

Streszczenie decyzji Komisji**z dnia 29 marca 2017 r.****uznającej koncentrację za niezgodną z rynkiem wewnętrznym oraz z funkcjonowaniem Porozumienia EOG****(Sprawa M.7995 – Deutsche Börse/London Stock Exchange)**

(notyfikowana jako dokument nr C(2017) 2006)

(Jedynie tekst w języku angielskim jest autentyczny)

(2017/C 240/06)

W dniu 29 marca 2017 r. Komisja przyjęła decyzję w sprawie połączenia przedsiębiorstw na podstawie rozporządzenia Rady (WE) nr 139/2004 z dnia 20 stycznia 2004 r. w sprawie kontroli koncentracji przedsiębiorstw⁽¹⁾, w szczególności jego art. 8 ust. 3. Pełny tekst decyzji w wersji nieopatrzonej klauzulą poufności, w autentycznej wersji językowej postępowania znajduje się na stronie internetowej Dyrekcji Generalnej ds. Konkurencji pod następującym adresem: http://ec.europa.eu/comm/competition/index_en.html.

1. WPROWADZENIE

- (1) Proponowaną koncentrację, w wyniku której doszłoby do połączenia Deutsche Börse AG i London Stock Exchange Group, uznaje się za niezgodną z rynkiem wewnętrznym oraz z funkcjonowaniem Porozumienia EOG, zgodnie z art. 8 ust. 3 rozporządzenia w sprawie kontroli łączenia przedsiębiorstw.

2. PROCEDURA

- (2) W dniu 24 sierpnia 2016 r., zgodnie z art. 4 rozporządzenia w sprawie kontroli łączenia przedsiębiorstw, Komisja Europejska otrzymała zgłoszenie planowanej koncentracji, w wyniku której dwa niezależne przedsiębiorstwa Deutsche Börse AG („DBAG”, Niemcy) oraz London Stock Exchange Group plc („LSEG”, Zjednoczone Królestwo) zamierzają dokonać połączenia w rozumieniu art. 3 ust. 1 lit. a) rozporządzenia w sprawie kontroli łączenia przedsiębiorstw („transakcja”). Przedsiębiorstwa LSEG i DBAG są zwane dalej „stronami zgłaszającymi”.
- (3) Na podstawie przeprowadzonego na pierwszym etapie postępowania badania rynku („badanie rynku przeprowadzone na pierwszym etapie postępowania”) Komisja wyraziła poważne wątpliwości co do zgodności połączenia z zasadami rynku wewnętrznego i w dniu 28 września 2016 r. przyjęła decyzję o wszczęciu postępowania zgodnie z art. 6 ust. 1 lit. c) rozporządzenia w sprawie kontroli łączenia przedsiębiorstw. Strony zgłaszające przedstawiły skonsolidowaną wersję swojej odpowiedzi na decyzję dotyczącą wszczęcia postępowania w dniu 9 listopada 2016 r., a w dniu 20 listopada 2016 r. przekazały dodatkowe uwagi.
- (4) W dniu 19 października 2016 r. strony zgłaszające zwróciły się o przedłużenie terminu o 15 dni roboczych na podstawie art. 10 ust. 3 akapit drugi rozporządzenia w sprawie kontroli łączenia przedsiębiorstw. W dniu 14 grudnia 2016 r. strony zgłaszające zwróciły się o przedłużenie terminu o dodatkowe 5 dni roboczych na podstawie art. 10 ust. 3 akapit drugi zdanie trzecie rozporządzenia w sprawie kontroli łączenia przedsiębiorstw; przedłużenie terminu przyznano decyzją z dnia 16 grudnia 2016 r.
- (5) Na podstawie wyników dogłębnego badania rynku („badanie rynku przeprowadzone na drugim etapie postępowania”) w dniu 14 grudnia 2016 r. Komisja skierowała do stron zgłaszających pisemne zgłoszenie zastrzeżeń. Strony zgłaszające udzieliły odpowiedzi na pisemne zgłoszenie zastrzeżeń w dniach 6 stycznia 2017 r. i 13 stycznia 2017 r., a w dniu 24 stycznia 2017 r. przesłały dodatkowe uwagi. W dniu 24 stycznia odbyło się spotkanie poświęcone aktualnej sytuacji.
- (6) W dniu 9 stycznia 2017 r. strony zgłaszające poinformowały Komisję, że nie zamierzają składać bardziej szczegółowych ustnych wyjaśnień na spotkaniu wyjaśniającym.
- (7) W dniu 26 stycznia 2017 r. Komisja wystosowała do stron zgłaszających opis stanu faktycznego, na który strony zgłaszające udzieliły odpowiedzi w dniu 30 stycznia 2017 r.
- (8) W dniu 6 lutego 2017 r. strony zgłaszające przedstawiły uwagi zgodnie z art. 8 ust. 3 akapit drugi rozporządzenia w sprawie kontroli łączenia przedsiębiorstw („uwagi dotyczące wstępnych zobowiązań”). W konsekwencji termin przyjęcia ostatecznej decyzji został przedłużony o 15 dni roboczych zgodnie z art. 10 ust. 3 akapit pierwszy rozporządzenia w sprawie kontroli łączenia przedsiębiorstw. Zmienione wersje tych zobowiązań przedstawiono w dniach 8 i 9 lutego 2017 r.
- (9) W dniu 9 lutego 2017 r. Komisja rozpoczęła badanie rynku po kątem zobowiązań. Wyniki badania rynku udostępniono w dniach 15–16 lutego 2017 r. Strony zostały poinformowane o wynikach badania niezwłocznie w dniu 16 lutego.

⁽¹⁾ Dz.U. L 24 z 29.1.2004, s. 1.

- (10) W dniu 27 lutego 2017 r. – 80 dni od wszczęcia postępowania – strony oficjalnie przedłożyły nowy zestaw zobowiązań („zobowiązania ostateczne”).
- (11) Projekt decyzji skonsultowano z państwami członkowskimi w dniu 13 marca 2017 r. na posiedzeniu Komitetu Doradczego ds. Koncentracji, który wydał opinię pozytywną.
- (12) Urzędnik przeprowadzający spotkania wyjaśniające przedstawił sprawozdanie w dniu 15 marca 2017 r.

3. OCENA

1. Wprowadzenie

- (13) Działania prowadzone przez strony zgłaszające prowadzą do horyzontalnego pokrywania się obszarów działalności lub pionowych powiązań szeregu rynków, które obejmują liczne usługi w obszarze infrastruktury rynków finansowych począwszy od dopuszczania do obrotu, po obrót i rozliczenia, jak również dodatkowe czynności posttransakcyjne, obejmujące rozrachunek, usługi powiernicze i zarządzanie zabezpieczeniami.
- (14) Do usług tych należy szereg instrumentów finansowych lub klas aktywów obejmujących instrumenty pieniężne (kapitał własny i obligacje), umowy z udzielonym przyrzeczeniem odkupu („umowy repo”), instrumenty pochodne, jak również szereg innych obszarów powiązanych, w tym licencjonowanie indeksów, usługi w zakresie udostępniania informacji handlowych oraz przekazywanie danych dotyczących rynku.

2. Definicje dotyczące rynku właściwego

(i) Obligacje

- (15) Jeżeli chodzi o obligacje, jedynym rynkiem poddanym szczegółowej analizie zgodnie z decyzją wydaną na podstawie art. 8 ust. 3 jest rynek rozliczania obligacji.
- (16) Komisja uznała, że rynkiem właściwym dla rozliczania obligacji jest rynek rozliczania obligacji za pośrednictwem CCP oraz że nie obejmuje on żadnych innych „nierozliczonych” form zarządzania ryzykiem obligacji (tj. rozliczanie dwustronne i obrót polegający na zestawianiu zleceń). Jest to spowodowane wynikami badania rynku, z których wynika, że podczas gdy „nierozliczone” obligacje nadal są najpowszechniejszym rodzajem transakcji, nadal istnieje i będzie istniało w przyszłości oddzielne zapotrzebowanie na rozliczanie obligacji za pośrednictwem CCP, oraz że – biorąc pod uwagę zmiany przepisów – zapotrzebowanie to z pewnością wzrośnie w najbliższej przyszłości.
- (17) W związku z tym do celów decyzji wydanej na podstawie art. 8 ust. 3 Komisja uznała, że rynkiem właściwym obligacji jest rynek rozliczania obligacji za pośrednictwem CCP w ramach EOG.

(ii) Umowy repo

- (18) Jeżeli chodzi o umowy repo, Komisja uznała, że rynki powinny zostać rozdzielone według trzech najważniejszych kierunków: umowy trójstronne vs umowy nie-trójstronne, (elektroniczny) alternatywny system obrotu vs handel dwustronny oraz transakcje rozliczone vs transakcje nierozliczone. Rynki właściwe istnieją w szczególności dla trójstronnych oraz nie-trójstronnych umów repo objętych alternatywnym systemem obrotu i rozliczanych za pośrednictwem CCP. Klienci zwykle kupują szereg usług obejmujących obrót i rozliczanie, jak również zarządzanie zabezpieczeniami w przypadku trójstronnych umów repo.
- (19) Z badania rynku wynika, że w szczególności w przypadku transakcji makler-makler płynność w odniesieniu do ujednoliconych, krótkoterminowych umów repo opartych na wysokiej jakości zabezpieczeniach kumuluje się w ramach alternatywnych systemów obrotu. Inne formy umów repo byłyby słabym substytutem dla klientów prowadzących obrót takimi umowami repo.

- (20) W związku z tym do celów decyzji wydanej na podstawie art. 8 ust. 3 Komisja uznała, że rynkami właściwymi dla umów repo są: (i) rynek nie-trójstronnych umów repo objętych alternatywnym systemem obrotu i rozliczanych za pośrednictwem CCP, lub rynek rozliczania nie-trójstronnych umów repo objętych alternatywnym systemem obrotu oraz (ii) rynek trójstronnych umów repo objętych alternatywnym systemem obrotu i rozliczanych za pośrednictwem CCP. Wszystkie te rynki mają szeroki zasięg geograficzny obejmujący cały EOG.

(iii) Czynności posttransakcyjne

- (21) Jeżeli chodzi o czynności posttransakcyjne, przeanalizowanymi w decyzji wydanej na podstawie art. 8 ust. 3 rynkami, na które koncentracja wywiera wpływ, są rynki usług rozliczeniowych i powierniczych, jak również rynki usług z zakresu zarządzania zabezpieczeniami.
- (22) Komisja wzięła pod uwagę osobny rynek usług rozliczeniowych i powierniczych świadczonych przez międzynarodowe centralne depozyty papierów wartościowych („MCDPW”) oraz dużych depozytariuszy w odniesieniu do papierów wartościowych o stałej kwocie dochodu. MCDPW i duzi depozytariusze obsługują klientów międzynarodowych w odniesieniu do papierów wartościowych wyemitowanych w różnych państwach, podczas gdy krajowe centralne depozyty papierów wartościowych („CDPW”) lub lokalni depozytariusze są bardziej skoncentrowani na rynkach krajowych.

- (23) W związku z tym do celów decyzji wydanej na podstawie art. 8 ust. 3 Komisja uznała, że rynkiem właściwym usług rozliczeniowych i powierniczych świadczonych na rzecz inwestorów jest rynek międzynarodowych usług rozliczeniowych i powierniczych świadczonych przez MCDPW i dużych depozytariuszy w odniesieniu do papierów wartościowych o stałej kwocie dochodu z EOG co najmniej na szczeblu EOG. Do celów decyzji można pozostawić otwartą kwestię tego, czy należy wprowadzić rozróżnienie między usługami świadczonymi przez dużych depozytariuszy, a usługami świadczonymi przez MCDPW.
- (24) Komisja wzięła również pod uwagę osobny rynek usług z zakresu zarządzania zabezpieczeniami, lecz nie wydała opinii dotyczącej potencjalnej dalszej segmentacji na usługodawców międzynarodowych (MCDPW i dużych depozytariuszy) i usługodawców krajowych (centralny depozyt papierów wartościowych i lokalnych depozytariuszy), potencjalnego rozróżnienia między usługami z zakresu zarządzania zabezpieczeniami w odniesieniu do transakcji rozliczonych a usługami z zakresu zarządzania zabezpieczeniami w odniesieniu do transakcji nierozliczonych oraz potencjalnego rozróżnienia między zarządzaniem zabezpieczeniami papierów wartościowych o stałej kwocie dochodu a zarządzaniem zabezpieczeniami kapitału własnego. Jest to spowodowane tym, że realizacja transakcji wiązałaby się z pojawieniem się problemów w zakresie konkurencji na tym rynku, niezależnie od potencjalnych dalszych podziałów.
- (25) W związku z powyższym Komisja uznała, że do celów decyzji wydanej na podstawie art. 8 ust. 3 właściwym rynkiem zarządzania zabezpieczeniami jest rynek usług z zakresu zarządzania zabezpieczeniami obejmujący cały EOG, co pozwala pozostawić otwartą kwestię potencjalnej dalszej segmentacji.
- (iv) *Pochodne instrumenty finansowe*
- (26) Jeżeli chodzi o pochodne instrumenty finansowe, szczegółowo przeanalizowanym w decyzji wydanej na podstawie art. 8 ust. 3 rynkiem, na który koncentracja wywiera wpływ, jest rynek instrumentów pochodnych na akcje pojedynczych spółek.
- (27) Komisja wzięła pod uwagę osobne rynki obrotu instrumentami pochodnymi stóp procentowych będącymi przedmiotem obrotu giełdowego i ich rozliczania oraz rozliczania instrumentów pochodnych stóp procentowych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, ponieważ produkty tych rynków różnią się pod względem cech oraz rynki te muszą spełniać inne wymogi regulacyjne, są one wykorzystywane do różnych celów oraz zwykle są przedmiotem obrotu przez różnego rodzaju uczestników rynków.
- (28) Komisja wzięła również pod uwagę oddzielny rynek instrumentów pochodnych na akcje pojedynczych spółek będących przedmiotem obrotu giełdowego, obejmujący kontrakty terminowe typu futures i opcje. Otwartą można pozostawić kwestię tego, czy istnieją wyraźnie określone rynki oparte na takich bazowych instrumentach pochodnych lub czy rynek właściwy obejmuje wszystkie instrumenty pochodne na akcje pojedynczych spółek oparte na dowolnych europejskich instrumentach bazowych.
- (29) W związku z tym Komisja uznała, że do celów decyzji wydanej na podstawie art. 8 ust. 3 rynkiem właściwym dla pochodnych instrumentów finansowych jest rynek obrotu instrumentami pochodnymi na akcje pojedynczych spółek oraz ich rozliczania obejmujący cały EOG.

3. Ocena wpływu na konkurencję

- (i) *Rynki, na których pojawiają się problemy w zakresie konkurencji będące wynikiem transakcji*
- (30) Komisja doszła do wniosku, że transakcja – poprzez skutki horyzontalne lub pionowe – doprowadziłaby do znacznego zakłócenia skutecznej konkurencji na następujących rynkach:
- rozliczania obligacji;
 - nie-trójstronnych umów repo objętych alternatywnym systemem obrotu i rozliczanych za pośrednictwem CCP;
 - umów repo objętych alternatywnym systemem obrotu i rozliczanych;
 - usług rozliczeniowych i powierniczych w odniesieniu do papierów wartościowych o stałej kwocie dochodu (obligacji i umów repo) oferowanych przez MCDPW i dużych depozytariuszy oraz rynku zarządzania zabezpieczeniami; oraz
 - instrumentów pochodnych na akcje pojedynczych spółek.
- (31) Poniżej przedstawiono streszczenie oceny wpływu na konkurencję na każdym z tych rynków.
- Rozliczanie obligacji
- (32) Na rynku rozliczania obligacji za pośrednictwem CCP w 2015 r. połączone udziały w rynku stron zgłaszających wynosiły niemal 100 % pod względem wartości, przy czym zanotowano przyrost w odniesieniu do DBAG (ECAG) rzędu [0–5 %]. Pozostali partnerzy centralni, którzy stanowią wyłącznie niewielki ułamek rynku, nie stanowią wiarygodnej alternatywy, ponieważ są bardzo niewielkimi podmiotami prowadzącymi działalność na szczeblu lokalnym, a obszar ich działalności skoncentrowany jest na wąskim obszarze geograficznym.

- (33) Komisja uznała, że stosunkowo ograniczona pozycja DBAG na rynku rozliczania obligacji oraz jakiegokolwiek uwzględnienie zakresu, w jakim strony zgłaszające ściśle konkurują w zakresie rozliczania obligacji, nie ma szczególnego znaczenia, ponieważ transakcja wyeliminowałaby jedyne istotne (oraz zgodnie z definicją: najbliższego) faktycznego i potencjalnego konkurenta LSEG na rynku rozliczania obligacji za pośrednictwem CCP.
- (34) Komisja stwierdza zatem, że transakcja doprowadzi do znacznego zakłócenia skutecznej konkurencji poprzez umocnienie dominującej pozycji LSEG na rynku oraz de facto utworzenia monopolu na rynku rozliczania obligacji w EOG.
- b) Nie-trójstronne umowy repo objęte alternatywnym systemem obrotu i rozliczane za pośrednictwem CCP
- (35) Struktura rynku nie-trójstronnych umów repo objętych alternatywnym systemem obrotu i rozliczanych za pośrednictwem CCP jest następująca:
- klienci prowadzący wymianę handlową w wielostronnym systemie handlowym (LSEG) lub w dwóch alternatywnych systemach obrotu należących do osób trzecich, BrokerTec i tpRepo dokonują rozliczeń poprzez jedną z izb rozliczeniowych LSEG i stanowią oni [90–100 %] rynku;
 - rynek Eurex Repo zapewnia pionowo zintegrowaną ofertę, łączącą w sobie obrót i rozliczanie, oraz ma udział w rynku na poziomie [0–5 %].
- (36) Izby rozliczeniowe stron zgłaszających rozliczają 100 % wszystkich nie-trójstronnych umów repo objętych alternatywnym systemem obrotu. Obecnie DBAG jest jedynym konkurentem LSEG na tym rynku i w związku z tym wywiera najważniejszą presję konkurencyjną.
- (37) Z uwagi na fakt, że transakcja skutkowałaby likwidacją jedyne innego podmiotu działającego na rynku rozliczania nie-trójstronnych umów repo objętych alternatywnym systemem obrotu, ze względu na istotność rozliczania klientów handlujących z tymi podmiotami oraz brak prawdopodobnego wejścia na rynek w przyszłości, Komisja stwierdza, że transakcja doprowadziłaby do znacznego zakłócenia skutecznej konkurencji poprzez umocnienie dominującej pozycji na rynku oraz utworzenie monopolu na rozliczanie nie-trójstronnych umów repo.
- c) Umowy repo objęte alternatywnym systemem obrotu i rozliczane
- (38) Omawiany rynek charakteryzuje się konkurencją pakietową w tym znaczeniu, że produkty konkurujące ze sobą na rynku sprzedawane są we wcześniej określonych pakietach usług. Z jednej strony, w proponowanym przez DBAG produkcie „GC Pooling” oferuje się sprzedaż i rozliczanie zabezpieczeń oraz zarządzanie nimi w ramach pionowo zintegrowanego modelu. Z drugiej strony, proponowany przez LSEG produkt „€ GC Plus” stanowi część pakietu, w którym połączono sprzedaż zapewnianą przez MTS (LSEG) lub BrokerTec (system oferowany przez osobę trzecią), rozliczanie oferowane przez LCH SA (LSEG) i zarządzanie zabezpieczeniami oferowane przez kolejną osobę trzecią, Euroclear. Oba pakiety produktów stanowią bezpośrednią konkurencję względem siebie.
- (39) Strony zgłaszające są jedynymi podmiotami aktywnymi na rynku, przy czym DBAG jest podmiotem dominującym, którego udział w rynku wynosi [90–100 %].
- (40) Komisja stwierdza zatem, że w świetle wyeliminowania jedyne konkurenta DBAG i prawdopodobnej intensyfikacji konkurencji, której można się spodziewać, jeżeli transakcja nie dojdzie do skutku, oraz w świetle braku prawdopodobnego wejścia na rynek, transakcja doprowadziłaby do znacznego zakłócenia skutecznej konkurencji poprzez umocnienie dominującej pozycji na rynku umów repo objętych alternatywnym systemem obrotu i rozliczanych.
- d) Usługi rozliczeniowe i powiernicze w odniesieniu do papierów wartościowych o stałej kwocie dochodu oferowanych przez MCDPW i dużych depozytariuszy oraz rynku zarządzania zabezpieczeniami
- (41) Jak omówiono powyżej, transakcja de facto utworzyłaby monopol na kilku rynkach wyższego szczebla w stosunku do dalszych czynności posttransakcyjnych, mianowicie usług rozliczeniowych i powierniczych oraz zarządzania zabezpieczeniami.
- (42) W wyniku przeprowadzenia połączenia podmiot powstały z tego połączenia miałyby zdolność i zachętę do skierowania danych dotyczących rozliczonych transakcji z udziałem papierów wartościowych o stałej kwocie dochodu od swoich partnerów centralnych (wyższy szczebel) do swojej jednostki zależnej zajmującej się rozliczeniami, Clearstream (niższy szczebel). Dane dotyczące rozliczonych transakcji z udziałem papierów wartościowych o stałej kwocie dochodu (a w szczególności dane rozliczonych transakcji z udziałem umów repo) są istotnymi środkami umożliwiającymi świadczenie usług rozliczeniowych i powierniczych oferowanych przez MCDPW i dużych depozytariuszy. Jest tak ze względu na fakt, że rozliczone transakcje z udziałem umów repo są transakcjami krótkoterminowymi, często będące przedmiotem obrotu przez częstych użytkowników (takich jak dealerzy), dla których istotne jest efektywne rozliczenie. Dzięki możliwości skierowania danych rozliczonych transakcji z udziałem umów repo do własnego MCDPW (Clearstream) podmiot powstały w wyniku połączenia miałyby zdolność i bodziec do zwiększenia kosztów lub degradacji warunków, na jakich konkurencja tacy jak Euroclear Bank SA (jedyne inny MCDPW w EOG, który stanowi też największą konkurencję dla Clearstream) mogą oferować te usługi.

- (43) Usługi z zakresu zarządzania zabezpieczeniami są zasadniczo oferowane na podstawie aktywów przechowywanych w MCDPW lub u dużych depozytariuszy. Aktywa wykorzystane w rozliczonych transakcjach z udziałem umów repo są istotnymi środkami umożliwiającymi świadczenie usług z zakresu zarządzania zabezpieczeniami, ponieważ zasadniczo są to wysokiej jakości aktywa płynne, takie jak obligacje państwowe, które partnerzy centralni przyjmują jako zabezpieczenie różnych innych transakcji (w tym rozliczania instrumentów pochodnych). Zdolność i bodziec zachęcający podmiot powstały w wyniku połączenia do skierowania danych dotyczących rozliczonych transakcji z udziałem papierów wartościowych o stałej kwocie dochodu (a w szczególności danych rozliczonych transakcji z udziałem umów repo) umożliwiłyby również temu podmiotowi utrudnianie konkurentom możliwości skutecznego konkurowania na rynku usług z zakresu zarządzania zabezpieczeniami poprzez zablokowanie im dostępu do istotnych środków produkcji.
- (44) W świetle powyższych faktów Komisja stwierdza, że przeprowadzenie połączenia doprowadziłoby do znacznego zakłócenia skutecznej konkurencji na rynku opisanych usług rozliczeniowych i powierniczych oraz na rynku zarządzania zabezpieczeniami.
- e) Instrumenty pochodne na akcje pojedynczych spółek
- (45) Należący do DBAG Eurex oferuje zintegrowane usługi w zakresie obrotu instrumentami pochodnymi na akcje pojedynczych spółek związanych z wymianą i ich rozliczaniem, co stanowi bezpośrednią konkurencję dla pakietu łączącego handel na platformie zewnętrznej (Euronext) i rozliczanie oferowane przez LCH SA. W środowisku wymiany przedsiębiorcy handlowi korzystający z tych instrumentów mogą jedynie wybrać między określonymi pakietami obrotu i rozliczania; po wybraniu konkretnego systemu obrotu nie można swobodnie wybrać partnera centralnego.
- (46) W wyniku przeprowadzenia transakcji podmiot powstały z połączenia miałby możliwość wywarcia wpływu na kształtowanie się cen nie tylko zintegrowanego produktu oferowanego przez Eurex, ale także konkurencyjnej oferty Euronext/LCH. Transakcja doprowadziłaby zatem do ogólnego wzrostu cen obu produktów albo do wybiórczej zmiany na szkodę oferty Euronext, a sprzyjającej Eurex.
- (47) Komisja stwierdza zatem, że transakcja doprowadziłaby do znacznego zakłócenia skutecznej konkurencji na rynku obrotu i rozliczania różnych europejskich instrumentów pochodnych na akcje pojedynczych spółek. Zaproponowany środek zaradczy w postaci wydzielenia LCH SA zaradziłby jednak temu problemowi poprzez oddzielenie produktów będących przedmiotem obrotu na platformie Euronext od usług rozliczeniowych oferowanych przez strony zgłaszające.
- (ii) *Rynki, na których Komisja pozostawiła kwestię problemów w zakresie konkurencji będących wynikiem Transakcji otwartą*
- (48) Komisja dokładnie rozważyła argumenty stron zgłaszających i dowody, które przedstawiły one w odpowiedzi na pisemne zgłoszenie zastrzeżeń. Obejmuje to argumenty przedstawione w odniesieniu do rynków (i) obrotu instrumentami pochodnymi stóp procentowych będącymi przedmiotem obrotu giełdowego i ich rozliczania; (ii) rozliczania instrumentów pochodnych stóp procentowych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym; oraz (iii) obrotu włoskimi instrumentami pochodnymi na akcje pojedynczych spółek i rozliczania tych instrumentów. Kwestia, czy transakcja doprowadzi do znacznego zakłócenia skutecznej konkurencji na tych rynkach, może pozostać otwarta, ponieważ ogólna ocena sprawy nie uległaby zmianie. Te same zasady odnoszą się do potencjalnego rynku zintegrowanych usług rozliczeniowych.
- (49) Jak wyjaśniono bardziej szczegółowo poniżej, środki zaradcze przedłożone przez strony zgłaszające są niewystarczające, aby rozwiązać problemy w zakresie konkurencji na rynkach rozliczania obligacji za pośrednictwem CCP, trójstronnych umów repo objętych alternatywnym systemem obrotu i rozliczanych za pośrednictwem CCP oraz nie-trójstronnych umów repo objętych alternatywnym systemem obrotu i rozliczanych za pośrednictwem CCP, a także na rynkach usług rozliczeniowych i powierniczych w odniesieniu do stałych dochodów oferowanych przez MCDPW i dużych depozytariuszy, a także na rynku zarządzania zabezpieczeniami. W związku z tym ostateczna ocena sprawy nie ulegnie zmianie, niezależnie od dodatkowych zakłóceń skutecznej konkurencji na innych rynkach.

4. ŚRODKI ZARADCZE

- (50) Aby transakcja była zgodna z rynkiem wewnętrznym, strony zgłosiły zobowiązania zgodnie z art. 8 ust. 2 rozporządzenia w sprawie kontroli łączenia przedsiębiorstw w dniu 6 lutego 2017 r. („uwagi dotyczące wstępnych zobowiązań”). Zobowiązania dotyczą wiążącej umowy w sprawie sprzedaży LCH SA („zbywana działalność”) podpisanej w dniu 3 stycznia 2017 r. między LSEG i Euronext N.V.
- (51) Komisji badała zobowiązania w kontekście rynkowym od dnia 9 lutego 2017 r. Badanie rynku wykazało szereg kwestii dotyczących przyszłej rentowności LCH SA, w szczególności na rynkach rozliczania obligacji i transakcji repo.
- (52) Po pierwsze, wyniki badania rynku wyraźnie wskazują, że bezpośredni dostęp LCH SA do MTS, platformy obrotu należącej do LSEG, jest konieczny dla przetrwania LCH SA.

- (53) Po drugie, w odniesieniu do projektu sprzed połączenia dotyczącego rozszerzenia możliwości prowadzenia rozliczeń niektórych obligacji w LCH SA, w trakcie badania rynku ujawniono niepewność co do tego, czy takie działanie doprowadzi do przeniesienia wielkości sprzedaży z LCH Ltd. do LCH SA w związku z połączeniem. W szczególności wyniki wskazują, że klienci są zainteresowani połączeniem rozliczania stałych dochodów w jednej walucie w jednym systemie opartym na partnerach centralnych, przede wszystkim ze względu na możliwości kompensacji należności bilansowych wynikające z wprowadzenia T2S. Badanie rynku nie dało jednak powodów do stwierdzenia, że taki ruch rzeczywiście zostałby wykonany w strukturze rynkowej po połączeniu, w przypadku gdy podmiot powstały w wyniku połączenia miałby motywację do konsolidacji rozliczeń w LCH Ltd., a nie w LCH SA.
- (54) W związku z tym Komisja nie mogła stwierdzić z wymaganym stopniem pewności, że zbywana działalność byłaby opłacalna na rynkach rozliczania obligacji i transakcji repo w przyszłości. W rezultacie nie można było stwierdzić, że wprowadzone środki zaradcze odniosłyby skuteczną i trwałą wpływ na struktury rynkowe.
- (55) W dniu 16 lutego 2017 r. Komisja przekazała stronom zgłaszającym wyniki badania rynku i ich wstępną ocenę. Ponadto poinformowała strony zgłaszające, że zgodnie z zawiadomieniem o środkach zaradczych i obowiązującym orzecznictwem na tym etapie postępowania można przyjąć jedynie wyraźne rozstrzygnięcia, które w sposób wyczerpujący i jednoznaczny wyeliminowałyby wszystkie problemy. Takim wyraźnym rozwiązaniem byłoby zbycie MTS, platformy obrotu stałymi dochodami LSEG.
- (56) W dniu 27 lutego 2017 r. strony przedłożyły zobowiązania ostateczne, które nie obejmowały transakcji zbycia MTS. Wniosek zasadniczo obejmował zbiór środków behawioralnych, w tym m.in. przyznanie trzyletniego dostępu LCH SA do MTS w uzupełnieniu do uwag dotyczących wstępnych zobowiązań.
- (57) Komisja oceniła zobowiązania ostateczne pod kątem przydatności do rozwiązania wcześniej określonych problemów i w szczególności przeanalizowała ich zakres, rentowność, skuteczność oraz złożoność w świetle terminu ich przedłożenia.
- (58) Po pierwsze, jak wyjaśniono powyżej, w trakcie badania rynku obejmującego uwagi dotyczące wstępnych zobowiązań wykazano w szczególności, że rentowność zbywanej działalności zależała od otrzymywania informacji o transakcjach od MTS i przyciągania konkretnej działalności rozliczeniowej stałych dochodów pochodzących z LCH Ltd.
- (59) Nawet przy wdrożeniu środków zachowawczych zaproponowanych w zobowiązaniach ostatecznych LCH SA utrzymałaby strukturalną niezależność od MTS, a tym samym od podmiotu powstałego w wyniku połączenia. Ponadto, biorąc pod uwagę ograniczony czas trwania proponowanego dostępu LCH SA do MTS, nie można było określić z wymaganym stopniem pewności, że nowe struktury handlowe byłyby wystarczająco trwałe, zgodnie z wymogami określonymi w zawiadomieniu o środkach zaradczych.
- (60) Co więcej, środki związane z rozliczaniem stałych dochodów także okazały się niewystarczające, aby zapewnić rozszerzenie działalności LCH SA, jak planowano to zrobić na warunkach obowiązujących przed połączeniem. Stworzyło to dodatkową niepewność co do tego, czy zbywana działalność nadal będzie skutecznie konkurować na rynku z podmiotem powstałym w wyniku połączenia.
- (61) W rezultacie Komisja nie mogła stwierdzić z wymaganym stopniem pewności, że zobowiązania ostateczne w zadowalający sposób rozwiązałyby problemy ujawnione podczas badania rynku obejmującego uwagi dotyczące wstępnych zobowiązań.
- (62) Po drugie, zobowiązania ostateczne wymagałyby monitorowania zbioru zobowiązań behawioralnych, które z natury są złożone, tym bardziej w przypadku przedmiotowego sektora.
- (63) Poza tym nie można przeprowadzić badania rynku na tak późnym etapie procedury (tj. 15 dni po terminie).
- (64) W świetle wszystkich określonych powyżej względów, w szczególności późnego złożenia zobowiązań ostatecznych, ich złożoności, niedociągnięć pod względem zakresu, skuteczności i przydatności, a także trudności związanych z ich skutecznym monitorowaniem i wdrażaniem, Komisja stwierdziła, że zobowiązania ostateczne są niewystarczające, aby wyeliminować wszystkie zidentyfikowane problemy w zakresie konkurencji.

5. WNIOSEK

- (65) Komisja uznaje zaproponowaną koncentrację za niezgodną z rynkiem wewnętrznym i funkcjonowaniem Porozumienia EOG na podstawie art. 8 ust. 3 rozporządzenia w sprawie kontroli łączenia przedsiębiorstw.