

Resumo da Decisão da Comissão
de 1 de fevereiro de 2012
que declara uma concentração incompatível com o mercado interno e com o funcionamento do
Acordo EEE

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

[notificada com o número C(2012) 440 final]

(Apenas faz fé o texto na língua inglesa)

(Texto relevante para efeitos do EEE)

(2014/C 254/06)

Em 1 de fevereiro de 2012 a Comissão adotou uma decisão relativa a uma concentração ao abrigo do Regulamento (CE) n.º 139/2004 do Conselho, de 20 de janeiro de 2004, relativo ao controlo das concentrações de empresas ⁽¹⁾, e em particular o artigo 8.º, n.º 3, desse regulamento. Uma versão não-confidencial do texto integral dessa decisão na língua que faz fé pode ser consultada no sítio web da Direção-Geral da Concorrência: http://ec.europa.eu/comm/competition/index_en.html

I. INTRODUÇÃO

1. Em 29 de junho de 2011, a Comissão Europeia recebeu a notificação de um projeto de concentração nos termos do artigo 4.º do Regulamento das concentrações através do qual as empresas NYSE Euronext («NYX») e DB (a seguir designadas «as partes notificantes») procedem a uma concentração total na aceção do artigo 3.º, n.º 1, alínea a), do Regulamento das concentrações ⁽²⁾ («a transação»).
2. Após o exame preliminar da notificação, a Comissão conclui que a transação suscitava sérias dúvidas quanto à sua compatibilidade com o mercado interno, nomeadamente no que diz respeito ao mercado dos serviços de negociação e compensação de instrumentos derivados e ao mercado de negociação de títulos a prazo e serviços de pós-negociação. Em consequência, em 4 de agosto de 2011, a Comissão adotou uma decisão para dar início a um procedimento em conformidade com o artigo 6.º, n.º 1, alínea c) do Regulamento das concentrações ⁽³⁾.
3. Em 5 de outubro de 2011, foi enviada às partes notificantes uma comunicação de objeções («CO») nos termos do artigo 18.º do Regulamento das concentrações. As partes notificantes responderam à CO em 24 de outubro de 2011. A pedido das partes notificantes, teve lugar uma audição oral em 27 e 28 de outubro de 2011 ⁽⁴⁾. Vinte e três terceiros interessados foram admitidos no processo, dez dos quais participaram na audição oral.
4. Em resposta às preocupações em matéria de concorrência identificadas na CO, as partes notificantes apresentaram compromissos em 17 de novembro de 2011 ⁽⁵⁾. A Comissão lançou um teste de mercado sobre os compromissos de 21 de novembro de 2011 em 22 de novembro de 2011. Em 12 de dezembro de 2011, foi apresentado um novo conjunto de compromissos, com uma versão revista em 13 de dezembro de 2011 ⁽⁶⁾. A Comissão lançou um teste de mercado sobre os compromissos de 13 de Dezembro de 2011 em 4 de Dezembro de 2011.

⁽¹⁾ JO L 24 de 29.1.2004, p. 1.

⁽²⁾ JO C 199 de 7.7.2011, p. 9.

⁽³⁾ A Comissão realizou uma investigação de mercado abrangente com a utilização de todos os instrumentos previstos no Regulamento das concentrações. Neste contexto, na primeira fase, a Comissão enviou mais de 600 pedidos de informações pormenorizados nos termos do artigo 11.º do Regulamento das concentrações, tendo recebido quase 250 respostas, ao passo que, na segunda fase, foram enviados mais de 150 questionários, com mais de 100 respostas. Além disso, a Comissão realizou mais de 20 teleconferências e reuniões com um conjunto de clientes e concorrentes e analisou um número significativo de documentos internos prévios à concentração das partes notificantes. Ver, Decisão, considerando 23.

⁽⁴⁾ Em 20 de outubro de 2011, o prazo para tomar uma decisão final neste procedimento foi prorrogado por 7 dias úteis, em conformidade com o segundo parágrafo do artigo 10.º, n.º 3 do Regulamento das concentrações.

⁽⁵⁾ Assim, o prazo legal para a decisão da Comissão relativa ao artigo 8.º foi prorrogado por 15 dias úteis, em conformidade com o artigo 10.º, n.º 3, primeiro parágrafo, do Regulamento das concentrações.

⁽⁶⁾ Para permitir que um teste de mercado do novo conjunto de compromissos fosse realizado, a Comissão acordou um prazo suplementar de 13 dias úteis com as partes notificantes em conformidade com o artigo 10.º, n.º 3, segundo parágrafo, terceira frase, do Regulamento das concentrações. Foi lançado um teste de mercado em 14 de dezembro de 2011.

5. A Comissão considerou que a transação teria despoletado a criação da maior bolsa de valores do mundo em termos de receita, combinando os atuais números dois e três e implicaria uma concentração para o monopólio em vários mercados. A NYX é uma holding norte-americana que foi constituída em 2007 através da fusão da NYSE Group, Inc. e da Euronext N.V. e opera em inúmeras bolsas nos EUA e na Europa (Paris, Amesterdão, Bruxelas e Lisboa). Possui quatro atividades principais: i) serviços de admissão à cotação de títulos a pronto; ii) serviços de negociação de títulos a pronto; iii) serviços de negociação e de compensação de instrumentos derivados através da NYSE Liffe («Liffe»); e iv) serviços de informação e soluções tecnológicas. A DB é uma sociedade cotada na bolsa verticalmente integrada em todos os aspetos de mercados de títulos a pronto e instrumentos derivados. Por conseguinte, as atividades incluem serviços de admissão à cotação de títulos a pronto, negociação e compensação, negociação e compensação de instrumentos derivados (através da sua filial «Eurex»), serviços de pós-negociação de títulos a pronto, nomeadamente liquidação e guarda, gestão de garantias, dados de mercado e serviços de informação. Na sequência de uma investigação de mercado extensiva e com base numa avaliação cuidadosa e imparcial da totalidade dos elementos de prova disponíveis, a Comissão concluiu que:
- a transação não impediria significativamente a concorrência efetiva em vários mercados, o que não será discutido mais aprofundadamente: i) serviços de admissão à cotação de títulos a pronto, de negociação e pós-negociação ⁽¹⁾; ii) dados de mercado ⁽²⁾; iii) serviços de informação e soluções tecnológicas ⁽³⁾; e iv) gestão de garantias ⁽⁴⁾.
 - a transação impediria significativamente a concorrência efetiva em vários mercados de negociação e compensação de instrumentos derivados.
6. Apresenta-se *infra* um resumo da decisão relativamente aos seguintes pontos: definição do mercado de instrumentos derivados, apreciação em matéria de concorrência, ganhos de eficiência e medidas corretivas.

II. DEFINIÇÃO DO MERCADO

7. A Eurex e a Liffe operam em bolsas de valores que permitem que os utilizadores de instrumentos derivados negociem determinados contratos de instrumentos derivados e os compensem. Os instrumentos derivados são contratos financeiros cujo valor é uma forma derivada de um (ativo) subjacente e permitem a transferência de risco de um agente económico para outro ⁽⁵⁾. Em função da sua relação entre o elemento subjacente e o contrato do instrumento derivado, os instrumentos derivados podem ser subdivididos em opções, futuros e *swaps* ⁽⁶⁾.
8. Os contratos de instrumentos derivados negociados nas bolsas são concebidos, introduzidos e regulamentados pelas bolsas instrumentos de derivados que os criaram. São geralmente designados «instrumentos derivados negociados em bolsa». Cada categoria de contratos tem as suas próprias especificações e processos de entrega, que a bolsa determina e supervisiona para corresponder de melhor modo às preferências dos clientes ⁽⁷⁾. Os contratos sobre instrumentos derivados bem-sucedidos tornam-se muito líquidos, ascendendo a vários milhões de contratos negociados por dia ⁽⁸⁾.
9. A negociação de contratos de instrumentos derivados consiste em fazer corresponder compradores e vendedores, ou seja, duas partes dispostas a assumir posições opostas no mesmo contrato. A correspondência entre compradores e vendedores pode ser bilateral ou multilateral. A correspondência bilateral consiste na negociação em que a cotação de preços e a execução são efetuadas entre duas partes de tal maneira que outros intervenientes no mercado não observam a negociação. A correspondência bilateral é realizada apenas no espaço do mercado de balcão através de corretagem de voz e negociação por telefone ⁽⁹⁾. Em caso de correspondência multilateral, os participantes no mercado podem observar os preços dos outros e negociar execuções no mercado. A correspondência multilateral de compradores e vendedores de instrumentos derivados é realizada nas bolsas ou em algumas plataformas de negociação do mercado de balcão, operadas por corretores, no que se refere a contratos de instrumentos derivados do mercado de balcão ⁽¹⁰⁾.

⁽¹⁾ Secção 7 da decisão.

⁽²⁾ Secção 8 da decisão.

⁽³⁾ Secção 9 da decisão.

⁽⁴⁾ Secção 10 da decisão.

⁽⁵⁾ Considerando 221 da decisão.

⁽⁶⁾ Considerandos 343 e seguintes da decisão.

⁽⁷⁾ Considerandos 222 e 321-342 da decisão.

⁽⁸⁾ Considerando 222 da decisão.

⁽⁹⁾ A corretagem de voz é o método tradicional de comunicação de cotações aos participantes no mercado: a negociação é realizada pelo telefone, quer de utilizador final para corretor ou de corretor para corretor, mas encontra-se atualmente melhorada através da utilização de painéis eletrónicos pelos corretores para colocação das respetivas cotações e são muitas vezes altamente automatizados.

⁽¹⁰⁾ Além disso, o cenário de negociação multilateral de instrumentos derivados tornou-se potencialmente acessível a sistemas de negociação multilateral («MTF»), que foram criados como consequência da Diretiva MiFID (Diretiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de abril de 2004, relativa aos mercados de instrumentos financeiros («Diretiva MiFID»)) (JO L 145 de 30.4.2004, p. 1). Ver considerandos 223-227 da decisão e considerando 255.

10. No que diz respeito à definição de mercado de instrumentos derivados, as partes notificantes argumentaram que o mercado pertinente no processo em causa é um mercado único global de transferência de risco que engloba a negociação numa ampla variedade de instrumentos derivados independentemente do ativo subjacente, tanto na bolsa como no mercado de balcão. Alegaram que todos os instrumentos derivados executam as mesmas funções e que o lado da procura do mercado é representado por uma comunidade internacional de instituições financeiras altamente sofisticadas. Na perspetiva do lado da oferta, existiria uma convergência crescente na funcionalidade dos instrumentos derivados disponíveis na bolsa e no mercado de balcão e nos respetivos mecanismos de negociação. Para além disso, as partes notificantes alegaram que a atual convergência regulamentar entre os ambientes da bolsa e do mercado de balcão é passível de tornar os espaços do mercado de balcão e da bolsa ainda mais homogêneos ⁽¹⁾.
11. A decisão conclui que o mercado de instrumentos derivados nas classes de ativos em que as partes notificantes se sobrepõem deve ser, em primeiro lugar, subdividido de acordo com o ambiente de execução — ou seja, em instrumentos derivados negociados em bolsa e instrumentos derivados do mercado de balcão ⁽²⁾. Os instrumentos derivados negociados em bolsa são complementares e não permutáveis com os instrumentos derivados do mercado de balcão. Embora os instrumentos derivados do mercado de balcão sejam utilizados para proporcionar uma cobertura perfeita de qualquer risco, os instrumentos derivados negociados em bolsa são utilizados tanto para tomar posições como para cobertura imperfeita a curto prazo até que se encontre uma cobertura perfeita ⁽³⁾.
12. Ao contrário da alegação das partes notificantes de que o facto de que 90 % dos instrumentos derivados do mercado de balcão são normalizados e de que esta normalização, combinada com os desenvolvimentos regulamentares do mercado, aumentará drasticamente a pressão concorrencial que os instrumentos derivados do mercado de balcão exercem sobre a negociação de instrumentos derivados negociados em bolsa, a decisão concluiu que os instrumentos derivados do mercado de balcão são apenas normalizados nos respetivos termos jurídicos (em oposição aos seus parâmetros económicos fundamentais) e são utilizados em circunstâncias diferentes dos instrumentos derivados negociados em bolsa, o que limita qualquer pressão concorrencial que os instrumentos derivados negociados no mercado de balcão possam exercer no instrumentos derivados negociados em bolsa ⁽⁴⁾.
13. Embora as bolsas também concorram para conseguir novos negócios através da captação de contratos que se encontrem atualmente no ambiente do mercado de balcão, a Comissão considerou na decisão que, ao invés de provarem a substituição entre os instrumentos derivados negociados em bolsa e os instrumentos derivados do mercado de balcão, os elementos de prova apontam no sentido de um desenvolvimento unilateral natural no qual os contratos do mercado de balcão, à medida que se tornam suficientemente normalizados, tendem a mover-se para bolsas regulamentadas nas quais a liquidez nestes contratos acaba por se desenvolver. Em consequência, a Comissão concluiu que, para as classes de ativos abrangidas pela decisão, a negociação de derivados do mercado de balcão não proporciona uma pressão concorrencial aos instrumentos derivados negociados em bolsa e não é permutável por instrumentos derivados negociados em bolsa ⁽⁵⁾.
14. Para além disso, o facto de uma alteração de instrumentos derivados negociados em bolsa para instrumentos derivados do mercado de balcão não ser um fenómeno observável (exceto no que se refere à alteração marginal para semelhantes a instrumentos derivados negociados em bolsa no que diz respeito a determinados clientes) é igualmente coerente com o facto de os instrumentos derivados cotados, nomeadamente os que são negociados com base em carteiras de ordens das bolsas, não serem, regra geral, adequados para a negociação fora do ambiente da bolsa ⁽⁶⁾.
15. Neste contexto, a decisão concluiu que existe uma categoria de utilizadores de instrumentos derivados que, devido à sua organização operacional, preferência de gestão de risco, motivos contabilísticos ou diversos regulamentos, pode apenas deter instrumentos derivados negociados em bolsa nas suas carteiras ou cobrir as suas carteiras apenas com instrumentos derivados negociados em bolsa. Esta categoria de clientes inclui os pequenos investidores, bem como alguns participantes do mercado institucional que não negociam instrumentos derivados do mercado de balcão, mesmo através de um corretor.

⁽¹⁾ Considerando 257 da decisão.

⁽²⁾ Secção 11.1.12.2.1 da decisão.

⁽³⁾ Considerando 262 da decisão.

⁽⁴⁾ No que diz respeito a instrumentos derivados negociados em bolsa, a plena normalização de todos os termos, nomeadamente dos parâmetros económicos, é um requisito prévio para as transações em bolsa. Ver considerandos 271, 280, 282, 283 da decisão.

⁽⁵⁾ Ver considerando 364 da decisão.

⁽⁶⁾ No que diz respeito às implicações do próximo regulamento, embora a forma final de qualquer iniciativa legislativa não seja clara na presente fase e, por conseguinte, qualquer confiança no conteúdo de várias propostas fosse especulativo e inadequado, a Comissão salienta que, caso o regulamento ocasione, com efeito, a convergência entre os instrumentos derivados negociados em bolsa e os instrumentos derivados do mercado de balcão no sentido em que exigisse que os instrumentos derivados do mercado de balcão fossem sujeitos a compensação obrigatória, tal não implicaria que os instrumentos derivados negociados em bolsa e os derivados do mercado de balcão se tornariam permutáveis em ambas as direções. Pelo contrário, é improvável que a fundamentação para a utilização de instrumentos derivados do mercado de balcão pelos utilizadores de instrumentos derivados desapareça e que o desenvolvimento unidirecional pudesse ser reforçado, pelo meio do qual os contratos de instrumentos derivados do mercado de balcão passariam para as negociações em bolsa regulamentadas por se tornar obrigatório negociar alguns dos instrumentos derivados previamente negociados no mercado de balcão nas bolsas. Como tal, as características fundamentais dos instrumentos derivados do mercado de balcão ou dos instrumentos derivados negociados em bolsa não seriam alteradas, nem as diferenças entre os mesmos, mas a fronteira que os separam seriam alteradas. Ver considerando 284 e nota de rodapé 171 da decisão.

16. Além disso, a decisão conclui que, mesmo no que diz respeito aos clientes que negociam tanto instrumentos derivados negociados em bolsa como instrumentos derivados do mercado de balcão, a capacidade de substituição direta entre instrumentos derivados negociados em bolsa e instrumentos derivados do mercado de balcão estaria, na melhor das hipóteses, limitada a instrumentos derivados negociados na bolsa ⁽¹⁾ (contratos que oferecem a mesma exposição económica que os contratos de instrumentos derivados negociados em bolsa, mas negociados bilateralmente fora de uma bolsa e sem compensação por uma contraparte central ⁽²⁾). Estes contratos representam uma pequena parte de todos os contratos disponíveis no ambiente do mercado de balcão e são principalmente concebidos para e por grandes bancos no mercado entre corretores). A maior parte dos produtos do mercado de balcão atendem a diferentes necessidades dos clientes em relação aos instrumentos derivados negociados em bolsa, nomeadamente a necessidade de alcançar uma cobertura perfeita personalizada que não é possível com um contrato de instrumentos derivados negociados em bolsa ⁽³⁾. A decisão concluiu que a questão de se os semelhantes a instrumentos derivados negociados em bolsa pertencem ao mesmo mercado que os instrumentos derivados negociados em bolsa negociados com base numa carteira de ordens central pode ser deixada em aberto, já que a apreciação em matéria de concorrência permanece inalterada independentemente de se os semelhantes são incluídos ⁽⁴⁾.
17. A decisão concluiu que a questão de se os semelhantes a instrumentos derivados negociados em bolsa pertencem ao mesmo mercado que os instrumentos derivados negociados em bolsa negociados com base numa carteira de ordens central pode ser deixada em aberto, já que a apreciação em matéria de concorrência permanece inalterada independentemente de se os semelhantes são incluídos. A decisão conclui que, para a maior parte dos utilizadores de instrumentos derivados, a procura para negociar instrumentos derivados é específica de uma determinada classe de ativos e não pode ser substituída por negociações numa classe de ativos diferente ⁽⁵⁾.
18. As partes notificantes oferecem principalmente contratos de instrumentos derivados para os seguintes elementos subjacentes: taxas de juro europeias que podem ser subdivididas em taxas de juro a longo prazo («TJLP») ou taxas do mercado de capitais e taxas de juro a curto prazo («TJCP») ou taxas do mercado monetário; ações individuais europeias que possam ser mais subdivididas em função dos ativos subjacentes; índices de ações europeias (a nível pan-Europeu e nacional) ⁽⁶⁾.
19. A decisão conclui que os instrumentos derivados de taxa de juro com base em moedas diferentes, a curto prazo ou a longo prazo, não são normalmente permutáveis, já que apresentam uma relação intrínseca com a moeda em que o elemento subjacente se baseia ⁽⁷⁾. A decisão deixou em aberto a definição exata do mercado de instrumentos derivados de taxa de juro cotados e a sua subdivisão em instrumentos derivados de taxa de juro a curto prazo e a longo prazo porque a transação teria eliminado o concorrente real e potencial mais próximo em todas as definições de mercado possíveis ⁽⁸⁾.
20. No que se refere aos instrumentos derivados de ações individuais europeias, embora reconhecendo que, na perspetiva do lado da procura, não existe substituição entre instrumentos derivados com base em ações diferentes ⁽⁹⁾, a decisão conclui que os corretores não compram apenas uma vez um contrato sobre instrumentos derivados de ações individuais, mas, regra geral, implementam estratégias de negociação mais amplas ⁽¹⁰⁾. No entanto, a decisão deixa em aberto se o mercado de produtos de opções e futuros cotados sobre ações individuais deve ser subdividido em função das ações individuais ou se deve abranger um conjunto mais amplo de ações, já que surgirá um obstáculo significativo à concorrência efetiva em todas as definições de mercado alternativas (a nível individual, nacional e europeu) ⁽¹¹⁾.

⁽¹⁾ Considerando 367 da decisão.

⁽²⁾ A compensação é constituída por uma série de operações pós-negociação, nomeadamente a gestão das posições durante a vigência do contrato, a gestão das garantias a fim de corrigir o risco de contraparte e a gestão de títulos a pronto. A compensação pode ser bilateral, na qual cada parte é exposta ao risco da outra parte (no espaço do mercado de balcão) ou através de uma contraparte central («CCP»). No que diz respeito aos instrumentos derivados negociados em bolsa, a compensação é realizada por uma contraparte central. As contrapartes centrais proporcionam uma garantia de execução ao interporem-se legalmente entre o comprador e o vendedor, assumindo o risco de incumprimento da contraparte em nome das partes que participam na transação. Para esse efeito, a contraparte central aprecia o nível de risco e gere o mesmo durante a vigência de cada contrato. Para se cobrir contra o risco, a contraparte central determina os denominados requisitos de margem (garantias) e estabelece um fundo de proteção contra o incumprimento para o qual cada membro envolvido na transação deve contribuir de acordo com a sua posição. As contrapartes centrais responsáveis por compensar os instrumentos derivados negociados em bolsa são selecionadas pela plataforma da bolsa de instrumentos derivados – portanto, em geral, os utilizadores de instrumentos derivados não dispõem de escolha em termos de contraparte central no que se refere às negociações de instrumentos derivados realizadas na bolsa. Em regra, as bolsas oferecem um serviço integrado pelo qual algumas bolsas que executam modelos de integração vertical, tal como a Eurex, cobram uma taxa única. Ver considerandos 230-236 da decisão.

⁽³⁾ Ver considerandos 316 332 e 367, ver também considerandos 351 a 359 da decisão.

⁽⁴⁾ Considerando 445 da decisão.

⁽⁵⁾ Ver considerandos 396-400.

⁽⁶⁾ Ver considerando 400.

⁽⁷⁾ Ver considerando 406.

⁽⁸⁾ Ver considerando 419.

⁽⁹⁾ Ver considerando 421.

⁽¹⁰⁾ Ver considerando 422.

⁽¹¹⁾ Ver considerando 426.

21. No que diz respeito a instrumentos derivados do índice de ações, a decisão conclui que da perspetiva do lado da procura, os índices individuais não são permutáveis, já que oferecem exposições distintas ⁽¹⁾. Na perspetiva do lado da oferta, os índices são, em geral, protegidos por direitos de propriedade intelectual e não podem ser utilizados livremente. Por conseguinte, existem mercados de produtos relevantes distintos para a negociação e a compensação de cada uma das famílias de índices de ações das partes notificantes. No entanto, a decisão conclui que as partes notificantes estão em concorrência em matéria de inovação no domínio dos novos produtos do índice europeu (nacionais e pan-europeus) ⁽²⁾.
22. A decisão considera que as opções, futuros e *swaps* constituem diferentes instrumentos utilizados para fins diferentes. A decisão conclui que os *swaps* constituem uma categoria separada, devido às respetivas diferentes características (adaptadas a uma data específica), utilizações (não são negociados por menos de dois anos) e ambiente em que são negociados (apenas no mercado de balcão). A partir do lado da procura, a procura para a negociação de instrumentos derivados de opções e futuros é geralmente específica ao tipo de contrato, pelo que futuros e opções não seriam permutáveis. Na perspetiva do lado da oferta, as bolsas oferecem tanto futuros com opções sobre elementos subjacentes sobre os quais cotam contratos, já que, após o estabelecimento, pela parte de uma bolsa, de liquidez em futuros sobre um elemento subjacente, esta pode começar a oferecer opções a um custo mínimo. Contudo, a decisão deixa em aberto a questão de se futuros e opções pertencem ao mesmo mercado de produtos, já que tal não afetaria a apreciação em termos de concorrência no presente caso ⁽³⁾ ⁽⁴⁾.
23. Por último, os mercados relevantes no domínio da negociação e da compensação de instrumentos derivados nos casos em que as atividades das partes notificantes se sobrepõem e nos quais os efeitos da transação são avaliados são os seguintes:
- no que diz respeito a clientes que podem negociar apenas instrumentos derivados negociados em bolsa, os mercados relevantes são o mercado de futuros e opções sobre taxa de juro europeia negociados em bolsa possivelmente subdivididos em TJCP e TJLP, o mercado de futuros e opções sobre ações individuais europeias e, no que diz respeito a inovação de produtos, o mercado de futuros e opções sobre o índice de ações europeias;
 - no que diz respeito a clientes que negociam tanto instrumentos derivados negociados em bolsa como instrumentos derivados do mercado de balcão, os mercados relevantes são o mercado de futuros e opções sobre taxa de juro europeia negociados em bolsa possivelmente subdivididos em TJCP e TJLP, abrangendo possivelmente semelhantes a instrumentos derivados negociados em bolsa, o mercado de futuros e opções sobre ações individuais europeias abrangendo possivelmente semelhantes a instrumentos derivados negociados em bolsa e, no que diz respeito a inovação de produtos, o mercado de futuros e opções sobre o índice de ações europeias. Com efeito, tendo em conta a pequena dimensão do segmento de semelhantes a instrumentos derivados negociados em bolsa, é possível deixar em aberto se, para esta categoria de clientes, os semelhantes a instrumentos derivados negociados em bolsa pertencem ao mesmo mercado que os instrumentos derivados negociados em bolsa negociados com base na carteira de ordens central, já que a apreciação concorrencial continua a mesma independentemente de se, para esta categoria de clientes, os semelhantes a instrumentos derivados negociados em bolsa são incluídos no mercado do produto em causa ⁽⁵⁾ ⁽⁶⁾.

⁽¹⁾ Ver considerando 428.

⁽²⁾ Ver considerandos 430-432.

⁽³⁾ Ver considerandos 433-443.

⁽⁴⁾ Consequentemente, o termo «instrumentos derivados negociados em bolsa» será utilizado para referir em termos gerais opções e futuros negociados em bolsa no seu conjunto (considerando 443 da decisão).

⁽⁵⁾ Ver considerandos 444-446.

⁽⁶⁾ O pedido não contesta as seguintes conclusões sobre os mercados de serviços externos à carteira de ordens – registo, confirmação e compensação pela contraparte central de contratos de instrumentos derivados em bloco negociados em bolsa e registo comercial, confirmação e serviços de compensação pela contraparte central para versões flexíveis de futuros e opções sobre ações europeias negociados no mercado de balcão. Embora os serviços externos à carteira de ordens sejam acordados bilateralmente, dizem respeito aos mesmos contratos e utilizam as mesmas infraestruturas que os serviços da carteira de ordens. Contudo, a substituíbilidade da procura é inexistente ou, no máximo, limitada entre os dois serviços, já que os serviços externos à carteira de ordens são relativos a negociações em bloco que não poderiam ser executadas com base numa carteira de ordens sem um impacto significativo nos preços. Por conseguinte, a decisão conclui que os serviços externos à carteira de ordens pertencem a um mercado distinto dos serviços da carteira de ordens, embora estreitamente relacionado com o mesmo. As atividades das partes notificantes sobrepõem-se ainda no que diz respeito aos serviços pós-negociação para contratos «flex». As negociações abrangidas por estes sistemas não dispõem, regra geral, do nível de normalização em termos de parâmetros económicos que as tornariam elegíveis para negociação com base numa carteira de ordens. Por conseguinte, a decisão concluiu que estes serviços não podem ser permutáveis com os serviços com base numa carteira de ordens ou os serviços externos à carteira de ordens. Ver considerandos 463ff.

24. No respeitante ao mercado geográfico, a decisão conclui que, independentemente de se o âmbito geográfico do mercado para cada um dos mercados de produto relevantes supracitados é definido como mundial ou limitado ao EEE, a transação proposta entravará uma concorrência efetiva em ambas as definições de mercado alternativas. Tal deve-se ao facto de que, embora do lado da procura os clientes se localizem em todo o mundo, do lado da oferta, apenas a Eurex e a Liffe (e num grau menos limitado outras bolsas europeias) oferecem contratos sobre instrumentos derivados com base em elementos subjacentes europeus nos domínios em que as partes notificantes se sobrepõem⁽¹⁾.

III. APRECIÇÃO EM TERMOS DE CONCORRÊNCIA

25. As partes notificantes são, na prática, os únicos dois intervenientes que oferecem negociação em bolsa dos futuros e opções sobre taxa de juro europeia e ocupam posições predominantes na negociação de instrumentos derivados de ações individuais⁽²⁾ e instrumentos derivados do índice de ações. Em conjunto, controlam mais de 90 % de todos os instrumentos derivados com base em elementos subjacentes europeus negociados em todo o mundo:
- Nos instrumentos derivados de taxas de juro europeias negociados em bolsa, a Eurex e a Liffe controlam, em conjunto, [90-100 %] do mercado (NYSE [40-50 %] e DB [40-50 %]);
 - Nos instrumentos derivados do índice de ações europeias negociados em bolsa, a DB controla [90-100 %] dos contratos de instrumentos derivados negociados em bolsa, com base no índice STOXX, ao passo que a NYX detém um quase monopólio no índice FTSE do Reino Unido (o índice FTSE também está licenciado para a Turquoise). A Eurex e a Liffe detém monopólios nos respetivos índices nacionais, DAX, CAC, AEX, BEL e PSI.
 - Nos instrumentos derivados de ações individuais europeias, a NYX detém [20-30 %] e a DB [60-70 %], o que perfaz um total combinado de [80-90 %]. Existem sobreposições significativas entre as partes nos contratos de ações individuais da Bélgica, França, Áustria, Finlândia, Alemanha, Itália, Portugal, Suíça e Reino Unido⁽³⁾.

III.1. Parâmetros gerais de concorrência na negociação e na compensação de instrumentos derivados

26. O custo total da negociação é composto por vários elementos: i) comissões de negociação e de compensação e custos de garantia (componente direto), ii) diferencial entre compra e venda realizado e qualquer impacto sobre o mercado (componente indireto). O último é, em regra, de dimensão várias vezes superior ao primeiro. As bolsas concorrem não apenas em termos do componente direto da comissão de negociação, mas também através de incentivos concebidos para reduzir o componente indireto. As taxas globais são complementadas numa base casuística que rebate para membros individuais. Em geral, a concorrência conduz à diminuição das comissões, a políticas de garantia mais eficientes e a uma maior liquidez⁽⁴⁾.
27. Para além da concorrência direta em contratos cotados⁽⁵⁾, as bolsas de valores concorrem para introduzir novos produtos que serão atrativos para os seus utilizadores existentes. Este tipo de concorrência toma em consideração o facto de que um contrato bem-sucedido pode captar a maioria ou toda a liquidez durante um período considerável⁽⁶⁾.
28. As bolsas concorrem ainda no desempenho de sistemas e nas funcionalidades de negociação, bem como em processos e na conceção do mercado. Embora a inovação nestes domínios seja parcialmente impulsionada pela procura do cliente, é também parcialmente resultante da luta concorrencial e do risco de, como aconteceu com o contrato Bund, a liquidez ser passível de migrar se uma bolsa não acompanhar os respetivos concorrentes⁽⁷⁾.
29. A concorrência entre a Eurex e a Liffe assume a forma de uma concorrência real e potencial no que se refere à introdução de produtos novos ou melhorados⁽⁸⁾. A concorrência potencial é uma força disciplinadora significativa entre as partes, que são os respetivos concorrentes mais próximos devido à dimensão e ao âmbito dos respetivos grupos de margem, membros e conhecimentos. Esta é ilustrada por vários casos de concorrência real e prevista no passado que surtiram um efeito real e significativo nas comissões e funciona numa base contínua. A existência de partes de mercado efetivas (ainda que reduzidas) para determinados produtos por parte do concorrente sublinha ainda mais a natureza existencial desta ameaça concorrencial. Esta relação concorrencial singularmente estreita, amplamente ilustrada por documentos internos e confirmada por clientes e concorrentes, teria sido eliminada pela transação⁽⁹⁾.

⁽¹⁾ Ver considerandos 447-464.

⁽²⁾ Ver considerandos 498, 543 e 572.

⁽³⁾ Considerandos 498, 499.

⁽⁴⁾ Considerandos 501-514.

⁽⁵⁾ Considerandos 543-559.

⁽⁶⁾ Considerandos 515-519 e 560-603.

⁽⁷⁾ Considerandos 520-526.

⁽⁸⁾ Considerandos 560-603.

⁽⁹⁾ Considerandos 543-559, em particular o considerando 546.

30. O facto de novas ideias poderem surgir inicialmente no mercado de balcão não significa que não existe concorrência entre as partes para normalizar estes contratos e criar liquidez em bolsa. Pelo contrário, ambas investem montantes significativos em inovação e, não obstante os muitos entraves ao sucesso, existe um fluxo constante de novos produtos por parte de ambas as partes. Além disso, mesmo que em termos quantitativos a inovação permanecesse no mesmo nível, os termos comerciais em que tais inovações foram realizadas e permaneceram disponíveis no mercado teriam sido negativamente afetados pela transação ⁽¹⁾. No que diz respeito a tecnologia, a experiência nos mercados a pronto desde a Diretiva MiFID demonstrou que a concorrência é um acelerador fundamental da taxa de inovação.

III.2. Concorrência entre as partes — futuros e opções sobre taxa de juro europeia ⁽²⁾

31. Embora as sobreposições diretas entre as partes no domínio dos instrumentos derivados de taxas de juro europeias estejam atualmente limitadas, mas em caso algum insignificantes, a decisão concluiu que a Eurex e a Liffe são os potenciais concorrentes mais próximos neste domínio.
32. As sobreposições dizem respeito a futuros e opções sobre taxas de juro a curto prazo em euros, bem como a um grau de competição direta entre a oferta de parcelas e pacotes de futuros sobre a Euribor por parte da Liffe e a oferta de instrumentos derivados de notação soberana alemã de dois e cinco anos por parte da DB.
33. A Eurex e a Liffe envolveram-se numa luta pelo estabelecimento do índice de referência da Euribor durante mais de um ano na altura da introdução do euro. Nos últimos anos a Eurex deteve uma parte de mercado pequena (desde 2007 [0-5 %]) em futuros sobre a Euribor, mas em conjunto, as partes alcançam um quase monopólio. A Eurex e a Liffe são as únicas bolsas que dispõem de uma margem significativa neste contrato. O recente lançamento da Euribor pela CME quase não atingiu negociação. A margem da CME nos instrumentos derivados de TJCP em euros é insignificante e de forma alguma pode acompanhar a Liffe ou mesmo a Eurex. No que diz respeito às opções sobre os futuros sobre a Euribor, a DB envolveu-se num avanço que, em seis meses, aumentou os respetivos volumes mensais para quase 5 % imediatamente antes do anúncio da transação. Tal deveu-se à insatisfação dos utilizadores com os termos oferecidos pela Liffe. Para além de ser um episódio de concorrência efetiva, sublinha a ameaça de concorrência potencial exercida pela Eurex e a Liffe entre si. Consequentemente, a Liffe foi forçada a reduzir as respetivas comissões.
34. Em relação aos conjuntos e pacotes Euribor, a decisão constatou que estes concorrem com as taxas alemãs de dois e cinco anos no que se refere a determinados utilizadores, nomeadamente aos que se encontram expostos a taxas de juro comerciais a longo prazo, para os quais representam uma cobertura melhor mas com menos liquidez ⁽³⁾. A oferta da DB compete diretamente com a NYX neste domínio mesmo que o contrário possa não ser aplicável.
35. A decisão descreve os esforços envidados pela Liffe para aceder ao espaço de notação soberana alemã diretamente com contratos equivalentes e indiretamente com contratos semelhantes ⁽⁴⁾. De igual modo, descreve os esforços envidados pela Eurex em relação às taxas de juro do Reino Unido, onde a Liffe detém atualmente uma situação de monopólio ⁽⁵⁾.
36. Atualmente e no futuro previsível não existe uma ameaça realista às franquias das partes por parte de qualquer outro concorrente. As tentativas de clientes para apoiar uma nova plataforma de negociação de taxa de juro – Project Rainbow – foram frustradas quando a Liffe tomou medidas para prevenir a fungibilidade ⁽⁶⁾ e a compensação de margem ⁽⁷⁾ com posições negociadas na sua própria plataforma.
37. As partes são igualmente o concorrente mais próximo um do outro no que diz respeito à inovação no domínio dos instrumentos derivados de taxa de juro europeia.

⁽¹⁾ Considerandos 527-531.

⁽²⁾ Considerandos 641-814.

⁽³⁾ Considerandos 681ff.

⁽⁴⁾ Considerandos 713ff.

⁽⁵⁾ Considerandos 736ff.

⁽⁶⁾ Nota de rodapé 110.

⁽⁷⁾ Considerando 238.

III.3. Concorrência entre as partes - opções e futuros sobre ações individuais ⁽¹⁾

38. Neste domínio, a Eurex e a Liffe possuem empresas de dimensão semelhante e concorrem diretamente em grande medida. 75 % dos futuros e 63 % das opções disponíveis na Liffe encontram-se igualmente disponíveis na Eurex. Além disso, os semelhantes da Eurex podem ser compensados na Liffe. Nos instrumentos derivados de ações do mercado interno alemão da DB, mais de 20 % das negociações ocorrem igualmente na Liffe. Mais de um quarto das negociações de instrumentos derivados franceses ocorre na Eurex. Em várias ações, a maioria das negociações é realizada fora do mercado interno. As partes sobrepõem-se em todos os seus mercados internos e alcançam uma parte de mercado combinada de [90-100 %] nesses mercados.
39. Mesmo em determinados mercados fora dos seus mercados internos originais, as partes alcançaram partes de mercado significativas em detrimento do operador histórico estabelecido. A liquidez em grandes ações espanholas encontra-se dividida entre a Eurex e a Liffe, com a bolsa nacional, a MEF, em segundo ou terceiro lugar.
40. A decisão conclui que é provável que, devido ao efeito de gravidade da sua margem alargada, a entidade resultante da concentração teria conseguido eliminar progressivamente o concorrente estabelecido e alcançar uma situação de monopólio em todos os mercados europeus, não apenas nos seus mercados internos (incluindo alguns como a Dinamarca onde, atualmente, existe apenas a Liffe). Esta situação eliminaria a concorrência significativa em relação às comissões. Tendo em conta a posição esmagadora no mercado da entidade resultante da concentração, por maioria de razão, não teriam existido perspetivas de novas entradas significativas para exercer pressão concorrencial sobre as comissões.

III.4. Concorrência entre as partes: índices de ações ⁽²⁾

41. A concorrência entre as partes nos instrumentos derivados do índice de ações europeias refere-se apenas à inovação. A transação teria um impacto negativo sobre a inovação por parte tanto da Eurex como da Liffe e por terceiros, com repercussões no mercado relacionado do licenciamento de índices. A perspetiva de uma inovação significativa por parte de terceiros, tal como envidado pela Chi-X em combinação com os índices Russel seria igualmente eliminada.

III.5. Barreiras à entrada e à expansão ⁽³⁾

42. Potenciais novos operadores nos mercados de instrumentos derivados negociados em bolsa com base em elementos subjacentes europeus são confrontados com elevados entraves à entrada, tendo em conta a importância de liquidez e juro em aberto, bem como os benefícios da compensação e do recurso a margens cruzadas que lhes estão associados ⁽⁴⁾. Tal deve-se especialmente à característica dos mercados de instrumentos derivados nos quais a compensação e as possibilidades de margem desempenham um papel muito mais significativo do que nos mercados a prazo. Com efeito, o risco de contraparte é gerido por um período significativamente mais longo do que para os mercados a prazo nos quais a liquidação é efetuada no prazo de alguns dias após a negociação e, portanto, a publicação de garantias pelos utilizados nos mercados de instrumentos derivados pode ser significativa ⁽⁵⁾.
43. Além disso, a possibilidade de os concorrentes oferecerem instrumentos derivados do índice de ações e, assim, conseguirem também uma posição nos produtos derivados de ações individuais é também limitada, dado que os produtos do índice de referência são protegidos por direitos de propriedade intelectual. A existência de uma grande base instalada de utilizadores existentes (base de membros) que «distribui» os produtos da bolsa aos investidores, caracterizada por custos de ligação irrecuperáveis inevitáveis, é também um entrave significativo à entrada.
44. O entrave à entrada nos instrumentos derivados de ações individuais decorrente do juro em aberto e da liquidez em produtos de índice — que são protegidos por direitos de propriedade intelectual — não está apenas relacionado com possíveis compensações da margem com os instrumentos derivados de índice de ações que lhes estão associados, mas igualmente com o desejo de determinados intervenientes no mercado de negociar o índice e alguns dos instrumentos derivados subjacentes componentes (bem como o índice e os títulos negociados a prazo componentes) em conjunto.

⁽¹⁾ Considerandos 815-892.

⁽²⁾ Considerandos 893-925.

⁽³⁾ Considerandos 926-1008.

⁽⁴⁾ Para a definição de compensação e do recurso a margens cruzadas, ver nota de rodapé 108 da decisão. Os corretores podem beneficiar de oportunidades de compensação e de recurso a margens cruzadas na medida em que, quando dispõem de juro em aberto numa plataforma de negociação, os requisitos de garantias para negociações adicionais na mesma plataforma possam ser inferiores. Ver considerandos 934 e seguintes da decisão.

⁽⁵⁾ Ver também considerando 104 da decisão.

45. Por conseguinte, a decisão concluiu que é improvável que a entrada suficiente e em tempo útil ocorresse após a concentração em qualquer dos mercados relevantes para atenuar os efeitos anticoncorrenciais da transação.

III.6. Inexistência de poder de pressão por parte dos clientes ⁽¹⁾

46. Durante o procedimento administrativo, a DB e a NYX alegaram que grandes bancos de investimento detêm um poder de compra significativo, que impediria que as entidades objeto de concentração aumentassem as comissões após a concentração. As partes alegaram nomeadamente que estes grandes bancos de investimento poderiam unir-se para apoiar a entrada bem-sucedida já que alegadamente controlam o fluxo de ordens. No entanto, não existem exemplos de que tal tenha ocorrido nos mercados relevantes, apesar de algumas tentativas frustradas. Além disso, qualquer tentativa nesse sentido não é plausível, uma vez que, nomeadamente, teria de envolver um número muito significativo de intervenientes. A decisão conclui que, na medida em que atualmente existe uma restrição, tal seria decorrente da rivalidade entre as partes e da ameaça de os clientes migrarem os seus negócios de uma para outra. Assim, esta restrição teria sido eliminada pela concentração.

III.7. Conclusões sobre a concorrência entre as partes na negociação e na compensação de instrumentos derivados negociados em bolsa

47. A decisão concluiu que a transação proposta teria combinado as duas principais bolsas de instrumentos derivados da Europa, conduzindo à criação de uma posição de quase monopólio em cada um dos mercados relevantes de negociação e de compensação de serviços para:

- futuros e opções sobre taxas de juro europeias negociados em bolsa;
- futuros e opções sobre ações individuais europeias negociados em bolsa;
- futuros e opções sobre novos índices de ações europeias negociados em bolsa;
- serviços externos à carteira de ordens para contratos de instrumentos derivados europeus em bloco negociados em bolsa ⁽²⁾; e
- registo comercial, serviços de confirmação e compensação por contraparte central para versões flexíveis de futuros e opções sobre ações europeias negociados no mercado de balcão ⁽³⁾.

48. Em cada caso e tendo em conta os grandes entraves à entrada e expansão e a ausência de poder de pressão por parte dos clientes, a transação teria suscitado um obstáculo significativo à concorrência efetiva por meio da eliminação de:

- concorrência existente, concorrência potencial e a importante pressão concorrencial que a Eurex e a Liffe atual e singularmente exercem entre si, na qualidade de concorrentes mais próximos, no que se refere a serviços de negociação e de compensação no que diz respeito a cada um dos mercados descritos *supra*;

⁽¹⁾ Considerandos 1009-1024.

⁽²⁾ A Eurex e a Liffe oferecem serviços semelhantes e, em grande medida, sobrepostos também neste domínio e não se deparam com outros concorrentes (ou, no máximo, um outro concorrente em determinados mercados não nacionais de instrumentos derivados de ações individuais). Um montante significativo do volume compensado na Eurex e Liffe é representado por negociações executadas fora da carteira de ordens e que lhes são comunicadas para confirmação e compensação. Surgem questões semelhantes no que se refere a todos os mercados relevantes, bem como para negociações com base numa carteira de ordens, já que as sobreposições são as mesmas. Além disso, é possível compensar semelhantes à Eurex na Liffe. Embora não sejam fungíveis com o contrato da Eurex, estes beneficiam de outras duas vantagens cruciais dos instrumentos derivados negociados em bolsa, nomeadamente compensação de margem e eliminação do risco de contraparte e, portanto, representam a restrição mais próxima fora do mercado. Ver considerandos 463 ff e 1025 ff.

⁽³⁾ As partes oferecem serviços semelhantes e, em grande medida, sobrepostos também neste domínio, no qual a Liffe foi a primeira a inovar com o serviço BClear, descrito como um «enorme sucesso». Não enfrentam outros concorrentes, sendo que todos os concorrentes que oferecem serviços semelhantes não oferecem tais serviços em relação a nenhum dos elementos subjacentes de ações dos mercados internos das partes. Este serviço permite-lhes conseguir volumes significativos para compensação que permaneceriam de outro modo no mercado de balcão e está destinado a crescer em termos de importância ao abrigo das reformas do G20. A Liffe realizou incursões significativas aos elementos subjacentes alemães e suíços, mas também a DB aos elementos subjacentes dos mercados internos da Liffe. As partes concorrem estreitamente no que se refere a taxas e oferta de serviços. A entrada significativa é pouco provável. Ver considerandos 477 ff e 1071 ff.

- concorrência entre a Eurex e a Liffe em relação a inovação de produtos no âmbito de cada um destes mercados de produtos, para os quais são os concorrentes mais próximos um do outro; e
- concorrência entre a Eurex e a Liffe na conceção de tecnologias, processos, serviços e mercados.

IV. GANHOS DE EFICIÊNCIA

49. As partes notificantes alegaram que a transação beneficiaria os utilizadores das suas bolsas a pronto e de instrumentos derivados através da criação de ganhos de eficiência significativos. Alegaram que os utilizadores conseguiriam constatar a redução dos custos da participação nestas plataformas, que os utilizadores teriam de apresentar menos garantias para compensar transações e que os utilizadores beneficiariam de uma maior liquidez e, portanto, de custos de negociação implícitos mais reduzidos. As partes notificantes alegaram que os efeitos de liquidez da transação teriam repercussões que beneficiariam as empresas e os consumidores em toda a economia. Alegaram que i) as empresas beneficiariam de uma redução dos custos de capital, ii) os governos conseguiriam financiar-se a menor custo, o que disponibilizaria recursos para investimento público e privado, e iii) os consumidores beneficiariam de mais emprego, inovação e crescimento económico.
50. À luz da situação de quase monopólio decorrente da transação em vários mercados pertinentes, tal como identificado na decisão, quaisquer ganhos de eficiência, mesmo que verificáveis, específicos da concentração e passíveis de beneficiar os consumidores, teriam de ser especialmente significativos para evitar o grande obstáculo à concorrência efetiva supracitado, nomeadamente a perda de concorrência efetiva e potencial e a perda de concorrência na inovação ⁽¹⁾.
51. Com base nos elementos de prova que as partes notificantes apresentaram, a decisão concluiu que i) os ganhos de eficiência alegados pelas partes notificantes no domínio dos custos informáticos e de acesso do utilizador não eram verificáveis ⁽²⁾, ii) era provável que alguns ganhos de eficiência fossem acumulados para clientes a partir de maiores oportunidade de recurso a margens cruzadas que, por sua vez, se traduziriam em poupanças de garantias. No entanto, a Comissão observou que alguns destes ganhos de eficiência poderiam ser alcançados através de meios menos anticoncorrenciais e que era possível que existisse alguma repercussão sobre os clientes, embora a dimensão deste efeito não pudesse ser determinada ⁽³⁾, iii), o alegado impacto de liquidez nas bolsas a pronto integradas não era verificável ⁽⁴⁾ e iv) o alegado impacto de liquidez resultante da integração das plataformas de negociação de instrumentos derivados das partes não era verificável. Mesmo que estes impactos de liquidez fossem verificáveis, teria havido alguma repercussão sobre os clientes, mas não foi possível determinar a dimensão deste efeito com base nos dados disponíveis ⁽⁵⁾. Além disso, a Comissão considerou que os ganhos de eficiência a nível da economia não eram verificáveis neste caso ⁽⁶⁾ e afirmou que era improvável que as economias de custo fixadas tivessem repercussões para os clientes ⁽⁷⁾.

V. VIAS DE RECURSO

52. A fim de resolver os problemas de concorrência identificados pela Comissão, as partes notificantes apresentaram dois conjuntos de medidas corretivas, um primeiro em 17 de novembro de 2011 e, no seguimento do resultado negativo do teste de mercado do primeiro conjunto, um segundo em 14 de dezembro de 2011. Ambos os conjuntos incluíam um compromisso de alienação no domínio dos instrumentos derivados de ações individuais e uma medida corretiva relativa ao acesso no que diz respeito novos instrumentos derivados de taxas de juro e índices de ações. Além disso, o segundo conjunto de medidas corretivas incluía um compromisso de licenciamento de software para a negociação de instrumentos derivados de taxa de juro existentes e novos.
53. A Comissão analisou a adequação do pacote de compromissos apresentado em 14 de dezembro de 2011 para corrigir a totalidade dos problemas de concorrência identificados na decisão. Para esse efeito, a Comissão analisou a adequação do âmbito de aplicação dos compromissos propostos, a probabilidade de uma entrada atempada e suficiente com base nos compromissos propostos, bem como a probabilidade da sua eficácia na prática. A Comissão considerou que estes compromissos eram incapazes de eliminar o problema de concorrência identificado.

⁽¹⁾ Considerando 1337.

⁽²⁾ Considerando 1187.

⁽³⁾ Considerando 1243.

⁽⁴⁾ Considerando 1303.

⁽⁵⁾ Considerando 1327.

⁽⁶⁾ Considerando 1330.

⁽⁷⁾ Considerando 1334.

VI. CONCLUSÃO DA DECISÃO

54. A decisão concluiu que a transação entravaria significativamente a concorrência efetiva no mercado interno ou numa parte substancial desse mercado na aceção do artigo 2.º, n.º 3, do Regulamento das concentrações. Tal deve-se ao facto de a transação resultar na criação de uma posição dominante ou de quase monopólio e na eliminação do concorrente real e potencial mais próximo nos instrumentos derivados de ações individuais europeias negociados em bolsa e nos produtos derivados de taxa de juro europeia negociados em bolsa (incluindo concorrência na inovação de produtos) e em novos instrumentos derivados de índice de ações europeias. Para além disso, a transação entravaria significativamente a concorrência efetiva através da criação de uma posição dominante ou de quase monopólio e da eliminação do concorrente real e potencial mais próximo nos mercados de serviços externos à carteira de ordens para contratos de instrumentos derivados europeus em bloco negociados em bolsa (independentemente de como este mercado possa ser adicionalmente dividido), e de registo comercial, serviços de confirmação e compensação por contraparte central para versões flexíveis de futuros e opções sobre ações europeias negociados no mercado de balcão ⁽¹⁾.
-

⁽¹⁾ Considerando 1483.