

**Tiivistelmä komission päätöksestä,
annettu 1 päivänä helmikuuta 2012,
keskittymän julistamisesta sisämarkkinoille ja ETA-sopimuksen toimintaan soveltumattomaksi
(Asia M.6166 – Deutsche Börse / NYSE Euronext)
(tiedoksiannettu numerolla C(2012) 440 final)
(ainoastaan englanninkielinen teksti on todistusvoimainen)
(ETA:n kannalta merkityksellinen teksti)
(2014/C 254/06)**

Komissio teki 1 päivänä helmikuuta 2012 päätöksen sulautuma-asiassa yrityskeskittymien valvonnasta 20 päivänä tammikuuta 2004 annetun neuvoston asetuksen (EY) N:o 139/2004 ⁽¹⁾ ja erityisesti sen 8 artiklan 3 kohdan nojalla. Päätöksen koko teksti, josta on poistettu luottamukselliset tiedot, on saatavilla todistusvoimaisella kielellä kilpailun pääosaston verkkosivuilla osoitteessa http://ec.europa.eu/comm/competition/index_en.html.

I JOHDANTO

1. Euroopan komissio vastaanotti 29. kesäkuuta 2011 EY:n sulautuma-asetuksen 4 artiklan mukaisesti ilmoituksen ehdotetusta keskittymästä, jossa yritykset NYSE Euronext ("NYX") ja Deutsche Börse ("DB") (jäljempänä "ilmoituksen tekijät") sulautuisivat EY:n sulautuma-asetuksen 3 artiklan 1 kohdan a alakohdassa ⁽²⁾ tarkoitetussa merkityksessä ("liiketoimi").
2. Ilmoituksen alustavan tutkinnan perusteella komissio teki sen johtopäätöksen, että liiketoimi synnytti vakavia epäilyjä sen soveltuvuudesta sisämarkkinoille erityisesti siltä osin kuin se koskee johdannaiskaupan ja selvityspalveluiden markkinoita ja arvopaperien käteiskaupan ja kaupankäynnin jälkeisten palveluiden markkinoita. Näin ollen komissio päätti 4. elokuuta 2011 sulautuma-asetuksen 6 artiklan 1 kohdan c alakohdan ⁽³⁾ mukaisesti menettelyn aloittamisesta.
3. Sulautuma-asetuksen 18 artiklan mukaisesti ilmoituksen tekijöille osoitettiin väitetiedoksianto 5. lokakuuta 2011. Ilmoituksen tekijät vastasivat väitetiedoksiantoon 24. lokakuuta 2011. Suullinen kuuleminen pidettiin ilmoituksen tekijöiden pyynnöstä 27. ja 28. lokakuuta 2011 ⁽⁴⁾. Menettelyyn hyväksyttiin kaksikymmentäkolme asianomaista kolmatta osapuolta, joista kymmenen osallistui suulliseen kuulemiseen.
4. Ratkaistakseen väitetiedoksiannossa tunnistetut kilpailuongelmat ilmoituksen tekijät esittivät 17. marraskuuta 2011 ensimmäiset sitoumuksensa, joita ne myöhemmin tarkistivat 21. marraskuuta 2011 ⁽⁵⁾. Komissio aloitti 21. marraskuuta 2011 esitettyjen sitoumusten markkinatestauksen 22. marraskuuta 2011. Uusia sitoumuksia esitettiin 12. joulukuuta 2011 ja niistä esitettiin tarkistettu versio 13. joulukuuta 2011 ⁽⁶⁾. Komissio aloitti 13. joulukuuta 2011 esitettyjen sitoumusten markkinatestauksen 14. joulukuuta 2011.

⁽¹⁾ EUVL L 24, 29.1.2004, s. 1.

⁽²⁾ EUVL C 199, 7.7.2011, s. 9.

⁽³⁾ Komissio suoritti laajamittaisen markkinatutkimuksen, jossa se käytti kaikkia sulautuma-asetuksessa sille annettuja välineitä. Markkinatutkimuksen ensimmäisessä vaiheessa komissio lähetti yli 600 sulautuma-asetuksen 11 artiklan mukaista yksityiskohtaista tietopyyntöä ja sai niihin lähes 250 vastausta, kun taas toisessa vaiheessa lähetettiin yli 150 kyselylomaketta ja niihin saatiin yli 100 vastausta. Lisäksi komissio piti yli 20 etäneuvottelua ja kokousta monien asiakkaiden ja kilpailijoiden kanssa ja analysoi suuren määrän ilmoituksen tekijöiden sulautumista edeltäviä sisäisiä asiakirjoja. Ks. esim. päätöksen johdanto-osan 23 kappale.

⁽⁴⁾ Lopullisen päätöksen tekemiselle asetettua määräaikaä pidennettiin 20. lokakuuta 2011 seitsemällä työpäivällä sulautuma-asetuksen 10 artiklan 3 kohdan toisen alakohdan mukaisesti.

⁽⁵⁾ Vastaavasti komission 8 artiklan päätökselle laissa asetettua määräaikaä pidennettiin 15 työpäivällä sulautuma-asetuksen 10 artiklan 3 kohdan ensimmäisen alakohdan mukaan.

⁽⁶⁾ Jotta uusille sitoumuksille oli mahdollista suorittaa markkinatesti, komissio sopi ilmoituksen tekijöiden kanssa, että määräaikaä pidennettiin vielä 13 työpäivällä sulautuma-asetuksen 10 artiklan 3 kohdan toisen alakohdan kolmannen lauseen mukaisesti. Markkinatesti aloitettiin 14. joulukuuta 2011.

5. Komissio totesi, että liiketoimi olisi synnyttänyt liikevaihdon mitattuna maailman suurimman arvopaperipörssin, sillä nykyisin toiseksi ja kolmanneksi suurimmat pörssit olisivat yhdistyneet, ja tarkoittanut sitä, että sulautuma olisi johtanut monopolin lukuisilla markkinoilla. NYX on yhdysvaltalainen holdingyhtiö, joka syntyi vuonna 2007, kun NYSE Group, Inc. ja Euronext NV sulautuivat, ja joka hoitaa lukuisia pörssijä Yhdysvalloissa ja Euroopassa (Pariisi, Amsterdam, Bryssel ja Lissabon). Sillä on neljä pääasiallista liiketoiminta-alueita: i) listautumispalvelut; ii) arvopaperien käteiskauppapalvelut; iii) johdannaiskauppa ja selvityspalvelut NYSE Liffen ("Liffe") kautta; sekä iv) tietopalvelut ja teknologiaratkaisut. DB on saksalainen pörssiyhtiö, joka on vertikaalisesti integroitunut kaikilla käteis- ja johdannaismarkkinoiden osa-alueilla. Näin ollen sen liiketoimintoihin kuuluvat listautumispalvelut, kaupankäynti ja selvitys, johdannaiskauppa ja selvitys ("Eurex"-nimisen tytäryhtiön kautta), kaupankäynnin jälkeiset käteispalvelut, nimittäin toimitus ja säilytys, vakuuksien hallinta, markkinatieto- ja tietopalvelut. Laajamittaisen markkinatutkimuksen perusteella sekä kaikkien saatavilla olleiden todisteiden huolellisen ja puolueettoman arvioinnin pohjalta komissio on todennut seuraavaa:
- Liiketoimi ei olennaisesti estäisi tehokasta kilpailua seuraavilla markkinoilla: i) listautumis-, kaupankäynti- ja kaupankäynnin jälkeiset palvelut ⁽¹⁾; ii) markkinatietopalvelut ⁽²⁾; iii) tietopalvelut ja teknologiaratkaisut ⁽³⁾; ja iv) vakuuksien hallinta ⁽⁴⁾, eikä niitä siksi ole tarpeen tarkastella enempää.
- Liiketoimi estäisi olennaisesti tehokasta kilpailua monilla johdannaiskaupan ja selvitystoiminnan markkinoilla.
6. Seuraava teksti on tiivistelmä päätöksestä seuraavien asiakohtien osalta: johdannaismarkkinoiden määrittely, kilpailun arviointi, tehokkuusedut ja korjaustoimenpiteet.

II MARKKINOIDEN MÄÄRITTELY

7. Eurex ja Liffe hoitavat pörssijä, joissa johdannaisten käyttäjät voivat käydä kauppaa tietyillä johdannaissopimuksilla ja selvittää nämä kaupat. Johdannaiset ovat rahoitus sopimuksia, joiden arvo perustuu kohde-etuuteen (perustana oleviin varoihin) ja jotka mahdollistavat riskin siirtämisen yhdeltä talouden toimijalta toiselle ⁽⁵⁾. Kohde-etuuden ja johdannaissopimuksen välisen suhteen perusteella johdannaiset voidaan jakaa futuureihin, optioihin ja swap-sopimuksiin ⁽⁶⁾.
8. Pörsseissä kaupattavien johdannaissopimusten suunnittelu, julkisen kaupankäynnin kohteeksi ottaminen ja sääntely tapahtuvat niiden johdannaispörssien toimesta, jotka ovat ne synnyttäneet. Niistä käytetään yleisesti nimitystä "pörssinoteeratut johdannaiset" (exchange-traded derivatives, ETDs). Kullakin sopimusryhmällä on omat erityispiirteensä ja omat toimitusprosessinsa, jotka pörssi määrittää siten, että ne parhaiten vastaavat asiakkaiden toiveita ⁽⁷⁾. Onnistuneista johdannaissopimuksista tulee erittäin likvidejä, jolloin sopimuksia saatetaan kaupata useita miljoonia kappaleita päivittäin ⁽⁸⁾.
9. Johdannaissopimusten kauppa tapahtuu siten, että ostaja ja myyjä eli kaksi osapuolta, jotka ovat halukkaita asettamaan vastakkaisiin aseisiin samassa sopimuksessa, saatetaan yhteen. Ostajat ja myyjät voidaan saattaa yhteen kahdenkeskisesti tai monenkeskisesti. Kahdenkeskinen yhteensaattaminen merkitsee kaupankäyntiä, jossa hintatarjousten antaminen ja kaupan toteuttaminen tapahtuvat kahden osapuolen välillä niin, että muut markkinatoimijat eivät tarkkaile kaupankäyntiä. Kahdenkeskistä yhteensaattamista tapahtuu ainoastaan pörssin ulkopuolisissa kaupankäynneissä (OTC-kaupankäynnissä) äänivälitteisen välitystoiminnan ja puhelimitse toteutettavan kaupankäynnin puitteissa ⁽⁹⁾. Monenkeskisessä yhteensaattamisessa markkinatoimijat voivat tarkkailla muiden hintatarjouksia ja kauppojen toteutumista markkinoilla. Johdannaisten ostajien ja myyjien monenkeskinen yhteensaattaminen toteutetaan joko pörsseissä tai kaupan välittäjien hoitamisessa OTC-kaupankäyntijärjestelmissä silloin, kun on kyse OTC-johdannaissopimuksista ⁽¹⁰⁾.

⁽¹⁾ Päätöksen 7 jakso.

⁽²⁾ Päätöksen 8 jakso.

⁽³⁾ Päätöksen 9 jakso.

⁽⁴⁾ Päätöksen 10 jakso.

⁽⁵⁾ Päätöksen johdanto-osan 221 kappale.

⁽⁶⁾ Päätöksen johdanto-osan 343ff kappale.

⁽⁷⁾ Päätöksen johdanto-osan 222 ja 321–342 kappale.

⁽⁸⁾ Päätöksen johdanto-osan 222 kappale.

⁽⁹⁾ Äänivälitteinen välitystoiminta (voice broking) on perinteinen menetelmä, jolla hintatarjoukset annetaan tiedoksi markkinatoimijoille: neuvottelu tapahtuu puhelimessa joko loppukäyttäjän ja välittäjän tai välittäjän ja välittäjän kesken, mutta nykyään tämä menetelmä on tehostunut sen myötä, että välittäjät käyttävät sähköisiä ilmoitustauluja hintatarjouksensa esittämiseen, ja menetelmä on usein hyvin pitkälle automatisoitunut.

⁽¹⁰⁾ Lisäksi johdannaisten monenkeskisen kaupankäynnin areena on potentiaalisesti avoin myös monenkeskisille kaupankäyntijärjestelmille, jotka synnyttiin rahoitusmarkkinadirektiivin (Euroopan parlamentin ja neuvoston 21. huhtikuuta 2004 annettu direktiivi 2004/39/EY rahoitusvälineiden markkinoista, "rahoitusmarkkinadirektiivi", EUVL L 145, 30.4.2004, s. 1.) tuloksena. Ks. päätöksen johdanto-osan 223–227 ja 255 kappale.

10. Johdannaismarkkinoiden määrittelyn osalta ilmoituksen tekijät esittivät, että merkitykselliset markkinat muodostavat tässä tapauksessa riskin siirtämiselle maailmanlaajuiset yhtenäismarkkinat, joissa kauppaa käydään monenlaisilla johdannaisilla kohde-etuuksista riippumatta pörssissä ja pörssin ulkopuolella. Ne katsoivat, että kaikilla johdannaisilla toteutetaan samoja toimintoja ja että kyseisten markkinoiden kysyntäpuoli muodostuu hyvin pitkälle kehittyneiden rahoituslaitosten kansainvälisestä yhteisöstä. Tarjontapuolen näkökulmasta taas pörssissä ja pörssin ulkopuolella kaupattavien johdannaisten toiminnot ja vastaavasti niille tarkoitetut kaupankäyntijärjestelmät lähenyisivät enenevässä määrin. Lisäksi ilmoituksen tekijät väittivät, että nykyinen pörssien ja pörssien ulkopuolisten kaupankäyntiympäristöjen sääntelyn lähentyminen saisi luultavasti aikaan sen, että pörssin ulkopuoliset kaupapaikat ja pörssit olisivat yhä homogeenisempää⁽¹⁾.
11. Päätöksessä todetaan, että johdannaismarkkinat niissä omaisuusluokissa, joissa ilmoituksen tekijöiden toiminta on päällekkäistä, tulee ensin jakaa kauppohenkilöstön toteutusympäristön mukaan – eli jakaa pörssinoteerattuihin johdannaisiin ja OTC-johdannaisiin⁽²⁾. Pörssinoteeratut johdannaiset pikemminkin täydentävät OTC-johdannaisia kuin korvaavat niitä. OTC-johdannaisia käytetään antamaan täydellinen suoja mitä tahansa riskiä vastaan, kun taas pörssinoteerattuja johdannaisia käytetään sekä positoiden ottamiseen että lyhytaikaiseen epätäydelliseen suojautumiseen siihen saakka, kunnes löydetään täydellinen suoja⁽³⁾.
12. Ilmoituksen tekijät väittivät, että 90 prosenttia OTC-johdannaisista on vakioituja ja että tämä vakiointi yhdessä markkinoiden sääntelyn kehittymisen kanssa kasvattaa huomattavasti pörssinoteerattujen johdannaisten kauppaaan OTC-johdannaisten taholta kohdistuvaa kilpailupainetta, mutta päätöksessään komissio sitä vastoin päätteli, että OTC-johdannaiset ovat vakioituja vain oikeudelliselta kannalta (eivätkä taloudellisten avainparametriensa näkökulmasta) ja niitä käytetään eri tilanteissa kuin pörssinoteerattuja johdannaisia, mikä rajoittaa kilpailupainetta, jota pörssin ulkopuolella kaupattavat johdannaiset pystyvät luomaan pörssinoteeratuille johdannaisille⁽⁴⁾.
13. Vaikka pörssit tietenkin myös kilpailevat laajentaakseen liiketoimintaansa ottamalla haltuunsa sopimuksia, jotka kulloinkin ovat OTC-kaupan piirissä, komissio katsoi päätöksessään, että sen sijaan, että todistusaineisto osoittaisi pörssinoteerattujen johdannaisten ja OTC-johdannaisten välillä tapahtuvan korvautumista, se antaa viitteitä luonnollisesta yksisuuntaisesta kehityksestä, jossa OTC-johdannaisten taipumuksena on riittävän vakioituneisuuden saavutettuaan siirtyä säännellyille markkinapaikoille, joissa näiden sopimusten likviditeetti lopulta muodostuu. Näin ollen komissio päätteli, että päätöksen alaan kuuluvien omaisuusluokkien osalta johdannaisten OTC-kauppa ei synnytä pörssinoteeratuille johdannaisille kilpailupainetta ja että sillä ei korvata pörssinoteerattuja johdannaisia⁽⁵⁾.
14. Lisäksi se, että pörssinoteerattujen johdannaisten vaihtuminen OTC-johdannaisiksi ei ole ilmiö, jota olisi pystytty havaitsemaan (lukuun ottamatta marginaalista vaihtoa pörssinoteerattuja johdannaisia muistuttaviin OTC-johdannaisiin joillain asiakkailla), sopii yhteen sen tosiseikan kanssa, että listatut ja erityisesti pörssien tarjouskirjoissa kaupattavat johdannaiset eivät yleensä sovellu pörssin ulkopuoliseen kauppaan⁽⁶⁾.
15. Tässä yhteydessä päätöksessä todettiin, että on olemassa sellainen johdannaisten käyttäjien ryhmä, joka voi joko toimintamuotonsa, riskienhallintamieltyksensä, kirjanpidollisten syiden tai tiettyjen säännösten takia pitää salakkaana ainoastaan pörssinoteerattuja johdannaisia taikka suojata salkkunsaa vain pörssinoteeratuilla johdannaisilla. Tähän asiakasryhmään kuuluvat piensijoittajat sekä tietyt institutionaaliset markkinatoimijat, jotka eivät käy johdannaiskauppaa pörssin ulkopuolella edes välittäjän kautta.

⁽¹⁾ Päätöksen johdanto-osan 257 kappale.

⁽²⁾ Päätöksen 11.1.12.2.1 jakso.

⁽³⁾ Päätöksen johdanto-osan 262 kappale.

⁽⁴⁾ Pörssinoteeratuilla johdannaisilla pörssikaupankäynnin edellytyksenä on kaikkien ehtojen, erityisesti taloudellisten parametrien, täydellinen vakiointi. Ks. päätöksen johdanto-osan 271, 280 ja 282–283 kappale.

⁽⁵⁾ Ks. päätöksen johdanto-osan 364 kappale.

⁽⁶⁾ Joskin lainsäädäntöaloitteiden lopullinen muoto on tässä vaiheessa epäselvä ja siksi olisi spekulatiivista ja epäasianmukaista mitenkään tukeutua eri ehdotusten sisältöön, komissio toteaa tulevan sääntelyn vaikutusten osalta, että mikäli sääntely todella loisi lähentymistä pörssinoteerattujen johdannaisten ja OTC-johdannaisten välille siinä mielessä, että tällä sääntelyllä edellytettäisiin vakioitujen OTC-johdannaisten pakollista selvittämistä, se ei tarkoittaisi kuitenkaan sitä, että pörssinoteeratuista johdannaisista ja OTC-johdannaisista kehittyisi kumpaankin suuntaan keskenään korvattavia. Päinvastoin johdannaisten käyttäjien syyt OTC-johdannaisten käytölle eivät todennäköisesti katoaisi, mutta yksisuuntainen kehitys, jossa OTC-sopimuksia siirtyy säänneltyyn kauppaan, voisi voimistua, sillä joitakin aiemmin pörssin ulkopuolella kaupattuja johdannaisia olisi pakko kaupata pörssissä. Niinpä tuleva sääntely ei muuttaisi OTC-johdannaisten tai pörssinoteerattujen johdannaisten perusominaisuuksia eikä niiden välisiä eroja vaan pikemminkin siirtäisi niiden välistä rajaa. Ks. päätöksen johdanto-osan 284 kappale ja alaviite 171.

16. Tämän lisäksi päätöksessä katsottiin, että jopa sellaisilla asiakkaila, jotka käyvät kauppaa sekä pörssinoteeratuilla johdannaisilla että OTC-johdannaisilla, kyky korvata pörssinoteerattuja johdannaisia ja OTC-johdannaisia suoraan keskenään rajoittuisi parhaassakin tapauksessa pörssinoteerattuja johdannaisia muistuttaviin OTC-johdannaisiin⁽¹⁾. (Tällaisilla pörssinoteerattuja johdannaisia muistuttavilla OTC-johdannaisilla tarkoitetaan sopimuksia, jotka tarjoavat saman taloudellisen vastuun kuin pörssinoteeratut johdannaissopimukset mutta joiden kauppa tapahtuu kahdenkeskisesti pörssin ulkopuolella ja joille ei tehdä keskusvastapuoliselvitystä⁽²⁾). Nämä sopimukset muodostavat vain pienen osuuden kaikista OTC-ympäristössä käytettävissä olevista sopimuksista, ja ne ovat ensi sijassa sopimuksia, joita suuret pankit kehittävät suurille pankeille välittäjien välisiä markkinoita varten). Suurin osa OTC-tuotteista on tarkoitettu eri asiakastarpeisiin kuin pörssinoteeratut johdannaiset, ja erityisesti ne palvelevat tarvetta luoda asiakaskohtaisesti räätälöity täydellinen suoja, jota pörssinoteeratulla johdannaissopimuksella ei ole mahdollista saada aikaan⁽³⁾. Päätöksessä komissio totesi, että kysymys siitä, kuuluvatko pörssinoteerattuja johdannaisia muistuttavat OTC-johdannaiset samoille markkinoille kuin pörssin keskitetyssä tarjouskirjassa kaupattavat pörssinoteeratut johdannaiset, voidaan jättää avoimeksi, sillä kilpailuvaikutusten arvioinnin lopputulos pysyy samana siitä riippumatta, miten pörssinoteerattuja johdannaisia muistuttavia OTC-johdannaisia käsitellään⁽⁴⁾.
17. Komission päätöksessä todetaan, että useimpien johdannaisten käyttäjien näkökulmasta johdannaiskaupan kysyntä kohdistuu nimenomaisesti tiettyihin omaisuusluokkiin ja ettei sitä voida korvata toisen omaisuusluokan kaupoilla. Suojaustarkoituksissa johdannaisten käyttäjät pyrkivät suojaamaan erityistä riskiä, joka liittyy niiden positiioihin tiettyssä omaisuuserässä, ja käyttäessään johdannaisia vipusijoitustarkoituksiin johdannaisten käyttäjät tekevät niin ikään selviä eroja eri omaisuuslajien välille⁽⁵⁾.
18. Ilmoituksen tekijät tarjoavat pääasiassa johdannaissopimuksia seuraavista kohde-etuuksista: eurooppalaiset korot, jotka voidaan edelleen jakaa pitkäaikaisiin korkoihin tai pääomamarkkinakorkoihin ja lyhytaikaisiin korkoihin tai rahamarkkinakorkoihin; eurooppalaiset yksittäiset osakkeet (single stocks), jotka voidaan edelleen jakaa kohteena olevan osakkeen mukaan; eurooppalaiset osakeindeksit (yleiseurooppalaisella ja kansallisella tasolla)⁽⁶⁾.
19. Päätöksessä todetaan, että eri valuuttoihin perustuvia korkojohdannaisia, olivat ne sitten lyhytaikaisia tai pitkäaikaisia, ei yleensä voida korvata, sillä niillä on olennainen yhteys valuuttaan, johon kohde-etuus perustuu⁽⁷⁾. Päätöksessä jätettiin avoimeksi listattujen korkojohdannaisten markkinoiden tarkka määritelmä ja niiden jakautuminen lyhytaikaisiin ja pitkäaikaisiin korkojohdannaisiin, sillä ehdotetulla liiketoimella olisi karsittu lähin tosiasiallinen ja mahdollinen kilpailija kaikkien mahdollisten markkinamääritelmien puitteissa⁽⁸⁾.
20. Sellaisten johdannaisten osalta, joiden kohde-etuutena ovat yksittäiset osakkeet, päätöksessä tiedostetaan, että kysyntäpuolen kannalta eri osakkeisiin perustuvia johdannaisia ei voida korvata⁽⁹⁾, mutta katsotaan samalla, että pörssisijoittajat eivät vain osta kerran yksittäisosakkeisiin perustuvaa johdannaissopimusta vaan toteuttavat tyypillisesti laaja-alaisempia kaupankäyntistrategioita⁽¹⁰⁾. Päätöksessä jätettiin kuitenkin vastaamatta kysymykseen, pitäisikö tuotemarkkinat, jotka on tarkoitettu listatuille osakefutuureille ja -optioille, joiden kohde-etuutena ovat yksittäiset osakkeet, jakaa yksittäisten osakkeiden mukaisesti vai pitäisikö markkinoiden kattaa laajempi osakevalikoima, sillä olennainen este tehokkaalle kilpailulle syntyy kaikissa vaihtoehtoisissa markkinamääritelmissä (yksittäisten osakkeiden, jäsenvaltioiden ja Euroopan tasolla)⁽¹¹⁾.

⁽¹⁾ Päätöksen johdanto-osan 367 kappale.

⁽²⁾ Selvitys sisältää monia kaupankäynnin jälkeisiä toimintoja, joita ovat erityisesti positioiden hallinta sopimuksen voimassaolon aikana, vakuuksien hallinta vastapuoliriskin torjumiseksi sekä kassanhallinta. Selvittäminen voi tapahtua joko kahdenkeskisesti, jolloin kukin osapuoli on altiina toisen osapuolen riskille (OTC-kauppapaikoissa), tai se voi tapahtua keskusvastapuolen kautta. Pörssinoteerattujen johdannaisten selvittäminen toteutetaan keskusvastapuolen toimesta. Keskusvastapuoli takaa sopimusjärjestelyn toimivuuden asettamalla itsensä oikeudellisesti ostajan ja myyjän väliin ja ottamalla vastatakseen vastapuolen maksukyvyttömyysriskistä kaupan osapuolten puolesta. Tässä tarkoituksessa keskusvastapuoli arvioi riskin tasoa ja hallitsee riskiä kunkin sopimuksen voimassaolon ajan. Suojataksien itsensä riskiltä keskusvastapuoli määrittää niin sanotut marginaalivaatimukset (vakuuksien osalta) ja perustaa maksukyvyttömyysrahaston, johon kunkin kaupankäynnin osapuolen tulee siirtää varoja asemansa mukaan. Pörssinoteerattujen johdannaisten selvittämisestä vastaavat keskusvastapuolet valikoidaan johdannaissopimusjärjestelmän toimesta – näin ollen johdannaisten käyttäjät eivät yleensä voi valikoida keskusvastapuolta pörssissä toteuttamiensa johdannaiskauppojen selvittämiseen. Tyypillisesti pörssit tarjoavat integroidun palvelun, josta tietyt vertikaalisesti integroituja malleja käyttävät pörssit, kuten Eurex, veloittavat kertamaksun. Ks. päätöksen johdanto-osan 230–236 kappale.

⁽³⁾ Ks. päätöksen johdanto-osan 316–332 ja 367 kappale, ks. myös päätöksen johdanto-osan 351–359 kappale.

⁽⁴⁾ Päätöksen johdanto-osan 445 kappale.

⁽⁵⁾ Ks. johdanto-osan 396–400 kappale.

⁽⁶⁾ Ks. johdanto-osan 400 kappale.

⁽⁷⁾ Ks. johdanto-osan 406 kappale.

⁽⁸⁾ Ks. johdanto-osan 419 kappale.

⁽⁹⁾ Ks. johdanto-osan 421 kappale.

⁽¹⁰⁾ Ks. johdanto-osan 422 kappale.

⁽¹¹⁾ Ks. johdanto-osan 426 kappale.

21. Osakeindeksijohdannaisten osalta päätöksessä todettiin, että kysyntäpuolen kannalta yksittäisiä indeksejä ei voida korvata, sillä ne tarjoavat eri vastuita ⁽¹⁾. Tarjontapuolen kannalta indeksit ovat tavallisesti teollis- ja tekijänoikeuksilla suojattuja, eikä niitä siksi voi vapaasti käyttää. Näin ollen ilmoituksen tekijöiden kunkin osakeindeksiryhmän kauppaa ja selvitystä varten on olemassa erilliset merkitykselliset tuotemarkkinat. Päätöksessä kuitenkin mainitaan, että ilmoituksen tekijät kilpailevat innovaatioissa uusien eurooppalaisten indeksituotteiden alalla (sekä kansallisella että yleiseurooppalaisella tasolla) ⁽²⁾.
22. Päätöksessä katsotaan, että optiot, futuurit ja swap-sopimukset ovat eri välineitä, joita käytetään eri tarkoituksiin. Päätöksessä todetaan, että swap-sopimukset muodostavat erillisen ryhmän siksi, että niillä on eri ominaispiirteet (ne on räätälöity tiettyyn ajankohtaan), erilainen käyttötapa (niillä käydään kauppaa vähintään kaksi vuotta) ja erilainen kaupankäyntiympäristö (niitä kaupataan vain pörssin ulkopuolella). Kysyntäpuolen näkökulmasta optio- ja futuurijohdannaiskaupan kysyntä kohdistuu yleensä nimenomaisesti tiettyyn sopimuslajiin niin, että futuureita ja optioita ei olisi mahdollista korvata. Tarjontapuolen näkökulmasta pörssit tarjoavat sekä futuureita että optioita niistä kohde-etuuksista, joista ne listaavat sopimuksia, sillä sen jälkeen, kun pörssi on kerran saavuttanut likviditeetin jonkin kohde-etuuden futuureissa, se voi ryhtyä tarjoamaan optioita hyvin alhaisilla kustannuksilla. Päätöksessä jätetään kuitenkin avoimeksi kysymys siitä, kuuluvatko futuurit ja optiot samoille tuotemarkkinoille, sillä tällä ei tässä tapauksessa olisi vaikutusta kilpailuvaikutusten arvioinnin lopputulokseen ⁽³⁾ ⁽⁴⁾.
23. Loppupäätelmä on, että johdannaisten kaupan ja selvityksen alalla merkitykselliset markkinat, joilla ilmoituksen tekijöiden liiketoiminnot ovat päällekkäisiä ja joilla liiketoimen vaikutuksia arvioidaan, ovat seuraavat:
- Ainoastaan pörssinoteeratuilla johdannaisilla kauppaa käyvien asiakkaiden osalta merkityksellisiä markkinoita ovat eurooppalaisten pörssinoteerattujen korkofutuuri- ja -optioiden markkinat, jotka voidaan edelleen jakaa lyhytaikaisten korkojen ja pitkäaikaisten korkojen perusteella, markkinat eurooppalaisille osakefutuureille ja -optioille, joiden kohde-etuutena ovat yksittäiset osakkeet, ja tuoteinnovaatioiden osalta eurooppalaisten osakeindeksifutuuri- ja -optioiden markkinat;
 - Sekä pörssinoteeratuilla johdannaisilla että OTC-johdannaisilla kauppaa käyvien asiakkaiden osalta merkityksellisiä markkinoita ovat eurooppalaisten pörssinoteerattujen korkofutuuri- ja -optioiden markkinat, jotka voidaan edelleen jakaa lyhytaikaisten korkojen ja pitkäaikaisten korkojen perusteella ja joihin myös voidaan sisällyttää pörssinoteerattuja johdannaisia muistuttavat OTC-johdannaiset, markkinat niille eurooppalaisille osakefutuureille ja -optioille ja mahdollisesti niille pörssinoteerattuja johdannaisia muistuttaville OTC-johdannaisille, joiden kohde-etuutena ovat yksittäiset osakkeet, ja tuoteinnovaatioiden osalta eurooppalaisten osakeindeksifutuuri- ja -optioiden markkinat. Koska pörssinoteerattuja johdannaisia muistuttavien OTC-johdannaisten ryhmä on pienikokoinen, voidaan tosiasiaa jättää avoimeksi kysymys siitä, kuuluvatko nämä pörssinoteerattuja johdannaisia muistuttavat OTC-johdannaiset kyseessä olevassa asiakasryhmässä samoille markkinoille kuin ne pörssinoteeratut johdannaiset, joilla käydään kauppaa pörssin keskitetyssä tarjouskirjassa, sillä kilpailuvaikutusten arvioinnin lopputulos on sama riippumatta siitä, sisällytetäänkö pörssinoteerattuja johdannaisia muistuttavat OTC-johdannaiset kyseisessä asiakasryhmässä osaksi merkityksellisiä markkinoita ⁽⁵⁾ ⁽⁶⁾.

⁽¹⁾ Ks. johdanto-osan 428 kappale.

⁽²⁾ Ks. johdanto-osan 430–432 kappale.

⁽³⁾ Ks. johdanto-osan 433–443 kappale.

⁽⁴⁾ Tämän takia termiä pörssinoteeratut johdannaiset käytetään yleisesti tarkoittamaan sekä pörssinoteerattuja optioita että futuureita (päättöksen johdanto-osan 443 kappale).

⁽⁵⁾ Ks. johdanto-osan 444–446 kappale.

⁽⁶⁾ Hakemuksessa ei kiisteta seuraavia päätelmiä, jotka koskevat tarjouskirjan ulkopuolisten palveluiden, nimittäin suurten pörssinoteerattujen johdannaissopimusten rekisteröinnin, vahvistamisen ja keskusvastapuoliselvityksen sekä pörssin ulkopuolella kaupattavien eurooppalaisten osakefutuuri- ja -optioiden joustaville muodoille tarkoitettujen kaupan rekisteröimistä, vahvistamista ja keskusvastapuoliselvitystä koskevien palveluiden, markkinoita. Vaikka tarjouskirjan ulkopuolisista palveluista sovitaan kahdenkeskisesti, niissä on kyse samoista sopimuksista ja niissä käytetään samaa infrastruktuuria kuin tarjouskirjaan kuuluvissa palveluissa. Kuitenkaan näiden palveluiden välillä ei joko ole olemassa minkäänlaista tai parhaimmillaankin vain hyvin rajallista kysynnän korvattavuutta, sillä tarjouskirjan ulkopuoliset palvelut liittyvät suurilla erillä käytävään blokkikauppaan (block trade), jota ei voida toteuttaa tarjouskirjassa ilman merkittäviä hintavaikutuksia. Näin ollen päätöksessä todetaan, että tarjouskirjan ulkopuoliset palvelut luetaan kuuluvaksi erillisille markkinoille tarjouskirjaan kuuluihin palveluihin nähden, joskin nämä markkinat ovat läheisessä yhteydessä toisiinsa. Ilmoituksen tekijöiden toiminnot ovat myös päällekkäisiä "joustavien" (flex-) sopimusten kaupankäynnin jälkeisten palveluiden alalla. Tällaisten järjestelyjen piirissä toteutettavien kauppajien taloudelliset parametrit eivät yleensä ole tarpeeksi vakioituja, jotta kaupat voitaisiin hyväksyä tarjouskirjalla käytävään kauppaan. Tämän takia päätöksessä todettiin, että nämä palvelut eivät ole korvattavissa tarjouskirjaan kuuluvilla tai tarjouskirjan ulkopuolisilla palveluilla. Ks. johdanto-osan 463 ff kappale.

24. Maantieteellisten markkinoiden osalta päätöksessä todetaan, että riippumatta siitä, määritelläänkö edellä kuvatuille merkityksellisille tuotemarkkinoille kohdistettujen markkinoiden maantieteellinen ulottuvuus maailmanlaajuisesti vai ETA-alueeseen rajoittuvaksi, ehdotettu liiketoimi estäisi tehokasta kilpailua markkinamääritelmän kummassakin vaihtoehdossa. Tämä johtuu siitä, että vaikkakin kysyntäpuolella asiakkaat sijaitsevat eri puolilla maailmaa, tarjontapuolella ainoastaan Eurex ja Liffe (sekä vähäisemmässä määrin tietyt muut eurooppalaiset pörssit) tarjoavat johdannaissopimuksia, jotka perustuvat eurooppalaisiin kohde-etuuksiin, niillä alueilla, joilla ilmoituksen tekijöiden toiminta on päällekkäistä ⁽¹⁾.

III KILPAILUVAIKUTUSTEN ARVIOINTI

25. Ilmoituksen tekijät ovat tosiasiallisesti ainoat kaksi toimijaa, jotka hoitavat eurooppalaisten korkofutuurien ja -optioiden pörssi kauppaa, ja niillä on valta-asema myös yksittäisten osakkeiden kohde-etuuksiin perustuvien johdannaisten ⁽²⁾ ja osakeindeksijohdannaisten kaupassa. Ilmoituksen tekijät hallitsevat yhdessä yli 90 prosenttia kaikista eri puolilla maailmaa kaupattavista johdannaisista, jotka perustuvat eurooppalaisiin kohde-etuuksiin:
- Eurooppalaisista pörssinoteeratuista korkojohdannaisista Eurex ja Liffe pitävät yhdessä hallussaan [90–100 prosentin] markkinaosuutta (NYSE:n osuus on [40–50 prosenttia] ja DB:n osuus on [40–50 prosenttia]).
 - Eurooppalaisten pörssinoteerattujen osakeindeksijohdannaisten osalta DB pitää hallussaan [90–100 prosentin] markkinaosuutta STOXX-indeksiin perustuvista pörssinoteeratuista johdannaisista, kun taas NYXillä on lähes tulkoon monopoli Yhdistyneen kuningaskunnan FTSE-indeksiin perustuvassa kaupassa (myös Turquoise on saanut luvan käyttää FTSE-indeksiä). Eurexilla ja sen jäsenillä on monopoli asema kullakin kansallisella indeksillä (DAX, CAC, AEX, BEL ja PSI) käytävässä kaupassa.
 - Eurooppalaisista pörssinoteeratuista osakejohdannaisista, joiden kohde-etuutena ovat yksittäiset osakkeet, NYX pitää hallussaan [20–30 prosentin] markkinaosuutta ja DB [60–70 prosentin] markkinaosuutta, jolloin markkinaosuuksien kokonaislaajuus on [80–90 prosenttia]. Osapuolten kesken on merkittäviä päällekkäisyyksiä sopimuksissa, jotka pohjaavat yksittäisiin osakkeisiin Belgiassa, Ranskassa, Itävallassa, Suomessa, Saksassa, Italiassa, Portugalissa, Sveitsissä ja Yhdistyneessä kuningaskunnassa ⁽³⁾.

III.1 Yleiset kilpailuparametrit johdannaisten kaupan ja selvityksen alalla

26. Kaupankäynnin kokonaiskustannukset koostuvat useista osatekijöistä, joita ovat seuraavat: i) vaihto- ja selvitysmaksut sekä vakuuskustannukset (välitön osatekijä), ii) realisoitunut osto- ja myyntihinnan erotus ja mahdolliset markkinavaikutukset (välillinen osatekijä). Välillinen osatekijä on tyypillisesti moninkertaisesti merkittävämpi kuin välitön osatekijä. Pörssien kilpailu ei koske vain kaupankäyntikustannusten välitöntä osatekijää, vaan pörssit kilpailevat myös kannustimilla, joiden tarkoituksena on pienentää välillisen osatekijän suuruutta. Perusmaksuja täydennetään tapauskohtaisesti yksittäisille jäsenille annettavilla alennuksilla. Yleisesti ottaen kilpailu johtaa maksujen alenemiseen, vakuuspolitiikkojen tehostumiseen ja likviditeetin vahvistumiseen ⁽⁴⁾.
27. Sen lisäksi, että pörssit kilpailevat toisiaan vastaan listattujen sopimusten alalla ⁽⁵⁾, ne tuovat myös kilvan markkinoille uusia tuotteita, joiden tarkoitus on houkutella pörssien asiakkaita. Tällainen kilpailu pohjaa siihen tosiseikkaan, että onnistunut sopimus voi hyvinkin kattaa likviditeetin suurelta osin tai kokonaan huomattavan pitkän aikaa ⁽⁶⁾.
28. Pörssit kilpailevat niin ikään järjestelmien suorituskyvyn ja kauppatoimintojen sekä prosessien ja markkinamallien aloilla. Vaikka innovaatiot näillä aloilla perustuvat osin asiakkaiden tarpeisiin, ne ovat osin myös seurausta kilpailusta ja riskistä, että likviditeetti voi siirtyä muualle, jos pörssi jäisi kilpailijoistaan jälkeen, kuten tapahtui Bund-sopimuksen tapauksessa ⁽⁷⁾.
29. Eurexin ja Liffen välinen kilpailu on sekä tosiasiallista että potentiaalista kilpailua markkinoille tuotavista uusista tai parannelluista tuotteista ⁽⁸⁾. Potentiaalinen kilpailu toimii merkittävänä toimintaa ohjaavana voimatekijänä osapuolten välillä, sillä kummankin vakuuspoolien, jäsenkunnan ja taitotiedon suuruuden ja laajuuden takia ne ovat toistensa lähimpiä kilpailijoita. Kilpailuasetelma kuvastuu monissa menneissä tosiasiallisen ja suunnitellun kilpailun tapauksissa, joilla on ollut todellista ja merkittävää vaikutusta maksuihin, ja tämä asetelma toimii yhä edelleen. Haastajan asemassa olevan osapuolen todelliset (joskin alhaiset) markkinaosuudet tietyissä tuotteissa korostavat entisestään tämän kilpailu-uhun perustavanlaatuisuutta. Tämä poikkeuksellisen läheinen kilpailusuhde, josta sisäiset asiakirjat antavat paljon todisteita ja jonka olemassaolon asiakkaat ja kilpailijat vahvistavat, olisi rauennut ehdotetun liiketoimen myötä ⁽⁹⁾.

⁽¹⁾ Ks. johdanto-osan 447–464 kappale.

⁽²⁾ Ks. johdanto-osan 498, 543 ja 572 kappale.

⁽³⁾ Johdanto-osan 498–499 kappale.

⁽⁴⁾ Johdanto-osan 501–514 kappale.

⁽⁵⁾ Johdanto-osan 543–559 kappale.

⁽⁶⁾ Johdanto-osan 515–519 ja 560–603 kappale.

⁽⁷⁾ Johdanto-osan 520–526 kappale.

⁽⁸⁾ Johdanto-osan 560–603 kappale.

⁽⁹⁾ Johdanto-osan 543–559 kappale, erityisesti 546 kappale.

30. Se, että uudet ideat voivat alkujaan syntyä OTC-markkinoilla, ei tarkoita sitä, että osapuolet eivät kilpailisi tällaisten sopimusten vakioimisesta ja pörssilikviditeetin synnyttämisestä. Päinvastoin osapuolet sijoittavat merkittäviä rahamääriä innovaatioihin, ja monista onnistumisen esteistä huolimatta kummatkin osapuolet tuovat jatkuvasti uusia tuotteita markkinoille. Lisäksi on niin, että vaikka innovaatioiden määrä olisikin pysynyt samalla tasolla, ehdotetulla liiketoimella olisi ollut kielteinen vaikutus niihin kaupallisiin edellytyksiin, joilla innovaatioita on luotu ja joilla niiden saatavuus markkinoilla on säilytetty ⁽¹⁾. Teknologian kohdalla käteismarkkinoilta rahoitusmarkkina-direktiivin voimaantulon jälkeen saadut kokemukset ovat osoittaneet, että kilpailu kiihdyttää merkittävästi innovaatioiden kehittämisvauhtia.

III.2 Ilmoituksen tekijöiden välinen kilpailu – eurooppalaiset korkofutuurit ja -optiot ⁽²⁾

31. Vaikka ilmoituksen tekijöiden suorat päällekkäisyydet eurooppalaisten korkojohdannaisten alalla ovat tällä hetkellä melko rajallisia, joskaan eivät suinkaan merkityksettömiä, päätöksessä todettiin, että Eurex ja Liffe ovat tällä alalla toistensa lähimpiä potentiaalisia kilpailijoita.
32. Päällekkäisyydet koskevat euromääräisiin lyhytaikaisiin korkoihin perustuvia futuureita ja optioita sekä Liffen tarjoamien Euribor-futuuriin ns. striippien (nollakorkoisten joukkovelkakirjojen) ja niputusten sekä DB:n kaksi- ja viisivuotisten Saksan valtionkorkojohdannaisten välillä vallitsevaa tiettyä kaksintaisteluasettelmaa.
33. Eurex ja Liffe osallistuivat Euribor-viitekoron luomista koskeneeseen kamppailuun yli vuoden ajan euron käytönnoton yhteydessä. Viime vuosina Eurexin markkinaosuus Euribor-futuureista on ollut pieni (vuoden 2007 jälkeen [0–5 prosenttia]), mutta yhdessä osapuolilla on lähestulkoon monopoliasema. Eurex ja Liffe ovat ainoat pörssit, joilla on tämän sopimuksen osalta merkittävä vakuuspooli. CME:n äskettäinen Euribor-liikkeeseenlasku synnytti tuskin ollenkaan kaupankäyntiä. CME:n euromääräisten lyhytaikaisten korkojohdannaisten vakuuspooli on varsin vähäinen, eikä sitä voida missään tapauksessa rinnastaa Liffen eikä edes Eurexin asemaan. Euribor-futuureihin perustuvien optioiden osalta mainitaan, että DB oli osallisena kampanjassa, joka kuuden kuukauden kuluessa kohotti yrityksen kuukausittaiset kaupankäyntivolymit lähes viiteen prosenttiin juuri ennen kuin tästä ehdotetusta liiketoimesta ilmoitettiin. Kyseessä oli vastaus käyttäjien tyytymättömyyteen Liffen tarjoamia ehtoja kohtaan. Sen ohella, että tämä episodi oli osoitus todellisesta kilpailusta, se myös ilmentää sitä potentiaalisen kilpailun uhkaa, jonka Eurex ja Liffe toisilleen synnyttävät. Liffen oli tämän seurauksena pakko alentaa maksujaan.
34. Euribor-pohjaisista paketeista ja nipuista päätöksessä todetaan, että ne kilpailevat kaksi- ja viisivuotisten Saksan valtionkorkojen kanssa eräiden käyttäjien kannalta, nimittäin käyttäjien, jotka ovat alttiina pitkäaikaisten markkinakorkojen riskeille ja joille ne edustavat parempaa mutta vähemmän likvidiä suojaa ⁽³⁾. DB:n tarjonta rajoittaa suoraan NYXin toimintaa tällä alalla, joskaan vastakkaista vaikutusta ei ehkä ole olemassa.
35. Päätöksessä kuvataan pääpiirteittäin Liffen yrityksiä päästä Saksan valtionkorkojen markkinoille sekä suoraan samanlaisilla sopimuksilla että välillisesti samankaltaisilla sopimuksilla ⁽⁴⁾. Vastaavasti päätöksessä kuvataan pääpiirteittäin Eurexin yrityksiä Yhdistyneen kuningaskunnan korkomarkkinoilla, joilla Liffe on nykyään monopoliasemassa ⁽⁵⁾.
36. Tällä hetkellä ja lähitulevaisuudessa osapuolten liiketoiminnoille ei ole olemassa minkäänlaista realistista uhkaa minkään muun kilpailijan taholta. Asiakkaiden yritykset sponsoroida uutta korkokaupankäyntijärjestelmää (Project Rainbow) kariutuivat, kun Liffe ryhtyi toimiin estääkseen vaihdettavuuden ⁽⁶⁾ ja vakuuksien vastakkainkuitauksen ⁽⁷⁾ sen omassa järjestelmässä kaupattavilla positioilla.
37. Osapuolet ovat lisäksi myös toistensa lähimpiä kilpailijoita eurooppalaisten korkojohdannaisten alan innovaatioissa.

⁽¹⁾ Johdanto-osan 527–531 kappale.

⁽²⁾ Johdanto-osan 641–814 kappale.

⁽³⁾ Johdanto-osan 681ff kappale.

⁽⁴⁾ Johdanto-osan 713ff kappale.

⁽⁵⁾ Johdanto-osan 736ff kappale.

⁽⁶⁾ Alaviite 110.

⁽⁷⁾ Johdanto-osan 238 kappale.

III.3 Ilmoituksen tekijöiden välinen kilpailu – osakeoptiot ja -futuurit, joiden kohde-etuutena ovat yksittäiset osakkeet ⁽¹⁾

38. Tällä alalla Eurexin ja Liffen liiketoiminnot ovat samaa kokoluokkaa, ja ne kilpailevat pääosin toisiaan vastaan. Liffen järjestelmässä saatavilla olevista futuureista 75 prosenttia ja optioista 63 prosenttia on saatavilla myös Eurexissa. Tämän lisäksi Eurexin pörssinoteerattuja johdannaisia muistuttavat johdannaiset voidaan selvittää Liffen toimesta. DB:n Saksan kotimarkkinoiden osakejohdannaisten kaupasta yli 20 prosenttia tapahtuu myös Liffen järjestelmässä. Runsas neljännes ranskalaisten johdannaisten kaupasta tapahtuu Eurexin puitteissa. Monien osakkeiden kohdalla valtaosa kaupankäynnistä tapahtuu kotimarkkinoiden ulkopuolella. Osapuolten toiminta on päällekkäistä niiden kaikilla kotimarkkinoilla, ja niiden yhteenlaskettu markkinaosuus näillä markkinoilla on [90–100 prosenttia].
39. Jopa tietyillä alkuperäisten kotimarkkinoiden ulkopuolisilla markkinoilla osapuolet ovat saavuttaneet merkittäviä markkinaosuuksia aiemmin valta-asemassa olleiden toimijoiden kustannuksella. Eurex ja Liffe jakavat suurten espanjalaisten osakkeiden likviditeetin, kun taas kotimarkkinoiden pörssi, MEFF, on vasta toisella tai kolmannella sijalla.
40. Päätöksessä todetaan, että laajentuneen vakuuspoolin gravitaatiovaikutuksen seurauksena sulautuman tuloksena syntyneen yrityksen olisi ollut mahdollista asteittain karsia pois nykyiset kilpailijansa ja saavuttaa monopoli kaikilla eurooppalaisilla markkinoilla eikä ainoastaan yrityksen kotimarkkinoilla (markkinoihin olisi sisältynyt niin ikään Tanskan kaltaisia tapauksia, joissa nykyisellään Liffe on ainoa toimija). Tämä johtaisi olennaiselta osin maksukilpailun lakkaamiseen. Koska sulautuman tuloksena syntyneellä yrityksellä olisi ollut ennennäkemätön markkina-asema, ei näköpiirissä olisi varsinkaan ollut mahdollisuutta siihen, että jokin uusi merkittävä toimija olisi päässyt markkinoille ja hillinnyt maksuja.

III.4 Ilmoituksen tekijöiden välinen kilpailu: osakeindeksit ⁽²⁾

41. Ilmoituksen tekijöiden välinen kilpailu eurooppalaisten osakeindeksijohdannaisten alalla koskee ainoastaan innovaatioita. Ehdotetulla liiketoimella olisi kielteisiä vaikutuksia sekä Eurexin että Liffen ja kolmansien osapuolten innovaatiokehitykselle ja kerrannaisvaikutuksia tähän liittyville indeksien lisensoinnin markkinoille. Niin ikään mahdollisuudet kolmansien osapuolten huomattaviin innovaatioihin, joista on esimerkkinä Chi-X:n Russell-indeksiin liittynyt innovaatiohanke, poistuisivat.

III.5 Markkinoille pääsyn ja laajentumisen esteet ⁽³⁾

42. Eurooppalaisiin kohde-etuuksiin perustuvien pörssinoteerattujen johdannaisten markkinoille potentiaalisesti pyrkivillä uusilla tulokkailla on vastassaan suuria markkinoille pääsyä hankaloittavia esteitä, mikä johtuu likviditeetin, avoimien sopimusten (open interest) sekä niihin liittyvien nettoutuksella ja vakuuksien hintakorrelaatioiden laskennalla saavutettavien hyötyjen tärkeydestä ⁽⁴⁾. Tämä pohjautuu erityisesti johdannaismarkkinoiden ominaispiirteisiin, joiden takia mahdollisuudet nettoutukseen ja vakuuksien vaikutusten laskentaan ovat paljon tärkeämmässä roolissa kuin käteismarkkinoilla. Vastapuoliriskiä hallitaan nimittäin paljon pidempään kuin käteismarkkinoilla, joilla velvoitteiden suorittaminen tapahtuu muutaman kauppapäivän kuluessa, ja siksi käyttäjien toimesta tapahtuva vakuuksien asettaminen voi olla johdannaismarkkinoilla tärkeä tekijä ⁽⁵⁾.
43. Lisäksi kilpailijoiden mahdollisuudet tarjota osakeindeksijohdannaisia ja näin ollen saada jalansijaa niihin liittyvillä yksittäisten osakkeiden kohde-etuuksiin perustuvien johdannaistuotteiden markkinoilla ovat rajalliset, sillä viiteindeksituotteet on suojattu teollis- ja tekijänoikeuksilla. Tämän ohella merkittävänä markkinoille pääsyn esteenä toimii niin ikään nykyisten käyttäjien laaja ja vakiintunut joukko (jäsenpohja), joka "levittää" pörssituotteita sijoittajille ja jonka toiminta väistämättä madaltaa yhteydenpitokustannuksia.
44. Yksittäisten osakkeiden johdannaisten markkinoille pääsyä hankaloittavat esteet, jotka pohjautuvat auki olevien sopimusten pooliin ja teollis- ja tekijänoikeuksilla suojattujen indeksituotteiden likviditeettiin, eivät liity vain vakuuksien mahdollisiin vastakkainkuittauksiin osakeindeksijohdannaisilla vaan myös siihen, että eräät markkina-toimijat haluavat käydä kauppaa sekä indeksillä että tietyillä sen komponenttina olevilla kohdejohdannaisilla (ja sekä indeksillä että sen komponenttina olevilla käteiskaupan osakkeilla).

⁽¹⁾ Johdanto-osan 815–892 kappale.

⁽²⁾ Johdanto-osan 893–925 kappale.

⁽³⁾ Johdanto-osan 926–1008 kappale.

⁽⁴⁾ Ks. nettoutuksen ja vakuuksien hintakorrelaatioiden laskennan (cross margining) määritelmien osalta päätöksen alaviite 108. Pörssisijoittajat voivat hyötyä nettoutuksen ja vakuuksien hintakorrelaatioiden laskennan mahdollisuuksista siten, että jos niillä on avoimia sopimuksia yhdessä markkinapaikassa, vakuusvaatimukset voivat muissa saman markkinapaikan kaupoissa olla alhaisempia. Ks. päätöksen johdanto-osan 934ff kappale.

⁽⁵⁾ Ks. myös päätöksen johdanto-osan 104 kappale.

45. Päätöksessä todettiin näin ollen, että on epätodennäköistä, että sulautuman jälkeen millekään merkityksellisistä markkinoista olisi tullut toimijoita riittävässä laajuudessa ja oikeaan aikaan niin, että sillä olisi hillitty ehdotetun liiketoimen kilpailua rajoittavia vaikutuksia.

III.6 Tasapainottavan kysyntävoiman puuttuminen ⁽¹⁾

46. Hallinnollisessa menettelyssä DB ja NYX väittivät, että suurilla investointipankeilla on huomattavaa kysyntävoimaa, jolla estettäisiin se, että sulautuman tuloksena syntyvät yritykset korottaisivat maksujaan sulautuman jälkeen. Erityisesti osapuolet katsoivat, että nämä suuret investointipankit voisivat yhdessä onnistuneesti sponsoroida uusien toimijoiden tuloa markkinoille, sillä ne väitteen mukaan määräävät tarjousten kulusta. Kuitenkaan ei ole olemassa minkäänlaisia esimerkkejä siitä, että tällaista olisi tapahtunut asiassa merkityksellisillä markkinoilla, muutamia epäonnistuneita yrityksiä lukuun ottamatta. Lisäksi kaikki tällaiset yritykset olisivat epätodennäköisiä, sillä ne muun muassa edellyttäisivät erittäin merkittävän toimijajoukon osallistumista. Päätöksessä todetaan, että se kilpailupaine, joka markkinoilla nykyään vallitsee, on tulosta ilmoituksen tekijöiden välisestä kilpailusta ja uhasta, että asiakkaat siirtävät liiketoimintansa yhdeltä ilmoituksen tekijältä toiselle. Niinpä tämä kilpailupaine lakaisi sulautuman seurauksena olemasta.

III.7 Päätelmät, jotka koskevat ilmoituksen tekijöiden välistä kilpailua pörssinoteerattujen johdannaisten kaupan ja selvityksen alalla

47. Päätöksessä todettiin, että ehdotettu liiketoimi olisi liittynyt yhteen kaksi Euroopan johtavaa johdannaispörssiä, mikä olisi synnyttänyt lähes monopolin kaltaisen tilanteen kaikilla seuraavien tuotteiden kauppa- ja selvityspalveluiden merkityksellisillä markkinoilla:

- eurooppalaiset pörssinoteeratut korkofutuurit ja -optiot;
 - eurooppalaiset pörssinoteeratut osakefutuurit ja -optiot, joiden kohde-etuutena ovat yksittäiset osakkeet;
 - uudet eurooppalaiset pörssinoteeratut osakeindeksifutuurit ja -optiot;
 - suurille eurooppalaisille pörssinoteeratuille johdannaissopimuksille tarkoitetut tarjouskirjan ulkopuoliset palvelut ⁽²⁾; ja
 - pörssin ulkopuolella kaupattavien eurooppalaisten osakefutuuriin ja -optioiden joustaville muodoille tarkoitettujen kauppojen rekisteröimistä, vahvistamista ja keskusvastapuoliselvitystä koskevat palvelut ⁽³⁾.
48. Näissä tapauksissa ja ottaen huomioon, että markkinoille pääsyle ja laajenemiselle on olemassa suuria esteitä ja että tasapainottava kysyntävoima puuttuu, ehdotettu liiketoimi olisi synnyttänyt tehokkaalle kilpailulle olennaisia esteitä poistamalla seuraavat kilpailun muodot:
- nykyinen kilpailu ja potentiaalinen kilpailu sekä merkittävä kilpailupaine, joita Eurex ja Liffe tällä hetkellä ainutlaatuisella tavalla synnyttävät toisilleen toistensa lähimpinä kilpailijoina kaikkien edellä kuvattujen markkinoiden kaupankäyntiä ja selvittämistä koskevien palveluiden aloilla;

⁽¹⁾ Johdanto-osan 1009–1024 kappale.

⁽²⁾ Eurex ja Liffe tarjoavat myös tällä alalla samankaltaisia ja valtaosin päällekkäisiä palveluita, eikä niillä ole muita kilpailijoita (tai korkeintaan yksi toinen kilpailija tietyillä kotimarkkinoiden ulkopuolisilla yksittäisten osakkeiden johdannaisten markkinoilla). Huomattava osuus Eurexin ja Liffen selvittämistä liiketoimista muodostuu kaupoista, jotka on neuvoteltu tarjouskirjan ulkopuolella ja jotka on siirretty niille vahvistusta ja selvitystä varten. Kaikilla merkityksellisillä markkinoilla esille nousee samankaltaisia ongelmia kuin tarjouskirjalla käytävässä kaupassa, sillä päällekkäisyydet ovat samat. Lisäksi Eurexin pörssinoteerattuja johdannaissopimuksia muistuttavat johdannaiset voidaan selvittää Liffen toimesta. Joskaan tällaisia johdannaissopimuksia ei voida vaihtaa Eurex-sopimuksiin, ne hyötyvät kuitenkin kahdesta muusta pörssinoteerattuihin johdannaisiin liittyvästä avainedusta, nimittäin vakuuksien vastakkainkuittauksesta ja vastapuoliriskin pois-sulkemisesta, mikä tekee kyseisistä johdannaisista pörssinoteeratuille johdannaisille lähimmän markkinoiden ulkopuolisen kilpailupaineen lähteen. Ks. johdanto-osan 463ff ja 1025ff kappale.

⁽³⁾ Osapuolet tarjoavat samankaltaisia ja valtaosin päällekkäisiä palveluita myös tällä alalla, jolle Liffe toi ensimmäisenä uuden innovaation ottamalla käyttöön BClear-palvelunsa, jota on kuvailtu ”mielettömäksi menestykseksi”. Ilmoituksen tekijöillä ei ole muita kilpailijoita, sillä mikään samankaltaisia palveluita tarjoavista kilpailijoista ei tarjoa tällaisia palveluita kohde-etuutena toimiville ilmoituksen tekijöiden kotimarkkinoilla peräisin oleville osakkeille. Tämä palvelu antaa osapuolille mahdollisuuden ottaa selvitetäväkseen huomattavia määriä niistä kaupoista, jotka muussa tapauksessa jäisivät OTC-kaupan piiriin, ja palvelun koon uskotaan kasvavan G20-uudistusten myötä. Liffe on tehnyt huomattavia aluevaltauksia saksalaisten ja sveitsiläisten kohde-etuuksien alalla, kun taas DB on puolestaan val-lannut kohde-etuuksia Liffen kotimarkkinoilta. Ilmoituksen tekijät kilpailevat läheisesti maksuissa ja palvelutarjonnassa. On epätodennäköistä, että näille markkinoille tulisi merkittäviä uusia toimijoita. Ks. johdanto-osan 477ff ja 1071ff kappale.

- Eurexin ja Liffen välinen kilpailu tuoteinnovaatioiden alalla kaikilla kyseessä olevilla tuotemarkkinoilla, joilla ne ovat toistensa lähimpiä kilpailijoita; ja
- Eurexin ja Liffen välinen kilpailu teknologian, prosessien, palvelu- ja markkinamallien aloilla.

IV TEHOKKUUSEDUT

49. Ilmoituksen tekijät väittivät, että ehdotettu liiketoimi hyödyttäisi niiden arvopaperi- ja johdannaispörssien käyttäjiä synnyttämällä merkittäviä tehokkuusetuja. Ne esittivät, että käyttäjät havaitsisivat näiden järjestelmien käyttökustannusten madaltuvan, että käyttäjien pitäisi jatkossa antaa aiempaa pienempiä vakuuksia liiketoimien selvittämiseksi ja että käyttäjät pääsisivät hyötymään suuremmasta likviditeetistä ja näin ollen välillisten kustannusten pienenemisestä. Ilmoituksen tekijät katsoivat, että ehdotetun liiketoimen likviditeettivaikutukset synnyttäisivät heijastusvaikutuksia, jotka hyödyttäisivät yrityksiä ja kuluttajia talouden kaikilla osa-alueilla. Ne väittivät, että i) yritykset hyötyisivät alhaisemmista pääomakustannuksista, ii) valtiot kykenisivät rahoittamaan oman toimintansa aikaisempaa halvemmalla, mikä vapauttaisi resursseja sekä julkisiin että yksityisiin investointeihin, ja iii) kuluttajien olisi mahdollista hyötyä paremmasta työllisyydestä, innovaatioista ja talouskasvusta.
50. Kun otetaan huomioon, että ehdotetusta liiketoimesta syntyisi lukuisilla komission päätöksessä määritellyillä merkityksellisillä markkinoilla lähes monopolin kaltainen tilanne, todennettaviksi, sulautumakohtaisiksi ja kuluttajia luultavasti hyödyttäviksi havaittavien tehokkuusetujen tulisi lisäksi olla poikkeuksellisen huomattavia, jotta niillä voitaisiin torjua edellä kuvatut tehokkaan kilpailun olennaiset esteet, mukaan lukien todellisen ja potentiaalisen kilpailun tyrehtyminen ja innovaatioalan kilpailun tyrehtyminen ⁽¹⁾.
51. Ilmoituksen tekijöiden esittämien todisteiden perusteella päätöksessä todettiin seuraavaa: i) Tehokkuusetuja, joita ilmoituksen tekijät väittivät liiketoimesta syntyvän tietotekniikan ja käyttökustannusten aloilla, ei voitu todentaa ⁽²⁾. ii) Tiettyjä tehokkuusetuja luultavasti syntyisi asiakkaille aiempaa suuremmista vakuuksien hintakorrelaatioiden laskennan mahdollisuuksista, joista edelleen muodostuisi vakuussäästöjä. Komissio kuitenkin katsoi, että osa näistä tehokkuuseduista voitaisiin saavuttaa myös keinoilla, jotka eivät rajoittaisi kilpailua yhtä huomattavassa määrin, ja että asiakkaille saattaisi siirtyä jonkinasteisia säästöjä, vaikka kyseisen vaikutuksen suuruutta ei voitu määrittää ⁽³⁾. iii) Väitettyä likviditeettivaikutusta integroituihin arvopaperipörssiin ei kyetty todentamaan ⁽⁴⁾, eikä iv) ilmoituksen tekijöiden johdannaiskauppajärjestelmien integroinnin väitetty likviditeettivaikutus ollut myöskään todennettavissa. Vaikka likviditeettivaikutukset olisivat olleet todennettavissa, asiakkaille olisi siirtynyt jonkinasteisia säästöjä, mutta tällaisen vaikutuksen suuruutta ei voitu määrittää käytettävissä olleiden tietojen pohjalta ⁽⁵⁾. Edelleen komissio katsoi, että koko talouden laajuisia tehokkuusetuja ei pystytty tässä tapauksessa todentamaan ⁽⁶⁾, ja piti epätodennäköisenä sitä, että kiinteistä kustannuksista saatavat säästöt siirrettäisiin eteenpäin asiakkaille ⁽⁷⁾.

V KORJAUSTOIMENPITEET

52. Ratkaistakseen komission tunnistamat kilpailuongelmat ilmoituksen tekijät esittivät kahdesti korjaustoimenpiteitä, joista ensimmäiset ne toimittivat 17. marraskuuta 2011 ja toiset 14. joulukuuta 2011 sen jälkeen, kun markkinatesti alun perin esitetyillä korjaustoimenpiteillä oli tuottanut kielteisen lopputuloksen. Molempiin korjaustoimenpidepaketteihin sisältyi divestointia koskeva sitoumus niiden johdannaisten alalla, joiden kohde-etuutena ovat yksittäiset osakkeet, ja uusien osakeindeksi- ja korkojohdannaisten markkinoille pääsemistä koskeva korjaustoimenpide. Lisäksi jälkimmäiseen korjaustoimenpidepakettiin sisältyi ohjelmistojen lisensointia koskeva sitoumus nykyisten ja uusien korkojohdannaisten kauppaa varten.
53. Komissio analysoi sitä, miten 14. joulukuuta 2011 esitetyt sitoumukset soveltuisivat korjaamaan kaikki komission päätöksessä tunnistetut kilpailuongelmat. Tätä varten komissio analysoi ehdotettujen sitoumusten laajuuden asianmukaisuutta, todennäköisyyttä, että ehdotetut sitoumukset mahdollistaisivat markkinoille pääsyn oikeaan aikaan ja riittävässä laajuudessa, sekä sitoumusten oletettavaa tosiasiallista tehokkuutta. Komissio totesi, että näillä sitoumuksilla ei kyetä poistamaan tunnistettua kilpailuongelmaa.

⁽¹⁾ Johdanto-osan 1337 kappale.

⁽²⁾ Johdanto-osan 1187 kappale.

⁽³⁾ Johdanto-osan 1243 kappale.

⁽⁴⁾ Johdanto-osan 1303 kappale.

⁽⁵⁾ Johdanto-osan 1327 kappale.

⁽⁶⁾ Johdanto-osan 1330 kappale.

⁽⁷⁾ Johdanto-osan 1334 kappale.

VI PÄÄTÖKSEN PÄÄTELMÄ

54. Päätöksessään komissio teki sen päätelmän, että ehdotettu liiketoimi estäisi olennaisesti tehokasta kilpailua sisämarkkinoilla tai niiden merkittäväällä osalla sulautuma-asetuksen 2 artiklan 3 kohdassa tarkoitetussa merkityksessä. Tämä johtuu siitä, että ehdotettu liiketoimi johtaisi määräävän markkina-aseman tai lähes monopolin kaltaisen aseman syntymiseen sekä kaikista lähimmän todellisen ja potentiaalisen kilpakumppanin poistumiseen eurooppalaisten pörssinoteerattujen yksittäisten osakkeiden osakejohdannaisten, eurooppalaisten pörssinoteerattujen korkojohdannaistuotteiden (mukaan lukien tuoteinnovaatioalan kilpailun) ja uusien eurooppalaisten osakeindeksijohdannaisten aloilla. Lisäksi liiketoimi estäisi olennaisesti tehokasta kilpailua synnyttämällä määräävän markkina-aseman tai lähes monopolin kaltaisen aseman ja poistamalla lähimmän todellisen ja potentiaalisen kilpailijan suurten eurooppalaisten pörssinoteerattujen johdannaissopimusten tarjouskirjan ulkopuolisten palveluiden markkinoiden alalla (riippumatta siitä, miten kyseiset markkinat voidaan yhä jakaa) ja eurooppalaisten pörssin ulkopuolella kaupattavien osakefutuuri- ja -optioiden joustavia muotoja koskevien kauppohen rekisteröinti-, vahvistamis- ja vastapuoliselvityspalveluiden markkinoiden alalla ⁽¹⁾.
-

⁽¹⁾ Johdanto-osan 1483 kappale.