Περίληψη απόφασης της Επιτροπής

της 29ης Μαρτίου 2017

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

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

[κοινοποιηθείσα υπό τον αριθμό C(2017) 2006 final]

(Το κείμενο στην αγγλική γλώσσα είναι το μόνο αυθεντικό)

(2017/C 240/06)

Στις 29ης Μαρτίου 2017 η Επιτροπή εξέδωσε απόφαση σε υπόθεση συγκέντρωσης βάσει του κανονισμού (ΕΚ) αριθ. 139/2004 του Συμβουλίου, της 20ής Ιανουαρίου 2004, για τον έλεγχο των συγκεντρώσεων μεταξύ επιχειρήσεων ([1])*, και ιδίως του άρθρου 8 παράγραφος 3 του εν λόγω κανονισμού. Μη εμπιστευτική εκδοχή του πλήρους κειμένου της απόφασης στη γλώσσα του πρωτοτύπου της υπόθεσης βρίσκεται στον δικτυακό τόπο της Γενικής Διεύθυνσης Ανταγωνισμού, στην ακόλουθη διεύθυνση: http://ec.europa.eu/comm/competition/index_en.html*

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1) Η προτεινόμενη συγκέντρωση με την οποία επρόκειτο να συγχωνευτούν η Deutsche Börse AG και η London Stock Exchange Group κηρύσσεται ασυμβίβαστη με την εσωτερική αγορά και τη λειτουργία της συμφωνίας ΕΟΧ, σύμφωνα με το άρθρο 8 παράγραφος 3 του κανονισμού συγκεντρώσεων.

2. ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ

2) Στις 24 Αυγούστου 2016, η Επιτροπή έλαβε γνωστοποίηση προτεινόμενης συγκέντρωσης σύμφωνα με το άρθρο 4 του κανονισμού συγκεντρώσεων με την οποία οι δύο προηγουμένως ανεξάρτητες επιχειρήσεις, η Deutsche Börse AG («DBAG», Γερμανία) και η London Stock Exchange Group plc («LSEG», Ηνωμένο Βασίλειο) είχαν την πρόθεση να συγχωνευθούν κατά την έννοια του άρθρου 3 παράγραφος 1 στοιχείο α) του κανονισμού συγκεντρώσεων («πράξη»). Οι LSEG και DBAG αναφέρονται εφεξής ως τα «κοινοποιούντα μέρη».

3) Σε συνέχεια των αποτελεσμάτων της έρευνας αγοράς πρώτου σταδίου («έρευνα αγοράς πρώτου σταδίου»), η Επιτροπή διατύπωσε σοβαρές αμφιβολίες ως προς τη συμβατότητα της συγχώνευσης με την εσωτερική αγορά και, στις 28 Σεπτεμβρίου 2016, εξέδωσε απόφαση για κίνηση της διαδικασίας που προβλέπεται στο άρθρο 6 παράγραφος 1 στοιχείο γ) του κανονισμού συγκεντρώσεων. Τα κοινοποιούντα μέρη υπέβαλαν ενοποιημένη έκδοση της απάντησής τους στην απόφαση για κίνηση της διαδικασίας στις 9 Νοεμβρίου 2016, ενώ ακολούθησαν περαιτέρω υποβολές στις 20 Νοεμβρίου 2016.

4) Στις 19 Οκτωβρίου 2016, τα κοινοποιούντα μέρη αιτήθηκαν παράταση 15 εργάσιμων ημερών δυνάμει του άρθρου 10 παράγραφος 3 δεύτερο εδάφιο του κανονισμού συγκεντρώσεων. Στις 14 Δεκεμβρίου 2016, τα κοινοποιούντα μέρη αιτήθηκαν επιπλέον παράταση 5 εργάσιμων ημερών δυνάμει του άρθρου 10 παράγραφος 3 δεύτερο εδάφιο του κανονισμού συγκεντρώσεων, η οποία και χορηγήθηκε με απόφαση της 16ης Δεκεμβρίου 2016.

5) Σε συνέχεια των αποτελεσμάτων διεξοδικής έρευνας αγοράς («έρευνα αγοράς δεύτερου σταδίου»), η Επιτροπή απηύθυνε στα κοινοποιούντα μέρη κοινοποίηση αιτιάσεων στις 14 Δεκεμβρίου 2016. Τα κοινοποιούντα μέρη απάντησαν στην κοινοποίηση αιτιάσεων στις 6 Ιανουαρίου 2017 και στις 13 Ιανουαρίου 2017, και υπέβαλαν συμπληρωματικά στοιχεία στις 24 Ιανουαρίου 2017. Στις 24 Ιανουαρίου, πραγματοποιήθηκε συνεδρίαση για την πορεία των συζητήσεων.

6) Στις 9 Ιανουαρίου 2017, τα κοινοποιούντα μέρη ενημέρωσαν την Επιτροπή ότι δεν επιθυμούν να αναπτύξουν τα επιχειρήματά τους στο πλαίσιο ακρόασης.

7) Στις 26 Ιανουαρίου 2017 η Επιτροπή εξέδωσε επιστολή πραγματικών περιστατικών στην οποία τα κοινοποιούντα μέρη απάντησαν στις 30 Ιανουαρίου 2017.

8) Στις 6 Φεβρουαρίου 2017, τα κοινοποιούντα μέρη υπέβαλαν δεσμεύσεις σύμφωνα με το άρθρο 8 παράγραφος 3 δεύτερο εδάφιο του κανονισμού συγκεντρώσεων (οι «αρχικές δεσμεύσεις»). Κατά συνέπεια, η προθεσμία για την έκδοση οριστικής απόφασης παρατάθηκε κατά 15 εργάσιμες ημέρες σύμφωνα με το άρθρο 10 παράγραφος 3 πρώτο εδάφιο του κανονισμού συγκεντρώσεων. Αναθεωρημένες εκδόσεις των εν λόγω δεσμεύσεων υποβλήθηκαν στις 8 και 9 Φεβρουαρίου 2017.

9) Η Επιτροπή δρομολόγησε δοκιμή αγοράς σχετικά με τις δεσμεύσεις στις 9 Φεβρουαρίου 2017. Τα αποτελέσματα της δοκιμής αγοράς δημοσιοποιήθηκαν στις 15-16 Φεβρουαρίου 2017. Τα μέρη ενημερώθηκαν αμέσως για τα εν λόγω αποτελέσματα στις 16 Φεβρουαρίου.

([1]) ΕΕ L 24 της 29.1.2004, σ. 1.

10) Στις 27 Φεβρουαρίου 2017, την 80ή ημέρα της διαδικασίας, τα μέρη υπέβαλαν επισήμως νέα σειρά δεσμεύσεων («τελικές δεσμεύσεις»).

11) Το σχέδιο απόφασης συζητήθηκε με τα κράτη μέλη κατά τη διάρκεια συνεδρίασης της συμβουλευτικής επιτροπής για τον έλεγχο των συγκεντρώσεων, στις 13 Μαρτίου 2017, και εκδόθηκε θετική γνώμη.

12) Ο σύμβουλος ακροάσεων υπέβαλε έκθεση στις 15 Μαρτίου 2017.

3. **ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ**

1. **Εισαγωγή**

13) Οι δραστηριότητες των κοινοποιούντων μερών οδηγούν σε οριζόντιες αλληλεπικαλύψεις και/ή κάθετους συνδέσμους σε σημαντικό αριθμό αγορών, οι οποίες σχετίζονται με πολυάριθμες υπηρεσίες στον τομέα των υποδομών των χρηματοπιστωτικών αγορών που εκτείνονται από την εισαγωγή στο χρηματιστήριο έως τις υπηρεσίες διαπραγμάτευσης και εκκαθάρισης, καθώς και περαιτέρω μετασυναλλακτικές υπηρεσίες, όπως ο διακανονισμός, η φύλαξη και η διαχείριση ασφαλειών.

14) Οι εν λόγω υπηρεσίες καλύπτουν αρκετές κατηγορίες χρηματοοικονομικών μέσων ή περιουσιακών στοιχείων, που περιλαμβάνουν ρευστά μέσα (μετοχές και ομόλογα), συμφωνίες επαναγοράς («repos»), παράγωγα, καθώς και σειρά άλλων συναφών τομέων, μεταξύ άλλων παροχή αδειών για την εκμετάλλευση δεικτών, υπηρεσίες αναφοράς συναλλαγών και παροχή στοιχείων για την αγορά.

2. **Ορισμοί σχετικής αγοράς**

i) *Ομόλογα*

15) Όσον αφορά τα ομόλογα, η μοναδική αγορά που αναλύθηκε ενδελεχώς στην απόφαση σύμφωνα με το άρθρο 8 παράγραφος 3 είναι η αγορά εκκαθάρισης ομολόγων.

16) Η Επιτροπή έκρινε ότι η συναφής αγορά που σχετίζεται με την εκκαθάριση ομολόγων αντιστοιχεί στην εκκαθάριση ομολόγων από κεντρικό αντισυμβαλλόμενο, και δεν περιλαμβάνει άλλες «μη εκκαθαρισμένες» μορφές διαχείρισης κινδύνου για ομόλογα (ήτοι διμερή διακανονισμό και αντιστοιχισμένη συναλλαγή για ίδιο λογαριασμό). Τούτο διότι, όπως καταδεικνύεται από την έρευνα αγοράς, ενώ τα «μη εκκαθαρισμένα» ομόλογα εξακολουθούν να συνιστούν τον πλέον συνηθισμένο τύπο συναλλαγών, η χωριστή ζήτηση για ομόλογα εκκαθαρισμένα από κεντρικό αντισυμβαλλόμενο υφίσταται, θα συνεχίσει να υφίσταται και δεν μπορεί παρά να ενισχυθεί στο εγγύς μέλλον, ενόψει των κανονιστικών αλλαγών.

17) Ως εκ τούτου, για τους σκοπούς της απόφασης σύμφωνα με το άρθρο 8 παράγραφος 3, η Επιτροπή έκρινε ότι η συναφής αγορά αναφορικά με τα ομόλογα είναι η αγορά εκκαθάρισης ομολόγων από κεντρικό αντισυμβαλλόμενο στον ΕΟΧ.

ii) *Συμφωνίες επαναγοράς (repos)*

18) Όσον αφορά τις συμφωνίες επαναγοράς, η Επιτροπή έκρινε ότι οι αγορές θα πρέπει να υποδιαιρεθούν σε τρεις βασικές διαστάσεις: τριμερείς έναντι μη τριμερών, διαπραγμάτευση μέσω ATS (ηλεκτρονική) έναντι διμερούς διαπραγμάτευσης, και εκκαθαρισμένες έναντι μη εκκαθαρισμένων συμφωνιών επαναγοράς. Συναφείς αγορές υπάρχουν ιδίως για τριμερείς και μη τριμερείς συμφωνίες επαναγοράς που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης μέσω ATS και εκκαθαρίζονται από κεντρικό αντισυμβαλλόμενο. Οι πελάτες τείνουν να αγοράζουν δέσμες υπηρεσιών που περιλαμβάνουν διαπραγμάτευση και εκκαθάριση, καθώς και διαχείριση ασφαλειών στην περίπτωση τριμερών συμφωνιών επαναγοράς.

19) Από την έρευνα αγοράς προκύπτει ότι ιδίως για τις συναλλαγές συναλλασσόμενου προς συναλλασσόμενο («D2D»), η ρευστότητα για τυποποιημένες, βραχυχρόνιες συμφωνίες επαναγοράς που βασίζονται σε ασφάλειες υψηλής ποιότητας συσσωρεύεται σε αυτοματοποιημένα συστήματα συναλλαγών («ATS»). Όσον αφορά τους πελάτες που πραγματοποιούν συναλλαγές σε τέτοιες συμφωνίες επαναγοράς, άλλες μορφές συμφωνιών επαναγοράς θα αποτελούσαν μη ικανοποιητικά υποκατάστατα.

20) Ως εκ τούτου, για τους σκοπούς της απόφασης σύμφωνα με το άρθρο 8 παράγραφος 3, η Επιτροπή έκρινε ότι οι συναφείς αγορές σε σχέση με τις συμφωνίες επαναγοράς είναι i) μη τριμερείς συμφωνίες επαναγοράς που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης μέσω ATS και εκκαθαρίζονται από κεντρικό αντισυμβαλλόμενο, ή εναλλακτικά εκκαθάριση μη τριμερών συμφωνιών επαναγοράς που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης μέσω ATS και ii) τριμερείς συμφωνίες επαναγοράς που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης μέσω ATS και εκκαθαρίζονται από κεντρικό αντισυμβαλλόμενο. Όλες οι εν λόγω αγορές όλες καλύπτουν γεωγραφικά το σύνολο του ΕΟΧ.

iii) *Μετασυναλλακτικές υπηρεσίες*

21) Όσον αφορά τις μετασυναλλακτικές υπηρεσίες, οι επηρεαζόμενες αγορές που αναλύθηκαν στην απόφαση σύμφωνα με το άρθρο 8 παράγραφος 3 είναι οι αγορές υπηρεσιών διακανονισμού και φύλαξης, καθώς και υπηρεσιών διαχείρισης ασφαλειών («CMS»).

22) Η Επιτροπή εξέτασε χωριστή αγορά υπηρεσιών διακανονισμού και φύλαξης οι οποίες παρέχονται από διεθνή κεντρικά αποθετήρια αξιών («ΔΚΑΑ») και μεγάλους θεματοφύλακες σε σχέση με σταθερό εισόδημα. Τα ΔΚΑΑ και οι μεγάλοι θεματοφύλακες εξυπηρετούν διεθνείς πελάτες για τίτλους εκδοθέντες σε διάφορες χώρες, ενώ τα εθνικά κεντρικά αποθετήρια αξιών («ΚΑΑ») ή οι τοπικοί θεματοφύλακες επικεντρώνονται περισσότερο στις εγχώριες αγορές.

23) Ως εκ τούτου, για τους σκοπούς της απόφασης σύμφωνα με το άρθρο 8 παράγραφος 3, η Επιτροπή έκρινε ότι η συναφής αγορά σε σχέση με τις υπηρεσίες διακανονισμού και φύλαξης για επενδυτές είναι η αγορά διεθνών υπηρεσιών διακανονισμού και φύλαξης που παρέχονται από ΔΚΑΑ και από μεγάλους θεματοφύλακες σε σχέση με τίτλους σταθερού εισοδήματος ΕΟΧ, τουλάχιστον σε επίπεδο ΕΟΧ. Το ζήτημα κατά πόσο θα πρέπει να γίνεται διάκριση μεταξύ υπηρεσιών παρεχόμενων από μεγάλους θεματοφύλακες και υπηρεσιών παρεχόμενων από ΔΚΑΑ θα μπορούσε να παραμείνει ανοιχτό για τους σκοπούς της απόφασης.

24) Η Επιτροπή εξέτασε επίσης χωριστή αγορά υπηρεσιών διαχείρισης ασφαλειών, αλλά δεν κατέληξε σε δυνητικό περαιτέρω κατακερματισμό μεταξύ διεθνών παρόχων (ΔΚΑΑ και μεγάλοι θεματοφύλακες) έναντι εγχώριων παρόχων (ΚΑΑ και τοπικοί θεματοφύλακες), σε δυνητική διάκριση μεταξύ υπηρεσιών διαχείρισης ασφαλειών για εκκαθαρισμένες συναλλαγές έναντι υπηρεσιών διαχείρισης ασφαλειών για μη εκκαθαρισμένες συναλλαγές, και σε δυνητική διάκριση μεταξύ υπηρεσιών διαχείρισης ασφαλειών σταθερού εισοδήματος έναντι διαχείρισης ασφαλειών μετοχών. Τούτο οφείλεται στο γεγονός ότι η πράξη θα προκαλούσε προβλήματα ανταγωνισμού στην εν λόγω αγορά, άσχετα από περαιτέρω δυνητικό κατακερματισμό.

25) Ενόψει των ανωτέρω, η Επιτροπή έκρινε ότι, για τους σκοπούς της απόφασης σύμφωνα με το άρθρο 8 παράγραφος 3, η συναφής αγορά διαχείρισης ασφαλειών είναι η αγορά υπηρεσιών διαχείρισης ασφαλειών που καλύπτει ολόκληρο τον ΕΟΧ, ενώ άφησε ανοιχτό το ενδεχόμενο για περαιτέρω κατακερματισμό.

iv) *Χρηματοοικονομικά παράγωγα*

26) Όσον αφορά τα χρηματοοικονομικά παράγωγα, η επηρεαζόμενη αγορά που αναλύεται ενδελεχώς στην απόφαση σύμφωνα με το άρθρο 8 παράγραφος 3 είναι η αγορά παραγώγων επί μεμονωμένων μετοχών.

27) Η Επιτροπή εξέτασε χωριστές αγορές διαπραγμάτευσης και εκκαθάρισης χρηματιστηριακών παραγώγων επιτοκίων και εκκαθάρισης εξωχρηματιστηριακών παραγώγων επιτοκίων, διότι έχουν διαφορετικά χαρακτηριστικά προϊόντος και κανονιστικές απαιτήσεις, εξυπηρετούν διαφορετικούς σκοπούς και τείνουν να αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης από διαφορετικούς τύπους συμμετεχόντων στην αγορά.

28) Επιπλέον, η Επιτροπή εξέτασε χωριστή αγορά διαπραγματεύσιμων σε χρηματιστήριο παραγώγων επί μεμονωμένων μετοχών, που περιλαμβάνουν συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και δικαιώματα προαίρεσης. Μπορεί να παραμείνει ανοιχτό το κατά πόσο υπάρχουν διακριτές αγορές οι οποίες βασίζονται στην εθνικότητα των υποκείμενων μέσων τέτοιων παραγώγων ή το κατά πόσο η συναφής αγορά περιλαμβάνει μόνο παράγωγα επί μεμονωμένων μετοχών τα οποία βασίζονται σε οποιαδήποτε ευρωπαϊκά υποκείμενα μέσα.

29) Συνεπώς, η Επιτροπή έκρινε ότι, για τους σκοπούς της απόφασης σύμφωνα με το άρθρο 8 παράγραφος 3, η συναφής αγορά χρηματοοικονομικών παραγώγων είναι η αγορά διαπραγμάτευσης και εκκαθάρισης παραγώγων επί μεμονωμένων μετοχών του ΕΟΧ.

3. **Εκτίμηση από πλευράς ανταγωνισμού**

i) *Αγορές στις οποίες προκύπτουν προβλήματα για τον ανταγωνισμό ως αποτέλεσμα της πράξης*

30) Η Επιτροπή έχει καταλήξει στο συμπέρασμα ότι η πράξη θα οδηγούσε σε σημαντική παρακώλυση του αποτελεσματικού ανταγωνισμού μέσω οριζόντιων και/ή κάθετων αποτελεσμάτων στις αγορές:

α) εκκαθάρισης ομολόγων·

β) μη τριμερών συμφωνιών επαναγοράς (repos) που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης μέσω ATS και εκκαθαρίζονται από κεντρικό αντισυμβαλλόμενο·

γ) τριμερών συμφωνιών επαναγοράς που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης μέσω ATS και εκκαθαρίζονται·

δ) υπηρεσιών διακανονισμού και φύλαξης σε σχέση με σταθερό εισόδημα (ομόλογα και συμφωνίες επαναγοράς) που παρέχονται από ΔΚΑΑ και μεγάλους θεματοφύλακες, και διαχείρισης ασφαλειών και

ε) παραγώγων επί μεμονωμένων μετοχών.

31) Η εκτίμηση από πλευράς ανταγωνισμού για καθεμία εκ των ανωτέρω αγορών συνοψίζεται ακολούθως.

α) Εκκαθάριση ομολόγων

32) Στην αγορά εκκαθάρισης ομολόγων από κεντρικό αντισυμβαλλόμενο, τα συνδυαστικά μερίδια αγοράς των κοινοποιούντων μερών για το 2015 προσέγγιζε το 100 % βάσει της αξίας, με αύξηση που επέφερε η DBAG (ECAG) της τάξεως του [0-5 %]. Οι εναπομείναντες κεντρικοί αντισυμβαλλόμενοι που καλύπτουν πολύ μικρό ποσοστό της αγοράς δεν συνιστούν αξιόπιστη εναλλακτική λύση, καθώς πρόκειται για πολύ μικρούς τοπικούς παράγοντες με περιορισμένη γεωγραφική εστίαση.

33) Η Επιτροπή έκρινε ότι η σχετικά περιορισμένη θέση της DBAG στην αγορά εκκαθάρισης ομολόγων καθώς και οποιαδήποτε εκτίμηση σχετικά με τον βαθμό στον οποίο τα κοινοποιούντα μέρη συναγωνίζονται για την εκκαθάριση ομολόγων δεν έχει ιδιαίτερη σημασία, καθώς η πράξη θα απέκλειε τον μοναδικό συναφή (και εξ ορισμού εγγύτερο) πραγματικό και δυνητικό ανταγωνιστή της LSEG στην αγορά εκκαθάρισης ομολόγων από κεντρικό αντισυμβαλλόμενο.

34) Κατά συνέπεια, η Επιτροπή κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η πράξη θα οδηγούσε σε σημαντική παρακώληση του αποτελεσματικού ανταγωνισμού μέσα από την ενίσχυση της δεσπόζουσας θέσης της LSEG και τη δημιουργία de facto μονοπωλίου στην αγορά εκκαθάρισης ομολόγων στον ΕΟΧ.

β) Μη τριμερείς συμφωνίες επαναγοράς (repos) που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης μέσω ATS και εκκαθαρίζονται από κεντρικό αντισυμβαλλόμενο

35) Η διάρθρωση της αγοράς μη τριμερών συμφωνιών επαναγοράς (repos) που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης μέσω ATS και εκκαθαρίζονται από κεντρικό αντισυμβαλλόμενο είναι η εξής:

— Οι πελάτες που πραγματοποιούν συναλλαγές στην πλατφόρμα MTS (LSEG) ή στα δύο αυτοματοποιημένα συστήματα συναλλαγών (ATS) τρίτου μέρους, BrokerTec και tpRepo, εκκαθαρίζουν μέσω μιας εκ των υπηρεσιών εκκαθάρισης της LSEG και αντιπροσωπεύουν ποσοστό [90-100 %] της αγοράς.

— Η Eurex Repo παρέχει μια κάθετα ολοκληρωμένη προσφορά η οποία συνδυάζει διαπραγμάτευση και εκκαθάριση και καλύπτει μερίδιο αγοράς ύψους [0-5 %].

36) Οι υπηρεσίες εκκαθάρισης των κοινοποιούντων μερών εκκαθαρίζουν το 100 % του συνόλου των μη τριμερών συμφωνιών επαναγοράς που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης μέσω ATS. Επί του παρόντος, η DBAG είναι ο μοναδικός ανταγωνιστής της LSEG στην εν λόγω αγορά και, συνεπώς, ασκεί τη σημαντικότερη ανταγωνιστική πίεση.

37) Ενόψει του γεγονότος ότι η πράξη θα είχε ως αποτέλεσμα τον αποκλεισμό του μοναδικού άλλου ενεργού παράγοντα στην εκκαθάριση μη τριμερών συμφωνιών επαναγοράς που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης μέσω ATS, της σημασίας της εκκαθάρισης για πελάτες που πραγματοποιούν συναλλαγές στα εν λόγω μέσα, και της έλλειψης δυνητικής μελλοντικής εισόδου στην αγορά, η Επιτροπή κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η πράξη θα οδηγούσε σε σημαντική παρακώλυση του αποτελεσματικού ανταγωνισμού μέσα από την ενίσχυση της δεσπόζουσας θέσης και τη δημιουργία μονοπωλίου αναφορικά με την εκκαθάριση μη τριμερών συμφωνιών επαναγοράς.

γ) Τριμερείς συμφωνίες επαναγοράς που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης και εκκαθάρισης μέσω ATS

38) Η εν λόγω αγορά χαρακτηρίζεται από ανταγωνισμό δέσμη προς δέσμη (bundle-to-bundle competition) υπό την έννοια ότι τα ανταγωνιστικά προϊόντα στην αγορά πωλούνται σε προκαθορισμένες δέσμες υπηρεσιών. Από τη μία πλευρά, το προϊόν «GC Pooling» της DBAG παρέχει υπηρεσίες διαπραγμάτευσης, εκκαθάρισης και διαχείρισης ασφαλειών στο πλαίσιο κάθετα ολοκληρωμένου μοντέλου. Από την άλλη πλευρά, το προϊόν «ευρώ GC Plus» της LSEG είναι δέσμη που συνδυάζει υπηρεσίες διαπραγμάτευσης παρεχόμενες από την MTS (LSEG) ή την BrokerTec (τόπος τρίτου μέρους) με υπηρεσίες εκκαθάρισης που παρέχονται από την LCH SA (LSEG) και διαχείρισης ασφαλειών από άλλο τρίτο μέρος, την Euroclear. Αμφότερες οι δέσμες προϊόντων βρίσκονται σε άμεσο ανταγωνισμό μεταξύ τους.

39) Τα κοινοποιούντα μέρη είναι τα μοναδικά που δραστηριοποιούνται στην αγορά, με την DBAG κατέχει δεσπόζουσα θέση με μερίδιο αγοράς ύψους [90-100 %].

40) Ως εκ τούτου, η Επιτροπή κατέληξε στο συμπέρασμα ότι, υπό το φως του αποκλεισμού του μοναδικού ανταγωνιστή της DBAG και της πιθανής εντατικοποίησης του ανταγωνισμού που αναμένεται να προκύψει χωρίς την πράξη, και ελλείψει πιθανής εισόδου στην αγορά, η πράξη θα μπορούσε να προκαλέσει σημαντική παρακώληση του αποτελεσματικού ανταγωνισμού μέσα από την ενίσχυση της δεσπόζουσας θέσης στην αγορά των τριμερών συμφωνιών επαναγοράς που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης και εκκαθάρισης μέσω ATS.

δ) Υπηρεσίες διακανονισμού και φύλαξης σε σχέση με σταθερό εισόδημα που παρέχονται από ΔΚΑΑ και μεγάλους θεματοφύλακες και διαχείριση ασφαλειών

41) Όπως αναλύεται ανωτέρω, η πράξη θα μπορούσε να δημιουργήσει de facto μονοπώλια σε αρκετές αγορές πριν από τις περαιτέρω μετασυναλλακτικές υπηρεσίες, ήτοι υπηρεσίες διακανονισμού και φύλαξης καθώς και διαχείρισης ασφαλειών.

42) Ως συνέπεια της συγχώνευσης, η συγχωνευμένη οντότητα θα είχε τη δυνατότητα και το κίνητρο να διοχετεύει πληροφορίες σχετικά με εκκαθαρισμένες συναλλαγές σταθερού εισοδήματος προερχόμενες από τους κεντρικούς αντισυμβαλλομένους της (προηγούμενο στάδιο) στη θυγατρική της για υπηρεσίες διακανονισμών, την Clearstream (επόμενο στάδιο). Οι πληροφορίες σχετικά με εκκαθαρισμένες συναλλαγές σταθερού εισοδήματος (και ειδικότερα οι πληροφορίες σχετικά με εκκαθαρισμένες συναλλαγές συμφωνιών επαναγοράς) συνιστούν σημαντική συνεισφορά όσον αφορά την παροχή υπηρεσιών διαπραγμάτευσης και φύλαξης που παρέχονται από ΔΚΑΑ και μεγάλους θεματοφύλακες. Τούτο διότι οι εκκαθαρισμένες συναλλαγές συμφωνιών επαναγοράς είναι βραχυπρόθεσμες συναλλαγές, που συχνά αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης από συχνούς χρήστες, όπως οι συναλλασσόμενοι, για τους οποίους ο αποτελεσματικός διακανονισμός είναι μείζονος σημασίας. Έχοντας τη δυνατότητα να διοχετεύει πληροφορίες σχετικά με εκκαθαρισμένες συναλλαγές συμφωνιών επαναγοράς σε δικό της ΔΚΑΑ (Clearstream), η συγχωνευμένη οντότητα θα είχε τη δυνατότητα και το κίνητρο να αυξήσει το κόστος και/ή να υποβαθμίσει τις συνθήκες υπό τις οποίες ανταγωνιστές, όπως η Euroclear Bank SA (το μοναδικό ΔΚΑΑ στον ΕΟΧ και στενότερος ανταγωνιστής της Clearstream), μπορούν να παρέχουν τις εν λόγω υπηρεσίες.

43) Οι υπηρεσίες διαχείρισης ασφαλειών παρέχονται γενικά βάσει περιουσιακών στοιχείων που φυλάσσονται σε ΔΚΑΑ ή σε μεγάλο θεματοφύλακα. Τα περιουσιακά στοιχεία που χρησιμοποιούνται σε εκκαθαρισμένες συναλλαγές συμφωνιών επαναγοράς συμβάλλουν σημαντικά στην παροχή υπηρεσιών διαχείρισης ασφαλειών, διότι γενικά συνίστανται σε ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία υψηλής ποιότητας, όπως κρατικά ομόλογα, τα οποία είναι αποδεκτά από κεντρικούς αντισυμβαλλομένους ως ασφάλεια για διάφορες άλλες συναλλαγές (περιλαμβανομένης της εκκαθάρισης παραγώγων). Η δυνατότητα και το κίνητρο της συγχωνευμένης οντότητας να διοχετεύει πληροφορίες σχετικά με εκκαθαρισμένες συναλλαγές σταθερού εισοδήματος (και ειδικότερα πληροφορίες σχετικά με εκκαθαρισμένες συναλλαγές συμφωνιών επαναγοράς) θα επέτρεπε επίσης στη συγχωνευμένη οντότητα να παρακωλύει την ικανότητα των ανταγωνιστών να ανταγωνίζονται αποτελεσματικά στην αγορά υπηρεσιών διαχείρισης ασφαλειών μέσω του αποκλεισμού της πρόσβασής τους σε σημαντικές πληροφορίες.

44) Υπό το φως των ανωτέρω, η Επιτροπή κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η συγχώνευση θα οδηγούσε σε σημαντική παρακώλυση του αποτελεσματικού ανταγωνισμού στην αγορά των περιγραφέντων υπηρεσιών διακανονισμού και φύλαξης καθώς και στην αγορά διαχείρισης ασφαλειών.

ε) Παράγωγα επί μεμονωμένων μετοχών

45) Η Eurex της DBAG παρέχει ολοκληρωμένη υπηρεσία διαπραγμάτευσης και εκκαθάρισης παραγώγων επί μεμονωμένων μετοχών σε συναλλαγή, η οποία ανταγωνίζεται άμεσα μια δεσμοποιημένη προσφορά που περιλαμβάνει υπηρεσίες διαπραγμάτευσης σε πλατφόρμα τρίτου μέρους, τη Euronext, και εκκαθάρισης παρεχόμενες από την LCH SA. Σε χρηματιστηριακό περιβάλλον, οι συναλλασσόμενοι που χρησιμοποιούν τα εν λόγω μέσα μπορούν να επιλέξουν μόνο ανάμεσα σε προκαθορισμένες δέσμες υπηρεσιών διαπραγμάτευσης και εκκαθάρισης. Άπαξ και ληφθεί απόφαση περί συγκεκριμένου τόπου διαπραγμάτευσης, δεν υπάρχει ελευθερία επιλογής κεντρικού αντισυμβαλλομένου.

46) Ως αποτέλεσμα της συναλλαγής, η συγχωνευμένη οντότητα θα ήταν σε θέση να ασκεί δυνατότητα παρέμβασης στη διαμόρφωση των τιμών όχι μόνο επί του ολοκληρωμένου προϊόντος της Eurex, αλλά και επί της ανταγωνιστικής προσφοράς των Euronext/LCH. Ως εκ τούτου, η πράξη θα οδηγούσε είτε σε γενική αύξηση των τιμών για αμφότερα τα προϊόντα είτε σε επιλεκτική αλλαγή σε βάρος της προσφοράς της Euronext και υπέρ της Eurex.

47) Ως εκ τούτου, η Επιτροπή κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η πράξη θα οδηγούσε σε σημαντική παρακώλυση του αποτελεσματικού ανταγωνισμού στην αγορά διαπραγμάτευσης και εκκαθάρισης διάφορων ευρωπαϊκών παραγώγων επί μεμονωμένων μετοχών. Ωστόσο, το προτεινόμενο διορθωτικό μέτρο της εκποίησης της LCH SA θα μπορούσε να αντιμετωπίσει το συγκεκριμένο πρόβλημα λόγω του διαχωρισμού των προϊόντων που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στη Euronext από τις υπηρεσίες εκκαθάρισης που παρέχουν τα μέρη.

ii) *Αγορές στις οποίες η Επιτροπή έχει αφήσει ανοιχτό το ζήτημα του κατά πόσο θα προκαλούνται προβλήματα στον ανταγωνισμό ως αποτέλεσμα της πράξης*

48) Η Επιτροπή εξέτασε προσεχτικά τα επιχειρήματα των κοινοποιούντων μερών και τα αποδεικτικά στοιχεία που υπέβαλαν στην απάντησή τους στην κοινοποίηση αιτιάσεων. Σε αυτά περιλαμβάνονται τα επιχειρήματα που παρουσιάστηκαν σε σχέση με τις αγορές i) διαπραγμάτευσης και εκκαθάρισης χρηματιστηριακών παραγώγων επιτοκίων, ii) εκκαθάρισης εξωχρηματιστηριακών παραγώγων επιτοκίων, και iii) διαπραγμάτευσης και εκκαθάρισης ιταλικών παραγώγων επί μεμονωμένων μετοχών. Δεν εξετάζεται το κατά πόσο η πράξη παρακωλύει σημαντικά τον αποτελεσματικό ανταγωνισμό στις εν λόγω αγορές, διότι η συνολική αξιολόγηση της υπόθεσης δεν θα άλλαζε. Το ίδιο ισχύει για μια δυνητική αγορά ολοκληρωμένων υπηρεσιών εκκαθάρισης.

49) Όπως επεξηγείται αναλυτικά ακολούθως, τα διορθωτικά μέτρα που υπέβαλαν τα κοινοποιούντα μέρη δεν επαρκούν για την εξάλειψη των προβλημάτων ανταγωνισμού στις αγορές εκκαθάρισης ομολόγων από κεντρικό αντισυμβαλλόμενο, τριμερών συμφωνιών επαναγοράς που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης μέσω ATS και εκκαθαρίζονται από κεντρικό αντισυμβαλλόμενο, στις αγορές υπηρεσιών διακανονισμού και φύλαξης σε σχέση με σταθερό εισόδημα που παρέχονται από ΔΚΑΑ και μεγάλους θεματοφύλακες και στις αγορές διαχείρισης ασφαλειών. Ως εκ τούτου, η τελική αξιολόγηση της υπόθεσης δεν θα άλλαζε, άσχετα με τυχόν περαιτέρω παρακώλυση του αποτελεσματικού ανταγωνισμού σε άλλες αγορές.

4. **ΔΙΟΡΘΩΤΙΚΑ ΜΕΤΡΑ**

50) Προκειμένου η πράξη να καταστεί συμβατή με την εσωτερική αγορά, τα μέρη υπέβαλαν δεσμεύσεις σύμφωνα με το άρθρο 8 παράγραφος 2 του κανονισμού συγκεντρώσεων στις 6 Φεβρουαρίου 2017 («αρχικές δεσμεύσεις»). Οι δεσμεύσεις αφορούν δεσμευτική σύμβαση που υπογράφηκε στις 3 Ιανουαρίου 2017 μεταξύ των LSEG και Euronext NV σχετικά με την πώληση της LCH SA (η «εκποιούμενη επιχείρηση»).

51) Η Επιτροπή πραγματοποίησε δοκιμή των δεσμεύσεων με βάση τα δεδομένα της αγοράς στις 9 Φεβρουαρίου 2017. Τα αποτελέσματα της δοκιμής αγοράς εντόπισαν ορισμένα ζητήματα σχετικά με τη μελλοντική βιωσιμότητα της LCH SA, ιδίως σε αγορές εκκαθάρισης ομολόγων και συμφωνιών επαναγοράς.

52) Κατ' αρχάς, τα αποτελέσματα της δοκιμής αγοράς υπέδειξαν με σαφήνεια ότι, προκειμένου LCH SA να είναι βιώσιμη, είναι αναγκαίο να έχει η άμεση πρόσβαση στην MTS, πλατφόρμα διαπραγμάτευσης ιδιοκτησίας της LSEG.

53) Δεύτερον, όσον αφορά προ της συγχώνευσης σχέδιο σχετικά με την επέκταση των δυνατοτήτων εκκαθάρισης ορισμένων ομολόγων της LCH SA, η δοκιμή αγοράς αποκάλυψε ότι υπάρχει αβεβαιότητα για το κατά πόσο αυτό θα οδηγούσε σε μεταφορά όγκων από την LCH Ltd. προς την LCH SA υπό το φως της συγχώνευσης. Ειδικότερα, τα αποτελέσματα υπέδειξαν ότι οι πελάτες ενδιαφέρονται για τη συγκέντρωση της εκκαθάρισης σταθερού εισοδήματος σε ένα νόμισμα σε έναν κεντρικό αντισυμβαλλόμενο, ιδίως λόγω των ευκαιριών για συμψηφισμό εντός ισολογισμού που προκύπτουν από την εισαγωγή του T2S. Ωστόσο, από τη δοκιμή αγοράς δεν μπορεί να συναχθεί το συμπέρασμα ότι μια τέτοια κίνηση θα συνέβαινε πράγματι στη μετά τη συγχώνευση διάρθρωση της αγοράς, όπου η συγχωνευμένη οντότητα θα είχε κίνητρο να συγκεντρώσει την εκκαθάριση στην LCH Ltd. αντί της LCH SA.

54) Ως εκ τούτου, η Επιτροπή δεν μπόρεσε να καταλήξει με βεβαιότητα στο συμπέρασμα ότι η εκποιούμενη επιχείρηση θα ήταν βιώσιμη στις αγορές εκκαθάρισης ομολόγων και συμφωνιών επαναγοράς στο μέλλον. Ως αποτέλεσμα αυτού, δεν ήταν δυνατόν να καταλήξει στο συμπέρασμα ότι οι δομές της αγοράς θα αποκαθίσταντο αποτελεσματικά σε μόνιμη βάση.

55) Η Επιτροπή ενημέρωσε τα κοινοποιούντα μέρη για τα αποτελέσματα της δοκιμής αγοράς και για τη σχετική προκαταρκτική αξιολόγησή της στις 16 Φεβρουαρίου 2017. Ενημέρωσε επίσης τα κοινοποιούντα μέρη ότι, σύμφωνα με την ειδοποίηση για τα διορθωτικά μέτρα και την εφαρμοστέα νομολογία, στο εν λόγω στάδιο της διαδικασίας μπορούν να γίνουν αποδεκτές μόνο σαφείς λύσεις οι οποίες θα αντιμετωπίσουν όλα τα προβλήματα πλήρως και αδιαμφισβήτητα. Μια τέτοια σαφής λύση θα μπορούσε να είναι η εκποίηση της MTS, της πλατφόρμας διαπραγμάτευσης σταθερού εισοδήματος της LSEG.

56) Στις 27 Φεβρουαρίου 2017, τα μέρη υπέβαλαν τις τελικές δεσμεύσεις στις οποίες δεν περιλαμβάνονταν η εκποίηση της MTS. Η πρόταση συνίστατο ουσιαστικά σε δέσμη μέτρων συμπεριφοράς που περιλάμβαναν, μεταξύ άλλων, τη χορήγηση πρόσβασης από την LCH SA στην MTS για διάρκεια τριών ετών, επιπροσθέτως των αρχικών δεσμεύσεων.

57) Η Επιτροπή αξιολόγησε την καταλληλότητα των τελικών δεσμεύσεων για την αντιμετώπιση των προβλημάτων που εντοπίστηκαν προηγουμένως και ανέλυσε ιδίως το πεδίο εφαρμογής τους, τη βιωσιμότητα και την αποτελεσματικότητά τους, καθώς και την πολυπλοκότητά τους με βάση τον χρόνο υποβολής τους.

58) Κατ' αρχάς, όπως διευκρινίζεται ανωτέρω, η δοκιμή αγοράς των αρχικών δεσμεύσεων αποκάλυψε ειδικότερα ότι η βιωσιμότητα της εκποιούμενης επιχείρησης εξαρτιόταν από την παραλαβή πληροφοριών σχετικά με τη διαπραγμάτευση προερχόμενων από την MTS και από την προσέλκυση συγκεκριμένων δραστηριοτήτων εκκαθάρισης σταθερής απόδοσης εκ μέρους της LCH Ltd.

59) Ακόμη και με την εφαρμογή των μέτρων συμπεριφοράς που προτείνονται στις τελικές δεσμεύσεις, η LCH SA θα εξακολουθούσε να εξαρτάται διαρθρωτικά από την MTS και, ως εκ τούτου, από τη συγχωνευμένη οντότητα. Επιπροσθέτως, δεδομένης της περιορισμένης διάρκειας της προτεινόμενης πρόσβασης της LCH SA στην MTS, δεν ήταν δυνατόν να προσδιοριστεί με την απαιτούμενη βεβαιότητα ότι οι νέες εμπορικές δομές θα διαρκούσαν αρκετά, όπως απαιτείται στην ειδοποίηση για τα διορθωτικά μέτρα.

60) Τέλος, τα μέτρα που σχετίζονται με δραστηριότητες εκκαθάρισης σταθερού εισοδήματος επίσης αποδείχτηκαν ανεπαρκή για τη διασφάλιση της επέκτασης των δραστηριοτήτων της LCH SA, όπως σχεδιαζόταν υπό τις προ της συγχώνευσης συνθήκες. Το γεγονός αυτό προκάλεσε επιπρόσθετη αβεβαιότητα ως προς το κατά πόσο η εκποιούμενη επιχείρηση θα συνέχιζε να ανταγωνίζεται αποτελεσματικά τη συγχωνευμένη οντότητα στην αγορά.

61) Κατά συνέπεια, η Επιτροπή δεν μπόρεσε να καταλήξει με την απαιτούμενη βεβαιότητα στο συμπέρασμα ότι οι τελικές δεσμεύσεις θα αντιμετώπιζαν ικανοποιητικά τα προβλήματα που αναδείχτηκαν από τη δοκιμή αγοράς των αρχικών δεσμεύσεων.

62) Δεύτερον, οι τελικές δεσμεύσεις θα συνεπάγονταν την παρακολούθηση δέσμης δεσμεύσεων συμπεριφοράς που είναι περίπλοκες από τη φύση τους, πολλώ δεν μάλλον υπό το φως του υπό εξέταση κλάδου.

63) Τέλος, καμία δοκιμή αγοράς δεν θα μπορούσε να διενεργηθεί στο παρόν στάδιο της διαδικασίας (ήτοι 15 ημέρες μετά το πέρας της προθεσμίας).

64) Ενόψει των ανωτέρω, ιδίως της καθυστερημένης υποβολής των τελικών δεσμεύσεων, της περιπλοκότητας, των μειονεκτημάτων τους όσον αφορά το πεδίο εφαρμογής, την αποτελεσματικότητα και της καταλληλότητά τους, καθώς και των δυσκολιών που σχετίζονται με την αποτελεσματική παρακολούθηση και εφαρμογή τους, η Επιτροπή κατέληξε στο συμπέρασμα ότι οι τελικές δεσμεύσεις δεν επαρκούν για την εξάλειψη των προβλημάτων ανταγωνισμού που εντοπίστηκαν.

5. **ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ**

65) Η Επιτροπή κήρυξε την προτεινόμενη συγχώνευση ασυμβίβαστη με την εσωτερική αγορά και τη λειτουργία της Συμφωνίας για τον Ευρωπαϊκό Οικονομικό Χώρο, σύμφωνα με το άρθρο 8 παράγραφος 3 του κανονισμού συγκεντρώσεων.