

Shrnutí rozhodnutí Komise
ze dne 1. února 2012,
kterým se spojení prohlašuje za neslučitelné s vnitřním trhem a fungováním Dohody o EHP
(Věc M.6166 – Deutsche Börse/NYSE Euronext)
(oznámeno pod číslem C(2012) 440 final)
(Pouze anglické znění je závazné)
(Text s významem pro EHP)
(2014/C 254/06)

Dne 1. února 2012 Komise přijala rozhodnutí ve věci spojení podniků podle nařízení Rady (ES) č. 139/2004 ze dne 20. ledna 2004 o kontrole spojování podniků⁽¹⁾, a zejména čl. 8 odst. 3 tohoto nařízení. Úplné znění rozhodnutí bez důvěrných informací je k dispozici v závazném jazykovém znění věci na internetových stránkách Generálního ředitelství pro hospodářskou soutěž na adrese: http://ec.europa.eu/comm/competition/index_en.html

I. ÚVOD

1. Evropská komise obdržela dne 29. června 2011 oznámení o navrhovaném spojení podle článku 4 nařízení o spojování, jímž by došlo k úplné fúzi podniků NYSE Euronext (dále jen „NYX“) a DB (dále společně „oznamující strany“) ve smyslu čl. 3 odst. 1 písm. a) nařízení o spojování⁽²⁾ (dále jen „transakce“).
2. Po předběžném přezkoumání oznámení dospěla Komise k závěru, že existují závažné pochybnosti o tom, zda je tato transakce slučitelná s vnitřním trhem, a to zejména pokud jde o trh služeb obchodování s deriváty a jejich clearingů a trh služeb obchodování s bazickými nástroji a následných služeb týkajících se těchto nástrojů. Dne 4. srpna 2011 tedy Komise přijala rozhodnutí o zahájení řízení podle čl. 6 odst. 1 písm. c) nařízení o spojování⁽³⁾.
3. Dne 5. října 2011 bylo oznamujícím stranám zasláno prohlášení o námitkách podle článku 18 nařízení o spojování. Oznamující strany na prohlášení o námitkách odpověděly dne 24. října 2011. Na žádost oznamujících stran se ve dnech 27. a 28. října 2011 konalo ústní slyšení⁽⁴⁾. Do řízení bylo připuštěno 23 dotčených třetích stran, ústního slyšení se zúčastnilo deset z nich.
4. K řešení bodů problematických z hlediska hospodářské soutěže, jež byly vyloženy v prohlášení o námitkách, předložily oznamující strany dne 17. listopadu 2011 první balíček závazků a následně tyto závazky dne 21. listopadu 2011 upravily⁽⁵⁾. Tržní test závazků ze dne 21. listopadu 2011 zahájila Komise dne 22. listopadu 2011. Nový balíček závazků byl předložen dne 12. prosince 2011 a jeho upravené znění dne 13. prosince 2011⁽⁶⁾. Tržní test závazků ze dne 13. prosince 2011 zahájila Komise dne 14. prosince 2011.

⁽¹⁾ Úř. věst. L 24, 29.1.2004, s. 1.

⁽²⁾ Úř. věst. C 199, 7.7.2011, s. 9).

⁽³⁾ Komise provedla rozsáhlé šetření trhu za použití všech nástrojů, které stanoví nařízení o spojování. V této souvislosti Komise v první fázi rozeslala více než 600 podrobných žádostí o informace podle článku 11 nařízení o spojování, na které obdržela téměř 250 odpovědí, zatímco ve druhé fázi bylo rozesláno více než 150 dotazníků, na něž Komise obdržela více než 100 odpovědí. Komise kromě toho uspořádala více než 20 telekonferencí a jednání s řadou zákazníků a soutěžitelů a analyzovala značný počet interních dokumentů oznamujících stran z doby před fúzí. Viz např. 23. bod odůvodnění rozhodnutí.

⁽⁴⁾ Dne 20. října 2011 byla lhůta pro přijetí konečného rozhodnutí v této věci prodloužena o sedm pracovních dní podle čl. 10 odst. 3 druhého pododstavce nařízení o spojování.

⁽⁵⁾ Lhůta stanovená pro rozhodnutí Komise podle článku 8 byla tedy prodloužena o 15 pracovních dní podle čl. 10 odst. 3 prvního pododstavce nařízení o spojování.

⁽⁶⁾ Aby bylo možno provést tržní test nového balíčku závazků, dohodla se Komise s oznamujícími stranami na dalším prodloužení lhůty o třináct pracovních dnů podle čl. 10 odst. 3 druhého pododstavce třetí věty nařízení o spojování. Tržní test byl zahájen dne 14. prosince 2011.

5. Komise zjistila, že transakcí by vznikla největší burza cenných papírů na světě z hlediska výnosů: došlo by totiž ke spojení současně druhé a třetí největší burzy a na řadě trhů by podnik vzniklý takovouto fúzí získal monopolní postavení. NYX je americká holdingová společnost vzniklá spojením NYSE Group, Inc. a Euronext N.V. v roce 2007, která provozuje četné burzy ve Spojených státech a v Evropě (pařížskou, amsterdamskou, bruselskou a lisabonskou). Tato společnost má čtyři hlavní druhy činnosti: i) služby kotování bazických nástrojů; ii) služby obchodování s bazickými nástroji; iii) služby obchodování s deriváty a jejich clearingů prostřednictvím společnosti NYSE Liffe (dále jen „Liffe“) a iv) informační služby a technologická řešení. DB je německá společnost kotovaná na burze, vertikálně integrovaná, pokud jde o všechny aspekty trhů s bazickými nástroji a trhů s deriváty. Její činnosti tak zahrnují kotování bazických nástrojů, obchodování s nimi a jejich clearing, obchodování s deriváty a jejich clearing (prostřednictvím dceřiné společnosti „Eurex“), služby následné po obchodu s bazickými nástroji, konkrétně služby vypořádání a úschovy, služby řízení kolaterálu, služby vykazování údajů o trhu a informační služby. Na základě rozsáhlého průzkumu trhu a důkladného a nestranného posouzení veškerých dostupných důkazních informací Komise zjistila, že:

— transakce by významně nenarušila účinnou hospodářskou soutěž na některých trzích, kterými se tento text dále nebude zabývat: i) v oblasti služeb kotování bazických nástrojů, obchodování s nimi a následných služeb ⁽¹⁾; ii) v oblasti vykazování údajů o trhu ⁽²⁾; iii) v oblasti informačních služeb a technologických řešení ⁽³⁾ a iv) v oblasti řízení kolaterálu ⁽⁴⁾,

— transakce by významně narušila účinnou hospodářskou soutěž na řadě trhů v oblasti obchodování s deriváty a jejich clearingů.

6. Následuje shrnutí těchto tematických bodů rozhodnutí: vymezení trhu s deriváty, posouzení z hlediska dopadu na hospodářskou soutěž, účinnost a nápravná opatření.

II. VYMEZENÍ TRHU

7. Společnosti Eurex a Liffe provozují burzy cenných papírů, které umožňují uživatelům derivátů obchodovat s určitými derivátovými smlouvami a provádět jejich clearing. Deriváty jsou finanční smlouvy, jejichž hodnota je odvozena od podkladové proměnné (podkladového aktiva) a které umožňují přenos rizika z jednoho hospodářského subjektu na jiný ⁽⁵⁾. V závislosti na vztahu mezi podkladovými aktivy a derivátovými smlouvami lze deriváty dále rozdělit na futures, opce a swapy ⁽⁶⁾.
8. Derivátové smlouvy obchodované na burzách jsou sestavovány, uváděny na trh a regulovány derivátovými burzami, které je vytvořily. Běžně se označují jako „deriváty obchodované na burze“ neboli „ETD“ (exchange-traded derivatives). Každá kategorie smluv má své vlastní podmínky a procesy realizace, které burza určuje a na něž dohlíží tak, aby co nejlépe vyhovovaly preferencím zákazníků ⁽⁷⁾. Z úspěšných derivátových smluv se stávají velice likvidní aktiva, přičemž objem obchodu s nimi dosahuje několika milionů kusů za den ⁽⁸⁾.
9. Obchodování s derivátovými smlouvami spočívá v párování kupujících a prodávajících, tj. dvou stran, které mají zájem zaujmout v rámci téže smlouvy opačné pozice. Párování kupujících a prodávajících může probíhat dvoustranně nebo mnohostranně. Dvoustranné párování je obchodování, v jehož rámci se cenové nabídky (kotace) a provedení obchodu mezi dvěma stranami uskutečňuje tak, že jiní účastníci trhu nemají možnost obchod sledovat. Dvoustranné párování se provádí pouze v mimoburzovním (neboli „OTC“) prostoru prostřednictvím verbálního zprostředkování a telefonického obchodování ⁽⁹⁾. Při mnohostranném párování mají účastníci trhu možnost sledovat cenové nabídky ostatních stran a provádění obchodů na trhu. Mnohostranné párování kupujících a prodávajících derivátů probíhá buď na burzách, nebo – u OTC derivátových smluv – na některých platformách mimoburzovního obchodování provozovaných makléři-obchodníky ⁽¹⁰⁾.

⁽¹⁾ Oddíl 7 rozhodnutí.

⁽²⁾ Oddíl 8 rozhodnutí.

⁽³⁾ Oddíl 9 rozhodnutí.

⁽⁴⁾ Oddíl 10 rozhodnutí.

⁽⁵⁾ Ustanovení 221. bodu odůvodnění rozhodnutí.

⁽⁶⁾ Ustanovení 343nn. bodu odůvodnění rozhodnutí.

⁽⁷⁾ Ustanovení 222. a 321.–342. bodu odůvodnění rozhodnutí.

⁽⁸⁾ Ustanovení 222. bodu odůvodnění rozhodnutí.

⁽⁹⁾ Verbální zprostředkování je tradiční metoda sdělování cenových nabídek (kotací) účastníkům trhu: obchod se projednává telefonicky, a to buď mezi koncovým uživatelem a obchodníkem, nebo mezi obchodníky; v dnešní době však byl tento postup zefektivněn tím, že dealeri k oznámení cenových nabídek využívají elektronické vývěskové tabule, které jsou často do značné míry automatizované.

⁽¹⁰⁾ V prostředí mnohostranného obchodování s deriváty lze nadto případně využít mnohostranné systémy obchodování („MTF“), které byly zřízeny na základě směrnice o trzích finančních nástrojů (směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES ze dne 21. dubna 2004 o trzích finančních nástrojů (Úř. věst. L 145, 30.4.2004, s. 1). Viz 223.–227. bod odůvodnění a 255. bod odůvodnění rozhodnutí.

10. Pokud jde o vymezení trhu s deriváty, uvedly oznamující strany, že relevantním trhem je v daném případě jediný jednotný celosvětový trh pro přenos rizika, na němž probíhá burzovní i mimoburzovní obchod se širokou škálou derivátů, a to bez ohledu na jejich podkladové aktivum. Argumentovaly tím, že všechny deriváty plní tytéž funkce a že stranu poptávky na trhu představuje mezinárodní obec odborně vysoce zdatných a zkušených finančních institucí. Na straně nabídky bude údajně postupně stále více docházet ke sbližování funkce derivátů dostupných na burze a mimo burzu a příslušných mechanismů obchodování. Oznamující strany kromě toho tvrdily, že současné regulační sbližování mezi prostředím burz a mimoburzovním prostředím pravděpodobně povede k ještě větší homogenitě mimoburzovního a burzovního prostoru ⁽¹⁾.
11. V rozhodnutí se vyvozuje závěr, že trh s deriváty by v případě těch kategorií aktiv, u kterých se činnosti oznamujících stran překrývají, měl být nejprve rozdělen podle prostředí, v němž se uskutečňují obchody – tj. na ETD a OTC deriváty ⁽²⁾. ETD deriváty spíše doplňují OTC deriváty, než je nahrazují. Zatímco OTC deriváty se používají k úplnému zajištění proti všem typům rizika, prostřednictvím ETD se zaujímají pozice a získává krátkodobé neúplné zajištění, dokud se nenajde zajištění úplné ⁽³⁾.
12. V rozporu s tvrzením oznamujících stran, že 90 % OTC derivátů je standardizovaných a že tato standardizace bude spolu s vývojem regulace trhu dramaticky zvyšovat konkurenční tlak OTC derivátů na obchodování s ETD deriváty, dospělo rozhodnutí k závěru, že OTC deriváty jsou standardizovány, pouze pokud jde o jejich právní podmínky (a nikoliv o jejich klíčové ekonomické parametry), a používají se za jiných okolností než ETD, což pravděpodobný konkurenční tlak OTC derivátů na ETD deriváty omezuje ⁽⁴⁾.
13. Přestože se burzy při oslovování nových zákazníků snaží získat i smlouvy, které se v současné době obchodují v prostředí OTC, a v tomto směru zde také existuje konkurence, měla Komise v rozhodnutí za to, že důkazní informace nedokládají vzájemnou zaměnitelnost ETD a OTC derivátů, ale spíše ukazují na existenci přirozeného jednosměrného vývoje: jakmile dosáhnou dostatečného stupně standardizace, přesouvají se OTC smlouvy obvykle na regulované burzy, kde nakonec utvoří likvidní segment obchodování. Komise proto dospěla k závěru, že u kategorií aktiv dotčených rozhodnutím obchodování s deriváty mimo burzu nevytváří konkurenční tlak na ETD deriváty a nemůže je nahradit ⁽⁵⁾.
14. Skutečnost, že přechod od ETD k OTC derivátům nelze (kromě okrajového přechodu určitých zákazníků k nástrojům obdobným ETD derivátům) pozorovat, nadto odpovídá tomu, že se kotované deriváty, a zejména ty, jež jsou obchodovány v rámci burzovní knihy objednávek, obvykle nehodí k obchodování mimo rámec burzovního prostředí ⁽⁶⁾.
15. V této souvislosti bylo v rámci rozhodnutí zjištěno, že existuje určitá kategorie uživatelů derivátů, kteří mohou vzhledem ke své provozní struktuře, preferencím v oblasti řízení rizik, účetním důvodům nebo různým předpisům v rámci svého portfolia držet pouze ETD deriváty nebo k jeho zajištění užívat pouze tento druh derivátů. Do této kategorie zákazníků spadají maloobchodní investoři a rovněž někteří účastníci trhu z řad institucí, kteří neobchodují s OTC deriváty, a to ani prostřednictvím makléře.

⁽¹⁾ Ustanovení 257. bodu odůvodnění rozhodnutí.

⁽²⁾ Oddíl 11.1.12.2.1 rozhodnutí.

⁽³⁾ Ustanovení 262. bodu odůvodnění rozhodnutí.

⁽⁴⁾ Pokud jde o ETD, je nezbytným předpokladem obchodování na burze úplná standardizace všech podmínek, zejména ekonomických parametrů. Viz 271., 280., 282., 283. bod odůvodnění rozhodnutí.

⁽⁵⁾ Viz 364. bod odůvodnění rozhodnutí.

⁽⁶⁾ Ačkoliv konečná podoba jakékoli legislativní iniciativy v této fázi není jasná, a spoléhat se na obsah různých návrhů by tak bylo spekulací a nebylo by namístě, poznamenává Komise k důsledkům připravované právní úpravy, že i pokud by tato skutečně vedla ke sbližení ETD a OTC derivátů v tom smyslu, že by u standardizovaných OTC derivátů byl povinně vyžadován clearing, neznamenalo by to, že ETD a OTC deriváty budou vzájemně zaměnitelné v jednom i druhém směru. Je naopak nepravděpodobné, že by důvod, proč se uživatelé derivátů uchylují k OTC derivátům, pominul, přičemž by jednosměrná tendence k přechodu OTC smluv na regulované burzy mohla posílit, a to vzhledem k tomu, že by vznikla povinnost obchodovat některé z derivátů, které byly předtím obchodovány mimo burzu, na burzách. Samotný tento krok by základní charakteristiku OTC a ETD derivátů nezměnil a rozdíly mezi nimi nesmazal, nýbrž by spíše posunul hranici mezi nimi. Viz 284. bod odůvodnění a poznámka pod čarou č. 171 rozhodnutí.

16. Rozhodnutí kromě toho dochází k závěru, že se i v případě zákazníků, kteří obchodují s ETD i s OTC deriváty, možnost přímé zaměnitelnosti ETD a OTC derivátů i v nejlepším případě omezuje na nástroje obdobné ETD derivátům⁽¹⁾ (smlouvy, které nabízejí stejnou ekonomickou expozici jako ETD smlouvy, ale obchodují se dvoustranně mimo burzu a jejich clearing neprovádí ústřední protistrana)⁽²⁾. Tyto smlouvy tvoří malou část všech smluv dostupných v prostředí OTC a jsou určeny především velkým bankám působícím na trhu mezi obchodníky, které tyto nástroje také sestavují). Většina OTC produktů řeší jiné potřeby zákazníků než ETD deriváty, zejména potřebu dosáhnout speciálního úplného zajištění, kterou prostřednictvím ETD smlouvy řešit nelze⁽³⁾. Rozhodnutí dospělo k závěru, že otázku, zda jsou nástroje obdobné ETD derivátům součástí téhož trhu jako ETD deriváty obchodované v rámci ústřední knihy objednávek, lze ponechat otevřenou, protože posouzení dopadu na hospodářskou soutěž se nezmění, ať už budou tyto nástroje obdobné ETD za součást téhož trhu považovány, či nikoliv⁽⁴⁾.
17. Rozhodnutí vyvozuje závěr, že u většiny uživatelů derivátů je poptávka po obchodování s deriváty vázána na určitou kategorii aktiv, a nelze ji nahradit obchody v kategorii jiné. Pokud se uživatelé derivátů chtějí zajistit, snaží se tak učinit proti konkrétnímu riziku spojenému s jejich pozicí v souvislosti s určitým aktivem, a typ aktiva je pro ně podobně citlivou otázkou, i pokud deriváty používají k dosažení pákového efektu při investování⁽⁵⁾.
18. Oznamující strany nabízejí derivátové smlouvy především na následující podkladová aktiva: úrokové deriváty na evropské sazby, které lze dále členit na dlouhodobé úrokové sazby (neboli sazby kapitálového trhu) a krátkodobé úrokové sazby (neboli sazby peněžního trhu); deriváty na určitý evropský akciový titul (jeden podkladový evropský akciový titul – single stock), které lze dále členit podle podkladových akcií, a deriváty na evropské akciové indexy (na celoevropské i vnitrostátní úrovni)⁽⁶⁾.
19. Rozhodnutí dochází k závěru, že úrokové deriváty založené na různých měnách, ať krátkodobé, nebo dlouhodobé, obecně nejsou vzájemně zaměnitelné, protože jsou ze své podstaty navázány na měnu, na které je podkladové aktivum založeno⁽⁷⁾. Vzhledem k tomu, že by v důsledku transakce nejbližší skuteční i potenciální soutěžitelé zmizeli při jakémkoliv vymezení trhu, ponechalo rozhodnutí otázku přesného vymezení trhu kotovaných úrokových derivátů a jeho dalšího členění na krátkodobé a dlouhodobé úrokové deriváty otevřenou⁽⁸⁾.
20. Pokud jde o deriváty na jeden podkladový evropský akciový titul, konstatuje rozhodnutí, že ačkoliv nejsou deriváty, jejichž podkladovým aktivem jsou různé akciové tituly, na straně poptávky zaměnitelné⁽⁹⁾, neomezují se obchodníci pouze na jediný nákup derivátové smlouvy navázané na jeden podkladový akciový titul, nýbrž obvykle realizují širší obchodní strategie⁽¹⁰⁾. Otázku, zda by měl být trh s produkty kotovaných futures a opcí na jeden podkladový akciový titul dále členěn podle jednotlivých titulů, nebo by měl obsahovat širší balíček titulů, však ponechává rozhodnutí otevřenou: ať bude trh vymezen jakkoliv, dojde k zásadnímu narušení účinné hospodářské soutěže (na úrovni trhu, úrovni vnitrostátní i úrovni evropské)⁽¹¹⁾.

⁽¹⁾ Ustanovení 367. bodu odůvodnění rozhodnutí.

⁽²⁾ Clearing tvoří řada operací následných po obchodování, zejména řízení pozic po dobu trvání smlouvy, řízení kolaterálu s cílem řešit riziko protistran a řízení hotovosti. Clearing může probíhat dvoustrannou formou, kdy je jedna ze stran vystavena riziku strany druhé a naopak (v mimoburzovním prostoru), nebo prostřednictvím ústřední protistrany. U ETD derivátů clearing provádí ústřední protistrana. Poskytuje přitom záruku plnění tím, že z právního hlediska vstupuje mezi kupujícího a prodávajícího a bere na sebe za obchodující strany riziko selhání protistrany. Za tímto účelem posuzuje ústřední protistrana úroveň rizika a řídí je po celou dobu trvání každé smlouvy. Sama se vůči riziku kryje tím, že stanoví požadavky na zajištění (tzv. kolaterál) a zřizuje fond pro riziko selhání, do něhož musí každý obchodující člen přispívat podle své pozice. Ústřední protistrany pověřené clearingem ETD derivátů jsou vybírány burzovními platformami pro deriváty – uživatelé derivátů proto obvykle nemají možnost si pro své obchody s deriváty prováděné na burze ústřední protistranu zvolit. Burzy obvykle nabízejí integrované služby, za jejichž využití si některé z nich s vertikálně integrovaným modelem podnikání, jako je například Eurex, účtují jeden společný poplatek. Viz 230.–236. bod odůvodnění rozhodnutí.

⁽³⁾ Viz 316.–332. a 367. bod odůvodnění rozhodnutí, viz také 351.–359. bod odůvodnění rozhodnutí.

⁽⁴⁾ Ustanovení 445. bodu odůvodnění rozhodnutí.

⁽⁵⁾ Viz 396.–400. bod odůvodnění.

⁽⁶⁾ Viz 400. bod odůvodnění.

⁽⁷⁾ Viz 406. bod odůvodnění.

⁽⁸⁾ Viz 419. bod odůvodnění.

⁽⁹⁾ Viz 421. bod odůvodnění.

⁽¹⁰⁾ Viz 422. bod odůvodnění.

⁽¹¹⁾ Viz 426. bod odůvodnění.

21. Pokud jde o deriváty na akciové indexy, je závěrem rozhodnutí, že jednotlivé indexy nejsou na straně poptávky zaměnitelné, protože nabízejí různé expozice ⁽¹⁾. Na straně nabídky jsou indexy obvykle chráněny právy duševního vlastnictví, a nelze je volně používat. V případě obchodování a clearingů tedy u každého z jednotlivých druhů akciových indexů oznamujících stran existují samostatné trhy s produkty. V rozhodnutí se však dospívá k závěru, že si oznamující strany konkurují v inovacích v oblasti nových evropských indexových produktů (vnitrostátních i celoevropských) ⁽²⁾.
22. V rozhodnutí se má za to, že opce, futures a swapy představují různé nástroje používané pro různé účely. Rozhodnutí dochází k závěru, že swapy představují samostatnou kategorii vzhledem ke svým odlišným vlastnostem (jsou vytvořeny s ohledem na určitý konkrétní den), použití (minimální délka trvání obchodovatelných swapů je 2 roky) a (pouze mimoburzovní) prostředí, ve kterém se s nimi obchoduje. Poptávka po obchodování s deriváty typu opcí a futures je obvykle specifická z hlediska typu smlouvy, a futures a opce tak nejsou vzájemně zaměnitelné. Na straně nabídky nabízejí burzy u podkladových aktiv, k nimž kotují smlouvy, futures i opce: jakmile se totiž nějaké burze podaří získat likviditu u futures navázaných na nějaké podkladové aktivum, může při minimálních nákladech začít nabízet opce. Rozhodnutí však ponechává otevřenou otázku, zda jsou futures a opce součástí téhož trhu s produkty, protože by to v tomto případě nemělo vliv na posouzení dopadu na hospodářskou soutěž ⁽³⁾ ⁽⁴⁾.
23. Celkově lze říci, že relevantními trhy v oblasti obchodování s deriváty a jejich clearingů, na kterých se činnosti oznamujících stran překrývají a na kterých se dopad transakcí posuzuje, jsou tyto trhy:
- pokud jde o zákazníky, kteří mohou obchodovat pouze s ETD deriváty, jsou relevantními trhy trh úrokových futures a opcí na evropské sazby obchodovaných na burze, případně dále členěný na krátkodobé úrokové sazby a dlouhodobé úrokové sazby, trh futures a opcí na jeden podkladový evropský akciový titul, a co se týče inovace produktů, trh futures a opcí na evropské akciové indexy,
 - pokud jde o zákazníky, kteří obchodují s ETD i s OTC deriváty, jsou relevantními trhy trh úrokových futures a opcí na evropské sazby obchodovaných na burze, případně dále členěný na krátkodobé úrokové sazby a dlouhodobé úrokové sazby a eventuálně zahrnující i nástroje obdobné ETD derivátům, trh futures a opcí na jeden podkladový evropský akciový titul, jež případně zahrnuje i nástroje obdobné ETD derivátům, a co se týče inovace produktů, trh futures a opcí na evropské akciové indexy. Skutečnost je taková, že lze vzhledem k malému rozsahu segmentu nástrojů obdobných ETD derivátům otázku, zda jsou u této kategorie zákazníků nástroje obdobné ETD derivátům součástí téhož trhu jako ETD deriváty obchodované v rámci ústřední knihy objednávek, ponechat otevřenou: posouzení dopadu na hospodářskou soutěž se totiž nezmění, ať už budou tyto nástroje obdobné ETD derivátům za součást příslušného trhu s produkty považovány, či nikoliv ⁽⁵⁾ ⁽⁶⁾.

⁽¹⁾ Viz 428. bod odůvodnění.

⁽²⁾ Viz 430.–432. bod odůvodnění.

⁽³⁾ Viz 433.–443. bod odůvodnění.

⁽⁴⁾ V důsledku toho se termín ETD deriváty používá jako obecné označení všech opcí i futures obchodovaných na burze (443. bod odůvodnění rozhodnutí).

⁽⁵⁾ Viz 444.–446. bod odůvodnění.

⁽⁶⁾ Žádost nenapadá následující závěry o trzích služeb mimo rámec knihy objednávek – služeb registrace, potvrzení a clearingů blokových ETD smluv ústřední protistranou a služeb registrace, potvrzení a clearingů obchodů ústřední protistranou u flexibilních verzí evropských futures a opcí na akcie obchodovaných mimo burzu. Přestože služby mimo rámec knihy objednávek se sjednávají dvoustrannou formou, týkají se těchto smluv a využívají stejnou infrastrukturu jako služby v rámci knihy objednávek. Tyto dvě služby však na straně poptávky nejsou zaměnitelné nebo jsou přinejlepším zaměnitelné jen omezeně: služby mimo rámec knihy objednávek se totiž týkají blokových obchodů, jež nelze v knize objednávek provést bez významného dopadu na ceny. Rozhodnutí proto dospívá k závěru, že služby mimo rámec knihy objednávek jsou součástí zvláštního trhu, který má nicméně úzkou vazbu na služby v rámci knihy objednávek. Činnosti oznamujících stran se také překrývají v souvislosti s následnými službami u „flexibilních smluv“. Obchody v rámci těchto nástrojů obvykle postrádají dostatečně vysokou úroveň standardizace ekonomických parametrů k tomu, aby vyhovely kritériím pro obchodování v rámci knihy objednávek. V rozhodnutí se proto dospělo k závěru, že tyto služby nelze nahradit službami v rámci knihy objednávek ani mimo rámec knihy objednávek. Viz 463nn. bod odůvodnění.

24. Pokud jde o zeměpisné vymezení trhu, dochází se v rozhodnutí k závěru, že ať už se zeměpisný rozsah trhu u každého z příslušných trhů s produkty popsaných výše považuje za celosvětový, nebo omezený na EHP, naruší navrhovaná transakce při obou možnostech vymezení trhu účinnou hospodářskou soutěž. Důvodem je skutečnost, že zatímco na straně poptávky se zákazníci nacházejí po celém světě, na straně nabídky nabízejí derivátové smlouvy k evropským podkladovým aktivům v oblastech, ve kterých se činnosti oznamujících stran překrývají, pouze Eurex a Liffe (a v menší míře i některé další evropské burzy) ⁽¹⁾.

III. POSOUZENÍ DOPADU NA HOSPODÁŘSKOU SOUTĚŽ

25. Oznamující strany jsou *de facto* jedinými dvěma subjekty, které nabízejí obchodování na burze s úrokovými futures a opcemi na evropské sazby, a zaujímají přední postavení v oblasti obchodování s deriváty na jeden podkladový akciový titul ⁽²⁾ a deriváty na akciové indexy. Společně ovládají více než 90 % všech celosvětově obchodovaných derivátů navázaných na evropská podkladová aktiva:

- pokud jde o úrokové ETD deriváty na evropské sazby, ovládají Eurex a Liffe společně [90–100 %] trhu (NYSE [40–50 %] a DB [40–50 %]),
- pokud jde o ETD deriváty na evropské akciové indexy, kontroluje DB [90–100 %] ETD smluv navázaných na index STOXX, zatímco NYX má téměř monopolní postavení v případě britského indexu FTSE (index FTSE může na základě licence využívat také společnost Turquoise). Eurex a Liffe mají monopolní postavení v případě svých vnitrostátních indexů DAX, CAC, AEX, BEL a PSI,
- u ETD derivátů na jeden podkladový evropský akciový titul kontroluje NYX [20–30 %] a DB [60–70 %] trhu, což v úhrnu činí [80–90 %] trhu. Činnost oznamujících stran se významně překrývá v případě smluv týkajících se jednotlivých akciových titulů z Belgie, Francie, Rakouska, Finska, Německa, Itálie, Portugalska, Švýcarska a Spojeného království ⁽³⁾.

III.1. Obecné parametry hospodářské soutěže v oblasti obchodování s deriváty a jejich clearingů

26. Celkové náklady na obchodování tvoří několik složek: i) burzovní a clearingové poplatky a náklady na kolaterál (přímá složka), ii) realizovaný rozdíl mezi nabídkou a poptávkou a případný tržní dopad (nepřímá složka). Druhá složka je obvykle několikanásobně větší než první. Burzy si konkurují nejenom z hlediska přímé složky nákladů na obchodování, ale také prostřednictvím pobídek koncipovaných tak, aby snížily náklady na nepřímou složku. Celkové poplatky doplňují případ od případu slevy pro jednotlivé členy. Obecně vede konkurence k nižším poplatkům, účinnějším politikám, pokud jde o kolaterál, a větší likviditě ⁽⁴⁾.
27. Vedle přímé konkurence v oblasti kotovaných smluv ⁽⁵⁾ si burzy konkurují také při zavádění nových produktů, jež mají být přitažlivé pro jejich stávající uživatele. Tento typ konkurence vychází ze skutečnosti, že je docela dobře možné, že úspěšná smlouva na značnou dobu přiláká většinu likvidity, nebo likviditu veškerou ⁽⁶⁾.
28. Burzy si také konkurují v oblasti výkonnosti systému a funkcí obchodování, jakož i na poli řešení struktury procesů a trhu. Přestože k inovaci v těchto oblastech částečně dochází na základě poptávky zákazníků, do jisté míry k ní přispívá i konkurenční soupeření a riziko, že by v případě, kdy by burza zaostávala za svými konkurenty, mohlo dojít k přesunu likvidity jinde, jako tomu bylo u smluv na německé státní dluhopisy ⁽⁷⁾.
29. Mezi burzami Eurex a Liffe existuje skutečná i potenciální konkurence při zavádění nových či zlepšování stávajících produktů ⁽⁸⁾. Potenciální konkurence je ve vztahu mezi stranami, které si jsou vzhledem k velikosti a rozsahu ziskového potenciálu, členské základně a know-how navzájem nejbližšími konkurenty, významným usměrňujícím faktorem. Svědčí o tom řada případů z minulosti, kdy skutečná a plánovaná konkurence měla reálný a zásadní dopad na poplatky; její vliv se přitom projevuje průběžně. Skutečnost, že soupeř u určitých produktů disponuje tržním podílem (byť třeba nízkým), existenciální povahu této konkurenční hrozby dále podtrhuje. Tento jedinečně blízký konkurenční vztah, bohatě doložený interními dokumenty a potvrzený zákazníky i soutěžiteli, by transakce odstranila ⁽⁹⁾.

⁽¹⁾ Viz 447.–464. bod odůvodnění.

⁽²⁾ Viz 498., 543. a 572. bod odůvodnění.

⁽³⁾ Ustanovení 498. a 499. bodu odůvodnění.

⁽⁴⁾ Ustanovení 501.–514. bodu odůvodnění.

⁽⁵⁾ Ustanovení 543.–559. bodu odůvodnění.

⁽⁶⁾ Ustanovení 515.–519. a 560.–603. bodu odůvodnění.

⁽⁷⁾ Ustanovení 520.–526. bodu odůvodnění.

⁽⁸⁾ Ustanovení 560.–603. bodu odůvodnění.

⁽⁹⁾ Ustanovení 543.–559. bodu odůvodnění, zejména 546. bodu odůvodnění.

30. Skutečnost, že nové podněty mohou vzniknout nejprve na mimoburzovním trhu, neznamená, že mezi oznamujícími stranami neexistuje konkurence, pokud jde o standardizaci těchto smluv a vytvoření likvidity na burze. Obě oznamující strany naopak investují značné částky do inovací a navzdory četným překážkám na trh nepřetržitě uvádějí nové produkty. I pokud by inovace pokračovaly na stávající úrovni co do kvantity, ovlivnila by tato transakce negativně obchodní podmínky, za kterých by k těmto inovacím docházelo a za nichž by na trhu zůstávaly k dispozici⁽¹⁾. Pokud jde o technologie, ukazuje zkušenost z trhů s bazickými nástroji za dobu, která uplynula od vydání směrnice o trzích finančních nástrojů, že základním hybatelem tempa inovací je konkurence.

III.2. Konkurence mezi oznamujícími stranami – úrokové futures a opce na evropské sazby⁽²⁾

31. Přestože se činnosti stran v oblasti úrokových derivátů na evropské sazby v současné době překrývají jen v omezené míře, není rozsah toho překrývání v žádném případě zanedbatelný: v rozhodnutí se dospělo k závěru, že Eurex a Liffe jsou v této oblasti nejbližšími potenciálními konkurenty.
32. Překrývání se týká futures a opcí na krátkodobé úrokové sazby v eurech a rovněž jistého stupně přímé konkurence mezi futures na sazbu Euribor, které formou tzv. „strips“ a „bundles“ nabízí Liffe, a derivátů na úrokovou sazbu německých dvouletých a pětiletých státních dluhopisů, které nabízí DB.
33. Eurex a Liffe spolu v době zavádění eura vedly více než rok boj o vytvoření referenční sazby Euribor. V posledních letech byl tržní podíl burzy Eurex u futures na sazbu Euribor malý (od roku 2007 [0–5 %]), společně však oznamující strany získají téměř monopolní postavení. Eurex a Liffe jsou jedinými burzami, které u těchto smluv dosahují významné zisky. Možnost obchodovat s futures na sazbu Euribor, kterou v nedávné době nabídla společnost CME, z hlediska objemu obchodů téměř nikoho nepřilákala. Ziskový potenciál CME v segmentu derivátů na krátkodobé úrokové sazby v eurech je nevýznamný, a v žádném případě jej nelze srovnávat s potenciálem společnosti Liffe, a dokonce ani Eurex. Pokud jde o opce na futures na sazbu Euribor, uskutečnila DB kampaň, v jejímž rámci se během šesti měsíců, těsně před oznámením transakce, její měsíční objem obchodu u těchto nástrojů zvýšil na téměř 5 %. Jednalo se o reakci na nespokojenost uživatelů s podmínkami, jež nabízela Liffe. Tato epizoda představuje projev skutečné konkurence, podtrhuje však navíc i důsledky hrozby konkurence potenciální, jež mezi Eurex a Liffe existuje. Liffe byla v důsledku výše popsaného vývoje nucena své poplatky snížit.
34. Pokud jde o „packs“ a „bundles“ na sazbu Euribor, bylo jedním ze zjištění rozhodnutí, že v případě určitých uživatelů, konkrétně uživatelů s expozicí vůči dlouhodobým komerčním úrokovým sazbám, konkurují tyto nástroje derivátům na sazby dvouletých a pětiletých německých státních dluhopisů, přičemž pro tyto uživatele představují kvalitnější, ale méně likvidní zajištění⁽³⁾. Nabídka DB vytváří na NYX v této oblasti přímý konkurenční tlak, byť v opačném směru tomu tak být nemusí.
35. V rozhodnutí se nastiňuje, že se Liffe snažila vstoupit do segmentu úrokových sazeb na německé státní dluhopisy, a to jak přímo pomocí ekvivalentních smluv, tak i nepřímo smlouvami obdobnými⁽⁴⁾. V rozhodnutí se rovněž uvádí, že burza Eurex vyvíjela úsilí, pokud jde o segment úrokových sazeb na britské státní dluhopisy, tedy oblast, v níž se monopolnímu postavení aktuálně těší Liffe⁽⁵⁾.
36. V současnosti tyto výsostné segmenty obou oznamujících stran reálně žádný jiný konkurent neohrožuje, a taková hrozba se nerýsuje ani v dohledné budoucnosti. Snahy zákazníků prosadit pro obchodování s úrokovými sazbami novou platformu – Project Rainbow – byly zmařeny tím, že Liffe podnikla kroky, kterými zabránila vzájemné zaměnitelnosti⁽⁶⁾ pozic na této platformě s pozicemi obchodovanými na své vlastní platformě a vzájemnému započítávání u zajištění⁽⁷⁾.
37. Oznamující strany si také jsou nejbližšími soutěžiteli, pokud jde o inovace v oblasti úrokových derivátů na evropské sazby.

⁽¹⁾ Ustanovení 527.–531. bodu odůvodnění.

⁽²⁾ Ustanovení 641.–814. bodu odůvodnění.

⁽³⁾ Ustanovení 681nn. bodu odůvodnění.

⁽⁴⁾ Ustanovení 713nn. bodu odůvodnění.

⁽⁵⁾ Ustanovení 736nn. bodu odůvodnění.

⁽⁶⁾ Poznámka pod čarou č. 110.

⁽⁷⁾ Ustanovení 238. bodu odůvodnění.

III.3. Konkurence mezi oznamujícími stranami – opce a futures na jeden podkladový akciový titul ⁽¹⁾

38. V této oblasti je rozsah činnosti Eurex a Liffe obdobný a obě společnosti si do značné míry přímo konkurují. Z futures, jež jsou k dispozici na burze Liffe, jich je na burze Eurex k dispozici 75 %, u opcí dosahuje tento podíl 63 %. Kromě toho lze na burze Liffe provádět clearing nástrojů obdobných nástrojům burzy Eurex. Z akciových derivátů z domácího německého trhu DB je více než 20 % obchodováno i na burze Liffe. Na burze Eurex se realizuje více než čtvrtina obchodu s francouzskými deriváty. U řady akcií se většina obchodních transakcí odehrává mimo domácí trh. Činnosti oznamujících stran se překrývají na všech jejich domácích trzích, přičemž jejich společný tržní podíl na těchto trzích činí [90–100 %].
39. I na některých trzích mimo rámec původních domácích trhů získaly oznamující strany na úkor historicky zavedených subjektů významné podíly. Objem likvidity u nejvýznamnějších španělských akcií je rozdělen mezi Eurex a Liffe, přičemž španělská domácí burza MEFF zaujímá druhé nebo třetí místo.
40. V rozhodnutí se dochází k závěru, že je pravděpodobné, že v důsledku gravitačního efektu, který s sebou rozšíření ziskového potenciálu přinese, by subjekt vzniklý fúzí dokázal postupně nejen na svých domácích, ale na všech jednotlivých evropských trzích vytlačit historicky zavedeného soutěžitele a získat zde monopolní postavení (což platí i pro trhy, jako je trh dánský, kde v současnosti působí pouze Liffe). Tím by došlo k odstranění významné konkurence v oblasti poplatků. Vzhledem k dominantnímu postavení subjektu vzniklého fúzí na trhu by pak neexistovala perspektiva, že na trh vstoupí významný nový subjekt, který by mohl přispět k omezení výše poplatků.

III.4. Konkurence mezi oznamujícími stranami: akciové indexy ⁽²⁾

41. Ke konkurenci mezi oznamujícími stranami u derivátů na evropské akciové indexy dochází pouze u inovací. Transakce by měla negativní dopad na inovace jak společností Eurex a Liffe, tak i třetích stran, přičemž by vyvolala dominový efekt na souvisejícím trhu poskytování licencí k indexům. Za své by vzala i perspektiva významné inovace u třetích stran, z nichž pokusy v tomto směru podnikla společnost Chi-X spolu s indexy Russell.

III.5. Překážky vstupu na trh a jeho rozšíření ⁽³⁾

42. Potenciální noví účastníci trhů s ETD deriváty na evropská podkladová aktiva čelí značným překážkám vstupu na trh vzhledem k významu objemu likvidity a počtu otevřených pozic a souvisejícím výhodám vzájemného započítávání závazků a křížového započítávání u zajištění ⁽⁴⁾. Je tomu tak zejména kvůli vlastnostem trhů s deriváty, na nichž možnosti vzájemného započítávání závazků a křížového započítávání u zajištění hrají mnohem významnější roli než na trzích bazických nástrojů. Riziko protistrany je na nich totiž třeba řídit po dobu podstatně delší než u trhů bazických nástrojů, na kterých se vypořádání provádí do několika dní od uskutečnění obchodu, a uživatelé na trzích s deriváty tedy mohou být nuceni složit značný kolaterál ⁽⁵⁾.
43. Možnost soutěžitelů nabízet deriváty na akciové indexy, a uchytit se tak i na trhu souvisejících derivátů na jeden podkladový akciový titul, je rovněž omezena vzhledem k tomu, že referenční indexové produkty jsou chráněny právy duševního vlastnictví. Závažnou překážkou vstupu na trh je také skutečnost, že existuje rozsáhlá zavedená základna stávajících uživatelů (členská základna), která „distribuuje“ investorům produkty dané burzy, což s sebou přináší nevyhnutelné nevratné náklady na napojení.
44. Překážky vstupu na trh derivátů na jeden podkladový akciový titul, jež vyplývají z dosažené koncentrace otevřených pozic (open interest) a likvidity u indexových produktů, jež jsou chráněny právy duševního vlastnictví, nesouvisí jen s případným započítáváním u zajištění oproti souvisejícím derivátům na akciové indexy, ale také s přáním určitých účastníků trhu obchodovat zároveň s daným indexem i deriváty na některé z jeho podkladových složek (a také s daným indexem i fyzickými akciemi, z nichž sestává).

⁽¹⁾ Ustanovení 815.–892. bodu odůvodnění.

⁽²⁾ Ustanovení 893.–925. bodu odůvodnění.

⁽³⁾ Ustanovení 926.–1008. bodu odůvodnění.

⁽⁴⁾ K definici vzájemného započítávání závazků a křížového započítávání u zajištění viz poznámka pod čarou č. 108 rozhodnutí. Obchodníci mohou z možnosti vzájemného započítávání závazků a křížového započítávání u zajištění těžit v tom smyslu, že pokud mají v jednom obchodním systému otevřenou pozici, mohou být požadavky na kolaterál pro další obchody v témže obchodním systému nižší. Viz 934nn. bod odůvodnění rozhodnutí.

⁽⁵⁾ Viz rovněž 104. bod odůvodnění rozhodnutí.

45. Rozhodnutí proto dospělo k závěru, že je nepravděpodobné, že by po fúzi došlo v dostatečném rozsahu k včasnému vstupu na kterýkoli z dotčených trhů tak, aby byly zmírněny škodlivé účinky transakce na hospodářskou soutěž.

III.6. Absence kupní síly jako protiváhy ⁽¹⁾

46. Během správního řízení DB a NYX argumentovaly tím, že velké investiční banky mají významnou kupní sílu, což by vzniklému subjektu po fúzi bránilo zvýšit poplatky. Oznamující strany zejména tvrdily, že tyto velké investiční banky by se mohly spojit a prosadit úspěšný vstup konkurence na trh: údajně totiž ovládají tok objednávek. Nelze ovšem najít žádné konkrétní příklady, že by k tomu na relevantních trzích došlo, a to navzdory určitým nevydařeným pokusům v tomto směru. Kromě toho není jakýkoli takový pokus pravděpodobný vzhledem k tomu, že by mj. vyžadoval zapojení opravdu značného počtu subjektů. Rozhodnutí dochází k závěru, že pokud dnes existuje nějaké omezení, pak bude spíše důsledkem soupeření oznamujících stran a hrozby, že zákazníci přejdou od jednoho z podniků k druhému. Toto omezení by ovšem spojením zmizelo.

III.7. Závěry o konkurenci mezi oznamujícími stranami v oblasti obchodování s deriváty obchodovanými na burze a jejich clearing

47. Rozhodnutí dospělo k závěru, že navrhovaná transakcí by došlo ke spojení dvou předních evropských derivátových burz, což by vedlo k vytvoření téměř monopolního postavení na každém z dotčených trhů služeb obchodování a clearingů týkajících se těchto produktů:

- úrokové futures a opce na evropské sazby obchodované na burze,
 - futures a opce na jeden podkladový evropský akciový titul obchodované na burze,
 - nové futures a opce na evropské akciové indexy obchodované na burze,
 - služby mimo rámec knihy objednávek pro blokové evropské smlouvy obchodované na burze ⁽²⁾ a
 - služby registrace a potvrzení obchodů a služby clearingů prováděného ústřední protistranou u flexibilních verzí futures a opcí na evropské akcie obchodovaných mimo burzu ⁽³⁾.
48. Vzhledem ke značným překážkám vstupu na trh a jeho rozšíření a nedostatečné kupní síle, která by byla protiváhou, by transakce v každém případě způsobila zásadní narušení účinné hospodářské soutěže tím, že by odstranila:
- stávající konkurenci, potenciální konkurenci a důležitý konkurenční tlak, který na sebe v současné době Eurex a Liffe jako nejbližší konkurenti jedinečným způsobem vyvíjejí, pokud jde o služby obchodování a clearingů na všech z výše uvedených trhů,

⁽¹⁾ Ustanovení 1009.–1024. bodu odůvodnění.

⁽²⁾ I v této oblasti nabízejí Eurex a Liffe obdobné služby, které se do značné míry překrývají, přičemž zde nesoutěží s žádným jiným konkurentem (respektive na určitých trzích derivátů na jeden podkladový akciový titul mimo své domovské působiště čelí nejvýše jednomu dalšímu konkurentovi). Významný podíl objemu provedených clearingových operací na burzách Eurex a Liffe představují obchody sjednané mimo rámec knihy objednávek, které se těmto burzám oznamují k potvrzení a clearing. Obdobné problémy jako v případě obchodování v rámci knihy objednávek vznikají u všech dotčených trhů: rozsah překrývání činností je totiž tentýž. Kromě toho lze na burze Liffe provádět clearing nástrojů obdobných nástrojům burzy Eurex. Přestože tyto nástroje nejsou zaměnitelné se smlouvami burzy Eurex, těží ze dvou jiných klíčových výhod ETD derivátů: týká se jich započítávání u zajištění a odpadá u nich riziko protistrany, v důsledku čehož představují nejbližší konkurenční omezení mimo daný trh. Viz 463nn. a 1025nn. bod odůvodnění.

⁽³⁾ I v této oblasti nabízejí strany obdobné služby, které se do značné míry překrývají, přičemž zde Liffe jako první zavedla inovaci v podobě své služby BClear, jež byla charakterizována jako „nezadržitelný úspěch“. Strany také nečelí žádným dalším konkurentům vzhledem k tomu, že žádný ze soutěžitelů, kteří nabízejí obdobné služby, je nenabízí u některého z podkladových akciových titulů z domácích trhů stran. Díky této službě se stranám daří přilákat významné objemy clearingů u obchodů, které by jinak zůstaly mimo burzu, přičemž tato aktivita bude zřejmě v souvislosti s reformami G20 dále nabývat na významu. Liffe začala výrazněji pronikat na trh německých a švýcarských podkladových aktiv, ale totéž se podařilo DB v případě podkladových aktiv z domácích trhů Liffe. V oblasti poplatků a nabídky služeb jsou strany vyrovnanými konkurenty. Je nepravděpodobné, že by na trh vstoupil další subjekt, který by na této situaci něco změnil. Viz 477nn. a 1071nn. bod odůvodnění.

- konkurenci mezi společnostmi Eurex a Liffe v oblasti inovace produktů na všech těchto trzích s produkty, u kterých jsou si tyto společnosti navzájem nejbližšími konkurenty, a
- konkurenci mezi společnostmi Eurex a Liffe v oblasti technologií, procesů a struktury služeb a trhu.

IV. ÚČINNOST

49. Oznamující strany tvrdily, že z transakce by v důsledku významného zvýšení účinnosti měli prospěch uživatelé jejich burz bazických nástrojů a derivátů. Argumentovaly tím, že náklady na provozování těchto platforem z hlediska uživatelů poklesnou, že uživatelé budou muset při provádění clearingů transakcí složit méně kolaterálu a že budou moci těžit z větší likvidity, a tudíž i z nižších implicitních nákladů na obchodování. Oznamující strany argumentovaly tím, že dopady transakce na likviditu by se promítly do ekonomiky jako celku, a to ku prospěchu firem i spotřebitelů. Tvrdily, že i) pro firmy by byly přínosem nižší náklady na kapitál, ii) vlády by si mohly levněji zajistit vlastní financování, čímž by se uvolnily zdroje pro veřejné i soukromé investice, a iii) spotřebitelé by těžili z větší zaměstnanosti, inovací a hospodářského růstu.
50. Vzhledem k tomu, že důsledkem transakce bude, jak bylo zjištěno v rozhodnutí, téměř monopolní postavení na řadě dotčených trhů, muselo by případné zvýšení účinnosti, i pokud by se dospělo k závěru, že je lze ověřit, že specificky vyplývá ze spojení a že pravděpodobně přinese prospěch spotřebitelům, být mimořádně výrazné, aby se zamezilo zásadnímu narušení účinné hospodářské soutěže uvedenému výše, jehož součástí je i zánik skutečné a potenciální konkurence a zánik konkurence v oblasti inovací⁽¹⁾.
51. Na základě důkazních informací, které oznamující strany předložily, dospělo rozhodnutí k závěru, že i) zvýšení účinnosti, k němuž má podle oznamujících stran v oblasti nákladů na IT a nákladů na přístup uživatelů dojít, není ověřitelné⁽²⁾, že ii) by pravděpodobně ze zvýšení účinnosti v důsledku větších příležitostí ke křížovému započítávání u zajištění, jež by se následně projevil v úsporách na kolaterálu, částečně těžili i zákazníci. Komise však konstatovala, že v některých případech by účinnost bylo možné do určité míry zvýšit prostředky s méně negativním vlivem na hospodářskou soutěž a že existuje možnost, že by z toho do určité míry těžili zákazníci, přestože rozsah tohoto dopadu nelze určit⁽³⁾, že iii) udávaný dopad na integrovanou burzu bazických nástrojů v oblasti likvidity nelze ověřit⁽⁴⁾ a že iv) udávaný dopad integrace platforem obou oznamujících stran pro obchodování s deriváty v oblasti likvidity nelze ověřit. I v případě, že by tyto dopady v oblasti likvidity bylo možno ověřit a došlo by k částečnému přenesení úspor na zákazníky, by ale rozsah tohoto dopadu na základě dostupných údajů nebylo možno určit⁽⁵⁾. Komise kromě toho měla za to, že účinnost v ekonomice jako celku nelze v tomto případě ověřit⁽⁶⁾, a uvedla, že je nepravděpodobné, že by úspory fixních nákladů pocítili zákazníci⁽⁷⁾.

V. NÁPRAVNÁ OPATŘENÍ

52. V reakci na body problematické z hlediska hospodářské soutěže, jež nadnesla Komise, předložily oznamující strany dva balíčky nápravných opatření: první dne 17. listopadu 2011 a druhý, po negativním výsledku tržního testu prvního balíčku, dne 14. prosince 2011. Oba balíčky obsahovaly závazek odprodeje obchodních aktivit v oblasti derivátů na jeden podkladový akciový titul a nápravná opatření v oblasti přístupu na trh pro nové deriváty na akciové indexy a nové úrokové deriváty. Druhý balíček nápravných opatření kromě toho obsahoval závazek poskytovat licenci k softwaru pro obchodování se stávajícími a novými úrokovými deriváty.
53. Komise analyzovala, zda balíček závazků předložený dne 14. prosince 2011 dostatečně řeší body problematické z hlediska hospodářské soutěže vyložené v jejím rozhodnutí. Za tímto účelem se zaměřila to, zda je rozsah navrhovaných závazků přiměřený, jak vysoká je s ohledem na navrhované závazky pravděpodobnost, že na trh včas a v dostatečné míře vstoupí jiný subjekt, jakož i na to, nakolik budou tyto závazky pravděpodobně účinné v praxi. Komise shledala, že těmito závazky zjištěný problém v oblasti narušení hospodářské soutěže vyřešit nelze.

⁽¹⁾ Ustanovení 1337. bodu odůvodnění.

⁽²⁾ Ustanovení 1187. bodu odůvodnění.

⁽³⁾ Ustanovení 1243. bodu odůvodnění.

⁽⁴⁾ Ustanovení 1303. bodu odůvodnění.

⁽⁵⁾ Ustanovení 1327. bodu odůvodnění.

⁽⁶⁾ Ustanovení 1330. bodu odůvodnění.

⁽⁷⁾ Ustanovení 1334. bodu odůvodnění.

VI. ZÁVĚR ROZHODNUTÍ

54. V rozhodnutí se dospělo k závěru, že transakce by zásadně narušila účinnou hospodářskou soutěž na vnitřním trhu nebo na jeho významné části ve smyslu čl. 2 odst. 3 nařízení o spojování podniků. Transakce by totiž vedla ke vzniku dominantního nebo téměř monopolního postavení a odstranění nejbližšího skutečného i potenciálního konkurenta u derivátů na jeden podkladový evropský akciový titul obchodovaných na burze a u úrokových derivátů na evropské sazby obchodovaných na burze (a mj. i k zániku konkurence v oblasti inovace produktů), jakož i u nových derivátů evropských akciových indexů. Transakce by nadto zásadně narušila účinnou hospodářskou soutěž tím, že by vytvořila dominantní nebo téměř monopolní postavení a odstranila by nejbližšího skutečného i potenciálního konkurenta na trzích služeb mimo rámec knihy objednávek u blokových evropských ETD smluv (bez ohledu na případné další rozdělení tohoto trhu) a u služeb registrace a potvrzení obchodů a clearingových služeb ústřední protistrany v případě flexibilních verzí futures a opcí na evropské akcie obchodovaných mimo burzu ⁽¹⁾.
-

⁽¹⁾ Ustanovení 1483. bodu odůvodnění.