

Περίληψη της απόφασης της Επιτροπής

της 1ης Φεβρουαρίου 2012

με την οποία μια συγκέντρωση κηρύσσεται ασυμβίβαστη με την εσωτερική αγορά και τη λειτουργία της συμφωνίας για τον EOX

(Υπόθεση M.6166 — Deutsche Börse / NYSE Euronext)

[κοινοποιηθείσα υπό τον αριθμό C(2012) 440 final]

(Το κείμενο στην αγγλική γλώσσα είναι το μόνο αυθεντικό)

(Κείμενο που παρουσιάζει ενδιαφέρον για τον EOX)

(2014/C 254/06)

Την 1η Φεβρουαρίου 2012, η Επιτροπή εξέδωσε απόφαση σε υπόθεση συγκέντρωσης βάσει του κανονισμού (ΕΚ) αριθ. 139/2004 του Συμβουλίου, της 20ής Ιανουαρίου 2004, για τον έλεγχο των συγκεντρώσεων μεταξύ επιχειρήσεων⁽¹⁾, και ιδίως του άρθρου 8 παράγραφος 3 του εν λόγω κανονισμού. Μη εμπιστευτική εκδοχή του πλήρους κειμένου της απόφασης δημοσιεύεται στην αυθεντική γλώσσα της υπόθεσης και στις γλώσσες εργασίας της Επιτροπής στον δικτυακό τόπο της Γενικής Διεύθυνσης Ανταγωνισμού, στην ακόλουθη διεύθυνση: http://ec.europa.eu/comm/competition/index_en.html

I. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1. Στις 29 Ιουνίου 2011, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έλαβε κοινοποίηση μιας σχεδιαζόμενης συγκέντρωσης, σύμφωνα με το άρθρο 4 του κανονισμού περί συγκεντρώσεων, με την οποία οι επιχειρήσεις NYSE Euronext («NYX») και DB (εφεξής «τα κοινοποιούντα μέρη») προβαίνουν σε πλήρη συγχώνευση κατά την έννοια του άρθρου 3 παράγραφος 1 στοιχείο α) του κανονισμού περί συγκεντρώσεων⁽²⁾ («η πράξη»).
2. Μετά από προκαταρκτική εξέταση της κοινοποίησης, η Επιτροπή έκρινε ότι υπήρχαν σοβαρές αμφιβολίες ως προς τη συμβατότητα της εν λόγω πράξης με την εσωτερική αγορά, ιδίως όσον αφορά την αγορά των υπηρεσιών διαπραγμάτευσης και συμψηφισμού παραγώνων και την αγορά των υπηρεσιών διαπραγμάτευσης σε μετρητά και των μετασυναλλακτικών υπηρεσιών. Ως εκ τούτου, στις 4 Αυγούστου 2011, η Επιτροπή εξέδωσε απόφαση για την κίνηση της διαδικασίας βάσει του άρθρου 6 παράγραφος 1 στοιχείο γ) του κανονισμού περί συγκεντρώσεων⁽³⁾.
3. Στις 5 Οκτωβρίου 2011, απεστάλη στα κοινοποιούντα μέρη κοινοποίηση αιτιάσεων («ΚΑ») κατ' εφαρμογήν του άρθρου 18 του κανονισμού περί συγκεντρώσεων. Τα κοινοποιούντα μέρη απάντησαν στην κοινοποίηση αιτιάσεων στις 24 Οκτωβρίου 2011. Κατόπιν αιτήματος των κοινοποιούντων μερών, πραγματοποιήθηκε προφορική ακρόαση στις 27 και 28 Οκτωβρίου 2011⁽⁴⁾. Εικοσιτρία ενδιαφερόμενα τρίτα μέρη έγιναν δεκτά στη διαδικασία και δέκα από αυτά συμμετείχαν στην ακρόαση.
4. Για να αντιμετωπιστούν τα αναφερόμενα στην κοινοποίηση αιτιάσεων προβλήματα ανταγωνισμού, τα κοινοποιούντα μέρη υπέβαλαν αρχικές δεσμεύσεις στις 17 Νοεμβρίου 2011 και, στη συνέχεια, αναθεώρησαν τις εν λόγω δεσμεύσεις στις 21 Νοεμβρίου 2011⁽⁵⁾. Η Επιτροπή ξεκίνησε έρευνα αγοράς σχετικά με τις δεσμεύσεις της 21ης Νοεμβρίου 2011 στις 22 Νοεμβρίου 2011. Στις 12 Δεκεμβρίου 2011, υποβλήθηκε νέα δέσμη δεσμεύσεων και στις 13 Δεκεμβρίου 2011 υποβλήθηκε αναθεωρημένη εκδοχή τους⁽⁶⁾. Η Επιτροπή ξεκίνησε έρευνα αγοράς σχετικά με τις δεσμεύσεις της 13ης Δεκεμβρίου 2011 στις 14 Δεκεμβρίου 2011.

⁽¹⁾ ΕΕ L 24 της 29.1.2004, σ. 1.

⁽²⁾ ΕΕ C 199 της 7.7.2011, σ. 9.

⁽³⁾ Η Επιτροπή διεξήγαγε εκτεταμένη έρευνα αγοράς κάνοντας χρήση όλων των μέσων που προβλέπονται βάσει του κανονισμού περί συγκεντρώσεων. Στο πλαίσιο αυτό, κατά το πρώτο στάδιο, η Επιτροπή απέστειλε περισσότερες από 600 αναλυτικές αιτήσεις παροχής πληροφοριών βάσει του άρθρου 11 του κανονισμού περί συγκεντρώσεων και έλαβε σχεδόν 250 απαντήσεις, ενώ κατά το δεύτερο στάδιο εστάλησαν περισσότερα από 150 ερωτηματολόγια και ελήφθησαν περισσότερες από 100 απαντήσεις. Επιπλέον, η Επιτροπή πραγματοποίησε περισσότερες από 20 τηλεδιασκέψεις και συσκέψεις με διάφορους πελάτες και ανταγωνιστές και ανέλυσε σημαντικό αριθμό εσωτερικών εγγράφων των κοινοποιούντων μερών πριν από τη συγχώνευση. Βλέπε π.χ. αιτιολογική σκέψη 23 της απόφασης.

⁽⁴⁾ Στις 20 Οκτωβρίου 2011, η προθεσμία για τη λήψη τελικής απόφασης στην παρούσα υπόθεση παρατάθηκε κατά 7 εργάσιμες ημέρες, κατ' εφαρμογή του άρθρου 10 παράγραφος 3 δεύτερο εδάφιο του κανονισμού περί συγκεντρώσεων.

⁽⁵⁾ Συνεπώς, η νόμιμη προθεσμία για την έκδοση της απόφασης της Επιτροπής βάσει του άρθρου 8 παρατάθηκε κατά 15 εργάσιμες ημέρες, κατ' εφαρμογή του άρθρου 10 παράγραφος 3 πρώτο εδάφιο του κανονισμού περί συγκεντρώσεων.

⁽⁶⁾ Για να καταστεί δυνατή η δοκιμασία αγοράς σχετικά με τη νέα δέσμη δεσμεύσεων, η Επιτροπή συμφώνησε με τα κοινοποιούντα μέρη την περαιτέρω παράταση της προθεσμίας κατά 13 εργάσιμες ημέρες, κατ' εφαρμογή του άρθρου 10 παράγραφος 3, δεύτερο εδάφιο τρίτη φράση του κανονισμού περί συγκεντρώσεων. Η δοκιμασία αγοράς ξεκίνησε στις 14 Δεκεμβρίου 2011.

5. Η Επιτροπή διαπίστωσε ότι η πράξη θα οδηγούσε στη δημιουργία του μεγαλύτερου χρηματιστηρίου στον κόσμο ως προς τα έσοδα, με την ενοποίηση του δεύτερου και του τρίτου σε μέγεθος χρηματιστηρίων σήμερα, και θα συνεπαγόταν συγχώνευση με τη δημιουργία μονοπωλίου σε ορισμένες αγορές. Η NYX είναι εταιρεία χαρτοφυλακίου των ΗΠΑ που συστάθηκε το 2007 μέσω της συγχώνευσης της NYSE Group, Inc. και της Euronext NV και εκμεταλλεύεται πολυάριθμα χρηματιστήρια στις ΗΠΑ και την Ευρώπη (Παρίσι, Άμστερνταμ, Βρυξέλλες και Λισαβόνα). Έχει τέσσερις κύριους τομείς δραστηριότητας: i) υπηρεσίες δελτίου τιμών· ii) υπηρεσίες διαπραγμάτευσης σε μετρητά· iii) διαπραγμάτευση παραγώγων και υπηρεσίες συμψηφισμού μέσω του NYSE Liffe («Liffe») και iv) υπηρεσίες παροχής πληροφοριών και τεχνολογικών λύσεων. Η DB είναι γερμανική εισηγμένη εταιρεία με κάθεται ολοκλήρωση σε όλες τις πτυχές των αγορών μετρητών και των αγορών παραγώγων. Οι δραστηριότητές της, συνεπώς, περιλαμβάνουν υπηρεσίες δελτίου τιμών, διαπραγμάτευσης και συμψηφισμού, διαπραγμάτευσης και συμψηφισμού παραγώγων (μέσω της θυγατρικής της «Eurex»), μετασυναλλακτικές υπηρεσίες μετρητών, και συγκεκριμένα υπηρεσίες διακανονισμού και φύλαξης, διαχείρισης εξασφαλίσεων, υπηρεσίες δεδομένων της αγοράς και πληροφόρησης. Μετά από εκτενή έρευνα αγοράς και βάσει προσηκτικής και αμερόληπτης αξιολόγησης του συνόλου των διαθέσιμων στοιχείων, η Επιτροπή διαπίστωσε ότι:
- η πράξη δεν θα παρεμπόδιζε σημαντικά τον αποτελεσματικό ανταγωνισμό σε διάφορες αγορές, θέμα που δεν θα εξετασθεί περαιτέρω: i) υπηρεσίες δελτίου τιμών, διαπραγμάτευσης και μετασυναλλακτικές υπηρεσίες (¹)· ii) δεδομένα της αγοράς (²)· iii) υπηρεσίες πληροφόρησης και τεχνολογικές λύσεις (³)· και iv) διαχείριση των εξασφαλίσεων (⁴),
 - η πράξη θα παρεμπόδιζε σημαντικά τον αποτελεσματικό ανταγωνισμό σε μια σειρά αγορών διαπραγμάτευσης και συμψηφισμού παραγώγων.
6. Ακολουθεί σύνοψη της απόφασης όσον αφορά τα ακόλουθα σημεία: ορισμός της αγοράς παραγώγων, εκτίμηση όσον αφορά τον ανταγωνισμό, αποτελεσματικότητα και διορθωτικά μέτρα.

II. ΟΡΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

7. Τα χρηματιστήρια Eurex και Liffe εκμεταλλεύονται χρηματιστήρια που επιτρέπουν στους χρήστες παραγώγων να διαπραγματεύονται ορισμένες συμβάσεις παραγώγων και να πραγματοποιούν τον συμψηφισμό τους. Οι συμβάσεις παραγώγων είναι χρηματοπιστωτικές συμβάσεις η αξία των οποίων απορρέει από ένα υποκείμενο μέσο (περιουσιακό στοιχείο) και επιτρέπει τη μεταφορά του κινδύνου από έναν οικονομικό φορέα σε έναν άλλο (⁵). Ανάλογα με τη σχέση μεταξύ του υποκείμενου μέσου και της σύμβασης παραγώγων, τα παράγωγα προϊόντα μπορούν να υποδιαιρεθούν σε συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, σε συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης και σε συμφωνίες ανταλλαγής (swaps) (⁶).
8. Οι συμβάσεις παραγώγων οι οποίες αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε χρηματιστήρια έχουν σχεδιαστεί, θεσπιστεί και το ρυθμιστικό τους πλαίσιο καθορίζεται από τα χρηματιστήρια παραγώγων που τις δημιούργησαν. Η κοινή ονομασία τους είναι «χρηματιστηριακά παράγωγα» ή «ETDs». Κάθε κατηγορία συμβάσεων έχει τις δικές της προδιαγραφές και διαδικασίες παράδοσης, οι οποίες καθορίζονται και τελούν υπό την εποπτεία του χρηματιστηρίου, ώστε να ανταποκρίνονται κατά τον καλύτερο τρόπο στις προτιμήσεις των καταναλωτών (⁷). Οι επιτυχείς συμβάσεις παραγώγων αποκτούν μεγάλη ρευστότητα, με αποτέλεσμα να αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης αρκετά εκατ. συμβάσεις σε ημερήσια βάση (⁸).
9. Η διαπραγμάτευση συμβάσεων παραγώγων συνίσταται στην αντιστοίχιση αγοραστών και πωλητών, δηλαδή δύο μερών που είναι πρόθυμα να αναλάβουν αντίθετες θέσεις στην ίδια σύμβαση. Η αντιστοίχιση μεταξύ αγοραστών και πωλητών μπορεί να είναι διμερής ή πολυμερής. Η διμερής αντιστοίχιση είναι διαπραγμάτευση κατά την οποία ο καθορισμός των τιμών και η εκτέλεση πραγματοποιούνται μεταξύ δύο μερών κατά τρόπο ώστε να μην μπορούν άλλοι παράγοντες της αγοράς να παρατηρούν τη διαπραγμάτευση. Η διμερής αντιστοίχιση πραγματοποιείται μόνο σε εξωχρηματιστηριακό επίπεδο (ή «OTC») με προφορική μεσιτεία και τηλεφωνική διαπραγμάτευση (⁹). Κατά την πολυμερή αντιστοίχιση, οι φορείς της αγοράς μπορούν να παρακολουθούν την προσφορά τιμών των άλλων ζευγών εντολών και τις εκτελέσεις των συναλλαγών στο χρηματιστήριο. Η πολυμερής αντιστοίχιση αγοραστών και πωλητών παραγώγων πραγματοποιείται είτε στα χρηματιστήρια είτε σε ορισμένες πλατφόρμες εξωχρηματιστηριακής διαπραγμάτευσης που λειτουργούν με εντολοδόχους μεσίτες διαπραγματευτές, όσον αφορά τις εξωχρηματιστηριακές συμβάσεις παραγώγων (¹⁰).

(¹) Τμήμα 7 της απόφασης.

(²) Τμήμα 8 της απόφασης.

(³) Τμήμα 9 της απόφασης.

(⁴) Τμήμα 10 της απόφασης.

(⁵) Αιτιολογική σκέψη 221 της απόφασης.

(⁶) Αιτιολογικές σκέψεις 343 και επόμενες της απόφασης.

(⁷) Αιτιολογικές σκέψεις 222 και 321-342 της απόφασης.

(⁸) Αιτιολογική σκέψη 222 της απόφασης.

(⁹) Η προφορική μεσιτεία είναι η παραδοσιακή μέθοδος γνωστοποίησης των τιμών στους συμμετέχοντες της αγοράς: η διαπραγμάτευση διεξάγεται τηλεφωνικά, είτε από τελικό χρήστη προς διαπραγματευτή είτε από διαπραγματευτή προς διαπραγματευτή, αλλά σήμερα ενισχύεται με τη χρήση από τους διαπραγματευτές ηλεκτρονικών πινάκων ανακοινώσεων για την παράδοση των τιμών τους και συνήθως είναι σε μεγάλο βαθμό αυτοματοποιημένη.

(¹⁰) Επιπλέον, πρόσβαση στην πολυμερή διαπραγμάτευση παραγώγων έχουν πλέον οι πολυμερείς μηχανισμοί διαπραγμάτευσης («ΠΜΔ») που δημιουργήθηκαν βάσει της οδηγίας «MiFID» [οδηγία 2004/39/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 21ης Απριλίου 2004, για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων (ΕΕ L 145 της 30.4.2004, σ. 1)]. Βλέπε αιτιολογικές σκέψεις 223-227 και 255 της απόφασης.

10. Όσον αφορά τον ορισμό της αγοράς παραγώγων, τα κοινοποιούντα μέρη υποστήριξαν ότι η σχετική αγορά στην παρούσα υπόθεση είναι μια ενιαία παγκόσμια αγορά για μεταβίβαση κινδύνου που περιλαμβάνει διαπραγμάτευση σε ευρύ φάσμα παραγώγων, ανεξάρτητα από το υποκείμενο περιουσιακό στοιχείο, τόσο στις χρηματιστηριακές όσο και τις εξωχρηματιστηριακές συναλλαγές. Υποστήριξαν ότι όλα τα παράγωγα επιτελούν τις ίδιες λειτουργίες και ότι η πλευρά της ζήτησης της αγοράς εκπροσωπείται από μια διεθνή κοινότητα άκρως εξελιγμένων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Από την πλευρά της προσφοράς, υπάρχει η αυξανόμενη σύγκλιση της λειτουργικότητας των παραγώγων που είναι διαθέσιμα στις χρηματιστηριακές αγορές και τις εξωχρηματιστηριακές αγορές και στους αντίστοιχους μηχανισμούς διαπραγμάτευσης. Επιπλέον, τα κοινοποιούντα μέρη ισχυρίστηκαν ότι η τρέχουσα σύγκλιση του κανονιστικού πλαισίου ανάμεσα στο χρηματιστηριακό και εξωχρηματιστηριακό περιβάλλον είναι πιθανό να επιφέρει ακόμη μεγαλύτερη ομοιογένεια των εξωχρηματιστηριακών και των χρηματιστηριακών συναλλαγών⁽¹⁾.
11. Η απόφαση καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η αγορά παραγώγων στις κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων στις οποίες υπάρχει επικάλυψη μεταξύ των κοινοποιούντων μερών θα πρέπει πρώτα να υποδιαιρεθεί ανάλογα με το περιβάλλον εκτέλεσης - δηλαδή σε χρηματιστηριακά και εξωχρηματιστηριακά παράγωγα⁽²⁾. Τα χρηματιστηριακά παράγωγα είναι συμπληρωματικά και όχι υποκατάστατα των εξωχρηματιστηριακών παραγώγων. Ενώ τα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα χρησιμοποιούνται για να παρέχουν πλήρη αντιστάθμιση κατά παντός κινδύνου, τα χρηματιστηριακά παράγωγα χρησιμοποιούνται τόσο για την απόκτηση θέσεων όσο και για βραχυπρόθεσμη ατελή αντιστάθμιση κινδύνου μέχρις ότου εξευρεθεί απόλυτη αντιστάθμιση κινδύνου⁽³⁾.
12. Σε αντίθεση με τον ισχυρισμό των κοινοποιούντων μερών πως το γεγονός ότι τα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα είναι κατά το 90 % τυποποιημένα και ότι η εν λόγω τυποποίηση, σε συνδυασμό με τις εξελίξεις του κανονιστικού πλαισίου της αγοράς, θα αυξήσει δραστικά την ανταγωνιστική πίεση που ασκούν τα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα στη διαπραγμάτευση των χρηματιστηριακών παραγώγων, η απόφαση κατέληξε στο συμπέρασμα ότι τα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα είναι τυποποιημένα μόνον ως προς τους νομικούς τους όρους (σε αντίθεση με τις βασικές οικονομικές παραμέτρους τους) και χρησιμοποιούνται σε διαφορετικές περιστάσεις από τα χρηματιστηριακά παράγωγα, γεγονός που περιορίζει κάθε ανταγωνιστική πίεση που είναι πιθανό να ασκήσει η εξωχρηματιστηριακή διαπραγμάτευση παραγώγων στα χρηματιστηριακά παράγωγα⁽⁴⁾.
13. Μολονότι υπάρχει επίσης ανταγωνισμός μεταξύ των χρηματιστηρίων για να κερδίσουν νέες θέσεις μέσω της απόσπασης συμβάσεων που επί του παρόντος εκτελούνται σε εξωχρηματιστηριακό περιβάλλον, η Επιτροπή έκρινε στην απόφασή της ότι, αντί να αποδεικνύουν την υποκατάσταση μεταξύ χρηματιστηριακών και εξωχρηματιστηριακών παραγώγων, τα στοιχεία μάλλον παραπέμπουν σε φυσική μονόδρομη ανάπτυξη, κατά την οποία οι συμβάσεις εξωχρηματιστηριακών παραγώγων, όταν τυποποιούνται επαρκώς, τείνουν να μετακινούνται προς ρυθμιζόμενα χρηματιστήρια όπου αναπτύσσεται εντέλει η ρευστότητα των εν λόγω συμβάσεων. Ως εκ τούτου, η Επιτροπή έκρινε ότι, για τις κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων τις οποίες αφορά η απόφαση, η διαπραγμάτευση εξωχρηματιστηριακών παραγώγων δεν αποτελεί ανταγωνιστικό περιορισμό για χρηματιστηριακά παράγωγα, ούτε υποκατάστατο των χρηματιστηριακών παραγώγων⁽⁵⁾.
14. Επιπλέον, το γεγονός ότι η μετάβαση από τα χρηματιστηριακά παράγωγα στα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα δεν αποτελεί αισθητό φαινόμενο (εκτός από την οριακή μετάβαση σε παρόμοια χρηματιστηριακά παράγωγα όσον αφορά ορισμένους πελάτες) είναι επίσης συναφές με το γεγονός ότι τα εισηγμένα παράγωγα προϊόντα, ιδίως εκείνα που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στα βιβλία εντολών των χρηματιστηρίων, συνήθως δεν είναι κατάλληλα να αποτελέσουν αντικείμενο διαπραγμάτευσης εκτός χρηματιστηριακού περιβάλλοντος⁽⁶⁾.
15. Στο πλαίσιο αυτό, η απόφαση διαπίστωσε ότι υπάρχει μια κατηγορία χρηστών παραγώγων οι οποίοι, λόγω της επιχειρησιακής τους δομής, της προτίμησης διαχείρισης κινδύνου, για λόγους λογιστικής ή διαφόρων κανονιστικών ρυθμίσεων, μπορούν να κατέχουν στα χαρτοφυλάκιά τους μόνο χρηματιστηριακά παράγωγα ή να αντισταθμίζουν τον κίνδυνο στα χαρτοφυλάκιά τους μόνο με χρηματιστηριακά παράγωγα. Σε αυτή την κατηγορία πελατών περιλαμβάνονται ιδιώτες επενδυτές καθώς και ορισμένοι θεσμικοί συμμετέχοντες στην αγορά οι οποίοι δεν διαπραγματεύονται εξωχρηματιστηριακά παράγωγα ούτε και μέσω μεσίτη διαπραγματευτή.

⁽¹⁾ Αιτιολογική σκέψη 257 της απόφασης.

⁽²⁾ Σημείο 11.1.12.2.1 της απόφασης.

⁽³⁾ Αιτιολογική σκέψη 262 της απόφασης.

⁽⁴⁾ Όσον αφορά τα χρηματιστηριακά παράγωγα, η πλήρης τυποποίηση όλων των όρων, και ιδίως των οικονομικών παραμέτρων, αποτελεί προϋπόθεση για τη χρηματιστηριακή διαπραγμάτευση. Βλέπε αιτιολογικές σκέψεις 271, 280, 282, 283 της απόφασης.

⁽⁵⁾ Βλέπε αιτιολογική σκέψη 364 της απόφασης.

⁽⁶⁾ Όσον αφορά τις επιπτώσεις της επικείμενης ρύθμισης, ενώ η τελική μορφή κάθε νομοθετικής πρωτοβουλίας σε αυτό το στάδιο είναι ασαφής και, ως εκ τούτου, κάθε συμπέρασμα με βάση το περιεχόμενο των διαφόρων προτάσεων θα ήταν υποθετικό και ακατάλληλο, η Επιτροπή επισημαίνει ότι, σε περίπτωση που η κανονιστική ρύθμιση επιφέρει τη σύγκλιση μεταξύ χρηματιστηριακών και εξωχρηματιστηριακών παραγώγων, υπό την έννοια ότι θα πρέπει τα τυποποιημένα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα να υποκείνται σε υποχρεωτικό συμψηφισμό, αυτό δεν σημαίνει ότι τα χρηματιστηριακά παράγωγα και τα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα θα καταστούν αμφοδρόμως υποκατάστατα. Αντίθετα, είναι απίθανο να εξαλειφθεί ο λόγος για τον οποίο οι χρήστες χρησιμοποιούν εξωχρηματιστηριακά παράγωγα και η μονόπλευρη ανάπτυξη θα μπορούσε να ενισχυθεί, με τη μετάβαση από τις συμβάσεις εξωχρηματιστηριακών παραγώγων σε ρυθμιζόμενα χρηματιστήρια, διότι θα καθίστατο υποχρεωτική η διαπραγμάτευση στο χρηματιστήριο ορισμένων παραγώγων που προηγουμένως ήταν αντικείμενο εξωχρηματιστηριακής διαπραγμάτευσης. Ως τέτοια, δεν θα μετέβαλλε τα θεμελιώδη χαρακτηριστικά των εξωχρηματιστηριακών παραγώγων ή των χρηματιστηριακών παραγώγων ούτε τις διαφορές μεταξύ τους, αλλά μάλλον θα μετατόπιζε το όριο μεταξύ τους. Βλέπε αιτιολογική σκέψη 284 και υποσημείωση 171 της απόφασης.

16. Επιπλέον, η απόφαση καταλήγει στο συμπέρασμα ότι, ακόμη και για τους πελάτες που διαπραγματεύονται τόσο χρηματιστηριακά παράγωγα όσο και εξωχρηματιστηριακά παράγωγα, η δυνατότητα απευθείας υποκατάστασης μεταξύ χρηματιστηριακών και εξωχρηματιστηριακών παραγώγων θα ήταν, στην καλύτερη περίπτωση, περιορισμένη σε ομοειδή χρηματιστηριακά παράγωγα ⁽¹⁾ (συμβάσεις που προσφέρουν την ίδια οικονομική έκθεση με τις συμβάσεις χρηματιστηριακών παραγώγων, αλλά με διμερή διαπραγμάτευση εκτός χρηματιστηρίου και χωρίς συμψηφισμό από κεντρικό αντισυμβαλλόμενο (CCP) ⁽²⁾). Οι συμβάσεις αυτές αντιπροσωπεύουν μικρό μέρος του συνόλου των διαθέσιμων συμβάσεων στο εξωχρηματιστηριακό περιβάλλον και έχουν σχεδιαστεί κατά κύριο λόγο για λογαριασμό μεγάλων τραπεζών και από αυτές τις τράπεζες στην αγορά μεταξύ μεσιτών διαπραγματευτών. Ο κύριος όγκος των εξωχρηματιστηριακών παραγώγων προϊόντων καλύπτει διαφορετικές ανάγκες πελατών από τα χρηματιστηριακά παράγωγα, ιδίως την ανάγκη να επιτευχθεί εξατομικευμένη απόλυτη αντιστάθμιση κινδύνου που δεν είναι δυνατή με μια σύμβαση χρηματιστηριακών παραγώγων ⁽³⁾. Η απόφαση κατέληξε στο συμπέρασμα ότι το ζήτημα του κατά πόσο τα ομοειδή χρηματιστηριακά παράγωγα ανήκουν στην ίδια αγορά με αυτή των χρηματιστηριακών παραγώγων που διαπραγματεύονται στο κεντρικό βιβλίο εντολών μπορεί να παραμείνει ανοικτό, εφόσον η εκτίμηση από την άποψη του ανταγωνισμού εξακολουθεί να είναι η ίδια, ανεξάρτητα από το αν περιλαμβάνονται ή όχι τα ομοειδή προϊόντα ⁽⁴⁾.
17. Η απόφαση καταλήγει στο συμπέρασμα ότι, για τους περισσότερους χρήστες παραγώγων, η ζήτηση για διαπραγμάτευση παραγώγων αφορά μια συγκεκριμένη κατηγορία περιουσιακών στοιχείων και δεν μπορεί να αντικατασταθεί από συναλλαγές σε διαφορετική κατηγορία περιουσιακών στοιχείων. Για λόγους αντιστάθμισης κινδύνου, οι χρήστες παραγώγων επιδιώκουν την κάλυψη του ειδικού κινδύνου που συνδέεται με τις θέσεις τους σε ένα συγκεκριμένο περιουσιακό στοιχείο και, όταν χρησιμοποιούν παράγωγα για μόχλευση επενδύσεων, είναι επίσης ευαίσθητοι στο είδος του περιουσιακού στοιχείου ⁽⁵⁾.
18. Τα κοινοποιούντα μέρη προσφέρουν κατά κύριο λόγο συμβάσεις παραγώγων στα ακόλουθα υποκείμενα μέσα: ευρωπαϊκά επιτόκια τα οποία μπορούν να υποδιαιρεθούν σε μακροπρόθεσμα επιτόκια («LTIR») ή επιτόκια της κεφαλαιαγοράς και βραχυπρόθεσμα επιτόκια («STIR») ή επιτόκια χρηματαγοράς· ευρωπαϊκές μεμονωμένες μετοχές που μπορούν να υποδιαιρεθούν περαιτέρω ανάλογα με το υποκείμενο προϊόν· ευρωπαϊκοί δείκτες μετοχών (σε πανευρωπαϊκό όσο και σε εθνικό επίπεδο) ⁽⁶⁾.
19. Η απόφαση καταλήγει στο συμπέρασμα ότι δεν υπάρχει δυνατότητα υποκατάστασης ανάμεσα στα παράγωγα επιτοκίων με βάση διαφορετικά νομίσματα, είτε αυτά είναι βραχυπρόθεσμα είτε είναι μακροπρόθεσμα, διότι έχουν εγγενή δεσμό με το νόμισμα στο οποίο βασίζεται το υποκείμενο μέσο ⁽⁷⁾. Η απόφαση άφησε ανοικτό τον ακριβή ορισμό της αγοράς των εισηγμένων παραγώγων επιτοκίου και την υποδιαίρεση της σε βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα παράγωγα επιτοκίου, διότι η συναλλαγή θα είχε εξαλείψει τον πλησιέστερο πραγματικό και δυνητικό ανταγωνιστή με όλους τους πιθανούς ορισμούς της αγοράς ⁽⁸⁾.
20. Όσον αφορά τα ευρωπαϊκά παράγωγα που συνδέονται με μεμονωμένες μετοχές, ενώ αναγνωρίζει ότι από την πλευρά της ζήτησης δεν υπάρχει υποκατάσταση μεταξύ των παραγώγων που βασίζονται σε διαφορετικές μετοχές ⁽⁹⁾, η απόφαση διαπιστώνει ότι οι διαπραγματευτές δεν αγοράζουν απλώς μία φορά μια σύμβαση παραγώγων που συνδέονται με μεμονωμένες μετοχές, αλλά συνήθως εφαρμόζουν ευρύτερες στρατηγικές διαπραγμάτευσης ⁽¹⁰⁾. Ωστόσο, η απόφαση αφήνει ανοικτό το ερώτημα του κατά πόσον η αγορά προϊόντος για συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης επί εισηγμένων μεμονωμένων μετοχών θα πρέπει να διαιρείται σε επιμέρους κατηγορίες με βάση τη μεμονωμένη μετοχή ή θα πρέπει να περιλαμβάνει ένα μεγαλύτερο σύνολο μετοχών, διότι, με όλους τους εναλλακτικούς ορισμούς της αγοράς, θα προκύπτει σημαντικό εμπόδιο στην άσκηση αποτελεσματικού ανταγωνισμού (σε ατομικό, εθνικό και ευρωπαϊκό επίπεδο) ⁽¹¹⁾.

⁽¹⁾ Αιτιολογική σκέψη 367 της απόφασης.

⁽²⁾ Η συμψηφισμός συνίσταται σε ένα σύνολο μετασυναλλακτικών πράξεων, και ιδίως στη διαχείριση θέσεων καθ' όλη τη διάρκεια μιας σύμβασης, της διαχείρισης εξασφαλίσεων για την αντιμετώπιση του κινδύνου αντισυμβαλλομένου και την ταμειακή διαχείριση. Ο συμψηφισμός μπορεί να είναι διμερής, κατά την οποία κάθε συμβαλλόμενος είναι εκτεθειμένος στον κίνδυνο του άλλου μέρους (στις εξωχρηματιστηριακές συναλλαγές) ή μέσω κεντρικού αντισυμβαλλομένου (CCP). Όσον αφορά τα χρηματιστηριακά παράγωγα, ο συμψηφισμός πραγματοποιείται από κεντρικό αντισυμβαλλόμενο. Ο κεντρικός αντισυμβαλλόμενος παρέχει εγγύηση καλής εκτέλεσης μέσω της νόμιμης διαμεσολάβησής του μεταξύ του αγοραστή και του πωλητή, αναλαμβάνοντας τον κίνδυνο αθέτησης των υποχρεώσεων του αντισυμβαλλομένου για λογαριασμό των συναλλασσομένων. Για τον σκοπό αυτό, ο κεντρικός αντισυμβαλλόμενος αξιολογεί το επίπεδο κινδύνου και το διαχειρίζεται καθ' όλη τη διάρκεια κάθε σύμβασης. Για να είναι καλυμμένος έναντι του κινδύνου, ο κεντρικός αντισυμβαλλόμενος καθορίζει τις αποκαλούμενες απαιτήσεις περιθωρίου (εξασφαλίσεις) και δημιουργεί ένα κεφάλαιο συμψηφισμού στο οποίο κάθε διαπραγματευόμενος οφείλει να συμβάλει ανάλογα με τη θέση του. Οι κεντρικοί αντισυμβαλλόμενοι που αναλαμβάνουν τη συμψηφισμό χρηματιστηριακών παραγώγων επιλέγονται από τον μηχανισμό του χρηματιστηρίου παραγώγων και, επομένως, οι χρήστες παραγώγων δεν έχουν γενικά καμία επιλογή κεντρικού αντισυμβαλλομένου για τις συναλλαγές των παραγώγων τους που εκτελούνται σε χρηματιστήριο. Τα χρηματιστήρια προσφέρουν κατά κανόνα μια ολοκληρωμένη υπηρεσία για την οποία ορισμένα χρηματιστήρια που χρησιμοποιούν καθιερωμένα μοντέλα, όπως το Eurex, χρεώνουν ενιαίο τέλος. Βλέπε αιτιολογικές σκέψεις 230-236 της απόφασης.

⁽³⁾ Βλέπε αιτιολογικές σκέψεις 316-332 και 367, βλέπε επίσης αιτιολογικές σκέψεις 351 έως 359 της απόφασης.

⁽⁴⁾ Αιτιολογική σκέψη 445 της απόφασης.

⁽⁵⁾ Βλέπε αιτιολογικές σκέψεις 396 έως 400.

⁽⁶⁾ Βλέπε αιτιολογική σκέψη 400.

⁽⁷⁾ Βλέπε αιτιολογική σκέψη 406.

⁽⁸⁾ Βλέπε αιτιολογική σκέψη 419.

⁽⁹⁾ Βλέπε αιτιολογική σκέψη 421.

⁽¹⁰⁾ Βλέπε αιτιολογική σκέψη 422.

⁽¹¹⁾ Βλέπε αιτιολογική σκέψη 426.

21. Όσον αφορά τα παράγωγα δείκτη μετοχών, η απόφαση καταλήγει στο συμπέρασμα ότι, από την πλευρά της ζήτησης, δεν υπάρχει δυνατότητα υποκατάστασης μεταξύ επιμέρους δεικτών, διότι προσφέρουν διαφορετικά ανοίγματα⁽¹⁾. Από την πλευρά της προσφοράς, οι δείκτες συνήθως προστατεύονται από δικαιώματα διανοητικής ιδιοκτησίας και δεν μπορούν να χρησιμοποιούνται ελεύθερα. Ως εκ τούτου, υπάρχουν χωριστές σχετικές αγορές προϊόντων για τη διαπραγμάτευση και τον συμψηφισμό της καθεμίας από τις οικογένειες δεικτών μετοχών των κοινοποιούντων μερών. Εντούτοις, η απόφαση καταλήγει στο συμπέρασμα ότι υπάρχει ανταγωνισμός μεταξύ των κοινοποιούντων μερών στον τομέα της καινοτομίας για νέους ευρωπαϊκούς χρηματιστηριακούς δείκτες (τόσο εθνικούς και όσο και πανευρωπαϊκούς)⁽²⁾.
22. Η απόφαση θεωρεί ότι τα συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης, τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και οι συμφωνίες ανταλλαγής (swaps) αποτελούν διαφορετικά μέσα που χρησιμοποιούνται για διαφορετικούς σκοπούς. Η απόφαση καταλήγει στο συμπέρασμα ότι οι συμφωνίες ανταλλαγής (swaps) αποτελούν χωριστή κατηγορία λόγω των διαφορετικών χαρακτηριστικών τους (είναι προσαρμοσμένες σε μια συγκεκριμένη ημερομηνία), της χρήσης (η διαπραγμάτευσή τους δεν μπορεί να αφορά διάστημα μικρότερο των δύο ετών) και το περιβάλλον διαπραγμάτευσής τους (μόνο εξωχρηματιστηριακή συναλλαγή). Από την πλευρά της ζήτησης, η ζήτηση για διαπραγμάτευση παραγώγων συμβολαίων δικαιωμάτων προαίρεσης και συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης αφορά συνήθως ειδικά τον τύπο της σύμβασης, κατά τρόπο ώστε να μην υπάρχει δυνατότητα υποκατάστασης μεταξύ των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης και των συμβολαίων δικαιωμάτων προαίρεσης. Από την πλευρά της προσφοράς, τα χρηματιστήρια προσφέρουν τόσο συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης όσο και συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης σε υποκείμενα μέσα στα οποία εισάγουν συμβάσεις, δεδομένου ότι, μόλις ένα χρηματιστήριο δημιουργήσει ρευστότητα σε συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης για ένα υποκείμενο μέσο, μπορεί να αρχίσει να προσφέρει συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης με ελάχιστο κόστος. Η απόφαση αφήνει, ωστόσο, ανοικτό το ζήτημα κατά πόσο τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και τα συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης ανήκουν στην ίδια αγορά προϊόντος, εφόσον αυτό δεν θα επηρέαζε την εκτίμηση όσον αφορά τον ανταγωνισμό στην παρούσα υπόθεση⁽³⁾ ⁽⁴⁾.
23. Τέλος, οι σχετικές αγορές στον τομέα της διαπραγμάτευσης και του συμψηφισμού παραγώγων, όπου οι δραστηριότητες των κοινοποιούντων μερών επικαλύπτονται και στον οποίο αξιολογούνται τα αποτελέσματα της πράξης, είναι οι ακόλουθες:
- όσον αφορά τους πελάτες που μπορούν να διαπραγματεύονται μόνο χρηματιστηριακά παράγωγα, οι σχετικές αγορές είναι η αγορά των διαπραγματεύσιμων σε χρηματιστήριο ευρωπαϊκών συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης επιτοκίων και συμβολαίων δικαιωμάτων προαίρεσης, ενδεχομένως υποδιαιρούμενη σε STIR και LTIR, η αγορά για ευρωπαϊκά συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης επί εισηγμένων μεμονωμένων μετοχών και, όσον αφορά τα καινοτόμα προϊόντα, η αγορά των ευρωπαϊκών συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης και συμβολαίων δικαιωμάτων προαίρεσης δείκτη μετοχών·
 - όσον αφορά τους πελάτες που διαπραγματεύονται τόσο χρηματιστηριακά όσο και εξωχρηματιστηριακά παράγωγα, οι σχετικές αγορές είναι η αγορά των διαπραγματεύσιμων σε χρηματιστήριο ευρωπαϊκών συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης επιτοκίων και συμβολαίων δικαιωμάτων προαίρεσης, ενδεχομένως υποδιαιρούμενη σε STIR και LTIR, που ενδεχομένως περιλαμβάνει ομοειδή χρηματιστηριακά παράγωγα, η αγορά για ευρωπαϊκά συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης επί εισηγμένων μεμονωμένων μετοχών, που ενδεχομένως περιλαμβάνει ομοειδή χρηματιστηριακά παράγωγα, και, όσον αφορά τα καινοτόμα προϊόντα, η αγορά των ευρωπαϊκών συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης και συμβολαίων δικαιωμάτων προαίρεσης δείκτη μετοχών. Πράγματι, δεδομένου του μικρού μεγέθους του τμήματος της αγοράς ομοειδών χρηματιστηριακών παραγώγων, μπορεί να παραμείνει ανοικτό το ζήτημα του κατά πόσον, για τη συγκεκριμένη κατηγορία πελατών, τα ομοειδή χρηματιστηριακά παράγωγα ανήκουν στην ίδια αγορά με αυτή των χρηματιστηριακών παραγώγων που διαπραγματεύονται στο κεντρικό βιβλίο εντολών, εφόσον η εκτίμηση από την άποψη του ανταγωνισμού παραμένει η ίδια, ανεξάρτητα από το αν, γι' αυτή την κατηγορία πελατών, τα ομοειδή χρηματιστηριακά παράγωγα περιλαμβάνονται ή μη στη σχετική αγορά προϊόντος⁽⁵⁾ ⁽⁶⁾.

⁽¹⁾ Βλέπε αιτιολογική σκέψη 428.

⁽²⁾ Βλέπε αιτιολογικές σκέψεις 430 έως 432.

⁽³⁾ Βλέπε αιτιολογικές σκέψεις 433 έως 443.

⁽⁴⁾ Για τον λόγο αυτό, ο όρος χρηματιστηριακά παράγωγα θα χρησιμοποιείται γενικά για να δηλώνει τα διαπραγματεύσιμα σε χρηματιστήριο συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης και συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης από κοινού (αιτιολογική σκέψη 443 της απόφασης).

⁽⁵⁾ Βλέπε αιτιολογικές σκέψεις 444 έως 446.

⁽⁶⁾ Η αίτηση δεν αμφισβητεί τα ακόλουθα συμπεράσματα σχετικά με τις αγορές υπηρεσιών εκτός βιβλίου εντολών – εγγραφή, επιβεβαίωση και συμψηφισμός από κεντρικό αντισυμβαλλόμενο συμβάσεων μεγάλου όγκου χρηματιστηριακών παραγώγων – και τις υπηρεσίες εγγραφής, επιβεβαίωσης και συμψηφισμού από τον κεντρικό αντισυμβαλλόμενο για ευέλικτες εκδοχές συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης και συμβολαίων δικαιωμάτων προαίρεσης σε μετοχές που αποτελούν αντικείμενο εξωχρηματιστηριακής διαπραγμάτευσης. Μολονότι οι υπηρεσίες εκτός βιβλίου εντολών συμφωνούνται σε διμερή βάση, αφορούν τις ίδιες συμβάσεις και χρησιμοποιούν την ίδια υποδομή με τις υπηρεσίες βιβλίου εντολών. Δεν υπάρχει, ωστόσο, από την πλευρά της ζήτησης, ή στην καλύτερη περίπτωση υπάρχει περιορισμένη δυνατότητα υποκατάστασης μεταξύ των δύο υπηρεσιών, εφόσον οι υπηρεσίες εκτός βιβλίου εντολών αφορούν μεγάλους όγκους συναλλαγών που δεν θα μπορούσαν να εκτελεστούν στο βιβλίο εντολών χωρίς να υπάρξει σημαντικός αντίκτυπος στις τιμές. Ως εκ τούτου, η απόφαση καταλήγει στο συμπέρασμα ότι οι υπηρεσίες εκτός βιβλίου εντολών ανήκουν σε διαφορετικές, αν και στενά συνδεδεμένες αγορές, από τις υπηρεσίες βιβλίου εντολών. Οι δραστηριότητες των κοινοποιούντων μερών επικαλύπτονται και όσον αφορά τις μετασυναλλακτικές υπηρεσίες για «ευέλικτες» συμβάσεις. Οι συναλλαγές που εντάσσονται σε αυτές τις διευκολύνσεις δεν έχουν το επίπεδο τυποποίησης ως προς τις οικονομικές παραμέτρους που θα τις καθιστούσαν επιλέξιμες για διαπραγμάτευση στο βιβλίο εντολών. Κατά συνέπεια, η απόφαση έκρινε ότι δεν υπάρχει δυνατότητα υποκατάστασης αυτών των υπηρεσιών με τις υπηρεσίες ούτε εντός ούτε εκτός βιβλίου εντολών. Βλέπε αιτιολογικές σκέψεις 463 και επόμενες.

24. Όσον αφορά τη γεωγραφική αγορά, η απόφαση καταλήγει στο συμπέρασμα ότι, ανεξάρτητα από το κατά πόσο το γεωγραφικό πεδίο της αγοράς για κάθε μία από τις σχετικές αγορές προϊόντων που περιγράφονται ανωτέρω ορίζεται ως παγκόσμιο ή περιορίζεται στον ΕΟΧ, η προτεινόμενη συγκέντρωση θα παρεμποδίσει τον αποτελεσματικό ανταγωνισμό και με τους δύο εναλλακτικούς ορισμούς της αγοράς. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι, ενώ από την πλευρά της ζήτησης, οι πελάτες βρίσκονται σε όλον τον κόσμο, από την πλευρά της προσφοράς μόνο τα χρηματιστήρια Eurex και Liffe (και σε μικρότερο βαθμό ορισμένα άλλα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια) προσφέρουν συμβάσεις παραγώγων που βασίζονται σε ευρωπαϊκά υποκείμενα μέσα στους τομείς που υπάρχει επικάλυψη μεταξύ των κοινοποιούντων μερών⁽¹⁾.

III. ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΑΠΟ ΠΛΕΥΡΑΣ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΜΟΥ

25. Τα κοινοποιούντα μέρη είναι *de facto* οι μόνοι δύο φορείς που προσφέρουν χρηματιστηριακή διαπραγμάτευση για ευρωπαϊκά συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης επιτοκίων και συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης και κατέχουν κυρίαρχη θέση στη διαπραγμάτευση παραγώγων συνδεδεμένων με μεμονωμένες μετοχές⁽²⁾ και παραγώγων δείκτη μετοχών. Από κοινού ελέγχουν ποσοστό άνω του 90 % του συνόλου των παραγώγων που βασίζονται σε ευρωπαϊκά υποκείμενα μέσα, τα οποία αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε όλο τον κόσμο:
- Στην ευρωπαϊκή αγορά χρηματιστηριακών παραγώγων επιτοκίων, τα χρηματιστήρια Eurex και Liffe από κοινού ελέγχουν το [90-100 %] της αγοράς (NYSE [40-50 %] και DB [40-50 %]).
 - Στην ευρωπαϊκή αγορά χρηματιστηριακών παραγώγων δείκτη μετοχών, η DB ελέγχει το [90-100 %] των συμβάσεων χρηματιστηριακών παραγώγων βάσει του δείκτη STOXX, ενώ η NYX κατέχει οιοδήποτε μονοπώλιο στον δείκτη FTSE του Ηνωμένου Βασιλείου (για τον δείκτη FTSE έχει επίσης παραχωρηθεί άδεια εκμετάλλευσης στο Turquoise). Το Eurex κατέχει μονοπωλιακή θέση στους αντίστοιχους εθνικούς δείκτες DAX, CAC, AEX, BEL και PSI.
 - Στην ευρωπαϊκή αγορά χρηματιστηριακών παραγώγων επί μεμονωμένων μετοχών η NYX κατέχει το [20-30 %] και η DB το [60-70 %], με ενοποιημένο σύνολο [80-90 %]. Υπάρχει σημαντική επικάλυψη μεταξύ των μερών στις συμβάσεις για μεμονωμένες μετοχές από το Βέλγιο, τη Γαλλία, την Αυστρία, τη Φινλανδία, τη Γερμανία, την Ιταλία, την Πορτογαλία, την Ελβετία και το Ηνωμένο Βασίλειο⁽³⁾.

III.1. Γενικές παράμετροι του ανταγωνισμού στη διαπραγμάτευση και τον συμψηφισμό παραγώγων

26. Το συνολικό κόστος διαπραγμάτευσης αποτελείται από αρκετά στοιχεία: i) τέλη συναλλαγής και συμψηφισμού και έξοδα εξασφάλισης (άμεση συνιστώσα), ii) το πραγματικό περιθώριο ζήτησης-προσφοράς και τυχόν επιπτώσεις στην αγορά (έμμεση συνιστώσα). Η δεύτερη συνιστώσα είναι συνήθως πολλαπλάσια της πρώτης. Υπάρχει ανταγωνισμός μεταξύ των χρηματιστηρίων όχι μόνο ως προς την άμεση συνιστώσα του κόστους διαπραγμάτευσης, αλλά και μέσω των κινήτρων για τη μείωση της έμμεσης συνιστώσας. Τα ονομαστικά τέλη συμπληρώνονται κατά περίπτωση με εκπτώσεις στα μεμονωμένα μέλη. Γενικά, ο ανταγωνισμός οδηγεί σε χαμηλότερα τέλη, αποτελεσματικότερες πολιτικές εξασφάλισεων και σε μεγαλύτερη ρευστότητα⁽⁴⁾.
27. Εκτός από τον μεταξύ τους ανταγωνισμό στις εισηγμένες συμβάσεις⁽⁵⁾, τα χρηματιστήρια ανταγωνίζονται και στο επίπεδο της εισαγωγής νέων προϊόντων, ελκυστικών για τους υφιστάμενους χρήστες. Αυτό το είδος ανταγωνισμού λαμβάνει υπόψη ότι μια επιτυχής σύμβαση μπορεί να κατακτήσει το μεγαλύτερο μέρος ή το σύνολο της ρευστότητας για σημαντικό χρονικό διάστημα⁽⁶⁾.
28. Τα χρηματιστήρια ανταγωνίζονται επίσης για τις επιδόσεις του συστήματος και των λειτουργικών δυνατοτήτων διαπραγμάτευσης, καθώς και για τις διαδικασίες και τον σχεδιασμό της αγοράς. Ενώ η καινοτομία σε αυτούς τους τομείς έχει ως κίνητρο εν μέρει τη ζήτηση των πελατών, είναι επίσης εν μέρει αποτέλεσμα της ανταγωνιστικής αντιπαλότητας και του κινδύνου απώλειας της ρευστότητας, όπως συνέβη με το συμβόλαιο Bund, εάν ένα χρηματιστήριο υστερήσει έναντι των ανταγωνιστών του⁽⁷⁾.
29. Ο ανταγωνισμός μεταξύ και του Eurex και του Liffe έχει μορφή πραγματικού και δυνητικού ανταγωνισμού για την εισαγωγή νέων ή βελτιωμένων προϊόντων⁽⁸⁾. Ο δυνητικός ανταγωνισμός αποτελεί σημαντικό παράγοντα πειθαρχίας μεταξύ των μερών, τα οποία είναι οι πλέον άμεσοι ανταγωνιστές μεταξύ τους λόγω του μεγέθους και του πεδίου των αντίστοιχων περιθωρίων, της σύνθεσης των μελών και της τεχνογνωσίας. Αυτό καταδεικνύεται από διάφορες περιπτώσεις πραγματικού και σχεδιασμένου ανταγωνισμού στο παρελθόν που είχαν πραγματική και σημαντική επίπτωση στα τέλη, και λειτουργεί σε μόνιμη βάση. Η ύπαρξη πραγματικών (έστω και χαμηλών) μεριδίων αγοράς για ορισμένα προϊόντα από την πλευρά του ανταγωνιστή καθιστά περισσότερο υπαρκτή αυτή την ανταγωνιστική απειλή. Αυτή τη μοναδικά στενή ανταγωνιστική σχέση, που αναδεικνύεται εκτενώς από εσωτερικά έγγραφα και επιβεβαιώθηκε από πελάτες και ανταγωνιστές, η εξεταζόμενη πράξη θα την αφάνιζε⁽⁹⁾.

⁽¹⁾ Βλέπε αιτιολογικές σκέψεις 447 έως 464.

⁽²⁾ Βλέπε αιτιολογικές σκέψεις 498, 543 και 572.

⁽³⁾ Αιτιολογικές σκέψεις 498, 499.

⁽⁴⁾ Αιτιολογικές σκέψεις 501-514.

⁽⁵⁾ Αιτιολογικές σκέψεις 543-559.

⁽⁶⁾ Αιτιολογικές σκέψεις 515-519 και 560-603.

⁽⁷⁾ Αιτιολογικές σκέψεις 520-526.

⁽⁸⁾ Αιτιολογικές σκέψεις 560-603.

⁽⁹⁾ Αιτιολογικές σκέψεις 543-559, και ιδίως αιτιολογική σκέψη 546.

30. Το γεγονός ότι οι νέες ιδέες μπορεί αρχικά να εμφανίζονται στην εξωχρηματιστηριακή αγορά δεν σημαίνει ότι δεν υπάρχει ανταγωνισμός μεταξύ των μερών για την τυποποίηση των εν λόγω συμβάσεων και τη δημιουργία ρευστότητας στο χρηματιστήριο. Αντίθετα, τα χρηματιστήρια επενδύουν σημαντικά ποσά στην καινοτομία και, παρά τα πολυάριθμα εμπόδια για την επιτυχία, υπάρχει συνεχής ροή νέων προϊόντων και από τα δύο μέρη. Επιπλέον, ακόμη και αν η καινοτομία διατηρηθεί ποσοτικά στο ίδιο επίπεδο, η εξεταζόμενη πράξη θα είχε αρνητικό αντίκτυπο στους εμπορικούς όρους με τους οποίους πραγματοποιήθηκαν αυτές οι καινοτομίες και παρέμειναν στη διάθεση της αγοράς⁽¹⁾. Όσον αφορά την τεχνολογία, η εμπειρία στις αγορές μετρητών από την έκδοση της οδηγίας MiFID έχει δείξει ότι ο ανταγωνισμός αποτελεί καθοριστικό παράγοντα επιτάχυνσης του ρυθμού της καινοτομίας.
- III.2. Ο ανταγωνισμός μεταξύ των μερών - Ευρωπαϊκή αγορά συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης και συμβολαίων δικαιωμάτων προαίρεσης επιτοκίου⁽²⁾**
31. Ενώ οι άμεσες επικαλύψεις μεταξύ των μερών στην ευρωπαϊκή αγορά παραγώγων επιτοκίων είναι επί του παρόντος περιορισμένες, αλλά σε καμία περίπτωση ασημαντες, η απόφαση κατέληξε στο συμπέρασμα ότι το Eurex και το Liffe είναι οι πλησιέστεροι δυνητικοί ανταγωνιστές στον τομέα αυτό.
32. Οι επικαλύψεις αφορούν συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης βραχυπρόθεσμων επιτοκίων σε ευρώ, καθώς και σχετικό βαθμό απειλής ανταγωνισμού μεταξύ της προσφοράς από το Liffe μεμονωμένων και πακέτων συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης Euribor και από την DB διετών και πενταετών γερμανικών κρατικών χρεωγράφων και παραγώγων.
33. Το Eurex και το Liffe ανταγωνίζονταν για την κατάρτιση του δείκτη αναφοράς Euribor για διάστημα μεγαλύτερο του ενός έτους την περίοδο της εισαγωγής του ευρώ. Τα τελευταία έτη το Eurex έλεγχε μικρό μερίδιο αγοράς (από το 2007 [0-5 %] των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης επί του Euribor, αλλά από κοινού τα μέρη κατέχουν σχεδόν μονοπωλιακή θέση. Το Eurex και το Liffe είναι τα μόνα χρηματιστήρια που έχουν σημαντικά περιθώρια σε αυτή τη σύμβαση. Η πρόσφατη προσφορά συμβολαίων Euribor CME δεν πέτυχε σχεδόν καμία διαπραγμάτευση. Το περιθώριο της CME από παράγωγα STIR σε ευρώ είναι αμελητέο, και σε καμία περίπτωση δεν μπορεί να συγκριθεί με αυτό του Liffe, ούτε καν με του Eurex. Σχετικά με τα συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης επί των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης Euribor, η DB κατέβαλε προσπάθεια η οποία αύξησε σε διάστημα έξι μηνών τους μηνιαίους όγκους των συναλλαγών τους σχεδόν κατά 5 % μόλις πριν από την αναγγελία της εξεταζόμενης πράξης. Αυτό ήταν η ανταπόκριση στη δυσφορία των χρηστών για τους όρους που προσέφερε το Liffe. Εκτός του ότι είναι ένα επεισόδιο πραγματικού ανταγωνισμού, υπογραμμίζει την απειλή του δυνητικού ανταγωνισμού που ασκούν μεταξύ τους το Eurex και το Liffe. Ως εκ τούτου το Liffe αναγκάστηκε να μειώσει τα τέλη του.
34. Όσον αφορά τα πακέτα και τις δέσμες προϊόντων Euribor, η απόφαση έκρινε ότι αυτά ανταγωνίζονται με τα διετή και πενταετή γερμανικά επιτόκια για ορισμένους χρήστες, και συγκεκριμένα για όσους είναι εκτεθειμένοι σε μακροπρόθεσμα εμπορικά επιτόκια για τους οποίους αντιπροσωπεύουν καλύτερη αλλά χαμηλότερη αντιστάθμιση σε ρευστότητα⁽³⁾. Η προσφορά της DB περιορίζει άμεσα την NYX στον τομέα αυτό, ακόμη και αν ενδεχομένως δεν ισχύει το αντίθετο.
35. Η απόφαση περιγράφει τις προσπάθειες του Liffe να εισέλθει στη γερμανική αγορά των επιτοκίων κρατικών τίτλων και άμεσα, με ισοδύναμες συμβάσεις, και έμμεσα, με ομοειδείς συμβάσεις⁽⁴⁾. Περιγράφει επίσης τις προσπάθειες του Eurex σε σχέση με τα επιτόκια στο Ηνωμένο Βασίλειο, όπου το Liffe κατέχει επί του παρόντος μονοπωλιακή θέση⁽⁵⁾.
36. Δεν υπάρχει προς το παρόν ούτε στο ορατό μέλλον καμία ρεαλιστική απειλή για τις συμβάσεις δικαιόχρησης των μερών από κανέναν άλλο ανταγωνιστή. Οι προσπάθειες πελατών να χρηματοδοτήσουν μια νέα πλατφόρμα διαπραγμάτευσης επιτοκίων, το έργο Rainbow, εκμηδενίσθηκαν όταν το Liffe έλαβε μέτρα για εμποδίσει την υποκαταστασιμότητα⁽⁶⁾ και το περιθώριο αντιστάθμισης⁽⁷⁾ με θέσεις που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στη δική του πλατφόρμα.
37. Τα μέρη είναι επίσης εκατέρωθεν οι αμεσότεροι ανταγωνιστές όσον αφορά την καινοτομία στον τομέα των ευρωπαϊκών παραγώγων επιτοκίων.

⁽¹⁾ Αιτιολογικές σκέψεις 527-531.

⁽²⁾ Αιτιολογικές σκέψεις 641-814.

⁽³⁾ Αιτιολογικές σκέψεις 681 και επόμενες.

⁽⁴⁾ Αιτιολογικές σκέψεις 713 και επόμενες.

⁽⁵⁾ Αιτιολογικές σκέψεις 736 και επόμενες.

⁽⁶⁾ Υποσημείωση 110.

⁽⁷⁾ Αιτιολογική σκέψη 238.

III.3. Ο ανταγωνισμός μεταξύ των μερών — συμβάσεις μελλοντικής εκπλήρωσης και συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης επί μεμονωμένων μετοχών ⁽¹⁾

38. Στον τομέα αυτό, το Eurex και το Liffe ασκούν δραστηριότητες παρόμοιου μεγέθους και βρίσκονται σε σημαντικό απευθείας ανταγωνισμό. Το Eurex διαθέτει επίσης το 75 % των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης και το 63 % των συμβολαίων δικαιωμάτων προαίρεσης που προσφέρει το Liffe. Επιπλέον, τα ομοειδή παράγωγα του Eurex μπορούν να εκκαθαρίζονται στο Liffe. Στα παράγωγα επί μετοχών από την εσωτερική γερμανική αγορά της DB, άνω του 20 % των συναλλαγών πραγματοποιείται επίσης στο Liffe. Περισσότερο από το ένα τέταρτο των συναλλαγών διαπραγμάτευσης γαλλικών παραγώγων πραγματοποιείται στο Eurex. Για ορισμένες μετοχές, το μεγαλύτερο μέρος των συναλλαγών εκτελείται εκτός της εγχώριας αγοράς. Τα μέρη επικαλύπτονται σε όλες τις εγχώριες αγορές τους και κατέχουν συνδυασμένο μερίδιο αγοράς [90-100 %] στις αγορές αυτές.
39. Ακόμη και σε ορισμένες αγορές εκτός της αρχικής εγχώριας αγοράς τους, τα μέρη έχουν επιτύχει σημαντικά μερίδια αγοράς σε βάρος των ιστορικά καθιερωμένων φορέων. Η ρευστότητα στις σημαντικότερες ισπανικές μετοχές κατανέμεται μεταξύ του Eurex και του Liffe, ενώ το εθνικό χρηματιστήριο, το MEFF, κατέχει τη δεύτερη ή την τρίτη θέση.
40. Η απόφαση καταλήγει στο συμπέρασμα ότι είναι πιθανόν, λόγω της ελκτικής δύναμης του διευρυμένου περιθωρίου της, ότι η οντότητα που θα προέκυπτε από τη συγκέντρωση θα ήταν σε θέση να εξαλείψει σταδιακά τον καθιερωμένο ανταγωνισμό και να δημιουργήσει μονοπώλιο σε όλες τις ευρωπαϊκές αγορές, και όχι μόνο στις εγχώριες αγορές (συμπεριλαμβανομένων ορισμένων αγορών, όπως η Δανία, όπου σήμερα είναι παρόν μόνο το Liffe). Με τον τρόπο αυτό θα εξαλειφόταν ο σημαντικός ανταγωνισμός στο επίπεδο των τελών. Δεδομένου ότι η συγχωνευθείσα οντότητα θα κατείχε απόλυτα κυρίαρχη θέση στην αγορά, *a fortiori* δεν θα υπήρχε καμία προοπτική σημαντικής νέας εισόδου στην αγορά για να περιοριστούν τα τέλη.

III.4. Ο ανταγωνισμός μεταξύ των μερών: δείκτες μετοχών ⁽²⁾

41. Ο ανταγωνισμός μεταξύ των μερών σε ευρωπαϊκά παράγωγα δεικτών μετοχών αφορά μόνο την καινοτομία. Η εξεταζόμενη πράξη θα είχε αρνητικό αντίκτυπο στην καινοτομία τόσο από το Eurex και το Liffe όσο και από τρίτους, γεγονός που θα είχε επιπτώσεις στη σχετική αγορά της αδειοδότησης για την εκμετάλλευση δεικτών. Η προοπτική σημαντικής καινοτομίας από τρίτους, που επιχείρησε η Chi-X σε συνδυασμό με τους δείκτες Russell, θα εξαλειφόταν επίσης.

III.5. Φραγμοί εισόδου και επέκτασης ⁽³⁾

42. Οι πιθανοί νεοεισερχόμενοι στις αγορές χρηματιστηριακών παραγώγων που βασίζονται σε ευρωπαϊκά υποκείμενα μέσα αντιμετωπίζουν υψηλούς φραγμούς εισόδου λόγω της σημασίας της ρευστότητας και των ανοικτών θέσεων επιτοκίου και των συναφών οφελών από τους συμψηφισμούς και τη συνεκτίμηση περιθωρίων ασφάλισης συσχετιζόμενων συμβολαίων ⁽⁴⁾. Αυτό οφείλεται κυρίως στα χαρακτηριστικά των αγορών παραγώγων, στις οποίες οι δυνατότητες συμψηφισμών και καθορισμού περιθωρίων ασφάλισης διαδραματίζουν πολύ σημαντικότερο ρόλο από ό,τι στις αγορές μετρητών. Πράγματι, η διαχείριση του κινδύνου αντισυμβαλλομένου ασκείται για πολύ μεγαλύτερο χρονικό διάστημα από ό,τι για τις αγορές μετρητών, στις οποίες ο διακανονισμός γίνεται εντός ολίγων ημερών από τη διαπραγμάτευση και, ως εκ τούτου, η παροχή εξασφαλίσεων από τους χρήστες σε αγορές παραγώγων προϊόντων μπορεί να είναι σημαντική ⁽⁵⁾.
43. Επιπλέον, η δυνατότητα των ανταγωνιστών να προσφέρουν παράγωγα δείκτη μετοχών και, ως εκ τούτου, να αποκτήσουν επίσης πρόσβαση στα σχετικά παράγωγα προϊόντα επί μεμονωμένων μετοχών είναι επίσης περιορισμένη, διότι τα προϊόντα του δείκτη αναφοράς προστατεύονται από δικαιώματα διανοητικής ιδιοκτησίας. Η ύπαρξη μεγάλης εγκατεστημένης βάσης υφιστάμενων χρηστών (βάσης μελών) που «διανέμει» τα προϊόντα του χρηματιστηρίου στους επενδυτές, η οποία χαρακτηρίζεται από αναπόφευκτες μη ανακτήσιμες δαπάνες σύνδεσης, αποτελεί επίσης σημαντικό φραγμό εισόδου.
44. Ο φραγμός εισόδου στην αγορά παραγώγων μεμονωμένων μετοχών που απορρέει από το σύνολο ανοικτών θέσεων επιτοκίου και τη ρευστότητα σε χρηματιστηριακούς δείκτες — οι οποίοι προστατεύονται από δικαιώματα διανοητικής ιδιοκτησίας — δεν σχετίζεται μόνο με πιθανές αντισταθμίσεις περιθωρίων με τα σχετικά παράγωγα δείκτη μετοχών, αλλά επίσης με την επιθυμία ορισμένων συμμετεχόντων στην αγορά να διαπραγματευτούν από κοινού τον δείκτη και ορισμένα από τα υποκείμενα μέσα παραγώγων του (καθώς και τον δείκτη και τις κοινές μετοχές που τον συνθέτουν).

⁽¹⁾ Αιτιολογικές σκέψεις 815-892.

⁽²⁾ Αιτιολογικές σκέψεις 893-925.

⁽³⁾ Αιτιολογικές σκέψεις 926-1008.

⁽⁴⁾ Για τον ορισμό του συμψηφισμού και της συνεκτίμησης περιθωρίων ασφάλισης συσχετιζόμενων συμβολαίων βλέπε υποσημείωση 108 της απόφασης. Οι διαπραγματευτές μπορούν να ωφεληθούν από τις δυνατότητες συμψηφισμού και της συνεκτίμησης περιθωρίων ασφάλισης συσχετιζόμενων συμβολαίων στον βαθμό που, όταν έχουν ανοικτές θέσεις επιτοκίου σε έναν χώρο διαπραγμάτευσης, οι απαιτήσεις εξασφάλισης για πρόσθετες συναλλαγές στον ίδιο χώρο μπορεί να είναι χαμηλότερες. Βλέπε αιτιολογικές σκέψεις 934 και επόμενες της απόφασης.

⁽⁵⁾ Βλέπε επίσης αιτιολογική σκέψη 104 της απόφασης.

45. Ως εκ τούτου, η απόφαση καταλήγει στο συμπέρασμα ότι δεν υπάρχει πιθανότητα επαρκούς και έγκαιρης εισόδου σε καμία από τις σχετικές αγορές μετά τη συγκέντρωση, ώστε να μετριάσει τις δυσμενείς επιπτώσεις της εξεταζόμενης πράξης στον ανταγωνισμό.

III.6. Απουσία αντισταθμιστικής αγοραστικής ισχύος ⁽¹⁾

46. Κατά τη διοικητική διαδικασία, η DB και η NYX υποστήριξαν ότι οι μεγάλες επενδυτικές τράπεζες έχουν σημαντική αγοραστική ισχύ, γεγονός που θα εμπόδιζε τις συγχωνευθείσες οντότητες να αυξήσουν τα τέλη μετά τη συγκέντρωση. Τα μέρη ισχυρίστηκαν ιδίως ότι οι εν λόγω μεγάλες επενδυτικές τράπεζες θα μπορούσαν να ενώσουν τις δυνάμεις τους για να χρηματοδοτήσουν την επιτυχή είσοδο, εφόσον, κατά τους ισχυρισμούς, ελέγχουν τη ροή των εντολών. Δεν υπάρχουν, ωστόσο, παραδείγματα ότι αυτό έχει συμβεί στις σχετικές αγορές, παρά τις κάποιες αποτυχημένες προσπάθειες. Επιπλέον, κάθε τέτοια απόπειρα είναι απίθανη, διότι, μεταξύ άλλων, θα απαιτούσε τη συμμετοχή πολύ μεγάλου αριθμού παραγόντων. Η απόφαση καταλήγει στο συμπέρασμα ότι, στον βαθμό που υπάρχει περιορισμός σήμερα, αυτό είναι αποτέλεσμα της αντιπαλότητας μεταξύ των μερών και της απειλής να μετακινηθούν οι πελάτες από τη μία στην άλλη εταιρεία. Συνεπώς, η συγκέντρωση θα εξάλειφε αυτόν τον περιορισμό.

III.7. Συμπεράσματα σχετικά με τον ανταγωνισμό μεταξύ των μερών κατά τη διαπραγμάτευση και την εκκαθάριση χρηματιστηριακών παραγώγων

47. Η απόφαση κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η προτεινόμενη πράξη θα οδηγούσε στη συγχώνευση των δύο ηγετικών ευρωπαϊκών χρηματιστηρίων παραγώγων, με αποτέλεσμα τη δημιουργία μιας οιονεί μονοπωλιακής θέσης σε κάθε μία από τις σχετικές αγορές των υπηρεσιών συμψηφισμού και διαπραγμάτευσης για:

- Τα διαπραγματεύσιμα σε χρηματιστήριο ευρωπαϊκά συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης επιτοκίων και συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης·
- Τα διαπραγματεύσιμα σε χρηματιστήριο ευρωπαϊκά συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης επί εισηγμένων μεμονωμένων μετοχών·
- Τα νέα ευρωπαϊκά διαπραγματεύσιμα σε χρηματιστήριο συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης επιτοκίων και συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης δείκτη μετοχών·
- Τις υπηρεσίες εκτός βιβλίου εντολών για ευρωπαϊκές συμβάσεις μεγάλου όγκου χρηματιστηριακών παραγώγων ⁽²⁾· και
- Τις υπηρεσίες εγγραφής, επιβεβαίωσης και συμψηφισμού από τον κεντρικό αντισυμβαλλόμενο για ευέλικτες εκδοχές συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης και συμβολαίων δικαιωμάτων προαίρεσης σε μετοχές που αποτελούν αντικείμενο εξωχρηματιστηριακής διαπραγμάτευσης ⁽³⁾.

48. Σε κάθε περίπτωση, και δεδομένων των υψηλών φραγμών εισόδου και επέκτασης και της έλλειψης αντισταθμιστικής αγοραστικής ισχύος, η πράξη θα προκαλούσε σημαντική παρακώλυση του αποτελεσματικού ανταγωνισμού, εξαλείφοντας:

- τον υφιστάμενο ανταγωνισμό, τον δυνητικό ανταγωνισμό και τη σημαντική ανταγωνιστική πίεση που ασκούν επί του παρόντος το Eurex και το Liffe μεταξύ τους, ως οι εγγύτεροι ανταγωνιστές, όσον αφορά τις υπηρεσίες διαπραγμάτευσης και συμψηφισμού σε σχέση με καθεμία από τις αγορές που περιγράφονται ανωτέρω·

⁽¹⁾ Αιτιολογικές σκέψεις 1009-1024.

⁽²⁾ Το Eurex και το Liffe προσφέρουν παρόμοιες και σε μεγάλο βαθμό αλληλοεπικαλυπτόμενες υπηρεσίες και σε αυτόν τον τομέα και δεν αντιμετωπίζουν άλλους ανταγωνιστές (ή το πολύ έναν άλλο ανταγωνιστή σε ορισμένες μη εγχώριες αγορές παραγώγων συνδεδεμένων με μεμονωμένες μετοχές). Ένα σημαντικό μέρος του εκκαθαριζόμενου όγκου συναλλαγών στο Eurex και το Liffe αποτελείται από συναλλαγές η διαπραγμάτευση των οποίων γίνεται εκτός βιβλίου εντολών και παραπέμπονται σε αυτά για επιβεβαίωση και συμψηφισμό. Παρόμοια ζητήματα προκύπτουν για όλες τις σχετικές αγορές όπως και για τη διαπραγμάτευση στο βιβλίο εντολών, εφόσον οι αλληλεπικαλύψεις είναι οι ίδιες. Επιπλέον, ομοειδή προϊόντα του Eurex μπορούν να εκκαθαρίζονται στο Liffe. Ενώ δεν είναι ανταλλάξιμα με τη σύμβαση του Eurex, τα εν λόγω προϊόντα ωφελούνται από τα δύο άλλα βασικά πλεονεκτήματα των χρηματιστηριακών παραγώγων, συγκεκριμένα την αντιστάθμιση περιθωρίου και την εξάλειψη κινδύνου αντισυμβαλλομένου και, ως εκ τούτου, αντιπροσωπεύουν τον πλησιέστερο περιορισμό εκτός αγοράς. Βλέπε αιτιολογικές σκέψεις 463 και επόμενες και 1025 και επόμενες.

⁽³⁾ Τα μέρη προσφέρουν παρόμοιες και σε μεγάλο βαθμό επικαλυπτόμενες υπηρεσίες και στον τομέα αυτό, στον οποίο πρώτο το Liffe δημιούργησε την καινοτόμο υπηρεσία του BClear, η οποία περιγράφεται ως «τεράστια επιτυχία». Δεν αντιμετωπίζουν άλλους ανταγωνιστές, εφόσον όλοι οι ανταγωνιστές που παρέχουν παρόμοιες υπηρεσίες δεν προσφέρουν τέτοιου είδους υπηρεσίες σε σχέση με κανένα υποκείμενο μέσο μετοχών από τις εγχώριες αγορές των συμβαλλόμενων μερών. Η υπηρεσία αυτή τους επιτρέπει να κατακτούν σημαντικούς όγκους συναλλαγών για συμψηφισμό που σε διαφορετική περίπτωση θα παρέμεναν σε εξωχρηματιστηριακό περιβάλλον, και προβλέπεται ότι η σημασία τους θα αυξηθεί στο πλαίσιο των μεταρρυθμίσεων της G20. Το Liffe έχει συμβάλει σημαντικά στα γερμανικά και τα ελβετικά υποκείμενα μέσα, αλλά και η DB σε υποκείμενα μέσα από τις εγχώριες αγορές του Liffe. Τα μέρη ασκούν στενό ανταγωνισμό στο επίπεδο των τελών και στην προσφορά υπηρεσιών. Είναι απίθανο να υπάρξει ουσιαστική είσοδος. Βλέπε αιτιολογικές σκέψεις 477 και επόμενες και 1071 και επόμενες.

- τον ανταγωνισμό μεταξύ του Eurex και του Liffe όσον αφορά την καινοτομία προϊόντων σε κάθε μία από αυτές τις αγορές προϊόντων, για τις οποίες είναι οι πιο άμεσοι ανταγωνιστές μεταξύ τους· και
- τον ανταγωνισμό μεταξύ του Eurex και του Liffe και τον ανταγωνισμό στους τομείς της τεχνολογίας, των διεργασιών, των υπηρεσιών και του σχεδιασμού της αγοράς.

IV. ΒΕΛΤΙΩΣΗ ΤΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

49. Τα κοινοποιούντα μέρη ισχυρίστηκαν ότι η πράξη θα είναι προς όφελος των χρηστών συναλλαγών σε μετρητά και των συναλλαγών παραγώγων, επιφέροντας σημαντικές βελτιώσεις όσον αφορά την αποτελεσματικότητα. Ισχυρίστηκαν ότι θα μειωθεί το κόστος λειτουργίας των χρηστών σε αυτές τις πλατφόρμες, ότι οι χρήστες θα πρέπει να δεσμεύουν λιγότερες εξασφαλίσεις για τον συμψηφισμό των συναλλαγών και ότι οι χρήστες θα επωφεληθούν από μεγαλύτερη ρευστότητα και, συνεπώς, από τη μείωση του έμμεσου κόστους διαπραγμάτευσης. Τα κοινοποιούντα μέρη ισχυρίστηκαν ότι οι επιπτώσεις ρευστότητας της πράξης θα μετακυλισθούν και θα ωφελήσουν τις επιχειρήσεις και τους καταναλωτές σε ολόκληρη την οικονομία. Ισχυρίστηκαν ότι i) οι επιχειρήσεις θα ωφεληθούν από το μειωμένο κόστος κεφαλαίου, ii) οι κυβερνήσεις θα είναι σε θέση να αυτοχρηματοδοτούνται φθηνότερα, γεγονός που θα αποδεσμεύσει πόρους για τη στήριξη τόσο των δημόσιων όσο και ιδιωτικών επενδύσεων, και iii) οι καταναλωτές θα ωφεληθούν από την αύξηση της απασχόλησης, την καινοτομία και την οικονομική ανάπτυξη.
50. Υπό το πρίσμα του οιονεί μονοπωλίου που προκύπτει από την πράξη σε ορισμένες σχετικές αγορές, οι οποίες προσδιορίζονται στην απόφαση, κάθε ενδεχόμενη βελτίωση της αποτελεσματικότητας, ακόμη και αν διαπιστωνόταν ότι είναι επαληθεύσιμη, σχετίζεται συγκεκριμένα με τη συγκέντρωση και είναι πιθανό να ωφελήσει τους καταναλωτές, θα έπρεπε να είναι ιδιαίτερα ουσιώδης ώστε να αποτρέπει τη σημαντική παρεμπόδιση του αποτελεσματικού ανταγωνισμού που περιγράφεται ανωτέρω, μεταξύ άλλων της απώλειας πραγματικού και δυνητικού ανταγωνισμού και της απώλειας ανταγωνισμού σε θέματα καινοτομίας⁽¹⁾.
51. Βάσει των αποδεικτικών στοιχείων που υπέβαλαν τα κοινοποιούντα μέρη, η απόφαση κατέληξε στο συμπέρασμα ότι i) η βελτίωση της αποτελεσματικότητας που επικαλέστηκαν τα κοινοποιούντα μέρη στον τομέα της πληροφορικής και οι δαπάνες πρόσβασης των χρηστών δεν ήταν επαληθεύσιμη⁽²⁾, ii) ήταν πιθανό ότι θα προέκυπταν για τους πελάτες ορισμένες βελτιώσεις από τις αυξανόμενες ευκαιρίες συνεκτίμησης περιθωρίων ασφάλισης συσχετιζόμενων συμβολαίων οι οποίες θα είχαν, συνεπώς, ως αποτέλεσμα την εξοικονόμηση εξασφαλίσεων. Ωστόσο, η Επιτροπή επισήμανε ότι ένα μέρος της εν λόγω βελτίωσης της αποτελεσματικότητας θα μπορούσε να επιτευχθεί με μέσα λιγότερο επιζήμια για τον ανταγωνισμό και ότι ήταν δυνατόν ότι θα υπάρξει κάποια μετακύλιση στους πελάτες, μολονότι το μέγεθος αυτής της επίδρασης δεν ήταν δυνατόν να προσδιοριστεί⁽³⁾, iii) η εικαζόμενη επίδραση στη ρευστότητα στις ολοκληρωμένες ανταλλαγές μετρητών δεν ήταν επαληθεύσιμη⁽⁴⁾ και iv) η εικαζόμενη επίδραση που είχε στη ρευστότητα η ενοποίηση των χώρων διαπραγμάτευσης παραγώγων δεν ήταν επαληθεύσιμη. Ακόμη και αν αυτές οι επιπτώσεις της ρευστότητας ήταν επαληθεύσιμες, θα υπήρχε κάποιο όφελος που μετακυλιέται στους πελάτες, αλλά το μέγεθος αυτής της επίδρασης δεν θα μπορούσε να προσδιοριστεί με βάση τα υποθετικά διαθέσιμα δεδομένα⁽⁵⁾. Εξάλλου, η Επιτροπή θεώρησε ότι, στο σύνολο της οικονομίας, η βελτίωση της αποτελεσματικότητας δεν ήταν επαληθεύσιμη στην περίπτωση αυτή⁽⁶⁾ και δήλωσε ότι ήταν απίθανο η εξοικονόμηση παγίου κόστους να μετακυλισθεί στους καταναλωτές⁽⁷⁾.

V. ΔΙΟΡΘΩΤΙΚΑ ΜΕΤΡΑ

52. Για την αντιμετώπιση των προβλημάτων ανταγωνισμού που επισήμανε η Επιτροπή, τα κοινοποιούντα μέρη υπέβαλαν δύο δέσμες διορθωτικών μέτρων: την πρώτη στις 17 Νοεμβρίου 2011 και, μετά το αρνητικό αποτέλεσμα της έρευνας αγοράς γι' αυτή την πρώτη δέση, μια δεύτερη δέση μέτρων στις 14 Δεκεμβρίου 2011. Και οι δύο δέσμες μέτρων περιλαμβάνουν δέσμευση για εκποίηση δραστηριοτήτων στον τομέα των παραγώγων μεμονωμένων μετοχών και την αποκατάσταση της πρόσβασης για τον νέο δείκτη μετοχών και τα παράγωγα επιτοκίων. Επιπλέον, η δεύτερη δέση διορθωτικών μέτρων περιελάμβανε δέσμευση χορήγησης άδειας εκμετάλλευσης λογισμικού για τη διαπραγμάτευση υφιστάμενων και νέων παραγώγων επιτοκίων.
53. Η Επιτροπή ανέλυσε την καταλληλότητα της δέσμης δεσμεύσεων που υποβλήθηκε στις 14 Δεκεμβρίου 2011 για την επίλυση του συνόλου των εντοπισθέντων στην απόφαση προβλημάτων ανταγωνισμού. Για τον σκοπό αυτό, η Επιτροπή ανέλυσε την καταλληλότητα του πεδίου εφαρμογής των προτεινόμενων δεσμεύσεων, την πιθανότητα έγκαιρης και επαρκούς εισόδου με βάση τις προταθείσες δεσμεύσεις, καθώς και την πιθανή αποτελεσματικότητά τους στην πράξη. Η Επιτροπή διαπίστωσε ότι οι δεσμεύσεις αυτές δεν ήταν σε θέση να εξαλείψουν τα εντοπισθέντα προβλήματα ανταγωνισμού.

⁽¹⁾ Αιτιολογική σκέψη 1337.

⁽²⁾ Αιτιολογική σκέψη 1187.

⁽³⁾ Αιτιολογική σκέψη 1243.

⁽⁴⁾ Αιτιολογική σκέψη 1303.

⁽⁵⁾ Αιτιολογική σκέψη 1327.

⁽⁶⁾ Αιτιολογική σκέψη 1330.

⁽⁷⁾ Αιτιολογική σκέψη 1334.

VI. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ ΤΗΣ ΑΠΟΦΑΣΗΣ

54. Η απόφαση κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η πράξη θα παρεμπόδιζε σημαντικά τον αποτελεσματικό ανταγωνισμό στην εσωτερική αγορά ή σε σημαντικό τμήμα της, κατά την έννοια του άρθρου 2 παράγραφος 3 του κανονισμού περί συγκεντρώσεων. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι η πράξη θα είχε ως αποτέλεσμα τη δημιουργία δεσπόζουσας θέσης ή οιονεί μονοπωλίου και την εξάλειψη του πλησιέστερου πραγματικού και δυνητικού ανταγωνιστή στις αγορές των ευρωπαϊκών παραγώγων προϊόντων επί μεμονωμένων μετοχών που είναι διαπραγματεύσιμα σε χρηματιστήριο και των ευρωπαϊκών παραγώγων επιτοκίων που είναι διαπραγματεύσιμα σε χρηματιστήριο (συμπεριλαμβανομένου του ανταγωνισμού στην καινοτομία προϊόντων) και των νέων ευρωπαϊκών παραγώγων των οποίων το υποκείμενο μέσο είναι δείκτες μετοχών. Επιπλέον, η πράξη θα παρεμπόδιζε σε σημαντικό βαθμό τον αποτελεσματικό ανταγωνισμό με τη δημιουργία δεσπόζουσας θέσης ή οιονεί μονοπωλίου και την εξάλειψη των πλησιέστερων πραγματικών και δυνητικών ανταγωνιστών στις αγορές υπηρεσιών εκτός βιβλίου εντολών για ευρωπαϊκές συμβάσεις μεγάλου όγκου χρηματιστηριακών παραγώγων (ανεξάρτητα από τον τρόπο με τον οποίο η εν λόγω αγορά θα μπορούσε να διαιρεθεί περαιτέρω) και των υπηρεσιών εγγραφής, επιβεβαίωσης και συμψηφισμού από τον κεντρικό αντισυμβαλλόμενο για ευέλικτες εκδοχές συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης και συμβολαίων δικαιωμάτων προαίρεσης σε μετοχές που αποτελούν αντικείμενο εξωχρηματιστηριακής διαπραγμάτευσης⁽¹⁾.

⁽¹⁾ Αιτιολογική σκέψη 1483.