

Streszczenie decyzji Komisji
z dnia 13 stycznia 2021 r.
uznającej koncentrację za zgodną z rynkiem wewnętrznym oraz z funkcjonowaniem Porozumienia
EOG

(Sprawa M.9564 – LSEG/Refinitiv Business)

(notyfikowana jako dokument C(2021) 28)

(Jedynie tekst w języku angielskim jest autentyczny)

(Tekst mający znaczenie dla EOG)

(2021/C 434/05)

Dnia 13 stycznia 2021 r. Komisja przyjęła decyzję w sprawie połączenia na podstawie rozporządzenia Rady (WE) nr 139/2004 z dnia 20 stycznia 2004 r. w sprawie kontroli koncentracji przedsiębiorstw⁽¹⁾, w szczególności art. 8 ust. 2 tego rozporządzenia. Pełny tekst decyzji w autentycznej wersji językowej sprawy w wersji nieopatrzonej klauzulą poufności, w stosownym przypadku w wersji wstępnej, znajduje się na stronie internetowej Dyrekcji Generalnej ds. Konkurencji pod adresem: http://ec.europa.eu/competition/elojade/iseff/index.cfm?clear=1&policy_area_id=2

I. STRONY

- (1) London Stock Exchange Group („LSEG”, „strona zgłaszająca”) jest międzynarodowym dostawcą infrastruktury i danych na potrzeby rynków finansowych. LSEG prowadzi działalność przede wszystkim w obszarach: (i) rynków kapitałowych – za pośrednictwem systemów obrotu (m.in. LSE, Borsa Italiana, MTS, Turquoise i CurveGlobal Limited); (ii) zarządzania posttransakcyjnego i zarządzania ryzykiem; (iii) usług informacyjnych oraz (iv) usług związanych z technologią – poprzez systemy obrotu, nadzoru rynku i rozliczeń posttransakcyjnych dla giełd i innych organizacji. W dwóch pierwszych wymienionych obszarach LSEG obsługuje systemy obrotu akcjami, giełdowymi produktami strukturyzowanymi, obligacjami, instrumentami pochodnymi na stopę procentową oraz instrumentami pochodnymi na akcje, a także izby rozliczeniowe (LCH i CC&G) dla akcji, giełdowych produktów strukturyzowanych, obligacji, instrumentów pochodnych na stopę procentową, instrumentów pochodnych na akcje, kredytowych instrumentów pochodnych i produktów walutowych. W ostatnich dwóch z wymienionych obszarów LSEG prowadzi w szczególności działalność w zakresie: dostarczania indeksów za pośrednictwem FTSE Russell, dostarczania danych z systemów obrotu za pośrednictwem wyżej wymienionych systemów obrotu, systemów klasyfikacji sektorowej oraz innych produktów z dziedziny informacji finansowej, takich jak identyfikatory papierów wartościowych.
- (2) Refinitiv Business („Refinitiv”, „podmiot przejmowany”) jest dostawcą infrastruktury i danych na potrzeby rynków finansowych. Prowadzi działalność w zakresie (i) dostarczania danych i analiz; (ii) rozwiązań w zakresie rynków kapitałowych i organizacji pracy oraz (iii) usług zarządzania ryzykiem. W pierwszym z wymienionych obszarów Refinitiv prowadzi w szczególności działalność w zakresie rozwiązań desktopowych za pośrednictwem systemu Eikon, w zakresie skonsolidowanego zasilania danymi w czasie rzeczywistym („CRTD”) za pośrednictwem systemu Elektron, a także w zakresie dostarczania indeksów, systemów klasyfikacji sektorowej oraz dostarczania danych z systemów obrotu. W drugim z wymienionych obszarów Refinitiv obsługuje systemy obrotu (Tradeweb, FXall i Matching) w odniesieniu do akcji, giełdowych produktów strukturyzowanych, obligacji, instrumentów pochodnych na stopę procentową, instrumentów pochodnych na akcje oraz produktów walutowych. W trzecim z wymienionych obszarów Refinitiv oferuje narzędzia kontroli, monitorowania i oceny ryzyka, które pomagają użytkownikom w przestrzeganiu przepisów dotyczących przestępstw finansowych na całym świecie.

II. TRANSAKCJA

- (3) W dniu 13 maja 2020 r., zgodnie z art. 4 rozporządzenia Rady (WE) nr 139/2004 („rozporządzenie w sprawie kontroli łączenia przedsiębiorstw”), Komisja otrzymała zgłoszenie planowanej koncentracji, w wyniku której LSEG (Zjednoczone Królestwo) przejmuje, w rozumieniu art. 3 ust. 1 lit. b) rozporządzenia w sprawie kontroli łączenia przedsiębiorstw, wyłączną kontrolę nad Refinitiv (Stany Zjednoczone) w drodze zakupu udziałów („transakcja”). LSEG i Refinitiv są dalej zwane „stronami”. W wyniku transakcji powstałby jeden z największych uczestników rynku finansowego na świecie, działający w całym łańcuchu wartości: (i) usług infrastrukturalnych na rynkach finansowych (dopuszczanie do obrotu giełdowych instrumentów finansowych, jak akcje, obligacje i instrumenty pochodne, obrót nimi, ich rozliczanie i rozrachunek/przechowywanie) oraz (ii) produktów z zakresu danych finansowych (usługi desktopowe, zasilanie danymi, dane z systemów obrotu oraz indeksy/wskaźniki referencyjne).

⁽¹⁾ Dz.U. L 24 z 29.1.2004, s. 1.

III. STRESZCZENIE

- (4) Komisja wyraziła zastrzeżenia dotyczące konkurencji w odniesieniu do horyzontalnego nakładania się obszarów działalności stron w zakresie świadczenia usług obrotu europejskimi obligacjami skarbowymi („EGB”) oraz szeregu powiązań wertykalnych w zakresie danych finansowych oraz obrotu instrumentami finansowymi i rozliczania ich.
- (5) Dochodzenie Komisji wykazało, że transakcja znacznie zakłóciłaby efektywną konkurencję na następujących rynkach właściwych:
- a) horyzontalne nakładanie się: świadczenie elektronicznych usług transakcyjnych w odniesieniu do EGB;
 - b) wertykalne nakładanie się: utrudnienie dostępu do danych wejściowych (mianowicie danych z systemu obrotu LSE) na właściwych rynkach CRTD i usług desktopowych; utrudnienie dostępu do danych wejściowych (mianowicie brytyjskich indeksów akcyjnych LSEG) na właściwych rynkach CRTD i usług desktopowych; inne nieskoordynowane skutki na właściwych rynkach CRTD i usług desktopowych poprzez uzyskanie dostępu do szczególnie chronionych informacji handlowych dotyczących konkurentów; utrudnienie dostępu do danych wejściowych (mianowicie walutowych wskaźników referencyjnych WM/R) na właściwych rynkach w zakresie licencjonowania indeksów; utrudnienie klientom dostępu na właściwym rynku do usług obrotu między dealerami a klientami („D2C”) w odniesieniu do pozagiełdowego obrotu instrumentami pochodnymi na stopę procentową („IRD”) poprzez ograniczenie dostępu do usług rozliczeniowych w tym zakresie.
- (6) W dniu 5 listopada 2020 r. strona zgłaszająca przedstawiła pakiet zobowiązań w celu rozwiania wymienionych powyżej obaw Komisji („zobowiązania wstępne”). W dniu 26 listopada 2020 r. strona zgłaszająca przedłożyła zaktualizowany pakiet zobowiązań („zobowiązania ostateczne” lub „zobowiązania”).
- (7) W związku z tym zaproponowano przyjęcie decyzji o zgodności koncentracji ze wspólnym rynkiem zgodnie z art. 8 ust. 2 rozporządzenia w sprawie kontroli łączenia przedsiębiorstw.

IV. OCENA

A. WŁAŚCIWE RYNKI PRODUKTOWE I GEOGRAFICZNE

- (8) W niniejszej sekcji określono poszczególne rynki produktowe i geograficzne, na których zdaniem Komisji transakcja znacząco zakłóciłaby efektywną konkurencję.

1. Świadczenie elektronicznych usług obrotu europejskimi obligacjami skarbowymi

- (9) Poprzednie decyzje Komisji Jakkolwiek Komisja nie dokonała uprzednio oceny właściwego rynku produktowego w zakresie świadczenia usług obrotu obligacjami skarbowymi, to w sprawie *Deutsche Börse/NYSE Euronext* uznała, że obrót obligacjami (skarbowymi i korporacyjnymi) nie był zastępowalny w stosunku do obrotu innymi instrumentami finansowymi, takimi jak instrumenty rynku kasowego ^(?).
- (10) Ocena Komisji Na podstawie wyników badania rynku i dostępnych dowodów Komisja stwierdza, że do celów niniejszej decyzji świadczenie elektronicznych usług obrotu europejskimi obligacjami skarbowymi (tj. obligacjami rządów państw EOG, Zjednoczonego Królestwa i Szwajcarii) stanowi odrębny rynek produktowy, natomiast kwestia ewentualnej segmentacji według kanału transakcyjnego (tj. podziału na transakcje między dealerami a klientami [D2C] oraz transakcje między dealerami [D2D]) może pozostać otwarta. Zasięg geograficzny tych rynków jest ogólnosiątkowy lub obejmuje co najmniej EOG.

^(?) Decyzja Komisji z dnia 1 lutego 2012 r. w sprawie M.6166 – *Deutsche Börse/NYSE Euronext*, pkt 61.

2. Świadczenie usług pozagiełdowego obrotu instrumentami pochodnymi na stopę procentową (IRD) między dealerami a klientami (D2C)

- (11) Poprzednie decyzje Komisji Komisja uznała, że świadczenie usług obrotu kontraktami na instrumenty pochodne można podzielić według (i) klasy aktywów bazowych ⁽³⁾, (ii) środowiska realizacji zleceń ⁽⁴⁾ oraz (iii) rodzajów kontraktów ⁽⁵⁾. Ponadto Komisja wcześniej uznała, że w przypadku usług giełdowego obrotu instrumentami IRD czynnikiem różnicującym wyznaczającym odrębne rynki produktowe jest waluta ⁽⁶⁾.
- (12) Ocena Komisji Na podstawie wyników badania rynku i dostępnych dowodów Komisja stwierdza, że do celów niniejszej decyzji świadczenie usług pozagiełdowego obrotu instrumentami IRD między dealerami a klientami stanowi odrębny rynek produktowy, natomiast kwestia ewentualnej segmentacji według metody realizacji zleceń (tj. za pośrednictwem systemu elektronicznego lub dwustronnie głosowo poza elektronicznym systemem obrotu), według rodzaju kontraktu IRD (np. swapy stóp procentowych, kontrakty terminowe na stopę procentową oraz swapy indeksowane stopą jednodniową) lub według waluty bazowej transakcji (np. EUR lub USD) może pozostać otwarta. Zasięg geograficzny tych rynków jest ogólnosiwiatowy lub obejmuje co najmniej EOG.

3. Świadczenie usług rozliczeniowych w pozagiełdowym obrocie instrumentami pochodnymi na stopę procentową

- (13) Poprzednie decyzje Komisji W zakresie rozliczania instrumentów pochodnych Komisja określiła odrębne rynki produktowe według klasy aktywów bazowych, środowiska realizacji zleceń, rodzaju klienta i rodzaju kontraktu ⁽⁷⁾.
- (14) Ocena Komisji Na podstawie wyników badania rynku i dostępnych dowodów Komisja stwierdza, że do celów niniejszej decyzji świadczenie usług rozliczeniowych dla kontrahenta centralnego („CCP”) w odniesieniu do pozagiełdowego obrotu instrumentami IRD stanowi odrębny rynek produktowy, natomiast kwestia ewentualnej segmentacji według rodzaju kontraktu w pozagiełdowym obrocie instrumentami IRD oraz według waluty bazowej może pozostać otwarta. Zasięg geograficzny tych rynków jest ogólnosiwiatowy lub obejmuje co najmniej EOG.

4. Skonsolidowane zasilanie danymi w czasie rzeczywistym (CRTD)

- (15) Poprzednie decyzje Komisji Zasilanie danymi w czasie rzeczywistym można podzielić na dwie kategorie: skonsolidowane i bezpośrednie. W sprawie *Reuters Instrument Codes* Komisja stwierdziła, że skonsolidowane (CRTD) i bezpośrednie zasilanie danymi w czasie rzeczywistym należą do różnych rynków produktowych ⁽⁸⁾. W tej samej sprawie Komisja stwierdziła, że CRTD nie konkuruje z usługami desktopowymi ⁽⁹⁾.
- (16) Ocena Komisji Na podstawie wyników badania rynku i dostępnych dowodów Komisja stwierdza, że istnieje odrębny rynek właściwy dla CRTD (z wyłączeniem usług desktopowych i bezpośredniego zasilania danymi w czasie rzeczywistym). Zasięg geograficzny tego rynku jest ogólnosiwiatowy.

⁽³⁾ Podział na usługi obrotu instrumentami pochodnymi: na stopę procentową (IRD), na akcje, walutowymi, towarowymi, kredytowymi.

⁽⁴⁾ Podział na usługi giełdowego (ETD) i pozagiełdowego (OTC) obrotu instrumentami pochodnymi.

⁽⁵⁾ Podział na usługi obrotu swapami oraz usługi obrotu opcjami i kontraktami typu future i forward.

⁽⁶⁾ Decyzja Komisji z dnia 1 lutego 2012 r. w sprawie M.6166 – *Deutsche Börse/NYSE Euronext*, pkt 406.

⁽⁷⁾ Decyzja Komisji z dnia 1 lutego 2012 r. w sprawie M.6166 – *Deutsche Börse/NYSE Euronext*, pkt 444, oraz decyzja Komisji z dnia 29 marca 2017 r. w sprawie M.7995 – *Deutsche Börse/London Stock Exchange Group*, pkt 748, 750.

⁽⁸⁾ Decyzja Komisji z dnia 20 grudnia 2012 r. w sprawie AT.39654 – *Reuters Instrument Codes*, pkt 29.

⁽⁹⁾ Decyzja Komisji z dnia 20 grudnia 2012 r. w sprawie AT.39654 – *Reuters Instrument Codes*, pkt 30. W sprawie *Blackstone/Thomson Reuters F&R* Komisja rozpatrywała kwestię właściwego rynku CRTD, ale ostatecznie kwestię dokładnego rozgraniczenia rynków pozostawiła otwartą (decyzja Komisji z dnia 20 lipca 2018 r. w sprawie M.8837 – *Blackstone/Thomson Reuters F&R Business*, pkt 23ff).

5. Usługi desktopowe

- (17) Poprzednie decyzje Komisji W sprawie *Blackstone/Thomson Reuters F&R* Komisja rozpatrywała prawdopodobny rynek usług desktopowych, który byłby odrębny od CRTD, zasilania danymi w czasie rzeczywistym i dostarczania dyskretnych zbiorów danych. Kwestię określenia właściwego rynku produktowego ostatecznie pozostawiono otwartą ⁽¹⁰⁾.
- (18) Ocena Komisji Na podstawie wyników badania rynku i dostępnych dowodów Komisja stwierdza, że istnieje odrębny rynek właściwy dla kompleksowych usług desktopowych (z wyłączeniem dyskretnych zbiorów danych) i rynek ten nie wymaga dzielenia na podsegmenty według kategorii klientów. Zasięg geograficzny tego rynku jest ogólnosiwiatowy.

6. Dostarczanie danych z systemów obrotu

- (19) Poprzednie decyzje Komisji W sprawie *Deutsche Börse/NYSE Euronext* badanie rynku wykazało, że każda ze stron w odniesieniu do własnych systemów obrotu dostarczała informacje specyficzne dla danej giełdy, których nie można było zastąpić danymi rynkowymi pozyskiwanymi z innych giełd lub systemów obrotu. Innymi słowy, badanie rynku wykazało, że dane z każdego systemu obrotu stanowią odrębny rynek ⁽¹¹⁾.
- (20) Ocena Komisji Na podstawie wyników badania rynku i dostępnych dowodów Komisja stwierdza, że istnieją odrębne rynki właściwe dla licencjonowania danych z systemów obrotu, wygenerowanych w poszczególnych systemach. W niniejszej decyzji zastrzeżenia Komisji koncentrowały się na właściwym rynku danych z systemu obrotu LSE. Zasięg geograficzny tego rynku jest ogólnosiwiatowy.

7. Licencjonowanie indeksów

- (21) Poprzednie decyzje Komisji W sprawie *Deutsche Börse/London Stock Exchange Group* Komisja uznała rynek licencjonowania indeksów za odrębny rynek produktowy, który można potencjalnie podzielić według rodzaju indeksu ⁽¹²⁾. W tej sprawie Komisja zwróciła uwagę na brak możliwości zastępowania po stronie popytu poszczególnych indeksów, w tym indeksów odnoszących się do papierów wartościowych na poziomie europejskim lub krajowym, ponieważ oferują one różne ekspozycje, których uczestnicy rynku nie uznawali za wzajemnie zastępowalne ⁽¹³⁾. Dochodzenie Komisji uwidoczniło również, że możliwość zastępowania po stronie podaży jest ograniczona ze względu na istnienie praw własności intelektualnej i barier handlowych utrudniających wejście na rynek w różnych segmentach indeksów ⁽¹⁴⁾. W sprawie *Intercontinental Exchange/NYSE Euronext* Komisja określiła odrębne rynki dla indeksów na podstawie klasy aktywów ich składników oraz na odpowiednim poziomie geograficznym, krajowym i regionalnym ⁽¹⁵⁾.
- (22) Ocena Komisji Na podstawie wyników badania rynku i dostępnych dowodów Komisja stwierdza, że istnieją odrębne właściwe rynki produktowe (między innymi) dla licencjonowania brytyjskich indeksów akcyjnych (połączenie kryteriów klasy aktywów i kryteriów geograficznych) oraz dla walutowych wskaźników referencyjnych, które stanowią odrębną klasę aktywów (wskaźniki walutowe) i podlegają wymogom regulacyjnym wynikającym z rozporządzenia UE w sprawie wskaźników referencyjnych. Zasięg geograficzny rynku licencjonowania brytyjskich indeksów akcyjnych i walutowych wskaźników referencyjnych jest ogólnosiwiatowy.

⁽¹⁰⁾ Decyzja Komisji z dnia 20 lipca 2018 r. w sprawie M.8837 – *Blackstone/Thomson Reuters F&R Business*, pkt 12, 14.

⁽¹¹⁾ Decyzja Komisji z dnia 1 lutego 2012 r. w sprawie M.6.166 – *Deutsche Börse/NYSE Euronext*, pkt 140 i 152. Ta sama konkluzja również w decyzji Komisji z dnia 24 czerwca 2013 r. w sprawie M.6873 – *Intercontinental Exchange/NYSE Euronext*, pkt 11.

⁽¹²⁾ Decyzja Komisji z dnia 1 lutego 2012 r. w sprawie M.6166 – *Deutsche Börse/NYSE Euronext*, pkt 148.

⁽¹³⁾ Decyzja Komisji z dnia 1 lutego 2012 r. w sprawie M.6166 – *Deutsche Börse/NYSE Euronext*, pkt 428.

⁽¹⁴⁾ Decyzja Komisji z dnia 1 lutego 2012 r. w sprawie M.6166 – *Deutsche Börse/NYSE Euronext*, pkt 147.

⁽¹⁵⁾ Decyzja Komisji z dnia 24 czerwca 2013 r. w sprawie M.6873 – *Intercontinental Exchange/NYSE Euronext*, pkt 65.

B. OCENA WPŁYWU NA KONKURENCJĘ**1. Skutki jednostronne: skutki horyzontalne w zakresie świadczenia elektronicznych usług obrotu europejskimi obligacjami skarbowymi**

(23) Komisja obawia się, że transakcja znacząco zakłóci efektywną konkurencję na rynku świadczenia elektronicznych usług obrotu EGB i na ewentualnych podsegmentach tego rynku, ponieważ stworzy lub wzmocni, w zależności od podsegmentu rynku, pozycję dominującą połączonego podmiotu.

(24) Transakcja doprowadziłaby do połączenia głównych systemów obrotu europejskimi obligacjami skarbowymi, mianowicie MTS należącego do LSEG oraz Tradeweb należącego do Refinitiv, i w konsekwencji do uzyskania bardzo dużego łącznego udziału w rynku – do [70–80] %. Ponadto z badania rynku wynika, że systemy obu stron mają wiodącą pozycję na rynku i ściśle konkurują ze sobą nawzajem w tym obszarze, w szczególności w zakresie obrotu między dealerami a inwestorami. Badanie rynku wykazuje również, że świadczenie usług obrotu EGB charakteryzuje się silnymi efektami sieciowymi i wysokimi barierami wejścia na rynek.

2. Skutki wertykalne**2.1 Skutki niehoryzontalne w zakresie pozagiełdowego obrotu instrumentami pochodnymi na stopę procentową, związane z transakcjami obrotu (wyższy szczebel) i ich rozliczaniem (niższy szczebel)**

(25) Komisja wyraziła obawy co do nieskoordynowanych skutków wertykalnych transakcji, wynikających z wertykalnego powiązania między działalnością Refinitiv w zakresie świadczenia usług pozagiełdowego obrotu instrumentami IRD (za pośrednictwem Tradeweb) a działalnością LSEG w zakresie świadczenia usług rozliczeniowych w odniesieniu do obrotu takimi instrumentami (za pośrednictwem LCH SwapClear). Dokładniej rzecz ujmując, Komisja jest zdania, że transakcja znacznie zakłóci efektywną konkurencję w zakresie świadczenia usług pozagiełdowego obrotu D2C instrumentami IRD poprzez stworzenie pozycji dominującej wskutek tego, że połączony podmiot miałby możliwość i motywację do utrudniania klientom dostępu do rynku poprzez stosowanie następujących strategii:

- a) zaprzestanie rozliczania transakcji zawieranych w systemach obrotu konkurencyjnych wobec Tradeweb lub z udziałem dostawców oprogramowania pośredniczącego (odmowa rozliczania);
- b) podwyższanie opłat rozliczeniowych w odniesieniu do produktów będących przedmiotem obrotu w systemach obrotu konkurencyjnych wobec Tradeweb (ceny zaporowe);
- c) obniżanie jakości lub nakładanie niekorzystnych wymogów technicznych lub operacyjnych w odniesieniu do rozliczania transakcji dokonywanych w konkurencyjnych systemach obrotu (bariery techniczne);
- d) odmowa lub obniżenie jakości współpracy LCH SwapClear z konkurencyjnymi systemami obrotu w odniesieniu do wprowadzania nowych produktów (utrudnienie dostępu do innowacji).

(26) Badanie rynku potwierdza, że po dokonaniu transakcji połączony podmiot będzie miał możliwość⁽¹⁶⁾ stosowania czterech wyżej wymienionych strategii oraz motywację⁽¹⁷⁾ do ich stosowania. Ponadto badanie rynku potwierdziło, że stosowanie opisanych strategii utrudniania dostępu do rynku prawdopodobnie w znacznym stopniu wpłynęłyby na rynek wyższego szczebla w zakresie pozagiełdowego obrotu D2C instrumentami IRD, poważnie utrudniając konkurentom Tradeweb działalność w tym zakresie.

⁽¹⁶⁾ Oprócz posiadania bardzo dużego udziału w światowym rynku (ok. [90–100] %), LCH SwapClear jest praktycznie jedynym kontrahentem centralnym z silną pozycją obecnością w wielu walutach, w sytuacji gdy dla klientów korzystne jest rozliczanie wszystkich kontraktów denominowanych w wielu walutach u tego samego kontrahenta centralnego ze względu na efekty sieciowe i korzyści skali. Badanie rynku wykazało również, że stosowanie przez połączony podmiot opisanych powyżej strategii całkowitego zamknięcia dostępu, cen zaporowych, barier technicznych lub utrudnienia dostępu do innowacji nie byłoby ograniczone żadnymi przeszkodami prawnymi ani technicznymi.

⁽¹⁷⁾ Z dogłębnego badania wynika, że znacznie łatwiej jest zmienić system obrotu niż izbę rozliczeniową, zaś pionowa analiza arytmetyczna przeprowadzona przez Komisję wskazuje, że stosowanie wyżej wymienionych czterech strategii utrudnienia dostępu byłoby dla połączonego podmiotu opłacalne.

- 2.2 *Skutki niehoryzontalne w odniesieniu do danych z systemu obrotu LSE należącego do LSEG (wyższy szczebel) oraz skonsolidowanego zasilania danymi w czasie rzeczywistym przez Refinitiv (niższy szczebel)*
- (27) Dane z systemu obrotu LSE stanowią dane wejściowe dla rynku niższego szczebla w zakresie CRTD, na którym działa Refinitiv. Komisja stwierdza, że połączony podmiot miałby możliwość i motywację do utrudniania dostępu do danych z systemu obrotu LSE, stanowiących dane wejściowe na rynku CRTD:
- Na podstawie wyników badania rynku i dostępnych dowodów Komisja stwierdza, że dane z systemu obrotu LSE stanowią ważne dane wejściowe dla rynku niższego szczebla w zakresie CRTD, biorąc pod uwagę punkt widzenia konkurentów CRTD i klientów końcowych.
 - Komisja szacuje, że zyski osiągnięte na niższym szczeblu w wyniku strategii utrudnienia dostępu do danych wejściowych byłyby znacznie wyższe niż zyski utracone na wyższym szczeblu. Komisja bierze również pod uwagę wcześniejsze praktyki stron, w tym (i) wyłączną dystrybucję przez Refinitiv danych z systemów obrotu Tradeweb oraz (ii) zarzuty dotyczące nadużywania pozycji dominującej przez Borsa Italiana poprzez dyskryminację konkurentów w zakresie CRTD w celu faworyzowania własnego wertykalnie zintegrowanego dostawcy CRTD (obecnie zbytego).
- (28) Komisja zauważa, że obecnie to Refinitiv jest dominującym podmiotem na rynku CRTD, i dochodzi do wniosku, że strategia utrudniania dostępu ⁽¹⁸⁾ do danych wejściowych miałaby wpływ na efektywną konkurencję na tym rynku, np. poprzez wzmocnienie pozycji dominującej Refinitiv.
- 2.3 *Skutki niehoryzontalne w odniesieniu do danych z systemu obrotu LSE należącego do LSEG (wyższy szczebel) oraz usług desktopowych stron (niższy szczebel)*
- (29) Dane z systemu obrotu LSE stanowią dane wejściowe dla rynku niższego szczebla w zakresie usług desktopowych, na którym działa Refinitiv ⁽¹⁹⁾. Komisja stwierdza, że połączony podmiot miałby możliwość i motywację do utrudniania dostępu do danych z systemu obrotu LSE, stanowiących dane wejściowe na rynku usług desktopowych. Na podstawie wyników badania rynku i dostępnych dowodów Komisja stwierdza, że dane z systemu obrotu LSE stanowią ważne dane wejściowe dla rynku niższego szczebla w zakresie usług desktopowych. Komisja szacuje również, uwzględniając wcześniejsze zachowanie stron (opisane w pkt 27 lit. b) powyżej), że połączony podmiot miałby motywację finansową do takiego utrudniania dostępu do danych wejściowych.
- (30) Komisja zauważa, że strategia utrudniania dostępu ⁽²⁰⁾ do danych wejściowych z systemu obrotu LSE wpłynęłaby na efektywną konkurencję na rynku usług desktopowych, ponieważ (i) uniemożliwiłaby konkurentom efektywne konkutowanie pod względem jakości oraz (ii) zniechęcałaby przedsiębiorstwa do wejścia na rynek.
- 2.4 *Skutki niehoryzontalne w odniesieniu do licencjonowania brytyjskich indeksów akcyjnych (wyższy szczebel) oraz skonsolidowanego zasilania danymi w czasie rzeczywistym (niższy szczebel)*
- (31) LSEG prowadzi działalność w kilku segmentach licencjonowania indeksów za pośrednictwem FTSE Russell, znaczącego dostawcy indeksów. FTSE Russell, wraz z MSCI i S&P, ma pozycję oligopolistyczną w zakresie indeksów. Indeksy są przeważnie przekazywane klientom końcowym raz dziennie w czasie rzeczywistym (indeksy na koniec dnia) lub w czasie rzeczywistym.
- (32) Dane o brytyjskich indeksach akcyjnych, przekazywane przez FTSE Russell w czasie rzeczywistym, stanowią dane wejściowe dla rynku niższego szczebla w zakresie CRTD, na którym działa Refinitiv. Komisja obawia się, że połączony podmiot mógłby utrudniać konkurentom dostęp do rynku CRTD, uniemożliwiając im dostęp do brytyjskich indeksów akcyjnych przekazywanych przez FTSE Russell lub obniżając jakość takiego dostępu.

⁽¹⁸⁾ W tym pełne zamknięcie dostępu do rynku oraz częściowe jego ograniczenie poprzez obniżenie jakości technologii.

⁽¹⁹⁾ LSEG również prowadzi działalność w zakresie usług desktopowych za pośrednictwem Mergent. Mergent jest jednak niszowym dostawcą usług desktopowych, obsługującym klientów końcowych spośród amerykańskich instytucji akademickich, a jego udział w światowym rynku usług desktopowych nie przekracza [0–5] %.

⁽²⁰⁾ W tym pełne zamknięcie dostępu do rynku oraz częściowe jego ograniczenie poprzez obniżenie jakości technologii.

2.5 *Skutki niehoryzontalne w odniesieniu do licencjonowania brytyjskich indeksów akcyjnych (wyższy szczebel) oraz w odniesieniu do usług desktopowych (niższy szczebel)*

(33) Dane o brytyjskich indeksach akcyjnych, przekazywane przez FTSE Russell, stanowią dane wejściowe dla rynku niższego szczebla w zakresie rozwiązań desktopowych, na którym działa Refinitiv.

(34) Komisja obawia się, że połączony podmiot mógłby utrudniać dostęp do rynku usług desktopowych, uniemożliwiając konkurentom dostęp do brytyjskich indeksów akcyjnych przekazywanych przez FTSE Russell lub obniżając jakość takiego dostępu.

2.6 *Inne nieskoordynowane skutki na niekorzyść dostawców CRTD i usług desktopowych*

(35) Komisja obawia się, że połączony podmiot mógłby wykorzystywać szczególnie chronione informacje handlowe na temat klientów konkurentów działających na rynku niższego szczebla, uzyskane w ramach działalności wyższego szczebla w zakresie danych z systemu obrotu LSE oraz brytyjskich indeksów akcyjnych, w celu zwiększenia szkód ponoszonych przez tych konkurentów w wyniku stosowania przez połączony podmiot opisanych powyżej strategii utrudniania dostępu do rynku.

2.7 *Skutki niehoryzontalne w odniesieniu do walutowych wskaźników referencyjnych (wyższy szczebel) oraz licencjonowania indeksów (niższy szczebel)*

(36) Walutowe wskaźniki referencyjne są stosowane przez dostawców indeksów do wyrażania indeksów w różnych walutach lub do tworzenia indeksów obejmujących międzynarodowe papiery wartościowe denominowane w różnych walutach. Wskaźniki referencyjne WM/R dostarczane przez Refinitiv są wyraźnym liderem rynku i w 2019 r. posiadały [70–80] % udziału w rynku. Komisja obawia się, że połączony podmiot mógłby utrudniać dostęp do rynku konkurencyjnym dostawcom indeksów, uniemożliwiając im dostęp do wskaźników referencyjnych WM/R.

3. **Wniosek**

(37) Wobec powyższego w decyzji stwierdza się, że transakcja znacznie zakłóciłaby efektywną konkurencję ze względu na: (i) nieskoordynowane skutki horyzontalne na rynku świadczenia elektronicznych usług obrotu EGB oraz (ii) nieskoordynowane skutki wertykalne w odniesieniu do: a) rynków pozagiełdowych transakcji instrumentami IRD (wyższy szczebel) oraz rozliczania tych transakcji (niższy szczebel); b) rynku wyższego szczebla w zakresie danych z systemu obrotu LSE należącego do LSEG oraz rynku niższego szczebla w zakresie CRTD, c) rynku wyższego szczebla w zakresie danych z systemu obrotu LSE należącego do LSEG oraz rynku niższego szczebla w zakresie usług desktopowych, d) rynku wyższego szczebla w zakresie licencjonowania brytyjskich indeksów akcyjnych oraz rynku niższego szczebla w zakresie CRTD; e) rynku wyższego szczebla w zakresie licencjonowania brytyjskich indeksów akcyjnych oraz rynku niższego szczebla w zakresie usług desktopowych oraz f) rynku wyższego szczebla w zakresie walutowych wskaźników referencyjnych oraz rynku niższego szczebla w zakresie licencjonowania indeksów.

C. ŚRODKI ZARADCZE

1. **Zobowiązania złożone przez LSEG**

(38) W celu rozwiania wyżej wymienionych obaw dotyczących konkurencji strona zgłaszająca złożyła opisane poniżej zobowiązania.

1.1 *Zobowiązanie w odniesieniu do skutków horyzontalnych*

(39) W celu rozwiania obaw Komisji dotyczących elektronicznego świadczenia usług obrotu EGB strona zgłaszająca proponuje zbycie swojego udziału w Borsa Italiana, wynoszącego 99,9 %, na rzecz Euronext⁽²¹⁾. W związku z tym w dniu 9 października 2020 r. LSEG i Euronext podpisały ostateczną, wiążącą umowę kupna i sprzedaży.

⁽²¹⁾ Proponowane zbycie obejmować będzie zatem następujące podmioty: (i) MTS, posiadający własne systemy obrotu wszelkimi obligacjami i instrumentami o stałym dochodzie oraz szereg mniejszych systemów obrotu detalicznego instrumentami o stałym dochodzie (MOT, ExtraMOT i EuroTLX), (ii) włoską giełdę papierów wartościowych, (iii) Elite – międzynarodową platformę rozwoju biznesu i pozyskiwania kapitału, (iv) Italian Derivatives Market – włoski system obrotu instrumentami pochodnymi, (v) MTS Repo – system obrotu w zakresie transakcji repo między dealerami, (vi) Borsa Italiana Market Data i MTS Data – usługi dostarczania w czasie rzeczywistym danych rynkowych, obejmujące licencjonowanie danych z systemów obrotu na rzecz szeregu zewnętrznych sprzedawców danych, (vii) CC&G – wiodącego kontrahenta centralnego i dostawcę usług zarządzania ryzykiem, (viii) Monte Titoli – centralny depozyt papierów wartościowych we Włoszech, (ix) Bit Market Services S.p.A. – przedsiębiorstwo oferujące oprogramowanie i usługi informatyczne, (x) GATElab S.r.l. – dostawcę technologii dla operacji przed transakcją, w jej trakcie i po transakcji.

1.2 Zobowiązanie w odniesieniu do skutków wertykalnych

- (40) Po pierwsze – co się tyczy obaw dotyczących wertykalnego utrudniania klientom dostępu w zakresie pozagiełdowego obrotu instrumentami IRD (na wyższym szczeblu – usług transakcyjnych, zaś na niższym szczeblu – usług rozliczania transakcji), strona zgłaszająca proponuje zobowiązanie do powstrzymania się przez LCH SwapClear od stosowania strategii utrudniania dostępu opisanych w pkt 25 powyżej przez okres 10 lat. Odnośne zobowiązania oznaczają w szczególności, że SwapClear:
- a) będzie w pełni przestrzegać przepisów rozporządzenia EMIR w zakresie mającym zastosowanie do niedyskryminacyjnego i przejrzystego rozliczania pozagiełdowych transakcji instrumentami IRD w EOG (nawet po zakończeniu okresu przejściowego związanego z brexitem), nie tylko w odniesieniu do systemów obrotu, ale również wobec dostawców oprogramowania pośredniczącego oraz
 - b) zapewni niedyskryminacyjne traktowanie zewnętrznych systemów obrotu i dostawców oprogramowania pośredniczącego w stosunku do Tradeweb pod względem: (i) cen, (ii) poziomów usług, specyfikacji technicznych i norm operacyjnych (w tym wymogów w zakresie interoperacyjności) oraz (iii) wprowadzania nowych produktów.
- (41) Po drugie, w odniesieniu do obaw dotyczących utrudniania dostępu do danych wejściowych w zakresie usług informacyjnych, strona zgłaszająca zobowiązuje się do zapewnienia dostępu do odpowiednich produktów wyższego szczebla wszystkim obecnym i przyszłym konkurentom działającym na rynkach niższego szczebla przez okres 10 lat. Jeśli chodzi o dostęp połączonego podmiotu do strategicznych informacji klientów końcowych, strona zgłaszająca zobowiązuje się do ustanowienia bariery informacyjnej między odnośnymi przedsiębiorstwami.
- a) W odniesieniu do danych z systemu obrotu LSE, LSEG zobowiązuje się (i) udostępniać je obecnym i przyszłym zewnętrznym sprzedawcom danych ⁽²²⁾ oraz (ii) nie obniżać jakości technologii w sposób, który miałby negatywny wpływ na jakość danych z systemu obrotu LSE dostarczanych zewnętrznym sprzedawcom danych w porównaniu z jakością danych dostarczanych na potrzeby działalności Refinitiv w zakresie CRTD i usług desktopowych.
 - b) Jeżeli chodzi o brytyjskie indeksy akcyjne FTSE, LSEG zobowiązuje się (i) udzielać dostępu do brytyjskich indeksów akcyjnych przekazywanych przez FTSE Russell ⁽²³⁾ obecnym i przyszłym zewnętrznym sprzedawcom danych oraz (ii) dostarczać brytyjskie indeksy akcyjne przekazywane przez FTSE Russell obecnym i przyszłym zewnętrznym sprzedawcom danych z zapewnieniem poziomu jakości i usług równoważnego z poziomem zapewnianym wobec odnośnego przedsiębiorstwa.
 - c) W odniesieniu do szczególnie chronionych informacji handlowych o klientach LSEG zobowiązuje się do utrzymywania bariery informacyjnej między pracownikami przetwarzającymi szczególnie chronione informacje o klientach a odnośnym przedsiębiorstwem w celu zapobieżenia przekazywaniu odnośnemu przedsiębiorstwu szczególnie chronionych informacji o klientach w sposób, który mógłby mieć negatywny wpływ na zewnętrznych sprzedawców danych.
 - d) W odniesieniu do wskaźników referencyjnych WM/R, LSEG zobowiązuje się udzielać dostępu do istniejących i przyszłych walutowych wskaźników referencyjnych WM/R wszystkim obecnym i przyszłym klientom, którzy już mają do nich dostęp lub zwrócą się o taki dostęp na potrzeby licencjonowania indeksów.
- (42) W odniesieniu do obu zestawów zobowiązań dotyczących kwestii wertykalnych strona zgłaszająca proponuje wprowadzenie szybkiego trybu rozstrzygnięcia sporów, który może ostatecznie prowadzić do arbitrażu.

2. Ocena złożonych zobowiązań

- (43) Komisja uznaje, że zbycie Borsa Italiana na rzecz Euronext, a także środki zaradcze w zakresie dostępu, zaproponowane w odniesieniu do usług informacyjnych oraz pozagiełdowych transakcji instrumentami IRD i ich rozliczania, są wystarczające do rozwiania jej obaw w zakresie konkurencji, związanych z transakcją.

⁽²²⁾ LSEG zobowiązuje się również nie stosować w odniesieniu do danych z systemu obrotu LSE takich warunków cenowych i innych warunków licencyjnych, które *de facto* oznaczałyby uniemożliwienie dostępu do tych danych zewnętrznym sprzedawcom danych.

⁽²³⁾ Brytyjskie indeksy akcyjne FTSE oznaczają indeksy przekazywane w czasie rzeczywistym lub na koniec dnia (w tym powiązane treści, takie jak dane dotyczące składu członkowskiego i dane historyczne) wymienione w dodatku do zobowiązań ostatecznych lub wszelkie produkty będące ich odpowiednikami w przyszłości, wykorzystujące zasadniczo tę samą metodykę ważenia i wyboru ich składników co jeden z tych indeksów.

- (44) W szczególności w odniesieniu do zbycia Borsa Italiana na rzecz Euronext uczestnicy rynku w zdecydowanej większości wypowiedzieli się pozytywnie co do adekwatności i skuteczności zobowiązań pod względem całkowitego wyeliminowania nakładania się obszarów działalności stron w zakresie elektronicznego obrotu EGB. Komisja jest zdania, że zaproponowany środek naprawczy rozwiązuje horyzontalne problemy w zakresie konkurencji. Ponadto wyniki testu rynkowego potwierdzają, że działalność Borsa Italiana jest rentowna i, o ile będzie prowadzona przez odpowiedniego nabywcę, może skutecznie działać samodzielnie oraz trwale konkurować na rynku. Odnosne zobowiązania nie zawierają klauzuli uprzednio określonego nabywcy. Ponieważ nie istnieje żadne szczególne ryzyko, które mogłoby zagrozić nabyciu przez Euronext, Komisja jest zdania, że klauzula uprzednio określonego nabywcy nie jest potrzebna.
- (45) W odniesieniu do pozagiełdowego obrotu instrumentami IRD klienci końcowi w zdecydowanej większości poparli zobowiązania wstępne. Jakkolwiek kilku konkurentów zajmujących się obrotem i rozliczaniem przedstawiło konstruktywne sugestie dotyczące udoskonalień (co znalazło odzwierciedlenie w zobowiązaniach ostatecznych), w badaniu rynkowym zobowiązań wstępnych przeważały opinie pozytywne ze strony konkurentów, zarówno w zakresie transakcji, jak i ich rozliczania, w tym ze strony Bloomberg, głównego konkurenta Tradeweb w obszarze pozagiełdowego obrotu D2C instrumentami IRD, który byłby potencjalną ofiarą wszelkich strategii utrudniania dostępu do rynku. Ponadto 10-letni okres obowiązywania zobowiązań, a także skuteczny mechanizm szybkiego rozstrzygnięcia sporów i procedura arbitrażowa, wydają się odpowiednie i wystarczające do skutecznego i długoterminowego rozwiązania obaw Komisji ⁽²⁴⁾.
- (46) Co się tyczy usług informacyjnych, znaczna większość klientów końcowych pozytywnie oceniła zakres i adekwatność zobowiązań wstępnych. Niektórzy sprzedawcy danych uznali pewne elementy zobowiązań wstępnych za niewystarczająco jasne i zaproponowali zmiany w celu ich doprecyzowania i udoskonalenia; wiele spośród tych zmian zostało uwzględnionych przez stronę zgłaszającą w zobowiązaniach ostatecznych. Ponadto 10-letni okres obowiązywania zobowiązań w zakresie pozagiełdowego obrotu instrumentami IRD, a także skuteczny mechanizm szybkiego rozstrzygnięcia sporów i procedura arbitrażowa, wydają się odpowiednie i wystarczające do skutecznego i długoterminowego rozwiązania obaw Komisji ⁽²⁵⁾.
- (47) Ze wszystkich powyższych względów Komisja stwierdza, że zobowiązania ostateczne rozwiążą wszystkie problemy w zakresie konkurencji, jakie pojawiły się w związku z transakcją. Komisja stwierdza również, że zobowiązania ostateczne można skutecznie wdrożyć w krótkim czasie.
- (48) Wobec powyższego Komisja stwierdza, że o ile zapewnione będzie pełne dotrzymanie zobowiązań przedstawionych przez strony, transakcja stanie się zgodna z rynkiem wewnętrznym w odniesieniu do skutków horyzontalnych na rynku świadczenia elektronicznych usług obrotu EGB oraz skutków niehoryzontalnych w odniesieniu do: (i) rynków pozagiełdowych transakcji instrumentami IRD (wyższy szczebel) oraz rozliczania tych transakcji (niższy szczebel); (ii) rynku wyższego szczebla w zakresie danych z systemu obrotu LSE należącego do LSEG oraz rynku niższego szczebla w zakresie skonsolidowanego zasilania danymi w czasie rzeczywistym, (iii) rynku wyższego szczebla w zakresie danych z systemu obrotu LSE należącego do LSEG oraz rynku niższego szczebla w zakresie usług desktopowych, (iv) rynku wyższego szczebla w zakresie licencjonowania brytyjskich indeksów akcyjnych oraz rynku niższego szczebla w zakresie CRTD; (v) rynku wyższego szczebla w zakresie licencjonowania brytyjskich indeksów akcyjnych oraz rynku niższego szczebla w zakresie usług desktopowych oraz (vi) rynku wyższego szczebla w zakresie walutowych wskaźników referencyjnych oraz rynku niższego szczebla w zakresie licencjonowania indeksów.

⁽²⁴⁾ W szczególności w odniesieniu do czasu trwania testu rynkowego przeprowadzonego przez Komisję potwierdził, że w świetle tempa rozwoju odnośnego rynku okres 10 lat jest wystarczający do przystosowania się (m.in. poprzez dostosowanie przepływów rozliczeniowych i preferencji klientów w zakresie rozliczania), a także dokonania ewentualnych zmian w strukturze rynku (m.in. poprzez zmiany wynikające z innowacji oraz wejście nowych podmiotów na rynek).

⁽²⁵⁾ W szczególności w odniesieniu do czasu trwania testu rynkowego przeprowadzonego przez Komisję potwierdził, że okres 10 lat jest odpowiedni do rozwiązania problemów związanych z konkurencją w zakresie CRTD i usług desktopowych. Jeśli chodzi o obawy o utrudnianie dostępu do danych wejściowych na rynkach licencjonowania indeksów Komisja jest zdania, że okres 10 lat będzie wystarczający: (i) do dokonania zmian w strukturach rynków wyższego lub niższego szczebla lub (ii) – w przypadku gdyby konkurencja działająca na rynku niższego szczebla nadal miała zastrzeżenia dotyczące dostarczania walutowych wskaźników referencyjnych po wygaśnięciu zobowiązań ostatecznych – do przeorganizowania działalności w sposób umożliwiający pozyskiwanie tych wskaźników od konkurentów Refinitiv.

V. WNIOSKI

- (49) Z powodów wymienionych powyżej, w decyzji stwierdza się, że – pod warunkiem pełnego dotrzymania zobowiązań przedstawionych przez strony – proponowana koncentracja nie doprowadzi do istotnego utrudnienia efektywnej konkurencji na rynku wewnętrznym lub na jego znacznej części.
- (50) W związku z powyższym koncentrację należy uznać za zgodną z rynkiem wewnętrznym i funkcjonowaniem Porozumienia EOG, zgodnie z art. 2 ust. 2 i art. 8 ust. 2 rozporządzenia w sprawie kontroli łączenia przedsiębiorstw oraz art. 57 Porozumienia EOG.
-