

TARTU ÜLIKOOL  
Majandusteaduskond  
Rahvamajanduse instituut

Lise-Lotte Lääne

# **VÄÄRTPABERIBÖRSIDE KOONDUMINE JA SELLE RIIKLIK JÄRELVALVE**

Magistritöö ärijuhtimise magistri kraadi taotlemiseks ärijuhtimise erialal

Juhendaja: prof. Jüri Sepp

Tartu 2012

Soovitan suunata kaitsmisele .....

(juhendaja allkiri)

Kaitsmisele lubatud ,, , , .....2012. a.

.....õppetooli juhataja

.....

(õppetooli juhataja nimi ja allkiri)

Olen koostanud töö iseseisvalt. Kõik töö koostamisel kasutatud teiste autorite tööd, põhimõttelised seisukohad, kirjandusallikatest ja mujalt pärinevad andmed on viidatud.

.....

(töö autori allkiri)

# SISUKORD

<b>SISSEJUHATUS .....</b>	<b>4</b>
<b>1.VÄÄRTPABERIBÖRSIDE KOONDUMISTE TEOREETILINE KÄSITLUS</b>	
<b>.....</b>	<b>9</b>
1.1. Ettevõtete koondumised .....	9
1.2. Väärtpaberibörside koondumise poolt- ja vastuargumendid.....	12
1.2.1. Väärtpaberibörside koondumist õigustavad majandusteoreetilised seisukohad.....	12
1.2.2. Väärtpaberibörside koondumist mitte-õigustavad majandusteoreetilised seisukohad.....	16
1.3. Väärtpaberibörside juriidilise koondumiste kontrolli alused .....	20
1.3.1. Koondumiste kontrolli olulisus .....	20
1.3.2. Asjaomane turg väärtpaberibörside koondumiste kontrollis.....	26
1.3.3. Väärtpaberibörside koondumise tagajärgedele mõju avaldavad konkurentsijõud .....	31
<b>2.VÄÄRTPABERIBÖRSIDE KOONDUMISTE EMPIIRILINE ANALÜÜS</b>	
<b>.....</b>	<b>40</b>
2.1. Väärtpaberibörside areng, ajalugu ja dünaamika .....	40
2.2. Viimastel aastatel toimunud väärtpaberibörside koondumised.....	43
2.2.1. Euronext N.V. asutamine .....	43
2.2.2. Euronext'i ja New Yorgi Väärtpaberibörsi koondumine .....	46
2.2.3. NASDAQ börsi ja OMX kontserni koondumine .....	49
2.2.4. Järeldused .....	53
2.3. Deutsche Börse'i ja NYSE Euronext koondumine .....	57
2.3.1. Euroopa ja USA konkurentsioorganite hinnang koondumisele .....	57
2.3.2. Järeldused .....	63
<b>KOKKUVÕTE .....</b>	<b>68</b>
<b>VIIDATUD ALLIKAD .....</b>	<b>73</b>
<b>SUMMARY .....</b>	<b>81</b>

## SISSEJUHATUS

Väärtpaberibörside pikk ajalugu ulatub enam kui mitmesaja aasta tagusesse aega, kui 1602. a asutati Amsterdami väärtpaberibörs. Börside kui uudse turukeskkonna loomine tekitas kõrge standardiseerimise määra ja ratsionaliseerimise kaudu võimaluse säästa oluliselt tehingu- ehk koostegevuskulusid. Kulude kokkuhoid on võimalik tänu asjaoludele, et kaubeldavad objektid ei ole tehingute sõlmimise kohas; et kaupade omadused on allutatud standardiseeritud liigitustele ja eeskirjadele; et lepinguvormid on suurel määral institutsionaliseeritud ja et ligipääs börsile on piiratud. (Homann, Suchanek 2009: 122-123) Kuigi tehnoloogia arengu ja väärtpaberibörside ülesehituse keerukusastme muutumise tõttu ei ole kunagised börsid enam suures osas võrreldavad käesoleval ajal tegutsevate börsidega, on börside peamine roll jäänud siiski muutumatuks.

Börside kaudu ühendatakse omavahel ettevõtete ja investorite huvid, saavutades samal ajal tehingute transaktsioonikulude alandamine ning võimaldades tootlikumat ümberkäimist riskidega. (Homann, Suchanek 2009: 124) Lisaks eelnimetatud funktsioonidele on börsidel ka üldist majanduskeskkonda iseloomustava näitaja toime, kas siis majandusstabiilsuse või investeerimispotentsiaali hindamist abistava näitajana. Seetõttu on börsid omandanud igapäevases majanduskeskkonnas vajaliku ja hinnatava rolli, mida tõendab muu hulgas poliitiliste organite huvi üheaegselt börside tegevuse reguleerimise ja arendamise vastu.

Enne 1980--ndate keskpaika ei olnud Euroopas tegutsevad väärtpaberibörsid näinud palju muutusi. Selleks, et vältida Euroopa majanduslikku mahajäämist USA-st ja Jaapanist, algatas Euroopa Komisjon siseturu loomise programmi (*Internal Market*). Nimetatud siseturu saavutamiseks 1985. aastal välja töötatud valges raamatus (*White Paper on Completing the Internal Market*) rõhutas Euroopa Komisjon, et siseturu kontseptsioon viitab ka Euroopa väärtpaberituru süsteemi loomisele. (Clausen, Sorensen 2002: 373) Komisjon avaldas: „See töö on töötatud välja eesmärgiga murda

barjäärid börside vahel ja luua Ühenduse ulatuses kauplemissüsteem rahvusvahelise tähtsusega väärtpaberite tarbeks.“<sup>1</sup> (Commission 1985)

Väärtpaberibörside harmoniseerimine algas siiski juba 1970ndate lõpus. Esimene direktiiv 1979. aastast koordineeris aktsiate noteerimise tingimusi ametlikel väärtpaberibörsidel.<sup>2</sup> 1980. aastal võeti vastu järgmine direktiiv väärtpaberite noteerimise prospektide kohta, mis koordineeris aktsiate noteerimisel avalikustami-sele kuuluvat informatsiooni.<sup>3</sup> Viimase direktiivi asendas 1987. aasta direktiiv, mis tutvustas olulist vastastikuse tunnustamise printsiipi, mis oli kasutusel juba teistes harmoniseerimise valdkondades.<sup>4</sup> Kuigi väärtpaberibörside harmoniseerimise plaan Euroopa piires ei saavutanud 1980ndatel aastatel märkimisväärset edu, omab mõnikümmend aastat tagasi välja töötatud kava olulist tähtsust just käesoleval hetkel, mil väärtpaberibörside integreerumine on omandanud globaalsed mõõtmed.

Väärtpaberibörside integreerumist puudutav poliitika intensiivistus uuesti 2000ndate aastate alguses. 1999. a avaldas Euroopa Komisjon Finantsteenuste Tegevusplaani (*Action Plan for Financial Services*), kus muu hulgas nähti ette kapitalituru fragmenteerituse elimineerimine, et vähendada Euroopa Liidu turgudel loodava kapitali kulusid. Lisaks käivitati 2000. aastate alguses Euroopa Liidus Lamfalussy protsess, mille kaudu sooviti parendada finantssektorit reguleerivate Euroopa Liidu õigusnormide ja nende rakendamise kvaliteeti.

Eeltoodu valguses ei ole imekspandav, et 2000. a septembris asutati esimese piirideülese väärtpaberibörsina Euroopas Euronext N.V., mis integreeris Amsterdami, Brüsseli ja Pariisi börsid ühele platvormile. 2001. aastal omandas Euronext N.V. Londoni futuuride börsi LIFFE aktsiaid ning Lissaboni börs liitus Euronextiga 2002. aastal. Pärast Euronext N.V. asutamist intensiivistus börside omavaheline integratsioon

---

<sup>1</sup> „This work is designed to break down barriers between stock exchanges and to create a Community-wide trading system for securities of international interest. The aim is to link stock exchanges electronically, so that their members can execute orders on the stock exchanges offering the best conditions to their clients. Such an interlinking would substantially increase the depth and liquidity of Community stock exchange markets, and would permit them to compete more effectively not only with stock exchanges outside the Community but also with unofficial and unsupervised markets within.“

<sup>2</sup> Directive 79/279/EEC, OJ [1979] L 66/21, amended by Directive 82/148/EEC, OJ [1982] L 62/22.

<sup>3</sup> Directive 80/390/EEC, OJ [1980] L 100/1.

<sup>4</sup> Directive 87/345/EEC, OJ [1987] L 185/81.

veelgi ning käesolevaks ajaks on börside koondumiste teel kujunenud rahvusvahelised suurbörsid (NYSE Euronext ja NASDAQ OMX), mis avaldavad oma mastaapsuse tõttu mõju maailmamajandusele tervikuna.

Pidades silmas asjaolu, et börsid on käesoleval ajal valdavalt kasumit taotlevad eraomandis olevad rahvusvahelised ettevõtted, mitte riiklikud finantsinstitutsioonid, tõstatab börside sedavõrd ulatuslik koondumine paratamatult konkurentsialaseid probleeme ja küsitavusi. Näiteks tõusetub oht turgu valitseva seisundi tekkimise ja tugevnemise või monopoli tekkimise osas. Üksnes hirm võimalike konkurentsi kahjustavate tagajärgede ees ei ole samas tänapäeval aluseks koondumise keelamisele. Oliver E. Williamsoni (1968) järgi tuleb koondumiste hindamisel võtta arvesse võimalikku kompromissi konkurentsi kahjustavate tagajärgede ja võimalike koondumisega kaasnevate majanduslike kasutegurite vahel.

Seetõttu õigustas mõneti liberaalset suhtumist börside koondumisega seonduvatesse konkurentsialastesse valupunktidesse asjaolu, et börside koondumisi on rahvamajanduslikust vaatepunktist lähtudes peetud pikka aega üldist majanduslikku stabiilsust suurendavaks kauplemisaktiivsuse suurenemise, kaubaturgude usaldusväärse kasvu ja ressursside efektiivsema kasutamise kaudu. Nii on konkurentsi-institutsioonid andnud muu hulgas loa Euronext N.V. asutamisele, Euronext N.V. ja NYSE koondumisele ning NASDAQ ja OMX koondumisele. Hiljuti langetas Euroopa Komisjon aga negatiivse otsuse Deutsche Börse ja NYSE Euronext koondumise osas. Viimatinimetatud börside koondumise keelamise põhjenduseks tõi Euroopa Komisjon just konkurentsiõiguslikud probleemid, sh võimaliku monopoli tekkimise võimaluse. Seda samas olukorras, kus USA Justiitsministeeriumi Konkurentsiakond oli eelnevalt Deutsche Börse ja NYSE Euronext koondumise heaks kiitnud.

Käesoleva magistritöö eesmärgiks on eeltoodu valguses hinnata seniste börside koondumisi puudutavate konkurentsipoliitiliste otsuste õigustatust. Nimetatud töös püstitatud probleem on käesoleval ajal igati aktuaalne, kuivõrd börside huvi integreerumise ja suurbörside loomise vastu ei ole vaibunud. Seetõttu on vajalik börside koondumiste poolt- ja vastuargumentide analüüsimine rahvamajanduslikust vaatepunktist otsustamaks edasiste võimalike majandus- ja konkurentsipoliitiliste suundade üle.

Püstitatud eesmärgi silmas pidades on töös kujundatud järgmised uurimisülesanded:

- 1) avada ettevõtete, sh börside koondumise rahvamajanduslik tähendus, arvestades börside spetsiifilist rolli rahvamajanduses;
- 2) tuua välja börside koondumiste ühiskondlikud poolt- ja vastuargumendid ning võimalikud hindamiskriteeriumid;
- 3) iseloomustada rahvamajanduslikust vaatepunktist börside ajaloolist kujunemist ja arengut, analüüsides seejuures börside rolli muutumist ühiskonnas;
- 4) analüüsida, kuivõrd senised toimunud börside koondumised on täitnud koondujate endi ja avalikke majanduspoliitilisi eesmärke, tuues seejuures välja ja võrreldes seniste toimunud börside koondumiste näitajaid, sh emitentide ja investorite arvu, tehingukasude ning kauplemisaktiivsuse muutumisi koondumiste järgselt;
- 5) hinnata Deutsche Börse ja NYSE Euronext koondumise keelamise põhjendatust rahvamajanduslikust vaatepunktist, võrreldes seejuures USA ja Euroopa konkurentsipoliitiliste erinevat lähenemist Deutsche Börse ja NYSE Euronext koondumisele;
- 6) esitada järeldused ja hinnang, millised on piirid börside lubatud ja lubamatute koondumiste vahel ning kuivõrd on seeläbi olnud õigustatud senised konkurentsipoliitilised otsused börside koondumise osas.

Oluline on rõhutada, et käesolev magistritöö on interdistsiplinaarse iseloomuga, ühendades majandusteaduslikud ja õigusteaduslikud käsitlused. Sellest tulenevalt prevaleerib kvalitatiivne loogiline analüüs statistilis-empiriilise meetodi ees. Uurimisülesannete lahendamiseks ja magistritöö eesmärgi saavutamiseks kasutatakse käesolevas töös teoreetilise tagapõhja selgitamisel rahvusvahelisel tasandil tunnustatud uurimusi. Olulisematena tooksin välja Santos, Scheinckmani (2001), Pagano (1989) ning Nielssoni (2009) uurimused. Börside koondumistele hinnangu andmisel ja analüüsimisel kasutatakse lisaks olemasolevatele uurimustele, nt Pagano, Padilla (2005), börside majandusaastate aruandeid, mida võrreldakse erinevate aastate lõikes, näitamaks koondumise mõju börside finantsnäitajatele.

Töö struktuuri ülesehitamisel ja jaotamisel kaheks peatükiks on lähtunud magistritöö eesmärgist ja püstitatud uurimisülesannetest, mis eeldasid töö esimeses peatükis börside

koondumiste teoreetilise rolli avamist ja töö teises peatükis börside koondumiste juhtumianalüüsi kaudu empiirilisel põhjendatud järeldusteni jõudmist.

Magistritöö teoreetilise osa alapeatükk 1.1 avab ettevõtete, sh börside koondumise majandusteoreetilised lähtepunktid ettevõtetmajanduslikust vaatepunktist. Alapeatükk 1.2 käsitleb börside koondumiste poolt- ja vastuargumente rahvamajanduslikust vaatepunktist lähtudes. Nimetatud seisukohtade väljatoomine on vajalik nii börside koondumise osas valitseva üldise majandusteadusliku arusaama demonstreerimiseks kui ka empiirilises osas analüüsitava koondumiste hindamiseks. Alapeatükk 1.3 selgitab börside koondumiste lubatavuse hindamist koondumiste kontrollis, tuvastamaks koondumistele mõju avaldavaid konkurentsijõudusid, millega tuleb börside koondumiste hindamisel arvestada.

Empiirilise osa esimeses alapeatükis 2.1 iseloomustatakse rahvamajanduslikust vaatepunktist lähtuvalt börside ajaloolist kujunemist ja arengut. Teises alapeatükis 2.2 analüüsitakse seniseid toimunud börside koondumisi eesmärgiga hinnata, kuidas nimetatud koondumised on täitnud koondujate endi ja avalikke majanduspoliitilisi eesmärke. Empiirilise osa kolmandas alapeatükis 2.3 avatakse Deutsche Börse ja NYSE Euronext võimaliku koondumise hindamise problemaatika. Olulise aspektina analüüsitakse, kas börside koondumine võiks olla põhjendatud loomuliku monopoli teooriast lähtudes. Empiirilises osas esitatakse läbivalt omapoolseid järeldusi börside koondumiste problemaatika osas ning antakse kokkuvõttes hinnang, millised on piiride börside lubatud ja lubamatute koondumiste vahel ning kuivõrd on seeläbi olnud õigustatud senised konkurentsipoliitilised otsused börside koondumise osas.



# 1. VÄÄRTPABERIBÖRSIDE KOONDUMISTE TEOREETILINE KÄSITLUS

## 1.1. Ettevõtete koondumised

Väärtpaberibörside koondumisi analüüsid tuleb alustada ettevõtete olemuse ja nende motiivide avamisest. Ettevõtte, nagu iga organisatsioon, on üks institutsionaalne korraldus, millega luuakse korporatiivne indiviid. Selles on tegevuse koordineerimine eelstruktureeritud viisil, mis pakub nii organisatsiooni liikmetele kui ka tema koostegevuspartneritele seda kindlust, mida investeeringud koostöökasude loomiseks vajavad. (Homann, Suchanek 2009: 176) Seega on mistahes ettevõtted kantud ideest saavutada läbi organisatsiooni suurem kasu kui see oleks saavutatav üksikisiku tasandil. 21. sajandil tegutsevad börsid, s.t eraomandis olevad kasumile orienteeritud börsid ei erine kuidagi tavapärasest ettevõttest – börside kaudu üritatakse saavutada võimalikult suur kasu turul toimuvast kauplemisest.

Ronald Coase tõstas oma kuulsas 1937. a artiklis „*The Nature of the Firm*“ küsimuse, miks turumajanduse raames, kus indiviidide tehinguid koordineerib turg detsentraliseeritult, üldse eksisteerivad sellised imelikud moodustised nagu ettevõtted. Artiklis jõuab R. Coase järeldusele, et mõnikord on ettevõtte kaudu kujundatav koostöö efektiivsem ja tulemuslikum kui turu kaudu suheldes. (Coase 1937: 393-394) Ka ettevõtete koondumine teenib nimetatud eesmärke, kuivõrd integreerumise kaudu üritatakse saavutada efektiivsem korraldus süsteemisiselt ning luua suurim võimalik kasu.

Koondumine on Eestis defineeritud kehtivas konkurentsiseaduses §-s 19, lähtudes rahvusvahelisel tasandil tunnustatud tähendusest. Kokkuvõtlikult kujutab koondumine endast kahe või enama ettevõtte ühendamist ühel või teisel moel, nt ülevõtmise või

ühise uue ettevõtte asutamise teel.<sup>5</sup> Majandusteaduses eristatakse koondumisi lähtuvalt koondumise konkreetsest iseloomust – tehakse vahet ühinemistel ja ülevõtmistel (*mergers and acquisitions*). Ühinemiste all peetakse silmas olukorda, kus omavahel ühendatakse kaks või enam ettevõtet. Ülevõtmise puhul omandab ülevõtja enamuse või kogu osaluse ülevõetavas ettevõttes eesmärgiga omandada kontroll ülevõetava ettevõtte üle. (Investopedia 2012)

Ettevõtete koondumiste motivaatoritena on välja toodud mitmeid majanduslikke argumente. Esiteks aitavad koondumised kaasa operatsioonilise sünergia suurendamisele – parandatakse operatsioonilist efektiivsust mastaabi- ja profiilisäästu kaudu, omandades koondumise kaudu klient, varustaja või konkurent. Teiseks võimaldab koondumine ettevõtte haarde laiendamist näiteks koondumisega kaasnevate uute toodete või uute turgude hõivamise kaudu. Kolmandaks võib koondumise motivaatoriks olla turuosa ja seeläbi hinnakujundamise võimu suurendamine. Lisaks võivad koondumise motivaatoriteks olla veel võimalus soetada soodsalt vajalikke ressursse, maksuküsimused ja tehnoloogiline kokkuvõid. (DePamphilis, 2011: 3) Walter ja Barney (1990) jagasid 20 erinevat ettevõtete koondumiste kitsmat eesmärki viieks grupiks. Nendeks gruppideks jaotatud motivaatoriteks on: (1) omandada ja ära kasutada mastaabi- ja profiilisäästu; (2) tegeleda kriitiliste ja kestvate sõltuvustega teistest ettevõtetest; (3) laiendada tootmisliini ja turgusid; (4) siseneda uutesse ettevõtetusvaldkondadesse; ja (5) maksimeerida ja kasutada finantsilist võimekust. (Walter, Barney, 1990)

Börside, nagu ka teiste ettevõtete koondumised ei saa toimuda piiramatult, kuivõrd ettevõtete kasvu takistavad teatud piirid. Koondumiste protsess hõlmab kolme peamist komponenti: esiteks sisemist seotust, mis väljendub ettevõtete kultuurilises ja organisatsioonilises sobivuses. Nimetatud komponent mängib olulist rolli ettevõtete omavahelises integratsioonis pärast koondumise toimumist, olles sageli võtmeküsimuseks koondumise tulemusena tekkinud ettevõtte edu jaoks. Teiseks komponendiks on algsed tingimusi loovad muutujad, milleks on näiteks varasem koondumise kogemus, ettevõtete suurus ja koondumise liik. Ka nimetatud muutujad

---

<sup>5</sup> Vt nimetatud näidete osas konkurentsiseaduse § 19 lg 1 p 2 ja lg 2. Käesolevas magistritöös kasutatav termin „koondumine“ hõlmab erinevaid tehinguliike, nagu ühinemised, omandamised, ülevõtmised ja teatavad ühissettevõtete liigid.

mängivad olulist rolli koondumise õnnestumise osas. Kolmandaks komponendiks on integratsiooni protsessi kiirus, s.t kui kiiresti suudetakse koondumine läbi viia ja muudatused sisse viia. (Stahl, Voigt, 2005: 72) Kõik eelnimetatud komponendid seavad omalaadsed piirid koondumiste läbiviimistele – tingimuste sobilikkus ja koondumise edukus muudavad integreerumise ettevõtete jaoks potentsiaalselt kasulikuks ning tekitavad huvi koondumise läbiviimise vastu.

Siiski on võimalik teatud ulatuses nimetatud olemasolevaid või potentsiaalselt tekkivaid tingimusi mõjutada. Aastate jooksul on kujunenud erinevad institutsioonilised lahendused, mille eesmärgiks on olnud üha efektiivsemalt koostöökasusid kätte saada. Seejuures võidakse ka mõningaid samme tööjaotuslikes protsessides tagasi võtta, et kooskõlastamis-, motiveerimis- ja kontrolliprobleeme leevendada ja vastavaid kulusid alandada. Samuti on võimalik mõnede ettevõtte osade desintegreerimine, mida juhtub just firmade ülevõtmise järel. (Homann, Suchanek 2009: 210) Ka börside koondumised ei ole olnud läbinisti ühetaolised, mistõttu saab hinnata, kas ja milline koondumine on teeninud integreerumise eesmärke. Samuti võib anda seekaudu hinnangu, millise ulatuseni on börside koondumine õigustatud.

Koondumine on sisuliselt organisatsiooni laiendamine ja seeläbi selle tegevuse korralduse ümberkujundamine ettevõtte efektiivsemaks muutmiseks. Seega on koondumine osa ettevõtete, sh börside majanduslikult ratsionaalselt käitumisest, mis võib teenida ka rahvamajandusliku efektiivsuse huve. Kuigi tavaliselt peetakse siin silmas kuluefektiivsust, siis riskide optimeerimine võib suurendada ka allokatiiivset efektiivsust. Ühiskonna huvides on aga kontrollida, et nimetatud positiivsed mõjud oleksid reaalsed ning ületaksid konkurentsi kahjustumise kaudu tekkiva heaolukao. Seetõttu on kehtestatud koondumiste kontrolli instituut ning reeglid, mis hõlmavad nii õigusteaduslikke kui majandusteaduslikke aspekte koondumiste mõju hindamiseks. Koondumiste mõju selgitamiseks eristatakse majandusteoorias horisontaalseid, vertikaalseid ja konglomeraatkoondumisi. Horisontaalseks koondumiseks on selline koondumine, mille osalised on tegelikud või võimalikud konkurendid samal asjaomasel turul.<sup>6</sup> (Russo, *et al.*, 2010: 312 ) Eeldades, et börsid on omavahel tegelikud või

---

<sup>6</sup> Vt Euroopa Komisjoni „Horisontaalsete ühinemiste hindamise suunised vastavalt Nõukogu määrusele kontrolli kehtestamise kohta ettevõtjate koondumiste üle“ punkt 5.

vähemasti potentsiaalsed konkurendid, uurin käesoleva magistritöö raames börside horisontaalse mõjuga koondumist.

## **1.2. Väärtpaberibörside koondumise poolt- ja vastuargumendid**

### **1.2.1. Väärtpaberibörside koondumist õigustavad majandusteoreetilised seisukohad**

Börside koondumise ja integreerumise kasuks räägivad nii mõnedki majandusteoreetilised seisukohad. Eriti võttes arvesse asjaolu, et maailmamajandus tervikuna on tänu arenenud majandustele järjepidevalt liikunud globaliseerimise, suurema avatuse suunas. Globaliseerimine omakorda on seotud regionaliseerimisega, põhinedes faktil, et globaliseerimine saab olla saavutatav üksnes erinevate regioonide vahelise kauplemise süvendamisel. (Armanious 2007: 2) See seletab asjaolu, miks on börside integreerumine järjest enam liikunud erinevates regioonides tegutsevate börside ühendamise suunas, kaotades järjepanu siseriiklikud ja avalikule võimule kuuluvad väärtpaberiturud.

Paljud börsid on privatiseerunud, muutudes kasumile orienteeritud ja avalikul börsil registreeritud ettevõteteks. (Aggarwal, Dahiya: 2006) Paljude teiste hulgas on Austraalia Börs (ASX), New Yorgi Börs (NYSE), Londoni Börs (LSE), Toronto Börs, Singapuri Börs ja Hongkongi Börs muutnud oma juhtimisstruktuuri vastastikusest mitte-kasumile orienteeritud väärtpaberiturust avalikult kaubeldavaks ettevõtteks, noteerides oma aktsiaid omaenda börsil. (Otchere, Abou-Zied 2008: 523) Seeläbi on börsid sisenenud rahvusvahelisele tasandile, suurendades sealjuures rahvusvahelist börside integratsiooni ja koostööd. (Nielsson 2009) Kuigi koondunud turud võivad seeläbi olla saavutanud suurema turujõu, on nad võib-olla saavutanud ka suurema kuluefektiivsuse. (Alexandrov, Deltas, Spulber 2011: 786)

Küsimusele, mida võidab ühiskond ja börsil osalevad ettevõtted taolisest integratsioonist, on vastust otsinud paljud uurimused. U. Nielssen on välja pakkunud kolm peamist põhjust, miks börside ühinemine on ettevõtetele kasulik. Esiteks, turg

laieneb, s.t turul osaleb rohkem ettevõtteid, mis omakorda toob kaasa potentsiaalsete investorite ringi suurenemise. Teiseks, turu maht suureneb, s.t turul on saadaval rohkem kaupa nii turuhinnast kõrgema kui madalama hinnaga ehk individuaalsed tehingud omavad üha vähem tähtsust. Kolmandaks, eksisteerib börside koondumisel veel palju kulukanaleid, mis vähenevad tänu koondumisele, nt informatsiooni edastamise kulud ja kõikvõimalikud kaudsed kulud. Börside koondumine võib kaasa tuua ka madalamad tehingukulud, mis omakorda toob kaasa tehingute arvu suurenemise. (Nielsson 2009: 234)

Eelnimetatud hüpoteese kinnitavad vähemalt osaliselt erialased uurimused. USA-s toimunud esimesteks börside koondumisteks olid: Philadelphia-Baltimore koondumine märtsis 1949, Midwest koondumine detsembris 1949 ja Pacific koondumine jaanuaris 1957. Nimetatud koondumiste põhjal läbi viidud empiiriline uurimus näitas, et regionaalsete börside koondumised oli edukad, tuues kaasa ühinenud börside suurenenud võime konkureerida tellimustele (*order flow*). Aja jooksul suurendasid koondunud börsid oma turuosasid teiste, mitte-koondunud börside arvelt ning ostu- ja müügihindade vahed vähenesid. Ostu- ja müüginoteeringute vahe vähenemine koondunud börsidel koos vahe mitte-suurenemisega mitte-koondunud börsidel, viitab, et koondumised ei vähendanud konkurentsi, vaid pigem suurendasid seda ning kasu lõikasid sellest investorid. (Arnold, *et al.* 1999: 1090-1101)

Eeltoodu on kooskõlas Demsetz'i uurimusega, mille järgi toob iga mastaabisäästuga tootmisüksuse mahtude suurendamine kaasa ostu- ja müügihinna vahe vähenemise. (Demsetz 1968) Kuivõrd suurte börside näol on tegemist mastaabisäästuga tegutsevate ettevõtetega, siis peaks koondumise kaudu tehingute arvu suurenemisega kaasnema ostu- ja müügihinna vahe vähenemine ja seega ka investorite kasu suurenemine.

Doede (1967) uurimuses viidati samuti börside mastaabisäästuga tegevusele ja leiti, et keskmised börsi opereerimiskulud on pöördvõrdelises seoses tehingute hulgaga. (Hasan, Malkamäki 2001: 2342) Seega kui börside koondumise tulemusena suureneb börsil läbiviidatavate tehingute hulk, peaksid vähenema börsi opereerimiskulud ja suhteliselt odavnema tehingute läbiviimine. Sellist järeldust toetab ka Hasan ja Malkamäki (2001) poolt läbiviidud uurimus, kus nad leidsid, et just suured börsid saavutavad suurima kuluefektiivsuse. Seega toetab nimetatud uurimus ühinemisi ja liitude moodustumist

suuremate börside vahel. Samas möönavad uurimuse autorid, et tulemused ei pruugi kehtida väiksemate või keskmise suurusega börside puhul, kus tegevuste koondamine ei pruugi tuua kaasa kulude säästmist. (Hasan, Malkamäki 2001: 2360)

Oluliseks argumendiks börside koondumise õigustamisel peetakse transaktsioonikulude vähenemist. Demsetz (1968), kes uuris börside tegevust NYSE näitel, defineeris transaktsioonikulud börside puhul aktsia omaniku vahetumise kuludena. (Demsetz 1968: 35) Oma uurimuses sai Demsetz selgeid tulemusi, et nimetatud transaktsioonikulud vähenevad kauplemisaktiivsuse suurenemisel. (Demsetz 1968: 50) Seega on nii investorite kui ettevõtete jaoks kasulik kaubelda suuritel turgudel, kus läbiviidavate tehingute hulk on suur ja transaktsioonikulud võrdlemisi väikesed. Seda enam, et transaktsioonikulude vähenemine toob kaasa ka aktsiate objektiivsema hindamise ja informatsiooni läbipaistvuse suurenemise. Nimelt leidis Liu 2010. aastal avaldatud uurimuses, et kõrged transaktsioonikulud tõrjuvad informatsioonivahetust ja arbitraažtehinguid, tuues kaasa selle, et vähem informatsiooni avaldatakse ja kajastatakse aktsiate hindades. (Liu 2010: 352)

Opereerimiskulude ja transaktsioonikulude vähenemine võib lisaks tähendada turu suuremat stabiilsust ja volatiilsuse vähenemist. Green, Maggioni ja Murinde (2000) uurisid transaktsioonikulude seost turu volatiilsusega ja leidsid, et transaktsioonikulude suurenemine põhjustab üldiselt turu volatiilsuse kasvu. Samas näitasid uurimistulemused seda, et pikas perspektiivis vähendavad suurenenud transaktsioonikulud turu volatiilsust. (Green, Maggioni, Murinde 2000: 595) See tähendab, et kuigi lühiajalises perspektiivis on transaktsioonikulude vähenemine näiteks börside koondumise tulemusena positiivne, ei pruugi kulude vähendamine tagada börsid jätkusuutlikkust. Samas Liu (2010) on oma järeldustes suhteliselt kategooriline, leides, et igasugune lahendus, mis aitab kaasa transaktsioonikulude vähenemisele, parandab turu tõhusust. (Liu 2010: 360) Turu tõhususe paranemine on üheks argumendiks koondumisele loa andmisel ja börside üha laiema integratsiooni õigustamisel.

Börside integreerumise ühe eesmärgina on nimetatud börside ühendamist elektrooniliselt, mis võimaldab börsi liikmetel viia tehinguid läbi sellel väärtpaberiturul, mis pakub tema klientidele parimaid pakkumisi. Selline läbipõimimine suurendab oluliselt börside olulisust ja likviidsust ja lubab neil omavahel efektiivsemalt võistelda.

(Armanious 2007: 3) Arvestades, et tihti on ka tehnoloogiliste lahenduste väljatöötamine seotud konkreetse börsiga (nt NYSE Technologies), siis puudub börsil huvi jagada tehnoloogilisi lahendusi ilma omapoolse tuluta. Seega ongi lahenduseks koondumine ehk valitseva mõju omandamine, mis võimaldab tehnoloogilisi lahendusi pakkudes saada ka õiglase osa selle arvel teenitavast kasumist. Tehnoloogiliste lahenduste jagamisest turu üldise arendamise eesmärgil sellisel puhul rääkida ei saa ning pigem tõusetubki küsimus võimalikust turgu valitsevast seisundist ja sellest, kas pärast internatsionaalsete väärtpaberiturgude koondumist jääb eksisteerima turupositsiooni kuritarvitamist takistav uute konkurentide turule sisenemise oht.

Seoses eelnevaga tuleks tähelepanu pöörata Clyde ja Reitzes poolt 2004. aastal läbiviidud uurimusele. Nimelt võib Clyde'i ja Reitzes'i uurimuse kohaselt isegi turgu valitsevas seisundis oleva ettevõtte tegevus teatud juhtudel tuua kasu konkurentidele. Seda juhul, kui domineeriva ettevõtte tegevus parandab konkreetse tooteturu üldist kvaliteeti ja tõstab väärtust tarbijate silmis. (Clyde, Reitzes 2004: 86) Tekib küsimus, kas börside näol on samuti tegemist taolise turuga? Nimetatud uurimuse järgi on sellisega turuga tegemist juhul, kui turgu valitsev ettevõtte on sunnitud tegema täiendavaid investeeringuid tarbijate harimiseks, toote propageerimiseks jne, et tootele üleüldse piisavat turgu luua. Selliselt loob turgu valitsev ettevõtte tahtmatult turule sisenemise võimaluse ka uutele konkurentidele. (Clyde, Reitzes 2004: 70) Börside puhul saaks sellise investeeringu mõju jaatada eelnevalt selgitatud tehnoloogiliste lahenduste jagamise puhul, kui kauplemise teenuse tehnoloogilisest arendamisest võivad ka teised börsid. Nagu kirjeldatud, siis ei pruugi tehnoloogiliste lahenduste jagamist reaalselt toimuda ning sellisel juhul puuduks Clyde ja Reitzes (2004) poolt kirjeldatud efekt.

Ettevõtted on sunnitud jälgima oma kasumlikkust, kui nad üldse tahavad turul edasi toimetada. Seepärast on ka kindlate probleemide puhul igati otstarbekas eeldada, et ettevõtted kui korporatiivsed tegelased maksimeerivad oma kasumit. (Homann, Suchanek 2009: 200) Kui hinnata koos ühelt poolt ettevõtete eesmärki muuta tegutsemise organiseerumise kaudu rahvamajanduslikult võimalikult efektiivseks ja teiselt poolt ettevõtete kasumile orienteeritust, siis ei ole raske näha sarnast loogikat ka börside koondumise trendis – börside integreerumine võib anda kasu nii börsidele

endile kui ka nende teenuseid kasutavatele ettevõtetele. Samas on erialakirjanduses toodud välja mitmeid argumente, mis rõhuvad börside koondumistega kaasnevaid võimalikke konkurentsiprobleeme ja negatiivseid mõjusid.

### **1.2.2. Väärtpaberibörside koondumist mitte-õigustavad majandusteoreetilised seisukohad**

Peamine argument börside koondumise vastu on võimalik monopolistlik käitumine koondunud börside poolt. (Nielsson 2009: 234) Monopolistliku käitumise all peetakse majandusteaduses ja konkurentsioiguses silmas ettevõtte võimalust vähendada tootlikkust või suurendada hindu sõltumatult teistest ettevõtetest, vähendades tarbija hinnavaru. Monopoolse seisundi puhul puuduks ettevõttel, antud juhul börsil, tahe olla innovaatiline ning parandada teenuste kvaliteeti. See omakorda toob kaasa tootmisüksuse ebaefektiivsuse ja üldise ühiskonna heaolu kaotuse. (Gormsen 2010: 24-26)

Nagu eelnevalt mainitud, uurisid I. Hasan ja M. Malkamäki (2001) majandusliku mastaabisäästu ja profiilisäästu olemasolu ja leidsid, et üldiselt tuleb börside ühinemisi ja liitude loomisi toetada.<sup>7</sup> (Hasan, Malkamäki 2001: 2360) Samas, analüüsides erinevaid varasemaid uurimusi, leidsid Hasan ja Malkamäki, et integratsioon ei ole lõpuni kasulik. Nimelt esitas Pirrong 1999. aastal mudeli, mis ennustas, et mastaabisääst innustab börside ühinemist üksnes hetkeni, mil võimalus kasumlikult turule siseneda on kõrvaldatud. (Hasan, Malkamäki 2001: 2340) Seega on börside koondumise initsiatiiviks eelkõige uute konkurentide turule sisenemise takistamine ja nimetatud ohu kõrvaldamisel on börside tahe suunatud eelkõige kasumi teenimisele ning oma turupositsiooni säilitamisele. Nagu see on enamasti kõigi kasumile orienteeritud ettevõtete eesmärgiks. Iseasi, kas taolist käitumist peaks toetama valitsus- ja õigusorganite tasandil börside koondumisi lubades.

Lisaks on uurimustes leitud, et nii või teisiti ei ole börside sajaprotsendiline integratsioon realiseeritav kauplemisega seonduva informatsiooni keerukuse tõttu. Gaspar ja Glaeseri (1996) järgi nõuab keerulise informatsiooni analüüsimine silmast-silma kohtumisi ja motiveerib seega erinevate börsiasukohtade rajamist. (Gaspar,

---

<sup>7</sup>Vt. käesoleva töö punkt 1.2.1.



Glaeser 1996) Erialakirjanduses on veel leitud, et kapitalivoogude barjäärid ja riski hinna erinevus turgude lõikes on takistuseks igasugusele integratsioonile. (Hasan, Malkamäki 2001: 2340) Seega ei suuda börside koondumised arvatavasti ikkagi tagada absoluutselt ühtse turu kujunemist või kulude ühtlustamist, mistõttu ei kaalu vähesed positiivsed efektid üles võimalikku turgu kahjustavat mõju ja konkurentsiprobleeme.

Börside koondumiste kahjuks räägib ka asjaolu, et tehnoloogiline areng on vähendanud nii turule sisenemise kulusid kui ka informatsioonikulusid, tuues kaasa üha suurema konkurentsi börside vahel. (Hasan ja Malkamäki 2001, 2340) Tugev konkurents suurendab üldist heaolu, tekitades börsides soovi otsida innovaatilisi lahendusi ja parandada nende poolt pakutavate teenuste kvaliteeti.

Lisaks ei too koondumine Pagano (1989) uurimuse järgi tingimata kaasa turu likviidsuse suurenemist. Nimetatud uurimuse kohaselt toimub turgude paljususe puhul kauplejate loomulik jagunemine turgudel – võrdlemisi väiksed ettevõtted kauplevad ühel turul ja suuremad ettevõtted teisel turul, garanteerides seeläbi turu ühetaolisuse ja likviidsuse. (Pagano 1989: 268)

Börside koondumise negatiivse mõjuna võib välja tuua veel ristnoteerimise kadumise selle algupärase mõttes. Ristnoteerimine suurendab tugevat konkurentsi börside vahel, kui võrd börsiettevõtte omab võimu valida erinevate börside vahel. Börside huviks oleks vähendada börsiettevõtete taolist võimu koondumise kaudu, kuna sellisel juhul on ettevõtted isegi ristnoteerimise puhul seotud ühe konkreetse väärtpaberituruga ning neil puudub võim survestada börside käitumist. Samas on ristnoteerimine ja selle mõjud erialakirjanduses saanud valdavalt positiivse hinnangu. Näiteks on ristnoteerimise kasuteguriteks muu hulgas kapitali väiksem maksumus (Hail, Leuz, 2004; Errunza, Miller, 2000; Foerster, Karoly, 1999, 1993), aktsiate likviidsuse suurenemine (Berkman, Nguyen, 2010; Frijns *et al.* 2010; Visaltanachoti Yang, 2010; Silva, Chavez, 2008; Fanto, Karmel, 1997; Mittoo, 1992), firmade kõrgem väärtus (Doidge *et al.* 2004; Claessens *et al.* 1999), madalamad eratulud (Dyck, Zingales, 2004; Nenova, 1999) ja väiksem omandi konsentratsioon ja kontroll (Ayyagari, Doidge, 2010; Doidge, 2004; Claessens *et al.* 2000). (Amira, Muzere 2011: 2355)

Börside koondumiste peamiseks ohumärgiks on siiski üldise toimiva konkurentsi vähenemine turul. Nimelt on väärtpaberiturgude tõusvaks trendiks juba aastaid olnud börside ümberkujundamine erakapitalil põhinevateks piiratud vastutusega ettevõteteks (aktsiaseltsideks) ja börside eneste noteerimine väärtpaberiturgudel, s.t börsid on muutunud ühtsetest organisatsioonidest kasumile orienteeritud organisatsioonideks, mille omanikeks on aktsionärid, ja seejärel avalikult börsil noteeritud ettevõteteks. (Amira, Muzere 2011: 2355) Otchere ja Abou-Zeid uurisid börside aktsiaseltsideks ümberkujundamise ja noteerimise mõjusid Austraalia Börsi (*ASX – Australian Stock Exchange*) näitel. Uurimuse tulemusena selgus, et pärast ümberkujundamist suurenes börsi kasumlikkus märkimisväärselt ning suurenes välisinvestorite osakaal. Lisaks vähenes ostu- ja müügihinna erinevus. Otchere ja Abou-Zeid asusid seisukohale, et ümberkujundamisest võitsid nii börs ise kui aktsionärid, parandas ümberkujundamine ka üldist olukorda turul, kuivõrd konkurents ja tehnoloogilised eelised on vähendanud börside noteerimise tasusid ja kulusid. (Otchere, Abou-Zied 2008: 523) Eeltoodu näitab, et konkurents börside vahel on toimiv ning tänu ümberkujundamisele ja noteerimisele võivad börside konkurentsisist nii väärtpaberiturud ise kui ka investorid ja ettevõtted. Puudub vajadus toimiva konkurentsi kahjustamiseks laialdaste koondumiste innustamisega.

Huvitava järelduseni, mis ühtlasi kinnitab laialdaste börside koondumiste vajaduse puudumist, jõudsid oma uurimuses Amira ja Muzere (2011). Nimelt nähtub nende uurimusest, et börsid on alandanud noteerimistasusid ja börsi liikmelisuse standardeid eesmärgiga suurendada tulusid ja kasumit. Paraku ilmneb uurimusest tõsiasi, et suure kasvupotentsiaaliga ettevõtted eelistavad samas börse, mille listimise standardid on kõrgemad, mistõttu ei kannata kõrgemate noteerimistasudega börsid ikkagi kasumis. (Amira, Muzere 2011: 2369) Eeltoodust võib järeldada, et tugevaimad ettevõtted eelistavad likviidsemaid börse, eristades neid muu hulgas kõrgemate noteerimise standardite alusel. Börside üha laialdasemal koondumisel kaob börside vaheline konkurents noteerimistasude osas ning noteerimistasude standard ei pruugi enam peegeldada niivõrd börsi likviidsust kuivõrd börsi kasumile orienteeritust, vähendades seeläbi investorite ja ettevõtete heaolu ning ootusi börside osas.

Eeltoodut kinnitab Santose ja Scheinkmani uurimus (2001). Santos ja Scheinkman uurisid, kas konkurents börside vahel toob kaasa liialt madalad standardid. Teadlased tõstasid hüpoteesi, et tehingute arvu suurendamiseks ja investorite ligitõmbamiseks alandavad börsid kauplemise reegleid kriitilise piirini, tekitades ohu, et liialt väikeste tagatistega pääsetakse börsile. (Santos, Scheinckman 2001: 1027) Käesoleva magistritöö valguses on oluliseks Santose ja Scheinkmani järeldus, et börside konkurents viib üksnes piiratud efektiivse lahenduseni. Nimelt leidsid Santos ja Scheinkman oma töös, et monopoolses seisundis väärtpaberiturg nõuaks börsi liikmeks astumisel madalamaid garantiisid kui börsid tiheda konkurentsi korral, sest monopoolses seisundis börs üritaks oma likviidsust ohvriks tuues kasvatada kasumi teenimise eesmärgil börsil kauplevate ettevõtete ja investorite arvu. Santos ja Scheinkman rõhutasid, et leviv arusaam nagu tooks börside vaheline konkurents kaasa standardite alanemise, ei saanud nende uurimuse raames vähemasti kinnitust, pigem vastupidi. (Santos, Scheinckman 2001: 1050) Seega on üldisele konkurentsiolukorrale ja börside likviidsusele ohtlik pigem börside koondumine kui börside vaheline tugev konkurents.

Erinevate argumentide valguses on selge, et börside koondumisi tuleb kontrollida sama tähelepanuga kui mistahes teiste äriühingute koondumisi, pidades silmas võimalikke konkurentsiprobleeme ja koondumisega kaasnevaid mõjusid. Seda enam, et Clyde ja Reitzes, kes küll tõid oma uurimuses välja võimalikke turgu valitseva positsiooni positiivseid mõjusid, asusid kokkuvõtvale seisukohale, et reeglina tähendab tootmismahu vähendamise või hindade tõstmise suur tõenäosus turgu valitseva seisundi tekkimise puhul sotsiaalselt siiski mittekasulikku lahendust. (Clyde, Reitzes 2004: 70)

Börside vaheline konkurents omab positiivseid külgi väärtpaberiturgude toimimisele ning üksnes transaktsioonikulude vähenemisega ei saa õigustada monopoolsete seisundite kujunemist erinevates piirkondades. Börsil noteeritud ettevõtete kõrge hindamine turul ja börsil kauplemine kui märk kõrgest standardist eeldab börside kõrge likviidsuse ja seega ka tugeva konkurentsi säilimist. Käesolevaks ajaks läbiviidud börside koondumine end paraku täies ulatuses õigustanud ei ole.

## 1.3. Väärtpaberibörside juriidilise koondumiste kontrolli alused

### 1.3.1. Koondumiste kontrolli olulisus

Vajadus koondumiste kontrollimise järele tuleneb tänapäeva ühiskonna juhtimissüsteemist, mille otstarve on ikka mitmekesisemaks muutuva ühiskondlikult soovitava koostöö toetamine ja ebasoovitava koostöö tõkestamine. (Homann, Suchanek 2009: 203) Seetõttu on äriühingute koondumised allutatud õiguslikele regulatsioonidele ja erinevate konkurentsioorganite kontrollile.

Ettevõtetevahelised koondumised, sh väärtpaberibörside vahelised koondumised avaldavad tahes-tahmata mõju konkurentsiolekorrale asjaomasel turul. Enamasti eeldatakse õiguslikus lähenemises, et koondumine avaldab tõhusa konkurentsi toimimisele negatiivset mõju. (Russo, *et al.* 2010: 312) Nii on mõistetav, et pikka aega suhtuti ettevõtete horisontaalsetesse koondumistesse äärmiselt negatiivselt. Alles alates 1980ndatest aastatest on tänu konservatiivsemale kohtupidamisele ja majandusliku hindamise suurenenud rollile muutunud konkurentsipoliitika koondumiste osas tunduvalt liberaalsemaks. (Whinston 2006: 58) Mõistetakse, et ettevõtete koondumine võib tuua kaasa kaalukaid hüvesid, olles sageli loomulik osa tööstuse arengust. (Russo, *et al.* 2010: 312)

Olulist tähendust koondumiste hindamisel omavad erinevad majanduspoliitilised koolkonnad, mis on avaldanud tugevat mõju ettevõtete koondumisse suhtumise kujunemisel. Nimelt hõlmavad konkurentsideaalid paratamatult majanduspoliitilisi eesmärke, ettekujutusi optimaalsetest konkurentsiprotsessidest ja neid kujundavast korraldusest. Tulenevalt erinevatest väärtushinnangutest ja konkurentsiooriatest ei vii nad sugugi alati ühesuguste poliitiliste soovitusteni. Enim tuntud on Ameerika Ühendriikidest pärit Harvardi ja Chicago koolkonnad. Neist esimene tugineb nn struktuur-käitumine-tulemus (*Structure Conduct Performance Paradigm – SCPP*) paradigmale ja otsib turu parima tulemuse (sortiment, hinnad, kvaliteet jne) saavutamiseks sobivat turu struktuuri (positiivset ideaali). Seejuures rõhutab ta põhjuslikku seost alt üles. Chicago koolkond seevastu rõhutab turuprotsesside avatust ning peab esmatähtsaks konkurentsivabaduse

tagamist, eelkõige turule sisenemisel ja sealt väljumisel. Ta tõstab esile tagasisidet turu tulemuste ja turu struktuuri vahel ning loodab rohkem turu iseregulatsioonile. (Sepp 2011: 8) Chicago koolkonda iseloomustab lausa antisümpaatia valitsuse turumajandusse sekkumise vastu. (Godek 1998: 263)

Börside integratsioon on näiliselt sattunud eelnimetatud koolkondade tõekspidamiste vahepeale. Ühelt poolt üritatakse innustada börside integreerumist ja käitumist võimalikult vabade ettevõtetenä, lootes seeläbi börsidel kauplemise efektiivsuse tõstmisele, kuid teiselt poolt nenditakse vajadust börside tegevuse kontrollimiseks, kuna börsid mängivad olulist rolli majandusstabiilsuse tagamises tervikuna. Samas võibki laias plaanis parim lahendus peituda eelnimetatud koolkondade majanduspoliitiliste tõekspidamiste vahepeal. Seda seetõttu, et tänapäevaste arusaamade kohaselt on horisontaalsete koondumiste hindamise juures keskseks probleemiks vajadus tasakaalustada omavahel konkurentsi kahjustavad tagajärjed ja võimalikud koondumisega kaasnevad majanduslikud kasutegurid. Sellist kompromissilikku (*trade-off*) lähenemist kirjeldas majanduskirjanduses esimesena Oliver. E. Williamson. (Whinston 2006: 58)

Oma artiklis „*Economies as an Antitrust defense: The Welfare Tradeoff's*“ leidis O.E. Williamson, et koondumiste puhul, millega ühelt poolt kaasnevad konkurentsi kahjustavad tagajärjed ja teiselt poolt majanduslikult kasulikud tagajärjed, tuleks kaaluda majandusliku tõhususe kaitse (*efficiency defense*) kohaldamist. (Williamson 1968: 33) Seetõttu tuleb börside koondumise puhul, nagu ka teiste ettevõtete koondumiste puhul, analüüsida konkreetse koondumise tagajärgi ning võimalikku kasu ühiskonna jaoks.

Majandusteaduslikult peab koondumiste kontrollimine ettevõtete väliskasvu järelevalve kaudu kindlustama konkurentse turustruktuuri. Seejuures tuleb tähelepanu pöörata jällegi Harvardi ja Chicago koolkonna eriarvamustele koondumiste lubatavuse küsimuses. Kuna Harvardi koolkond lähtub struktuur-käitumine-tulemus paradigmat, leitakse, et olulisim on turustruktuuri säilitamine ja seega on horisontaalsed koondumised konkurentstile valdavalt negatiivse mõjuga. Chicago koolkonna arvates on horisontaalsete koondumiste puhul avatud turul tegemist hoopis kulu- ja efektiivsuseeliste otsimise põhimõtteliselt sobiva ja seega lubatava vahendiga.

Horisontaalsete koondumiste keelamine peaks tulema kõne alla üksnes juhul, kui tulemuseks on väga kõrge kontsentratsioon ja kulusäästu puudumine. (Sepp 2004: 10) Kui veel võtta arvesse Williamsoni kompromissi-teooriat, tuleb selgitada, kas börside koondumisega kaasneb sedavõrd vähe majanduslikke kasutegureid, et tuleks lähtuda pigem turukontsentratsiooni piiramise eesmärgist (Harvardi koolkond) või kaasneb börside koondumisega hoopis sedavõrd palju kasutegureid, et pigem tuleks börside koondumisi aktsepteerida (Chicago koolkond).

Esiteks kuulub juriidiliste küsimuste alla, milline konkurentsioiguse regulatsioon konkreetse koondumise puhul üleüldse kohaldub. Kui koondumisega kaasnevad piiriülesed efektid, nagu see börside koondumise puhul sageli on, ei pruugi selge olla, millisele riiklikule või riigiülesele konkurentsioiguse regulatsioonile koondumise kontrollimine allub. (Möllers, Heinemann 2007: 652) Teiseks tuleb kehtestada konkreetset reeglid koondumise mõjude hindamiseks, et tagada regulatsiooni õigusselgus ja õiguskindlus ettevõtete, s.t koondumise osaliste jaoks.

Kuna majandusteaduses eksisteerivad erinevad seisukohad koondumiste lubatavuse osas, on teoreetiliste eriarvamuste taustal kujunenud erinevaks ka praktiline koondumiskontroll. Euroopa praktika kaldus pikka aega Harvardi koolkonna turu struktuuri tähtsustamise suunas *per se*, USAs seevastu rõhutati struktuurimuutuste reaalse heaoluefektide selgitamist. (Sepp 2011: 12) Chicago koolkonna vaimus üritavad õiguslikud regulatsioonid maksimaalse ulatuseni usaldada, et konkurents ise viib parimate majanduslike lahendusteni, mistõttu ei ürita koondumisi reguleeriv õigus defineerida või luua kõige efektiivsemat äristruktuuri, vaid üritab üksnes selgitada, kas konkreetne koondumine võib konkurentsile kahjustada. (Baker, Bresnahan 2008: 3) Nii ongi kujunenud, et konkurentsile kahjustavate mõjude hindamisel lähtutakse samaaegselt nii turustruktuuri muutuste hindamisest, nagu pooldas Harvardi koolkond, kui ka majanduslikest argumentidest ja reaalsest mõjust konkurentsile eelkõige koondumise mõjudest turu struktuurile, mida toetas Chicago koolkond.

Koondumise mõju hindamiseks ei piisa seetõttu üksnes juriidilistest reeglistikest, vaid analüüsida tuleb ka majanduslikke argumente. Seega on konkurentsioiguse peamiseks eesmärgiks tagada majanduslikke huve silmas pidades konkurentsile toimimine turul ja allutada seaduse kontrollile olukorrad, mis võivad seda takistada. Eraldiseisvalt võib

tõhusa konkurentsi tagamise eesmärkidena veel välja tuua majandusliku jõu koondumise vältimine, kasumi jaotamine ja jõukuse õiglasem jaotamine, tarbijate kaitsmine, ühendatud turgude loomine ja kunstlike turubarjääride tekkimise vältimine. (Rodger, Macculloch 2009: 16-20) Kuivõrd majandus- ja õigusteadus on konkurentsiõiguses omavahel tugevasti integreeritud, lähtutakse Euroopa Liidus konkurentsiõiguslike reeglite kehtestamisel üha enam majandusteaduslikest hinnangutest<sup>8</sup>. (Russo *et al.* 2010: 4-5)

Majanduse teatud majandusteoreetiline ja -poliitiline positsioon peegeldub Euroopa Liidu õigusaktides. Euroopa Liidu toimimise lepingu (edaspidi – ELTL) artikkel 3 lg 3 järgi on Euroopa Liidu eesmärgiks luua tugeva konkurentsiga sotsiaalne turumajandus.<sup>9</sup> Sätet selgitatakse eraldi ELTL juurde käivas protokollis nr 27, mille kohaselt hõlmab Euroopa Liidu toimimise lepingu artiklis 3 määratletud siseturg süsteemi, mis tagab, et konkurentsi siseturul ei kahjustata. Euroopa Liidu nõukogu kehtestas, tuginedes Euroopa Ühenduse asutamislepingu artiklile 83 (praegune ELTL artikkel 103) kontrolli ettevõtete koondumise üle esiti määrusega nr 4064/89 (edaspidi – Määrus 4064/89) ja uuendatud variandis määrusega nr 139/2004 (edaspidi – Määrus 139/2004), mille artikli 2(3) järgi kuulutatakse ühisturuga kokkusobimatuks koondumine, mis eelkõige turgu valitseva seisundi tekitamise või tugevdamise kaudu takistaks märkimisväärselt konkurentsi ühisturul või selle olulises osas. Määruse 139/2004 rakendamise lihtsustamiseks võeti 2004. aastal vastu horisontaalsete ühinemiste hindamise suunised (edaspidi – Suunised).

Enne eelnimetatud õigusaktide kehtestamist keelati ühisturuga sobimatuid koondumisi, tuginedes Euroopa Ühenduse asutamislepingu artiklile 82 (praegune ELTL artikkel 102), kuid juba siis joonistusid välja peamised koondumiste kontrollimise ja keelamise aluseks olevad kriteeriumid. Esimest korda rakendas Euroopa Komisjon koondumise kontrolli ELTL artikkel 102 alusel kaasuses *Continental Can*. Nimetatud kaasuses leidis

---

<sup>8</sup> Euroopa Liidu Komisjoni juurde on loodud DG Comp (the Commission Directorate-General for Competition), mida nõustavad majandusteadlased ja mis nõustab koondumiste kontrolli läbiviimisel Komisjoni.

<sup>9</sup> Euroopa Liidu toimimise leping, artikkel 3 lg 3: „*The Union shall establish an internal market. It shall work for the sustainable development of Europe based on balanced economic growth and price stability, a highly competitive social market economy, aiming at full employment and social progress, and a high level of protection and improvement of the quality of the environment. It shall promote scientific and technological advance.*“

Komisjon, et turgu valitseva seisundi tekitamine või tugevdamine koondumise kaudu võib olla vastuolus konkurentsioiguslike eesmärkidega. (Continental Can 1972) Põhimõte leidis kinnitust juba Määruses 4064/89. (Russo, *et al.* 2010: 313) Selleks, et ettevõtetal oleks selgus selles osas, kas koondumine kuulub kontrollimisele Määruse 139/2004 alusel, on koondumise kontroll käesoleval hetkel seotud koondumise osaliste käivetega. Määruse 139/2004 järgi alluvad Euroopa Liidus koondumise kontrollile kõik ühenduse seisukohalt olulised koondumised, mille osaliste käibed ületavad määruses kehtestatud alampiire ja kus toimub püsiv kontrolli üleminek.

Koondumiste kontrollil on USA-s tunduvalt pikem ajalugu kui Euroopa Liidus. Juba 1914. aastal võttis USA Kongress vastu Clayton'i seaduse (*Clayton Act*), mille 7. peatükis keelati igasugune aktsiate ülevõtmine, mis kahjustaks oluliselt konkurentsi või tekitaks monopoli. Kuigi Clayton'i seaduse 7. peatükk erineb mõneti Määruses 139/2004 sätestatust, leitakse erialakirjanduses, et erinevused ei ole sisulised. (Broder 2010: 112) USA justiitsministeerium (*the DOJ – the United States Department of Justice*) ja Föderaalne Kaubanduse Komisjon (*FTC – Federal Trade Commission*) on analoogselt Euroopa Liidus kehtivatele Suunistele andnud välja koondumiste kontrolli läbiviimist selgitavad juhised – *Horizontal Merger Guidelines* (edaspidi – *US Merger Guidelines*).

*US Merger Guidelines* teises peatükis loetletakse erinevaid asjaolusid, mis võivad viidata koondumise negatiivsetele mõjudele ja millede esinemisel tuleb koondumise osas viia läbi kontroll, muu hulgas on sellisteks asjaoludeks turuosade suurus ja turu koondumisaste, kogemus varasemate koondumistega, koondumise osaliste omavaheline varasem konkurents jne.

Eeltoodust nähtub, et nii Euroopa Liidus kui USA-s rakendatava koondumise kontrolli eesmärgiks on tuvastada konkreetse koondumise tõenäoline mõju konkurentsile turul ja keelata koondumine, mis asjaolusid arvestades on konkurentsi liialt kahjustav. Börside piiriülesed koondumised on oma suure ulatuse tõttu reeglina nii Määruse 139/2004 kui *US Merger Guidelines* mõttes konkurentsi potentsiaalselt kahjustavad koondumised ning alluvad koondumise kontrollile.



Koondumise kontroll viiakse läbi, analüüsides võimalikke konkurentsikahjustavaid mõjusid ning andes hinnang koondumise lubatavusele. Horisontaalsete koondumiste puhul eristatakse kaht tüüpi konkurentsikahjustavaid mõjusid: kooskõlastamata ja kooskõlastatud mõjusid. (Russo, *et al.* 2010: 312) Suuniste punkti 22 (a) kohaselt on avaldab koondumine konkurentsile kooskõlastamata mõju, kui koondumine kõrvaldab olulised konkurentsipiirangud ühelt või mitmelt äriühingult, ilma et äriühingud oma käitumisreegleid omavahel kooskõlastaksid. Selliseks mõjuks on näiteks turuosa suurenemine erinevatel ettevõtetel koondumise tõttu. Kooskõlastatud mõju kaasneb koondumisega Suuniste punkti 22(b) järgi juhul, kui äriühingud koondumise järgselt kooskõlastavad omavahel käitumisreegleid, kahjustades seeläbi oluliselt konkurentsi. Kooskõlastatud mõjuks võib olla mistahes kaupade ja teenuste hinna või turuosa omavaheline kooskõlastamine.

Juriidiliselt võib mõjude hindamine viia lausa vastuoluliste tulemusteni. Nimelt keskendub USA koondumiste kontroll eelkõige kooskõlastamata mõjude uurimisele, sh turuosade suuruste muutumisest tulenevate mõjude hindamisele. EL on oma koondumiste kontrolli vastupidiselt USA-le ehitanud üles turgu valitsevast seisundist, sh kollektiivsest turgu valitsevast seisundist tulenevate mõjude, s.t vaikiva koostöö ja koondumise kooskõlastatud mõjude hindamisele. (Lyons 2009: 313) Selline juriidilise taustsüsteemi erinevus võib kaasa tuua ühele koondumisele erinevate hinnangute andmise. Seetõttu on oluline analüüsida koondumise lubatavust majanduslikest aspektidest lähtudes ja nii kooskõlastamata kui kooskõlastatud mõjusid hinnates. Seda enam, et empiiriline uurimus koondumiste *ex post* mõjude, sh koondumisega kaasnenud kasumlikkuse ning müügi ja turuosa muutumise kohta näitas, et koondumise majanduslik mõju varieerub erinevate kaasuste lõikes märkimisväärselt. (Gugler, *et al.* 2003: 651)

Euroopa Liidus koondumiste kontrollis pööratakse üha suuremat tähelepanu juhtumipõhisele kontrollile ja majanduslike argumentide hindamisele. Nii Määrus 139/2004 kui ka Suunised peegeldavad nii õigusliku kui majandusliku mõtlemise arengut koondumiste osas. Tähelepanu on hakatud pöörama tasakaalujõudude (klientide ja pakkujate kauplemisjõududele) olulisusele, potentsiaalsele konkurentsile ja turgude tõenäolisele arengule tulevikus, arvestades turuosasid, mis koondumise osalised

hõivaksid, kui koondumine lubataks. Samas, kui tõusetub kahtlus koondumise konkurentsi kahjustava mõju osas, annavad Suunised koondumise osalistele võimaluse esitada koondumisega kaasnevatele hüvedele tuginevaid vastuargumente. (Russo, *et al.* 2010: 313)

Lisaks on Määruse 139/2004 rakendamiseks võetud kasutusele SIEC test (*significantly impede effective competition test*).<sup>10</sup> Nimetatud testi kohaselt ei anna Komisjon luba ühelegi koondumisele, mis võivad märkimisväärselt takistada tõhusat konkurentsi ühisturul või selle olulises osas. (Russo, *et al.* 2010: 313)

Börside koondumine kujutab endast äärmiselt suurte käivetega äriühingute tegevuse ühendamist ühel või teisel moel. Erialakirjanduses on leitud, et börside koondumine suurendab paratamatult koondumisastet asjaomasel kahepoolisel turul, mõjutades nii kauplemiseks avatud turu suurust kui ka turulesisenemise võimaluste hulka. (Alexandrov, Deltas, Spulber 2011: 785) Arvestades, et koondumisastme suurenemine oli koondumiste nii kooskõlastamata kui kooskõlastatud mõjude hindamisel üheks märgiks konkurentsi kahjustamise kohta, allub börside koondumine õiguslikule kontrollile nii Euroopa Liidu kui USA õigusaktide järgi.

Kuivõrd käesoleva magistr töö eesmärgiks on analüüsida börside koondumise üldist lubatavust ja konkurentsi problemaatikat, pidades silmas eelkõige Euroopa Liidus ja USA-s kehtivaid koondumiste kontrolli põhimõtteid, tuleb esiteks selgitada, mis on börside koondumisel asjaomaseks toote ja geograafiliseks turuks, ning teiseks tuvastada börside koondumist mõjutavad konkurentsijõud.<sup>11</sup>

### **1.3.2. Asjaomane turg väärtpaberibörside koondumiste kontrollis**

Asjaomase turu defineerimine on sageli kõige kriitilisem küsimus turujõu ja äritegevuse võimalike konkurentsi kahjustavate mõjude hindamisel. (Baker 2007: 129) Seda

---

<sup>10</sup> Määrus 139/2004 (5): „[...] Community law must therefore include provisions governing those concentrations which may significantly impede effective competition in the common market or in a substantial part of it.“

Suunised (1): „[...]For that purpose, the Commission must assess, pursuant to Article 2(2) and (3), whether or not a concentration would significantly impede effective competition, in particular as a result of the creation or strengthening of a dominant position, in the common market or a substantial part of it.“

<sup>11</sup> Märkus. Suuniste punkti 10 kohaselt hõlmab Komisjoni poolt läbiviidav koondumise kontroll tavaliselt 1) asjaomase toote ja geograafilise turu määratlemist ja 2) koondumise konkurentsijõu hindamist.

seetõttu, et asjaomase tooteturu ja geograafilise turu definitsioonid kujutavad mõlemad endast sisuliselt nende konkurentsijõudude, mille mõjualas on koondumise osalised, identifitseerimist. Tulemuseks on see, et koondumise konkurentsimoju hinnang on suuresti määratud juba sellega, kuidas määratleti asjaomast turgu. (Navarro, *et al.* 2005: 87) Seda seetõttu, et asjaomase turu kaudu identifitseeritakse näiteks konkurentide hulk, tarbijate mõjuvõimu suurus jne. Kui turg on ebaõigesti määratletud, võib see kaasa tuua konkurentsimoju ebaõige hindamise, s.h konkurentsi üle- või alahindamise kaudu. Seega on väga oluline börside koondumise mõju uurimisel määratleda võimalikult täpselt asjaomane turg.

Börside koondumise puhul tuleb asjaomase turu määramiseks kõigepealt selgitada, mis on börs ning mis on börsi poolt potentsiaalselt eristatavad tooted/teenused. Di Noia on leidnud, et börsi võib defineerida vähemalt kolmel viisil: börs kui turg; börs kui äriühing; ja börs kui vahendaja. (Di Noia 2001: 47) Domowitz defineeris börsi väga paljude omaduste kaudu, rõhutades muu hulgas, et börs on kauplemissüsteem, mis peab andma kasutusse kauplemiseks vajalikud vahendid; edastama hinnainformatsiooni regulaarselt ja jätkuvalt ning tsentraliseerima kauplemise tehingute läbiviimiseks. Kõige olulisemana tõi Domowitz välja, et börs peab süsteemireeglite kaudu tagama oma likviidsuse selles mõttes, et regulaarselt oleks ostu ja müügi hinnapakkumisi ning et nii ostjatel kui müüjatel oleks mõistlik ootus, et nad saavad oma tellimusi sellistel hinnapakkumistel ka täita. (Domowitz 1996) Eeltoodust tuleneb, et börs on eelkõige küll kauplemisteenuste vahendaja, kuid oma funktsiooni täites peab börs suutma tagada oma likviidsuse ja usaldusväarsuse äriühinguna.

Asjaomane turg, kus börs äriühinguna tegutseb, tuleb määratleda eelkõige börsi poolt pakutavate toodete/teenuste kaudu. Di Noia leiab, et börsid saavad müüa erinevaid teenuseid: noteerimise teenust, kauplemise teenust, tehingute tegemise teenust, ja hinnast informeerimise teenust. (Di Noia 2001: 48)

Euroopa Liidus on asjaomane turg defineeritud Euroopa Komisjoni teatises asjaomase turu mõiste kohta ühenduse konkurentsioiguses (97/C 37 2/03) (edaspidi – Asjaomase turu teatis) alljärgnevalt:

- Asjaomane tooteturg hõlmab kõiki neid tooteid ja/või teenuseid, mis tarbijate seisukohast on oma iseloomulike tunnuste, hindade ja otstarbekohase kasutuse põhjal omavahel vahetatavad ja asendatavad.
- Asjaomane geograafiline turg hõlmab konkurentsitingimustelt üsna sarnast ja naaberaladest eelkõige märgatavalt erinevate konkurentsitingimuste tõttu eristatavat ala, kus kõnealused ettevõtted tegelevad kaupade ja teenuste pakkumise ja hankimisega.

Euroopa Liidus kehtiv asjaomase turu definitsioon kannab endas küll võrdlemisi universaalset sisu, kuid piiriüleste, sh mandriüleste börside koondumiste puhul, tuleb arvesse võtta kõigi koondumise osaliste suhtes kohalduvaid õigusregulatsioone.<sup>12</sup>

*US Merger Guidelines* eristab sarnaselt Euroopa Liidu regulatsioonile asjaomast tooteturgu ja asjaomast geograafilist turgu. Nimetatud suunistes on suurt rõhku pandud nõudluse asendatavusele asjaomase tooteturu määramisel. Selline rõhuasetus on arusaadav, arvestades USA kohtute pikaajalist seisukohta et asjaomane turg tuleb defineerida, arvestades nõudluse asendatavust ehk seda millised tooted või geograafilised asukohad oleks ostjate jaoks aktsepteeritavad alternatiividena. (Baker 2007: 130)

Börside asjaomase turu määramine lähtudes tooteturust on esmapilgul suhteliselt lihtne, kuna börsid on tavapäraest äriühingutest selgelt eristuvad ning nende poolt pakutav teenus on väga suuresti seaduses reguleeritud. Näiteks Euroopa Liidu tasandil on väärtpaberiturgude olemus ja eesmärgid suures osas sõnastatud Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiivis 2004/39/EÜ finantsinstrumentide turgude kohta (edaspidi – MiFID)<sup>13</sup>. MiFID artikli 4 punkti 1.14 kohaselt on reguleeritud turg „mitmepoolne süsteem, mida korraldab ja/või juhib turu korraldaja, kes viib kokku või hõlbustab mitmete kolmandate poolte finantsinstrumentide ostu- ja müügihuvide kokkuviiimist süsteemis ja kooskõlas selle mittediskretsionaarsete eeskirjadega, viisil, mille tulemuseks on leping, seoses selle reeglite ja/või süsteemide alusel kauplemisele

<sup>12</sup> Nt kui analüüsida börside ühinemist NYSE ja Deutsche Bourse koondumise raames, siis on relevantseteks õigusaktideks nii *US Merger Guidelines* kui Määrus 139/2004.

<sup>13</sup> Eesti õigusesse on MiFID-s sätestatud eesmärgid integreeritud väärtpaberituru seaduse kaudu.

lubatud finantsinstrumentidega, ja kellele on antud tegevusluba ning kes tegutseb korrapäraselt“.

MiFID mõttes on börs eelkõige süsteem, mitte konkreetset teenust osutav äriühing. Samas ei ole börsi käsitlemine äriühinguna erialakirjanduse järgi välistatud. Mulherin *et al.* (1991) rõhutasid, et väärtpaberiturg ei ole niivõrd turg, vaid pigem äriühing, mis loob turu ja mis omab seega toote hinnainformatsiooni. Börsi saab käsitleda kui ettevõtet, mis pakub mitmetahulist teenust – aktsiate vahetamist, mis koosneb erinevatest elementidest: hinna kujundamisest, lepinguosalise otsimisest, hea vahendusteenuse kindlustamisest ja vahetatud teenuse standardiseerimisest. (Mulherin, Netter, Overdahl 1991) Börside, nii nagu kõigi vahendajate põhipanuseks tuleks lugeda transaktsiooni- ja eelkõige tehingukulude vähendamist. Börside eelis investorilt investorile kauplemise ees seisneb nimelt soovitud tehingute transaktsioonikulude alandamises ja samuti tootlikumas riskidega ümberkäimises. (Homann, Suchanek 2009: 124) Seega võib börse käsitleda äriühingutena ning leida börside koondumise asjaomane turg nende poolt osutatavate teenuste, aktsiatega kauplemise vahendamise identifitseerimise kaudu.

Samas on väärtpaberiturgudele iseloomulikke tehingute vahendamise teenust asunud osutama teisedki ettevõtted, näiteks automaatsed kauplemise süsteemid (*ATS – automated trading systems*) või elektroonilised suhtlemise võrgustikud (*ECN – electronic communication network*). Di Noia on asunud seisukohale, et seetõttu on asjaomase kaubaturu piirid investorite jaoks üha enam ähmastumas: börside vaheline ja börside ning automatiseeritud vahetussüsteemide vaheline konkurents aina intensiivistub. (Di Noia 2001: 43) See tähendab, et geograafiliselt on asjaomast turgu börside koondumisel üha keerulisem kui mitte võimatu hinnata, sest börsid on üha rohkem omavahel võrreldavad ja integreeritumad, ning lisaks on keeruline määratleda ka asjaomast tooteturgu, sest börside poolt osutatavad teenused ei ole enam eksklusiivselt börside pärusmaaks.

Erandina on üksnes börside poolt osutatavaks teenuseks aktsiate noteerimine turul, kuid aktsiate noteerimise teenuse vaatlemine eraldiseisval kaubaturul, võrreldes näiteks kauplemise teenusega, ei pruugi õiguslikus mõttes olla otstarbekas. Nimelt on börside funktsioon siduda omavahel noteeritud ettevõtted ja turul kauplevad investorid ning

koondumise mõju hindamine nende teenuste osas eraldi ei oma lõpptulemuse osas tähtsust. Seda seetõttu, et kui emmal-kummal nimetatud asjaomastest turgudest oleks konkreetsete börside koondumine vastuolus konkurentsireeglitega, ei saaks koondumist lubada isegi hoolimata sellest, et teisel eristataval asjaomasel turul vastuolu reeglitega ei tõusetu. Õiguspraktikas jäetaksegi taolistel juhtudel asjaomane turg määramata – asjaomase turu määramine ei ole oluline, kui konkurentsioiguse rikkumine eksisteeriks või vastupidi, ei eksisteeriks, olenemata asjaomase turu täpsest määratlemisest. (Navarro, *et al.* 2005: 90)

Küll aga on oluline asjaomase turu määramine börside koondumise laiemate majanduslike tagajärgede hindamisel. Nimelt on horisontaalse koondumise puhul majanduslikult relevantseks küsimuseks, kas koonduvate ettevõtete konkurentsi-alased stiimulid muutuvad pärast koondumist. (Baker, Bresnahan 2008: 6) Stiimulite muutumist ei saa kindlaks teha ilma ruumi piiritlemiseta ehk asjaomase turu määramiseta.

Baker ja Bresnahan on välja toonud, et siin eristubki koondumise hindamise õiguslik ja majanduslik dimensioon. Kohtud ei näe asjaomase turu defineerimise seost majandusliku kahjuteooriaga, vaid näevad pigem asjaomase turu defineerimist kui õiguslikku analüütilist meetodit, nagu üht elementi, mida on vaja tõendada konkurentsioigusliku kaasuse lahendamiseks. (Baker, Bresnahan 2008: 7) Selliselt on võimatu teha majandusteaduslikke järeldusi börside koondumise õigustatuse osas.

Lyons on rõhutanud, et asjaomase turu kindlakstegemiseks on oluline mõista nõudluse ristelastsust, s.t et ei olegi oluline jagada tooteid tingimata erinevatele asjaomastele turgudele, vaid tuleb hinnata nõudluse elastsust erinevate toodete vahel. (Lyons 2009, 285) Börside puhul on nõudluse elastsus küll vähesel määral seotud ka teenuse asendatavusega, kuid eelkõige on nõudluse elastsus seotud emitentide ja investorite võimalusega kasutada erinevate börside teenust, mis omakorda on seostatav börside asjaomase geograafilise turuga.

Nimelt on kauplemisplatvormide rahvusvaheline ühtlustamine ja ettevõtete rahvusvahelistumine loonud olukorra, kus väga paljud rahvusvahelised börsiettevõtted on samaaegselt noteeritud mitmel börsil (ristnoteerimine, ingl. k. *cross-listing*) – eriti

kasutatakse taolist lahendust Euroopa ja USA turul tegutsedes. (Amira, Muzere 2011: 2355) See tähendab, et börside koondumise geograafiline asjaomane turg hõlmab väga suuri regioone või põhimõtteliselt lausa kõiki tegutsevaid väärtpaberiturge.

Eeltoodu põhjal tuleb nentida, et börside asjaomane turg hõlmab sisuliselt kõiki väärtpaberiturge ja osaliselt ka börsidele konkurentsi pakkuvaid automaatseid kauplemise süsteeme. Seega tuleb börside koondumise lubatavuse analüüsimisel vaadelda börside turgu võimalikult laialdaselt ning arvestades samas, et asjaomane turg võib oma terviklikkuse tõttu olla konkurentsijõudude mõjude osas seda haavatavam.

### **1.3.3. Väärtpaberibörside koondumise tagajärgedele mõju avaldavad konkurentsijõud**

Käesoleva magistritöö raames on oluline küsimus, kas ja millises ulatuses on turujõudude analüüs kohaldatav börside koondumisele. Fischel ja Grossmann on leidnud juba 1984. aastal, et börsi võib vaadelda kui suurt korporatsiooni, mis võistleb teiste ettevõtetega ja on sunnitud pakkuma parimat võimalikku hinna-koguse-kvaliteedi suhet. (Fischel, Grossman 1984) Arvestades, et praeguseks on eraomandisse kuuluvate börside osakaal, võrreldes 1984. aastaga, märkimisväärselt suurenenud, siis võib asuda seisukohale, et konkurents börside vahel on veelgi suurenenud ning ka börside koondumine tuleks allutada tavapärasele koondumise kontrollile.

Euroopa Liidu koondumise kontroll baseerub suuresti Porteri viie konkurentsijõu teoorial. Porteri järgi rajaneb konkurents viiele jõule: uute konkurentide turule sisenemise oht, klientide kauplemisjõud, pakkujate kauplemisjõud, asenduskaupade olemasolu ja konkurentsi tugevus turulolijate vahel. Tugevaim konkurentsijõud määrab ettevõtte kasumlikkuse ja omab seega ka suurimat tähtsust strateegilistes plaanides. (Porter 1979, 137-138)

Horizontaalsed koondumised toovad kaasa konkurentsivastased kooskõlastamata mõjud, kui koondumise osaline nõuab kõrgemaid hindu, annab väiksemat toodangut või käitub muidu vähem konkureerivalt, ilma et konkurendid teda selliselt käituma sunniks. (Werden, Froeb 2008: 43) Kooskõlastamata mõju analüüsimisel on Euroopa Liidu koondumise kontrollis olulisel kohal järgmised tegurid: ühinevate äriühingute turuosad;

ühinevate äriühingute vaheline konkurents; klientide võimalus tarnijaid vahetada; hindade tõusu mõju pakkumisele; koondumise osaliste võime konkurentide tegutsemist takistada; koondumise võime kõrvaldada oluline konkurentsijõud.<sup>14</sup>

Horisontaalse koondumise kooskõlastamata mõjud tulenevad enamasti konkurentide arvu vähenemisest, mis kaasneb kahe või enama konkurendi äriliste huvide koondamisega. Leitakse, et koondumisega võib kaasneda tarbijate jaoks hindade tõstmine, kuivõrd konkurents on vähenenud või nõrgenenud. Kuigi seos turu kontsentratsiooni ja hinna tõstmise võime vahel ei ole üksühene, võtavad konkurentsiorganid turu koondumisastme muutumist koondumise kontrollimisel tavaliselt arvesse. (Russo, *et al.* 2010: 318)

Horisontaalse koondumise kooskõlastatud mõjud seonduvad äriühingute käitumise kooskõlastamise ja hindade tõstmise tõenäosuse suurenemisega turu koondumisastme muutumise tõttu, ilma et äriühingud sõlmiksid sellekohase kokkuleppe. Nimelt on sellistel juhtudel peamiseks probleemiks, et pärast koondumist allesjäänud konkurentidel on lihtsam oma tegevust kooskõlastada, kas konkurentide vähenemise või varade sümmeetrilisema jaotuse tõttu. Olulisteks faktoriteks, mis lihtsustavad kollisiooni teket, on konkurentide väike arv, turule sisenemise barjäärid, vastastikused aktsiaomandid ja teised seosed konkurentidega, sümmeetria kulustruktuuris, ettevõtete dimensioon ja ülesehitus, toodete homogeensus ja nõrk või puuduv ostujõud. Lisaks aitab kollisiooni tekkimisele kaasa informatsiooni kättesaadavus ja rivaalide strateegiate läbinähtavus. (Russo, *et al.* 2010: 332)

Kooskõlastatud mõju tõenäosuse hindamise kriteeriumid pärinevad *Airtours/First Choice* kaasusest, mida erialakirjanduses loetakse lausa teedrajavaks otsuseks, millest sai alguse majanduslike argumentide hindamise olulisus koondumise mõjude hindamisel. (Lyons 2009: 287) Kaasuses nimetas Üldkohus (*varasema nimega Esimese Astme Kohus*<sup>15</sup>) kooskõlastatud mõjude hindamise kriteeriumid, mille üheaegsel esinemisel saab jaatada konkurentide kahjustavate mõjude ilmumist pärast koondumist: piisav hinna läbipaistvus, et konkurendid on teadlikud hinna muutmisest; konkurentide

---

<sup>14</sup> *Märkus.* Vt Suunised punktid 26 – 38.

<sup>15</sup> Kuni Lissaboni lepingu jõustumiseni 1. detsembril 2009. a kandis Üldkohus (General Court) nimetust Esimese Astme Kohus (the Court of First Instance).



poolne mõjuv vastukäik (karistus); väliste piirangute (uute turuletulijate ohu) puudumine. (Airtours/First Choice 1999)

Eeltoodust tuleneb, et koondumise kontrolli üheks olulisemaks elemendiks on väliste piirangute olemasolu ehk uute konkurentide turule sisenemise ohu olemasolu. Porter rõhutas 2008. aastal avaldatud artiklis, et just uute konkurentide turule sisenemise oht on see, mis piirab ettevõtete tegevust, mitte see, kas uued konkurendid reaalselt turule ka sisenevad. (Porter 2008: 81)

Kui turule sisenemine on uuele ettevõttele liialt kulukas või keeruline, siis on turul tegutsevatel konkurentidel koondumise kaudu lihtne kasvatada oma turuosa ja kahjustada seeläbi ka konkurentsi. Porteri teooria kohaselt sõltub turule sisenemise ohu suurus olemasolevatest turutõketest ja olemasolevate konkurentide reaktsioonist, mida samuti üheks turutõkete liigiks kõrvuti struktuursete e objektiivsete tõketega. Kuueks peamiseks turubarjääriks pidas Porter 1979. aastal mastaabisäästu, toote diferentseerumist, kapitali nõudeid, kulude sõltuvust suurusest, juurdepääsu jaotuskanalitele ja valitsuspoliitikat. (Porter 1979: 138-140) 2008. aastal kohandas Porter turubarjääride nimekirja, lugedes peamiseks seitsmeks turubarjääriks tootjate mastaabisäästu, nõudluse sõltuvust mastaabist, toote asendamise kulusid tarbijate jaoks, kapitalinõudeid, kulude sõltuvust suurusest, juurdepääsu jaotuskanalitele ja valitsuspoliitikat. (Porter 2008: 81-82) Käesoleva magistr töö raames tuleb selgitada, millised eelnimetatud turubarjääridest on uute konkurentide turule sisenemisele takistuseks börside puhul.

Mastaabisääst saaks olla turubarjääriks üksnes juhul, kui börsid tegutseksid mastaabisäästuga. Küsimusele, kas börside näol on tegemist mastaabisäästuga tegutsevate ettevõtetega, on erialakirjanduses korduvalt vastust otsitud. Markku Malkamäki, kes uuris esimesena mastaabisäästu olemasolu börsidel, jõudis järelduseni, et mastaabisääst esineb üksnes väga suuritel väärtpaberiturgudel. (Malkamäki 1999: 24)

Nõudlus börside poolt pakutavate teenuste vastu sõltub suuresti väärtpaberiturgude suurusest. Di Noia käsitlese kohaselt tuleb börse käsitleda kui võrgustikke, mis on seda kasulikumad, mida rohkem on neil kliente. Aktsiaseltsid omakorda tahavad osaleda väärtpaberiturul, kus osalevad teised äriühingud ja eriti seal, kus on palju vahendajad.

Vahendajad tahavad samal ajal samuti tegutseda just turgudel, kus tegutsevad teised vahendajad ja kus on noteeritud rohkem ettevõtteid, olles seeläbi atraktiivsemad oma klientidele. (Di Noia 2001: 41) Seega on nõudluse sõltuvus mastaabist suhteliselt suureks turubarjääriks uute börside turule sisenemisel.

Börside poolt pakutavate teenuste asendamise kulud tarbijate jaoks on samuti suhteliselt suured. Seda seetõttu, et uuel börsil noteerimise või liikmeks astumise tasud nõuavad märkimisväärseid investeringuid. Samas ei ole kasu uute börside poolt liigselt madalate tasude kehtestamisest, sest see võib kaasa tuua börsi likviidsuse vähenemise. Santos ja Scheinckman nimelt leidsid oma uurimuses, et tugeva konkurentsi puhul on börsidel ohtlik kehtestada madalaid standardeid börsil osalemiseks, sest vähelikviidsete börsiliikmete puhul väheneb ka börsi enese likviidsus ning investorid kauplevad mujal või kauplevad lihtsalt vähem. (Santos, Scheinckman 2001: 1030)

Lisaks on tarbijatel keeruline asendada börsi poolt pakutavat teenust muu ettevõtte poolt pakutava teenusega, sest börside poolt pakutav teenus on suhteliselt diferentseeritud. Kuigi kauplemise teenuse pakkumise osas eksisteerib võimalikke alternatiive, siis kombineeritud teenust (äriühingute noteerimine + investoritele kauplemise võimaldamine) pakuvad üksnes börsid.

Kõrge turubarjäärina seavad uute börside asutamisele piiri ka kõrged kapitalinõuded. Näiteks Eestis kehtiva väärtpaberituru seaduse kohaselt peab börsi korraldaja aktsiakapital olema vähemalt 125 000 eurot ning omakapital peab olema vähemalt võrdne summaga, mis on vajalik vastava turu korraldamiseks vajalike viie kuu tegevuskulude katmiseks.<sup>16</sup> Erialakirjanduses avaldatu kohaselt sõltuvad kulud börsi suuruselt. Doede'i (1967) uurimuse järgi vähenevad börside opereerimiskulud tehingute hulga suurenemisel. (Arnold, *et al.* 1999: 1084)

Juurdepäas jaotuskanalitele on börside koondumisel samuti oluliseks turubarjääriks, sest börsidel toimuvaid tehinguid korraldavad arveldusfirmad ja pangad on end sidunud konkreetse börsiga ning uue börsi liikmeks astumiseks puudub enamasti vajadus. Seega peab uus turule siseneda sooviv börs eelnevalt selgitama, kas ja kes on nõus börsi liikmeks astuma ning tehinguid läbi viima.

---

<sup>16</sup> Vt väärtpaberituru seadus § 125 ja § 152.

Valitsusorganite poliitika ei soodusta samuti uute börside teket. Nimelt on poliitika järjepanu soodustanud pigem olemasolevate börside integreerumist ja koondumist eesmärgiga parandada kauplemise efektiivsust ja suurendada investorite aktiivsust. Euroopa Liidus on sellel eesmärgil vastu võetud MiFID – Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv 2004/39/EÜ finantsinstrumentide turgude kohta, mille punktis 2 on märgitud: „Viimastel aastatel on finantsturgudel tegutsema asunud rohkem investoreid ja neile pakutakse veelgi keerukamat ulatuslikku teenuste ja instrumentide valikut. Kõnealuseid arenguid silmas pidades peaks ühendus hõlmama kogu investoritele suunatud tegevust. Selleks on vaja näha ette ühtlustamise tase, mida on vaja investoritele kõrgetasemelise kaitse pakkumiseks ja selleks, et võimaldada investeerimisühingutel osutada päritoluriigi järelevalve all teenuseid kogu ühenduses, mis on ühtne turg. [...]“. Taolise eesmärgi sõnastamisel innustab Euroopa Liit aktsiaturgude integreerumist ja ühtsete kauplemisplatvormide loomist, kuid mitte uute börside turule tulemist. Börside koondumine ei piirdu aga Euroopa Liidu liikmesriikides tegutsevate väärtpaberiturgudega ning üha enam üritavad börsid luua transatlantilisi väärtpaberiturge. Parimaks näiteks on seejuures NYSE ja Euronexti koondumine 2007. aastal ning hiljutine NYSE Euronext ja Deutsche Börse koondumise plaan.

Turule sisenemise ohu osas tuleb märkida kaht olulist asjaolu, esiteks muutub oht tingimuste muutudes, ning teiseks võib konkreetse tööstusharu suure lüli poolt tehtavad strateegilised otsused muuta märkimisväärselt turule sisenemise ohu tingimusi. (Porter 1979: 140) Eelnevast turule sisenemise ohu elementide analüüsimisest ilmnes, et uute börside asutamist takistavad mitmed turubarjäärid. Olemasolevate börside jätkuv koondumine võib siiski tuua kaasa olulisi muutusi uute konkurentide turule sisenemise ohu osas. Näiteks võiks pidada võimalikuks, et börside ulatuslik integreerumine ja konkurentsi vähenemine toob kaasa konkurentsi kahjustamise, mistõttu muudavad valitsusorganid oma senist koondumisi soodustavat poliitikat ja ka investorid, ettevõtted asuvad otsima uusi tehinguplatvorme.

Uute konkurentide turule sisenemise oht ei ole ainsaks börside koondumisega seonduvaks konkurentsijõuks. Lisaks on oluline selgitada, kuidas on jaotatud turujõud börside ja börside teenuste ostjate vahel. Porteri teooria kohaselt on ostjate grupp on mõjukas, kui (Porter 1979: 140-141):

- Ostja on keskendunud ostmisele suurtes kogustes;
- Tooted, mida ostetakse tööstusharult on standardsed või mitte-eristatavad;
- Tooted, mida ostetakse tööstusharult, moodustavad osa nende toodetest ja moodustavad suure osa toote maksumusest;
- Ostja teenib madalat kasumit, mis loob hea eelduse üritada alandada ostukulusid;
- Toote kvaliteet ei ole oluline ostja toodete või teenuste jaoks;
- Toode ei säästa ostja raha;
- Ostjad omavad jõudu hakata ise tootjaks.

Börside teenuste kasutamisel on ostjate turujõud hakanud suurenema tänu ristnoteerimise süsteemile.<sup>17</sup> Nimetatud süsteem on loonud nii ettevõtetele kui investoritele võimaluse kontrollida oma valikuid kauplemisel ja luua endale reaalseid valikuid erinevate börside vahel, mis üksnes ühel börsil kauplemise puhul võimalikud ei olnud. Paraku kaob ristnoteerimise efekt suuresti ära, kui börside koondumise tulemusena on erinevad kauplemisplatvormid ikkagi ühe väärtpaberituru kontrolli all. Klientidel, s.t investoritel ja ettevõtetel, puudub võimalus valida erinevate teenustasudega börside vahel ning valikuid saadakse teha üksnes lähtuvalt sellest, millisel börsi konkreetsel haruturul kaubelda soovitakse.

Seevastu börsid kui pakkujad on Porteri kriteeriumite kohaselt domineerivas rollis. Nimelt on pakkujate grupp mõjukas, kui (Porter 1979: 140):

- Gruppi domineerivad vähesed ettevõtted ja on rohkem kontsentreeritud kui haru, millele oma toodangut müüakse;
- Toode on unikaalne või vähemalt eristatav või see on loonud tarbijate jaoks ümberlülitamise kulud;
- Toodet ei pea ühildama teiste toodetega turul;
- Ta avaldab ohtu integreeruda veelgi tööstusharu äritegevusse;
- Tööstusharu ei ole oluliseks kliendiks mingile teisele pakkujate grupile.

Eelnimetatud kriteeriumid kohalduvad praktiliselt eranditult börsidele. Väärtpaberiturud on üha integreeritumad ning domineerivamad teenuste pakkujad, asudes kauplemisteenuste hierarhia tipus. Börsid ei sõltu teistest tootjatest, kuivõrd börside

---

<sup>17</sup> Vt käesoleva töö punkt 1.1.2.

siseselt töötatakse välja uusi tehnoloogilisi lahendusi ja parendatakse veelgi kauplemisteenuse kvaliteeti (nt NYSE Technologies<sup>18</sup>). Seega on börsid Porteri kriteeriumite järgi mõjukaks pakkujate grupiks.

Eeltoodu põhjal võiks järeldada, et börside koondumine tooks kaasa olemasolevate börside jätkuva tugevnemise ja konkurentsi kahjustamise. Enne taolise järelduse tegemist, tuleb aga relevantse asjaoluna analüüsida, kas börside poolt osutatavatele teenustele eksisteerivad alternatiivid, mis takistaks börsidel turgu valitsevat seisundit kuritarvitada. Nagu eelnevalt märgitud, siis asendavad börside teenuseid teatud ulatuses näiteks automaatsed kauplemise süsteemid (*ATS – automated trading systems*) või elektroonilised suhtlemise võrgustikud (*ECN – electronic communication network*). Paraku ei asenda taolised süsteemid börside teenuseid saajaprotsendiliselt, võimaldamata ettevõtete aktsiate noteerimist turul.

Olulisematest turujõududest tuleb börside koondumise puhul analüüsida, kui tugev on konkurents olemasolevate börside vahel. Tugev konkurents on seotud järgmiste faktoritega (Porter 1979: 142-143):

- Konkurente on palju või nad on suuruselt ja jõult umbkaudu võrdsed;
- Tootmisharu kasv on aeglane, vältides järske turuosa haaramise püüdlusi;
- Toode või teenus ei ole eristatav või puuduvad ümberorganiseerimise kulud;
- Püsikulud on kõrged või toode on kergesti riknev, mis tekitab suure soovi hinda alandada;
- Võimsust on suurendatud suuresammuliselt;
- Väljumisbarjäärid on kõrged;
- Konkurendid on väga erinevate strateegiatega, päritoludega ja iseloomudega.

Börside puhul tuleb tugevat konkurentsi jaatada, kuivõrd käesoleval ajal turul tegutsevad börsid on suurstelt ligikaudselt võrdsed, välja arvatud mõned üksikud väga väiksed börsid arenevatel turgudel (nt Kambodža, Laose ja Mosambiigi börsid). Rahvusvahelisel tasandil tegutsevad börsid on oma võimsust suurendanud suuresammuliselt tehnoloogiliste läbimurrete ja koondumiste kaudu (nt NASDAQ ja NYSE) ning väljumisbarjäärid on samas väga kõrged, tuues kaasa finantsilised

---

<sup>18</sup> NYSE Technologies on NYSE korporatsiooni kuuluv ettevõte, mis tegeleb börside jaoks vajalike tehnoloogiliste lahenduste välja töötamisega (<http://nysetechnologies.nyx.com/>).

probleemid börsil noteeritud ettevõtete ja investorite jaoks. Samal ajal toimib olemasolevate börside vahel tihe konkurents investorite ja paljulubavate ettevõtete pärast.

Seega on börside koondumisega seonduv konkurentsiprobleemaatika väga mitmetahuline, tõstatades küsimusi nii võimalike kooskõlastamata kui kooskõlastatud mõjude osas.

Tuleb märkida, et koondumine võib õiguslikult olla lubatud isegi juhul, kui konkurentsijõudude analüüs tuvastab koondumise kahjustava mõju. Seda kahel juhul – esiteks siis, kui koondumisega kaasnevad olulised kasutegurid tarbijate jaoks (*efficiency gains*)<sup>19</sup>, ja teiseks siis, kui ilma koondumiseta oleks üks koondumise osalistest sunnitud turult nii või teisiti lahkuma (*failing firm defence*)<sup>20</sup>. Samas on viimatinimetatud argumendi kasutamine õiguslikult seotud paljude nüanssidega ning selle alusel koondumise lubamine on seni olnud praktikas pigem erandlik. Seda võiks põhjendada asjaolu, et Euroopa Komisjoni poliitika on keskendunud rohkem tugeva konkurentsiga turgude säilitamisele ja arendamisele. (Navarro, *et al.* 2005: 330) Kasutegurite argumendi kohaldamine on mõnevõrra levinum.

Selleks, et Euroopa Komisjon võtaks arvesse koondumisega kaasnevate kasutegurite argumente ja jõuaks otsuseni, et tänu kasutegurite olemasolule ei ole põhjust lugeda koondumist ühisturuga sobimatuks, peavad kasutegurid üheaegselt soodustama tarbijaid, olema konkreetse koondumise põhised ja olema selgelt fikseeritavad. (Navarro, *et al.* 2005: 334) Suuniste punkt 84 rõhutab, et mida suuremad on potentsiaalsed riskid konkurentsile, seda enam peab Komisjon veenduma, et kasutegurid on tarbijate jaoks tõepoolest olulised, tõenäoliselt realiseeruvad ja ülekantavad ning piisava ulatusega. Punkt lisab veel, et on väga ebatõenäoline, et koondumine, mis viib koondumise osalise turuosa lähedale monopoolsele seisundile, saab lugeda ühisturuga sobivaks põhjusel, et koondumisega kaasnevad kasutegurid kompenseerivad koondumise konkurentsi kahjustava mõju. (Navarro, *et al.* 2005: 335)

---

<sup>19</sup> Vt Suunised VII peatükk.

<sup>20</sup> Vt Suunised VIII peatükk.

Seega on õiguslikult väga ebatõenäoline, et lubatavaks tunnistatakse börside koondumine, mille tulemusena tekib „mammutbörs“, mille turuosa läheneb mingil eristataval geograafilisel turul monopoolsele seisundile. Sellisena võiks vaadelda näiteks NYSE Euronext ja Deutsche Börse kavandatavat koondumist. Samas on börside koondumistele siiani load antud erinevate avalike hüvede ja eesmärkidega seonduvatele argumentidele tuginedes.

Väärtpaberibörside koondumiste hindamisel tuleb seega analüüsida kõikvõimalikke koondumisega kaasnevaid kasutegureid ja võrrelda neid võimalike koondumise konkurentsi kahjustavate mõjudega, et Williamsoni kompromissiteooria kontseptsioonist lähtudes teha rahvamajanduslikult kasulikeim otsus. Siinjuures tuleb silmas pidada börside tegutsemisele mõju avaldavaid konkurentsijõudusid ja nende võimalikku muutumist koondumisejärgselt.

## 2. VÄÄRTPABERIBÖRSIDE KOONDUMISTE EMPIIRILINE ANALÜÜS

### 2.1. Väärtpaberibörside areng, ajalugu ja dünaamika

Väärtpaberibörside ajalugu ulatub mitmesaja-aastatagusesse aega, kuivõrd maailma esimeseks börsiks peetav Amsterdami börs asutati juba 1602. aastal. (Euronext 2012) Börside peamine roll on pika ajaloo kestel jäänud muutumatuks – börside kaudu ühendatakse omavahel ettevõtete ja investorite huvid, saavutades samal ajal tehingute transaktsioonikulude alandamine ning võimaldades tootlikumat ümberkäimist riskidega. (Homann, Suchanek 2009: 124)

Tänapäeva väärtpaberibörsid on tehnoloogiliselt arenenud nii kaugele, et aktsiate või teiste väärtpaberite müümine ja ostmine toimub momentaalselt. Kaks peamist väärtpaberibörside liiki on registreeritud väärtpaberibörsid ja börsideväliste väärtpaberite (*over-the-counter* – OTC) turud. Viimatinimetatud tugrudel toimub kauplemine isiklikult diilerite vahel. (O'Neill Wyss 2001: 3)

Suurimateks väärtpaberibörsideks olid pikka aega NYSE ja NASDAQ. *New York Stock Exchange* (NYSE) ajalugu ulatub 18. sajandisse. NYSE oli pikka aega suletud liikmelisusega klassikaline kauplejaid vahendav börs, millel puudus otseselt kasumi teenimise eesmärk. (NYSE Euronext 2012) NYSE muutumisel kasumile orienteeritud ettevõtteks, pidi börs aga kohanema muutustega suhetes teiste Wall Streeti ettevõtetega, mis varasemalt olid osa vastastikusest struktuurist, kuid mis nüüdseks on samaaegselt nii konkurendid kui kliendid. (Economist 2005) 2006. aastal muutus NYSE täies ulatuses elektrooniliseks ja avalikuks, võttes suuna börsi kui äriühingu kasumi teenimisele ning oma tegevuse laiendamisele. 2007. aastal koonduski NYSE Euroopas tegutseva väärtpaberibörsiga Euronext, luues seeläbi esimese transatlantilise väärtpaberitururu (vt käesoleva töö alapeatükk 2.2.2).



1971. aastal 8. veebruaril alustas tööd maailma esimene elektrooniline väärtpaberiturg – NASDAQ (*The National Association of Securities Dealers Automated Quotations*), kaubeldes 2500 OTC väärtpaberiga. NASDAQ'i asutamine oli kantud NASD (*National Association of Securities Dealers*) ideest luua tehnoloogia, mis võimaldaks investoritel osta ja müüa väärtpabereid arvutiseeritud, läbipaistva ja kiire süsteemi kaudu. 2006. aastal eraldus NASDAQ NASD-st ja hakkas tegutsema riikliku börsina. 2007. aastal toimus koondumine mõjuka Skandinaavia börside kontserniga – OMX-ga ning moodustati The NASDAQ OMX Group. (NASDAQ OMX, 2011b)

NYSE ja NASDAQ'i ajaloo raames ilmneb, et börside arengus on väga olulist rolli mänginud väärtpaberibörside laialdane integratsioon viimastel aastakümnetel. Enne 1980ndate keskpaika ei olnud Euroopas tegutsevad väärtpaberibörsid näinud palju muutusi. Selleks, et vältida Euroopa majanduslikku mahajäämist USA-st ja Jaapanist, algatas Euroopa Komisjon siseturu loomise programmi (*Internal Market*). Nimetatud siseturu saavutamiseks 1985. aastal välja töötatud valges paberis (*White Paper on Completing the Internal Market*) rõhutas Euroopa Komisjon, et siseturu kontseptsioon viitab ka Euroopa väärtpaberituru süsteemi loomisele. (Clausen, Sorensen 2002: 373) Komisjon avaldas: „See töö on töötatud välja eesmärgiga murda barjäärid börside vahel ja luua Ühenduse ulatuses kauplemissüsteem rahvusvahelise tähtsusega väärtpaberite tarbeks.“<sup>21</sup> (Commission 1985)

Väärtpaberibörside harmoniseerimine algas siiski juba 1970.-date lõpus. Esimene direktiiv 1979. aastast koordineeris aktsiate noteerimise tingimusi ametlikel väärtpaberibörsidel.<sup>22</sup> 1980. aastal võeti vastu järgmine direktiiv väärtpaberite noteerimise prospektide kohta, mis koordineeris aktsiate noteerimisel avalikustamisele kuuluvat informatsiooni.<sup>23</sup> Viimase direktiivi asendas 1987. aasta direktiiv, mis tutvustas olulist vastastikuse tunnustamise printsiipi, mis oli kasutusel juba teistes

---

<sup>21</sup>The European Commission: „*This work is designed to break down barriers between stock exchanges and to create a Community-wide trading system for securities of international interest. The aim is to link stock exchanges electronically, so that their members can execute orders on the stock exchanges offering the best conditions to their clients. Such an interlinking would substantially increase the depth and liquidity of Community stock exchange markets, and would permit them to compete more effectively not only with stock exchanges outside the Community but also with unofficial and unsupervised markets within.*“

<sup>22</sup> Directive 79/279/EEC, OJ [1979] L 66/21, amended by Directive 82/148/EEC, OJ [1982] L 62/22.

<sup>23</sup> Directive 80/390/EEC, OJ [1980] L 100/1.

harmoniseerimise valdkondades.<sup>24</sup> Kuigi väärtpaberibörside harmoniseerimise plaan Euroopa piires ei saavutanud 1980.-datel aastatel märkimisväärset edu, on praguseks väärtpaberibörside integreerumine omandanud globaalsed mõõtmed.

Väärtpaberibörside integreerumist puudutav poliitika intensiivistus uuesti 2000.-date aastate alguses. 1999. a avaldas Euroopa Komisjon Finantsteenuste Tegevusplaani (*Action Plan for Financial Services*), kus muu hulgas nähti ette kapitalituru fragmenteerituse elimineerimine, et vähendada Euroopa Liidu turgudel loodava kapitali kulusid. Seetõttu tegi Komisjon Finantsteenuste Tegevusplaanis ettepaneku Investeermisteenuste direktiivi (*Investment Services Directive*), väärtpaberite prospektide ja raamatupidamise direktiivide ning teiste noteeritud aktsiaid puudutavate direktiivide edasiseks harmoniseerimiseks, seades kaugemaks eesmärgiks ühise Euroopa aktsiate turu loomise. Tegevusplaani jõustati Lissabonis Euroopa Liidu Nõukogu poolt märtsis 2000 ja plaani täitmise tähtajaks seati aasta 2005. (Clausen, Sorensen 2002: 378-379)

Lisaks käivitati 2000. aastate alguses Euroopa Liidus Lamfalussy protsess, mille kaudu sooviti parendada finantssektorit reguleerivate Euroopa Liidu õigusnormide ja nende rakendamise kvaliteeti. Nimetatud protsessi raames asutati Tarkade Meeste Komitee (*The Wise Men Committee*), mille ülesandeks oli töötada välja lahendused Euroopa väärtpaberiturgude strateegiliselt efektiivseimaks arendamiseks. Komitee aruandes Euroopa väärtpaberiturgude reguleeritavuse kohta domineeris arusaam, et iga üksik riik peaks keskenduma konkurentsiküsimustele ja eemaldama takistused konsolideerumise teelt.

Praeguseks ongi suurimad väärtpaberibörsid omavahel koondunud ning moodustanud transatlantilised börsid, kuid hiljutine Deutsche Börse ja NYSE Euronext koondumise keelamine Euroopa Komisjoni poolt annab alust järeldusteks, et majanduspoliitilised tõekspidamised börside edasise arengu osas on muutunud. Seetõttu tuleb hinnata, kas ja millises ulatuses on börside senine areng olnud rahvamajanduslikult põhjendatud ning mis peaksid olema edasised majanduspoliitilised suunad.

---

<sup>24</sup> Directive 87/345/EEC, OJ [1987] L 185/81.

## 2.2. Viimastel aastatel toimunud väärtpaberibörside koondumised

### 2.2.1. Euronext N.V. asutamine

Euronext asutati septembris 2000, kui Amsterdami, Brüsseli ja Pariisi väärtpaberibörsid ühendati ühele platvormile ja asutati uus nimetatud börse koondav emaettevõte Euronext N.V. (edaspidi – Euronext) – esimene üle-Euroopaline väärtpaberibörs. 2002. aastal ühines Euronextiga Lissaboni börs (*Bolsa de Valores de Lisboa e Porto*). (Euronext 2012) Alates novembrist 2003 opereerisid Pariisi, Brüsseli, Amsterdami ja Lissaboni börsid ühisel kauplemise platvormil ja ühisel kliiringu platvormil, mis ei olnud omavahel vertikaalselt integreeritud. Tegemist oli olulise muutusega väärtpaberibörside toimimise dünaamikas, kuna enne Euronexti loomist olid nimetatud börsidel eraldiseisvad kauplemise ja kliiringu platvormid igal geograafilisel turul ning igal nimetatud turul olid kauplemise ja kliiringu funktsioonid omakorda vertikaalselt integreeritud. (Pagano, Padilla 2005: 11)

Euronexti loomise õigustuseks toodi erinevaid argumente. Kui 20. märtsil 2000. a teatati, et Amsterdami, Brüsseli ja Pariisi börsid plaanivad koonduda, olid enamik koondumise väljakuulutatud eesmärkidest sõnastatud üsna üldiselt, viidates investorite, emitentide, võlausaldajate ja Euroopa kapitalituru jaoks üldiselt kaasnevatele kasuteguritele. Mõned vähem udused eesmärgid hõlmasid turuosaliste jaoks kulude vähendamist, rohkemate välisettevõtete jaoks ahvatlemaks muutumist, rohkemate investeerimisvõimaluste pakkumist ja likviidsuse suurenemist. (Nielsson 2009: 237-238) Rõhudes koondumisega kaasnevatele kasuteguritele, välditi selgelt konkurentsiolukorra muutumise küsimust. Käesoleva magistr töö raames on oluliseks leida vastus, millises ulatuses ja kas eelnimetatud eesmärgid Euronexti asutamisega ka täideti.

Ulf Nielsson on analüüsinud Euronexti asutamise mõju koondumise osalisteks olnud börsidel, s.t Amsterdami, Brüsseli, Lissaboni ja Pariisi börsidel emiteeritud äriühingutele. Nielsson uuris, kuidas mõjutab koondumine konkurentsi Euroopas asuvate naaberbörside suhtes, võttes arvesse ettevõtte suurust, tootmisvaldkonda,

asukohta ja teisi karakteristikuid. (Nielsson 2009: 229) M. Pagano ja A. Jorge Padilla uurisid Euronexti nõukogu tellimisel Euronexti asutamise tulemuslikkust eesmärgiga selgitada, kas edasine integreerumine teiste väärtpapieribörsidega võiks olla põhjendatud. (Pagano, Padilla 2005)

Eelnimetatud uurimustes toodud andmetestvõib järeldada, et Euronexti asutamine suurendas oluliselt koondumise osalistest väärtpapieribörside likviidsust. Likviidsuse suurenemine väljendub esiteks koondumisejärgses tehingukasude vähenemises (vt Tabel 1), mis vastavalt erinevatele uurimustele on üks indikaator väärtpapieribörsi likviidsuse suurenemise kohta (Nielsson 2009) (Arnold, *et al.* 1999) (vt käesoleva töö lk 13).

**Tabel 1.** Likviidsusnäitajate muutumine Euronexti asutamise järgselt, võrreldes asutamisele eelnenud ajaga (%).

Likviidsusnäitaja	Amsterdam	Brüssel	Pariis	Lissabon
Tehingukasude muutumine	-10	-30	-40	0
Tehingukulude muutus	-31		-15	
Tehingute arvu muutus	40			
Volatiilsuse näitaja muutumine	-9 kuni -18			

Allikas: Pagano, Padilla (2005: 4-6)

Pagano ja Padilla (2005) rõhutasid oma uurimuses, et kuigi Euronexti asutamisele järgnenud perioodil vähenesid tehingukasud ja volatiilsuse näitajad ka teistel Euroopa börsidel, sh London Stock Exchange'l ja Deutsche Börse'l, on Euronexti kuuluvate väärtpapieribörside näitajad sedavõrd olulised, et neid ei saa seostada üksnes üldise turutrendiga. (Pagano, Padilla 2005: 6)

Tabelist 1 nähtub, et tehingute arv suurenes Euronexti asutamise järgselt ligi 40%. Niivõrd kõrge kauplemisaktiivsuse suurenemine annab märku asjaolust, et investorite ja ettevõtete jaoks oli Euronexti asutamine ning erinevate väärtpapieribörside ühendamine tulemuslik. Asjaolu, et Euronexti asutamisest võitsid eelkõige koondunud börside

teenuste tarbijad, tõendab ka tehingukulude märkimisväärne alanemine. Integratsioon võimaldas muu hulgas Euronexti kasutajatel pääseda ligi kõigile erinevatele Euronexti kuuluvatele turgudele ilma täiendavate kuludeta, kasutajate jaoks suurenes kaubeldavate aktsiate arv, kasutajad võitsid vähenenud opereerimiskuludelt, kuna nüüd sai kõigil Euronexti turgudel kasutada üht kauplemissüsteemi koos harmoniseeritud kauplemisreeglitega. (Pagano, Padilla 2005: 5-6)

Nagu eelnevalt selgitatud, siis on koondumise lubatavuse üle otsustamisel vajalik hinnata lisaks koondumisega kaasnevatele majanduslikele kasuteguritele ka vastuargumente ehk koondumisega kaasnevaid konkurentsi kahjustavaid mõjusid. Antud juhul on konkurentsi kahjustavate mõjude väike osakaal tingitud eelkõige asjaolust, et Euronext ei omandanud Euroopa asjaomasel turul turgu valitsevat positsiooni. Nimelt pakkusid tugevat konkurentsi LSE, Borsa Italia ja OMX. (Pagano, Padilla 2005: 51) Nimetatud konkurentide ja Euronexti turuosade muutumist pärast Euronexti asutamist demonstreerib Tabel 2.

**Tabel 2.** Euronexti ja tema peamiste konkurentide turuosade muutumine pärast Euronexti asutamist 2006. a seisuga (%).

	<b>Euronext</b>	<b>London</b>	<b>Borsa Italia</b>	<b>OMX</b>
Esialgsed turuosad	20,5	38,2	8,0	7,0
Turuosade muutumine	2,18	-5,78	1,90	-0,13

Allikas: Nielsson (2009: 262)

Tabelist 2 nähtub, et turuosade muutused olid Euronexti järgselt suhteliselt marginaalsed. Williamsoni kompromissimudeli kohaselt, võrreldes omavahel konkurentsi kahjustavaid tagajärgi ja koondumisega kaasnevaid majanduslike kasutegureid, prevaleerivad selgelt viimatinimetatud. Euronexti teenuste tarbijad võitsid börsi likviidsuse suurenemiselt, tehingukulude alanemiselt ja kauplemisvõimaluste avardamiselt. Ka Nielsson (2009) jääb oma uurimuses seisukohale, et Euronexti asutamine oli rahvamajanduslikult pigem põhjendatud. Seda esiteks seetõttu, et börside koondumine suurendab aktsiate likviidsust eelkõige suurtel ja väliskapitaliga äriühingutel ning Euronexti puhul oli peaaegu iga teine noteeritud äriühing väliskapitalil põhinev. Teiseks seetõttu, et ei eksisteeri ühtki tõendit, et Euronexti asutamine tõi kaasa

teatud ettevõtete likviidsuse vähenemise, mistõttu võib koondumine olla Nielssoni arvates ikkagi Pareto-parendus. (Nielsson 2009: 264) Pagano ja Padilla leidsid veel täiendavalt, et Euronexti asutamisega kaasnenud kasutegurite saavutamine ei oleks olnud ilma täieliku koondumiseta võimalik. (Pagano, Padilla 2005: 22-23)

Samas kuigi Euronexti asutamine tagas esialgu Euroopa suuremate väärtpaberiturgude vahelise koostöö suurenemise ning ettevõtete ja investorite jaoks turu laienemise, asus Euronext peagi otsima väärtpaberituru edukaks opereerimiseks edasisi võimalusi turuosa suurendamiseks. Integreerumissoov suurenes veelgi seoses MifID ettevalmistamisega Euroopa Liidu organite poolt. Nimetatud direktiiv tekitas väärtpaberiturgudes ärevust, kuivõrd direktiivi eesmärk oli suurendada konkurentsi börside ja kauplemisplatvormide vahel, kuid samas muutis see börside jaoks majandusliku võimekuse säilitamise äärmiselt keeruliseks. Seetõttu asuti otsima lahendusi väärtpaberiturgude edasiseks integreerimiseks ning Euronext asus koondumise osas läbirääkimistesse Deutsche Börse ja NYSE'ga.

## **2.2.2. Euronext'i ja New Yorgi Väärtpaberibörsi koondumine**

Pärast seda, kui väärtpaberibörsi kontsern NASDAQ tegi konkreetseid ettepanekuid Londoni väärtpaberibörsi (*London Stock Exchange*) (edaspidi LSE) ülevõtmiseks, pakkus NYSE Grupp (NYSE omanik) 22. mail 2006. a kaheksa miljardit eurot Euronexti ülevõtmise eest. Koondumine viidi lõpule 4. aprillil 2007. a, moodustades NYSE Euronext'i. (NYSE Euronext, 2012) NYSE ja Euronext koondumisel tekkis esimene transatlantiline väärtpaberite ja tuletisinstrumentide turg ning maailma suurim börs, mis hõlmas kuut aktsiaturgu viies erinevas riigis ja kuut derivatiivide turgu. (Raiborn, McGinnis 2008: 65)

USA Väärtpaberite ja Börsi Komisjon (*Securities and Exchange Commission*) andis 25. jaanuaril 2005. a NYSE Euronext koondumisele omapoolse heakskiidu, leides, et „koondumise osalised on pühendanud tihedale koostööle edendamaks investorite kaitset, suurendamaks turu likviidsust ja säilitamaks investorite usk ning süsteemne stabiilsus loodavas grupis.“ (SEC 2007) Koondumise tingimuseks oli, et Euronext ei registreeri end USA börsina ega paku oma finantsteenuseid otse USA turgudel.

(Raiborn, McGinnis 2008: 65) See tähendab, et sisuliselt ei mõjutanud koondumine otseselt konkurentsi väärtpaberibörside vahel USA sisesel asjaomasel turul.

Samas oli NYSE Euronext koondumise näol tegemist tollal maailma suurima väärtpaberituru loomisega. Nimelt oli koondunud börsil noteeritud ettevõtete väärtus 28 triljonit USA dollarit, mis oli tollal rohkem kui neljal suuruselt järgmistel börsidel (LSE, Tokyo Stock Exchange, NASDAQ ja Deutsche Börse) kokku. (Raiborn, McGinnis 2008: 67) Ainuüksi see fakt näitab NYSE Euronext koondumise mõju ulatust ning potentsiaalset mõju väärtpaberite ülemaailmse turu konkurentsiolekorradele.

SIEC testi (*significantly impede effective competition test*) testi kohaselt ei anna Euroopa Komisjon luba ühelegi koondumisele, mis võivad märkimisväärselt takistada tõhusat konkurentsi ühisturul või selle olulises osas. Nimetatud testi valguses tundub NYSE Euronexti koondumine esmapilgul keelatud koondumiste alla, kuna tavapärase konkurentsiregulatsiooni järgi on NYSE Euronext koondumine selgelt turustruktuuri kahjustav ja turgu valitsevat seisundit loov. Seega Williamsoni (1968) kompromissiteooria kontseptsiooni silmas pidades pidid konkurentsioorganid NYSE Euronext koondumist lubades leidma, et koondumisega kaasnevad majanduslikud kasutegurid ületavad konkurentsile tekkiva kahju.

**Tabel 3.** Euronexti ja NYSE finantsnäitajad koondumise eelselt ja järgselt.

Börs	Aasta	Netokasum	EPS	Emitentide arv	Uute emitentide arv
Euronext	2006	203 mln EUR	3,25 EUR	1210	142
NYSE Group	2006	205 mln USD	1,38 USD	2713	199
NYSE Euronext	2007	643 mln USD	2,72 USD	3681	422
NYSE Euronext	2008	(783 mln) USD	(2,78) USD	3557	986
NYSE Euronext	2009	219 mln USD	0,84 USD	3974	328
NYSE Euronext	2010	577 mln USD	2,21 USD	3920	439
NYSE Euronext	2011	619 mln USD	2,37 USD	3879	485

Allikas: NYSE Euronext ja Euronexti majandusaasta aruanded (2006. – 2011. a).

Tabelist 3 nähtub, et väärtpaberibörsi kasum on aasta-aastalt tõusnud, välja arvatud aastal 2008, kuid nimetatud aastal kandis börs suuri kulutusi seoses koondumise endaga. Seetõttu on põhjendatav ka EPS näitaja langus 2009. aastal. Üldjoontes on kasum aktsia kohta iga-aastaselt liikunud tõusvas joones. Euronexti puhul tuleb siiski nentida, et 2006. aastal, s.o enne koondumist NYSE-ga, oli kasum aktsia kohta märkimisväärselt kõrgem. Seega võiks järeldada, et koondumise algne mõju oli Euronexti jaoks pigem negatiivne.

Ettevõtete ja investorite arvu laiendamisel suureneb tehingute arv, alanevad transaktsioonikulud ja paraneb börsi usaldusväärsus – need on peamised üldiselt börside koondumisega kaasnevad kasutegurid, mida toetavad muu hulgas mitmed uurimused, nagu Demsetz 1968 või Hasan ja Malkamäki 2001. Tabelist 3 nähtub, et emitentide arv koondumise tulemusena märkimisväärselt ei tõusnud. Kokkuvõttes oli emitentide arv 2006. aastal, s.o aasta enne koondumist, kahel börsil kokku suurem (3923) kui järgnevatel aastatel koondunud börsil. Ainsa erandina saab välja tuua aasta 2009, mil emitentide arv ulatus 3974-ni. Kindlasti on emitentide arvu suurst võimalik põhjendada teatud ulatuses ristnoteerimisega, kuna paljud ettevõtted võisid olla noteeritud nii Euronextil kui NYSE-l. Eeltoodut tõendab suhteliselt suur uute emitentide arv 2008. aastal, mis viitab asjaolule, et uus koondunud börs oli ettevõtetele koondumise järgselt siiski äärmiselt atraktiivne.

Samas on noteeritud ettevõtete arvu langemine pärast 2009. aastat üheks ohumärgiks börsi usaldusväärse ja likviidsuse mõttes. Investorite ja ettevõtete jaoks on atraktiivne ikkagi börs, mis on seda ka teiste jaoks. Emitentide arvu kõikumine antud juhul on aga sedavõrd minimaalne, et kaugeleulatuvaid mõjusid NYSE Euronext likviidsusele ei tohiks see avaldada.

Siiski on NYSE Euronextil noteeritud ettevõtete arvu kõikumine viimastel aastatel ühelt poolt märgiks konkurentsi olemasolu kohta, sest järelikult oli klientidel võimalik börsi vahetada, ja teiselt poolt näitab see klientide mõjuvõimu tõusu. Võimalikeks konkurentideks on lisaks teistele väärtpaberibörsidele ka automaatsed kauplemise süsteemid (*ATS – automated trading systems*) või elektroonilised suhtlemise võrgustikud (*ECN – electronic communication network*), mis Di Noia käsitluses ongi omandamas üha olulisemat rolli börside kõrval (Di Noia 2001). Samas võib emitentide



vähennemist viimastel aastatel seletada ka asjaoluga, et NYSE Euronext ei jäänud ainsaks transatlantiliseks turuks ning konkureerib ka käesoleval ajal tugevalt maailma suurima börsiga – NASDAQ OMX-ga.

### **2.2.3. NASDAQ börsi ja OMX kontserni koondumine**

2007. aastal koondus üks maailma suurimaid väärtpaberibörse NASDAQ mõjuka Skandinaavia börside kontserniga – OMX-ga ning moodustati The NASDAQ OMX Group. (NASDAQ OMX 2011b) OMX 2006. a majandusaasta aruandes märgiti, et Euroopa Liidu aktsiaturgude avamisele, likviidsuse ja kauplemise suurendamisele suunatud poliitika, sh MiFID jõustumine, muudab finantsturud veelgi efektiivsemaks. OMX rõhutas, et on valmis pakutavaid võimalusi ära kasutama ning tervitama uut konkurentsi. (NASDAQ OMX 2006: 15) Aasta hiljem oligi selge, et OMX arenguplaanid olid kõike muud kui tagasihoidlikud. NASDAQ'i poolt OMX omandamine ületas NYSE Euronext võimsust, luues NASDAQ OMX väärtpaberituru näol uue maailma suurima börsi. (Hill 2007) NASDAQ OMX Grupile kuulub ja kontsern opereerib 24 turul, 3 kliiringuettevõttes ja 5 väärtpaberite keskdepositooriumis, ulatudes kuuetele mandrile. NASDAQ OMX on ise noteeritud NDAQ (*The NASDAQ Global Select Market*) börsil ning kuulub alates aastast 2008 S&P 500 nimekirja.<sup>25</sup> (NASDAQ OMX 2011b)

NASDAQ'i tegevjuht Robert Greifeld sõnas enne koondumise läbiviimist: „Börside tulevik seisneb tehnoloogias, paindlikkuses ja ulatuses. NASDAQ ja OMX suudavad koos tagada kõigi nende hüvede olemasolu.“ (Hill 2007) Alljärgnev Tabel 4 demonstreerib NASDAQ OMX tegevusulatus muutusi pärast koondumist. Nimetatud tabelist on näha, et sarnaselt NYSE Euronext andmetele (vt käesoleva töö alapeatükk 2.2.2) on emitentide arv börsil, hoolimata koondumisest, vähenenud. Samuti on püsivalt vähenenud keskmine tehingute arv päeva kohta. Ühelt poolt näitavad nimetatud andmed, et üksnes börside koondumine ei taga märkimisväärset kauplemisaktiivsuse kasvu või uute emitentide turule tulekut. Teiselt poolt annavad andmed tõendust asjaolust, et konkurents globaalseid mõõtmeid omavate väärtpaberibörside vahel on

---

<sup>25</sup> S&P 500 on börsiindeks, mille moodustavad New Yorgi börsil ja NASDAQil noteeritud Ameerika Ühendriikide 500 suurima börsiettevõtte aktsiad.

olemas ning pigem on börsid sõltuvuses emitentide, investorite käitumisest kui vastupidi.

**Tabel 4.** NASDAQ OMX tegevusulatus näitajad perioodil 2006 kuni 2011.

Börs	Aasta	EPS (USD)	Emitentide arv	Uute emitentide arv	Tehingute arv päeva kohta (mln)
NASDAQ	2006	1,22	3193	285	-
OMX		1,11	791	103	-
NASDAQ OMX	2007	4,47	3135	290	16,9
NASDAQ OMX	2008	1,65	3800	208	12,3
NASDAQ OMX	2009	1,30	3649	131	10,1
NASDAQ OMX	2010	1,94	3558	220	8,6
NASDAQ OMX	2011	2,20	3456	185	8,4

Allikas: NASDAQ OMX, NASDAQ ja OMX majandusaasta aruanded (2006. – 2011. a).

2010. a majandusaasta aruande kohaselt nõuavad turutrendid jätkuvaid investeeringuid tehnoloogiasse, et pidada sammu tarbijate nõudmistega tehingute läbiviimise kiiruse, ulatuse ja usaldusväarsuse osas. (NASDAQ OMX 2010: 47) Taoline vajadus pidevate investeeringute järgi viitab tugevale konkurentsile ning järeltulele, et NASDAQ OMX ei saa transatlantilisel börside turul tegutseda sõltumatult konkurentidest. Ka börs ise leiab 2010. a majandusaasta aruandes, et konkurents börside vahel on äärmiselt tugev. NASDAQ OMX loetleb oma konkurentideks USA piires NYSE Euronexti, BATS Global Markets'i, Direct Edge'i, erinevad regionaalsed börsid ja alternatiivsed kauplemissüsteemid nagu ATS'd. Euroopas tegutsevateks konkurentideks on NYSE Euronext, Deutsche Börse, the London Stock Exchange Group plc, Spanish Exchanges, SIX Swiss Exchange ja multilateraalsed kauplemispunktid nagu MTF-d. Konkurentsi pakuvad NASDAQ OMX arvates ka maaklerid-vahendajad ja börsiväline ning OTC-dega kauplemine nii USA-s kui mujal. (NASDAQ OMX 2010: 15)

Huvitavaks argumendiks NASDAQ OMX poolt, väitmaks tugeva konkurentsi olemasolu, on seisukoht, et Euroopa turg üritab siiani kohaneda novembris 2007. a jõustunud MiFID poolt vallandatud konkurentsijõududega. NASDAQ OMX rõhutab oma aruandes, et üle Euroopa on hakatud looma uusi MTF-sid (*Multilateral Trading Facility*), kelledest prominentsemad (Chi-X, Turquoise ja BATS) on asutatud UK-s ja tõmbavad endale olulise osa elektroonilisest kauplemisest. Uute turuletulijate edu tõttu on senised börsid olnud sunnitud alandama hindasid, võtma vastu uusi tehnoloogiaid ja valmistuma agressiivselt võitlema kauplemise aktiivsuse ja tulususe eest. Konkurentsi tulemusena on NASDAQ OMX väidetavalt oluliselt alandanud kauplemisetasusid, eriti suurte klientide jaoks, et säilitada konkurentsivõime. (NASDAQ OMX 2010: 15)

Seega eristab NASDAQ OMX oma analüüsis küll USA ja Euroopa turge, kuid samas mõonab, et konkurentsi pakkumise osas omab taoline eristamine vähe tähtsust, sest kauplemine on nagunii piirideülene. Seda enam, et nii USA kui Euroopa turul on siiski peamiseks konkurendiks üks ja sama kontsern – NYSE Euronext. Selliselt tuleb nentida, et asjaomane turg NASDAQ OMX koondumise puhul hõlmab nii Euroopa kui USA ning koondumise mõjude hindamisel ei tohiks piirduda üksnes ühe või teise piirkonnaga.

NASDAQ OMX raportist ilmneb kontserni tõdemus, et konkurentsi olemasolu sõltub paljudest faktoritest, sh tehnoloogilise ja regulatiivse infrastruktuuri kvaliteedist, transaktsioonikulude suuruselt, likviidsuse sügavusest ja ulatusest, väärtustloovate klienditeenuste kvaliteedist, mainest ja kauplemise otsekuludest. (NASDAQ OMX 2010: 15) Seetõttu on arusaadav, et transaktsioonikulude alandamine on kontserni üheks peamistest eesmärkidest. NASDAQ OMX 2010. a majandusaasta aruandest nähtub, et börsi eesmärgiks on järjepanu alandada nii börsil noteerimise tasusid kui ka kulutusi tehnoloogiale tänu viimase kõrgele arengule. (NASDAQ OMX 2010: F-40)

Seega ei ole, hoolimata NASDAQ OMX suurest turuvõimust, ilmenenud olulise kahju tekkimist konkurentstile. Tarbijad on saanud osa koondumise kaudu tekkinud kasust alanenud transaktsioonikulude kaudu ning võimalikult efektiivseks muudetud tehnoloogiliste lahenduste kaudu. Lisaks, nagu nähtus Tabelist 4, on NASDAQ OMX-l noteeritud ettevõtete ja päevas läbiviidavate tehingute arv suhteliselt kõikuv, mis näitab samuti tarbijate turuvõimu ja sõltumatust NASDAQ OMX-st. See ei võimalda

NASDAQ OMX-l tarbijaid arvestamata suurendada kulusid teenuste tarbijate jaoks, sest sellisel juhul vahetaksid tarbijad teenuse pakkujat.

NASDAQ OMX koondumise mõjud ulatuvad ka Tallinna Börsini. Nimelt sai NASDAQ OMX 2010. a Tallinna börsi ainuomanikuks, jätkates Balti börside integreerimist ja panustamist piirkonna kapitaliturgude arengusse. (NASDAQ OMX 2011b) Enne Tallinna Börsi ühinemist Nasdaq OMX-ga oli väärtpaberituru integratsioon rahvusvahelise turuga keskmiselt madal. 2004. aasta magistritöös, kus uuriti muu hulgas Tallinna aktsiaturgude seost välisurgudega, leidis A. Haritonov: „Korrelatsioon välisurgudega on tüüpiliselt madal (5 – 13%) ning erineb osaperioodide lõikes, mis võib viidata välisinvestorite poolt teostavate tehingute mahu varieerumisele periooditi.[...] Eesti aktsiate korrelatsioon välisindeksitega üldiselt madal (5-7%), mis viitab sellele, et huvi aktsiate suhtes välismaalt oli perioodil oktoober 1997 kuni detsember 1999 madal.[...] Teisel perioodil on osade väärtpaberite korrelatsioon tunduvalt suurenenud [...]“. (Haritonov 2004: 46)

Enne Tallinna Börsi omandamist NASDAQ OMX poolt võis Eesti börsitegelaste poolt välja lugeda meelestatust börside integreerimise poolt. Rõhutati, et integreeritud väärtpaberiturgudest on huvitatud ühelt poolt turud (investorid, emitendid), teisalt aga avalik sektor. Turgude üleilmastumine ja integratsioon lihtsustavat piiriülest väärtpaberitega kauplemist, kulud võivad väheneda ning tänu likviidsemale ja avarama toodeteringiga turule suureneb Euroopa majanduse efektiivsus ning kiireneb majanduskasv. (Martin 2005) Samas ei ole Tallinna Börsi atraktiivsus välisinvestorite jaoks märkimisväärselt suurenenud ka pärast NASDAQ OMX koondumist. 2010. aasta finantsturu ülevaatest ilmneb, et maailmas eksisteeriv ebamäärasus majandusväljavaadete suhtes ning majanduslanguse taassüvenemise oht põhjustas pigem aktsiaturule investeerimise huvi vähenemise ja aktsiahindade erinevuste kasvamise ka Tallinna börsil. (Eesti Pank 2010)

Tallinna Börsi suur sõltuvus maailmaturgudel toimuvast ja volatiilsus ei ole samuti, hoolimata kuulumisest maailma suurimasse väärtpaberibörsi kontserni, vähenenud. 2011. aasta finantsturu analüüsist nähtub, et paranevate kasvuväljavaadete toetuste vähendamine, euroala võlakriisi süvenemine ja investorite riskikartus tõi kaasa ulatusliku müügilaine aktsiaturgudel. (Eesti Pank 2011)

Teatud juhtudel saab jaatada Tallinna börsi käitumist sõltumatult rahvusvaheliste aktisaturgude trendidest. Kuid sellisteks puhkudeks on juhud, kus esinevad muud välisinvestoreid ligitõmbavad rahvusvahelise haardega asjaolud. Näiteks on Eesti euroalaga liitumine 2011. aastal, mille taustal kallines OMXT indeks jaanuari esimesel nädalal ligi 10%. (Eesti Pank 2011) Sellised konkreetsetest sündmustest sõltuvad turuliikumised näitavad omakorda, et hoolimata kuulumisest maailma suurimasse börsi kontserni, elab Tallinna Börs just kui omaette ning börsi rahvusvahelistumine ei ole märkimisväärselt suutnud aidata kaasa välisinvestorite kasvule, pigem on seda teinud poliitilised sündmused.

Arvestada tuleb ka asjaoluga, et suure tõenäosusega on Tallinna börsil kauplemisest huvitatud eelkõige investorid Euroopast või lähiregioonidest. Amira ja Muzere leidsid oma uurimuses, et suure kasvupotentsiaaliga ettevõtteid eelistavad börse, mille listimise standardid on kõrgemad. (Amira, Muzere 2011: 2369) Seega võib järeldada, et tugevaimad ettevõtted eelistavad likviidsemaid börse, eristades neid muu hulgas kõrgemate noteerimise standardite alusel, ning seega jääbki Tallinna Börs suure tõenäosusega, hoolimata NASDAQ OMX kontserni kuulumisest, suhteliselt eraldatuks. Eeltoodu annab jällegi tõestust asjaolust, et NASDAQ OMX ei ole suutnud omandada turgu valitsevat seisundit ning peab erinevate kontserni kuuluvate kauplemisplatvormide majandustegevuse juhtimisel arvestama jätkuvalt konkreetse piirkonna iseärasustega, sh investorite ja emitentide käitumisega. See tähendab, et tarbijatel on Porteri teooria käsitluses suhteliselt suur mõjuvõim ning võime mõjutada teenuse pakkuja käitumist.

#### **2.2.4. Järeldused**

Börside koondumiste hindamisel, nagu kõigi ettevõtete koondumiste hindamisel, tuleb tänapäevase koondumiste kontrolli raames hinnata erinevaid aspekte. Sealjuures tuleb pöörata tähelepanu konkurentsile avalduvate riskide võrdlemisele koondumisega kaasnevate kasuteguritega.

Kõigi suuremate käesolevas magistritöös käsitletud lubatud börside koondumiste puhul ilmnes, et koondumistega kaasnenud kasutegurid olid märkimisväärsed. Näiteks Euronexti asutamine oli esimese piiriülese börside koondumise näol uueks süsteemseks

muutuseks nii väärtpaberibörside eneste jaoks kui ka ettevõtetele ning investoritele. Seetõttu pidid Euronexti asutajad panustama uue süsteemi õigustamisele ehk börside integratsioonist saadava kasu suunamisele teenuste tarbijatele. Koondumise lubatavuse kasuks rääkis lõppastmes ka asjaolu, et Euronextil puudus võimalus käituda turgu valitseva ettevõtteks.

Nii nagu Pagano ja Padilla (2005) mõnsid, et tarbijad võivad börside koondumisest siiski üksnes sellele, et eksisteerivad börsi käitumist mõjutavad konkurentsipiirangud, on selge, et börside integreerimine on õigustatud üksnes seni, kuni tarbijatel on võimalus saada osa koondumisega kaasnevast kasust. Kulusäästu tegelik realiseerumine on võimalik aga üksnes juhul, kui koondumise järgselt säilib piisavalt tõhus konkurents. Euronexti asutamise järgselt säilis konkurents tõepoolest piisavas ulatuses (vt Tabel 2, käesoleva töö lk 44), kuid teine olukord tundub esmapilgul olevat NYSE Euronext koondumisega.

NYSE Euronext koondumise tulemusena tekkis esimene tõeliselt globaalne transatlantiline börs, mis tähendab, et loodi uus asjaomane turg, millel konkurents NYSE Euronext koondumise hetkel seega puudus. Taolise koondumise lubamisega loodi konkurents uuel transatlantilisel börside turul ja selle säilimiseks tuli arvestada ka börside edasise integreerumise lubamisega.

Nii aktsepteeritigi kõigest loetud kuud hiljem NASDAQ OMX koondumist, mille tulemusena tekkis uus maailma suurim väärtpaberibörs. Kahe tugeva transatlantilise börsi olemasolu tagas konkurentsi globaalsel turul ja näitas ühtlasi võimalust siseneda uuele asjaomasele turule. Nagu eelnevalt käsitletud, on Porteri järgi üheks olulisemaks konkurentsijõudude elemendiks just väliste piirangute olemasolu ehk uute konkurentide turule sisenemise ohu olemasolu. (Porter 1979: 137-138) (Vt ka käesoleva töö alapeatükk 1.3.3.) Porteri seisukoha kohaselt toovad firmade ühinemised ja omandamised juurde uusi võimalusi ja konkureerimisviise, muutes valdkonna konkurentsi olemust. Tänapäevaste konkurentide kõrvaldamisega tekitatud turueelis tõmbab ligi uusi konkurente, kes omakorda üritavad ise turule siseneda ja kliente ning pakkujaid enda poole meelitada. (Porter 2008: 88)

Paraku näitavad analüüsitud koandumised, et börside puhul ei ole uute tulijate turule sisenemine väga tõenäoline. Euronexti asutamise järgselt ei tekkinud Euroopa börside turule nimelt ühtki uut klassikalist väärtpaberiturgu, mis oleks Euronextile asunud pakkuma konkurentsi. Ka globaalsel tasandil ei ole siiani tekkinud uusi turuletulijaid, pigem üritavad olemasolevad „mammutbörsid“ enda turuvõimu veelgi suurendada. Turule tulemist takistavad eelkõige pöördumatute investeeringute vajadus börsi loomisel.

Börsi asutamine on kulumahukas nii seadusest tulenevate kõrgete likviidsusnõuete kui keeruliste tehnoloogiliste lahenduste tõttu, kuid samas läheb suur osa börsi asutamisel tehtud kulutusi turult väljumisel kaduma (pöördumatud investeeringud), Pöördumatute investeeringute osa on seda suurem, mida spetsialiseeritum on tehnoloogia ning mida raskem on leida tootmisteguritele alternatiivset rakendust. (Sepp 2011: 19) Taoline olukord eksisteeribki börside turul, kuna börsi jaoks tehtud investeeringuid (nt tehnoloogilisi lahendusi) on keeruline kasutada muudel ettevõtlusaladel. Investeeringute pöördumatus kujutab endast üheaegselt sisenemis- ja väljumistõket. Seda seetõttu, et mida suuremad on pöördumatusest tulenevad kaod turult väljumisel, seda väiksem on turule sisenemise tõenäosus. (Sepp 2011: 19)

Üsna tõenäoline on, et uute börside turule tulek on seda enam raskendatud, mida enam lubatakse börside vahelisi koandumisi, sest uue turule siseneja jaoks tähendaks võime konkureerida „mammutbörsidega“ ulmelistesse summadesse ulatuvaid pöördumatuid investeeringuid. Lisaks on keeruline saavutada turuliidrite kõrval juurdepääs vajalikele jaotuskanalitele, nagu pangad või kliiringufirmad. Siiski ei ole uute konkurentide ilmumine täiesti välistatud. 2010. a ilmusid turule NASDAQ OMX jaoks kolm uut konkurenti – Direct Edge sai nõusoleku oma kahe väärtpaberituru EDGA ja EDGX opereerimiseks börsidena ja BATS asutas teise börsi (BATS-Y). (NASDAQ OMX 2010: 15) Samas pakuvad nimetatud börsid konkurentsi üksnes piiratud turul, mitte maailma mastaabis.

Samas isegi kui jaatada eeltoodut, et uusi konkurente näiteks globaalsel väärtpaberibörside turul ei tekigi, ei muuda see koandumiste kontrolli peamist eesmärki ehk lubada koandumisi, mille majanduslikud kasutegurid kaaluvad üles konkurentidele tekkiva kahju. Nii NYSE Euronext kui NASDAQ OMX finantsnäitajate analüüsimisest

ilmnes, et börside koondumisega kaasnes mitmeid kasutegureid, mille tõttu võis koondumisi pidada õigustatuks (vt käesoleva töö alapeatükid 2.2.2 ja 2.2.3). Ettevõtete ja investorite jaoks oli kasumlik asuda tegutseda suuremal börsil. Börside integratsioon võib vähendada teenuste kasutajate otseseid kulusid erialakirjanduse kohaselt vähemalt kolmel erineval põhjusel. Esiteks võib börside operatsioonide integreerimine, vähendades nende operatsioonide püsikulusid ja vähendada seeläbi keskmist tehingukulu konkreetsel börsil. Nii Euronext kui NASDAQ OMX loomine tõi endaga kaasa tehingukulude vähenemise ehk oli seega teenuse kasutajate jaoks põhjendatud. Teiseks toob börside integratsioon kaasa kauplemisaktiivsuse suurenemise, mis omakorda suurendab kliiringu ja arvelduste efektiivsust. Eeltoodu võimaldab vähendada tehingutasusid tarbijate jaoks. Kolmandaks, võimalus kasutada üht kauplemisplatvormi kahe või veel enama asemel vähendab kulusid riistvarale, tarkvarale ja oskuslikule inimkapitalile, mis on vajalik, et siseneda eraldi kauplemisplatvormile ja seal tegutseda. (Pagano, Padilla 2005: 7)

NASDAQ OMX ja NYSE Euronext koondumiste valguses võiks välja tuua veel ühe põhjuse – uue turu tekkimisel, antud juhul transatlantilise turu tekkimisel, tuleb kohaneda uue konkurentsiga ning asuda otsima efektiivsuseeliseid uuel tasandil. Seega on valitsevaks motivaatoriks antud juhul just NYSE Euronexti ja NASDAQ OMX omavaheline tugev konkurents. Võimalik edasine integreerumine võib samas kaasa tuua hoopis vastupidise efekti, kahjustades oluliselt konkurentsi ja jättes tarbijad ilma neile kuuluvast kasust. Ka Pagano ja Padilla (2005) rõhutasid oma Euronexti mõjusid analüüsisivas raportis, et tarbijad saavad koondumisest oma kasu üksnes tänu turul toimivatele konkurentsipiirangutele, mis takistab börsidel tegutseda ülejäänud turuosalistest sõltumatult.

Seniste lubatud börside koondumiste hindamisel ei saa mööda vaadata ühest olulisemast koondumiste kontrolli põhimõttest, et kasutegurid võivad konkurentsireeglite järgi koondumise lubamisel rolli mängida üksnes juhul, kui kasutegurid oleksid äärmiselt olulised ja neid ei saaks luua mistahes teisel moel peale konkurentsivastase koondumise. (Navarro, *et al.* 2005: 334) Kuigi senini lubatud börside koondumiste puhul on leitud, et kasutegurid olid tõepoolest saavutatavad üksnes läbi koondumiste ja



koondunud börsid on neile seatud rahvamajanduslikke eesmärke üldplaanis ka täitnud, ei pruugi edasine börside integratsioon sarnaseid tulemusi saavutada.

Gugleri uurimusest ilmnes, et koondumiste majanduslik mõju varieerub kaasuste lõikes suures ulatuses (vt käesoleva töö lk 12) ning seega ei saa sarnaste äriühingute, sh börside koondumistele läheneda mistahes universaalsete kriteeriumite järgi. Nimetatud järeldust toetab asjaolu, et hiljuti peatas Euroopa Komisjoni negatiivne otsus Deutsche Börse ja NYSE Euronext koondumise, mis oleks tekitanud järjekordse maailma suurima börsi.

## **2.3. Deutsche Börse'i ja NYSE Euronext koondumine**

### **2.3.1. Euroopa ja USA konkurentsioorganite hinnang koondumisele**

21. sajandiks on kujunenud olukord, kus börside turg on laienenud siseriiklikest asjaomastest turgudest üha enam ühtse ülemaailmse asjaomase turu poole. Taolise turu konkurentsioiguslik kontrollimine on ühtse regulatsiooni puudumise tõttu praktiliselt võimatu. Seetõttu on globaalsel tasandil paratamatult prevaleerivaks argumendiks majanduslikud argumendid, mis omakorda iga piirkonna jaoks võivad omada iseseisvat tähtsust. Seda ilmestab hästi Deutsche Börse ja NYSE Euronext koondumise ärajäämine Euroopa Komisjoni vastuseisu tõttu.

Euroopa Komisjon tegi 1. veebruaril 2012. a otsuse Deutsche Börse ja NYSE Euronext koondumise osas, jättes koondumisele paraku Määruse 139/2004 alusel loa andmata. (Commission 2012a) Deutsche Börse ja NYSE Euronext võimalik koondumine tõstatas diskussioone terve eelmise aasta kestel ning arvatavasti ei vaibu need niipea, kuivõrd koondumise osalistel on võimalus Euroopa Komisjoni otsuse peale kaevata ja suure tõenäosusega seda ka tehakse.

29. juunil 2011. a jõudis ametlik teade koondumise kohta Euroopa Komisjonile, kes asus koondumisele omapoolset hinnangut andma, lähtudes Määrusest 139/2004. (Commission 2011) Koondumise kontrolli raames oli Komisjoni peamiseks mureks koondumise osaliste teenuste kattuvus lihtaktsiatega ja futuuridega kauplemise turgudel. (Tavendale 2011) Euroopa Komisjoni konkurentsiosakonna negatiivne meelestatus

sundis Deutsche Börse't ja NYSE Euronext'i otsima võimalusi teha koondumine konkurentsiorganite silmis meelepärasemaks.

2011. a novembris pakkusidki koondumise osalised Euroopa Komisjonile välja erinevaid nendepoolseid abinõusid vähendamaks võimalikku konkurentsile tekkivat kahju ning saavutamaks Komisjoni nõusolek. Väljapakutud abinõude hulgas oli muu hulgas lubadus võimaldada konkurentidele juurdepääs koondumise osaliste kliiringumajadele ja võimalik osaline osaluste müümine Euroopa derivatiivide turgudel, sh Bclearis. Deutsche Börse ja NYSE Euronext olid seejuures kindlal seisukohal, et börside koondumine ei oma mingisugust oluliselt kahjustavat mõju konkurentsile, vaid pigem edendab seda, luues reguleeritud, stabiilsed ja läbipaistvad Euroopa väärtpaberiturukeskused taskaalustamaks taoliste keskuste olemasolu Aasias ja Ameerikas. Seeläbi saavat omapoolse osa turu efektiivsusest ja kasust börside teenuste tarbijad. (Tavendale 2011)

Detsembris 2011 andis koondumisele omapoolse loa USA Justiitsministeerium ning sarnase loa saamist loodeti ka Euroopa Komisjonilt. (Burgert 2012) Seda enam, et juba varasemalt oli Frankfurdi Väärtpaberibörsi Börside Komisjon (*The Exchange Council of the Frankfurt Stock Exchange*) koondumise heaks kiitnud, viidates piiriülese kauplemise optimeerimisele ja turvalisema, stabiilsema ning paremini reguleeritud finantssüsteemi kujunemisele Euroopas. (WFE 2011)

Frankfurdi Väärtpaberibörsi Börside Komisjon leidis, et Deutsche Börse ja NYSE Euronext koondumine tagaks efektiivsema ja läbipaistvama kauplemise kõigil koonduvasse väärtpaberibörsi kontserni kuuluvates kauplemisplatvormidel ning tugevdaks Euroopa konkurentsiiinstituutide rahvusvahelist mõju finantsiliste infrastruktuuride korraldamisel. Seda eriti kriisisituatsioonides. (WFE 2011)

Ometi tabas koondumise osalisi 1. veebruaril 2012. a ebaseeldiv üllatus, kui Euroopa Komisjon langetas koondumist keelava otsuse. Euroopa Komisjon põhjendas negatiivset otsust asjaoluga, et konkurentsiorгани arvates oleks koondumine viinud kvaasi-monopoli tekkimiseni Euroopa globaalselt kaubeldavate finantsderivatiivide turul. Nimelt kontrollivad Deutsche Börse ja NYSE Euronext kahepeale enam kui 90% globaalsest kauplemisest nimetatud turul. Euroopa Komisjoni uurimine näitas, et uute

konkurentide piisavalt edukas turule sisenemine, s.t selline turule sisenemine, et uustulija saaks koondunud börsile pakkuda arvestatavat konkurentsi, muutuks ebatõenäoliseks. Koondumise osaliste poolt väljapakutud abinõusid peeti üldjoontes ebapiisavateks konkurentsiprobleemide lahendamiseks. Euroopa Komisjoni konkurentsipoliitika asepresident Joaquín Almunia ütles: „Deutsche Börse ja NYSE Euronext koondumine oleks kaasa toonud peaaegu monopoolse seisundi tekkimise Euroopa finantsderivatiivide turul ülemaailmselt. See turg on finantsüsteemi südameks ja kogu Euroopa majanduse jaoks on oluline, et turul toimiks jätkuvalt konkurents. Me üritasime leida lahendust, kuid ettepanekud, mis tehti, ei olnud piisavad, et lahendada konkurentsiprobleeme.“ (Commission 2012a)

Komisjoni otsus lähtus selgelt Euroopa turu piiridest, kuid asjaomaseks turuks võib ka antud koondumise puhul pidada globaalset ja eelkõige nii Ameerikat kui Euroopat hõlmavat geograafilist turgu. Seda kinnitab ka Euroopa Komisjoni memo antud asjas läbiviidud koondumise kontrolli osas, kus Komisjon leidis, et asjaomaseks turuks võiks lugeda ka globaalset turgu. Komisjon asus siiski seisukohale, et Deutsche Börse ja NYSE Euronext koondumine viiks nii või teisiti monopoolse seisundi tekkimiseni finantsderivatiivide turul, lähtudes Euroopa huvidest. (Commission 2012b)

Komisjoni analüüs keskenduski koondumise mõjule Euroopa finantsderivatiivide turgudele, millega kaubeldakse börsidel. Derivatiivid on finantsilised lepingud, mille väärtus kujuneb aluseks olevast varast (näiteks intressimäär, osalus). Neid kasutavad ettevõtted ja finantsinstitutsioonid, et manageerida finantsriske. Neid kasutatakse ka investeerimisvahendina jaemüügi ja institutsiooniliste investorite poolt – seal hulgas pensionifondide poolt lõpptarbivate kasuks. Oluline konkreetse koondumise raames oli derivatiividega kauplemise erinevate viiside vahelised erinevused. Derivatiividega saab kaubelda kas börsidel või börsiväliselt (OTC). Börsidel kaubeldavad derivatiivid on kõrge likviidsusega, suhteliselt väiksed (umbes 100 000 EUR tehingu kohta) ja täies ulatuses standardiseeritud lepingud kõigis juriidilistes ja majanduslikes tingimustes. OTC-d hõlmavad vastupidi tavaliselt palju suuremaid lepinguid (umbes 200 000 000 EUR tehingu kohta), mis lubavad nende juriidiliste ja majanduslike tingimuste kohandamist asjaoludele. Komisjoni uurimine näitas, et ETD-d ja OTC-d ei peeta tarbijate poolt omavahel asendatavateks, kuna neid kasutatakse erinevatel eesmärkidel

ja erinevates olukordades. (Commission 2012b) Seeläbi eristas Komisjon vähemalt osaliselt asjaomast turgu, eristades turgu, kus kaubeldakse ETD-dega ja turgu, kus kaubeldakse OTC-dega.

Eurex, mida opereerib Deutsche Börse, ja Liffe, mida opereerib NYSE Euronext, on kaks suurimat Euroopa finantderivatiividega kauplevat börsi. Nad on üksteise suurimad konkurendid. Seega oleks taotletud koondumine sisuliselt elimineerinud globaalse konkurentsi ETD-dega kauplemise turul. Komisjoni seisukoha kohaselt oleks see loonud kvaasi-monopoli, toonud kaasa olulise kahju derivatiivide kasutajatele ja olnud kahjulik Euroopa majandusele tervikuna. Ilma ühegi efektiivse konkurentsipiiranguta, oleks tarbijatelt võetud hinna konkurentsist tulenev kasu. Samuti oleks vähem innovatsiooni turul, kus tugev konkurents on vajalik nii väiksemate kui suuremate äriühingute jaoks. (Commission 2012b)

Mis puutub võimalikesse olemasolevatesse konkurentidesse, siis leidis Komisjon, et kuigi sarnased ettevõtted, sh Chicago Mercantile Exchange (CME), pakuvad ülemaailmselt sarnaseid teenuseid, teevad nad seda asjaomaste varade osas üksnes marginaalselt. Lisaks on oluline, et nii Eurex kui Liffe opereerivad suletud vertikaalsetel platvormidel, ühendades oma börsi nende enda kliiringuettevõttega. Koondumine oleks toonud kaasa seega üheainsa vertikaalse platvormi, mis kaupleb ja arveldab enam kui 90% Euroopa finantserivatiivide globaalsest turust. Uuel konkurendil oleks olnud väga keeruline turule siseneda, kuna arvestades eeliseid, mille annab võimalus arveldada üheainsa kliiringuettevõtte kaudu, oleksid tarbijad olnud väga vähetõenäoliselt valmis kaupleva derivatiividega teisel börsil. Seega oleks turu dünaamika kaasa toonud kõrgemad hinnad ja väiksema soovi innovatsiooniga tegeleda. (Commission 2012a)

Koondumise osalised väitsid, et koondumine on tarbijatele kasulik likviidsuse suurenemise kaudu. Nimetatud seisukohale on raske vastu vaielda eelnevalt loetletud teoreetiliste uurimuste taustal (vt käesoleva töö alapeatükk 1.2.1.), kuid siinkohal leidis Komisjon üsnagi põhjendatud vastuväite. Nimelt rõhutas Komisjon oma otsuses, et ajalooliselt on just konkurents toonud kaasa likviidsuse suurenemine, mitte börside konsolideerumine. (Commission 2012a) Tõepoolest võib varasemaid koondumisi analüüsides ja nende tulemusena börside likviidsuse kasvu mõõndes välja tuua asjaolu, et hoolimata koondumisest säilis tugev konkurents turul ja just kahe asjaolu koosmõju –

ühelt poolt börsi laienemine, aga teisalt tõhus konkurents – tagas reaalselt likviidsuse kasvu ja tarbijate võimaluse võita koondumisest.

Komisjon asuski oma 1. veebruari otsuses kindlale seisukohale, et isegi, kui koondumisega kaasnevad koondumise osaliste poolt väidetud kasutegurid, ei oleks igal juhul ükski kasutegur piisav, et kaaluda üles kahju, mille koondumine tekitab tarbijatele. Lisaks on monopoli tekkimise tõttu ebatõenäoline, et mõni kasutegur läheks tarbijatele üle täies ulatuses. (Commission 2012a)

Samas leidsid USA konkurentsioorganid erinevalt Euroopa Komisjoni seisukohast, et Deutsche Börse ja NYSE Euronext koondumine on teatud tingimuste täitmisel lubatav. Seega leidsid USA pädevad institutsioonid, et koondumisega kaasnevad kasutegurid ületavad siiski konkurentsile võimalikult tekkivat kahju. Nii nagu Euroopa Liidus, on ka USA-s läbiviidava koondumiste kontrolli eesmärgiks tuvastada konkreetse koondumise tõenäoline mõju konkurentsile turul ja keelata koondumine, mis asjaolusid arvestades on konkurentsile liialt kahjustav (vt käesoleva töö alapeatükk 1.3.1).

Sarnaselt Euroopa Komisjonile, leidis USA Justiitsministeeriumi konkurentsiosakond (*Antitrust Division of the United States Department of Justice*) (edaspidi - DOJ) esialgu, et Deutsche Börse ja NYSE Euronext koondumine on konkurentsile liialt kahjustav. (Department of Justice, 2011) Ometi teatas NYSE Euronext 22. detsembril 2011. a, et DOJ on heaks kiitnud Deutsche Börse ja NYSE Euronext koondumise. (NYSE Euronext) DOJ andis loa NYSE Euronext ja Deutsche Börse koondumisele tingimusel, et võõrandatakse International Securities Exchange'le (ISE) kuuluv vähemusosalus (31,54%) Direct Edge Holdings, LLC's. ISE kuulub omakorda Eurex'le, mis on Deutsche Börse'le kuuluv derivatiivide börs. NYSE Euronext on USA-s üks kahest suurimast ja prestiižsemast väärtpaberibörsist, Direct Edge on omakorda suuruselt neljas väärtpaberibörside operator USA-s. Nimetatud põhjusel andis DOJ võimaluse koondumine läbi viia üksnes juhul, kui Deutsche Börse'l ja NYSE Euronextil kaob võimalus kontrollida mistahes ulatuses Direct Edge tegevust. (Department of Justice 2011)

DOJ esindaja Sharis A. Pozen avaldas, et ilma Direct Edge'st eraldamiseta ja teiste piiranguteta, võiksid Deutsche Börse ja NYSE Euronext ühiselt mõjutada Direct Edge

tegevust ja vähendada seeläbi olulise konkurendi agressiivsust ja innovaativsust. Piirang tagab DOJ nägemuses selle, et USA börside turuosalised saavad jätkuvalt osa kasu, mis tuleneb hinnakonkurentsist ja innovatsiooni suurenemisest. (Department of Justice 2011)

Seega ilmneb Euroopa Liidu ja USA konkurentsioorganite argumentatsioonist, et peamiseks konkurentsialaseks probleemiks on siiski võimalik monopoolne seisund või võime oluliselt vähendada konkurentsi turul koondumise osalistega seotud ettevõtete kaudu. Kui USA turul suudeti konkurentsioorganite seisukoha kohaselt konkurentsi kahjustavaid tagajärgi vältida osaluse võõrandamisega ühes tütarettvõttes, siis Euroopa Komisjoni arvates ei olnud koondumise osaliste poolt pakutud mööndused piisavad.

NYSE Euronext juhatuse esimees Jan-Michiel Hessels leidis Euroopa Komisjoni negatiivset otsust kommenteerides, et selline otsus oli tingitud „fundamentaalselt erinevatest arusaamadest derivatiivide turust“. Deutsche Börse esindaja nägemuses põhines Euroopa Komisjoni otsus ebarealistlikult kitsal turudefinitsioonil, mis ei õigusta derivatiivide turu globaalset iseloomu. (May 2012)

Käsitleda OTC turgu eraldiseisva turuna on koondumise osaliste arvates arusaamatu ja põhjendamatu. Omapoolsetes vastuväidetes rõhutati ka asjaolu, et Euroopa Komisjoni negatiivne otsus on vastuolus nendepoolse finantsturu regulatsioonide laiendamise eesmärgiga. Samuti mindi vastuollu USA-s 2007. aastal tehtud otsusega, kus konkurentsiiinstituutsioonid aktsepteerisid kahe Chicago börsi CME ja CBOT koondumist, mis tekitas suurima globaalselt opereeriva derivatiivide turu. (May 2012) Nimelt aktsepteeris DOJ juunis 2007 CBOT Holdings Inc. ja Chicago Mercantile Exchange Holdings Inc. (CME) koondumist ilma ühegi tingimusega. (Department of Justice 2007) Eeltoodu ilmestab Euroopa ja USA erinevat lähenemist väärtpaberibörside asjaomasele turule, mis lõppastmes ongi ehk viinud erinevate otsuste langetamisele Deutsche Börse ja NYSE Euronext koondumise osas. Koondumisega kaasnevate kasutegurite hindamine on seejuures paraku jäänud kõrvalisse rolli.

### 2.3.2. Järeldused

Deutsche Börse ja NYSE Euronext koondumise keelamisega andis Euroopa Komisjon selgelt märku, et kui eksisteerib oht, et konkurentsi kahjustavad tegurid kaaluvad üles börside koondumisega kaasnevad kasutegurid, on konkurentsiorganid valmis pidurdama väärtipaberibörside integreerumist. Selline suhtumine näitab Euroopa Komisjoni konkurentsipoliitika kuulumist koolkondade vahelisse tsooni. Ühelt poolt aktsepteerib Euroopa Komisjon Harvardi koolkonna poolt toetatud turustruktuuri säilitamise vajadust, kuid teiselt poolt toetab eelnevate börside koondumiste valguses Chicagolikku turuiseregulatsiooni.

Kindlasti on positiivne Euroopa Komisjoni kriitiline suhtumine börside koondumistesse juhtumipõhiselt, andmata luba koondumistele üksnes põhjusel, et varasemalt on börside integreerumist toetatud. Samas tekitab Euroopa Komisjoni ja DOJ erinevate otsuste raames küsitavuse, kas ei ole liigselt hoitud kinni kitsast asjaomase turu määratlusest, millele viitasid ka koondumise osalised. Euroopa Komisjon piiritles asjaomase turu oma otsuses Euroopaga, kuigi derivatiividega kauplemise turgu võiks hinnata ka globaalseks. NASDAQ OMX on näiteks oma aastaaruandes leidnud, et sisuliselt on väärtipaberibörside turg globaalne. Lisaks eristati OTC-de ja ETD-de turgu, mida koondumise osalised samuti pidasid põhjendamatuks.

Nagu eelnevalt mainitud, siis jäetakse asjaomane turg määramata, kui konkurentsiõiguse rikkumine eksisteeriks või vastupidi, ei eksisteeriks, olenemata asjaomase turu täpsest määratlemisest. (Navarro, *et al.* 2005: 90) Deutsche Börse ja NYSE Euronext juhtumi puhul oleks võinud tulemus olla aga hoopis teine, kui nii Euroopa Komisjon kui DOJ oleks määratlenud asjaomase turu laiemana kui üksnes nende valitsemisalasse kuuluva piirkonnana või kui ei oleks eristatud ETD-de ja OTC-de turgu. Siin aga tõusetubki oluline konflikt majandusteaduslike määratluste ja õigusreeglite vahel. Lähtudes majandusteaduslikest määratlustest, oleks tulnud tõdeda, et derivatiividega kauplemise turg on ettevõtete ja investorite rahvusvahelise ringi tõttu vältimatult mingis ulatuses rahvusvaheline ja mõlemaliigilisi derivatiive hõlmav. Seega oleks pidanud eraldiseisvalt kaaluma, millised on majanduslikud kasutegurid globaalses plaanis.

Eeltoodut arvestades ei olegi ehk alusetu Frankfurdi Komisjoni arusaam, et Euroopa Komisjon oleks omapoolset mõjuvõimu väärtpaberibörside turul just suurendanud, kui koondumisele oleks luba antud. Nii oleks Euroopa konkurentsiasutused omandanud kontrolli globaalsete börside osas ning samas oleks panustatud ühtsemate kauplemisplatvormide kujunemisse ja seeläbi ka Euroopa finantsstabiilsuse suurenemisse. Seda enam, et majanduslik kasu tekibki valdavalt väga suurte börside loomise kaudu, kuna Malkamäki uurimuse kohaselt esineb mastaabisääst üksnes väga suurtel väärtpaberibörsidel. (Malkamäki 1999: 24)

Euroopa ja USA erinevate lähenemiste valguses, tuleks kaaluda võimalust, et börside koondumine võiks olla õigustatud loomuliku monopoli kontseptsiooni kaudu. Suuruseeliste puhul on majanduslikult otstarbekam (odavam), kui kogu nõudluse rahuldamiseks vajalik tootmine on koondatud mõnda suurde või äärmuslikul juhul vaid ühte ettevõttesse. Sellisel juhul saab rääkida loomulikust monopolist, millega on seotud turu vastaspoole kurnamise oht kunstliku defitsiidi ja kõrgendatud hindade või halva kvaliteedi kaudu. Dünaamilises aspektis võib ette tulla tehnilise arengu takistamist või vähemalt arengustiimulite puudumist, mis võivad teha vajalikuks riigi sekkumise. (Sepp 2011: 18) Konkurentsiseaduse § 15 järgi loetakse ettevõtte olulist vahendit, sealhulgas loomulikku monopoli omavaks, kui tema omandis, valduses või opereerimisel on võrgustik, infrastruktuur või muu oluline vahend, mida teisel isikul ei ole võimalik või ei ole majanduslikult otstarbekas dubleerida, kuid millele juurdepääsuta või mille olemasoluta ei ole võimalik kaubaturul tegutseda.

Loomuliku monopoli kontseptsiooni taustal tuleb küsida, et kas üldiselt on majanduslikult mõttekas mitme börsi olemasolu ühes ja samas piirkonnas. Selge on, et aktsiate noteerimine ja aktsiatega kauplemine on võimalik üksnes börsil. Isegi viimasel ajal tekkinud alternatiivsed kauplemisplatvormid ei asenda täies ulatuses börside poolt osutatavaid teenuseid ning kindlasti mitte börside kõrget usaldusväärsust. Börsi asutamine omakorda on äärmiselt kulukas, nõudes suuremahulisi alginvesteeringuid. Üks põhjuseid, miks börside integreerumist konkurentsipoliitikas pooldama hakati, oligi eesmärk vähendada börsidel kauplemisega kaasnevat kulusid ning lihtsustada väärtpaberiturudel kauplemist. Seega võiks tõepoolest tolereerida näiteks monopolises seisundis oleva ülemaailmse börsi kujunemist, kui seeläbi saavutatakse kõige



efektiivsem ressursside kasutamine. Samas tuleb siis kasutusele võtta ka efektiivsed meetmed monopoolses seisundis oleva väärtapaberituru poolt positsiooni kuritarvitamise vältimiseks.

Lisaks tõusetub jällegi küsimus asjaomasest turust – mis on piirkonnaks, mille ulatuses saab börs tegutseda loomuliku monopolina. Varasemalt, mil börsid olid valdavalt riiklikud avalik-õiguslikud ettevõtted, olidki nad siseriiklikult monopoolsed. Küll aga olid nad allutatud tugevale riiklikule kontrollile ning konkurentsi kahjustamine oli ebatõenäoline. Nüüd on asjaomane turg tunduvalt laienenud, hõlmates maailma suurimate börside osas väga paljusid riike.

Eelnev mõttekäik eirab aga kaht olulist asjaolu – esiteks seda, et börsid on käesoleval ajal kasumile orienteeritud ja ise börsil noteeritud ettevõtted, kes ei tegutse investorite ja ettevõtete vahelise avaliku kauplemise reguleerimise huvist lähtudes. Loomuliku monopoli puhul üritatakse konkurentsi säilitamiseks nimelt tekitada nn läbilaskekonkurentsi, mis tähendab olulise vahendi omanikule kohustust võimaldada tema käsutuses oleva vahendi kasutamist ka teistel asjahuvilistel mõistlikel ja mittediskrimineerivatel tingimustel. Eriti keeruline on niisuguse kohustuse tagamine aga vertikaalsetel integreerunud turgudel, kus loomuliku monopoli valdaja on ka selle kasutaja. (Sepp 2011: 20) Börside puhul on samuti tegemist vertikaalselt integreerunud turgudega, kuna börsid on ise noteeritud ning börsid omavad ettevõtteid, mis on vajalikud väärtapaberiturgude funktsioneerimiseks (nt kliiringuettevõtted, tehnoloogiaettevõtted).

Teiseks on loomuliku monopoli põhjendatuse jaatamine börside puhul keeruline, kuna puudub ühtne organ maailma mastaabis, mis suudaks kontrollida börside käitumist kooskõlas konkurentsi reeglitega. Seega, kui peaks kujunema ülemaailmne kõiki kauplemisplatvorme ühendav börs, oleks suhteliselt keeruline välja töötada sedavõrd põhjalik regulatsioon, et oleks välistatud monopoolse seisundi kuritarvitamine. Seda ainuüksi turgude mastaapsuse ja hõlmatavate õigussüsteemide erisuste tõttu.

Lisaks võiks julgeda väita, et kuna juba praegu omavad kauplemise osas olulist rolli ka alternatiivsed kauplemisplatvormid nagu ATS-d ja ECN-d, siis ei pruugi börsid olla tehnoloogia arenedes sugugi nii asendamatud kui hetkel tundub. Sellisel juhul kaoks ära

üks olulisi loomuliku monopoli kontseptsiooni eeldusi, nimelt see, et kaubaturul kauplemine ilma loomulikku monopoli omava ettevõttega ei oleks võimalik.

Kui ei asuta seisukohale, et börsed tuleks vaadelda loomuliku monopolina, võivad konkurentsivõimelised, hoolimata senisest väärt-paberiturude integreerumist soodustavast konkurentsipoliitikast, seega mingil hetkel leida, et börside koondumine ei toeta enam majanduspoliitilisi eesmärke. Clausen ja Sorensen (2002) leidsid juba üksnes paar aastat pärast Euronexti asutamist, et Euroopa Liidu konkurentsireeglid ning siseriiklikud regulatsioonid võivad börsidevahelist koostööd piirata, kuna turgu valitseva seisundi kuritarvitamine ja kartelle ning koondumisi reguleerivad reeglid võivad ette näha, et koostööd ei saa teatud vormis läbi viia. (Clausen, Sorensen 2002: 388) Deutsche Börse ja NYSE Euronext koondumise keelamisega ongi omamoodi seatud piir börside integratsioonile.

Samas ei pruugigi nimetatud piiri olemasolu olla üldplaanis ebamõistlik, eriti kui jääda seisukohale, et börside puhul ei ole tegemist loomulike monopolidega. Nimelt tuleb börside koondumisega kaasnevate majanduslike kasutegurite olemasolu suhtuda üldplaanis, mitte ainult konkreetse kaasuse kontekstis, skeptiliselt. Hiljutise majanduskriisi taustal oli näha, et rahvusvaheliste „mammutbörside“ funktsioneerimine ei taga nii või teisiti finantssüsteemide stabiilsust ning kipub pigem võimendama emotsioonide ajal tehtavaid spekulatsioone. Eeltoodu näitab, et suuruseeliste ehk majanduslike kasutegurite arvestamist tuleb koondumise põhjendamise alusena hinnata vägagi kriitiliselt. Seda eriti juhtudel, kus antakse luba sisuliselt uue turu tekkimisele, nagu see oli NYSE Euronext koondumise puhul, kui esmakordselt loodi transatlantiline börs. Seega peab mistahes majanduslike kasutegurite argumendile tuginedes niivõrd mastaapsete koondumiste lubamine olema erandlik ning äärmiselt kaalutletud.

Kasutegurite olemasolu omakorda on suuresti tingitud tõhusa konkurentsi olemasolust ja säilimisest ning sellest tulenevast tugevate konkurentsijõudude olemasolust. Käesoleval ajal on börside teenuste kasutamisel ostjate turujõud hakanud suurenema tänu ristnoteerimise süsteemile, kuid paraku kaob ristnoteerimise efekt suuresti ära, kui börside koondumise tulemusena on erinevad kauplemisplatvormid ikkagi ühe väärt-paberituru kontrolli all. Silmas tuleb pidada, et kuigi automaatsed kauplemissüsteemid pakuvad teatud ulatuses tavapärastele väärt-paberibörsidele konkurentsi, ei suuda need

vähemasti veel hetkel konkureerida börside poolt pakutava usaldusväärsuse ja kvaliteedi osas.

## KOKKUVÕTE

Börside integratsiooni on siiani peetud valdavalt majanduslikult efektiivseks ning põhjendatuks. Väärtpaberibörside integreerumine on senini end suures osas ka õigustanud – globaalsete börside teke on võimaldanud laiendada emitentide ja investorite ringi ning suurendanud läbiviidavate tehingute arvu.

Konkurentsipoliitika börside integratsiooni toetavast suhtumisest tingituna on tekkinud tõelised „mammutbörsid“, millede kontrollimine ning reguleerimine on keerukas juba ainuüksi nende piirideülesuse tõttu. Samas ei tundu börside integreerumise soov vaibuvat ning seetõttu on oluline üle vaadata senine börside koondumise suhtes positiivselt meelestatud majanduspoliitiline arusaam. Käesoleva magitritöö eesmärgiks oli hinnata, kas ja kuivõrd on olnud õigustatud senised konkurentsipoliitilised otsused börside koondumiste osas.

Teoreetilistes uurimustes on välja toodud mitmeid börside koondumist toetavaid argumente. Näiteks viitab ostu- ja müügihindade vahe vähenemine koondunud börsidel koos vahe mitte-suurenemisega mitte-koondunud börsidel, asjaolule, et koondumised ei vähendanud konkurentsi, vaid pigem suurendasid seda. Selliselt kandub majanduslik kasu koondumisest teenuse tarbijatele ehk emitentidele ja investoritele. Kuivõrd suurte börside näol on tegemist mastaabisäästuga tegutsevate ettevõtetega, siis peaks koondumise kaudu tehingute arvu suurenemisega igal juhul kaasnema ostu- ja müügihinna vahe vähenemine ehk seega ka tarbijate kasu suurenemine.

Oluline on, et just suured börsid saavutavad suurima kuluefektiivsuse. Seega on nii investorite kui ettevõtete jaoks kasumlik kaubelda suuritel turgudel, kus läbiviidavate tehingute hulk on suur ja transaktsioonikulud võrdlemisi väiksed. Seda enam, et transaktsioonikulude vähenemine toob kaasa ka aktsiate objektiivsema hindamise ja informatsiooni läbipaistvuse suurenemise. Opereerimiskulude ja transaktsioonikulude vähenemine võib lisaks tähendada turu suuremat stabiilsust ja volatiilsuse vähenemist.

Samas võib erialakirjanduses leida börside koondumiste osas ka negatiivseid järeldusi. Sealjuures on peamine argument börside koondumise vastu võimalik monopolistlik käitumine koondunud börside poolt. Väärtpaberibörsid on tänapäeval kasumileorienteeritud ettevõtted, kelle initsiatiiviks on ettevõtetmajanduslikest põhimõtetest lähtudes koondumiste kaudu eelkõige uute konkurentide turule sisenemise takistamine ja seeläbi kasumi teenimisesuurendamine ning oma turupositsiooni säilitamine. Nii võib börside koondumine tuua kaasa hoopiski negatiivse mõju ja tarbijate kasu vähenemise.

Börside koondumise negatiivse mõjuna võib välja tuua veel ristnoteerimise kadumise selle algupärase mõttes. Ristnoteerimine suurendab tugevat konkurentsi börside vahel, kuivõrd börsiettevõtte omab võimu valida erinevate börside vahel. Kui kujundada integreeritud börside süsteem võib taoline ristnoteerimise mõju hoopiski kaduda. Lisaks nõuaks monopoolses seisundis väärtpaberiturg börsi liikmeks astumisel madalamaid garantiisid kui börsid tiheda konkurentsi korral, sest monopoolses seisundis börs üritaks oma likviidsust ohvriks tuues kasvatada kasumi teenimise eesmärgil börsil kauplevate ettevõtete ja investorite arvu.

Töö empiirilises osas selgus, et senised läbiviidud väärtpaberibörside koondumised on olnud rahvamajanduslikult pigem põhjendatud. Ilmnes, et kuigi koondumiste tulemusena suurenes märgatavalt börside emitentide arv ning laienes tegevusulatus, ei õnnestunud börsidel asuda käituma sõltumatult teenuste tarbijatest. Börside integreerimine ongi õigustatud üksnes seni, kuni tarbijatel on võimalus saada osa koondumisega kaasnevast kasust ning kuni säilib piisavalt tõhus konkurents.

Väärtpaberibörside koondumiste puhul on tõhusa konkurentsi säilimise osas ohumärgiks asjaolu, et uute tulijate turule sisenemine ei ole väga tõenäoline. Euronexti asutamise järgselt ei tekkinud näiteks Euroopa börside turule ühtki uut klassikalist väärtpaberiturgu, mis oleks Euronextile asunud pakkuma konkurentsi. Ka globaalsel tasandil ei ole siiani tekkinud uusi turuletulijaid, pigem üritavad olemasolevad „mammutbörsid“ enda turuvõimu veelgi suurendada. Turule tulemist takistavad eelkõige pöördumatute investeeringute vajadus börsi loomisel. Börsi asutamine on kulumahukas nii seadusest tulenevate kõrgete likviidsusnõuete kui keeruliste

tehnoloogiliste lahenduste tõttu, kuid samas läheb suur osa börsi asutamisel tehtud kulutusi turult väljumisel kaduma (pöördumatud investeeringud).

Hoolimata asjaolust, et üks oluline konkurentsijõud – uute konkurentide tulemine turule – on ebatõenäoline, tuleb väärtpaberibörside koondumiste kontrollimisel keskenduda eelkõige küsimusele, kas koondumine on rahvamajanduslikult siiski põhjendatud. Koondumiste kontrolli peamine eesmärk on lubada koondumised, mille majanduslikud kasutegurid kaaluvad üles konkurentsile tekkiva kahju.

Börside koondumine on põhjendatud eelkõige seetõttu, et ettevõtete ja investorite jaoks on kasumlik tegutseda suuremal börsil. Börside integratsioon võib vähendada teenuste kasutajate otseseid kulusid erinevatel põhjustel. Näiteks vähendades tehingute läbiviimise püsikulusid ja seeläbi keskmist tehingukulu; suurendades kauplemisaktiivsust; vähendades tehingutasusid tarbijate jaoks ja kulusid riistvarale, tarkvarale ja oskuslikule inimkapitalile. Lisaks tõstsid NYSE Euronext ja NASDAQ OMX koondumised börside innovatiivsust ja soovi otsida efektiivsuseeliseid uuel tasandil, kuna tekkis lausa uus asjaomane turg transatlantilise turu näol. Viimatinimetatud börside tugev omavaheline konkurents on ka üks peamisi põhjuseid, miks nad on sunnitud otsima üha uusi võimalusi tegevuse efektiivsemaks ja kulusäästlikumaks muutmiseks.

Seega on börside tegevusest teenuste tarbijatele kanduva kasu võtmeküsimuseks jätkuvalt tõhus konkurents. Just nimelt hirmu tõttu tõhusa konkurentsi kahjustumise ees jättis Euroopa Komisjon andmata loa Deutsche Börse ja NYSE Euronext koondumisele.

Kindlasti on positiivne Euroopa Komisjoni kriitiline suhtumine börside koondumistesse juhtumipõhiselt, andmata luba koondumistele üksnes põhjusel, et varasemalt on börside integreerumist toetatud. Samas tõstatasid Euroopa Komisjoni ja DOJ erinevad otsused küsimuse, mis on väärtpaberibörside koondumiste puhul asjaomaseks turuks. Koondumise osalised ise leidsid, et Euroopa Komisjon on asjaomase turu määratlenud liiga kitsalt, tehes seetõttu ebaõige ja rahvamajanduslikult kahjuliku otsuse. Tõepoolest, kui Euroopa Komisjon oleks koondumisele lähenenud vaatepunktist, et aktsepteeritav on globaalne asjaomane turg ja et OTC-de ja ETD-de turgu tuleks vaadelda ühtsena, oleks otsus tõenäoliselt olnud vastupidine. Euroopa Komisjon allutas seega globaalsed

huvid regionaalsetele ning leidis, et olulisim on ka Euroopa piires tõhusa konkurentsi säilitamine.

Euroopa ja USA erinevate lähenemiste valguses peaksid konkurentsiasutused siiski analüüsima, kas börside koondumine võiks olla õigustatud loomuliku monopoli kontseptsiooni kaudu. Globaalselt loomuliku monopolina tegutsev väärtpaberiturg võiks tagada kogu nõudluse rahuldamiseks vajaliku tootmise võimalikult kulusäästlikult ja samas võimaldada võimalikult paljude ettevõtete ning investorite huvide omavahelist ühendamist. Siiski on loomuliku monopoli põhjendatuse jaatamine börside puhul keeruline, kuna puudub ühtne organ maailma mastaabis, mis suudaks kontrollida börside käitumist kooskõlas konkurentsi reeglitega. Lisaks on uurimustes leitud, et börside saajaprotsendiline integratsioon ei ole nii või teisiti realiseeritav kauplemisega seonduva informatsiooni keerukuse tõttu. Samuti on tõenäoline, et alternatiivsed kauplemisplatvormid nagu ATS-d ja ECN-d võivad tehnoloogia arenedes vähendada oluliselt börside asendamatu iseloomu.

Kuigi senised lubatud börside koondumised on end majanduslikult õigustanud ning teeninud ühiskondlikke eesmärke, on Deutsche Börse ja NYSE Euronext koondumise keelamine loonud mõneti selgusetu olukorra börside võimaliku edasise integratsiooni osas. Seetõttu on majanduspoliitika ja konkurentsiasutuste olulisimaks ülesandeks luua edaspidiseks selge poliitiline nägemus väärtpaberibörside ühiskondliku funktsiooni ja ulatuses osas. Eelkõige peaks Euroopa Liit selgelt kujundama omapoolse seisukoha finantsturgude edasiste arengute osas. Kui ühelt poolt on senini aktsepteeritud globaalsete turgude teket ning leitud, et seeläbi on võimalik jõuda suurima majandusliku kasuni, siis tuleks teiselt poolt selgitada, kas ja kus jooksevad Euroopa jaoks edasise väärtpaberibörside integreerumise osas piirid. Vaadeldes väärtpaberibörside turgu globaalselt võiks tõepoolest rahvamajanduslikult põhjendatuim olla börside edasine integreerumine, kuid see eeldab piirkondlike konkurentsiasutuste omavahelist tihedat koostööd ning majanduslike argumentide õiguslike formaalsuste ees prevaleerimise tunnustamist.

Väärtpaberibörside globaalse turu kujundamiseks on seega vajalik globaalselt ühtse konkurentsipoliitilise seisukoha kujundamine ja ühtsete kontrollimeetmete väljatöötamine. Eeltoodu võimaldab ka käesolevas magistritöös esitatud teema

edasiarendamist esiteks nimetatud kontrollimeetmete osas lahenduste formuleerimisega, ja teiseks globaalse väärtpaberituru toimimise problemaatika põhjalikuma analüüsimisega. Nagu käesolevas töös korduvalt rõhutatud on teema hõlmatud lisaks paljudele majanduslikele nüanssidele mitmete õiguslike probleemidega, mistõttu ei piirdu töö edasiarendamise võimalused üksnes majandusteaduslike uurimustega. Õigusteaduslikult tuleks analüüsida konkurentsioiguse kooskõla majandusteaduslike arengutega ning õiguslike võimalusi ja piiranguid globaalse väärtpaberituru kujundamisel.



## VIIDATUD ALLIKAD

1. **Aggarwal, R., ja S. Dahiya.** Demutualization and Public Offerings of Financial Exchanges. – Journal of Applied Corporate Finance, 2006, Vol. 18, No. 3, pp. 96-106.
2. **Alexandrov, A., G. Deltas, ja D.F. Spulber.** Antitrust and competition in two-sided markets. – Journal of Competition Law & Economics, 2011, Vol. 7(4), pp. 775-812.
3. **Amira, K., ja M.L. Muzere.** Competition among stock exchanges for equity. – Journal of Banking & Finance, 2011, Vol. 35, pp. 2355-2373.
4. **Armanious, A.N.R.** Globalization Effect On Stock Exchange Integration. Tarragona: Cairo University, 2007, pp 1-25.
5. **Armstrong, J.** Expect More Global Mergers. – Traders Magazine, 2011: 10.
6. **Arnold, T., P. Hersch, J.H. Mulherin, ja J. Netter.** Merging Markets. – The Journal of Finance, 1999, Vol. LIV, No. 3, pp. 1083-1107.
7. **Baker, J.B.** Market definition: an analytical overview. – Antitrust Law Journal, 2007, Vol. 74, No. 1, pp. 129-173.
8. **Baker, J.B., ja T.F. Bresnahan.** Economic Evidence in Antitrust: Defining Markets and Measuring Market Power. Handbook of Antitrust Economics (Buccirossi, P.) Cambridge: The MIT Press, 2008, pp. 1-42.
9. **Broder, D.** U.S. Antitrust Law and Enforcement. A Practice Introduction. Oxford University Press, 2010.
10. **Burgert, P.** Is NYSE-Börse deal dead? – Trendlines, 2012, February.
11. **Clausen, N.J., ja K.E. Sorensen.** Competition and Co-operation between Stock Exchanges in Europe - Legal Aspects and Challenges. – European Business Law Review, 2002, Vol. 3, pp. 371-402.
12. **Clyde, P.S., ja J.D. Reitzes.** Can Mergers to Monopoly, Price Fixing, and Market-Division Agreements Raise Welfare? – International Journal of the Economics of Business, 2004, Vol. 11, No. 1, pp. 69-90.

13. **Coase, R.H.** The Nature of the Firm. – *Economica*, 1937, Vol. 4, No. 16, pp. 386-405.
14. **Cohen, N., C. Fradin, T. Madelin, ja R. Milne.** Borse chief has "room for manoeuvre" over Euronext. – *Financial Times*, 2006, June 8, pp. 26.
15. **Demsetz, H.** The cost of transacting. – *The Quarterly Journal of Economics*, 1968, Vol. 82, No. 1, pp. 33-53.
16. **DePamphilis, D.** *Mergers and Acquisitions Basics. All You Need To Know.* Oxford: Elsevier inc, 2011.
17. **Di Noia, C.** Competition and integration among stock exchanges in Europe: Network effects, implicit mergers and remote access. – *European Financial Management*, 2001, Vol. 7, No. 1, pp. 39-72.
18. **Domowitz, I.** An Exchange Is a Many-Splendored Thing: The Classification and Regulation of Automated Trading Systems. – *The Industrial Organization and Regulation of the Securities Industry* (Lo, A.W., ed) NBER Books, 1996, pp. 93-124.
19. **Fischel, D.R., ja S.J. Grossman.** Customer Protection in Futures and Securities Markets. – *The Journal of Futures Markets*, 1984, Vol. 4, No. 3, pp. 273-295.
20. **Gaspar, J., ja E.L. Glaeser.** *Information Technology and the Future of Cities.* NBER Working Paper Series, Cambridge: National Bureau of Economic Research, 1996.
21. **Godek, P.E.** A Chicago-school approach to antitrust for developing economies. – *The Antitrust Bulletin*, 1998, Vol. 43, pp. 261-274.
22. **Gormsen, L.L.** *A Principled Approach to Abuse of Dominance in European Competition Law.* Cambridge: Cambridge University Press, 2010.
23. **Green, C.J., P. Maggioni, ja V. Murinde.** Regulatory lessons for emerging stock markets from a century of evidence on transactions costs and share price volatility in the London Stock Exchange. – *Journal of Banking & Finance*, 2000, Vol. 24, pp. 577-601.
24. **Gugler, K., D.C. Mueller, B.B. Yurtoglu, ja C. Zulehner.** The effects of mergers: an international comparison. – *International Journal of Industrial Organization*, 2003, Vol. 21, pp. 625-653.

25. **Haritonov, A.** Turutasakaalu mudelid ja nende rakendamine areneval finantsturul (Eesti aktsiaturu näitel). Magistritöö, Tartu: Tartu Ülikooli majandusteaduskond, 2004.
26. **Hasan, I., ja M. Malkamäki.** Are expansions cost effective for stock exchanges? A global perspective. – Journal of Banking & Finance, 2001, Vol. 25, pp. 2339-2366.
27. **Homann, K., ja A. Suchanek.** Sissejuhatus majandusteadusesse II. Tartu: Tartu Ülikooli Kirjastus, 2009.
28. **Liu, S.** Transaction costs and market efficiency: Evidence from commission deregulation. – The Quarterly Review of Economics and Finance, 2010, Vol. 50, pp. 352-360.
29. **Lyons, B.** Cases in European Competition Policy. The Economic Analysis. Cambridge: Cambridge University Press, 2009.
30. **Malkamäki, M.** Are there Economies of Scale in Stock Exchange Activities? Discussion Paper, Helsinki: Bank of Finland, 1999.
31. **Martin, K.** Väärtpaperituru infrastruktuuride integratsioon Euroopas. – Kroon&Majandus, nr 4 (2005).
32. **Mason, A.** NYSE Euronext. – Equities Magazine. 2007.
33. **May, J.** Deutsche Börse and NYSE Euronext Blame “Narrow” Market Definition for EC’s Objection to Combination. – AntitrustConnect Blog, 2012, February 1. <http://antitrustconnect.com/2012/02/01/deutsche-borse-and-nyse-uronext-blame-%E2%80%9Cnarrow%E2%80%9D-market-definition-for-ec%E2%80%99s-objection-to-combination> (kasutatud 6. May 2012. a.).
34. **Mulherin, J.H., J.M. Netter, ja J.A. Overdahl.** Prices are property: The organization of financial exchanges from a transaction cost perspective. –Journal of Law & Economics, 1991, October, pp. 591-644.
35. **Möllers, T.M.J., ja A. Heinemann.** The Enforcement of Competition Law in Europe. Cambridge: Cambridge University Press, 2007.
36. **Navarro, E., A. Font, J. Floguera, ja J. Briones.** Merger Control in the European Union: Law, Economics and Practice. Oxford University Press, 2005.
37. **Nielsson, U.** Stock exchange merger and liquidity: The case of Euronext. – Journal of Financial Markets, 2009, Vol. 12, pp. 229-267.
38. **O'Neill Wyss, B.** Fundamentals of the Stock Market. McGraw-Hill, 2001.

39. **Otchere, I., ja K. Abou-Zied.** Stock exchange demutualization, self-listing and performance: The case of the Australian Stock Exchange. – *Journal of Banking & Finance*, 2008, No. 32, pp. 512-525.
40. **Pagano, M.** Trading Volume and Asset Liquidity. – *The Quarterly Journal of Economics*, 1989, May, pp. 255-274.
41. **Pagano, M., ja A.J. Padilla.** Efficiency gains from the integration of exchanges: lessons from the Euronext "natural experiment". A report for Euronext, LECG, 2005.
42. **Porter, M.E.** How competitive forces shape strategy. – *Harvard Business Review*, 1979, March-April, pp. 137-145.
43. **Porter, M.E.** The five competitive forces that shape strategy. – *Harvard Business Review*, 2008, January, pp. 78-94.
44. **Raiborn, C.A., ja M. McGinnis.** NYSE Merger Creates First Transatlantic Financial Market. – *The Journal of Corporate Accounting / Finance*, 2008, March-April, pp. 65-73.
45. **Rodger, B., ja A. Macculloch.** Competition law and policy in the EC and UK. London: Routledge-Cavendish, 2009.
46. **Russo, F., M.P. Schinkel, A. Günster, ja M. Carree.** European Commission Decisions on Competition. Economic Perspectives on landmark Antitrust and Merger Cases. Cambridge: Cambridge University Press, 2010.
47. **Santos, T., ja J.A. Scheinckman.** Competition among exchanges. – *Quarterly Journal of Economics*, 2001, August, pp. 1027-1061.
48. **Sepp, J.** Ettevõtluspoliitika ja -keskkond. Tartu: Tartu Ülikooli majandusteaduskond, 2004.
49. **Sepp, J.** Turutõrgete leevendamise teoreetilised alused. Tartu: Tartu Ülikooli majandusteaduskond, 2011.
50. **Shipp, B.T.** Filling Gaps in European Union Securities Law: Contractually Organized Supervision & the College of Euronext Regulators. – *American University International Law Review*, 2008, Vol. 23, pp. 387-450.
51. **Slimane, F.B.** Stock exchange consolidation and volatility: the case of Euronext. Troyes: Department of Finance, Champagne School of Management, 2010.

52. **Stahl, G.K. & Voigt, A.** Impact of cultural differences on merger and acquisition performance: a critical research review and an integrative model. – *Advances in Mergers and Acquisitions*, 2005, No. 4, pp 51-82.
53. **Tavendale, N.** NYSE Euronext and Deutsche Börse offer merger remedy. – *Future & Options Intelligence*, 2011, No. 1646.
54. **Walter, G.A., ja Barney, B.** Management objectives in mergers and acquisitions. – *Strategic Management Journal*, 1990, Vol. 11, No. 1, pp 79-86.
55. **Werden, G.J., ja L.M. Froeb.** Unilateral Competitive Effects of Horizontal Mergers. – *Handbook of Antitrust Economics*. (Buccirossi, P., ed) Cambridge: The MIT Press, 2008, pp. 43-104.
56. **Whinston, M.D.** *Lectures on Antitrust Economics*. Cambridge: The MIT Press, 2006.
57. **Williamson, O. E.** Economies as an Antitrust Defense: The Welfare Tradeoffs. – *The American Economic Review*, 1968, Vol. 58, No. 1, pp. 18-36.

#### **ELEKTROONILISED ALLIKAD**

58. Department of Justice, 2011. Justice Department requires Deutsche Börse to divest its interest in Direct Edge in order to merge with NYSE Euronext. 2011, December 22. [[http://www.justice.gov/atr/public/press\\_releases/2011/278537.pdf](http://www.justice.gov/atr/public/press_releases/2011/278537.pdf)] kasutatud 5. mai 2012. a.
59. Department of Justice, 2007. Statement of the Department of Justice Antitrust Division. 2007, June 11. [[http://www.justice.gov/atr/public/press\\_releases/2007/223853.htm](http://www.justice.gov/atr/public/press_releases/2007/223853.htm)] kasutatud 6. mai 2012. a.
60. Eesti Pank, 2010. *Finantsstabiilsuse ülevaade 2/2010*. Ülevaade, Tallinn: Eesti Pank, 2010. [[http://www.eestipank.info/pub/et/dokumendid/publikatsioonid/seeriad/finantsvahendus/2010\\_2/index.html?ok=1](http://www.eestipank.info/pub/et/dokumendid/publikatsioonid/seeriad/finantsvahendus/2010_2/index.html?ok=1)] kasutatud 16. märts 2012. a.
61. Eesti Pank, 2011. *Finantsstabiilsuse ülevaade 2/2011*. Ülevaade, Tallinn: Eesti Pank, 2011. [[http://www.eestipank.info/pub/et/dokumendid/publikatsioonid/seeriad/finantsvahendus/2011\\_2/index.html?ok=1](http://www.eestipank.info/pub/et/dokumendid/publikatsioonid/seeriad/finantsvahendus/2011_2/index.html?ok=1)] kasutatud 5. märts 2012. a.

62. Euronext, 2001. Annual Report 2001. NYSE Euronext.  
[<http://ir.nyse.com/phoenix.zhtml?c=129145&p=irol-reportsAnnual>] kasutatud 20. märts 2012. a.
63. European Commission, 1985. Completing the Internal Market. White Paper from the Commission to the European Council. Brussels: Commission of the European Communities, 1985.  
[[http://europa.eu/documents/comm/white\\_papers/pdf/com1985\\_0310\\_f\\_en.pdf](http://europa.eu/documents/comm/white_papers/pdf/com1985_0310_f_en.pdf)] kasutatud 5. mai 2012. a.
64. European Commission, 2011. Prior notification of a concentration. 2011, July 7.  
[<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2011:199:0009:0009:EN:PDF>] kasutatud 8. aprill 2012. a.
65. European Commission, 2012a. Mergers: Commission blocks proposed merger between Deutsche Börse and NYSE Euronext. EUROPA. 2012, February 1.  
[<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/12/94>] kasutatud 3. märts 2012. a.
66. European Commission, 2012b. Mergers: Commission prohibits proposed merger between Deutsche Börse AG and NYSE Euronext - frequently asked questions. MEMO, European Commission, 2012.  
[<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=MEMO/12/60&format=HTML>] kasutatud 7. aprill 2012. a.
67. Investopedia. Mergers and acquisitions - M&A. 2012.  
[<http://www.investopedia.com/terms/m/mergersandacquisitions.asp#axzz1tyXhBwmk>] kasutatud 5. mai 2012. a.
68. NASDAQ OMX, 2011a. About NASDAQ OMX. 2011. NASDAQ OMX.  
[[http://www.nasdaqomxnordic.com/about\\_us?languageId=1](http://www.nasdaqomxnordic.com/about_us?languageId=1)] kasutatud 20. märts 2012. a.
69. NASDAQ OMX, 2011b. What is NASDAQ? 2011. NASDAQ OMX.  
[<http://www.nasdaqomx.com/aboutus/whatisnasdaq>] kasutatud 20. märts 2012. a.
70. NASDAQ OMX, 2006. Annual Report 2006. NASDAQ OMX.  
[<http://ir.nasdaqomx.com/annuals.cfm>] kasutatud 16. märts 2012. a.
71. NASDAQ OMX, 2007. Annual Report 2007. NASDAQ OMX.

- [\[http://ir.nasdaqomx.com/annuals.cfm\]](http://ir.nasdaqomx.com/annuals.cfm) kasutatud 16. märts 2012. a.
72. NASDAQ OMX, 2008. Annual Report 2008. NASDAQ OMX.  
[\[http://ir.nasdaqomx.com/annuals.cfm\]](http://ir.nasdaqomx.com/annuals.cfm) kasutatud 16. märts 2012. a.
73. NASDAQ OMX, 2009. Annual Report 2009. NASDAQ OMX.  
[\[http://ir.nasdaqomx.com/annuals.cfm\]](http://ir.nasdaqomx.com/annuals.cfm) kasutatud 16. märts 2012. a.
74. NASDAQ OMX, 2010. Annual Report 2010. NASDAQ OMX.  
[\[http://ir.nasdaqomx.com/annuals.cfm\]](http://ir.nasdaqomx.com/annuals.cfm) kasutatud 16. märts 2012. a.
75. NASDAQ OMX, 2011. Annual Report 2011. NASDAQ OMX.  
[\[http://ir.nasdaqomx.com/annuals.cfm\]](http://ir.nasdaqomx.com/annuals.cfm) kasutatud 16. märts 2012. a.
76. NYSE Euronext. U.S. Department Of Justice Clears NYSE Euronext Merger With Deutsche Börse. 2011. NYSE Euronext.  
[\[http://www.nyse.com/press/1324552637175.html\]](http://www.nyse.com/press/1324552637175.html) kasutatud 7. mai 2012. a.
77. NYSE Euronext, 2006. Annual report 2006. NYSE Euronext.  
[\[http://ir.nyse.com/phoenix.zhtml?c=129145&p=irol-reportsAnnual\]](http://ir.nyse.com/phoenix.zhtml?c=129145&p=irol-reportsAnnual) kasutatud 20. märts 2012. a.
78. NYSE Euronext, 2007. Annual report 2007. NYSE Euronext.  
[\[http://ir.nyse.com/phoenix.zhtml?c=129145&p=irol-reportsAnnual\]](http://ir.nyse.com/phoenix.zhtml?c=129145&p=irol-reportsAnnual) kasutatud 20. märts 2012. a.
79. NYSE Euronext, 2008. Annual report 2008. NYSE Euronext.  
[\[http://ir.nyse.com/phoenix.zhtml?c=129145&p=irol-reportsAnnual\]](http://ir.nyse.com/phoenix.zhtml?c=129145&p=irol-reportsAnnual) kasutatud 20. märts 2012. a.
80. NYSE Euronext, 2009. Annual report 2009. NYSE Euronext.  
[\[http://ir.nyse.com/phoenix.zhtml?c=129145&p=irol-reportsAnnual\]](http://ir.nyse.com/phoenix.zhtml?c=129145&p=irol-reportsAnnual), kasutatud 20. märts 2012. a.
81. NYSE Euronext, 2010. Annual report 2010. NYSE Euronext.  
[\[http://ir.nyse.com/phoenix.zhtml?c=129145&p=irol-reportsAnnual\]](http://ir.nyse.com/phoenix.zhtml?c=129145&p=irol-reportsAnnual) kasutatud 20. märts 2012. a.
82. NYSE Euronext, 2011. Annual report 2011. NYSE Euronext.  
[\[http://ir.nyse.com/phoenix.zhtml?c=129145&p=irol-reportsAnnual\]](http://ir.nyse.com/phoenix.zhtml?c=129145&p=irol-reportsAnnual) kasutatud 20. märts 2012. a.
83. NYSE Euronext, 2012. NYSE Euronext Corporate Timeline. 2012. NYSE Euronext.

[<https://www.nyx.com/sites/www.nyx.com/files/nyseeuronexttimeline-web.pdf>]

kasutatud 5. mai 2012. a.

84. SEC. „SEC, Euronext regulators sign regulatory cooperation arrangement.“ Securities and Exchange Commission. 2007, January 25. Kättesaadav: <http://www.sec.gov/news/press/2007/2007-8.htm> kasutatud 20. märts 2012. a.
85. WFE. Exchange Council backs planned merger of Deutsche Börse and NYSE Euronext. 2011. Kättesaadav: <http://www.world-exchanges.org/news-views/news/exchange-council-backs-planned-merger-deutsche-b%C3%B6rse-and-nyse-uronext> kasutatud 10. november 2011. a.

### **ÕIGUS- ja NORMATIIVAKTID**

86. Clayton Antitrust Act of 1914. – Avaldatud L. No. 63-212, 38 Stat. 730, jõustunud 14.10.1914, kodifitseeritud 15 U.S.C. §12–27, 29 U.S.C. §52–53.
87. Horizontal Merger Guidelines (2010). – U.S. Department of Justice and Federal Trade Commission. [<http://www.ftc.gov/os/2010/08/100819hmg.pdf>] (kasutatud 20. veebruar 2012. a).
88. Horisontaalsete ühinemiste hindamise suunised vastavalt nõukogu määrusele kontrolli kehtestamise kohta ettevõtjate koondumiste üle (2004/C 31/03). – ELT C 31/5, 05.02.2004, lk 10-23.
89. Nõukogu määrus (EÜ) nr 139/2004, 20.01.2004. a, kontrolli kehtestamise kohta ettevõtjate koondumiste üle (EÜ ühinemismäärus). – ELT L 24/1, 29.01.2004, lk 40-61.

### **EUROOPA KOMISJONI OTSUSED**

90. *Airtours/First Choice* 1999. 2000/276/EC [1999] OJ L 93/1, Case IV/M. 1524. (European Commission, 1999).
91. *Continental Can Company*. 72/71/EEC [1972] OJ L 7/25, Case IV/26.811 (European Commission, 1972).



## **SUMMARY**

### **THE CONCENTRATION OF STOCK EXCHANGES AND THE CONCENTRATION CONTROL BY THE STATE**

Lise-Lotte Lääne

The long history of stock exchanges dates back to several hundred years when the Amsterdam Stock Exchange was established. Creation of stock exchanges as a creation of new market environment enabled to save on costs through high standardisation and rationalisation. Saving on costs is possible thanks to circumstances that the goods on sale are not at the place where the contract is concluded; that the qualities of the goods are subordinated to standardized classifications and regulations; that the forms of contracts are largely institutionalized and that the access to stock exchange is limited. Although the development of technology and the complexity of the stock exchange have changed the stock exchanges significantly compared to first bourses, the main role of the stock exchanges has remained the same.

The interests of the undertakings and the investors are connected through the stock exchanges achieving the decrease of the transaction costs, and enabling more productive risk management. Besides aforementioned functions, the stock exchanges characterize the general economic environment, either through evaluating economic stability or investment opportunities. Stock exchanges have acquired necessary and valuable role in everyday business environment as even the political organs have interest towards regulation and development of stock exchanges.

Before the mid-1980s the European stock exchanges had not seen many changes. In order to avoid economical backwardness from USA and Japan, the European Commission launched the program of Internal Market. For achieving the aforementioned Internal Market the Commission worked out in 1985 the White Paper

on Completing the Internal Market, where it was emphasized the conception of the internal market indicates also to creation of the European stock exchange market. The Commission stated: ‘This work is designed to break down barriers between stock exchanges and to create a Community-wide trading system for securities of international interest. The aim is to link stock exchanges electronically, so that their members can execute orders on the stock exchanges offering the best conditions to their clients. Such an interlinking would substantially increase the depth and liquidity of Community stock exchange markets, and would permit them to compete more effectively not only with stock exchanges outside the Community but also with unofficial and unsupervised markets within.’

The harmonization of stock exchanges started nevertheless already in the end of 1970s, when in 1979 the directive was adopted which coordinated the conditions of the admission to listing on the official stock exchanges.<sup>26</sup> In 1980 the next directive concerning the prospectus of the admission to listing was adopted, and it coordinated the information which is published when the stock are listed.<sup>27</sup> The aforementioned directive was substituted by the directive of year 1987, which introduced the important principle of mutual recognition, which was already used in other fields of harmonization.<sup>28</sup> Although the plan of harmonization of stock exchanges did not achieve remarkable success during 1980s, the plan worked out few decades ago holds importance at the present moment, when the integration of stock exchanges has gained global dimension.

The politics concerning the integration of stock exchanges intensified again in the beginning of 2000s. In 1999 the European Commission published the Action Plan for Financial Services, which foresaw the elimination of the fragmentation of capital market in order to decrease the cost of capital generated in the European Union markets. Additionally, the Lamfalussy process was launched in the beginning of 2000s to improve the legal regulation of European Union concerning the finance sector.

---

<sup>26</sup> Directive 79/279/EEC, OJ [1979] L 66/21, amended by Directive 82/148/EEC, OJ [1982] L 62/22.

<sup>27</sup> Directive 80/390/EEC, OJ [1980] L 100/1.

<sup>28</sup> Directive 87/345/EEC, OJ [1987] L 185/81.

In the light of aforementioned it is not surprising that in September 2000 the first cross-border stock exchange in Europe was established - Euronext N.V., which integrated the stock exchanges of Amsterdam, Brussels and Paris on one platform. In 2001 the Euronext N.V. acquired also the London bourse LIFFE and in 2002 the stock exchange of Lisbon merged with Euronext N.V. After establishment of Euronext N.V., the integration between stock exchanges intensified and at the present moment the international large-scale stock exchanges have been formed through mergers and acquisitions, like NYSE Euronext and NASDAQ OMX. Those global stock exchanges influence the world economics as a whole because of their scale.

Taking into account that stock exchanges are at the moment mainly profit oriented private-owned international undertakings, not national finance institutions, many questions concerning the competition between exchanges arise. For example there exists a possibility that a dominant position strengthens or even monopoly is created. Nevertheless, only fear for harmful consequences concerning the competition is nowadays not enough to forbid a concentration. According to Oliver E. Williamson (1968) one must take into account a possible trade-off between the harmful consequences and possible economic efficiencies when evaluating admissibility of a concentration.

Therefore the somewhat liberal attitude towards mergers and acquisitions of stock exchanges was justified by the fact, that from point of view of the public economy the concentrations of bourses were considered enlarging economical stability through increase of liability of markets and through more effective use of resources. The institutions of competition have given permissions inter alia to the establishment of Euronext N.V., to the merger of Euronext N.V. and NYSE and to the merger of NASDAQ and OMX. However, European Commission recently blocked the merger of Deutsche Börse and NYSE Euronext. The reason of the decision was the possible harm to the competition, including the possible creation of monopoly. The decision was rather surprising taking into account the fact, that the Department of Justice Antitrust Division had previously approved the merger.

In the light of the aforementioned, the goal of the master thesis was to evaluate if the decisions concerning the concentrations of stock exchanges have been justified so far. The problem is very topical as stock exchanges continue to show interest towards

integration and creation of massive bourses. For those reasons it is necessary to analyze pros and cons of the concentrations of stock exchanges in the light of public economy in order to decide on possible directions in economic and competition politics.

Having regard to the goal established, the following assignments concerning the present thesis were formed:

- 1) to open the meaning of the concentrations of undertakings', inter alia stock exchanges, taking into account the specific role of the stock exchanges in the public economy;
- 2) to bring out the social pros and cons of the concentrations of stock exchanges, and possible evaluation criteria;
- 3) to characterize the historical formation and development of the stock exchanges from the point of view of public economy, analyzing herewith the change of the role of stock exchanges in the society;
- 4) to analyze how the concentrations of stock exchanges which have already taken place have fulfilled the goals of the undertakings and also the goals of the public politics, emphasizing and comparing herewith the indicators of the concentrations, like the number of emitters and investors, bid-ask spreads and the trading activity;
- 5) to evaluate the decision to block the merger of Deutsche Börse and NYSE Euronext from the point of view of public economy, comparing the different approach of European Union and USA ;
- 6) to present the conclusions and the evaluation concerning which are the bounds between admissible and non-admissible concentrations of stock exchanges, and how justified have been the competition decisions so far.

The integration of stock exchanges has been considered economically effective and justifiable, and so far the integration has been indeed justified. The creation of global stock exchanges has enabled to broaden the circle of emitters and investors, and increased the number of transactions.

Because of the supportive attitude towards the concentrations of stock exchanges, really massive stock exchanges have been established. The control and regulation of those exchanges is very complicated already because of the cross-border nature. At the same

time the interest towards integration does not seem to weaken, therefore it is necessary to overlook the positive attitude of the economic policy.

In theoretical researches there have been brought out several arguments in favour of concentrations of stock exchanges. For example decrease of bid-ask spread of concentrated bourses implies to the fact that the concentrations did not reduce competition, but on the contrary increased it. This means that the economical benefits pass on to consumers, to emitters and investors. As large-scale bourses act with returns to scale, the concentration leads through increase of transactions to the decrease of bid-ask spreads and therefore, to the increase of benefits of consumers.

It is important that large-scale stock exchanges achieve the largest cost effectiveness. Therefore, it is profitable for emitters and investors to trade on large-scale markets where the number of transactions is high and the transaction costs relatively small. All the more, that the decrease of transaction costs brings along the more objective evaluation of stocks and the enlargement of the transparency of information. The decrease of the costs of operation and transaction may additionally mean the growth of market stability and reduction of volatility.

Meanwhile, the negative conclusions concerning the concentrations of stock exchanges can also be found. The main argument against the concentrations is possible monopolistic behaviour of the concentrated bourses. The stock exchanges are nowadays profit oriented private undertakings whose initiative is to avoid new competitors in order to ensure the maximum profit and to preserve their market position. Thus the concentration of stock exchanges may bring along negative influence, and the decrease of benefits of consumers.

Additionally, the disappearance of cross-listing may also be brought out as a negative effect of concentrations of bourses. Cross-listing increases competition between stock exchanges because the undertakings hold the power to choose from different stock exchanges. Such an effect of cross-listing may fade when the integrated system of stock exchanges is created. Further, the monopolistic stock exchange would demand lower guarantees from emitters than the bourses in competition, because the stock exchange

which has the monopoly would sacrifice its liquidity in order to gain in profit by increasing the number of emitters and investors.

In the empirical part of the master thesis, it appeared that the concentrations established so far by the stock exchanges have been justified in the light of public economy. It came out that although the number of emitters increased significantly after the concentrations, and the scope of activity broadened, the stock exchanges could not act independently from the consumers. The integration of the stock exchanges is justified as long as the consumers have the possibility to have part of the benefit which arises from the concentration and until the efficient competition between the bourses preserves.

The threat to the efficient competition is for example the fact that the appearance of new competitors is not very likely. For example, after the establishment of Euronext N.V., there were not founded any new classical stock exchange in Europe. Also in the global scope there have not emerged any new competitors; already existing large-scale stock exchanges are rather trying to increase their market power. The entrance to the market is constrained by the sunk costs. The establishing of a stock exchange is costly because of the high liquidity requirements deriving from the law, and also because of the technological solutions. On the other hand most of the expenses would disappear when exiting the market (the sunk costs).

Despite the fact that one important competitive force – the threat of new entrants – is unlikely, when controlling the concentrations of stock exchanges one must concentrate on the question if the concentration is justified macroeconomically. The main purpose of the concentration control is to permit the concentrations where economical efficiencies outweigh the damage to competition.

The concentration of stock exchanges is primarily justified because of the fact that for the emitters and investors it is profitable to act on the large-scale bourse. The integration of stock exchanges may decrease the direct costs of the users for many reasons. For example, the direct costs may decrease because of the decreasing the fixed costs of transactions; increasing the trading activity; decreasing the fees for consumers; and decreasing costs on hardware, software and human capital. Additionally, the concentrations of NYSE Euronext and NASDAQ OMX raised the innovation of the

bourses, and created an incentive to find new advantages on new level, because with those mergers the new relevant market – the transatlantic stock exchanges market. The strong competition between aforementioned stock exchanges is one of the main reasons why the bourses are continuously forced to search new possibilities to change their activities more cost effective.

Therefore the key question for the benefit to pass to the consumers is effective competition. Because of the fear towards the possible damage to competition, the European Commission blocked the merger of Deutsche Börse and NYSE Euronext.

The critical attitude of the European Commission towards the concentrations of stock exchanges is definitely positive, as the Commission do not give the permission only because the concentrations of bourses have been previously allowed. Still the different decisions of the European Commission and DOJ raised a question concerning the relevant geographical market in case of the merger of stock exchanges. The undertakings concerned claimed that the European Commission defined the relevant market too narrowly, and therefore made an incorrect and even harmful decision. Indeed, when the European Commission would have approached to the concentration from the point of view, that the global relevant market is acceptable, the decision would likely have been contrary. The European Commission subordinated the global interest to regional interest, and found that preserving the effective competition in Europe is the most important goal of the competition policy.

In the light of different approaches of European Union and USA, the institutions of competitions should analyze if the integration of stock exchanges could be justified under concept of a natural monopoly. The stock exchange which acts globally as a natural monopoly could ensure all the necessary services possibly cost effectively, and at the same time the stock exchange could unite as many emitters and investors as possible. Nevertheless, the justification of the concept of a natural monopoly is rather difficult when it comes to stock exchanges. That is because there does not exist integrated institutions which could control the actions of stock exchanges. Additionally, it has been found in the researches the integration of stock exchanges is nevertheless not possible thoroughly because of the complexity of the information concerning the

trading. Also, it is likely that the development of technology enables the alternative trading platforms, like ATS and ECN, soon to substitute the stock exchanges.

Although the concentrations of stock exchanges have justified themselves to this day, and earned the social goals, the prohibition of the merger of Deutsche Börse and NYSE Euronext has created somewhat unclear situation. It is not clear if the competition policy still supports the idea of the integration of the stock exchanges or not. Therefore, the main goal for the economic policy and the institutions of competition is to form a clear political view on the functions and scope of the stock exchanges. On first hand, the European Union should shape its standpoint on the further development of financial markets. As until now the creation of the global markets have been accepted, it should be explained if and where are the boundaries for the integration of the stock exchanges. When looking the market of stock exchanges globally, the integration of stock exchanges could be the best solution. On the other hand, it presumes the cooperation between the different regional institutions of competitions, and the acceptance of the fact, that the economical arguments prevail before the juridical formalities.

In order to form the global market of stock exchanges it is therefore necessary to form a unitary standpoint in competition policy and work out common measures of control. Aformentioned enables to develop the topic of the present master thesis. Firstly the possible common measures of control should be identified and formulated, and secondly the problematics of global stock exchange should be analyzed more thoroughly. As it was emphasized in the present thesis, the topic encompasses many juridical problems besides the economical nuances. Therefore the possibilities to develop the research are not limited with the economical studies. Juridically the harmony between the competition law and the economical development should be analyzed, and also the possibilities of creating the global stock exchange should be formulated.