest zdefiniowany jako światowy czy też jest ograniczony do EOG, proponowana transakcja utrudni efektywną konkurencję w przypadku obydwu alternatywnych definicji rynku. Wynika to z faktu, że, jeżeli chodzi o popyt, klienci znajdują się na całym świecie, a jeżeli chodzi o podaż, jedynie Eurex i Liffe (i w ograniczonym zakresie niektóre inne giełdy europejskie) oferują instrumenty pochodne oparte na europejskich instrumentach bazowych w obszarach, w których działalność stron zgłaszających się pokrywa<sup>(1)</sup>.

### III. OCENA WPŁYWU NA KONKURENCJĘ

25. Stronami zgłaszającymi są faktycznie jedyne dwa podmioty, które oferują obrót giełdowy kontraktów typu *future* i opcji na europejskie stopy procentowe oraz zajmują dominującą pozycję w obrocie instrumentami pochodnymi opartymi na akcjach<sup>(2)</sup> i instrumentami pochodnymi opartymi na indeksach giełdowych. Razem kontrolują ponad 90 % wszystkich instrumentów pochodnych opartych na europejskich instrumentach bazowych będących przedmiotem obrotu na całym świecie:
- w zakresie giełdowych instrumentów pochodnych na europejskie stopy procentowe Eurex i Liffe kontrolują razem [90–100 %] rynku (NYSE [40–50 %] i DB [40–50 %]);
  - w zakresie giełdowych instrumentów pochodnych na europejski indeks akcyjny DB kontroluje [90–100 %] umów na giełdowe instrumenty pochodne oparte na indeksie STOXX, natomiast NYX posiada niemal monopol na indeks FTSE Zjednoczonego Królestwa (indeks FTSE jest również przedmiotem licencji na rzecz Turquoise). Eurex i Liffe posiadają monopol w zakresie ich odpowiednich indeksów krajowych, tj. DAX, CAC, AEX, BEL i PSI;
  - w zakresie giełdowych instrumentów pochodnych opartych na europejskich akcjach NYX posiada [20–30 %], a DB [60–70 %], co daje łącznie [80–90 %]. Działalność stron nakłada się znacząco w zakresie umów na indywidualne akcje z Belgii, Niemiec, Francji, Włoch, Austrii, Portugalii, Finlandii, ze Zjednoczonego Królestwa i Szwajcarii<sup>(3)</sup>.

#### III.1. Ogólne parametry konkurencji w obrocie instrumentów pochodnych i ich rozliczania

26. Łączny koszt obrotu składa się z szeregu elementów: (i) opłat z tytułu obrotu i rozliczania oraz kosztów zabezpieczenia (składnik bezpośredni), (ii) różnicy pomiędzy ceną kupna a ceną sprzedaży i wszelkiego wpływu rynkowego (składnik pośredni). Ten drugi element jest zwykle kilka razy większy niż poprzedni. Giełdy konkurują nie tylko pod względem bezpośredniego składnika kosztów obrotu, lecz także poprzez środki zachęty opracowane w celu zmniejszenia składnika pośredniego. Główne opłaty są uzupełniane w poszczególnych przypadkach rabatami dla indywidualnych członków. Konkurencja prowadzi zasadniczo do niższych opłat, skuteczniejszej polityki w zakresie zabezpieczenia i większej płynności<sup>(4)</sup>.
27. Oprócz bezpośredniej dwustronnej konkurencji w zakresie umów notowanych na giełdzie<sup>(5)</sup> giełdy konkurują w celu przedstawienia nowych produktów, które będą atrakcyjne dla ich obecnych klientów. Ten rodzaj konkurencji uwzględnia fakt, że pomyślnie zrealizowana umowa może pozyskać większość lub całość płynności w znacznym czasie<sup>(6)</sup>.
28. Giełdy konkurują również pod względem wydajności systemowej i funkcjonalności obrotu oraz struktury procesów i rynku. Chociaż innowacje w tych obszarach są częściowo napędzane przez popyt ze strony klientów, są one częściowo również wynikiem rywalizacji konkurencyjnej i ryzyka, że – jak w przypadku umowy Bund – płynność może migrować, jeżeli dana giełda zostaje wyprzedzona przez swoich konkurentów<sup>(7)</sup>.
29. Konkurencja pomiędzy Eurex i Liffe przybiera formę faktycznej i potencjalnej konkurencji w zakresie wprowadzania nowych lub ulepszonych produktów<sup>(8)</sup>. Potencjalna konkurencja jest znaczącą siłą dyscyplinującą między stronami, będącymi swoimi największymi konkurentami ze względu na wielkość i zakres ich odpowiednich puli depozytów zabezpieczających, członkostwa i know-how. Znajduje ona odzwierciedlenie w szeregu przeszłych spraw dotyczących faktycznej i planowanej konkurencji, które miały faktyczny i znaczący wpływ na opłaty, oraz funkcjonuje na bieżąco. Istnienie faktycznych (nawet niskich) udziałów w rynku danych produktów po stronie konkurenta wchodzącego na rynek podkreśla dodatkowo żywotny charakter tego zagrożenia konkurencyjnego. Ta nadzwyczaj bliska relacja konkurencyjna, szeroko zilustrowana w wewnętrznych dokumentach i potwierdzona przez klientów i konkurentów, zostałaby wyeliminowana w wyniku transakcji<sup>(9)</sup>.

<sup>(1)</sup> Zob. motywy 447–464 decyzji.

<sup>(2)</sup> Zob. motywy 498, 543 i 572.

<sup>(3)</sup> Motywy 498 i 499.

<sup>(4)</sup> Motywy 501–514.

<sup>(5)</sup> Motywy 543–559.

<sup>(6)</sup> Motywy 515–519 i 560–603.

<sup>(7)</sup> Motywy 520–526.

<sup>(8)</sup> Motywy 560–603.

<sup>(9)</sup> Motywy 543–559, w szczególności motywy 546.

30. Fakt, że nowe pomysły mogą powstawać pierwotnie na rynku pozagiełdowym nie oznacza, że nie istnieje konkurencja między stronami w celu normalizacji tych umów i stworzenia płynności na giełdzie. Wręcz przeciwnie, inwestują oni znaczne kwoty w innowacje i niezależnie od wielu przeszkód na drodze do sukcesu istnieje ciągły napływ nowych produktów pochodzących od obydwóch stron. Ponadto, nawet jeżeli jakościowo działalność innowacyjna byłaby kontynuowana na tym samym poziomie, transakcja<sup>(1)</sup> musiałaby negatywnie wpłynąć na warunki handlowe, na których takie innowacje są wprowadzane i udostępniane na rynku. W odniesieniu do technologii doświadczenie na rynkach kasowych od czasu wdrożenia MiFID pokazało, że konkurencja jest podstawowym czynnikiem przyspieszającym wzrost poziomu innowacji.

### III.2. Konkurencja między stronami – kontrakty typu *future* i opcje na europejskie stopy procentowe<sup>(2)</sup>

31. Chociaż bezpośrednie nakładanie się działalności między stronami w obszarze instrumentów pochodnych opartych na europejskich stopach procentowych jest obecnie ograniczone, lecz w żadnym przypadku nie jest nieistotne, w decyzji stwierdzono, że Eurex i Liffe są najbliższymi potencjalnymi konkurentami w tym obszarze.
32. Nakładanie się działalności dotyczy kontraktów typu *future* i opcji na krótkoterminowe stopy procentowe denominowane w euro, a także stopnia bezpośredniej dwustronnej konkurencji między oferowanymi przez Liffe oddzielnymi i pakietowymi kontraktami typu *future* opartymi na EURIBOR oraz instrumentami pochodnymi DB opartymi na dwuletnich i pięcioletnich niemieckich stopach państwowych.
33. Eurex i Liffe były zaangażowane w starania o ustanowienie wartości odniesienia EURIBOR na ponad rok w czasie wprowadzenia euro. W ostatnich latach Eurex miał mały udział w rynku (od 2007 r. wynosił on [0–5%]) kontraktów typu *future* opartych na EURIBOR, lecz razem strony osiągnęły pozycję zbliżoną do monopolu. Eurex i Liffe są jedynymi giełdami, które posiadają znaczącą pulę depozytu zabezpieczającego w tym rodzaju kontraktów. Ostatnie wydanie EURIBOR przez CME nie osiągnęło prawie żadnego obrotu. Pula depozytów zabezpieczających CME denominowanych w euro instrumentów pochodnych opartych na krótkoterminowych stopach procentowych jest nieistotna i w żaden sposób nie może równać się z Liffe, a nawet Eurex. W odniesieniu do opcji na kontrakty typu *future* oparte na EURIBOR DB był zaangażowany w działania, które w okresie sześciu miesięcy podniosły ich miesięczne wolumeny do prawie 5% tuż przed ogłoszeniem transakcji. Odbyło się to w odpowiedzi na niezadowolenie użytkowników warunkami oferowanymi przez Liffe. Oprócz tego, że zdarzenie to jest konkretnym przykładem faktycznej konkurencji, podkreśla ono zagrożenie potencjalnej wzajemnej konkurencji między Eurex i Liffe. W związku z tym Liffe został zmuszony do obniżenia swoich opłat.
34. W odniesieniu do paczek i pakietów opartych na EURIBOR w decyzji stwierdzono, że konkurują one z dwuletnimi i pięcioletnimi stopami niemieckimi w przypadku niektórych użytkowników, zwłaszcza tych narażonych na długoterminowe komercyjne stopy procentowe, dla których stanowią one lepsze, lecz mniej płynne zabezpieczenie<sup>(3)</sup>. Oferta DB ogranicza NYX w tym obszarze bezpośrednio, nawet jeżeli przeciwna sytuacja nie występuje.
35. W decyzji przedstawiono starania Liffe o wejście do obszaru niemieckiej państwowej stopy procentowej zarówno bezpośrednio z równoważnymi umowami, jak i pośrednio z podobnymi umowami<sup>(4)</sup>. W podobny sposób przedstawiono starania Eurex związane ze stopami procentowymi Zjednoczonego Królestwa, na które Liffe obecnie posiada monopol<sup>(5)</sup>.
36. Obecnie i w najbliższej przyszłości nie występuje żadne realne zagrożenie dla francyz stron ze strony jakiegokolwiek konkurenta. Podejmowane przez klientów próby sponsorowania nowej platformy obrotu opartej na stopie procentowej – Project Rainbow – zostały zniweczone, gdy Liffe podjął działania zapobiegające zamienności<sup>(6)</sup> i wyrównaniu zabezpieczenia<sup>(7)</sup> przy pomocy pozycji znajdujących się w obrocie na jego własnej platformie.
37. Strony są dla siebie wzajemnie najbliższymi konkurentami również w zakresie innowacji w obszarze instrumentów pochodnych opartych na europejskich stopach procentowych.

<sup>(1)</sup> Motywy 527–531.

<sup>(2)</sup> Motywy 641–814.

<sup>(3)</sup> Motywy 681 i nast.

<sup>(4)</sup> Motywy 713 i nast.

<sup>(5)</sup> Motywy 736 i nast.

<sup>(6)</sup> Przypis 110.

<sup>(7)</sup> Motyw 238.

### III.3. Konkurencja między stronami – kontrakty typu *future* i opcje na akcje <sup>(1)</sup>

38. W tym obszarze Eurex i Liffe prowadzą działalność o podobnej wielkości i w znacznej mierze znajdują się w sytuacji bezpośredniej dwustronnej konkurencji. Na przykład 75 % kontraktów typu *future* i 63 % opcji dostępnych na giełdzie Liffe jest również dostępnych na giełdzie Eurex. Ponadto podobne transakcje Eurexu mogą być rozliczane na Liffe. W odniesieniu do instrumentów pochodnych opartych na akcjach z niemieckiego rynku krajowego DB ponad 20 % obrotu odbywa się również na Liffe. Ponad ćwierć obrotu francuskimi instrumentami pochodnymi odbywa się na Eurex. W przypadku szeregu akcji większość obrotu odbywa się poza rynkiem krajowym. Działalność stron nakłada się na wszystkich ich rynkach krajowych, a ich łączny udział w rynku osiąga [90–100 %] na tych rynkach.
39. Na niektórych rynkach poza ich pierwotnymi rynkami krajowymi strony osiągnęły nawet znaczący udział w rynku kosztem podmiotów zasiedziały. Płynność większości akcji hiszpańskich podzielona jest między Eurex i Liffe, przy czym krajowa giełda MEFF zajmuje drugie lub trzecie miejsce.
40. W decyzji stwierdza się, że w wyniku efektu grawitacji powiększonej puli depozytu zabezpieczającego podmiotu powstałego w wyniku połączenia będzie on prawdopodobnie w stanie stopniowo wyeliminować zasiedziały konkurenta i osiągnąć monopol na wszystkich rynkach europejskich, a nie tylko na swoich rynkach krajowych (w tym na rynkach takich jak rynek duński, na którym dzisiaj obecny jest jedynie Liffe). Wyeliminuje to znaczącą konkurencję w zakresie opłat. Biorąc pod uwagę przeważającą pozycję na rynku podmiotu powstałego w wyniku połączenia, tym bardziej nie byłoby możliwości znaczącego nowego wejścia w celu ograniczenia opłat.

### III.4. Konkurencja między stronami – indeksy giełdowe <sup>(2)</sup>

41. Konkurencja między stronami w zakresie instrumentów pochodnych opartych na europejskich indeksach akcyjnych dotyczy tylko innowacji. Transakcja miałaby negatywny wpływ na innowacje, zarówno Eurexu, jak i Liffe i stron trzecich, z efektem domina na powiązonym rynku licencjonowania indeksów. Wyeliminowana zostanie również perspektywa znaczących innowacji stron trzecich, których przykładem są próby podjęte przez Chi-X w połączeniu z indeksami Russell.

### III.5. Bariery wejścia i rozwoju <sup>(3)</sup>

42. Ewentualne nowe podmioty wchodzące na rynki giełdowych instrumentów pochodnych opartych na europejskich instrumentach bazowych napotykać duże przeszkody w wejściu na rynek, biorąc pod uwagę znaczenie płynności i otwartych pozycji oraz związane z tym korzyści kompensowania i cross-marginingu <sup>(4)</sup>. Dzieje się tak szczególnie z powodu cech charakterystycznych rynków instrumentów pochodnych, powodujących, że możliwości kompensowania i uzupełniania depozytu zabezpieczającego odgrywają o wiele bardziej znaczącą rolę niż na rynkach kasowych. Ryzykiem kontrahentów zarządza się bowiem przez znacznie dłuższy okres niż ma to miejsce na rynkach kasowych, na których rozrachunek odbywa się w ciągu kilku dni obrotu i dlatego ustanowienie zabezpieczenia przez użytkowników na rynkach instrumentów pochodnych może mieć duże znaczenie <sup>(5)</sup>.
43. Ponadto możliwość oferowania przez konkurentów instrumentów pochodnych opartych na indeksach akcyjnych i w związku z tym zyskania pozycji w zakresie powiązanych instrumentów pochodnych opartych na akcjach, jest również ograniczona, biorąc pod uwagę, że stanowiące poziom odniesienia produkty oparte na indeksach są chronione prawami własności intelektualnej. Istnienie dużej bazy istniejących użytkowników (baza członkowska), która pozwala na rozprowadzanie produktów giełdowych wśród inwestorów i charakteryzuje się nieuniknioną utratą kosztów poniesionych na nawiązanie kontaktu, również stanowi istotną barierę wejścia.
44. Bariera wejścia na rynek instrumentów pochodnych opartych na akcjach wynikająca z puli otwartych pozycji i płynności produktów opartych na indeksach, które są chronione prawami własności intelektualnej, jest nie tylko związana z możliwym wyrównaniem zabezpieczeń z powiązаныmi instrumentami pochodnymi opartymi na indeksach giełdowych, lecz również z występującą u niektórych uczestników rynku chęcią łącznego obrotu indeksami oraz niektórymi składnikami bazowych instrumentów pochodnych (a także indeksami i składnikami instrumentów rynku kasowego).

<sup>(1)</sup> Motywy 815–892.

<sup>(2)</sup> Motywy 893–925.

<sup>(3)</sup> Motywy 926–1008.

<sup>(4)</sup> W odniesieniu do definicji kompensowania i cross-marginingu zob. przypis 108 decyzji. Uczestnicy obrotu mogą korzystać z możliwości kompensowania i cross-marginingu w takim zakresie, w jakim wymogi dotyczące zabezpieczenia dla dodatkowych transakcji w tym samym systemie mogą być niższe, jeżeli uczestnicy obrotu posiadają otwarte pozycje w jednym systemie obrotu. Zob. motywy 934 i nast. decyzji.

<sup>(5)</sup> Zob. również motyw 104 decyzji.



45. W decyzji stwierdzono zatem, że jest nieprawdopodobne, aby wystarczające i dokonane w odpowiednim czasie wejście odbyło się po połączeniu na którymkolwiek z rynków właściwych w celu zmniejszenia antykonkurencyjnych skutków transakcji.

### III.6. Brak wyrównawczej siły nabywczej <sup>(1)</sup>

46. Podczas postępowań administracyjnych DB i NYX twierdziły, że duże banki inwestycyjne posiadają znaczną siłę nabywczą, która uniemożliwi podmiotowi powstałemu w wyniku połączenia zwiększenie opłat po połączeniu. Strony twierdziły w szczególności, że te duże banki inwestycyjne mogą połączyć siły w celu sponsorowania pomyślnego wejścia, ponieważ rzekomo kontrolują przepływ zleceń. Nie istnieją jednak przykłady wystąpienia takiej sytuacji na rynkach właściwych mimo kilku nieudanych prób. Ponadto każda taka próba jest nieprawdopodobna, ponieważ między innymi wymagane jest zaangażowanie dużej liczby uczestników. W decyzji stwierdza się, że o ile obecnie istnieją ograniczenia, jest to wynikiem rywalizacji między stronami i zagrożeniem migracji klientów pomiędzy nimi. W związku z tym to ograniczenie zostałyby wyeliminowane w wyniku połączenia.

### III.7. Wnioski w sprawie konkurencji między stronami w obrocie giełdowymi instrumentami pochodnymi i ich rozliczaniu

47. W decyzji stwierdzono, że w wyniku proponowanej transakcji doszłoby do połączenia dwóch głównych europejskich giełd instrumentów pochodnych prowadzącego do stworzenia pozycji zbliżonej do monopolu na każdym z rynków właściwych w zakresie obrotu i usług rozliczeniowych w odniesieniu do:

- giełdowych kontraktów typu *future* i opcji na europejskie stopy procentowe,
- giełdowych kontraktów typu *future* i opcji na europejskie akcje,
- giełdowych kontraktów typu *future* i opcji na europejskie indeksy akcyjne,
- usług poza arkuszem zleceń dla pakietowych umów na europejskie giełdowe instrumenty pochodne <sup>(2)</sup>,
- rejestracji obrotu, potwierdzania warunków transakcji i usług systemu rozliczeniowego opartego na partnerach centralnych w odniesieniu do elastycznej wersji pozagiełdowych kontraktów typu *future* i opcji na europejskie akcje <sup>(3)</sup>.

48. W każdym przypadku i uwzględniając wysokie bariery wejścia i rozwoju oraz brak wyrównawczej siły nabywczej, transakcja spowodowałaby znaczne przeszkody dla efektywnej konkurencji poprzez wyeliminowanie:

- istniejącej konkurencji, potencjalnej konkurencji i ważnych ograniczeń konkurencyjnych, jakie obecnie w sposób wyłączny Eurex i nakładają na siebie wzajemnie, jako najbliżsi konkurenci w związku z obrotem i usługami rozliczeniowymi w odniesieniu do każdego rynku określonego wyżej,

<sup>(1)</sup> Motywy 1009–1024.

<sup>(2)</sup> Eurex i Liffe oferują podobne i w dużym stopniu nakładające się usługi również w tym obszarze i nie mają żadnych innych konkurentów (lub mają najwyżej jednego konkurenta na niektórych pozakrajowych rynkach instrumentów pochodnych opartych na akcjach). Znaczną część rozliczonych wolumenów na giełdach Eurex i Liffe stanowi obrót negocjowany poza arkuszem zleceń i zgłaszany do nich w celu potwierdzenia warunków transakcji i rozliczenia. Podobne kwestie jak w obrocie w arkuszu zleceń powstają w odniesieniu do wszystkich rynków właściwych, ponieważ występuje na nich takie samo zjawisko nakładania się działalności. Ponadto podobne instrumenty Eurexu mogą być rozliczane na Liffe. Chociaż są one zamienne w stosunku do umowy Eurex, uzyskują dwie inne kluczowe korzyści z giełdowych instrumentów pochodnych, a mianowicie wyrównania zabezpieczenia i wyeliminowanie ryzyka kontrahentów, a więc stanowią najbliższe ograniczenie pozarynkowe. Zob. motywy 463 i nast. oraz 1025 i nast.

<sup>(3)</sup> Strony oferują podobne i w znacznej mierze nakładające się usługi również w tym obszarze, w którym Liffe jako pierwszy wprowadził innowacyjną usługę zwaną usługą BClear, określaną jako „niespodziewany sukces”. Nie mają one innych konkurentów, gdyż wszyscy konkurenci oferujący podobne usługi, nie oferują takich usług w odniesieniu do żadnych akcyjnych instrumentów bazowych z rynków krajowych stron. Usługa ta pozwala im na pozyskanie znacznych wolumenów zleceń na usługi rozliczeniowe, które w innym przypadku pozostałyby poza rynkiem regulowanym, a jej znaczenie ma zwiększać się w ramach reform G20. Liffe w znaczący sposób utworzył drogę do niemieckich i szwajcarskich instrumentów bazowych, lecz również DB zwróciło się w kierunku instrumentów bazowych z rynków krajowych Liffe. Strony ściśle konkurują ze sobą na poziomie opłat i oferowanych usług. Znaczące wejście na rynek jest nieprawdopodobne. Zob. motywy 477 i nast. i 1071 i nast.

- konkurencji między Eurex i Liffe w odniesieniu do innowacji w zakresie produktów na każdym z tych rynków produktowych, na których są one nawzajem swoimi najbliższymi konkurentami, oraz
- konkurencji między Eurex i Liffe w zakresie technologii, procesów, usług i struktury rynku.

#### IV. EFEKTYWNOŚĆ

49. Strony zgłaszające twierdziły, że transakcja będzie korzystna dla użytkowników ich giełd działających na rynku transakcji kasowych i rynku instrumentów pochodnych, gdyż spowoduje znaczący wzrost efektywności. Twierdziły one, że spadną koszty operacji ponoszone przez użytkowników na tych platformach, że użytkownicy będą musieli ustanawiać mniejsze zabezpieczenie do celów rozliczania transakcji oraz że skorzystają dzięki większej płynności, a tym samym mniejszym ukrytym kosztom zawierania transakcji. Strony zgłaszające argumentowały, że skutki transakcji dotyczące płynności będą miały efekt zewnętrzny z korzyścią dla przedsiębiorstw i konsumentów w całej gospodarce. Twierdziły, że (i) przedsiębiorstwa skorzystają na obniżonym koszcie kapitału; (ii) rządy będą w stanie finansować swoją działalność mniejszym kosztem, co uwolni środki na inwestycje zarówno publiczne, jak i prywatne; (iii) konsumenci skorzystają dzięki większemu zatrudnieniu, innowacji i wzrostowi gospodarczemu.
50. W świetle sytuacji zbliżonej do monopolu wynikającej z transakcji na szeregu rynków właściwych określonych w decyzji wszelki wzrost efektywności, nawet jeżeli uznano by, że jest on możliwy do sprawdzenia, wynika szczególnie z połączenia i może przynieść korzyści konsumentom, musiałyby być szczególnie znaczące, aby zapobiegał powstaniu określonej wyżej znaczącej przeszkody w efektywnej konkurencji, w tym utracie faktycznej i potencjalnej konkurencji oraz utracie konkurencji w dziedzinie innowacji <sup>(1)</sup>.
51. Na podstawie dowodów przedstawionych przez strony zgłaszające w decyzji stwierdzono, że (i) efektywność w obszarze IT i kosztów dostępu dla użytkowników, na którą powołują się strony zgłaszające, nie jest możliwa do sprawdzenia <sup>(2)</sup>, że (ii) prawdopodobne jest, iż niektóre aspekty efektywności przyniosłyby korzyści dla konsumentów wynikające ze zwiększonych możliwości cross-marginingu, co przełożyłoby się na oszczędności w zakresie zabezpieczeń. Komisja stwierdziła jednak, że niektóre korzyści w zakresie efektywności można by osiągnąć przy pomocy mniej antykonkurencyjnych środków i że możliwe jest w pewnym zakresie ich przeniesienie na klientów, ale nie da się określić rozmiaru tego efektu <sup>(3)</sup>, że (iii) skutek płynności w odniesieniu do zintegrowanych rynków gotówkowych, na który powołują się strony zgłaszające, nie jest możliwy do sprawdzenia <sup>(4)</sup> oraz że (iv) skutek płynności polegający na integracji należących do stron platform obrotu instrumentami pochodnymi nie jest możliwy do sprawdzenia. Nawet jeżeli wspomniane skutki płynności byłyby możliwe do sprawdzenia, nastąpiłoby wprawdzie ich przeniesienie na klientów w pewnym zakresie, ale nie dałoby się określić rozmiaru tego efektu na podstawie dostępnych danych <sup>(5)</sup>. Ponadto Komisja uznała, że korzyści przyrostu efektywności dla całej gospodarki nie są możliwe do sprawdzenia w tym przypadku <sup>(6)</sup> i stwierdziła, że nie jest prawdopodobne, aby oszczędności w zakresie kosztów stałych zostały przeniesione na klientów <sup>(7)</sup>.

#### V. ŚRODKI ZARADCZE

52. Aby rozwiązać problemy w zakresie konkurencji zidentyfikowane przez Komisję, strony zgłaszające przedstawiły dwa pakiety środków zaradczych, pierwszy w dniu 17 listopada 2011 r., a drugi, w następstwie negatywnego wyniku badania rynku dotyczącego tego pierwszego pakietu, w dniu 14 grudnia 2011 r. Obydwa pakiety zawierały zobowiązanie do zbycia w obszarze instrumentów pochodnych opartych na akcjach i środek zaradczy dotyczący dostępu w odniesieniu do nowego indeksu akcyjnego i do instrumentów pochodnych opartych na stopach procentowych. Ponadto drugi pakiet środków zaradczych zawierał zobowiązanie dotyczące licencjonowania oprogramowania w związku z obrotem istniejących i nowych instrumentów pochodnych opartych na stopach procentowych.
53. Komisja dokonała analizy stosowności pakietu zobowiązań przedstawionego w dniu 14 grudnia 2011 r., aby zaradzić wszystkim problemom w zakresie konkurencji określonym w decyzji. W tym celu Komisja dokonała analizy stosowności zakresu proponowanych zobowiązań, prawdopodobieństwa dokonanego w odpowiednim czasie i wystarczającego wejścia na podstawie proponowanych zobowiązań oraz ich prawdopodobnej skuteczności w praktyce. Komisja uznała, że zobowiązania te nie są w stanie wyeliminować zidentyfikowanego problemu w zakresie konkurencji.

<sup>(1)</sup> Motyw 1337.

<sup>(2)</sup> Motyw 1187.

<sup>(3)</sup> Motyw 1243.

<sup>(4)</sup> Motyw 1303.

<sup>(5)</sup> Motyw 1327.

<sup>(6)</sup> Motyw 1330.

<sup>(7)</sup> Motyw 1334.

**VI. WNIOSEK DECYZJI**

54. W decyzji stwierdzono, że transakcja znacząco zakłóciłaby efektywną konkurencję na rynku wewnętrznym lub jej istotną część w rozumieniu art. 2 ust. 3 rozporządzenia w sprawie kontroli łączenia przedsiębiorstw. Wynika to z faktu, że transakcja doprowadziłaby do powstania pozycji dominującej lub zbliżonej do monopolu oraz do eliminacji najbliższych faktycznych i potencjalnych konkurentów w zakresie produktów obejmujących giełdowe instrumenty pochodne na europejskie akcje, giełdowe instrumenty pochodne na europejskie stopy procentowe (w tym konkurencji dotyczącej innowacji w zakresie produktów) i instrumenty pochodne na europejskie indeksy akcyjne. Ponadto transakcja znacząco zakłóciłaby efektywną konkurencję poprzez doprowadzenie do powstania pozycji dominującej lub zbliżonej do monopolu oraz do eliminacji najbliższego faktycznego i potencjalnego konkurenta na rynkach usług poza arkuszem zleceń w zakresie pakietowych umów na europejskie giełdowe instrumenty pochodne (niezależnie od możliwego dalszego podziału tego rynku) oraz rejestracji obrotu, potwierdzania warunków transakcji i usług systemów rozliczeniowych opartych na partnerach centralnych w odniesieniu do elastycznych wersji kontraktów typu *future* i opcji na europejskie akcje w obrocie pozagiełdowym <sup>(1)</sup>.
- 

<sup>(1)</sup> Motyw 1483.