

Kontrola koncentracji a rynki instrumentów finansowych – wyznaczanie rynku właściwego w praktyce Komisji Europejskiej.

Decyzje Komisji Europejskiej
w sprawach Nr COMP/6166 *Deutsche Börse/NYSE Euronext*
oraz Nr COMP/M.6873 *Intencontinental Exchange NYSE Euronext*

I. Wstęp

Przedmiotem niniejszego artykułu jest omówienie dwóch decyzji Komisji Europejskiej (dalej: Komisja) pod kątem analizy zagadnienia wyznaczania rynków właściwych przez organy antymonopolowe podczas oceny koncentracji, dotyczących instrumentów finansowych. W ostatnich latach Komisja Europejska wydała w tym zakresie dwie istotne decyzje. Pierwszą z nich była decyzja zakazująca koncentracji *Deutsche Borse* i *NYSE Euronext* w 2012 roku, drugą – decyzja zezwalająca na dokonanie koncentracji pomiędzy *Intencontinental Exchange* a *NYSE Euronext* z 2013 roku.

II. Rynek właściwy w prawie ochrony konkurencji

Prawidłowe zdefiniowanie rynku właściwego jest podstawą każdego postępowania antymonopolowego, w tym również postępowania w sprawie kontroli koncentracji. Jak podkreśla się w doktrynie prawa ochrony konkurencji, rynek właściwy jest pierwszą z dwóch centralnych i fundamentalnych kategorii konkurencji, kluczową także dlatego, że druga z tych kategorii – siła rynkowa – uzewnętrznia się właśnie na rynku właściwym¹. Zadaniem prawa antymonopolowego nie jest badanie zjawisk zachodzących na rynku rozumianym w myśl zasad ekonomii jako miejscu zetknięcia się popytu i podaży², ale takich, które zachodzą na rynku ściśle określonym zarówno produktowo, jak i geograficznie. Pozwala to na uchwycenie odpowiedniego obszaru, na którym w gospodarce wolnorynkowej odbywa się walka konkurencyjna między przedsiębiorcami. W związku z tym rynek właściwy często jest określany w doktrynie prawa konkurencji jako „arena konkurencji”³. Podsumowując, do zachowań ograniczających konkurencję, którym starają się zapobiegać organy antymonopolowe dochodzi zawsze na odpowiednio zdefiniowanym rynku właściwym.

Wyznaczenie rynku właściwego w przypadku kontroli połączeń kapitałowych jest niezbędnym etapem każdego postępowania przed organami antymonopolowymi, w tym także przed Komisją Europejską. Spowodowane jest to tym, że Komisja zobowiązana jest zbadać czy w wyniku konkretnego połączenia konkurencja na danym rynku właściwym nie zostanie istotnie ograniczona (tzw. test SIEC – *Significant Impediment of Effective Competition*).

Dla identyfikacji rynku właściwego kluczowe jest określenie dwóch jego wymiarów – produktowego oraz geograficznego. Ponadto w niektórych przypadkach konieczne może okazać

¹ T. Skoczny, *Ustawa o ochronie konkurencji i konsumentów. Komentarz*, C.H. Beck, Warszawa 2014, s. 207.

² Ibidem.

³ L. Ritter, W.D. Braun, *European Competition Law*, Kluwer Law International, The Hague 2005, s. 24.

się wyznaczenie wymiaru czasowego rynku właściwego. Badanie wymiaru produktowego rynku właściwego odbywa się na podstawie analizy substytucyjności towarów, definiowanej najczęściej z perspektywy popytu. Takie badanie wymaga zasadniczo wzięcia pod uwagę trzech elementów: przeznaczenia, ceny i właściwości (w tym jakości) towarów. Generalnie towary należące do jednego rynku właściwego muszą być zastępowalne (na zasadzie bliskiej substytucyjności) i muszą służyć zaspokojeniu tych samych potrzeb nabywców. Badanie wymiaru geograficznego rynku właściwego sprowadza się natomiast do określenia obszaru geograficznego, na którym panują zbliżone warunki konkurencji. Kryteria pomagające określić rynek właściwy geograficznie to m.in. rodzaj i właściwość towarów, istnienie barier dostępu do rynku czy preferencje konsumentów.

III. Decyzje *Deutsche Borse/NYSE Euronext* oraz *InterContinental Exchange/NYSE Euronext*

Decyzją *Deutsche Borse/NYSE Euronext* Komisja Europejska zakazała dokonania koncentracji pomiędzy giełdami będącymi (pod względem obrotu) drugim i trzecim tego typu podmiotami na świecie. Po przeprowadzeniu planowanej transakcji obrót osiągniany przez nowo powstałego przedsiębiorcę dwukrotnie przewyższałby obrót osiągniany przez dotychczasowego lidera rynku.

Zakazując dokonania koncentracji, Komisja Europejska stwierdziła, że doprowadzenie do jej skonsumowania istotnie ograniczy konkurencję na rynku europejskich finansowych instrumentów pochodnych. Przeprowadzona przez Komisję analiza wykazała również, że koncentracja na tak wyznaczonym rynku właściwym dotyczy dwóch najbliższych konkurentów. Po dokonaniu koncentracji nowy podmiot kontrolowałaby ponad 90% tego geograficznie globalnego rynku właściwego. W ocenie Komisji tak wysoki udział rynkowy powiązany z bliskością konkurencji, odbywającej się dotychczas pomiędzy uczestnikami koncentracji, a także wysokie bariery wejścia na rynek właściwy świadczyły o tym, że koncentracja doprowadziłaby do powstania quasi-monopolu, co w przypadku badanego rynku skutkowałoby istotnym ograniczeniem konkurencji⁴.

W drugiej z decyzji będącej przedmiotem niniejszej analizy Komisja nie znalazła natomiast przeszkód wydania zgody na dokonanie koncentracji pomiędzy *InterContinental Exchange* a *NYSE Euronext*. Podczas oceny tej koncentracji organ antymonopolowy przeprowadził głównie badanie rynków obrotu i rozliczania określonych instrumentów pochodnych (w szczególności tych, których instrumentami bazowymi były produkty rolne lub *US equity index*)⁵.

IV. Rynek właściwy dla papierów wartościowych w praktyce Komisji Europejskiej

1. Rynek właściwy dla notowań akcji i obligacji w praktyce Komisji Europejskiej

Komisja Europejska, dokonując analizy koncentracji w sprawach *Deutsche Borse/NYSE Euronext* oraz *InterContinental Exchange/NYSE Euronext*, w kilku przypadkach pozostawiła otwartą kwestię wyznaczenia rynku właściwego (nie przesądzając jednoznacznie o jego zakresie produktowym i geograficznym). Pomimo tego decyzje będące przedmiotem niniejszej analizy dostarczają istotnych wskazówek, jak w przyszłości organy antymonopolowe, posiłkując się praktyką

⁴ Decyzja Komisji Europejskiej Nr COMP/6166 *Deutsche Borse/Nyse Euronext* z 1.02.2012.

⁵ Decyzja Komisji Europejskiej Nr COMP/M.6873 *Intercontinental Exchange/Nyse Euronext* z 24.06.2013.

decyzyjną Komisji, mogą określić rynek właściwy dla papierów wartościowych, na potrzeby przeprowadzenia kontroli koncentracji przedsiębiorców.

Rynki właściwe dla akcji i obligacji zostały przeanalizowane przez Komisję Europejską w decyzji *Deutsche Borse/NYSE Euronext*. W pierwszym rzędzie dokonane zostało rozdzielanie tych papierów wartościowych jako wchodzących w skład odrębnych rynków właściwych produktowo. Podstawą przeprowadzenia takiego podziału było założenie, że emisja akcji, odmiennie od obligacji, wiąże się z konsekwencjami zmian w strukturze własnościowej podmiotów przeprowadzających emisję. Zarówno rynki akcji, jak i obligacji podzielone zostały natomiast na rynki notowań oraz obrotu, a także m.in. rynek rozliczeń papierów wartościowych.

Wyznaczając rynek właściwy notowań akcji, Komisja Europejska wskazała, że co do zasady należy wyróżnić dwa sposoby notowania tego typu papierów wartościowych. Akcje są bowiem notowane w jednym (*primary domestic listing*) lub w kilku krajach (*international listing*). W związku z dokonaniem takiego podziału dla każdego z rodzajów notowań Komisja Europejska przeprowadziła odrębną analizę i badanie rynków. Badanie przeprowadzone dla notowań krajowych wykazało, że są one przeprowadzane z reguły przez spółki zarejestrowane w kraju, w którym dochodzi do emisji akcji. Według Komisji Europejskiej związane jest to z „domowym przywiązaniem” spółek wynikającym z pewności prawnej przedsiębiorców w danym środowisku gospodarczym, która wiąże się m.in. ze znajomością przepisów administracyjnych i regulacyjnych obowiązujących w danym kraju. Wpływ na takie rozróżnienie z punktu widzenia emisji krajowych nierzadko ma również baza inwestorów ułatwiających przeprowadzenie emisji akcji. Dla większości spółek notowania krajowe są także jedynymi miejscami notowań tego rodzaju papierów wartościowych.

Notowania zagraniczne dotyczą natomiast emisji akcji dokonywanych na giełdach w krajach, w których dana spółka nie jest zarejestrowana. W tym zakresie Komisja wyróżniła dwa rodzaje notowań. Po pierwsze – notowania polegające na emisji akcji tylko w jednym kraju zagranicznym. Po drugie – tzw. *dual listing*, czyli notowania zagraniczne będące dodatkowymi do emisji pierwotnej (krajowej). Według Komisji Europejskiej przy tego typu notowaniach nie występuje wskazane wcześniej i charakterystyczne dla notowań krajowych „domowe przywiązanie”; nie ma ono więc wpływu na wybory spółek dokonujących emisji akcji poza granicami własnego kraju.

Podczas prowadzonego postępowania uczestnicy koncentracji wskazywali, że ponieważ konkurencja pomiędzy parkietami giełdowymi w zakresie notowań międzynarodowych ma charakter globalny, rynek ten w aspekcie geograficznym jest rynkiem światowym. Dokonując emisji akcji poza granicami państw – miejsc rejestracji – przedsiębiorcy dokonują wyboru, rozważając aspekty strategiczne i biznesowe, które uzależnione są od oddzielnych uwarunkowań każdej emisji. Jednocześnie uczestnicy koncentracji podkreślili, że w przypadku tego typu produktów nie należy wyznaczać węższego rynku geograficznego (np. ograniczonego do danego regionu). Przeprowadzone przez Komisję Europejską badanie rynku potwierdziło takie stanowisko. Badania Komisji Europejskiej wykazały także, że wybór dokonywany przez przedsiębiorców w niektórych przypadkach dotyczy tylko rynków unijnych, a w innych – rynków geograficznych o zasięgu globalnym. W ocenie Komisji notowania międzynarodowe pod względem geograficznym uzależnione są od wielu czynników zewnętrznych, takich jak przepisy i regulacje, baza inwestorów, strategie biznesowe czy też usługi związane z obrotem.

Badając rynek notowań obligacji, Komisja Europejska wskazała natomiast na możliwą segmentację tego rynku w aspekcie produktowym ze względu na rodzaj podmiotów dokonujących emisji. Od rodzaju podmiotu emitującego obligacje może również zostać uzależnione wyznaczenie rynku właściwego geograficznie. Badania rynkowe pozwoliły bowiem na stwierdzenie, że mniejsze podmioty oraz podmioty publiczne dokonują emisji na rynkach krajowych, podczas gdy większe korporacje często emitują obligacje za granicą. Konkluzja w tym aspekcie prowadziła Komisję do stwierdzenia, że im większy podmiot i im większa emisja, tym bardziej prawdopodobne przeprowadzenie zagranicznej emisji obligacji. Badanie rynku doprowadziło również do stwierdzenia, że (poza mniejszymi i publicznymi emitentami) miejsce przeprowadzenia emisji ma ograniczone znaczenie, ponieważ prawie całość notowań obligacji (90%) jest notowana poza rynkiem regulowanym (OTC).

2. Rynek właściwy dla obrotu akcjami i obligacjami w praktyce Komisji Europejskiej

Komisja Europejska definiuje obrót instrumentami finansowymi jako zakup i sprzedaż takich instrumentów. Dyrektywa MIFiD wskazuje, że obrót instrumentów finansowych w Unii Europejskiej może się odbywać na rynkach regulowanych, w alternatywnym systemie obrotu oraz jako transakcje zawierane poza rynkiem regulowanym (OTC).

Podobnie jak w przypadku badania rynku notowań papierów wartościowych uczestnicy koncentracji stwierdzili, że zasadne jest przeprowadzenie podziału między rynkami właściwymi produktowo dla akcji i obligacji. Stanowisko to zostało zaakceptowane przez Komisję Europejską jako zgodne z jej dotychczasową linią orzeczniczą. Takie podejście do wyznaczania rynku produktowego odnajdziemy w szeregu decyzji, m.in.: *Wiener Borse et al./Budapest Stock Exchange/Budapest Commodity Exchange/Keler/JV*⁶, czy *UniCredit/Banca IMI/EUROTLX SIM JV*⁷.

Badanie rynku przeprowadzone przez organ antymonopolowy nie pozwoliło jednak na podzielenie opinii uczestników koncentracji dotyczącej zaliczenia wszystkich sposobów obrotu papierami wartościowymi do jednego rynku właściwego. Komisja Europejska stwierdziła bowiem, że za oddzielny rynek należy uznać obrót mający miejsce poza rynkiem regulowanym (OTC). Do jednego rynku właściwego produktowo należy natomiast obrót na rynkach regulowanych lub MTF. Podstawy takiego wyznaczenia rynków właściwych produktowo upatrywać należy w innej charakterystyce transakcji zawieranych poza rynkiem regulowanym, na co wskazywały badania rynku przeprowadzone przez Komisję. Pomimo że część przebadanych respondentów stwierdziła, że jest skłonna dokonywać obrotu poza rynkiem regulowanym, jeśli płynność na rynku regulowanym lub MTF jest niewystarczająca, to jednak te dwa ostatnie rynki pozostają alternatywnym wyborem według twierdzeń przebadanych konsumentów.

Następnie Komisja przeanalizowała zagadnienie substytucyjności pomiędzy akcjami i innymi jednostkami uczestnictwa w kapitale zakładowym, co skutkowało wyznaczeniem następującego podziału: akcje, FTP oraz tzw. *structured products* (np. warranty). Mimo że uczestnicy koncentracji wskazywali, że wszystkie te produkty stanowią jeden rynek właściwy (o czym przesądzać miał fakt, że obrotu dokonuje się w ten sam sposób i że jest on oparty na cenie, płynności, a także możliwości zwrotu inwestycji), to Komisja, na podstawie przeprowadzonego badania rynku, doszła do

⁶ Decyzja Komisji Europejskiej Nr COMP/M.3511 *Wiener Borse Et Al./Budapest Stock Exchange/Budapest Commodity Exchange/Keler/JV* z 22.03.2005.

⁷ Decyzja Komisji Europejskiej Nr COMP/M.5495 *Unicredit/Banca IMI/EUROTLX SIM JV* z 23.11.2009.

odmiennego wniosku. Wydający omawianą decyzję organ antymonopolowy stwierdził bowiem, że z punktu widzenia popytu – substytucyjność tych produktów jest ograniczona. Różnice polegają m.in. na profilu ryzyka, profilu własnościowym czy odpowiednich regulacjach prawnych określających obrót danego rodzaju papierów wartościowych. Warto jednak zauważyć, że niektórzy z respondentów – adresatów badań przeprowadzanych przez Komisję Europejską – przyznali, że między badanymi produktami występuje pewien stopień substytucyjności podaży. Większość platform oferuje bowiem możliwość obrotu wszystkimi z nich. Co więcej, według odpowiedzi udzielonych na pytania Komisji Europejskiej rozpoczęcie oferowania nowej kategorii papierów wartościowych nie byłoby czasochłonne, jeśli uznano by je za ekonomicznie uzasadnione i opłacalne. Komisja Europejska uznała jednak za bardziej przekonujące argumenty dotyczące ograniczonej substytucyjności popytowej, rozróżniając rynki produktowe badanych papierów wartościowych. Za rynek w wymiarze geograficznym został natomiast uznany, w badanym zakresie, obszar EOG (choć w przypadku MTF zauważono pewne argumenty świadczące o istnieniu rynków krajowych).

Przeprowadzając badanie rynku obligacji, Komisja Europejska stwierdziła natomiast, że większość z tych papierów wartościowych (90%) obracana jest poza rynkiem regulowanym (OTC), co potwierdziły również przeprowadzone badania rynkowe. Zdaniem uczestników koncentracji nie należało także dokonywać rozróżnienia produktowego obligacji ze względu na rodzaj emitentów. Kwestia ta nie została przez Komisję rozstrzygnięta. Podobnie jak w przypadku obrotu akcjami, rynek obrotu obligacjami został zakreślony jako obszar EOG. Poza rynkami notowań i obrotu papierów wartościowych Komisja Europejska przeprowadziła podobną analizę innych rynków właściwych związanych z tymi papierami wartościowymi, takich jak np. rynki usług poobrotowych, do których zalicza się m.in. osobny rynek rozliczania papierów wartościowych.

V. Rynek właściwy dla instrumentów pochodnych w praktyce Komisji Europejskiej

Instrumenty pochodne są rodzajem instrumentu finansowego, którego specyfika polega na uzależnieniu jego wartości od wartości instrumentu bazowego. Instrumentem bazowym dla instrumentu pochodnego mogą być przykładowo towar, akcje, wskaźnik czy wartość indeksu giełdowego. Instrumenty te różnią się od instrumentów udziałowych oraz instrumentów dłużnych głównie tym, że ich celem jest zasadniczo transfer ryzyka, a nie transfer kapitału. Generalnie przyjmuje się podstawowy podział takich instrumentów na: opcje, kontrakty terminowe (typu futures lub forward) oraz kontrakty swap.

Decyzje Komisji Europejskiej omawiane w niniejszym tekście stanowią pierwsze przypadki przeprowadzenia przez organ antymonopolowy wyznaczenia oraz analizy rynków właściwych dla instrumentów pochodnych. Dlatego też mają istotne znaczenie dla praktyki decyzyjnej organów antymonopolowych. W pierwszym rzędzie należy podkreślić, że na potrzeby decyzji w sprawie *Deutsche Borse/NYSE Euronext* Komisja Europejska uznała za należące do jednego rynku właściwego obrót i rozliczanie instrumentów pochodnych. Zasadnicza konkluzja z przeprowadzonego badania sprowadza się natomiast do tego, że rynek właściwy dla instrumentów pochodnych powinien zostać określony w nawiązaniu do: 1) miejsca obrotu (rynek regulowany lub obrót poza rynkiem regulowanym), 2) rodzaju instrumentu bazowego, oraz 3) typu instrumentu pochodnego⁸.

⁸ Decyzja Komisji Europejskiej Nr COMP/6166 *Deutsche Borse/Nyxe Euronext*, s. 50.

Takie wnioski wywieść należy zarówno z decyzji zakazującej dokonania koncentracji pomiędzy *Deutsche Borse/NYSE Euronext*, jak i decyzji zezwalającej na dokonanie koncentracji pomiędzy *InterContinental Exchange/NYSE Euronext*⁹.

Wydając decyzję w sprawie planowanej koncentracji pomiędzy *Deutsche Borse* a *NYSE Euronext*, Komisja Europejska w pierwszym rządzie stwierdziła brak substytucyjności między instrumentami pochodnymi, których obrót odbywa się na giełdzie, a obracanymi poza rynkiem regulowanym (OTC). Według Komisji sposób obrotu instrumentami pochodnymi wpływa na to, że odpowiadają one innym potrzebom konsumentów. W szczególności instrumenty pochodne w obrocie poza rynkiem regulowanym pozwalają na uzyskanie zabezpieczenia dostosowanego do potrzeb konsumenta, co nie jest możliwe w obrocie giełdowym. W ocenie Komisji przeprowadzone przez nią badanie rynku pozwala stwierdzić, że nawet konsumenci posiadający instrumenty pochodne w obrocie na obydwu tych platformach nie uważają ich za substytuty, ale raczej produkty komplementarne w swoich strategiach inwestycyjnych¹⁰. Konkludując, Komisja dokonała rozdzielienia rynków produktowych dla instrumentów pochodnych ze względu na miejsce ich obrotu.

W dalszej kolejności, także w decyzji *Deutsche Borse/NYSE*, Komisja Europejska, przeprowadzając badanie rynku właściwego, stwierdziła, że popyt na instrumenty pochodne różni się również ze względu na konkretny instrument bazowy. Badania rynku przeprowadzone przez Komisję pozwoliły stwierdzić, że instrument bazowy określonego typu nie może być zastąpiony innym instrumentem. Konsumenci wykazują bowiem przywiązanie ich działalności związanej z obrotem instrumentami pochodnymi do instrumentów opartych na danym rodzaju instrumentu bazowego¹¹.

Przykładowo w decyzji *InterContinental Exchange/NYSE Euronext* Komisja Europejska wyróżniła instrumenty pochodne mające za instrumenty bazowe produkty rolne. Na wyróżnienie takich instrumentów miały wpływ m.in. krótki okres ważności produktów oraz znaczenie kosztów transportu, odróżniające je przykładowo od instrumentów pochodnych powiązanych z metalami lub energią. Uczestnicy koncentracji stali jednak na stanowisku, że należy dodatkowo zawęzić rynek właściwy do tego stopnia, by dla poszczególnego instrumentu bazowego pod uwagę wziąć m.in. cel dostarczenia produktu czy jego pochodzenie. Takie podejście potwierdzone zostało przez badania rynku przeprowadzone przez Komisję Europejską. Komisja wyróżniła m.in. instrumenty bazowe, takie jak kakao, kawa, rzepak czy cukier.

Ostatnim aspektem badanym przez Komisję Europejską przy wyznaczaniu rynku właściwego dla instrumentów pochodnych jest kategoria instrumentu pochodnego. W tym zakresie Komisja wyróżniła m.in. opcje, kontrakty terminowe (typu futures, lub forward) czy kontrakty typu swap. Rozróżnienie to podyktowane jest inną charakterystyką produktów. Na potrzeby omawianych decyzji Komisja Europejska zdecydowała odróżnić rynki kontraktów terminowych oraz opcji od rynku instrumentów finansowych typu swap. W pierwszej z omawianych decyzji Komisja nie przesądziła jednak czy należy dokonać dalszego rozróżnienia tych rynków na oddzielne rynki produktowe opcji i kontraktów terminowych dla europejskich finansowych instrumentów pochodnych (wykazujących substytucyjność podażową, ale również brak substytucyjności popytowej);

⁹ Decyzja Komisji Europejskiej Nr COMP/M.6873 *Intercontinental Exchange/Nyse Euronext*, s. 4.

¹⁰ Decyzja Komisji Europejskiej Nr COMP/6166 *Deutsche Borse/Nyse Euronext*, s. 86.

¹¹ *Ibidem*, s. 93.

dokonała jednak takiego rozróżnienia w decyzji *InterContinental Exchange/NYSE Euronext* dla instrumentów pochodnych opartych na *US equity index*.

VI. Podsumowanie

Niniejszy tekst miał na celu przedstawienie praktyki decyzyjnej organów antymonopolowych w przedmiocie wyznaczania rynków właściwych przy koncentracjach dotyczących instrumentów finansowych. Należy podkreślić, że mimo iż Komisja Europejska w przedstawionych decyzjach często nie przesądziła o wyznaczeniu rynku właściwego, to przeprowadzone badania rynków mogą stanowić istotną wskazówkę dla praktyków prawa ochrony konkurencji.

Dariusz Aziewicz

doktorant w Zakładzie Europejskiego Prawa Gospodarczego
Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego;
e-mail: darek.aziewicz@gmail.com