Zusammenfassung des Beschlusses der Kommission

vom 29. März 2017

zur Feststellung der Unvereinbarkeit eines Zusammenschlusses mit dem Binnenmarkt und dem EWR-Abkommen

(Sache M.7995 — Deutsche Börse/London Stock Exchange)

(Bekannt gegeben unter Aktenzeichen C(2017) 2006)

(Nur der englische Text ist verbindlich)

(2017/C 240/06)

Am 29. März 2017 hat die Kommission in einem Fusionskontrollverfahren nach der Verordnung (EG) Nr. 139/2004 des Rates vom 20. Januar 2004 über die Kontrolle von Unternehmenszusammenschlüssen ([1]), insbesondere nach Artikel 8 Absatz 3, einen Beschluss erlassen. Eine nichtvertrauliche Fassung des vollständigen Wortlauts des Beschlusses kann in der verbindlichen Sprachfassung der Wettbewerbssache auf der Website der Generaldirektion Wettbewerb unter folgender Adresse eingesehen werden: http://ec.europa.eu/comm/competition/index_en.html

1. EINLEITUNG

(1) Der vorgeschlagene Zusammenschluss, dem zufolge Deutsche Börse AG und London Stock Exchange Group fusionieren würden, ist mit dem Binnenmarkt und dem Funktionieren des EWR-Abkommens nach Artikel 8 Absatz 3 der Fusionskontrollverordnung unvereinbar.

2. VERFAHREN

(2) Am 24. August 2016 ist die Anmeldung eines Zusammenschlusses nach Artikel 4 der Fusionskontrollverordnung bei der Kommission eingegangen. Danach ist Folgendes beabsichtigt: Die beiden bislang unabhängigen Unternehmen Deutsche Börse AG („DBAG", Deutschland) und London Stock Exchange Group plc („LSEG", Vereinigtes Königreich) fusionieren im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Buchstabe a der Fusionskontrollverordnung (im Folgenden „Vorhaben"). LSEG und DBAG werden zusammen als die „Beteiligten" bezeichnet.

(3) Auf der Grundlage der Ergebnisse der Marktuntersuchung im Vorprüfverfahren (im Folgenden „Marktuntersuchung im Vorprüfverfahren") äußerte die Kommission ernsthafte Zweifel an der Vereinbarkeit des Zusammenschlusses mit dem Binnenmarkt und erließ am 28. September 2016 einen Beschluss zur Einleitung eines Verfahrens nach Artikel 6 Absatz 1 Buchstabe c der Fusionskontrollverordnung. Die Beteiligten übermittelten am 9. November 2016 eine konsolidierte Fassung ihrer Antwort auf den Beschluss zur Einleitung des Verfahrens mit einigen zusätzlichen Anmerkungen vom 20. November 2016.

(4) Am 19. Oktober 2016 beantragten die Beteiligten gemäß Artikel 10 Absatz 3 zweiter Unterabsatz der Fusionskontrollverordnung eine Fristverlängerung von 15 Arbeitstagen. Am 14. Dezember 2016 beantragten die Beteiligten gemäß Artikel 10 Absatz 3 zweiter Unterabsatz dritter Satz der Fusionskontrollverordnung eine weitere Fristverlängerung von 5 Arbeitstagen, die per Beschluss am 16. Dezember 2016 gewährt wurde.

(5) Aufgrund der Ergebnisse einer eingehenden Marktuntersuchung in Phase II (im Folgenden „Marktuntersuchung in Phase II") übermittelte die Kommission den Beteiligten am 14. Dezember 2016 eine Mitteilung der Beschwerdepunkte. Die Beteiligten antworteten auf die Mitteilung der Beschwerdepunkte am 6. und 13. Januar 2017 und übermittelten am 24. Januar 2017 zusätzliche Stellungnahmen. Am 24. Januar 2017 fand eine Zusammenkunft zum Verfahrensstand statt.

(6) Am 9. Januar 2017 teilten die Beteiligten der Kommission mit, dass sie nicht bereit waren, ihre Argumente in einer Anhörung vorzutragen.

(7) Am 26. Januar 2017 übermittelte die Kommission den Beteiligten ein Sachverhaltsschreiben, auf das die Beteiligten am 30. Januar 2017 antworteten.

(8) Am 6. Februar 2017 übermittelten die Beteiligten Verpflichtungszusagen gemäß Artikel 8 Absatz 3 zweiter Unterabsatz der Fusionskontrollverordnung (im Folgenden „ursrpüngliche Verpflichtungszusagen"). Infolgedessen wurde die Frist für den Erlass eines endgültigen Beschlusses nach Artikel 10 Absatz 3 erster Unterabsatz der Fusionskontrollverordnung um 15 Arbeitstage verlängert. Überarbeitete Fassungen dieser Zusagen wurden am 8. und 9. Februar 2017 eingereicht.

(9) Die Kommission führte einen Markttest der Zusagen vom 9. Februar 2017 durch. Die Ergebnisse des Markttests wurden am 15. und 16. Februar 2017 vorgelegt. Die Parteien wurden am 16. Februar unmittelbar über die Ergebnisse informiert.

([1]) ABl. L 24 vom 29.1.2004, S. 1.

(10) Am 27. Februar 2017, d. h. Tag 80 des Verfahrens, übermittelten die Beteiligten offiziell ein neues Verpflichtungspaket (im Folgenden „endgültige Verpflichtungen").

(11) Der Entwurf des Beschlusses wurde in der Sitzung des Beratenden Ausschusses für die Kontrolle von Unternehmenszusammenschlüssen vom 13. März 2017 mit den Mitgliedstaaten erörtert; der Ausschuss gab eine befürwortende Stellungnahme ab.

(12) Der Anhörungsbeauftragte legte am 15. März 2017 einen Bericht vor.

3. **WÜRDIGUNG**

1. **Einleitung**

(13) Die Tätigkeiten der Beteiligten führen zu horizontalen Überschneidungen und/oder vertikalen Verbindungen auf einer erheblichen Zahl von Märkten in Bezug auf eine Vielzahl von Dienstleistungen auf dem Gebiet der Finanzmarktinfrastrukturen und reichen von der Notierung bis zum Handel und Clearing über weitere nachbörslichen Dienstleistungen, einschließlich der Abwicklung, Verwahrung und Verwaltung von Sicherheiten.

(14) Diese Dienstleistungen umfassen mehrere Finanzinstrumente oder Kategorien von Vermögenswerten, einschließlich Barmittel (Aktien und Anleihen), Repo-Geschäfte („Repos"), Derivate sowie eine Reihe damit zusammenhängender Bereiche einschließlich Index-Lizenzierung, Berichterstattung über den Handel und Bereitstellung von Marktdaten.

2. **Definitionen des sachlich relevanten Marktes**

i) *Anleihen*

(15) In Bezug auf Anleihen ist der einzige Markt, der im Beschluss nach Artikel 8 Absatz 3 eingehend analysiert wurde, der Markt für das Clearing von Anleihen.

(16) Die Kommission vertrat die Auffassung, dass der relevante Markt für das Clearing von Anleihen dem CCP-Clearing von Anleihen entspricht und keine anderen „nicht geclearten" Formen des Risikomanagements von Anleihen (d. h. bilaterale Abwicklung und die Zusammenführung sich deckender Kundenaufträge) umfasst. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die Marktuntersuchung gezeigt hat, dass „nicht geclearte" Anleihen zwar immer noch die häufigste Art von Transaktionen darstellen, eine gesonderte Nachfrage für CCP-geclearte Anleihen aber besteht, weiter bestehen und in naher Zukunft angesichts der regulatorischen Veränderungen weiter zunehmen wird.

(17) Für die Zwecke des Artikel 8 Absatz 3 ist die Kommission der Auffassung, dass der relevante Markt in Bezug auf Anleihen der Markt für das CCP-Clearing von Anleihen im EWR ist.

ii) *Repo-Geschäfte*

(18) In Bezug auf die Repos vertrat die Kommission die Auffassung, dass die Märkte in drei grundlegende Dimensionen aufgeteilt werden sollten: Dreiparteien vs. Nicht-Dreiparteien, ATS-(elektronischer) Handel vs. bilateraler Handel und geclearte Geschäfte vs. nicht geclearte Geschäfte. Relevante Märkte bestehen insbesondere für ATS-gehandelte und über CCP geclearte Dreiparteien- und Nicht-Dreiparteien-Repos. Kunden neigen zum Kauf von Dienstleistungspaketen aus Handels- und Clearinggeschäften sowie zur Verwaltung der Sicherheiten im Falle von Dreiparteien-Repogeschäften.

(19) Die Marktuntersuchung hat gezeigt, dass insbesondere für Dealer-to-Dealer-(„D2D"-)Geschäfte die Liquidität für standardisierte, kurzfristige Repo-Geschäfte auf der Grundlage hochwertiger Sicherheiten in automatisierten Handelssystemen („ATS") akkumuliert wird. Für Kunden, die mit solchen Repos handeln, würden andere Repo-Formen einen wenig zufriedenstellenden Ersatz darstellen.

(20) Deshalb vertrat die Kommission für die Zwecke des Beschlusses nach Artikel 8 Absatz 3 die Auffassung, dass die relevanten Märkte für Repos die Märkte für i) ATS-gehandelte und CCP-geclearte Nicht-Dreiparteien-Repos oder alternativ dazu für das Clearing ATS-gehandelter Nicht-Parteien-Repos und ii) ATS-gehandelter sowie CCP-geclearter Dreiparteien-Repos sind. All diese Märkte haben einen EWR-weiten räumlichen Anwendungsbereich.

iii) *Nachbörsliche Dienstleistungen*

(21) In Bezug auf die nachbörslichen Dienstleistungen sind die für die Zwecke des Beschlusses nach Artikel 8 Absatz 3 analysierten betroffenen Märkte die Märkte für Abwicklungs- und Verwahrungsdienste sowie für die Verwaltung von Sicherheiten („CMS").

(22) Die Kommission analysierte einen getrennten sachlich relevanten Markt für Abwicklungs- und Verwahrungsdienste für internationale Zentralverwahrer („ICSD") und Gesamtverwahrer in Bezug auf festverzinsliche Titel. ICSD und Gesamtverwahrer schlagen internationalen Kunden Wertpapiere aus verschiedenen Ländern vor, während nationale Zentralverwahrer („CSD") oder nationale Verwahrstellen eher auf die Inlandsmärkte konzentriert sind.

(23) Für die Zwecke des Beschlusses nach Artikel 8 Absatz 3 ist die Kommission der Auffassung, dass der relevante Markt in Bezug auf Abwicklungs- und Verwahrungsdienste für Anleger der Markt für internationale Abwicklungs- und Verwahrungsdienste der durch ICSD und Gesamtverwahrer in Bezug auf EWR-festverzinsliche Wertpapiere erbrachten Dienstleistungen zumindestens auf EWR-Ebene ist. Die Frage, ob ein Unterschied zwischen den Dienstleistungen von globalen Gesamtverwahrern und von ICSD erbrachten Dienstleistungen besteht, könnte für die Zwecke des Beschlusses offengelassen werden.

(24) Ferner prüfte die Kommission einen getrennten sachlich relevanten Markt für CMS, konnte jedoch keine Rückschlüsse auf eine potenzielle weitere Unterteilung zwischen internationalen Anbietern (ICSD und globale Gesamtverwahrer) vs. inländische Anbieter (CSD und lokale Verwahrstellen), eine mögliche Abgrenzung zwischen Dienstleistungen im Rahmen der Sicherheitenverwaltung für geclearte Transaktionen vs. Sicherheitenverwaltung noch nicht geclearter Transaktionen und eine mögliche Abgrenzung zwischen der Verwaltung der Sicherheiten für festverzinsliche Wertpapiere vs. der Sicherheitenverwaltung von Aktien ziehen. Die Transaktion würde in der Tat unabhängig von möglichen weiteren Abgrenzungen wettbewerbsrechtliche Bedenken auf diesem Markt aufwerfen.

(25) In Anbetracht der vorstehenden Ausführungen ist die Kommission der Auffassung, dass für die Zwecke des Beschlusses nach Artikel 8 Absatz 3 der relevante Markt für Sicherheitenverwaltung der EWR-weite Markt für CMS ist, der eine weitere Segmentierung offen lässt.

iv) *Finanzderivate*

(26) In Bezug auf Finanzderivate ist der betroffene Markt, der für die Zwecke des Beschlusses nach Artikel 8 Absatz 3 eingehend analysiert wurde, der Markt für Einzelaktienderivate.

(27) Die Kommission prüfte getrennte sachlich relevante Märkte für den Handel und das Clearing börsengehandelter Zinsderivate und für das Clearing OTC-gehandelter Zinsderivate, da sie unterschiedliche Produktmerkmale und Regulierungsanforderungen haben, unterschiedlichen Zwecken dienen und häufig von verschiedenen Marktteilnehmergruppen gehandelt werden.

(28) Die Kommission prüfte zudem einen getrennten sachlich relevanten Markt für börsengehandelte Einzelaktienderivate, einschließlich Futures und Optionen. Es kann offen gelassen werden, ob getrennte Märkte auf der Grundlage der Staatsangehörigkeit des Basiswerts solcher Derivate bestehen oder ob der relevante Markt alle Einzelaktienderivate auf der Grundlage eines europäischen Basiswerts umfasst.

(29) Die Kommission kam daher zu der Auffassung, dass für die Zwecke des Beschlusses nach Artikel 8 Absatz 3 der relevante Markt für Finanzderivate der EWR-weite Markt für den Handel und das Clearing von Einzelaktienderivaten ist.

3. **Wettbewerbliche Würdigung**

i) *Märkte, auf denen Wettbewerbsbedenken aufgrund des Zusammenschlusses auftreten*

(30) Die Kommission gelangte zu der Auffassung, dass der Zusammenschluss zu einer erheblichen Behinderung des wirksamen Wettbewerbs durch horizontale und/oder vertikale Effekte auf folgenden Märkten führen würde:

a) Clearing von Anleihen,

b) andere als Dreiparteien-Repos, die über alternative Handelsplattformen (ATS) gehandelt werden und bei denen ein zentraler Kontrahent (CCP) das Clearing übernimmt,

c) Dreiparteien-Repos, die über alternative Handelsplattformen (ATS) gehandelt und gecleart werden,

d) Abrechnungs- und Verwahrungsdienste in Bezug auf festverzinsliche Wertpapiere (Anleihen und Repos), die von ICSD und großen Verwahrstellen erbracht werden, sowie Sicherheitenverwaltung und

e) Einzelaktienderivate.

(31) Die wettbewerbliche Würdigung jedes dieser Märkte ist nachstehend zusammengefasst.

a) Clearing von Anleihen

(32) Auf dem Markt des CCP-Clearing von Anleihen kombinierten die Beteiligten 2015 Marktanteile von fast 100 % des Werts mit einem Zuwachs durch DBAG (ECAG) von [0-5 %]. Die verbleibenden CCP, die nur einen sehr kleinen Teil des Marktes ausmachen, stellen keine ernstzunehmende Alternative dar, da sie sehr kleine lokale Akteure mit einer eng gefassten geografischen Konzentration sind.

(33) Die Kommission war der Meinung, dass die relativ begrenzte Position der DBAG auf dem Clearingmarkt für Anleihen sowie Überlegungen über das Ausmaß, in dem die Beteiligten beim Clearing von Anleihen konkurrieren, nicht von besonderer Bedeutung ist, da der Zusammenschluss den einzigen relevanten (und folglich engsten) tatsächlichen und potenziellen Wettbewerber von LSEG auf dem Markt des CCP-Clearing von Anleihen beseitigen würde.

(34) Folglich vertrat die Kommission die Auffassung, dass der Zusammenschluss zu einer erheblichen Behinderung des wirksamen Wettbewerbs durch Verstärkung der beherrschenden Stellung von LSEG und de facto zu einer Monopolstellung auf dem Markt für das Clearing von Anleihen im EWR geführt hätte.

b) Andere als Dreiparteien-Repos, die über alternative Handelsplattformen (ATS) gehandelt werden und bei denen ein zentraler Kontrahent (CCP) das Clearing übernimmt

(35) Die Marktstruktur für über ATS gehandelte Nicht-Dreiparteien- und über CCP geclearte Repos sieht wie folgt aus:

— Kunden, die über MTS (LSEG) oder über die beiden Drittparteien-ATS, BrokerTec und tpRepo, handeln, nehmen das Clearing über eine der Clearingstellen von LSEG vor und machen [90-100 %] des Marktes aus.

— Eurex Repo bietet ein vertikal integriertes Angebot mit einer Kombination aus Handel und Clearing an und hat einen Marktanteil von [0-5 %].

(36) Die Clearingstellen der Beteiligten nehmen ein Clearing von 100 % sämtlicher ATS-gehandelten Nicht-Parteien-Repos vor. DBAG ist derzeit der einzige Konkurrent von LSEG auf diesem Markt und übt somit den höchsten Wettbewerbdruck aus.

(37) In Anbetracht der Tatsache, dass der Zusammenschluss zum Wegfall des einzigen anderen Anbieters auf dem Markt des Clearing von ATS-gehandelten Nicht-Parteien-Repos führen würde, sowie der Bedeutung des Clearing für die Kunden beim Handel mit diesen Instrumenten und eines eher unwahrscheinlichen neuen Markteintritts vertrat die Kommission die Auffassung, dass der Zusammenschluss zu einer erheblichen Behinderung des wirksamen Wettbewerbs durch Verstärkung einer marktbeherrschenden Stellung sowie die Schaffung eines Monopols beim Clearing von Nicht-Parteien-Repos geführt hätte.

c) Dreiparteien-Repos, die über alternative Handelsplattformen (ATS) gehandelt und gecleart werden

(38) Dieser Markt zeichnet sich durch einen Wettbewerb bei gebündelten Angeboten („bundle-to-bundle“) dahingehend aus, dass konkurrierende Produkte auf dem Markt in zuvor festgelegten Dienstleistungspaketen verkauft werden. Auf der einen Seite bietet das DBAG-Produkt „GC Pooling“ Handel, Clearing und Sicherheitenverwaltung innerhalb eines vertikal integrierten Modells an. Auf der anderen Seite ist das LSEG-Produkt „EUR GC Plus“ ein Dienstleistungspaket, das den Handel über MTS (LSEG) oder BrokerTec (eine Drittparteien-Plattform) mit dem Clearing über LCH SA (LSEG) und der Sicherheitenverwaltung durch einen anderen Dritten, Euroclear, kombiniert. Beide Pakete stehen in direktem Wettbewerb miteinander.

(39) Die Beteiligten sind die einzigen auf dem Markt tätigen Teilnehmer, wobei DBAG eine marktbeherrschende Stellung mit einem Marktanteil von [90-100 %] hat.

(40) Daher gelangte die Kommission zu der Auffassung, dass in Anbetracht der Ausschaltung des einzigen Wettbewerbers von DBAG und der voraussichtlichen Intensivierung des Wettbewerbs, der ohne Zusammenschluss wahrscheinlich wäre, sowie eines eher unwahrscheinlichen neuen Markteintritts der Zusammenschluss zu einer erheblichen Behinderung des wirksamen Wettbewerbs durch die Verstärkung einer marktbeherrschenden Stellung auf dem Markt für ATS-gehandelte sowie CCP-geclearte Dreiparteien-Repos geführt hätte.

d) Abrechnungs- und Verwahrungsdienste in Bezug auf festverzinsliche Wertpapiere, die von ICSD und großen Verwahrstellen erbracht werden, sowie Sicherheitenverwaltung

(41) Wie oben dargelegt, würde der Zusammenschluss de facto Monopole auf mehreren Märkten schaffen, die weiteren Dienstleistungen nach dem Zusammenschluss vorgelagert sind, d. h. bei den Abrechnungs- und Verwahrungsdiensten sowie bei der Sicherheitenverwaltung.

(42) Als Folge des Zusammenschlusses hätte das neue Unternehmen die Möglichkeit und den Anreiz gehabt, geclearte Daten aus Transaktionen mit festverzinslichen Titeln von seiner CCP (vorgelagert) auf seine Abrechnungstochter, Clearstream, (nachgelagert) zu verlagern. Geclearte Daten aus Transaktionen mit festverzinslichen Titeln (und insbesondere geclearte Repo-Transaktionsdaten) sind ein wichtiger Input für die Bereitstellung von Abrechnungs- und Verwahrungsdiensten durch ICSD und große Verwahrstellen. Geclearte Repo-Geschäfte sind nämlich kurzfristige Transaktionen, die oftmals von häufigen Nutzern wie Händlern getätigt werden, für die eine effiziente Abrechnung wichtig ist. Durch die Möglichkeit, geclearte Repo-Transaktionsdaten auf seine eigene ICSD (Clearstream) umzuleiten, hätte das neue Unternehmen die Möglichkeit und den Anreiz gehabt, die Kosten zu steigern und/oder die Bedingungen zu verschlechtern, zu denen Wettbewerber wie Euroclear Bank SA (die einzige andere ICSD im EWR und der engste Wettbewerber von Clearstream) diese Dienstleistungen erbringen können.

(43) Dienstleistungen im Rahmen der Sicherheitenverwaltung werden in der Regel auf der Grundlage von Vermögenswerten erbracht, die von einem ICSD oder einem Gesamtverwahrer verwahrt werden. Für geclearte Repo-Geschäfte verwendete Vermögenswerte sind ein wichtiger Input für die Erbringung von Dienstleistungen im Rahmen der Sicherheitenverwaltung, denn sie sind in der Regel erstklassig liquide Aktiva wie Staatsanleihen, die von CCP als Sicherheit für verschiedene andere Transaktionen (einschließlich des Clearing von Derivaten) verwendet werden. Die Möglichkeit und der Anreiz für das neue Unternehmen, geclearte Daten aus Transaktionen mit festverzinslichen Titeln (und insbesondere geclearte Repo-Transaktionsdaten) umzuleiten, hätten es dem neuen Unternehmen auch gestattet, Wettbewerber wirksam am Wettbewerb auf dem Markt für Dienstleistungen im Rahmen der Sicherheitenverwaltung zu hindern, indem diese keinen Zugang zu wichtigen Mitteln gehabt hätten.

(44) Im Lichte der vorstehenden Ausführungen vertrat die Kommission die Auffassung, dass der Zusammenschluss zu einer Beeinträchtigung des wirksamen Wettbewerbs auf dem Markt für die beschriebenen Abrechnungs- und Verwahrungsdiensten sowie auf dem Markt für Sicherheitenverwaltung geführt hätte.

e) Einzelaktienderivate

(45) Bei Eurex von DBAG handelt es sich um einen integrierten Handels- und Clearingdienst für Einzelaktienderivate an der Börse, der in direkter Konkurrenz zu einem Angebotspaket für den Handel auf einer Drittparteien-Plattform, Euronext, und dem Clearing über LCH SA steht. In einem Handelsumfeld können Händler, die diese Instrumente nutzen, lediglich zwischen vorher festgelegten Handels- und Clearingpaketen wählen; die freie Wahl einer CCP ist nach der Entscheidung für einen bestimmten Handelsplatz nicht möglich.

(46) Infolge des Zusammenschlusses wäre das neue Unternehmen in der Lage gewesen, nicht nur für das integrierte Eurex-Produkt, sondern auch für das konkurrierende Euronext/LCH-Angebot die Preise festzulegen. Daher hätte der Zusammenschluss entweder zu einer allgemeinen Preiserhöhung für beide Produkte oder zu einer selektiven Änderung zum Nachteil von Euronext und zugunsten des Eurex-Angebots geführt.

(47) Daher vertrat die Kommission die Auffassung, dass der Zusammenschluss zu einer erheblichen Beeinträchtigung des wirksamen Wettbewerbs auf dem Markt für den Handel und das Clearing verschiedener europäischer Einzelaktienderivate geführt hätte. Die vorgeschlagene Abhilfemaßnahme, LCH SA zu veräußern, hätte diesem Bedenken jedoch Rechnung getragen, da die über Euronext gehandelten Produkte von den Clearingdiensten der Beteiligten getrennt worden wären.

ii) *Märkte, auf denen die Kommission offen ließ, ob Wettbewerbsbedenken aufgrund des Zusammenschlusses auftreten würden*

(48) Die Kommission hat die von den Beteiligten in ihrer Antwort auf die Mitteilung der Beschwerdepunkte vorgebrachten Argumente und Beweise sorgfältig geprüft. Dazu zählten Argumente in Bezug auf die Märkte für i) den Handel und das Clearing börsengehandelter Zinsderivate, ii) das Clearing OTC-gehandelter Zinsderivate und iii) den Handel und das Clearing italienischer Einzelaktienderivate. Die Frage, ob der Zusammenschluss zu einer erheblichen Behinderung des wirksamen Wettbewerbs auf diesen Märkten führt, kann offen bleiben, da sich die allgemeine Würdigung des Falls nicht ändern würde. Das Gleiche gilt für einen potenziellen Markt für integrierte Clearingdienste.

(49) Wie im Folgenden näher erläutert, reichen die von den Beteiligten vorgelegten Abhilfemaßnahmen nicht aus, um die wettbewerbsrechtlichen Bedenken in Bezug auf Märkte für das CCP-Clearing von Anleihen, für ATS-gehandelte sowie CCP-geclearte Dreiparteien-Repos, für ATS-gehandelte und CCP-geclearte Nicht-Dreiparteien-Repos sowie auf den Märkten für Abrechnungs- und Verwahrungsdienste in Bezug auf festverzinsliche Wertpapiere, die von ICSD und großen Verwahrstellen erbracht werden, und für die Sicherheitenverwaltung auszuräumen. Daher würde sich die endgültige Würdigung des Falls nicht ändern, selbst wenn auf anderen Märkten ein zusätzliches Hindernis für einen wirksamen Wettbewerb festgestellt werden sollte.

4. **DIE ABHILFEMASSNAHMEN**

(50) Um die Vereinbarkeit des Zusammenschluss mit dem Binnenmarkt zu gewährleisten, haben die Beteiligten gemäß Artikel 8 Absatz 2 der Fusionskontrollverordnung vom 6. Februar 2017 Verpflichtungszusagen (im Folgenden „ursrpüngliche Verpflichtungszusagen") gemacht. Die Zusagen beziehen sich auf die am 3. Januar 2017 unterzeichnete verbindliche Vereinbarung zwischen LSEG und Euronext N.V. über den Verkauf von LCH SA (im Folgenden „zu veräußerndes Geschäft").

(51) Am 9. Februar 2017 leitete die Kommission eine Marktbefragung für die Zusagen ein. Bei der Marktbefragung wurden eine Reihe von Fragen in Bezug auf die künftige Existenzfähigkeit von LCH SA insbesondere im Hinblick auf die Märkte für Anleihen und das Repo-Clearing aufgeworfen.

(52) Die Marktbefragung ergab zunächst, dass ein direkter Zugang von LCH SA zu MTS, einer von LSEG betriebenen Handelsplattform, für die Existenzfähigkeit von LCH SA notwendig ist.

(53) In Bezug auf ein Vorhaben vor dem Zusammenschluss, dem zufolge die Clearingmöglichkeiten für bestimmte Anleihen auf LCH SA ausgedehnt werden sollten, verdeutlichte die Marktbefragung zweitens eine Unsicherheit, wenn dadurch im Lichte der Fusion Handelsvolumen von LCH Ltd. auf LCH SA übertragen würden. Die Ergebnisse zeigten insbesondere, dass die Kunden an einer Bündelung des Clearing für festverzinsliche Wertpapiere in einer Währung über eine CCP interessiert sind, was vor allem auf Bilanznettingvorteile aus der Einführung von T2S zurückzuführen ist. Die Marktbefragung ließ jedoch nicht den Schluss zu, dass eine derartige Entwicklung in der Marktstruktur nach dem Zusammenschluss tatsächlich eintreten würde, denn das neue Unternehmen hätte einen Anreiz zur Konsolidierung des Clearing über LCH Ltd. und nicht über LCH SA gehabt.

(54) Daher konnte die Kommission nicht mit hinreichender Sicherheit davon ausgehen, dass das zu veräußernde Geschäft auf den Märkten für Anleihen und Repo-Clearing auch in Zukunft lebensfähig gewesen wäre. Daher konnte nicht der Schluss gezogen werden, dass die Marktstrukturen wirksam auf dauerhafter Basis beseitigt worden wären.

(55) Die Kommission teilte den Beteiligten die Ergebnisse der Marktbefragung und ihrer vorläufigen Würdigung am 16. Februar 2017 mit. Auch informierte sie die Beteiligten darüber, dasss im Einklang mit der Mitteilung über Abhilfemaßnahmen und der einschlägigen Rechtsprechung im damaligen Stadium des Verfahrens nur klare Lösungen, die eindeutig und umfassend auf alle Bedenken eingehen, berücksichtigt werden können. Die Veräußerung der Handelsplattform für festverzinsliche Wertpapiere, MTS, von LSEG wäre eine solche klare Lösung gewesen.

(56) Am 27. Februar 2017 übermittelten die Beteiligten der Kommission die endgültigen Verpflichtungszusagen, die die Veräußerung von MTS nicht umfassten. Der Vorschlag bestand im Wesentlichen aus einer Reihe von Verhaltensvorschriften einschließlich, aber nicht beschränkt darauf, der Gewährung des Zugangs von LCH SA zu MTS für drei Jahre zusätzlich zu den ursprünglichen Verpflichtungzusagen.

(57) Die Kommission bewertete, ob die endgültigen Verpflichtungszusagen geeignet waren, die Bedenken, die in der Vergangenheit ermittelt und insbesondere in Bezug auf den Anwendungsbereich, die Existenzfähigkeit und die Wirksamkeit analysiert wurden, auszuräumen, sowie die Komplexität in Anbetracht des Zeitpunkts ihrer Übermittlung.

(58) Wie oben erläutert machte die Marktbefragung der ursprünglichen Verpflichtungszusagen erstens deutlich, dass die Lebensfähigkeit des zu veräußernden Geschäfts vom Erhalt von Handelsdaten über MTS und der Anziehung des Clearinggeschäfts für bestimmte festverzinsliche Wertpapiere von LCH Ltd. abhängig war.

(59) Auch nach Umsetzung der in den endgültigen Verpflichtungszusagen vorgeschlagenen Verhaltensmaßnahmen hätte LCH SA seine strukturelle Abhängigkeit von MTS und folglich dem neuen Unternehmen beibehalten. In Anbetracht der begrenzten Dauer des vorgeschlagenen Zugangs von LCH SA zu MTS konnte nicht mit ausreichender Sicherheit bestimmt werden, ob die neuen kommerzielle Strukturen — wie in der Mitteilung über Abhilfemaßnahmen gefordert — nachhaltig genug waren.

(60) Schließlich erwiesen sich die Maßnahmen in Bezug auf Clearingtätigkeiten für festverzinsliche Wertpapiere ebenfalls als unzureichend, um die Ausweitung der Geschäftstätigkeit von LCH SA unter den vor dem Zusammenschluss vorgesehenen Bedingungen zu gewährleisten. Dies schuf zusätzliche Unsicherheit hinsichtlich der Frage, ob das zu veräußernde Geschäft weiterhin wirksam mit der fusionierten Einheit auf dem Markt konkurrieren würde.

(61) Daher konnte die Kommission nicht mit hinreichender Sicherheit davon ausgehen, dass die endgültigen Verpflichtungszusagen geeignet sind, die durch die Marktbefragung zu den ursprünglichen Verpflichtungszusagen aufgeworfenen Fragen zufriedenstellend zu beantworten.

(62) Zweitens würden die endgültigen Verpflichtungszusagen die Überwachung einer Reihe von Verhaltensvorschriften nach sich ziehen, die naturgemäß und aufgrund der Besonderheiten der in Rede stehenden spezifischen Branche komplex sind.

(63) Schließlich konnte in diesem späten Verfahrensstadium (d. h. 15 Tage nach Ablauf der Frist) keine Marktbefragung erfolgen.

(64) In Anbetracht aller vorstehenden Erwägungen und insbesondere der späten Übermittlung der endgültigen Verpflichtungszusagen, ihrer Komplexität, ihrer Mängel in Bezug auf Anwendungsbereich, Wirksamkeit und Eignung sowie der Schwierigkeiten in Bezug auf deren wirksame Überwachung und Umsetzung kam die Kommission zu dem Schluss, dass die endgültigen Verpflichtungszusagen zur Ausräumung aller festgestellten Wettbewerbsbedenken nicht ausreichten.

5. **SCHLUSSFOLGERUNG**

(65) Der Kommission zufolge ist der vorgeschlagene Zusammenschluss mit dem Binnenmarkt und dem Funktionieren des EWR-Abkommens nach Artikel 8 Absatz 3 der Fusionskontrollverordnung unvereinbar.