

DE

Die Veröffentlichung dieses Textes dient lediglich der Information.

Eine Zusammenfassung dieser Entscheidung wird in allen Amtssprachen der Gemeinschaft im Amtsblatt der Europäischen Union veröffentlicht.

***Sache COMP/M.4726 –  
Thomson  
Corporation/Reuters  
Group***

Nur der englische Text ist verbindlich.

**VERORDNUNG (EG) Nr. 139/2004  
FUSIONSKONTROLLVERFAHREN**

---

Artikel 8 Absatz 2  
Datum: 19.2.2008



KOMMISSION DER EUROPÄISCHEN GEMEINSCHAFTEN

Brüssel, den 19.2.2008

SG-Greffe(2008) D/200711

**NICHTVERTRAULICHE  
FASSUNG**

**ENTSCHEIDUNG DER KOMMISSION**

**vom 19.2.2008**

**zur Feststellung der Vereinbarkeit eines Zusammenschlusses mit dem Gemeinsamen  
Markt und dem EWR-Abkommen**

(Sache Nr. COMP/M.4726 – Thomson Corporation/ Reuters Group)

## **Entscheidung der Kommission**

**vom 19.2.2008**

### **zur Feststellung der Vereinbarkeit eines Zusammenschlusses mit dem Gemeinsamen Markt und dem EWR-Abkommen**

**(Sache COMP/M.4726 – Thomson Corporation/ Reuters Group)**

(Nur der englische Text ist verbindlich)

(Text von Bedeutung für den EWR)

DIE KOMMISSION DER EUROPÄISCHEN GEMEINSCHAFTEN –

gestützt auf den Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft,

gestützt auf das Abkommen über den europäischen Wirtschaftsraum, insbesondere auf Artikel 57,

gestützt auf die Verordnung (EG) Nr. 139/2004 des Rates vom 20. Januar 2004 über die Kontrolle von Unternehmenszusammenschlüssen<sup>1</sup>, insbesondere Artikel 8 Absatz 2,

gestützt auf die Entscheidung der Kommission vom 8. Oktober 2007 zur Einleitung eines Verfahrens in dieser Sache,

gestützt auf die Stellungnahme des Beratenden Ausschusses für Unternehmenszusammenschlüsse,

gestützt auf den Abschlussbericht der Anhörungsbeauftragten in dieser Sache,

IN ERWÄGUNG NACHSTEHENDER GRÜNDE:

#### **I. EINLEITUNG**

1. Am 3. September 2007 ist die Anmeldung eines Zusammenschlusses gemäß Artikel 4 der Verordnung (EG) Nr. 139/2004 des Rates bei der Kommission eingegangen, durch den Woodbridge Company Limited („Woodbridge“), welches die Holdinggesellschaft der in Kanada ansässigen Thomson Corporation („Thomson“) ist, im Sinne von Artikel 3 Absatz 1 Buchstabe b der Verordnung durch eine Vereinbarung, die eine Unternehmensstruktur mit zweifacher Börsennotierung vorsieht, die alleinige Kontrolle über Reuters Group PLC („Reuters“) mit Sitz im Vereinigten Königreich erwirbt. In der vorliegenden Entscheidung werden Thomson und Reuters gemeinsam als die „Anmelder“ bezeichnet.
2. Nach Prüfung der Anmeldung gelangte die Kommission am 8. Oktober 2007 zu dem Schluss, dass das angemeldete Vorhaben in den Geltungsbereich der

---

<sup>1</sup> ABl. L 24 vom 29.1.2004, S. 1.

Fusionskontrollverordnung falle und dass ernste Zweifel an seiner Vereinbarkeit mit dem Gemeinsamen Markt und dem EWR-Abkommen bestünden. Daher leitete die Kommission ein Verfahren nach Maßgabe von Artikel 6 Absatz 1 Buchstabe c) der Fusionskontrollverordnung ein.

3. Am 6. Dezember 2007 schlugen die Anmelder erste Verpflichtungen vor, um die Vereinbarkeit des Unternehmenszusammenschlusses mit dem Gemeinsamen Markt zu gewährleisten. Nachdem die Marktuntersuchung der Kommission verschiedene Mängel aufgedeckt hatte, wurden diese ersten Verpflichtungen überarbeitet. Die endgültige Version der Verpflichtungen wurde am 21. Dezember 2007 vorgelegt.
4. Die Kommission ist zu dem Schluss gelangt, dass die Verpflichtungen der Anmelder die ernstesten Bedenken bezüglich der Vereinbarkeit des angemeldeten Vorhabens mit dem Gemeinsamen Markt ausräumen. Der Unternehmenszusammenschluss wird daher gemäß Artikel 8 Absatz 2 sowie Artikel 10 Absatz 2 der Fusionskontrollverordnung und Artikel 57 des EWR-Abkommens für mit dem Gemeinsamen Markt und dem EWR-Abkommen vereinbar erklärt.

## **II. DIE PARTEIEN UND DER GEPLANTE ZUSAMMENSCHLUSS**

5. Thomson ist ein weltweit tätiger Anbieter von Mehrwertinformationsdiensten in Verbindung mit Software-Werkzeugen und -Anwendungen für Fachleute in den Bereichen Recht, Steuern, Buchführung, Finanzdienstleistungen, Forschung und Gesundheitswesen. Thomson ist eine Tochter von Woodbridge, der Holdinggesellschaft der Familie Thomson.
6. Reuters ist ein weltweit tätiger Anbieter von Informationen für Finanzdienstleister, Medienunternehmen und Firmenkunden. Das Unternehmen beschafft, aggregiert und verbreitet Marktdaten, einschließlich Echtzeit-Marktdaten. Darüber hinaus bietet es Analyse-, Handels- und Nachrichtenübermittlungssysteme für den Finanzsektor an. Bekannt ist Reuters vor allem als weltweit größte multimediale Nachrichtenagentur, die für die Websites von Medienorganisationen, für Finanzinstitute und andere Unternehmen in aller Welt aktuelle Informationen in Form von Texten, Grafiken, Video und Bildern bereitstellt.
7. Thomson-Reuters PLC (oder eine Tochtergesellschaft von Thomson-Reuters PLC), eine im Vereinigten Königreich neu gegründete Holdinggesellschaft, die gegenwärtig eine hundertprozentige Tochtergesellschaft von Thomson ist, wird gegen Barzahlung und Ausgabe von Aktien von Thomson-Reuters PLC an die Aktionäre von Reuters mittels eines Vereinbarungsplans nach englischem Recht und eines Vereinbarungsplans nach kanadischem Recht das gesamte begebene Aktienkapital von Reuters erwerben. Nach Durchführung der Transaktion werden Thomson (das in Thomson-Reuters Corporation umbenannt werden wird) und Thomson-Reuters PLC eine Reihe vertraglicher Vereinbarungen schließen, insbesondere über die Einrichtung identischer Verwaltungsräte und die Zusammenführung von Managements und Betrieb, während sie getrennte Rechtspersonen bleiben werden. Durch diese Transaktion wird Woodbridge eine Mehrheitsbeteiligung von 53 % an Thomson-Reuters Corporation und Thomson-Reuters PLC erwerben und damit die alleinige Kontrolle über Reuters ausüben.
8. Das angemeldete Vorhaben besteht in der Übernahme der alleinigen Kontrolle über Thomson-Reuters PLC und damit auch Reuters durch Woodbridge und stellt folglich einen Unternehmenszusammenschluss im Sinne von Artikel 3 Absatz 1 Buchstabe b) der Fusionskontrollverordnung dar.

### III. GEMEINSCHAFTSDIMENSION

9. Die betroffenen Unternehmen haben einen weltweiten Gesamtumsatz von mehr als 5 Mrd. EUR (Thomson: [...] \* EUR; Reuters: [...] \* EUR). Der gemeinschaftsweite Gesamtumsatz jedes der beiden betroffenen Unternehmen betrug im Jahr 2005 mehr als 250 Mio. EUR (Thomson: [...] \* EUR; Reuters: [...] \* EUR). Weder Thomson noch Reuters erzielen mehr als zwei Drittel ihres gemeinschaftsweiten Umsatzes in einem einzelnen Mitgliedstaat. Damit ist das angemeldete Vorhaben von gemeinschaftsweiter Bedeutung.

### IV. DIE RELEVANTEN MÄRKTE

10. Die angemeldete Transaktion bezieht sich auf den Finanzinformationssektor, das heißt auf die Bereitstellung von Finanzinformationen, Analysen und Handelssystemen. Die wichtigsten Abnehmer der Produkte der Anmelder sind Kunden im Finanzdienstleistungssektor, d. h. Banken, Händler, Fonds und Firmenkunden.

#### IV.A. ALLGEMEINE MERKMALE DES MARKTES

11. Zu den Schlüsselbestandteilen der Finanzinformationsprodukte zählen die Marktdaten, die aus indikativen oder handelbaren Preisen für verschiedene Finanzinstrumente wie Beteiligungspapiere, Unternehmens- und Staatsanleihen, Devisen sowie für Rohstoffe bestehen. Finanzfachleute und Finanzinstitutionen in aller Welt, die sich am Handel mit Finanzinstrumenten beteiligen, benötigen solche Marktdaten, um richtige Investitionsentscheidungen fällen und nach der Abwicklung Beratung anbieten und die Transaktionen beobachten und bewerten zu können.
12. Zu den Finanzinformationsprodukten zählen auch Echtzeitinformationen, Entscheidungswerkzeuge, historische und Referenzdaten sowie Nachrichten und Analysen. Solche Informationen werden benötigt, um den Endnutzern die Beobachtung der Märkte zu erleichtern, Anlageentscheidungen zu prüfen, Anlagerisiken zu steuern, Klienten zu beraten usw. Einige Anbieter von Finanzinformationen verfügen auch über Handels- und Kommunikationssysteme, um ihren Kunden die Möglichkeit zu geben, Handelstransaktionen mitzuteilen und durchzuführen. Zu den Kunden des Finanzinformationssektors zählen weltweit tätige und sehr große Einrichtungen wie Zentralbanken, Finanzinstitute, Regierungsstellen und Behörden, Händler und Broker sowie Hedgefonds und Kapitalbeteiligungsfonds. Diese Kunden nehmen oft breit gestreute Finanzinformationen in Anspruch und sind zumeist hoch entwickelte Organisationen.
13. Die Kunden im Finanzdienstleistungssektor können den beiden großen Kategorien der „On-Trading-Floor“-Aktivitäten sowie der „Off-Trading-Floor“-Aktivitäten zugerechnet werden. Die Kunden, die im On-Trading-Floor-Bereich tätig sind, beschäftigen sich mit dem **Verkauf und Handel** von Finanzinstrumenten und mit der Auftragsabwicklung. Die Off-Trading-Floor-Kunden sind in den Bereichen **Forschung, Beratung und Vermögensverwaltung** tätig. Viele große Finanzinstitute haben beide Arten von Nutzern in verschiedenen Bereichen der Organisation.

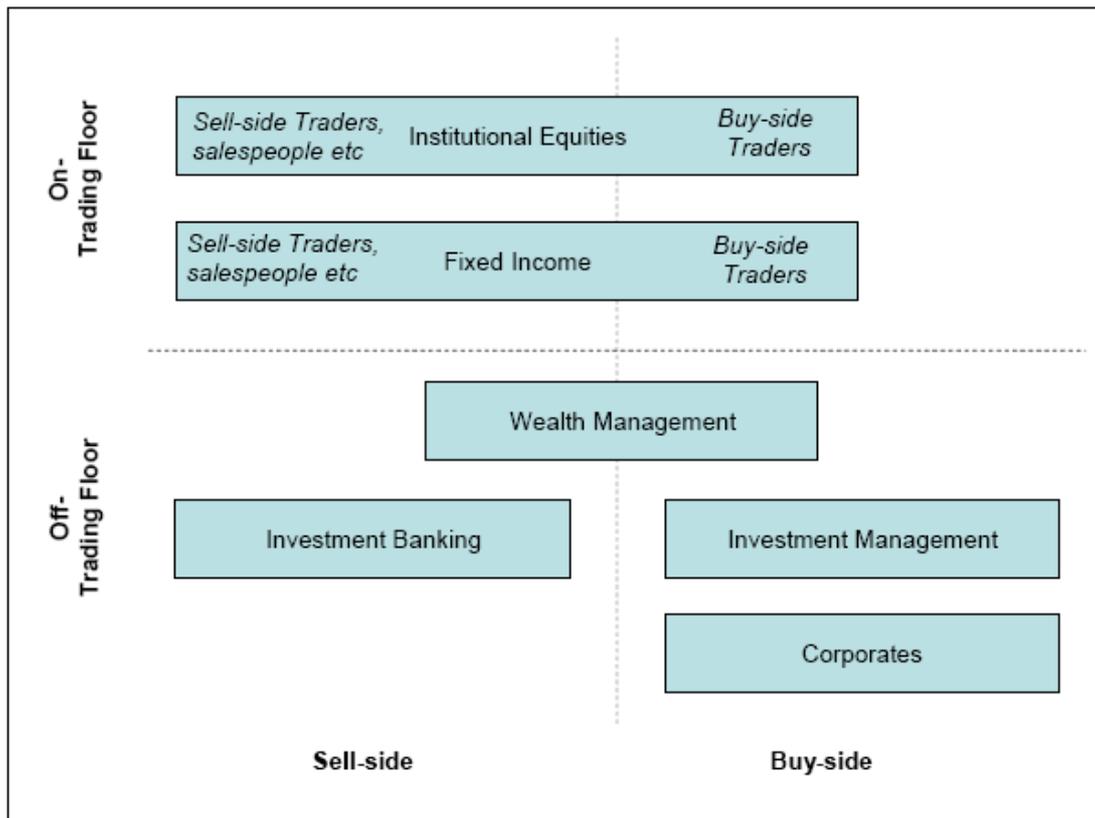
---

\* Einige Textstellen der vorliegenden Entscheidung wurden so abgefasst, dass die Vertraulichkeit bestimmter Angaben gewahrt wird; diese Stellen sind mit eckigen Klammern und Sternchen gekennzeichnet.

14. Des Weiteren wird oft zwischen der „Verkäuferseite“ (das heißt Kunden, deren vorrangige Tätigkeit darin besteht, Finanzprodukte zu verkaufen oder damit zu handeln) und der „Käuferseite“ (Kunden, deren vorrangige Tätigkeit darin besteht, in Finanzprodukte zu investieren) unterschieden.
15. Zu den Beispielen für On-Trading-Floor-Kunden zählen auf der „Verkäuferseite“ Verkäufer, Händler und das Abwicklungspersonal in Brokerfirmen und auf der „Käuferseite“ Händler in Vermögensverwaltungsfirmen, offenen Investmentfonds und Hedgefonds. Die in diesem Segment tätigen Nutzer sind zudem sehr viel mehr auf Echtzeitdaten angewiesen als die Kunden in anderen Segmenten.
16. Zu den Beispielen für Off-Trading-Floor-Nutzer zählen Investment- oder Portfolio-Manager, Vermögensverwalter, Investmentbanker, Analysten und Unternehmensmanager, die außerhalb der Verkaufs- und Handlungsumgebung komplexe finanzielle Entscheidungen fällen müssen. Infolge ihrer eher langfristigen Ausrichtung sind sie eher an historischen und Referenzdaten sowie an Analysen interessiert als an umfassenden Echtzeitdaten und -informationen.
17. Nach Angabe der Beteiligten können die Off-Trading-Floor-Nutzer in vier große Kundensegmente unterteilt werden: **Vermögensverwaltung, Anlageverwaltung, Investment-Banking** und **Firmenkunden**.
18. Dem Segment **Vermögensverwaltung** gehören in erster Linie Finanzberater, Privatbanken und Einzelhandelsbroker an, die Privatpersonen betreuen und bei der Verwaltung ihres Vermögens beraten oder diese Funktion selbst übernehmen. Dies beinhaltet oft auch die Bereitstellung von Online-Diensten für die Kunden des Nutzers. Die Kunden im Segment Vermögensverwaltung benötigen normalerweise grundlegende Marktdaten, Nachrichten und grundlegende Forschungsprodukte, die zugleich Funktionen für das Kundenmanagement beinhalten oder diese ergänzen, und es den Beratern erlauben, das Vermögen ihrer Klienten zu verwalten und die Beziehung zwischen Klient und Berater zu verbessern. Da der Wert der gegenständlichen Vermögenswerte niedriger ist als in anderen Segmenten, bedienen sich Vermögensverwalter oft weniger anspruchsvoller Investment- und Analysewerkzeuge.
19. Die Nutzer im Segment **Anlageverwaltung** sind Portfoliomanager und Analysten bei Hedgefonds, Vermögensverwaltungsfirmen, Investmentfonds und Versicherungsgesellschaften. Ihnen ist gemeinsam, dass sie Anlagen für Dritte verwalten, etwa für institutionelle Investoren oder Gruppen von Einzelanlegern (z. B. Polizzeninhaber). Dieses Segment ist besonders anspruchsvoll und benötigt sehr viel umfassendere historische und Referenzdaten (beispielsweise Unternehmensdaten und -berichte) als die in den übrigen Segmenten tätigen Kunden.
20. Die Funktion der **Investmentbanker** besteht darin, Firmenkunden zu möglichen Fusionen und Übernahmen zu beraten und auf den Kapital- und Anleihenmärkten Kapital zu beschaffen. Sie benötigen in erster Linie eine Kombination von Markt- und Referenzdaten, Transaktionsdaten und Angaben zu den Eigentumsverhältnissen der betreuten Unternehmen. Dieses Segment beinhaltet auch die Fachleute für Beteiligungen und Wagniskapital, da sie ähnliche Bedürfnisse haben wie die Investmentbanker. Dasselbe gilt für die Analysten auf der Verkäuferseite, die Forschungsberichte über Anlagemöglichkeiten erstellen.

21. Neben den Nutzern im Finanzdienstleistungssektor kaufen auch Unternehmen Finanzinformationen. Das **Firmenkundensegment** beinhaltet die Aufgaben, denen innerhalb der Unternehmen nachgegangen wird, und umfasst zwei Subsegmente: (i) Investorenbeziehungen und (ii) Corporate Treasury. Firmenkunden benötigen grundlegende Marktinformationen (und im Fall der Corporate Treasury Handelsdaten), Forschungs- und Beratungsdienste, Arbeitsflussinstrumente und bestimmte spezialisierte Dienste wie laufende und außerordentliche Web-Casting- und Web-Hosting-Dienste<sup>2</sup>.
22. Abbildung 1 enthält eine grafische Zusammenfassung der wichtigsten Unterscheidungen und Nutzergruppen für Finanzinformationsprodukte.

**Figure 1: Main User Groups of Financial Information Products Relevant to both Parties' Activities<sup>7</sup>**



Quelle: Anmelder

#### IV.A.1. Die Aktivitäten der Anmelder in der Branche

23. Thomson Financial ist eine Unternehmenseinheit der Thomson Corporation. Thomson Financial ist in sechs Bereiche untergliedert, die jeweils ein bestimmtes Kundensegment mit Finanzinformationsprodukten versorgen. Dazu kommen der Bereich Customer Enterprise Solutions (Kundenlösungen) und eine Reihe weiterer strategischer und

<sup>2</sup> Hinzu kommen Fachleute für Unternehmensentwicklung (die ähnliche Funktionen für externe Investmentbanker erfüllen), die ähnliche Daten, Informationen und Analysen verwenden wie die Investmentbanker, obwohl sie kein derart umfangreiches und detailliertes Material benötigen.

operativer Unterstützungsbereiche. Die sechs Kundensegmentbereiche sind: (i) Vermögensverwaltung; (ii) Anlageverwaltung; (iii) Investment-Banking; (iv) Firmenkunden; (v) festverzinsliche Wertpapiere; (vi) institutionelle Beteiligungen. Im Jahr 2006 wurden rund [70-80]\* % der Einnahmen von Thomson Financial von seinen vier Off-Trading-Floor-Bereichen<sup>3</sup> erzielt. [10-20]\* % entfielen auf den Bereich Festverzinsliche Wertpapiere und Institutionelle Beteiligungen<sup>4</sup>.

24. Reuters hat sich auf die Bereitstellung von Finanzinformationsprodukten spezialisiert, die in erster Linie Finanzdienstleistungen angeboten werden. Zudem verkauft Reuters Multimedia-Nachrichten und verwandte Dienste an Medienorganisationen<sup>5</sup>. Reuters ist in vier Bereiche gegliedert: (i) Verkauf und Handel; (ii) Forschung und Vermögensverwaltung, (iii) Unternehmen und (iv) Medien. Der Bereich Verkauf und Handel ist Reuters' größter Geschäftsbereich, der im Jahr 2006 einen Anteil von [50-60]\* % an den Einnahmen hatte. Er bietet vor allem On-Trading-Floor-Nutzern<sup>6</sup> Echtzeit-Marktdaten, Nachrichten und Handelsinstrumente an, und zwar in erster Linie im Rahmen seiner Finanzinformationsprodukte und Handelssysteme<sup>7</sup>. Der Bereich Forschung und Vermögensverwaltung ist kleiner, hatte im Jahr 2006 einen Anteil von [20-30]\* % an den Einnahmen und umfasst folgende Segmente: (i) Vermögensverwaltung; (ii) Anlageverwaltung; (iii) Investment-Banking; und (iv) Firmenkunden<sup>8</sup>.

#### *IV.A.2. Merkmale der Märkte (Dateneinspeisungen / Desktop-Produkte)*

25. Im Bereich der Finanzinformationen gibt es verschiedene Mechanismen, um den Kunden Finanzinformationsprodukte zugänglich zu machen. Der Anbieter kann die Produkte über zwei oder drei dieser Vertriebskanäle bereitstellen, und die Kunden bedienen sich einer Kombination aller wichtigen Mechanismen, um Finanzinformationen zu erwerben.
26. Der Anbieter kann den Kunden einschlägige Inhalte/Informationen mittels **Dateneinspeisungen** und einer **Programmierschnittstelle (Application Programming**

---

<sup>3</sup> Vermögensverwaltung, Anlageverwaltung, Investment-Banking und Firmenkunden, die gemeinsam den Bereich Research & Asset Management von Reuters bilden.

<sup>4</sup> Eine Untereinheit des Bereichs Verkauf und Handel.

<sup>5</sup> Obwohl Reuters vor allem für seine Nachrichteninhalte bekannt ist, sollte darauf hingewiesen werden, dass lediglich [0-10]\* % der Einnahmen des Unternehmens auf seinen Medienbereich entfallen (der Nachrichten an Medienorganisationen und Online-Kunden verkauft).

<sup>6</sup> Verkäufer und Händler auf der Verkäuferseite und Händler auf der Käuferseite.

<sup>7</sup> Der Unternehmensbereich ist insbesondere in folgenden vier Segmenten tätig: (i) Devisen, (ii) Rohstoffe und Energie, (iii) festverzinsliche Wertpapiere und (iv) institutionelle Beteiligungen.

<sup>8</sup> Weitere Bereiche von Reuters sind: Unternehmen ist der drittgrößte Bereich, auf den im Jahr 2006 rund [10-20]\* % der Einnahmen entfielen. Dieser Bereich stellt Daten für die unternehmensweite Verwendung, Systeme für die Verwaltung solcher Daten und einen neuen sicheren Übermittlungsdienst bereit, der Finanzfachleuten die Kommunikation und Zusammenarbeit ermöglicht. Der kleinste Geschäftsbereich von Reuters ist der Bereich Medien, der Nachrichtenagenturen und andere Medienorganisationen, Rundfunkanstalten und Online-Kunden mit allgemeinen politischen und Finanznachrichten versorgt. Zudem liefert der Medienbereich Nachrichten über die digitalen Reuters-Dienste auf mobilen, Online- und Internetprotokollplattformen direkt an Kunden.

*Interface, API*) zur Verfügung stellen, wobei die Kunden ihre Inhalte direkt in einem „Rohformat“ beziehen, mit dem sie ihre eigenen internen Anwendungen oder Portale gestalten.

27. Abgesehen von Dateneinspeisungen können einschlägige Inhalte/Informationen auch in Einzelhandelsprodukte integriert werden, die ein „Front-End-Fenster“ beinhalten, das dem Nutzer die Möglichkeit gibt, auf dem Bildschirm auf den Inhalt und die Funktionen des Produkts zuzugreifen. Solche Front-End-Fenster können die Form einer über das Internet bereitgestellten Lösung oder einer installierten/physischen Lösung annehmen. In beiden Fällen wird von „**Desktop-Lösungen**“ oder „**Workstations**“ gesprochen, die von sämtlichen Anbietern von Finanzinformationen bereitgestellt werden und zumindest zum Teil von Dritten angebotene Inhalte beinhalten. Die große Mehrheit der Anbieter bedient sich beider beschriebenen Methoden zur Bereitstellung ihrer Inhalte (direkte Lieferung an den Endnutzer als Dateneinspeisung und/oder als Desktop-Produkt)<sup>9</sup>.

#### *IV.A.3. Vertriebsmodelle im Finanzinformationssektor*

28. Was die Bereitstellung von Inhalten per **Dateneinspeisung** anbelangt, bieten sowohl Thomson als auch Reuters den Endnutzern ihre Inhalte sowohl direkt als auch über andere Vertrieber an (von denen viele zugleich Konkurrenten im Bereich der Desktop-Produkte sind). Einige dieser Vertrieber bieten umfassende Desktop-Lösungen an, während sich andere auf Nischen spezialisiert haben oder Inhalte von Thomson und Reuters in urheberrechtlich geschützte Portale oder frei zugängliche Websites integrieren.
29. Bloomberg stellt traditionell die Ausnahme unter den Anbietern von Finanzinformationen dar, da es seine Daten nicht an andere Vertrieber weitergibt, sondern den Endnutzern ein „geschlossenes“ Desktop-Produkt anbietet, das breit gefächerte Inhalte und Daten enthält: den „*Bloomberg Terminal*“. Diese Terminals haben keine Schnittstelle zu anderen Terminals.
30. Thomson und Reuters – sowie andere Anbieter von Finanzinformationen – bedienen sich zwei verschiedener Vertriebsmodelle. Dies sind (i) der „Durchverkauf“ und (ii) das Lizenzmodell.

#### Das „Durchverkaufsmodell“

31. Das „Durchverkaufsmodell“ Thomson und Reuters bedienen sich zumeist dieses Modells, insbesondere im Bereich von Forschung und Vermögensverwaltung. Der Kunde erhält eine Art von nicht exklusiver Lizenz für die Nutzung und Vermarktung bestimmter Inhalte. Generell fließen keine Zahlungen zwischen dem „Anbieter“ (das heißt Thomson oder Reuter) und dem Weitervertrieber; der Endnutzer schließt einen Vertrag mit dem Anbieter und bezahlt diesen direkt für eine Lizenz zur Nutzung der spezifischen Inhalte auf

---

<sup>9</sup> Bei *installierten Lösungen* installiert der Anbieter auf dem Server oder PC des Kunden Software, die den Nutzer in die Lage versetzt, Finanzinformationsprodukte über eine maßgeschneiderte Front-End-Schnittstelle abzurufen, die in sein normales Betriebssystem integriert ist. Solche Schnittstellen sind im Normalfall konfigurierbar, was es ermöglicht, Inhalte von mehreren Datenanbietern miteinander zu kombinieren. *Internetgestützte* oder *Hosting-Lösungen* stützen sich oft auf Internetbrowser-Technologien und den Netzwerkvertrieb über das Internet oder auf internetgestützte virtuelle private Netzwerke. Das Data Hosting erfolgt in erster Linie in den Datenzentren des Anbieters, obwohl in einigen Fällen eine geringe Infrastrukturpräsenz in den Datenzentren des Kunden erforderlich sein kann.

der Desktop-Plattform des Weitervertreibers. Im Normalfall sieht die Vereinbarung zwischen dem Anbieter und dem Weitervertreiber vor, dass der Anbieter dem Weitervertreiber bestimmte Inhalte zur Verfügung stellen wird, und dass der Weitervertreiber die Inhalte auf seiner eigenen Plattform (das heißt über sein Front-end-Desktop-Produkt) den Endnutzern zugänglich machen wird. Der Weitervertreiber hat das Recht, die Inhalte des Anbieters in seine eigene Plattform zu integrieren, braucht jedoch die Genehmigung des Anbieters, um diese Inhalte dem Endnutzer zugänglich machen zu können.

32. Es muss darauf hingewiesen werden, dass der Weitervertreiber im „Durchverkaufsmodell“ als „Agent“ des Inhalteanbieters (z. B. Thomson und/oder Reuters) agiert, indem er gemeinsam mit seinem eigenen Desktop-Produkt Inhalte eines Dritten an seine Kunden verkauft. In diesem Zusammenhang betrachtet der Weitervertreiber den auf seiner Plattform „durchverkauften“ Inhalt als Schlüsselement seines Einzelhandelsangebots und bleibt der Bezugspunkt und der wichtigste Ansprechpartner des Kunden, sollte dieser Fragen zu seinem Desktop-Produkt einschließlich der von einem Dritten – dem Anbieter – stammenden Inhalt haben oder diesbezüglich Unterstützung benötigen.

#### Das „Lizenzgebührenmodell“

33. In diesem Modell erhält der Datenanbieter eine Gebühr vom Weitervertreiber, während er keinerlei Gebühren von den Endnutzern erhält (obwohl sich der Endnutzer mit den Standardlizenzbestimmungen des Anbieters einverstanden erklären muss). Im Normalfall erlaubt der Vertrag dem Weitervertreiber die Integration der Inhalte des Anbieters in seine Plattform, wofür der Weitervertreiber eine Pauschalgebühr oder eine variable Gebühr (das heißt eine aufgrund der Zahl der Endnutzer des Dienstes berechnete Lizenzgebühr) zu entrichten hat. Ob eine Pauschalgebühr oder eine variable Gebühr (das heißt eine Lizenzgebühr) gewählt wird, hängt vom Geschäftsmodell des Weitervertreibers ab.

### **IV.B. SACHLICH RELEVANTE MÄRKTE**

#### *IV.B.1. Von den Anbietern vorgeschlagene Definition der Märkte*

34. In einer früheren Sache, in der es um das Geschäft mit Finanzinformationen ging (Reuters/Telerate)<sup>10</sup>, grenzte die Kommission den relevanten Markt anhand folgender Kriterien ab: (i) Angebot von Echtzeit-Marktdaten, (ii) Angebot von Preis- und Referenzdaten für Middle-Office- und Back-Office-Funktionen (historische Daten), (iii) Angebot von Marktdatenplattformen und (iv) Angebot von Auftragsabwicklungssoftware für Devisen. Bei dieser Abgrenzung ging die Kommission von der Beobachtung aus, dass manche Kunden Echtzeit-Informationen für den Kauf und Verkauf von Wertpapieren benötigen, während andere Kunden historische Daten für die Durchführung von Finanzanalysen benötigen. Diese Abgrenzung hing auch mit der spezifischen Aktivität von Telerate im Bereich der Marktdatenplattformen zusammen.
35. Im vorliegenden Fall haben die Anmelder jedoch eine andere Abgrenzung der relevanten Produktmärkte vorgeschlagen. Sie vertreten die Auffassung, dass diese alternative Marktdefinition der internen Organisation der betroffenen Unternehmen und ihren

---

<sup>10</sup> COMP/M.3692 Reuters/Telerate.

Produktpaletten entspricht. Darüber hinaus erklären sie, diese Abgrenzung entspreche den Forderungen ihrer Kunden und werde der Realität der Märkte für Finanzinformationen daher eher gerecht.

36. Nach Meinung der Anmelder können die relevanten Märkte und Marktanteile zwei Gruppen von Aktivitäten zugeordnet werden. Dies sind (a) Verkauf und Handel sowie (b) Forschung und Vermögensverwaltung. Diese Gruppen entsprechen in groben Zügen Kunden, die „On-Trading-Floor-Aktivitäten“ bzw. „Off-Trading-Floor-Aktivitäten“ nachgehen. Die Gruppe Verkauf und Handel wird untergliedert in (a-1) festverzinsliche Wertpapiere, (a-2) institutionelle Beteiligungen, (a-3) Devisen sowie (a-4) Rohstoffe und Energie. Forschung und Vermögensverwaltung wird untergliedert in (b-1) Anlageverwaltung, (b-2) Vermögensverwaltung, (b-3) Investment-Banking und (b-4) Firmenkunden.

Tabelle 1

<b>(A) Verkauf und Handel (auch als „On-Trading-Floor“ bezeichnet)</b>	<b>(B) Forschung und Vermögensverwaltung (auch als „Off-Trading-Floor“ bezeichnet)</b>
(a-1) Festverzinsliche Wertpapiere	(b-1) Anlageverwaltung
(a-2) Institutionelle Beteiligungen	(b-2) Vermögensverwaltung
(a-3) Devisen	(b-3) Investment-Banking
(a-4) Rohstoffe und Energie	(b-4) Firmenkunden

37. Verkauf und Handel: Zu den Nutzern zählen Händler in verschiedenen Sektoren. Diese Nutzer benötigen Echtzeit-Daten und Transaktionsdienste, um die Märkte beobachten und Transaktionen durchführen zu können. Die Anmelder sind daher der Meinung, dass die Bereitstellung von Informationen und das Angebot von Transaktionsdiensten (die im Allgemeinen von denselben Unternehmen verkauft werden, beispielsweise von Bloomberg oder Reuters) nicht als separate Märkte betrachtet werden sollten. Die Händler spezialisieren sich traditionell auf eine Anlageklasse, und die Anmelder sind der Meinung, dass die folgenden Kategorien für die Abgrenzung der Produktmärkte relevant sind, da sie jeweils einer spezifischen Kundenkategorie mit spezifischen Erfordernissen entsprechen: (a-1) festverzinsliche Wertpapiere, (a-2) institutionelle Beteiligungen, (a-3) Devisen sowie (a-4) Rohstoffe und Energie. Nach Ansicht der Anmelder kann jedes der genannten Segmente abhängig von seinen Funktionen weiter unterteilt werden: Vorhandel, Handel und Nachhandel.
38. Forschung und Vermögensverwaltung Die Nutzer benötigen im Allgemeinen historische Daten für die Bewertung der Möglichkeiten auf dem Anlagenmarkt und führen nicht wie Händler laufend Transaktionen durch. Sie können weiter in vier wichtige Kundensegmente untergliedert werden: (b-1) „Anlageverwaltung“ beinhaltet Portfolio-Verwalter und Analysten in Vermögensverwaltungsfirmen und Versicherungsgesellschaften, (b-2) „Vermögensverwaltung“ beinhaltet in erster Linie Finanzberater und Privatbanken, (b-3) „Investment-Banking“ beinhaltet Investmentbanken, die ihre Kunden in Bezug auf mögliche Fusionen und Übernahmen beraten, sowie Fachleute für Beteiligungen und Wagniskapital, und (b-4) „Firmenkunden“ beinhaltet Unternehmen, die Aktivitäten im Bereich der Investorenbeziehungen oder der Treasury nachgehen.

39. Ausgehend von diesen Definitionen würden sich die Anmelder auf globaler/EWR-Ebene in sechs Produktsegmenten überlappen: (a-1) festverzinsliche Wertpapiere, (a-2) institutionelle Beteiligungen, (b-1) Anlageverwaltung, (b-2) Vermögensverwaltung (b-3) Investment-Banking (b-4) Firmenkunden, wobei ihr gemeinsamer Marktanteil allerdings nicht besonders hoch wäre.
40. Die von den Anmeldern bereitgestellten Informationen decken sich jedoch nur zum Teil mit dieser Marktdefinition. Obwohl die Anmelder in Unternehmenseinheiten unterteilt sind, die dieser Marktsegmentierung entsprechen, verrät die Produktpalette von Reuters eine deutliche Abweichung von der vorgeschlagenen Marktdefinition. Das erfolgreichste Produkt von Reuters ist *Reuters 3000 Xtra*, das einen Anteil von [50-60]\* % am Umsatz von Reuters im EWR hat (auf den genannten relevanten Märkten). Dieses Produkt wird an die verschiedenen Nutzersegmente verkauft. Das Reuters-Produkt mit den zweitbesten Verkaufszahlen, Reuters Trader, hat einen Anteil von [10-20]\* % an den Umsätzen von Reuters im EWR und wird ebenfalls an alle Nutzersegmente verkauft. Thomsons Produktpalette kommt der von den Anmeldern vorgeschlagenen Marktsegmentierung näher, was vor allem daran liegt, dass *Thomson ONE*, das Flaggschiffprodukt des Unternehmens, in Verbindung mit spezifischen Funktionen, die anscheinend den einzelnen Segmenten angepasst sind (z. B. ist die Funktion Historical Mean Estimate mit *Thomson ONE Investment Management* verknüpft und wird vor allem an Nutzer im Segment Anlageverwaltung verkauft), an Endnutzer mit einer (für alle Kunden identischen) Produktbasis verkauft wird. Allerdings bietet Bloomberg, einer der wichtigsten Anbieter von Finanzinformation, eine für alle Kunden einheitliche Lösung an, die sämtliche Segmente umfasst: den „*Bloomberg Terminal*“. Diese Terminals weisen keine Schnittstellen zu anderen Systemen auf.

#### *IV.B.2. Marktuntersuchung*

41. Mehrere Befragte (Kunden und Konkurrenten) hatten erhebliche Einwände gegen die vorgeschlagene Transaktion; mit Blick auf die Tatsache, dass das aus der Fusion hervorgehende Unternehmen eine sehr starke Position auf einigen einschlägigen Märkten haben würde, gibt die Kommission die genaue Identität der Befragten nicht preis. Den Befragten (Konkurrenten und Kunden) wurde jeweils nach dem Zufallsprinzip eine Nummer zugeordnet, die im Verfahren durchweg verwendet wird, wann immer der betroffene Befragte die Informationsquelle der Kommission ist.
42. Die Marktuntersuchung hat die Unterscheidung zwischen den Bereichen Verkauf und Handel einerseits und Forschung und Vermögensverwaltung andererseits weitgehend bestätigt. Diese Unterscheidung deckt sich im Großen und Ganzen mit den Segmenten „On-Trading-Floor“ und „Off-Trading-Floor“. Echtzeitdaten finden in erster Linie in Verkauf und Handel Verwendung, während sie in Forschung und Vermögensverwaltung eigentlich für spezifische Aufgaben genutzt werden (insbesondere für Forschungszwecke). Referenzdaten und verwandte Produkte werden hingegen vorwiegend in Forschung und Vermögensverwaltung verwendet<sup>11</sup>.

---

<sup>11</sup> Die Kunden im On-Trading-Floor-Segment benötigen im Normalfall Echtzeitdaten von Börsen oder Inter-Dealer Brokern, darunter „Depth-of-Book“-Daten sowie Instrumentedaten, welche die komplexen Analysen für die Durchführung von Handelstransaktionen ermöglichen. Zudem benötigen sie Echtzeit-Nachrichten aus zahlreichen Quellen. Die von den Nutzern im Off-Trading-Floor-Segment benötigten Börsendaten können im Normalfall älter sein; diese Nutzer sind üblicherweise nicht auf „Depth-of-Book“-Daten

#### IV.B.2.1. Verschiedene Inhalte

43. Die Untersuchung hat gezeigt, dass getrennte Gruppen von Inhalten einen geeigneten Markt für die Beurteilung der Auswirkungen des gegenständlichen Zusammenschlusses darstellen. Die Untersuchung hat insbesondere gezeigt, dass der Wert der in diesem Sektor angebotenen Produkte nicht im Firmenkundenbereich des Endnutzers, sondern in den Funktionen und Inhalten der Produkte liegt. Die Befragten haben einige separate Elemente wie Daten, Inhalt, Funktionen, Transaktionsplattformen (sowie durchführbare Preise/Transaktionen), Dateneinspeisungen, Echtzeit-Marktdaten, Nicht-Echtzeitdaten (historische Daten)<sup>12</sup>, Analysen, Nachrichten, Brokerberichte, Fundamentaldaten, Schätzungen, Wirtschaftsdaten und Zeitreihen als wichtigste Wettbewerbsfelder genannt.
44. Die Marktuntersuchung hat gezeigt, dass eine deutliche Mehrheit der befragten Wettbewerber (65 %) der Meinung ist, dass die verschiedenen Gruppen von Inhalten nicht austauschbar sind, da sie unterschiedlichen und klar abgegrenzten Bedürfnissen der Endkunden entsprechen und daher eine zutreffende Abgrenzung der Produktmärkte darstellen, die zur Beurteilung der Auswirkungen des angemeldeten Zusammenschlusses von Thomson und Reuters herangezogen werden sollte.
45. Die von den übrigen Wettbewerbern geäußerte Einschätzung widerspricht jener der Mehrheit nicht. Diese Wettbewerber sind der Ansicht, dass unterschiedliche Gruppen von Inhalten nicht mit getrennten Märkten gleichzusetzen sind, da sie ihren Endnutzer tatsächlich regelmäßig unterschiedliche Inhalte in einem Paket anbieten (Desktop-Produkte). Das gilt insbesondere für Bloomberg, das sich entschlossen hat, sein Produkt nicht für sich zu verkaufen, sondern es in eine nahtlos integrierte Desktop-Lösung (Bloomberg Professional) einzubauen. Die Desktop-Lösungen stellen eine weitere Ebene dar, auf der ein Wettbewerb zwischen den Akteuren im Finanzinformationssektor stattfindet. Ein anderer Beitrag von Kunde 4 gibt Aufschluss über diesen Punkt. Laut Aussage dieses Befragten sind unterschiedliche Gruppen von Inhalten zwar nicht gleichbedeutend mit getrennten Märkten, entscheiden jedoch zweifellos über den Wert des endgültigen Angebotspakets<sup>13</sup>.
46. Darüber hinaus ist eine deutliche Mehrheit der befragten Kunden (75 %) aus denselben Gründen der Ansicht, dass die unterschiedlichen Gruppen von Inhalten nicht untereinander austauschbar sind. Wie im Fall der Wettbewerber ist auch im Fall der Kunden eine abweichende Einschätzung damit zu erklären, dass sie üblicherweise gebündelte Inhalte erwerben (Desktop-Produkte). Diesbezüglich kann der Beitrag von Kunde 3 als relevantes Beispiel angeführt werden. Dieser Kunde bezieht Finanzinformationen in einer gebündelten Lösung (Desktop-Lösung); ausgenommen davon sind Gewinnsschätzungen

---

angewiesen und benötigen weniger Nachrichtenquellen. Zudem können sie mit Zeitreihen arbeiten, was Benutzer im On-Trading-Floor-Segment selten tun.

<sup>12</sup> Der entscheidende Unterschied für die Nutzer ist, ob es sich um Echtzeit-Informationen oder um Nicht-Echtzeit-/historische Informationen handelt. Echtzeit-Informationen benötigen Wertpapierhändler, Devisenhändler und Anlageberater für die augenblickliche Verwendung. Nicht-Echtzeit-/historische Informationen erfüllen die augenblicklichen Bedürfnisse nicht und werden in erster Linie für die Forschung und für die Sensibilisierung der Kunden benötigt. Bei der Nicht-Echtzeit-Information spielt die Aktualität eine geringere Rolle als die Vollständigkeit und Zuverlässigkeit der Daten.

<sup>13</sup> Vgl. Antwort des Kunden 4 auf das Auskunftsverlangen der Kommission gemäß Artikel 11 der Fusionskontrollverordnung, Phase II, vom 16. November 2007 (Frage 7).

(aktuell/historisch), Fundamentaldaten, Brokerberichte (Echtzeit/historisch) und Zeitreihen (Wirtschaftsdaten). Daher ist Kunde 3 der Meinung, dass verschiedene Gruppen von Inhalten nicht zu getrennten Märkten gehören, mit Ausnahme von Gewinnschätzungen (aktuell/historisch), Fundamentaldaten, Brokerberichten (Echtzeit/historisch), Zeitreihen (Wirtschaftsdaten) und Daten zu Eigentumsverhältnissen<sup>14</sup>.

47. Abgesehen von den Angaben der Kunden und Konkurrenten haben auch die von den Anmeldern vorgelegten internen Dokumente weitgehend die Einschätzung der Kommission bestätigt, dass die getrennten Gruppen von Inhalten nicht als untereinander austauschbar betrachtet werden können und dass diese Inhalte die relevanten Wettbewerbsbereiche darstellen und daher als sachlich relevante Märkte zu betrachten sind.
48. In mehreren Reuters-Dokumenten, die als [...] bezeichnet werden, hat Reuters seine Wettbewerbsposition gegenüber den Konkurrenten entsprechend der separaten Inhaltsgruppen Gewinnschätzungen, Brokerberichte und Fundamentaldaten abgegrenzt<sup>15</sup>. Zudem deuten zahlreiche interne Dokumente auf spezifische Bereiche im Finanzinformationssektor hin. Zum Beispiel geht aus mehreren jüngeren Reuters-Dokumenten mit dem Titel [...] die Existenz einer Konkurrenzbeziehung zwischen den Anmeldern bei den Gewinnschätzungen hervor<sup>16</sup>. Ein weiteres Dokument mit dem Titel [...] wirbt für die Brokerbericht-Datenbank von Reuters, um Kunden von Thomson zu gewinnen<sup>17</sup>. Bei den Fundamentaldaten wird in einem internen Dokument auf den Wettbewerb zwischen dem Fundamentaldatenangebot von Reuters und den Produkten von Konkurrenten wie Thomson (IBES/Worldscope), JCF (Factset) und S&P (Compustat) hingewiesen<sup>18</sup>. Und ein internes Dokument mit dem Titel [...] enthält einen Vergleich zwischen den Angeboten von Reuters und seinen Konkurrenten im Segment Zeitreihen/Wirtschaftsdaten<sup>19</sup>.
49. Was Thomson anbelangt, so bestätigen zahlreiche interne Dokumente die Einschätzung der Kommission, dass die Definition des sachlich relevanten Markts aufgrund der getrennten Inhaltsgruppen erfolgen sollte. Diesbezüglich kann auf mehrere Dokumente von Thomson ([...]) verwiesen werden, in denen das Angebot des Unternehmens an Schätzungen, Fundamentaldaten, Zeitreihen/Wirtschaftsdaten und Brokerberichten<sup>20</sup> sowie die Wettbewerbslandschaft für jedes dieser Produkte beschrieben wird.

---

<sup>14</sup> Vgl. Antwort des Kunden 3 vom 15. November 2007 (Fragen 6 und 7) auf ein Auskunftsverlangen der Kommission gemäß Artikel 11 der Fusionskontrollverordnung zur Phase II.

<sup>15</sup> Reuters-Dokumente [...], Referenz MP-00005760; [...], Referenz MP-00012767; [...], Referenz MP-00013311.

<sup>16</sup> Reuters-Dokumente [...], Referenz MP-00004684; [...], Referenz MP-00004668; [...], Referenz MP-00004497

<sup>17</sup> Reuters-Dokument [...], Referenz MP-00117892.

<sup>18</sup> Reuters-Dokument [...], Referenz MP-00043560.

<sup>19</sup> Reuters-Dokument [...], Referenz MP-00051761.

<sup>20</sup> Thomson-Dokumente [...], bereitgestellt vom Justizministerium.

50. Es sollte berücksichtigt werden, dass sich die Anbieter (z. B. Thomson, Reuters und andere) bei Verkauf/Bereitstellung der verschiedenen Gruppen von Inhalten mehrerer Modalitäten bedienen können. Dies sind: i) Verkauf getrennter Produkte (Datenbanken oder direkte Dateneinspeisungen) an die Kunden, (ii) Angebot von mit Analysen in Desktop-Produkten gebündelten Inhalten durch vertikal integrierte Anbieter (etwa Thomson und Reuters), (iii) Angebot von mit Analysen in Desktop-Produkten gebündelten Inhalten durch nicht vertikal integrierte Anbieter (wie FactSet usw.), die anschließend als „Weitervertreiber“ der einzelnen Inhaltsgruppe fungieren.

#### IV.B.2.2.Nutzersegmente

51. Was die von den Anmeldern vorgeschlagene Segmentierung nach verschiedenen Nutzergruppen anbelangt (von besonderer Relevanz im Bereich Forschung und Vermögensverwaltung), so hat die Marktuntersuchung gezeigt, dass diese Segmentierung bezüglich der separaten Inhaltsgruppen die übergreifenden Bedürfnisse von Kunden, die in unterschiedlichen Segmenten tätig sind und ähnliche Produkte/Inhaltsgruppen verlangen, nicht berücksichtigt<sup>21</sup>.
52. Zwar trifft es zu, dass die verschiedenen Nutzergruppen im Großen und Ganzen der Art und Weise entsprechen, in der die Anmelder ihre Verkaufsabteilungen segmentieren und (zumindest) die großen Banken ihre operativen Bereiche gliedern. Doch die Untersuchung hat gezeigt, dass (i) ein für einen bestimmten Nutzertyp bestimmtes Produkt auch von einem Nutzer verwendet werden kann, der in einem anderen Bereich tätig ist (wobei einige Abwandlungen des Aufgabengebiets und der Verantwortung zu berücksichtigen sind, insbesondere im Off-Trading-Floor-Bereich, wo es zahlreiche Gemeinsamkeiten zwischen den verschiedenen Segmenten gibt), und dass (ii) ein Nutzersegment verschiedene untereinander nicht austauschbare Inhalte benutzen kann. Ein Beispiel: Datenbanken für Fundamentaldaten von Unternehmen oder die Erhebung von Gewinnsschätzungen durch Analysten werden auf der einen Seite in mehreren verschiedenen Segmenten verwendet, insbesondere (wenn auch nicht ausschließlich) im Bereich der Anlageverwaltung und im Investment-Banking. Auf der anderen Seite sind diese Inhaltsgruppen aus Sicht des Nutzers nicht austauschbar, aber ein Endnutzer (z. B. ein interner Bereich einer Bank) benötigt möglicherweise beide Inhaltsgruppen. Die Tatsache, dass beide Gruppen von Inhalten von derselben Nutzergruppe oder sogar vom selben Kunden (einer Bank) verwendet werden, lässt daher nicht den Schluss zu, dass sie zum selben Produktmarkt gehören.
53. Größere Relevanz hat die Unterscheidung zwischen den Nutzergruppen möglicherweise auf Ebene der Desktop-Produkte (Workstations), wo die verschiedenen Gruppen von Inhalten und die unterschiedlichen Softwarefunktionen von den Anbietern gebündelt werden, um ihre Produktangebote auf die (in Bezug auf die Zusammensetzung und Abstimmung der Informations-, Daten- und Funktionserfordernisse) unterschiedlichen Bedürfnisse von Nutzergruppen abzustimmen, die sich auf spezifische Segmente des

---

<sup>21</sup> Vgl. die Antworten des Kunden 34, des Kunden 11 und des Kunden 21 auf ein Auskunftsverlangen der Kommission gemäß Artikel 11, Phase I (Frage 6): „Die vorgeschlagene Trennung zwischen On- und Off-Trading-Floor samt weiteren Untergliederungen liefert kein transparentes Bild des Kundenverhaltens. Oft kann ein für einen bestimmten Kundentyp (z. B. Händler) bestimmtes Produkt auch an einen anderen Bereich verkauft werden (z. B. Anlageverwaltung)... wir sind der Ansicht, dass der Wert eines Produkts nicht im Firmenkundenbereich des Endnutzers, sondern in seinen Funktionen und seinem Inhalt liegt.“

Finanzsektors konzentrieren (z. B. Investment-Banking, Anlageverwaltung, Vermögensverwaltung, Firmenkunden). Doch wie bereits zuvor erläutert (vgl. Randnummer 40) wird zumindest ein Teil der Produkte über die verschiedenen Segmente hinweg verkauft.

#### IV.B.2.3. Wechselspiel zwischen Anbietern unterschiedlicher Inhaltsgruppen und Anbietern von Desktop-Lösungen (Workstations) auf dem vorgelagerten/nachgelagerten Markt

54. Die Marktuntersuchung hat gezeigt, dass im Bereich Forschung und Vermögensverwaltung (Off-Trading-Floor), der die Gebiete Anlageverwaltung, Investment-Banking, Firmenkunden und Vermögensverwaltung umfasst, zwischen zwei unterschiedlichen Arten von Produkten unterschieden werden kann. Dies sind erstens bestimmte verschiedene Gruppen von Inhalten wie Datenbanken mit Fundamentaldaten zu Unternehmen, Gewinnsschätzungen verschiedener Analysten, Berichten der Analysten von Brokerhäusern über Unternehmen und zweitens „Desktop-Produkte“ (oder „Zugänge“), in denen unterschiedliche Daten und Inhalte (etwa die zuvor erwähnten Inhaltsgruppen) mit Analyseinstrumenten verknüpft werden. Auf Ebene der „Desktop-Lösungen“ werden die gebündelten Produktangebote in hohem Maß den unterschiedlichen Bedürfnissen der einzelnen Kundengruppen angepasst, was in der wettbewerbsrechtlichen Würdigung zu berücksichtigen ist.
55. Ein entscheidender Unterschied besteht in der Art und Weise, wie diese beiden Arten von Produkten verkauft werden können. Während die Desktop-Produkte (einschließlich der Inhalte) an die Endnutzer auf dem nachgelagerten Markt verkauft werden, beispielsweise an den Bereich Investment-Banking oder Anlageverwaltung einer Bank, können die relevanten Inhalte für sich direkt an die Endnutzer oder auch über Dritte verkauft werden, die den Kunden eigene Desktop-Produkte anbieten. Die Marktuntersuchung hat gezeigt, dass zwischen den Anbietern, welche die Daten erheben/zusammenstellen, und den Anbietern von Desktop-Produkten, die diese Daten in ihre Endprodukte integrieren, spezifische geschäftliche Interaktionen stattfinden.
56. Zunächst ist erwähnenswert, dass Thomson und Reuters beide Arten von Produkten anbieten. Thomson und Reuters verkaufen nicht nur Desktop-Produkte, sondern auch Datenbanken, die allein angeboten werden (in diesem Zusammenhang ist manchmal von „Dateneinspeisungen“ die Rede). Zudem können in einer einzigen Datenbank verschiedene Inhaltsgruppen kombiniert werden. Beispielsweise bieten Thomson (Worldscope) und Reuters (Multex) Produkte an, die unter anderem Gewinnsschätzungen, Brokerberichte und Fundamentaldaten beinhalten.
57. Zudem erheben Thomson und Reuters für die Produktion verschiedener Gruppen von Inhalten erforderliche „Rohdaten“ und stellen diese Daten zusammen.
58. Die Marktuntersuchung hat gezeigt, dass Reuters und Thomson andere Unternehmen, die im Bereich der (nachgelagerten) Desktop-Produkte ihre Konkurrenten sind, mit einigen eigenständigen Produkten und Inhaltsgruppen wie Gewinnsschätzungen, Brokerberichten und Fundamentaldaten beliefern. Wenn diese Konkurrenten solche Datenbanken an ihre Endabnehmer verkaufen, agieren sie überwiegend als Agenten und Weitervertreiber von Thomson und Reuters („Durchverkaufbeziehung“), aber manchmal sind sie auch direkt als Großhändler tätig („Lizenzbeziehung“). In diesem spezifischen Fall können die Kunden die Anwendungen der Wettbewerber gemeinsam mit den Datenbanken/Inhalten von Thomson oder Reuters verwenden. Diese Situation

ergibt sich, wenn solche Wettbewerber keine eigene Inhaltsdatenbank in diesem Bereich haben, sondern vorwiegend Analyseinstrumente anbieten.

59. Es sollte erneut darauf hingewiesen werden, dass der Weitervertreiber im „Durchverkaufsmodell“ in Bezug auf die Inhalte, die sein Desktop-Kunde von anderen Inhalteanbietern bezieht, zwar als „Agent“ dieser Anbieter (z. B. Thomson und/oder Reuters) auftritt, die Bereitstellung der Inhalte jedoch als Schlüsselement seines Desktop-Angebots betrachtet, das er benötigt, um Kunden anzulocken. Zudem bleibt der Weitervertreiber bei allen Fragen zu seinem Desktop-Produkt einschließlich der von einem anderen Anbieter bereitgestellten Inhalte und in Bezug auf jegliche Unterstützung der Bezugspunkt/Hauptansprechpartner des Kunden.
60. Somit findet auf zwei Ebenen Wettbewerb statt: (i) auf dem vorgelagerten Markt zwischen den Anbietern, die unterschiedliche Inhalte erheben und zusammenstellen, und (ii) auf dem nachgelagerten Markt zwischen den Unternehmen, die den Endabnehmern Desktop-Produkte anbieten. Die Marktuntersuchung hat gezeigt, dass der Zusammenschluss insbesondere auf der Ebene der Datenerhebung zu erheblichen horizontalen Überschneidungen zwischen den Anmeldern und zu erheblichen vertikalen Auswirkungen auf Ebene der Desktop-Produkte führen wird. Insbesondere wird der Zusammenschluss bei bestimmten wesentlichen Inputs (darunter historische Referenzdaten), auf die die nachgelagerten Wettbewerber angewiesen sind, um ihre Wettbewerbsfähigkeit auf dem nachgelagerten Markt (auf Einzelhandelsebene) zu bewahren, ihre Abhängigkeit vom durch die Fusion entstehenden Unternehmen verstärken.

#### *IV.B.3. Feststellung der sachlich relevanten Märkte*

61. Die Marktuntersuchung hat gezeigt, dass die einzelnen Inhaltsgruppen nicht austauschbar sind, da sie unterschiedlichen und klar abgegrenzten Kundenbedürfnissen entsprechen und oft separat angeboten werden. Die einzelnen Gruppen von Inhalten können somit als eigenständige Angebote betrachtet werden. Gleichzeitig hat die Untersuchung gezeigt, dass auf dem nachgelagerten Markt üblicherweise verschiedene Kombinationen von Inhalten, Daten und Funktionen/Analysen im Paket als Desktop-Produkte oder Workstations verkauft werden. Zudem gibt es Hinweise darauf, dass die angebotenen Transaktionsplattformen/Dienste und Marktdatenplattformen ebenfalls als eigenständige Angebote betrachtet werden sollten.
62. Ausgehend von diesen Erkenntnissen werden in den folgenden Absätzen verschiedene Gruppen von Inhalten, Desktop-Produkte einschließlich von Inhalten und Funktionen, Transaktionsplattformen, Marktdatenplattformen usw. als separate sachlich relevante Märkte identifiziert.
63. Einige der gegenständlichen Inhaltsgruppen/Produkte werden letzten Endes eher für den Bereich Verkauf und Handel relevant sein als für Forschung und Vermögensverwaltung und umgekehrt, aber es kann nicht ausgeschlossen werden, dass einige dieser Inhalte/Produkte sowohl im On-Trading-Floor-Bereich als auch im Off-Trading-Floor-Bereich genutzt werden.

## Verkauf und Handel

### (i) Über Desktop-Produkte/Workstations verkaufte Echtzeit-Marktdaten

64. Thomson und Reuters (sowie andere Anbieter wie Bloomberg, IDC/Comstock, Telekurs/Fininfo) stellen Desktop-Produkte bereit, die sowohl die erforderlichen Echtzeit-Marktdaten und Finanzinformationen als auch Analysen für in sämtlichen oder spezifischen Kategorien von Vermögenswerten tätige Händler (institutionelle Beteiligungen, festverzinsliche Wertpapiere und andere relevante Anlageklassen) beinhalten<sup>22</sup>. Auf diese Desktop-Produkte, die Echtzeit-Marktdaten als Komponente beinhalten, entfällt beispielsweise der Großteil der Einnahmen, den die wichtigsten Marktteilnehmer (Reuters und Bloomberg) im Bereich Verkauf und Handel erzielen. Diese Desktop-Produkte, die Echtzeit-Daten enthalten, werden auf dem Markt eigens angeboten und sind daher als separater Produktmarkt zu betrachten.

### (ii) Echtzeit-Dateneinspeisungen

65. Thomson und Reuters (und andere Anbieter wie IDC/Comstock, Telekurs/Fininfo und einzelne Börsen) stellen Echtzeit-Marktdaten als eigenständiges Produkt mittels Dateneinspeisungen bereit (das heißt sie bieten „rohe“ Echtzeit-Marktdaten an). Im Einklang mit den Ergebnissen der Marktuntersuchung haben die Anmelder bestätigt, dass eigenständige Dateneinspeisungen normalerweise nicht mit Desktop-Produkten vergleichbar sind, die Echtzeit-Marktdaten beinhalten.
66. Es gibt zwei Arten von eigenständigen Echtzeit-Dateneinspeisungen: (i) „konsolidierte Einspeisungen“, bei denen die Einspeisungen mehrerer Quellen (Handelsplätze) zu einer einzigen Datenquelle zusammengestellt werden<sup>23</sup>, und (ii) „Direkteinspeisungen“, bei denen ein direktere Verbindung zwischen einem einzelnen Handelsplatz und dem Kunden hergestellt wird. Direkteinspeisungen ermöglichen es, die Verzögerung bei der Übermittlung von Preisdaten zu verringern (das heißt eine kürzere Wartezeit).

---

<sup>22</sup> Zu den Anlageklassen zählen neben festverzinslichen Wertpapieren und institutionellen Beteiligungen Devisen sowie Rohstoffe und Energie. Die Händler in großen Banken spezialisieren sich normalerweise auf eine bestimmte Anlageklasse und haben daher spezifische Bedürfnisse in Bezug auf Echtzeitdaten/Informationen zu ihrem Tätigkeitsfeld. Im Bereich Verkauf und Handel bietet Thomson Produkte an, die diesen spezifischen Echtzeitdatenerfordernissen in Bezug auf institutionelle Beteiligungen (Thomson ONE Equity) entsprechen, während es kaum Echtzeitdaten zu festverzinslichen Wertpapieren anbietet, wo sich Thomsons in erster Linie auf das Angebot einer Transaktionsplattform (Tradeweb) konzentriert; zudem ist Thomson in den Bereichen Devisen sowie Rohstoffe/Energie nicht präsent. Reuters bietet ein einziges „Basisprodukt“ an (Reuters 3000 Xtra), das der Nutzer abhängig von der Anlageklasse, in der er tätig ist, konfigurieren kann. In der gegenständlichen Sache muss nicht untersucht werden, ob diese Anlageklassen unterschiedliche Märkte darstellen.

<sup>23</sup> Die „Konsolidierung“ mehrerer separater Echtzeit-Dateneinspeisungen kann ein Anbieter mittels eines Informationsverteilungssystems, einer so genannten „Ticker Plant“ durchführen. Ein solches System bündelt die Einspeisungen aus verschiedenen Quellen und wandelt sie in eine einzige Datenquelle um. Eine Alternative zu einer solchen Infrastruktur ist die „Feed-Handler“-Technologie. Dabei handelt es sich um eine Verarbeitungssoftware, die die Quelldaten in der Direkteinspeisung aus dem Originalformat in das Datenformat des Anbieters übersetzt und die übersetzten Daten an die Bereitstellungsinfrastruktur des Anbieters übermittelt. Das auf diese Art „normalisierte“ Format gibt dem Benutzer Zugang zu allen Daten in der konsolidierten Dateneinspeisung unter Verwendung einer einzigen Programmierschnittstelle (API). Diese normalisierte und gebündelte Einspeisung wird als konsolidierte Echtzeit-Dateneinspeisung an die Klienten geliefert. Für jede direkte Dateneinspeisung wird ein eigener Feed-Handler benötigt.

67. Auf dem Markt gibt es eine Reihe von Anbietern von (konsolidierten) Echtzeit-Dateneinspeisungen (Reuters, Thomson, Bloomberg, IDC/Comstock und Telekurs/Fininfo). Diese Anbieter bieten unterschiedlich umfassende und detaillierte Informationen über die Handelsplätze an. Die Zahl der Kunden, die ein umfassendes Produkt mit dem maximalen globalen Erfassungsbereich erwerben, ist ohnehin begrenzt. Zudem vermarkten die Handelsplätze zunehmend eigene Echtzeit-Dateneinspeisungen direkt an die Endabnehmer. Daher handelt es sich bei den Echtzeit-Dateneinspeisungen um eine eigenständige Gruppe von Inhalten, die auf dem Markt separat verkauft werden und folglich einen eigenen Produktmarkt darstellen.

#### (iii) Marktdatenplattformen

68. Bei den Marktdatenplattformen handelt es sich um eine Diensteschicht („Middleware“). Sie empfangen Dateneinspeisungen aus mehreren Quellen (darunter auch Kunden) als Input und bringen diese Dateneinspeisungen in ein Standardformat, so dass sie über eine einzige API (Schnittstelle zur Anwendungsprogrammierung) abgerufen werden können. Der Kunde kann unter Verwendung dieser Standardschnittstelle seine eigenen Anwendungen so programmieren, dass sie die Dateneinspeisungen nutzen können. Auch andere Anwendungsanbieter können ihre Anwendungen für diese API programmieren, so dass ein Kunde die Inputs von der Marktdatenplattform genauso in Anwendungen Dritter wie in seine eigenen Anwendungen eingeben kann.
69. Reuters (aber nicht Thomson) bietet eine Marktdatenplattform (Diensteschicht-Plattform) an, die die Bezeichnung Reuters Market Data System (RMDS) trägt und verwendet wird, um alle Datenquellen, die verschiedene Anbieter einem Kunden (z. B. einer Bank) zugänglich machen, miteinander zu verknüpfen und um diese Daten anschließend innerhalb der Kundenorganisation zu verteilen. In der Entscheidung *im Fall Reuters/Telerate*<sup>24</sup> wurde ein eigener Markt für Marktdatenplattformen definiert. Die Marktuntersuchung in dieser Sache hat bestätigt, dass die Marktdatenplattformen gemeinsam mit den neuen Technologien, die eine Bündelung und Verteilung von Dateneinspeisungen aus mehreren Quellen ermöglichen (das heißt Feed-Handler und ähnliche Zugangssoftware), einen eigenen Produktmarkt darstellen.

#### (iv) Identifizierungssysteme (z. B. Reuters Instrument Code, RIC)

70. Systeme zur Wertpapieridentifizierung, sogenannte Instrument Codes, finden breite Anwendung im On-Trading-Floor-Bereich. Reuters verfügt über ein eigenes Identifizierungssystem mit Namen RIC (Reuters Instrument Code). Dabei handelt es sich um alphanumerische Codes, die eine Identifizierung einzelner Finanzinstrumente oder –produkte ermöglichen und in den Reuters-Produkten als Navigationswerkzeug verwendet werden. Die RIC-Struktur ist global und deckt sämtliche Finanzinstrumente ab, die in den Systemen und Datenbanken von Reuters erfasst sind (nicht jedoch alle Finanzinstrumente). Das RIC-System ist eines von mehreren Identifizierungssystemen, die auf den Finanzinformationsmärkten zum Einsatz kommen. Einige Anbieter, die Informationen aus mehreren Quellen verkaufen, verfügen über eigene Systeme zur Identifizierung und zum Auffinden von Finanzinstrumenten in ihren eigenen Diensten (beispielsweise verfügen Bloomberg, S&P, IDC, Telekurs allesamt über eigene Systeme). Zudem gibt es branchenweite Identifizierungscodes, die allein angeboten werden und nicht von kommerziellen Anbietern, sondern von nationalen Behörden für die Vergabe von

---

<sup>24</sup> Sache COMP/M.3692 – Reuters/Telerate, 2005.

Wertpapierkennnummern (National Numbering Agencies, NNA) vergeben werden. Diese ISIN-Kennnummern (International Securities Identification Number) werden von der Internationalen Normungsorganisation ISO vergeben und kennzeichnen sämtliche an Börsen gehandelten Finanzinstrumente. Beispiele für von den NNA verwendete Kennnummern sind: Vereinigtes Königreich – SEDOL, USA – CUSIP, Schweiz - Valoren und Frankreich – SICOVAM.

71. Es nicht klar, ob die Identifizierungssysteme einen eigenen Produktmarkt darstellen, aber die RICs von Reuters werden in der wettbewerbsrechtlichen Würdigung für diese Entscheidung in Zusammenhang mit dem Einwand einiger Wettbewerber untersucht, der Zusammenschluss könne infolge dieser Codes ein Konglomerat hervorbringen.

(v) Transaktionsplattformen/-dienste für festverzinsliche Wertpapiere (z. B. Tradeweb)

72. Festverzinsliche Wertpapiere sind weniger vereinheitlicht als institutionelle Beteiligungen und werden (im Gegensatz zu Beteiligungen) nicht an Börsen gehandelt, weshalb die Nutzer nach Liquidität für ihre Handelsaktivitäten suchen. Thomson bietet über Tradeweb (sowie Tradeweb Retail in den USA) Transaktionsdienste an. Tradeweb ist ein internetgestütztes Handelssystem für festverzinsliche Wertpapiere und Derivate, welches Händler mit Institutionen auf der Käuferseite verbindet. Es vertreibt Marktdaten (z. B. indikative Preisinformationen, nicht jedoch Daten zu durchgeführten Transaktionen) an eine Reihe von Weitervertreibern, zu denen auch Reuters zählt, und versorgt zudem direkt Händler und institutionelle Investoren (z. B. Vermögensverwalter, Hedgefonds, Zentralbanken und Pensionsfonds)<sup>25</sup>. Reuters bietet Reuters Trading for Fixed Income (RTFI) an. Es gibt eine Reihe von Anbietern solcher Transaktionsplattformen/-dienste auf dem Markt: Die wichtigsten Konkurrenten von Thomson in diesem Subsegment sind Bloomberg und MarketAxess. Zudem sind in diesem Bereich Interdealer Broker (Vermittler von Geschäften zwischen Primärhändlern) wie MTS/Bondvision, Eurex Bonds, ICAP/BrokerTec und eSpeed sowie Börsen aktiv. In Anbetracht dieser Marktsituation handelt es sich bei den Transaktionsplattformen/-diensten für festverzinsliche Wertpapiere um ein spezifisches Angebot, das der Erfüllung eines spezifischen und klar abzugrenzenden Bedürfnisses entspricht, womit sie als separater Produktmarkt zu betrachten sind.

(vi) Nachrichten

73. Sowohl Thomson als auch Reuters sind im Nachrichtenbereich tätig. Finanz- und Unternehmensnachrichten stellen einen finanziellen Inhalt dar, der insbesondere mit Blick auf den On-Trading-Floor-Bereich, aber auch in Bezug auf den Off-Trading-Floor-Bereich als wesentliches eigenständiges Element betrachtet wird. Kunden und Anbieter betrachten die Nachrichten als eigenes Produkt. Das trifft auch dann zu, wenn der Nachrichtendienst den Kunden im Paket mit anderen Inhalten oder Funktionen wie Dateneinspeisungen, Analysen usw. angeboten wird. Finanznachrichten können umfassend oder beschränkt sein, wenn sie sich zum Beispiel nur auf ein einzelnes Land,

---

25 TradeWeb ist eine elektronische Handelsplattform, die befugten Klienten auf der Käuferseite die Möglichkeit gibt, Angebote von Händlern auf der Verkäuferseite (d. h. von Primärhändlern) einzuholen (Liquiditätssuche) und Transaktionen abzuwickeln. TradeWeb dient auch als Durchführungssystem für einige Wertpapiere, in dem die Klienten aus einem Verzeichnis von Wertpapieren und Preisen, das jeder einzelne Händler an TradeWeb übermittelt, auswählen kann.

bestimmte Anlageklassen oder einzelne Wirtschaftssektoren beziehen. Nachrichtendienste können in Englisch oder in anderen Sprachen angeboten werden.

### **Forschung und Vermögensverwaltung**

#### (vii) Brokerberichte

74. Sowohl Thomson als auch Reuters bieten Brokerberichte an. Ein typischer Brokerbericht enthält eine Analyse eines Wertpapiers, eines Wirtschaftszweigs oder eines Markts und liefert Informationen, die den Investoren bei ihren Anlageentscheidungen helfen können. Ein Bericht über ein spezifisches Unternehmen kann einen Überblick über dieses Unternehmen oder seine Aktie, eine Analyse seiner Jahresabschlüsse, eine Auseinandersetzung mit wichtigen Vorgängen, die sich auf die Ergebnisse des Unternehmens auswirken können, eine Analyse der jüngsten Entwicklung seiner Aktie, eine Peer-Analyse (also einen Vergleich mit ähnlichen Unternehmen) oder eine Analyse der Position des Unternehmens im gesamten Sektor enthalten. Zudem enthalten die meisten Forschungsberichte eine quantitative Analyse (z. B. eine Bewertung anhand einer DCF-Analyse) sowie Annahmen der Autoren bezüglich der zukünftigen Ergebnisse des Unternehmens gemessen an Schlüsselkennzahlen wie dem vierteljährlichen Gewinn pro Aktie. Solche Berichte können auch Angaben zum Handel enthalten und direkten Zugang zu den Analysten mittels Telefonat oder Gesprächstermin anbieten.
75. Brokerberichte werden von Forschungsfirmen auf der Verkäuferseite (Brokerfirmen) sowie von einer kleinen Zahl unabhängiger Forschungsfirmen erstellt. Sie sind ein Bestandteil der Dienstleistungen, die eine Brokerfirma ihren Kunden auf Käuferseite anbietet. Die Kunden auf der Käuferseite bezahlen nicht direkt für die Forschung – ein Broker auf der Verkäuferseite erstellt solche Berichte in der Hoffnung, dass er damit zusätzliche Einnahmen durch Provisionen verdienen wird, indem er aufgrund der im Bericht enthaltenen Informationen Aufträge zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren erhält.
76. Die Marktuntersuchung hat gezeigt, dass bei den Brokerberichten zwischen Real-time Research und Aftermarket Research unterschieden werden kann. Bei der Aftermarket Research handelt es sich um Brokerberichte, die der Öffentlichkeit vorenthalten werden, bis die Kunden Zugang zu den wertvollen Erkenntnissen erhalten haben. In der ersten Phase stellen die Brokerfirmen die Forschung nur ihren Klienten zur Verfügung. Nach dieser etwa 14 Tage dauernden Phase, in der die Berichte gesperrt sind, verlieren die Informationen ihren Nutzen für Entscheidungen über den Handel, und viele Broker sind bereit, sie an Interessenten zu verkaufen, die bereit sind, für die Berichte zu bezahlen (diese Abnehmer sind üblicherweise Investmentbanken, Unternehmen und Beratungsfirmen). Die Aftermarket Research wird oft als Pay-per-view-Produkt verkauft. Aftermarket Research benötigen die Anleger, um bessere geschäftliche Entscheidungen zu fällen, denn sie finden darin Prognosedaten, strategische Erkenntnisse, Branchentrends und Informationen zu den Marktbedingungen, Erkenntnisse der Analysten und Produktinformationen.
77. Die Marktuntersuchung hat auch gezeigt, dass die Kunden für die beiden Kategorien von Brokerberichten verschieden sind: Während die Echtzeitforschung für Kunden auf der Käuferseite bestimmt ist, wird die Aftermarket Research auf der Verkäuferseite von Anlegern/Banken benötigt.

#### (viii) Gewinnschätzungen

78. Sowohl Thomson als auch Reuters vertreiben Produkte, die Daten zu Gewinnschätzungen enthalten. Eine Gewinnschätzung enthält eine Prognose eines Analysten bezüglich der zukünftigen Gewinne/Verluste eines Unternehmens. Die Prognose stützt sich üblicherweise auf Kennzahlen wie die jährlichen oder Quartalsgewinne pro Aktie.
79. Die Gewinnerwartungen haben den größten Einfluss auf die Aktienpreise, da die Investoren Aktien zu Preisen kaufen, die der Markt abhängig vom Gewinnpotenzial des Unternehmens festsetzt. Die Finanzmedien und die Investoren vergleichen die durchschnittliche Gewinnschätzung für ein Unternehmen mit den tatsächlich gemeldeten Gewinnen, und der Unterschied zwischen beiden Werten stellt die Gewinnüberraschung dar. Daher werden Unternehmen, denen es nicht gelingt, die durchschnittliche Erwartung zu erfüllen, normalerweise mit sinkenden Aktienkursen bestraft, während die Kurse von Unternehmen, die die Erwartungen übertreffen, steigen.
80. Schätzungen werden im Normalfall von Analysten auf der Verkäuferseite im Rahmen eines Forschungsberichts oder eines Bewertungsmodells erstellt und üblicherweise in Brokerberichte aufgenommen.
81. Es wird zuweilen zwischen aktuellen und historischen Schätzungen unterschieden. Aktuelle Schätzungen sind Gewinnschätzungen, die in den vergangenen 12 bis 18 Monaten abgegeben worden sind. ‚Historische‘ Schätzungen sind Gewinnschätzungen, die mehr als zwei Jahre zurückliegen und sich über einen historischen Zeitraum von bis zu 20 oder teilweise sogar 30 Jahren erstrecken können. Aktuelle und historische Schätzungen werden oft gemeinsam verwendet. Die Analyse historischer Schätzungen wird normalerweise zur besseren Beurteilung von Auswirkungen, Genauigkeit oder Trends aktueller Schätzungen herangezogen. Aus diesem Grund erwerben Finanzinstitute gebündelte Produkte, in denen beide Arten von Schätzungen miteinander verknüpft werden.

#### (ix) Fundamentaldaten

82. Sowohl Thomson als auch Reuters stellen Datenbanken mit Fundamentaldaten bereit. Fundamentaldaten setzen sich aus verschiedenen unternehmensspezifischen Daten wie Abschlussdaten (sowohl Quartals- als auch Jahresabschlüsse), Berechnungen von finanziellen Kennzahlen (z. B. jährliche und fünfjährige durchschnittliche Wachstumsraten, Rentabilität, Kreditaufnahme, Liquidität, Anlagennutzung), Ergebnissen pro Aktie (z. B. Gewinn/Buchwert/Cashflow pro Aktie), Wertpapier- und Marktkennzeichen, Informationen zu geografischen und Produktsegmenten sowie Daten zum Unternehmensprofil (Führungskräfte, Adresse, Internetadresse, wichtigste Aktionäre und Geschäftsbereiche) zusammen. Es sollte erwähnt werden, dass die Fundamentaldaten der einzelnen Unternehmen öffentlich zugänglich sind (z. B. auf den Websites von Unternehmen), aber einige Anbieter stellen sie zu Datenbanken zusammen. Beispielsweise bieten Thomson und Reuters Informationen über [50 000-60 000]\* bzw. [50 000-60 000]\* aktive und ruhende öffentliche und Privatunternehmen an.
83. Die Anleger ziehen Fundamentaldaten heran, um sich ein Bild von den Ergebnissen eines Unternehmens in den vergangenen Jahren zu machen und Aufschluss darüber zu gewinnen, wie wahrscheinlich es ist, dass diese Ergebnisse aufrechterhalten oder

verbessert werden können, und um durch den Vergleich mit ähnlichen Daten aus anderen Unternehmen zu Anlageentscheidungen zu gelangen.

(x) Zeitreihen/Wirtschaftsdaten

84. Sowohl Thomson als auch Reuters sind im Bereich der Zeitreiheninhalte auf dem Markt präsent. Zeitreihen umfassen Tagesendbewertungen von Wertpapieren, Volumen- und andere Daten zu Aktien, festverzinslichen Wertpapieren, Indizes, Derivaten und Fondsinstrumenten sowie Zinssätze/Devisenkurse und Zeitreihen von Wirtschaftsdaten.
85. Die Wirtschaftsdaten (Zeitreihen/Wirtschaftsdaten) umfassen Daten zu makroökonomischen Variablen wie BIP, Arbeitslosenquoten, Geldmengen, Handelsbilanzen und Inflationsraten. Diese Informationen werden als einzelne Datenpunkte dargestellt und über einen mehrjährigen Zeitraum verfolgt (Zeitreihen). Solche Daten stammen im Normalfall von staatlichen Einrichtungen (von nationalen und supranationalen Statistikämtern oder Zentralbanken), aber Zeitreihen können auch geschützte Daten wie solche von Forschungseinrichtungen enthalten.
86. Wirtschaftsdaten werden verwendet, um die allgemeinen wirtschaftlichen Bedingungen einzuschätzen, auf die die Finanzmärkte reagieren und unter denen Regierungen, Wirtschaftszweige und Personen tätig sind. Die Erwartungen bezüglich der wirtschaftlichen Entwicklung haben wesentlichen Einfluss auf das Verhalten der Kapital- und Anleihenmärkte, und die Wirtschaftsdaten haben beträchtliche Auswirkungen auf die Zinsen für Terminkontrakte and Devisenterminkontrakte.
87. Wirtschaftsdaten werden grundsätzlich von Analysten und Ökonomen auf der Verkäuferseite verwendet. Dies sind Anlageverwalter, Brokerfirmen, Unternehmensfinanzierungsabteilungen von Investmentbanken und in geringerem Maß Unternehmensberater, Wissenschaftler und Angehörige der Medien.

(xi) Daten zu Eigentumsverhältnissen

88. Sowohl Thomson als auch Reuters bieten Daten über Eigentumsverhältnissen an. Solche Daten liefern einen Überblick über das globale Wertpapiereigentum auf dem Finanzmarkt. Die Daten über Eigentumsverhältnissen betreffen in erster Linie Angaben über das globale Eigentum an Wertpapieren, Kapitalbeteiligungen und festverzinslichen Wertpapieren.

(xii) Transaktionen

89. Sowohl Thomson als auch Reuters bieten Transaktionsdaten an. Transaktionsdaten liefern einen umfassenden Überblick über die globale Kapitalmarktaktivität in verschiedenen Bereichen und dienen den institutionellen Analysten als Instrument zur Beurteilung von Unternehmen. Die Transaktionsdaten erstrecken sich auf Bereiche wie Beteiligungen, Anleihen, mittelfristige Anleihenprogramme, Konsortialkredite, öffentliche Finanzierungen, Projektfinanzierungen, Fusionen und Übernahmen, Unternehmensfinanzierungen, Umstrukturierungen usw.

(xiii) Sonstige Gruppen von Inhalten: Personalprofile, öffentliche Daten, andere Zeitreihen (Beteiligungen, festverzinsliche Wertpapiere, Termingeschäfte, Optionen, Optionsscheine usw.)

90. Weitere Inhaltsgruppen, bei denen die Anmelder präsent sind, umfassen Daten wie Profile, öffentliche Daten und Zeitreihen ohne Wirtschaftsdaten.
91. Das Inhaltssegment Personalprofile umfasst eine globale Zusammenstellung von Detaildaten zu Einrichtungen auf Käufer- und Verkäuferseite und ihrem Personal einschließlich biografischer und Kontaktdaten sowie verbundener Inhalte. Diese spezifische Gruppe von Inhalten ist eng mit anderen Inhalten verknüpft, um detaillierte Aufschlüsse über die Eigentumsverhältnisse bei Wertpapieren, Fondsverwaltung und Berichterstattung der Analysten zu geben.
92. Öffentliche Daten beinhalten eine Zusammenstellung von Unternehmensdokumenten einschließlich von Jahresberichten, Daten zu meldepflichtigen Insidergeschäften und andere Daten.
93. Zeitreihen außerhalb der Wirtschaftsdaten beinhalten Zeitreihen zu Beteiligungen, festverzinslichen Wertpapieren, Termingeschäften, Optionen, Optionsscheinen und andere Daten.

(xiv) Desktop-Produkte (Workstations) in Forschung und Vermögensverwaltung: nachgelagerter Markt

94. Thomson und Reuters bieten Workstations/Desktop-Produkte als „Dachprodukte“ an, und zwar die Familie der „Thomson One“- und „Reuters 3000Xtra“-Produkte, die die Flaggschiff-Angebote beider Anmelder sind. Eine weitere Desktop-Lösung auf dem Markt ist der Terminal von Bloomberg, der anders als andere Workstations eine spezifische physische Infrastruktur beinhaltet, die in den Einrichtungen des Kunden installiert wird. Diese Desktop-Produkte liefern auch Echtzeit-Marktdaten und Finanzinformationen sowie potenziell Analysen. Im Bereich Forschung und Vermögensverwaltung (der die Segmente Investment-Banking, Anlageverwaltung, Vermögensverwaltung, Firmenkunden umfasst) beinhalten diese Desktop-Produkte im Wesentlichen eine Gruppe von (historischen) Referenzdaten. Die genaue Zusammensetzung und Abstimmung von Echtzeit-Finanzinformationen und Referenzdaten und Analysen hängt davon ab, welche Gestalt die Anbieter ihren Desktop-Produkten letzten Endes geben wollen, um sie den verschiedenen spezifischen Bedürfnissen (in Bezug auf Funktionen und Inhalte) der nachgelagerten Kundengruppen (Nutzersegmente) anzupassen. Besondere Bedeutung hat dies in den Bereichen Forschung und Vermögensverwaltung (Off-Trading-Floor).

(a) Desktop-Produkte für die Vermögensverwaltung

95. Sowohl Thomson als auch Reuters bieten Desktop-Produkte für die Vermögensverwaltung an. Die Marktuntersuchung hat gezeigt, dass es Überschneidungen zwischen den von Anlageverwaltern und Investmentbankern erworbenen und genutzten Desktop-Produkten gibt<sup>26</sup>, während die von Vermögensverwaltern verwendeten Desktop-Produkte spezifische Merkmale aufweisen, die den spezifischen geschäftlichen

---

<sup>26</sup> Vgl. Anhang 30 des Formblatts CO.

Erfordernissen der Vermögensverwaltung entsprechen. Die Vermögensverwalter helfen einzelnen Klienten (Privatpersonen), ihre finanziellen Ziele zu erreichen, indem sie eine passende Anlagestrategie entwerfen und ihre Ersparnisse/Anlagen entsprechend verwalten. Der Vermögensverwalter verwendet Analyseinstrumente, um die Ergebnisse laufend am vereinbarten Ziel zu messen. Seine geografische Ausrichtung zielt auf engere (nationale) Grenzen, was unter anderem auf die unterschiedlichen Anlagemuster der Konsumenten, die Einflüsse nationaler Steuergesetze und anderer Bestimmungen für private Geldanlagen (Pensionspläne, Kapitalertragssteuern, spezifische nationale Anlagevehikel, erhebliche Produktdifferenzierung) zurückzuführen ist.

96. Beispielsweise bietet Reuters in der Vermögensverwaltung Produkte mit einer klaren geografischen Ausrichtung an: „*Reuters Trader UK*“ ist für Finanzexperten bestimmt, die sich in erster Linie auf einzelne/private Anleger konzentrieren, die sich für Beteiligungen im Vereinigten Königreich interessieren. Ähnliche Lösungen bietet das Unternehmen für andere Mitgliedstaaten oder Regionen an, etwa für Mittel- und Osteuropa, Deutschland und die skandinavischen Länder. In der Vermögensverwaltung werden Entscheidungen daher manchmal auf subregionaler Ebene gefällt, weshalb die Wettbewerbsbedingungen nicht über verschiedene Länder hinweg homogen sind, sondern in erster Linie einzelstaatlichen oder regionalen Bedingungen entsprechen.
97. Die Merkmale der Desktop-Produkte für die Vermögensverwaltung und die geografische Beschränkung der Nachfrage in diesem Nutzersegment sind ausreichende Hinweise darauf, dass die Desktop-Produkte für die Vermögensverwaltung als eigener Produktmarkt mit einer nationalen/regionalen geografischen Ausrichtung zu betrachten sind. Diesbezüglich zeigen die von den Anmeldern bereitgestellten Daten, dass es horizontale Überschneidungen zwischen ihnen gibt, die insbesondere in Belgien, Finnland und dem Vereinigten Königreich, wo sie gemeinsame Marktanteile von mehr als 15 % haben, zu horizontalen Auswirkungen auf die Märkte führen.

(b) Desktop-Produkte für andere Segmente in Forschung und Vermögensverwaltung

98. Was die übrigen Segmente des Bereichs Forschung und Vermögensverwaltung anbelangt, so ist es mit Blick auf die gemeinsame Nutzung bestimmter Desktop-Produkte in (i) Anlageverwaltung und (ii) Investment-Banking nicht angemessen, diese Segmente bei der Einschätzung der relevanten Märkte voneinander zu trennen. In jedem Fall würden die horizontalen Überschneidungen zwischen den Anmeldern bei den Desktop-Produkten in diesen Nutzersegmenten lediglich im Investment-Banking (auf weltweiter und EWR-Ebene) zu – allerdings unproblematischen – Auswirkungen auf die Märkte führen.

(c) Vertikale Beziehungen in Forschung und Vermögensverwaltung

99. In Anbetracht des Wechselspiels zwischen vertikal integrierten und weniger integrierten Anbietern (das in Forschung und Vermögensverwaltung von besonderer Bedeutung ist) und einer nicht zu leugnenden Spezialisierung der nachgelagerten Desktop-Produkte über die Segmente hinweg muss die wettbewerbsrechtliche Würdigung bei der Analyse der vertikalen Auswirkungen des Zusammenschlusses seine potenziell andersartigen Auswirkungen auf den Wettbewerb in diesen (Off-Trading-Floor-) Nutzersegmenten (Anlageverwaltung, Investment-Banking, Vermögensverwaltung, Firmenkunden) berücksichtigen.

#### *IV.B.4. Kundenbedürfnisse (weltweite Erfassung der Inhalte)*

100. Die Marktuntersuchung hat auch Hinweise darauf ergeben, dass die relevanten Märkte abgesehen von den zuvor genannten eigenständigen Produkten von den unterschiedlichen Bedürfnissen der andersartigen und unterschiedlich großen Kunden beeinflusst werden könnten. Einige Befragte haben angegeben, dass größere globale Kunden (oder „Tier 1“-Firmen) andere Kaufmuster aufweisen als kleinere Kunden („Tier 2“ und „Tier 3“). Ein Befragter beschrieb diese unterschiedlichen Nachfragemuster folgendermaßen: Größere Kunden neigen dazu, zwei primäre Anbieter mit einem umfassenden Datenangebot (von denen einer der Absicherung dient) zu haben, zu denen mehrere weitere Anbieter kommen, um eine lückenlose Versorgung zu gewährleisten<sup>27</sup>, während „Tier 2“-Nutzer, die ähnliche Bedürfnisse haben wie „Tier 1“-Firmen, dazu neigen, aus Kostengründen mit einem primären Anbieter zusammenzuarbeiten und bei Bedarf Informationslücken mit den Daten zusätzlicher Anbieter schließen. Die kleineren „Tier 3“-Kunden benötigen im Normalfall ein begrenztes Angebot an lokalen Marktdaten und arbeiten daher nur mit einem einzigen nationalen oder regionalen Datenanbieter zusammen.
101. Es ist weder möglich noch erforderlich, definitiv zu klären, ob und wie eine sinnvolle Trennlinie zwischen den verschiedenen Kategorien möglicher Kundensegmente gezogen werden kann, doch unter einem qualitativen Gesichtspunkt ist es richtig, dass die wechselnden Bedürfnisse der Kunden einen Einfluss auf die Marktdynamik haben, insbesondere dann, wenn die globalen Akteure einen globalen Erfassungsbereich und eine globale Abdeckung der Produkte benötigen. Diesbezüglich hat die Marktuntersuchung gezeigt, dass globale Kunden eine globale Erfassung der Inhalte benötigen. Es sollte berücksichtigt werden, dass die Summe lokaler/regionaler Inhaltsgruppen die globalen Inhaltsgruppen nicht ersetzen können, ohne von einem Aggregator/Kompilierer zusammengestellt und standardisiert zu werden. Daher kann zwischen der Nachfrage nach globalen Inhaltsgruppen und der Nachfrage nach lokalen/regionalen Inhaltsgruppen unterschieden werden.

#### *IV.B.5. Anbieter von Finanzinformationen, deren Produkte die Bedürfnisse von Fachleuten nicht erfüllen*

102. Die Marktuntersuchung hat fast durchweg gezeigt, dass Finanzinformationsprodukte, die von Unternehmen wie Yahoo oder Google über das Internet bereitgestellt werden, nicht als für Fachleute im Finanzinformationssektor geeignet betrachtet werden können und nicht als glaubwürdige Alternativen zu den Inhalten/Produkten/Funktionen gelten, die von Anbietern von Finanzdaten wie Reuters oder Thomson bereitgestellt werden. Insbesondere hat die Marktuntersuchung gezeigt, dass diese Anbieter keine Echtzeitdaten oder Transaktionssysteme bereitstellen können und dass die von ihnen gelieferten historischen Daten nicht so detailliert und umfassend sind wie die entsprechenden Daten etablierter Anbieter von Finanzinformationen. So haben beispielsweise mehrere Wettbewerber und Kunden erklärt, dass die Finanzprodukte von Yahoo und Google gut geeignet für einzelne Investoren sind, die grundlegende

---

<sup>27</sup> Einen entsprechenden Hinweis gab ein Befragter, der erklärte, „Tier 1“-Kunden wären bereit, die Kosten überschüssiger Datensätze und der Zusammenarbeit mit mehr als einem Anbieter vollständiger Daten zu tragen, da die Informationen für ihre Tätigkeit ebenso vollkommen unverzichtbar sind wie die Sachkenntnis und die Software, die benötigt werden, um zahlreiche Datensätze anhand unterschiedlicher Datendarstellungen und -modelle.

Informationen benötigen, während sie die Bedürfnisse von Fachleuten, die sensible und genaue Informationen benötigen, nicht erfüllen können (zudem ist in ihren Nutzungsbedingungen oft festgehalten, dass die Daten nicht für kommerzielle Zwecke verwendet werden dürfen). Dasselbe gilt für die von Informationstechnologieunternehmen angebotenen Produkte, die auf der Ebene der Desktop-Produkte bestenfalls als Ergänzung oder Zusatzfunktionen betrachtet werden.

103. Sämtliche befragten Kunden haben angegeben, dass Anbieter von kostenlosen Online-Finanzinformationen (z. B. Google, Yahoo) nicht mit Thomson und Reuters verglichen werden können und keine verlässlichen Wettbewerber sind. Diese Anbieter können ergänzende Finanzinformationen liefern, aber es mangelt ihnen weiterhin an der erforderlichen Qualität, Präzision und Zuverlässigkeit, um Anerkennung als ernst zu nehmende Anbieter zu finden.
104. Fast 70 % der befragten Wettbewerber haben erklärt, dass bestimmte kostenlose Finanzinformationsprodukte jene von Thomson und Reuters nicht ersetzen können. Die Wettbewerber geben an, dass solchen kostenlosen Produkten die von Fachleuten benötigte Ausgereiftheit und die Funktionalität der kommerziell verfügbaren Produkte fehlen, weshalb sie in erster Linie von privaten Nutzern und Nichtfachleuten genutzt werden.

#### **IV.C. RELEVANTE GEOGRAFISCHE MÄRKTE**

105. Im Fall von Reuters/Telerate sah die Kommission aufgrund der Marktuntersuchung Hinweise darauf, dass die fraglichen Märkte zumindest den EWR umspannten. Dennoch wurde die geografische Eingrenzung des Markts offen gelassen.
106. Was die separaten Märkte für Inhalte in diesem Fall angeht, so hat die Marktuntersuchung Hinweise darauf ergeben, dass diese Märkte als global zu betrachten sind, obwohl auch einige Anzeichen dafür festgestellt worden sind, dass es möglicherweise Unterschiede zwischen den sehr großen Investmentbanken („Tier-1“), die normalerweise Informationen auf globaler Ebene beschaffen, und den kleineren Finanzinstituten („Tier-2“ oder „Tier-3“) gibt, die ihre Informationen auf nationaler oder EWR-Ebene beschaffen. In jedem Fall scheinen für die globalen Daten zumindest der EWR- und wahrscheinlich sogar der Weltmarkt relevant zu sein.
107. Was die Desktop-Produkte (Workstations) angeht, so haben die Anmelder die Ansicht vertreten, dass aufgrund der Nutzersegmente der Weltmarkt, zumindest aber der EWR-Markt relevant ist. Diese Annahme beruht vor allem auf der Beobachtung, dass die Produkte generell nicht für den Verkauf in einem bestimmten Land maßgeschneidert werden<sup>28</sup>, dass die Preislisten im Allgemeinen EWR-weit einheitlich sind und dass die Wettbewerber und Kunden generell überall in Europa präsent sind. Nach Ansicht der Anmelder gibt es lediglich im Segment Vermögensverwaltung bis zu einem bestimmten Grad nationale Märkte. Der Grund dafür ist, dass Vermögensverwalter ihre Aktivität im Allgemeinen auf ein einziges Land beschränken und nur Interesse an Fonds oder Beteiligungspapieren in ihrem eigenen Land haben (was insbesondere auf die Auswirkungen der einzelstaatlichen Steuergesetze und Investmentvorlieben zurückzuführen ist).

---

<sup>28</sup> Die Anmelder sind der Ansicht, dass die Produkte nur eingeschränkt für den Verkauf in bestimmten Ländern angepasst werden und im Allgemeinen nur Randelemente betreffen.

108. Die Marktuntersuchung hat gezeigt, dass in den meisten Segmenten von einer globalen – oder zumindest EWR-weiten – Kundschaft ausgegangen wird. Die Ausnahme ist das Segment Vermögensverwaltung (im Bereich Forschung und Vermögensverwaltung), in dem Angebot und Nachfrage erheblich von den einzelstaatlichen Steuer- und Pensionsregelungen beeinflusst werden, was die geografische Reichweite dieses Segments anders als bei den anderen auf die Landesgrenzen beschränken kann.

#### **IV.D. SCHLUSSFOLGERUNG ZU DEN RELEVANTEN MÄRKTEN**

109. Aufgrund der zuvor dargelegten Feststellungen ist die Kommission zu der Ansicht gelangt, dass die Grenzen der Produktmärkte entlang den Trennlinien zwischen mehreren Produktgruppen gezogen werden sollten, da die verschiedenen eigenständigen Gruppen von Inhalten, die Desktop-Produkte und die verschiedenen infrastruktur- und/oder softwarebezogenen Dienstleistungen, die auf dem Markt angeboten werden, nicht als austauschbar betrachtet werden können und jeweils unterschiedlichen und klar abgegrenzten Bedürfnissen und Einsatzgebieten entsprechen.
110. Daher hat die Kommission in dieser Sache eine Untersuchung der folgenden Bereiche vorgenommen: (i) über Desktop-Produkte/Workstations verkaufte Echtzeit-Marktdaten; (ii) Echtzeit-Dateneinspeisungen; (iii) Marktdatenplattformen; im Kontext von Echtzeit-Dateneinspeisungen und Marktdatenplattformen wird die Rolle der (iv) Reuters Instrument Codes (RICs) im Bereich der Wertpapieridentifizierungssysteme in Zusammenhang mit der Behauptung analysiert, der Zusammenschluss werde diesbezügliche Bedenken wecken; (v) Transaktionsplattformen für festverzinsliche Wertpapiere; (vi) Nachrichten; (vii) Forschung – Brokerberichte, wobei zwischen (a) Real-time Research und (b) Aftermarket Research unterschieden wird; (viii) Gewinnschätzungen; (ix) Fundamentaldaten; (x) Zeitreihen/Wirtschaftsdaten; (xi) Informationen zu Eigentumsverhältnissen; (xii) Transaktionen; (xiii) andere Inhaltsgruppen (Profile, öffentliche Daten, andere Zeitreihen); (xiv) Desktop-Produkte in Forschung und Vermögensverwaltung, insbesondere Desktop-Produkte für die Vermögensverwaltung.
111. Die relevanten globalen Inhaltsgruppen dürften sich zumindest auf den EWR und wahrscheinlich auf den weltweiten Markt erstrecken. Auf Ebene der Desktop-Produkte im Bereich Forschung und Vermögensverwaltung (Off-Trading-Floor) hat die Marktuntersuchung gezeigt, dass bezüglich der Vermögensverwaltung Angebot und Nachfrage erheblich von den einzelstaatlichen Steuergesetzen und Pensionsregelungen beeinflusst werden, was die geografische Reichweite dieses Segments im Gegensatz zu den anderen Segmenten (Investment-Banking, Anlageverwaltung, Firmenkunden) auf die nationalen und/oder regionalen Grenzen beschränken kann. Was die anderen Segmente betrifft, so kann offen gelassen werden, ob es sich um einen EWR-Markt oder um einen weltweiten Markt handelt, da der Zusammenschluss keine Wettbewerbsprobleme verursachen wird.
112. Darüber hinaus gibt es Wettbewerbsinteraktionen zwischen verschiedenen (mehr oder weniger vertikal integrierten) Anbietern von Desktop-Produkten, die auf die Bedürfnisse spezifischer nachgelagerter Segmente insbesondere im Bereich von Forschung und Vermögensverwaltung (Off-Trading-Floor) zugeschnitten sind, darunter Investmentbanker, Anlageverwalter, Vermögensverwalter und Firmenkunden. In diesen Marktsegmenten konkurrieren Thomson und Reuters mit Unternehmen, die (oder deren Kunden) einen Teil von Thomsons und Reuters' Inhalten als Input für ihre Desktop-Produkte nutzen. Die Interaktion zwischen den Aggregatoren/Kompilierern von Inhalten sollte bei der Beurteilung der vertikalen Auswirkungen des

Zusammenschlusses auf die nachgelagerten Märkte für Desktop-Lösung berücksichtigt werden.

## V. WETTBEWERBSRECHTLICHE WÜRDIGUNG

113. Entsprechend der von den Anmeldern vorgeschlagenen Marktdefinition auf der Grundlage einzelner Nutzergruppen würden die Anmelder ausgehend von den von ihnen angegebenen Anteilen gemeinsam die folgenden Marktanteile haben:

Tabelle 2

<b>EWR-Marktanteile 2006 – Markt für Finanzinformationen und Handelssysteme</b>						
	<b>(a-1) Festverzinsliche</b>	<b>(a-2) Institutionelle Beteiligung</b>	<b>(b-1) Anlageverwaltung</b>	<b>(b-2) Vermögensverwaltung<sup>29</sup></b>	<b>(b-3) Investment-Banking</b>	<b>(b-4) Firmenkunden</b>
<b>Thomson-Reuters</b>	[10-20]* %	[0-10]* %	[10-20]* %	[10-20]* %	[20-30]* %	[0-10]* %

114. Auf dieser Grundlage argumentieren die Anmelder, dass die Transaktion kaum Wettbewerbsprobleme verursachen wird.
115. Die Ergebnisse der Marktuntersuchung legen bei der Beurteilung der Auswirkungen des Zusammenschlusses eine Betrachtung der einzelnen Produkte sowie gegebenenfalls eine Berücksichtigung des Wechselspiels zwischen der (von den Kompilierern durchgeführten) vorgelagerten Datenlieferung und dem nachgelagerten Bereich nahe, in dem Kompilierer und Weitervertreiber im Wettbewerb um dieselben Kunden stehen. Ausgehend davon zeigt sich, dass der Zusammenschluss im Bereich Verkauf und Handel (On-Trading-Floor) andere Auswirkungen haben wird als im Bereich Forschung und Vermögensverwaltung (Off-Trading-Floor).
116. Zunächst kann festgehalten werden, dass der Zusammenschluss in Bezug auf Verkauf und Handel keine Bedenken weckt. Hingegen wird die Fusion im Bereich Forschung und Vermögensverwaltung bei einigen spezifischen Datenbanken/Inhaltsgruppen zu erheblichen Überschneidungen führen, den Wettbewerb zwischen Thomson und Reuters beseitigen und in Anbetracht der Position der Anmelder sowohl auf horizontaler als auch auf vertikaler Ebene Wettbewerbsbedenken wecken.
117. Diese Schlussfolgerung wird von einem internen Dokument von Thomson bestätigt, das sich mit der Theorie deckt, das neu entstehende Unternehmen könne dank des Zusammenschlusses seine Preise generell anheben. [Eine Beratungsfirma]\* ist zu dem Schluss gelangt, die Fusion könne die Preismacht von Thomson/Reuters vergrößern und das neue Unternehmen in die Lage versetzen, um [weniger als 2 %]\* schneller zu

---

<sup>29</sup> In (b-2), dem Segment Vermögensverwaltung, müssten auch die Marktanteile auf einzelstaatlicher Ebene berücksichtigt werden. Der gemeinsame Marktanteil von Thomson-Reuters würde sich auf [30-40]\* % im Vereinigten Königreich und auf [20-30]\* % in Belgien belaufen. Allerdings vertreten die Anmelder die Ansicht, dies sollte keinerlei Wettbewerbsbedenken wecken, da sie auf beiden Märkten bereits mit starker Konkurrenz konfrontiert seien.

wachsen als der Markt, wobei dieses zusätzliche Wachstum von [weniger als 2 %]\* ausschließlich auf Preiserhöhungen zurückgeführt wird<sup>30</sup>.

118. In den folgenden Kapiteln wird eine Beurteilung für die einzelnen relevanten Märkte vorgenommen.

## **V.A. VERKAUF UND HANDEL**

### *V.A.1. Über Desktop-Produkte/Workstations verkaufte Echtzeit-Marktdaten*

119. Im Rahmen der Marktuntersuchung der Kommission haben einige Befragte die Ansicht geäußert, der Zusammenschluss werde die Zahl der Unternehmen, die ein vollständiges Angebot von Echtzeit-Marktdaten unterbreiten, von drei auf zwei verringern, was sich nachteilig auf den Wettbewerb auswirken werde. Die Untersuchung hat gezeigt, dass Reuters und Thomson den Großteil ihrer globalen Einnahmen im Bereich der Echtzeit-Marktdaten ([70-80]\* % bzw. [70-80]\* % im Jahr 2006) mit Desktop-Produkten erzielen. Ihre übrigen Einnahmen in diesem Bereich entfallen auf die Bereitstellung solcher Daten mittels Dateneinspeisungen.
120. Was die über Desktop-Produkte verkauften Echtzeit-Marktdaten anbelangt, so stellt die weltweite Marktstruktur bereits vor dem Zusammenschluss beinahe ein Duopol von Reuters ([30-40]\* % Marktanteil im Jahr 2006) und Bloomberg ([40-50]\* % Marktanteil im Jahr 2006) dar, was von der Kommission bereits in Zusammenhang mit der Sache Reuters/Telerate festgestellt wurde. IDC/Comstock und Telekurs/Fininfo sind Randwettbewerber mit sehr geringen Marktanteilen (von jeweils [weniger als 2 %]\* auf globaler Ebene im Jahr 2006)<sup>31</sup>. Beim Verkauf von Echtzeit-Marktdaten über Desktop-Produkte ist auch Thomsons Präsenz auf diesem Markt sehr beschränkt, da sich dieses Unternehmen traditionell auf den Bereich Forschung und Vermögensverwaltung konzentriert. Thomsons Marktanteil beträgt weniger als 1 % (im Jahr 2006 [weniger als 1 %]\* weltweit und [weniger als 1 %]\* im EWR)<sup>32</sup>. Daher wird sich der Zusammenschluss von Reuters und Thomson nicht wesentlich auf die Marktstruktur auswirken.

### *V.A.2. Echtzeit-Dateneinspeisungen*

121. Andere Unternehmen sind der Ansicht, dass die Transaktion wettbewerbswidrige Auswirkungen im Bereich der Echtzeit-Dateneinspeisungen haben könnte. Insbesondere glauben sie, dass Thomson infolge des Zusammenschlusses als nach Bloomberg und Reuters drittgrößter Anbieter umfassender globaler Echtzeit-Dateneinspeisungen verschwinden wird. Die Wettbewerber waren oft nur in der Bereitstellung begrenzter Dateneinspeisungen aktiv.

---

<sup>30</sup> Thomson-Dokument – „BCG Presentation Thomson financial“, 5. Mai 2005 – Referenz Q1.0196.

<sup>31</sup> Ein ähnliches Bild ist auf Ebene des EWR zu beobachten, wo die Marktanteile von Reuters und Bloomberg im Jahr 2006 bei rund [30-40]\* % bzw. [40-50]\* % lagen (vgl. Anhang 15 der Antwort der Anmelder vom 26. Oktober 2007 auf ein Auskunftsverlangen der Kommission gemäß Artikel 11).

<sup>32</sup> Die Quelle dieser Daten zu den Marktanteilen ist Anhang 15 der Antwort der Anmelder vom 26. Oktober 2007 auf ein Auskunftsverlangen der Kommission gemäß Artikel 11.

122. Die Untersuchung hat deutliche Hinweise ergeben, die diese Bedenken zerstreuen. Reuters ist der dominierende Anbieter von „konsolidierten“ Echtzeit-Dateneinspeisungen mit einem weltweiten Marktanteil von [60-70]\* % im Jahr 2006. Thomson scheint nicht der drittgrößte Anbieter solcher Dateneinspeisungen zu sein, sondern hat im Gegenteil anscheinend nur einen weltweiten Marktanteil von [0-10]\* % (2006). Andere Marktteilnehmer wie Telekurs und IDC/Comstock scheinen sich in einer besseren Position als Thomson zu befinden, um Wettbewerbsdruck auf Reuters auszuüben, denn sie haben sehr viel höhere weltweite Marktanteile von jeweils rund [10-20]\* % bei konsolidierten Dateneinspeisungen (2006). Bloomberg ist im Bereich der konsolidierten Dateneinspeisungen mit einem weltweiten Marktanteil von [0-10]\* % (2006) ein kleinerer Akteur<sup>33</sup>.
123. Darüber hinaus trägt die Einführung effektiver Bereitstellungsinfrastrukturen (Feed-Handler-Lösungen) durch Technologieanbieter zur Einschränkung der Wettbewerbsmacht einzelner Anbieter bei, was darauf zurückzuführen ist, dass neben den von traditionellen Marktteilnehmern wie Reuters angebotenen „konsolidierten Dateneinspeisungen“ auch „Direkteinspeisungen“ seitens der Börsen zur Verfügung stehen. Feed-Handler ermöglichen die Lieferung von Echtzeit-Marktdaten von den Urhebern von Rohdaten (z. B. Börsen) an die Endnutzer. Solche Feed-Handler ermöglichen es den Kunden, zahlreiche „Direkteinspeisungen von Low-Latency-Daten“ schneller als die konsolidierten Dateneinspeisungen (das heißt mit geringerer Wartezeit) zu empfangen<sup>34</sup>. Daher wird der Zusammenschluss keine wesentlichen Auswirkungen auf die Wettbewerbssituation im Bereich der Echtzeit-Dateneinspeisungen haben.

### V.A.3. *Marktdatenplattformen*

124. Auf diesem Markt hat Reuters eine eindeutige Vormachtstellung und kommt mit seinem Reuters Market Data System (RMDS) auf einen Marktanteil von [90-100]\* %. Bei den Marktdatenplattformen (MDP) haben andere Marktteilnehmer die Ansicht geäußert, der Zusammenschluss werde Thomson jeden Anreiz zum Eintritt in diesen Markt nehmen, obwohl Thomson keine Marktdatenplattform anbietet. Das scheint plausibel, da Thomson eine Partnerschaftvereinbarung mit dem Anbieter eines Konkurrenzprodukts zu den MDP geschlossen hatte, nämlich mit Wombat, einem Anbieter von Feed-Handler-Software.
125. Es ist richtig, dass Reuters bereits bei den MDP vor dem Zusammenschluss eine deutliche Vormachtstellung einnimmt. Die neuen Wettbewerber (Wombat, Activ Financial) haben einen deutlichen Rückstand auf Reuters. Die Untersuchung hat jedoch gezeigt, dass Thomsons Partnerschaft mit einem der wichtigsten Konkurrenten von Reuters im Bereich der MDP (Wombat) dazu diente, den Kunden Thomsons konsolidierte Echtzeit-Dateneinspeisung über den Wombat Feed-Handler zur Verfügung zu stellen (womit auch die Position von Wombats Bereitstellungssoftware gefestigt wurde). Eine mögliche Auflösung der Partnerschaft zwischen Thomson und Wombat dürfte sich verglichen mit der Situation vor dem Zusammenschluss nicht nachteilig auf den Markt für MDP und Feed-Handler auswirken. Wombat kann unter den anderen Anbietern von Echtzeit-

---

<sup>33</sup> Die Quelle dieser Marktdaten ist die Antwort der Anmelder vom 30. Oktober 2007 auf die Entscheidung der Kommission zur Einleitung eines Verfahrens nach Artikel 6.1(c) vom 8. Oktober 2007. Im EWR hat Reuters einen Marktanteil von [60-70]\* % (2006), während Thomson auf diesem Markt nicht präsent ist; daher gibt es keine horizontale Überschneidung im EWR.

<sup>34</sup> Ein Beispiel für Technologieanbieter, die Endnutzern Echtzeit-Marktdaten von Urhebern von Rohdaten (z. B. Börsen) bereitstellen, ist das Unternehmen Wombat.

Dateneinspeisungen einen geeigneten Ersatz für Thomsons konsolidierte Dateneinspeisung finden, sollte die Partnerschaft nach dem Zusammenschluss gelöst werden. Daher dürfte der Zusammenschluss die Wettbewerbssituation im Bereich der MDP nicht wesentlich ändern.

126. Ebenfalls im Zusammenhang mit Echtzeit-Dateneinspeisungen und Marktdatenplattformen machte ein Drittwettbewerber geltend, dass der Zusammenschluss aufgrund der führenden und/oder dominanten Stellung von Reuters im Bereich Dateneinspeisungen und Marktdatenplattformen zu negativen Auswirkungen (insbesondere Ausschließung) hinsichtlich des Zugangs zu den sogenannten „Contribution data“ führen werde. „Contribution data“ sind von Banken und Brokern generierte oder errechnete Finanzdaten, für die die Banken bzw. Broker die entsprechenden geistigen Eigentumsrechte besitzen. Diese „Contribution data“ werden in der Regel für Transaktionen im Zusammenhang mit Anleihen, Derivaten, strukturierten Produkten, Devisen- und Zinsdaten verwendet, da die entsprechenden Wertpapiere nicht an der Börse gehandelt werden. Zurzeit spielen Reuters und Thomson bei der Bereitstellung von „Contribution data“ keine Rolle, aber nach dem Zusammenschluss könnten Drittwettbewerber vom Zugang zu diesen „Contribution data“ ausgeschlossen werden, da die Daten in der Regel auf Reuters Marktdatenplattform (RMDS) gespeichert werden, die vom Erzeuger genutzt wird, um derartige Daten aufzubewahren (bei der Bank oder beim Broker). Der Drittwettbewerber führte aus, dass sich durch den Zusammenschluss der Anreiz der Anmelder erhöhen würde, den Zugang zu „Contribution data“ zu behindern, so dass es zu einer Verschlechterung der derzeitigen Situation käme, bei der Reuters in diesem Bereich bereits ein wettbewerbsausschließendes Verhalten gegenüber seinen Wettbewerbern zeige. Es kann jedoch kein Zusammenhang zwischen diesem Einwand und dem Zusammenschluss von Thomson und Reuters hergestellt werden. Da bei den Anmeldern keine Überschneidungen im Bereich der Marktdatenplattformen bestehen, führt der Zusammenschluss im Hinblick auf die Zugänglichkeit von „Contribution data“ für Drittwettbewerber nicht zu einer wesentlichen Änderung der Wettbewerbssituation.

#### V.A.4. RIC

127. RIC (Reuters Instrument Code) ist ein Identifizierungssystem für Wertpapiere, das in Verkauf und Handel (On-Trading-Floor) umfassend zum Einsatz kommt. Wie im Abschnitt zu den relevanten Märkten erwähnt, werden Wertpapieridentifizierungssysteme für die Zwecke dieser Entscheidung nicht als relevanter Markt betrachtet. Dennoch wurden solche Systeme in Zusammenhang mit der Behauptung untersucht, die Fusion werde aufgrund der Instrument Codes Bedenken wecken. Ein Wettbewerber hat die Ansicht geäußert, das RIC-System von Reuters stelle gewissermaßen einen De-facto-Industriestandard dar. Dieser Argumentation zufolge verwandelte sich RIC in einen Industriestandard, weil das System wegen der Vormachtstellung von Reuters im Bereich der Echtzeit-Dateneinspeisungen ein unerlässlicher Bestandteil der Verfahren ist, anhand deren die Händler Finanzinstrumente und Indizes identifizieren.
128. Dieser Wettbewerber hat erklärt, der Zusammenschluss könne zu wettbewerbswidrigen Konzentrationsprozessen führen, da Reuters (das Immaterialgüterrechte an RIC beansprucht) das Identifizierungssystem nicht gegen Lizenzgebühren an konkurrierende Anbieter von Dateneinspeisungen weitergibt. Der Zusammenschluss von Reuters und Thomson würde demnach ein Unternehmen schaffen, das nicht nur an der Kundenschnittstelle (Front-Office), sondern auch im Middle-Office- und Back-Office-

Bereich eine vorherrschende Position bei den Dateneinspeisungen einnehmen werde<sup>35</sup>. Daher könne die Verbindung von Reuters und Thomson dem neuen Unternehmen einen Anreiz geben, den Einsatz von RIC in sämtliche Thomson-Systeme im Bereich von Forschung und Vermögensverwaltung (Off-Trading-Floor) einzubetten und auf diese Art die Wettbewerber vom Zugang zu Thomsons Kundenstamm auszuschließen. Insbesondere Anbieter, die keinen Zugang zu RIC haben (auch solche, die im Off-Trading-Floor-Bereich tätig sind), würden für die Kunden weniger attraktiv werden, da diesen bei der Verarbeitung von nicht mit RIC identifizierten Wertpapieren ein zusätzlicher Arbeitsaufwand entstehen würde, was die Kosten einer Zusammenarbeit mit anderen Anbietern als Thomson-Reuters künstlich erhöhen würde.

#### V.A.4.1. Auswirkungen im Bereich Verkauf und Handel

129. Was den Einsatz von RIC in Verkauf und Handel anbelangt, so hat die Untersuchung gezeigt, dass die Wertpapieridentifizierungssysteme ein Engpass sein können, insbesondere infolge der sehr starken Position von Reuters bei den Echtzeit-Dateneinspeisungen. Da Reuters Immaterialgüterrechte am RIC-System geltend macht, könnte dies die Kunden an Reuters binden und ein Zugangshemmnis für Konkurrenten darstellen, die versuchen möchten, die Dateneinspeisungen von Reuters zu ersetzen, auch mit Blick auf die wachsende Bedeutung der nahtlosen Integration des gesamten On-Trading-Floor-Bereichs (Straight Through Processing, das heißt fortschreitende Integration von Front-, Middle- und Back-Office in Verkauf und Handel).
130. Allerdings kann kein Zusammenhang zwischen diesem Einwand und dem Zusammenschluss von Thomson und Reuters hergestellt werden. Genauso wenig scheint das Argument, das RIC-System stelle einen Industriestandard dar, in Zusammenhang mit dem Zusammenschluss zu stehen<sup>36</sup>. Thomson ist nur sehr eingeschränkt auf dem Markt für Echtzeit-Dateneinspeisungen tätig, weshalb die Integration von RIC in Thomsons Produkte für den Bereich Verkauf und Handel die Situation auf dem Markt nicht wesentlich gegenüber der Lage vor dem Zusammenschluss ändern würde.

#### V.A.4.2. Auswirkungen in Forschung und Vermögensverwaltung

131. Wie bereits erwähnt, werden Wertpapieridentifizierungssysteme vorwiegend bei Marktfindungsprodukten für Front-Office-Umgebungen im On-Trading-Floor-Bereich verwendet und dienen in erster Linie der Preisfeststellung. Das bedeutet, dass solche Identifizierungssysteme dazu verwendet werden, einen Echtzeitpreis für ein bestimmtes Instrument zu finden, bevor über eine Handelstransaktion mit diesem Instrument entschieden wird. Diese Systeme werden von Händlern, Verkaufs- und anderem Front-Office-Personal verwendet, für die die Zeit eine wichtige Rolle spielt und die die Preise der Instrumente in Echtzeit kennen müssen. Geringere Bedeutung kommt den Wertpapieridentifizierungssystemen in Anwendungen für den Bereich Forschung und Vermögensverwaltung (Off-Trading-Floor) zu. Insbesondere im Off-Trading-Floor-

---

<sup>35</sup> Das „Front Office“ bezeichnet das Handels- und Supportpersonal eines Finanzinstituts, das den Kauf- und Verkaufsvorgängen eines Markts am nächsten ist; das „Middle Office“ arbeitet eng mit dem Front Office zusammen und registriert Handel und Handelspositionen (das Middle Office überwacht und verwaltet die Risikoengagements eines Finanzinstituts); das „Back Office“ ist die Abteilung eines Finanzinstituts, die die Transaktionen verarbeitet und für Lieferung, Abrechnung und Regelungsverfahren zuständig ist.

<sup>36</sup> Der Front-Office-Bereich umfasst das Verkaufs- und Unterstützungspersonal in einer Finanzinstitution, das sich direkt mit den Kauf- und Verkaufsoperationen auf dem Markt beschäftigt.

Bereich scheint die Aufnahme zusätzlicher Wertpapieridentifizierungssysteme keine entscheidenden Beiträge zur Differenzierung gegenüber den Wettbewerbern zu leisten<sup>37</sup>.

132. Was den Einsatz von Wertpapieridentifizierungssystemen im Bereich Forschung und Vermögensverwaltung anbelangt, so hat die Untersuchung keinen überzeugenden Hinweis darauf erbracht, dass die mögliche Vorgehensweise des durch den Zusammenschluss entstehenden Unternehmens Konkurrenten ausschließen und den Kunden daran hindern könnte, zu Nicht-RIC-Inhalt und Anbietern von Desktop-Produkten zu wechseln. Selbst unter der Annahme, dass das neue Unternehmen den Einsatz des RIC-Systems auf die Forschungs- und Vermögensverwaltungsprodukte von Thomson ausweiten wird, dürften die Auswirkungen dieser Maßnahme allein in Anbetracht der Natur der Produkte in diesem Bereich (siehe Folgendes) daher kaum ein wesentliches Zugangshemmnis für Wettbewerber darstellen, dass die Attraktivität der Produkte dieser Wettbewerber für Thomsons Kunden im Bereich Forschung und Vermögensverwaltung verringern würde.

#### V.A.4.3. Schlussfolgerung zu RIC

133. Somit wird der Zusammenschluss nicht zu einer Konglomeration in Zusammenhang mit der Verwendung von Wertpapieridentifizierungssystemen überall in Verkauf und Handel sowie in Forschung und Vermögensverwaltung durch das neue Unternehmen führen.

#### V.A.5. *Transaktionsplattformen/-dienste für festverzinsliche Wertpapiere (z. B. Tradeweb)*

134. Thomson und Reuters bieten beide Transaktionsdienste für festverzinsliche Wertpapiere an. Allerdings ist die Aktivität von Reuters in diesem Bereich im Rahmen von Reuters Trading for Fixed Income gering und erzielt fast keine Einnahmen. Nur Thomson hat mit Tradeweb eine nennenswerte Aktivität in diesem Bereich. Die Anmelder schätzen den Marktanteil von Thomson/Reuters im Handel mit festverzinslichen Wertpapieren auf [10-20]\* % im EWR und auf [10-20]\* % weltweit. Auf diesem Markt ist eine Reihe von Wettbewerbern aktiv, darunter Bloomberg, MarketAxess, eSpeed sowie Börsen, an denen einige Anleihen gehandelt werden können. Da es keine horizontale Überschneidung gibt, weckt der Zusammenschluss keinerlei horizontale Wettbewerbsbedenken.
135. Über Transaktionen auf den Transaktionsplattformen werden indikative Marktdaten gewonnen, die das Rohmaterial für Anbieter von Finanzinformationen wie Bloomberg oder Reuters darstellen. Ein Teil der durch Tradeweb erzeugten indikativen Marktdaten

---

<sup>37</sup> Das Middle-Office ist jene Abwicklungseinheit, die in engem Kontakt zum Front-Office steht, die Transaktionen und Handelspositionen festhält und für die Beurteilung der Risiken zuständig ist. Das Back-Office ist die Einheit, die die Transaktionen abwickelt und für Lieferung, Abrechnung und regulatorische Verfahren zuständig ist. Es gibt auf dem Markt noch weitere Wertpapieridentifizierungssysteme, und den Kunden stehen Systeme zur gleichzeitigen Übersetzung der unterschiedlichen Identifizierungscodes zur Verfügung. Diesbezüglich haben die Anmelder erklärt, dass Nutzer der Desktop-Produkte von Thomson (die in erster Linie im Off-Trading-Floor-Bereich verkauft werden), sofern sie Wertpapieridentifizierungssysteme benötigten, bereits mit der Verwendung der Symbolcodes von Thomson in diesem Bereich vertraut seien und solche Codes wahrscheinlich bereits in Excel-Tabellen und Anwendungen eingebettet hätten. Sie sind der Ansicht, dass eine mögliche Ergänzung der Thomson-Produkte durch RIC nicht einmal jene Kunden zwangsläufig zum Übergang zu einer neuen Symbolik zwingen würde.

wird von Reuters vertrieben<sup>38</sup>. Als solche wird sich die Konzentration nicht wesentlich auf den Zugang der wichtigsten Anbieter von Finanzinformationen über festverzinsliche Wertpapiere zu indikativen Marktdaten auswirken.

136. Obwohl der Marktanteil der Anmelder nicht auf eine Vormachtstellung auf dem Markt für Transaktionsplattformen für festverzinsliche Wertpapiere schließen lässt, wird Tradeweb im Allgemeinen als wichtigste Plattform in diesem Bereich betrachtet. Tradeweb hat diese Position erlangt, indem es sich die Unterstützung von Liquiditätsanbietern (Banken, Fonds usw.) gesichert hat. Am 11. Oktober 2007 gab Thomson eine Vereinbarung mit neun der größten Finanzinstitute<sup>39</sup> bekannt, der zufolge diese (a) einen Anteil von [...] \* an der Handelsplattform von Tradeweb übernehmen und (b) gemeinsam mit Thomson ein neues Unternehmen aufbauen werden (an dem sie einen Anteil von [...] \* halten werden), das den Handel mit neuen Anlageklassen entwickeln wird.
137. Ein dritter Wettbewerber äußerte Bedenken bezüglich der zukünftigen Bedeutung von Tradeweb. Dieser Wettbewerber erwartet, dass Tradeweb in naher Zukunft die mit Abstand dominierende Transaktionsplattform für festverzinsliche Wertpapiere werden wird, da es sich die Unterstützung vieler Liquiditätsanbieter gesichert hat, und dass es weitere Finanzinstitute anlocken wird, die auf den dynamischsten Marktplattformen kaufen und verkaufen möchten. Wenn Tradeweb den Großteil der Transaktionen mit festverzinslichen Wertpapieren für sich gewinnen wird, werden nach Meinung dieses Wettbewerbers andere Unternehmen vom Vertrieb von Finanzinformationen zu festverzinslichen Wertpapieren ausgeschlossen werden, da Thomson/Reuters seinen Konkurrenten die bei Tradeweb erstellten Marktdaten nicht zugänglich machen wird. Es sollte angemerkt werden, dass von einigen anderen Transaktionsplattformen (wie jener von Bloomberg) erstellte indikative Marktdaten nicht über Thomson oder Reuters vertrieben werden und umgekehrt.
138. Dennoch ist die Kommission der Ansicht, dass dieser Einwand nicht mit dem Zusammenschluss von Thomson und Reuters in Zusammenhang gebracht werden kann. Erstens ist Reuters gegenwärtig nicht (oder nur in sehr geringem Umfang) in der Transaktionsplattform für festverzinsliche Wertpapiere aktiv. Zweitens werden die aus den Transaktionen auf Tradeweb erzeugten indikativen Daten auch vor dem Zusammenschluss nicht von Hauptkonkurrenten vertrieben. Und drittens fungiert Reuters bereits heute als Weitervertreiber der auf Tradeweb erzeugten indikativen Marktdaten, womit sich der Zusammenschluss nicht wesentlich auf den Zugang zu solchen Daten auswirken wird. Hinzuzufügen ist auch, dass der zukünftige Erfolg von Tradeweb noch nicht feststeht und dass die von Thomson/Tradeweb entwickelte Strategie zur Entwicklung stabiler Beziehungen zu den Liquiditätsanbietern vor dem Zusammenschluss eingeleitet wurde und immer noch von Wettbewerbern übernommen werden könnte.
139. Zudem ist nicht klar, dass die mittels Transaktionen auf Tradeweb gewonnenen indikativen Marktdaten nur Kunden von Thomson/Reuters zur Verfügung stehen werden. Beispielsweise kann man die Ansicht vertreten, dass Tradeweb in Anbetracht der führenden Position Bloomburges im Bereich der festverzinslichen Wertpapiere (nach Angabe der Anmelder hat dieser Anbieter einen weltweiten Marktanteil von [40-50] \* %;

---

<sup>38</sup> Reuters erhält Verbunddaten [...]\*.

<sup>39</sup> Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, JP Morgan, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Morgan Stanley, The Royal Bank of Scotland und UBS

Zahl aus dem Jahr 2006) ein Interesse daran haben wird, seine indikativen Marktdaten an Bloomberg zu verkaufen.

#### V.A.6. Nachrichten

##### V.A.6.1. Einleitung

140. Sowohl Thomson als auch Reuters sind auf dem Markt für Finanz- und Unternehmensnachrichten (im Folgenden „Nachrichten“) präsent. Nachrichten versorgen die Anleger mit Informationen, die sie für schnelle und kluge Anlageentscheidungen benötigen. Solche Finanznachrichten können umfassend oder eher beschränkt sein, je nachdem, ob sie sich auf ein einzelnes Land, bestimmte Anlageklassen oder einzelne Wirtschaftssektoren beziehen. Die Kunden sind Fachleute in den Bereichen Forschung und Vermögensverwaltung, beispielsweise Anlageverwalter und Fondsmanager, aber auch im Bereich Verkauf und Handel.

##### V.A.6.2. Vertriebskanäle

141. Es sollte unterschieden werden zwischen nicht integrierten Anbietern von Finanznachrichten wie Dow Jones, Informa und AP, die ihre Inhalte über Plattformanbieter (z. B. Bloomberg, FactSet, Thomson, Reuters) bereitstellen, und integrierten Nachrichtenanbietern, die geschützte Nachrichteninhalte entwickelt haben und imstande sind, diese über ihre Terminals an Finanzinstitute zu vertreiben (z. B. Reuters, Thomson und Bloomberg). Thomson vertreibt sein Nachrichtenprodukt auch als eigenständige Dateneinspeisung an Konkurrenten, während Bloomberg und Reuters ihre geschützten Nachrichteninhalte nur auf ihren Plattformen an die Endkunden verkaufen.
142. Diese drei integrierten Nachrichtenanbieter vertreiben neben ihren eigenen Inhalten auch Finanznachrichten anderer Anbieter (z. B. Dow Jones). Üblicherweise verrechnen sie diesen anderen Anbietern eine Lizenzgebühr für die Vertreibung des Nachrichtendienstes, die einem bestimmten Prozentsatz der vom anderen Anbieter erzielten Einnahmen entspricht.

##### V.A.6.3. Produkte von Thomson und Reuters

143. Bei Thomson Financial News (TFN, ehemals AFX) handelt es sich um eine Mischung von Inhalten, die von den eigenen Journalisten produziert werden, und bei Partnern wie Agence France Presse (AFP), Associated Press, Deutsche Presseagentur (DPA), Amalthia, Radiocor und anderen beschafften Inhalten, die unter der Marke Thomson verkauft werden. Erst vor Kurzem – nach dem Kauf von AFX von Agence France Press im Jahr 2006 – hat Thomson mit dem Verkauf eigener Nachrichtenprodukte begonnen. Thomsons TFN wird über seine Terminalprodukte (z. B. Thomson One) oder als eigenständige Dateneinspeisung vertrieben.
144. Reuters News genießt auf dem Markt einen ausgezeichneten Ruf und große Glaubwürdigkeit und gilt daher als Marktführer im Nachrichtensegment. Zu Reuters News gehört eine der größten internationalen Nachrichtenagenturen, die mit Bloomberg und Dow Jones konkurriert. Reuters News wird nur über die eigenen Terminalprodukte (Xtra 3000) vertrieben.

#### V.A.6.4. Wettbewerber

145. Thomson und Reuters befinden sich im Wettbewerb mit zwei Gruppen von Konkurrenten: mit globalen Anbietern von Finanznachrichten, das heißt mit Unternehmen, die Nachrichten über Unternehmen in sämtlichen Regionen anbieten (z. B. Dow Jones), sowie mit lokalen Anbietern von Finanznachrichten, die ein bestimmtes Land oder eine Region abdecken (z. B. Nikkei für Japan).
146. Auf dem Markt für globale Finanznachrichten sind mehrere Wettbewerber aktiv: Bloomberg, Dow Jones Newswires, S&P und FT Group. Bloomberg und Dow Jones gelten gemeinsam mit Reuters als die wichtigsten Nachrichtenquellen, die den Markt mit umfassenden globalen Informationen versorgen. TFN/AFX ist ebenfalls weltweit tätig, konzentriert sich jedoch auf europäische Nachrichten und gilt nicht als gleichwertiger Wettbewerber. Dasselbe gilt für kleinere globale Marktteilnehmer wie S&P und FT Group.
147. Dazu kommen zahlreiche Nachrichtenanbieter, die sich auf bestimmte Länder, Wirtschaftssektoren oder Anlageklassen konzentrieren und bis zu einem gewissen Grad mit den Nachrichtendiensten von Reuters und Thomson konkurrieren. Zu diesen Anbietern zählen Nikkei, Interfax oder die Deutsche Presseagentur.

#### V.A.6.5. Marktanteile

148. Die Tabelle enthält die Schätzungen der Anmelder zu den Marktanteilen der wichtigsten Wettbewerber im Nachrichtensegment im Jahr 2006.

Tabelle 3

	<b>Global %</b>	<b>EWR %</b>
Thomson-Reuters	[20-30]* %	[30-40]* %
Thomson	[0-10]* %	[0-10]* %
Reuters	[20-30]* %	[30-40]* %
Bloomberg	[30-40]* %	[30-40]* %
Dow Jones	[10-20]* %	[10-20]* %
FT Group	[0-10]* %	[0-10]* %
Nikkei	[0-10]* %	[0-10]* %
S&P	[0-10]* %	[0-10]* %
DPA	[0-10]* %	[10-20]* %
Radiocor	[0-10]* %	[0-10]* %

Quelle: Anmelder

#### V.A.6.6. Wettbewerbsrechtliche Würdigung – horizontale Wirkungen

149. Was die horizontalen Auswirkungen des Zusammenschlusses anbelangt, so geht aus internen Dokumenten der Anmelder hervor, dass Thomson mit der Übernahme von AFX einen ernsthaften Versuch unternommen hat, auf dem Nachrichtenmarkt Fuß zu fassen. Zweck dieses Vorstoßes war es, direkter mit dem Nachrichtenangebot von Reuters zu konkurrieren und die Thomson Desktop-Produkte mit Inhalten zu versorgen. Der Zusammenschluss könnte die Rivalität zwischen Thomson und Reuters in der Bereitstellung von Nachrichtendiensten im nachgelagerten Bereich beseitigen und einen Anreiz darstellen, TFN als Konkurrent von Reuters vom Markt zu nehmen, womit Dow Jones Newswires der letzte große Anbieter von Finanznachrichten wäre, der nicht zu Bloomberg oder Thomson/Reuters gehört.
150. Die Anmelder haben jedoch mit Recht darauf hingewiesen, dass die horizontale Überschneidung zwischen Thomson und Reuters in der Bereitstellung von Finanznachrichten sehr begrenzt ist, da TFN weiterhin ein kleiner Marktteilnehmer ist, der keine große Anziehungskraft auf dem Markt ausübt und Reuters keine ernsthafte Konkurrenz macht. Folglich werden die Auswirkungen des Zusammenschlusses sehr gering sein.

#### V.A.6.7. Wettbewerbsrechtliche Würdigung – vertikale Auswirkungen

151. Im Verlauf der Marktuntersuchung wurden Bedenken in Bezug auf zwei mögliche wettbewerbswidrige vertikale Auswirkungen geäußert: i) Ausschluss der Wettbewerber auf dem nachgelagerten Markt vom Input und ii) Ausschluss konkurrierender Nachrichtenanbieter.
152. In Bezug auf den ersten Punkt haben mehrere Weitervertreiber den Vorbehalt geäußert, dass Dow Jones infolge des angemeldeten Zusammenschlusses der letzte große Anbieter von Finanznachrichten wäre, der nicht Teil von Bloomberg oder Thomson-Reuters (TFN und Reuters News) ist. So wie Reuters sein Nachrichtenprodukt nicht an andere Vertreiber verkauft hat, würde das durch den Zusammenschluss entstehende Unternehmen Thomsons Nachrichtenangebot nicht länger über Konkurrenten vertreiben. Dow Jones seinerseits könnte sich in den einzigen Nachrichtenanbieter verwandeln, der den nachgelagerten Vertreibern zur Verfügung stünde, und diese Situation ausnutzen, um seine Preise zu erhöhen.
153. Es sollte darauf hingewiesen werden, dass TFN einen Anteil am Vertriebsmarkt von [0-10]\* % im EWR und von [0-10]\* % weltweit hat. Die Marktuntersuchung hat gezeigt, dass TFN gegenwärtig nur sehr begrenzt als Hindernis für Dow Jones zu betrachten ist. Das ist in erster Linie darauf zurückzuführen, dass Dow Jones News eine umfassendere Berichterstattung anbietet.
154. Darüber hinaus ist unklar, ob Dow Jones einen Anreiz hätte, seine Preise nach einem Verschwinden von TFN zu erhöhen, da das Unternehmen ein Interesse daran hätte, für seine Nachrichtendienste mehrere Vertriebskanäle offen zu halten und die Wettbewerbsfähigkeit der Vertreiber gegenüber dem integrierten Nachrichtenangebot an den Terminals von Thomson/Reuters und Bloomberg zu erhalten.
155. Zweitens wurde die Sorge geäußert, die Fusion werde den Marktzugang für andere Nachrichtenanbieter erschweren. Infolge der angemeldeten Fusion könne Reuters-

Thomson unwirtschaftliche Zugangsgebühren verlangen oder dritte Nachrichtenanbieter (etwa Dow Jones) von seinen Terminals verdrängen. Obwohl Dow Jones zahlreiche Vertriebspartner hat, erzielt das Unternehmen einen beträchtlichen Teil seiner Einnahmen mit dem Verkauf seiner Daten über Desktops von Thomson und Reuters. Die Anmelder hätten einen Anreiz, Dow Jones die Nutzung ihrer Plattform zu verwehren, da sie auf diese Art einem ihrer Hauptkonkurrenten den Zugang zu ihren Kunden verwehren könnten.

156. Mit Blick auf die Bedeutung der Marke Dow Jones und die Tatsache, dass sie in der Finanzwelt großes Ansehen genießt, scheint ein solcher Schritt unwahrscheinlich, da die Kunden wahrscheinlich weiterhin nach Dienstleistungen von Dow Jones verlangen werden. Mit der Entscheidung, den Vertrieb von Dow Jones-Produkten einzustellen, dürften die Anmelder bei den Kunden auf erheblichen Widerstand stoßen, womit Thomson/Reuters gegenüber seinen Konkurrenten einen Wettbewerbsnachteil erleiden würde (beispielsweise vertreiben Bloomberg und Factset Dow Jones als optionalen Dienst). Diese Möglichkeit erklärt, warum Reuters selbst im On-Trading-Floor-Bereich, wo es kaum Konkurrenz vonseiten Thomsons ausgesetzt ist, auf seinen Desktops Dienste von Dow Jones News vertreibt, obwohl Dow Jones ein direkter Konkurrent der Reuters-Nachrichten ist. Zudem erzielt Reuters beträchtliche Einnahmen mit dem Vertrieb von Dow Jones News, da es den Nachrichtenanbietern üblicherweise eine Lizenzgebühr in Höhe von [...] \* der vom Nachrichtenanbieter erzielten Einnahmen verrechnet. Das aus der Fusion hervorgehende Unternehmen hätte ein Interesse daran, sich diese Einnahmenquelle zu erhalten, vor allem, da die Nachfrage nach Produkten von Dow Jones News groß ist. Aus diesem Grund scheint es unwahrscheinlich, dass die Fusion wesentliche Auswirkungen auf den Vertrieb von Dow Jones News-Produkten haben wird.

#### V.A.6.8. Schlussfolgerungen zu den Nachrichtendiensten

157. Aus den genannten Gründen wird der Zusammenschluss den Wettbewerb im Bereich der Finanznachrichten wahrscheinlich nicht wesentlich einschränken.

### V.B. FORSCHUNG UND VERMÖGENSVERWALTUNG

#### V.B.1. *Forschung – Brokerberichte*

##### V.B.1.1. Einleitung

158. Brokerberichte sind Dokumente, die eine Analyse eines Wertpapiers (eines einzelnen Unternehmens) oder eines Marktes (mehrerer Unternehmen, die im selben Bereich tätig sind) enthalten. Die in diesen Berichten enthaltenen Informationen helfen den Investoren bei ihren Anlageentscheidungen. Die Berichte beinhalten im Allgemeinen Informationen zur jüngsten Entwicklung der Aktie eines Unternehmens, Vergleiche mit den Ergebnissen ähnlicher Unternehmen und Branchentrends. Brokerberichte können auch Schätzungen enthalten, z.B. Prognosen bezüglich der zu erwartenden zukünftigen Ergebnisse eines Unternehmens. Die Analyse mündet im Allgemeinen in eine Investitionsempfehlung, wobei das Wertpapier üblicherweise in den Kategorien „Kaufen“, „Halten“ und „Verkaufen“ eingestuft wird.

159. Brokerberichte werden in erster Linie<sup>40</sup> von „Brokerfirmen“ erstellt. Solche Firmen sind auf der Verkäuferseite tätig und versorgen ihre auf der Käuferseite stehenden Kunden mit Informationen, wobei ihr Ziel darin besteht, Nachfrage nach bestimmten Transaktionen zu erzeugen. Bei den Transaktionen verdienen die Broker Provisionen, die zu den Einnahmen der Brokerfirma beitragen. Bei den Brokerfirmen handelt es sich im Allgemeinen um Großbanken (z. B. Crédit Suisse, Société Générale, Goldman Sachs, Lehman Brothers usw.).
160. Die Kunden auf der Käuferseite sind offenkundig an solchen Berichten interessiert, da diese wesentlichen Einfluss auf ihre Anlageentscheidungen haben. Die Kunden können Banken, Anlageverwalter, Fondsmanager usw. sein.

#### V.B.1.2. Real-time Research oder Aftermarket Research

161. Der vorrangige Zweck von Brokerberichten besteht darin, die Kunden auf der Käuferseite zu Transaktionen zu bewegen. Diese Kunden fällen ihre Anlageentscheidungen sehr kurzfristig und benötigen laufend aktualisierte Informationen. Die in den Brokerberichten enthaltenen Informationen sind kurzlebig und haben zum Zeitpunkt ihres Erscheinens den größten Wert für die Brokerfirmen und die Kunden auf der Käuferseite. In den ersten Tagen oder Wochen nach Erscheinen, im Normalfall innerhalb von 14 Tagen, werden Brokerberichte der Real-time Research zugerechnet. In dieser Zeit kontrollieren die Brokerfirmen gezielt, wer Zugang zu ihren Forschungsergebnissen erhält, und vermeiden eine Offenlegung ihrer Berichte gegenüber Konkurrenten auf der Verkäuferseite.
162. Auf der anderen Seite sind andere Akteure auf dem Finanzmarkt zu einem späteren Zeitpunkt an den Informationen in den Brokerberichten interessiert, obwohl ein Teil dieser Informationen mittlerweile veraltet ist. Beispielsweise können Investmentbanken noch ein Jahr nach der Veröffentlichung eines Berichts an Einblicken in die Entwicklung einer Branche interessiert sein, da sich die übergeordnete Funktionsweise des Marktes und die Wettbewerbspositionen der verschiedenen Marktteilnehmer wahrscheinlich kaum verändert haben. In diesem Fall werden Brokerberichte als „Aftermarket Research“ (oder „beschlagnahmte“ bzw. „verzögerte“ Forschung) bezeichnet.

#### V.B.1.3. Vertriebskanäle

163. Der Vertrieb von Real-time Research und Aftermarket Research unterscheidet sich gemäß der weiter oben dargelegten Marktdefinition.

##### V.B.1.3.1. Real-time Research

164. Der Vertrieb von Real-time Research erfolgt mittels: (i) Direktvertrieb (E-Mail) von der Brokerfirma zu den Kunden, (ii) Herunterladen von Berichten von der Website der Brokerfirma und (iii) Vertrieb über einen Datenanbieter, der eine Datenbank von Forschungsberichten anbietet (im Normalfall Thomson, Reuters, Bloomberg). In solchen Datenbanken sind Berichte zahlreicher Broker gesammelt.

---

<sup>40</sup> Einige wenige unabhängige Forschungsfirmen geben auch Brokerberichte heraus.

165. Der Direktvertrieb und das Herunterladen von Berichten von der Website eines Brokers sind für die Kunden dieses Brokers kostenlos. Der Vertrieb über einen Datenanbieter erfolgt im Allgemeinen über den Desktop oder mittels einer Pauschalgebühr.
166. Unabhängig vom Vertriebsmodus bleiben die Brokerfirmen Eigentümer der Berichte, und die Datenanbieter dürfen die Forschungsberichte nur an jene Kunden weitergeben, die von den Eigentümern der Berichte identifiziert werden. Diesbezüglich sollte zwischen zwei Gruppen von Brokern unterschieden werden, nämlich zwischen (i) Brokern, die die Weitergabe ihrer Berichte an die einzelnen Kunden von ihrer vorangehenden Zustimmung abhängig machen (nach Angabe der Anmelder sind dies die größten Broker), und (ii) Brokern, die eine weniger strikte Kontrolle ausüben und allen Kunden automatisch Zugang gewähren (dies sind nach Aussage der Anmelder kleinere Broker, die sich beispielsweise auf ein bestimmtes geografisches Gebiet konzentrieren). Jene Broker, die die Weitergabe der Berichte von ihrer individuellen Zustimmung abhängig machen, stellen [20-30]\* % aller Broker dar, deren Daten von Reuters vertrieben werden; bei Thomson beträgt der entsprechende Anteil [10-20]\* %.
167. Obwohl die Brokerfirmen ein Interesse an einer umfassenden Verbreitung ihrer Analysen haben, beschränken sie möglicherweise den Vertrieb von Echtzeit-Berichten, da diese wertvolle und handelbare Informationen enthalten. Allerdings geht aus den von den Anmeldern bereitgestellten Informationen hervor, dass jene Klienten von Reuters und Thomson, die Echtzeit-Forschungsberichte erwerben, im Allgemeinen Zugang zur großen Mehrheit der Broker haben.
168. Von den 20 größten Kunden von Reuters haben [10-20]\* Zugang zu den Publikationen von mehr als [70-80]\* % der von Reuters vertriebenen Broker (im Durchschnitt haben sie Zugang zu [80-90]\* % der Broker). Von den 20 größten Kunden von Thomson haben [10-20]\* Zugang zu den Publikationen von mehr als [70-80]\* % der von Thomson vertriebenen Broker (im Durchschnitt haben die 20 wichtigsten Kunden Zugang zu [60-70]\* % der Broker). Allerdings ist der entsprechende Anteil deutlich geringer, wenn nur jene Broker berücksichtigt werden, die den Vertrieb ihrer Forschungsberichte von ihrer individuellen Zustimmung abhängig machen: Hier haben die 20 größten Klienten von Reuters und Thomson im Durchschnitt Zugang zu [30-40]\* % bzw. [30-40]\* % der Broker.
169. Daraus kann geschlossen werden, dass nur die Broker, die eine vorangehende Genehmigung vorschreiben, eine strikte Kontrolle über den Vertrieb ihrer Berichte ausüben, während Broker, die keine solche Genehmigung vorschreiben, im Allgemeinen eine großzügige Verbreitung zulassen. Obwohl die Broker, die die Weitergabe ihrer Berichte von ihrer individuellen Zustimmung abhängig machen, im Allgemeinen Großbanken und damit sehr einflussreiche Broker sind (die von ihrem Ansehen als große Finanzinstitute profitieren), sollte darauf hingewiesen werden, dass sie nur einen kleinen Anteil der Broker stellen, deren Berichte von Reuters und Thomson vertrieben werden, nämlich [20-30]\* % bzw. [10-20]\* %.
170. Es ist im Interesse der Brokerfirmen, ihre Berichte an die Kunden zu vertreiben, um Provisionen zu verdienen. Daher wird der Direktvertrieb, auf den sich der gegenständliche Zusammenschluss nicht auswirkt, aktiv als Kanal genutzt. Die Anmelder haben insbesondere darauf verwiesen, dass der Direktvertrieb erheblichen Wettbewerbsdruck auf die Sammler von Real-time Research ausübe, da ihre Kunden den Bezug eines gebündelten Echtzeit-Angebots jederzeit einstellen könnten, um direkt von den Brokern Real-time Research zu beziehen.

171. Doch die Ergebnisse der Marktuntersuchung widersprechen dieser Annahme. Fast alle befragten Kunden gaben an, der Bezug von Real-time Research bei einem Datensammler habe einen spezifischen Nutzen und ein Direktvertrieb durch Broker mittels E-Mail oder Konsultation der Websites der Broker wäre keine befriedigende Alternative zu einem gebündelten Angebot<sup>41</sup>. Der Direktbezug von Brokerberichten ist zeitaufwändig und ist für den Kunden mit hohen Kosten verbunden. Zudem würde er die Einrichtung zahlreicher Schnittstellen zu verschiedenen Brokern erforderlich machen und das Risiko mit sich bringen, Informationen zu übersehen oder zu verlieren.
172. Wie bereits erwähnt, verzichtet die überwiegende Mehrheit der Broker, deren Informationen von Thomson und Reuters vertrieben werden, auf eine vorangehende Genehmigung der Weitergabe ihrer Informationen. Obwohl diese Broker gemessen an der Reputation oder der Zahl der herausgegebenen Berichte mehrheitlich nicht zu den wichtigsten Anbietern zählen, bieten sie ihren Kunden einen Mehrwert, da sie sich auf einen bestimmten Sektor oder ein geografisches Gebiet konzentrieren. Die Informationssammler vertreiben die Berichte mehrerer hundert derartiger Broker (Reuters: [500-600]\*; Thomson: [800-900]\*). Diesen Brokern wäre es offenkundig unmöglich, ihre Kunden mittels Direktvertrieb zu erreichen, da die Kunden derart viele direkte Informationsangebote nicht bewältigen könnten.
173. Daher kann der Direktvertrieb von Real-time Research an sich nicht als geeigneter Ersatz für die gebündelten Echtzeit-Angebote betrachtet werden. Wie Kunde 2 angegeben hat, kann er zur Absicherung oder zur Sammlung zusätzlicher spezifischer Informationen genutzt werden, aber ein umfassendes Angebot kann er nicht ersetzen.

#### V.B.1.3.2. Aftermarket Research

174. Die Aftermarket Research ist nicht geeignet, um Handelstransaktionen herbeizuführen und wird daher kaum direkt von den Brokern vertrieben, obwohl diese ihre Forschungsergebnisse den Kunden auf ihren Websites zugänglich machen können. Forschungsberichte werden daher überwiegend über Datenanbieter vertrieben und grundsätzlich als Pay-per-view-Angebote verkauft. Sie unterliegen keiner vorhergehenden Genehmigung durch den Broker und sind sämtlichen Abnehmern des Gesamtprodukts zugänglich.
175. Da die Nutzer von Aftermarket Research im Allgemeinen Finanzinstitute sind, die historische oder Kontextinformationen zu einem Unternehmen oder Sektor benötigen, haben sie ein Interesse daran, möglichst viele Berichte zu dem Thema zu sammeln, mit dem sie sich beschäftigen. Daher ist eine Datenbank, in der zahlreiche Berichte verschiedener Broker gesammelt sind, die verschiedene Bereiche und Zeiträume abdecken, von besonderem Nutzen. Daher ist der Bedarf nach einem Angebot, in dem zahlreiche Quellen gebündelt sind, noch größer als bei der Real-time Research.

---

<sup>41</sup> Real-time Research: 67 % der Kunden, die einen solchen Dienst in Anspruch nehmen, haben angegeben, dass der Direktvertrieb keine Alternative wäre, 13 % geben an, dass zusammengestellte Produkte wesentliche Vorteile haben, ohne sich zur Frage der Alternative zu äußern, und 20 % sind der Meinung, dass der Direktvertrieb durch die Broker eine akzeptable Alternative zu einem gebündelten Angebot ist. Es sollte jedoch darauf hingewiesen werden, dass es sich bei den Kunden, die den Direktvertrieb für eine akzeptable Alternative halten, durchweg um Unternehmenskunden handelt, die nicht direkt im Geschäft mit Finanzinformationen tätig sind. Aftermarket Research: Die entsprechenden Werte sind 64 %, 14 % und 22 %.

176. Es überrascht nicht, dass die Kunden ähnlich wie im Fall der Real-time Research erklärt haben, dass die direkte Sammlung von Brokerberichten auf den Websites der Broker kein Ersatz für ein Sammelangebot wäre, da eine solche Informationssammlung einen hohen Aufwand (an Personal und Zeit) verursachen würde und da den Kunden zweifellos Berichte vieler kleinerer Brokerfirmen entgehen würden.

#### V.B.1.4. Produkte von Thomson & Reuters

##### Thomson

177. Die Real-time Research von Thomson wird unter der Markenbezeichnung FirstCall<sup>42</sup> vermarktet. Zugang zu diesem Dienst haben die Kunden über (i) eine direkte Dateneinspeisung oder mittels Einspeisung über einen anderen Vertreiber (z. B. Factset) oder (ii) ein Kernmodul oder ein Zusatzmodul eines Thomson-Desktops. FirstCall Research vertreibt Brokerberichte von [1 000-1 100]\* Brokern und deckt sämtliche Weltmärkte ab. Im Jahr 2006 beliefen das die geschätzten Einnahmen von FirstCall Research weltweit auf [10-100]\* Mio. EUR und im EWR auf [0-10]\* Mio. EUR<sup>43</sup>.
178. Die Aftermarket Research von Thomson trägt die Bezeichnung Thomson Research (ehemals Investext). Dieses Produkt wird als eigenes Produkt (oder als Komponente von Thomson One Banker) bereitgestellt. Thomson Research vertreibt Brokerberichte von [500-600]\* Brokern (Stand: 2007) und ist weltweit tätig. Mit diesen Produkten wurden im Jahr 2006 Einnahmen von [10-100]\* Mio. EUR weltweit und [0-10]\* Mio. EUR im EWR erzielt.
179. Die Thomson-Datenbank genießt auf dem Finanzmarkt einen ausgezeichneten Ruf. Thomson ist der einzige Wettbewerber, der mit [40-50]\* Brokern Vereinbarungen über das Exklusivrecht auf den Vertrieb ihrer Aftermarket Research unterzeichnet hat<sup>44</sup>. In einem internen Dokument weist Reuters darauf hin, dass Thomsons Führungsposition bei der Aftermarket Research Vorteile im Bemühen um Exklusivvereinbarungen garantiert. „Thomson hält mit Investext zudem eine beherrschende Position auf dem Markt für mit Verzögerung freigegebene Forschungsberichte, wo es dank seines Marktanteils exklusive Vertriebsverträge mit wichtigen Anbietern von Inhalten schließen konnte<sup>45</sup>.“

##### Reuters

180. Die Real-time Research von Reuters wird über Reuters Knowledge<sup>46</sup> sowie über das Desktop-Produkt Reuters 3000 Xtra Reuters vertrieben. Dieser Dienst ist auch über

---

<sup>42</sup> Thomson vertreibt auch Schätzungen unter der Marke FirstCall.

<sup>43</sup> Es sollte erwähnt werden, dass ein Teil der mit den Desktop-Lösungen des Unternehmens erzielten Einnahmen diesem Produkt zugerechnet wurden, weshalb diese Einnahmen eine theoretische Konstruktion sind.

<sup>44</sup> Ende 2006 entfielen [10-20]\* % aller Downloads von Aftermarket Research auf Thomsons exklusive Urheber.

<sup>45</sup> Reuters-Dokument [...] – Referenz MP-00043713.

<sup>46</sup> Reuters Knowledge gibt es in verschiedenen Versionen für Anlageverwalter, Investmentbanker und Firmenkunden.

andere Vertreiber zugänglich, die eine eigene Schnittstelle haben. Reuters vertreibt Echtzeit-Berichte von [700-800]\* Brokern und deckt sämtliche Weltmärkte ab. Im Jahr 2006 erzielte Reuters mit der Real-time Research Einnahmen von [10-100]\* Mio. EUR weltweit und von [0-10]\* Mio. EUR im EWR<sup>47</sup>.

181. Die Aftermarket Research-Produkte von Reuters werden mittels Direktverkauf und andere Vertreiber vertrieben (nur in den Vereinigten Staaten, im EWR gibt es keinen Vertrieb von Aftermarket Research durch Dritte). Diese Produkte sind auch über Reuters Knowledge zugänglich. Reuters vertreibt Berichte von [400-500]\* Brokern und deckt alle Weltmärkte ab. Mit diesen Produkten wurden im Jahr 2006 Einnahmen von [0-10]\* Mio. EUR weltweit und [0-10]\* Mio. EUR im EWR erzielt.
182. Aus internen Dokumenten von Thomson geht hervor, dass zwischen den Forschungsprodukten von Thomson und Reuters große Ähnlichkeit besteht und dass die beiden Unternehmen auf diesem Markt in einem intensiven Wettbewerb miteinander stehen. [Erklärung eines Verkaufsvertreters von Thomson zu dem Research-Produkt von Reuters]\*<sup>48</sup>.

#### V.B.1.5. Wettbewerber

183. Wie bereits erwähnt, gehören die Brokerberichte den „Brokerfirmen“, die sie erstellt haben. Die Datenanbieter besitzen die Inhalte nicht, doch es sollte unterschieden werden zwischen jenen Wettbewerbern, die eine Datenbank zusammenstellen und Beziehungen zu den Brokern unterhalten, und jenen, die lediglich die von einem anderen Wettbewerber gesammelten Daten vertreiben. Einige Wettbewerber stellen auch einen Teil der von ihnen verkauften Daten selbst zusammen und ergänzen sie durch den Vertrieb der Forschungsergebnisse anderer Unternehmen.
184. Einige Wettbewerber vertreiben ausschließlich Real-time Research, einige sowohl Real-time Research als auch Aftermarket Research. Es sollte darauf hingewiesen werden, dass kein einziger Wettbewerber ausschließlich Aftermarket Research vertreibt (oder zusammenstellt). Einige Wettbewerber decken nur ein einzelnes geografisches Gebiet ab, während andere Brokerberichte aus verschiedenen Gebieten (Nordamerika, Europa, Asien) zusammenstellen. Einige Wettbewerber stellen von einer kleinen Zahl von Brokern beigetragene Informationen zur Verfügung. In der folgenden Tabelle sind die Merkmale der wichtigsten Anbieter von Sammelangeboten an Real-time Research und/oder Aftermarket Research beschrieben.

---

<sup>47</sup> Es sollte erwähnt werden, dass ein Teil der mit den Desktop-Lösungen des Unternehmens erzielten Einnahmen diesem Produkt zugerechnet wurden, weshalb diese Einnahmen eine theoretische Konstruktion sind. Es wird zudem darauf hingewiesen, dass Reuters einen beträchtlichen Teil seiner Einnahmen mit dem Vertrieb von Real-time Research über TheMarkets.com erzielt ([0-10]\* Mio. USD im Jahr 2006). Diese Einnahmen werden dem US-Markt zugerechnet, obwohl TheMarkets.com das Reuters-Angebot weltweit weitervertriebt.

<sup>48</sup> Thomson-Dokument [...]\*, Referenz Q4(B).0487.

Tabelle 4

<b>BROKER-FORSCHUNG – VERGLEICH DER WICHTIGSTEN WETTBEWERBER</b>				
<b>Unternehmen</b>	<b>Urheber</b>	<b>Geografische Abdeckung</b>	<b>Real-time-Quelle</b>	<b>Aftermarket-Quelle</b>
<b>Thomson</b>	[1 000-1 100]* (RT*) – [500-600]* (AM**)	Global	Selbst beschafft.	Selbst beschafft.
<b>Reuters</b>	[700-800]* (RT*) – [400-500]* (AM**)	Global	Selbst beschafft.	Selbst beschafft.
<b>Bloomberg</b>	>500 – Neue Aktivität (nur RT*)	Global	Selbst beschafft.	Kein Angebot.
<b>Factset</b>	350-400 – Neue Aktivität (nur RT*)	-	<u>Neue Aktivität</u> – Vorrangig Vertrieb von Inhalten Dritter (Thomson & Reuters)	Vertrieb von Inhalten Dritter (Thomson)
<b>Capital IQ</b>	300-350 – Neue Aktivität (nur RT*)	-	<u>Neue Aktivität</u> – Vorrangig Vertrieb von Inhalten Dritter (Reuters)	Vertrieb von Inhalten Dritter (Reuters)
<b>TheMarkets.com</b>	11(RT*) – 6 (AM**)	Global	Von 11 Brokern selbst beschafft, ansonsten Vertrieb von Inhalten Dritter (Reuters & lokaler Anbieter)	Von 11 Brokern selbst beschafft, ansonsten Vertrieb von Inhalten Dritter (Reuters & lokaler Anbieter)
<b>Zacks</b>	>150	USA	Selbst beschafft.	Selbst beschafft.

Quelle: Anmelder, Marktuntersuchung der Kommission \* Real-time; \*\* Aftermarket

185. Thomson und Reuters sind die Hauptanbieter von Real-time Research und die einzigen globalen Anbieter von Aftermarket Research. Bloomberg, Factset und Capital IQ haben kürzlich ein selbst zusammengestelltes Angebot von Real-time Research eingeführt, und TheMarkets.com ist seit 2000 auf diesem Markt aktiv. Zacks beschränkt seine Datensammlung auf US-Unternehmen.

#### Bloomberg

186. Das Unternehmen bietet seit Kurzem eine selbst zusammengestellte Real-time Research an. [...]\*. Das Angebot von Bloomberg ist bisher weder gemessen an der Zahl der Broker noch mit Blick auf die Reputation mit dem von Thomson und Reuters vergleichbar, und mehrere Kunden haben erklärt, dass sie der Meinung sind, Bloomberg werde einige Jahre (ein bis zwei Jahre) benötigen, um sich diesbezüglich wirklich mit Thomson und Reuters vergleichen zu können. Die Größe und das Ansehen von Bloomberg sollten es ihm erleichtern, Vereinbarungen mit Brokern zu schließen. Doch Bloomberg vertreibt seine Real-time Research-Produkte nicht über Konkurrenten und dürfte es auch in der nahen Zukunft nicht tun. Bloomberg stellt keine Aftermarket Research zusammen und vertreibt solche Produkte auch nicht.

## Factset

187. Factset bietet seit 2006 ein selbst zusammengestelltes Real-time Research-Produkt an und gilt bisher nicht als wichtiger Akteur in diesem Bereich<sup>49</sup>. Es sollte darauf hingewiesen werden, dass Factset auf seiner Website<sup>50</sup> weiterhin für das Real-time Research-Produkt von Thomson und Reuters wirbt, um seinen Kunden ein glaubwürdiges Angebot unterbreiten zu können. Im Dezember 2007 konnte Factset lediglich den Zugang zu Brokerberichten von acht globalen Urhebern<sup>51</sup> anbieten. Die befragten Kunden erwarten, dass Factset in einigen Jahren<sup>52</sup> ein dem Angebot von Thomson und Reuters vergleichbares Real-time Research-Produkt anbieten wird, obwohl Factsets Angebot kurzfristig keine geeignete Alternative zu den Produkten von Thomson und Reuters darstellt. Factset hat bisher nicht mit der Entwicklung eines Aftermarket Research-Produkts begonnen und hängt diesbezüglich von Thomson ab.

## Capital IQ

188. Capital IQ befindet sich in einer ähnlichen Situation wie Factset. Gegenwärtig vertreibt es das Angebot von Reuters, aber es hat mit der Entwicklung eines selbst zusammengestellten Real-time Research-Produkts begonnen. Zu diesem Zweck begann Capital IQ im Jahr 2005, Vereinbarungen mit Brokern zu unterzeichnen und eine Software-Infrastruktur aufzubauen. Im Dezember 2007 musste Capital IQ immer noch Vereinbarungen mit einigen großen Urhebern unterzeichnen, um sein Angebot vervollständigen zu können. Es vertreibt keine selbst zusammengestellte Aftermarket Research, sondern übernimmt das Angebot von Reuters.

## TheMarkets.com

189. Es handelt sich um ein von 11 großen Brokern gebildetes Konsortium. Diese Broker stellen ihre Berichte für Real-time Research und Aftermarket Research zur Verfügung. Globale Informationen kann TheMarkets.com nur dank des Vertriebs des Research-Angebots von Reuters anbieten. In einem internen Dokument hat Thomson erklärt, dass dem Angebot von TheMarkets.com der geografische Umfang der Thomson-Produkte fehlt [...] <sup>53</sup>. An dieser Stelle ist erwähnenswert, dass nur TheMarkets.com und Reuters als glaubwürdige Wettbewerber im Research-Bereich genannt werden. Obwohl nicht

---

<sup>49</sup> Nur ein Kunde hat erklärt, das Angebot von Factset sei mit jenem von Thomson und Reuters vergleichbar. Dieser Kunde ist jedoch ein Firmenkunde, der nicht direkt im Geschäft mit Finanzinformationen tätig ist. Andere Kunden sind entweder der Meinung, dass es dem Angebot von Factset an der globalen Reichweite von Thomson und Reuters mangle, oder sie geben an, es sei immer noch ein neuer Dienst, der noch nicht eingeschätzt werden könne. Beispielsweise erklärte Kunde 42: „Factset hat keine wirklich globale Reichweite, die unseren Bedürfnissen entsprechen würde.“

<sup>50</sup> <http://www.factset.com/data/content/data/content/brokerresearch>.

<sup>51</sup> [http://www.factset.com/data/factset\\_content/data/factset\\_content/researchconnect](http://www.factset.com/data/factset_content/data/factset_content/researchconnect).

<sup>52</sup> Alle Kunden sind der Ansicht, Factset werde „mehr als sechs Monate“ und möglicherweise drei Jahre benötigen, um ein glaubwürdiges Alternativangebot aufzubauen. Die „Konsensprognose“ liegt bei etwa zwei Jahren. Es sollte darauf hingewiesen werden, dass die direkt im Finanzsektor tätigen Klienten im Gegensatz zu den Firmenkunden generell von einer längeren Anlaufzeit bis zu einem glaubwürdigen Angebot ausgehen.

<sup>53</sup> Thomson-Dokument [...]\*, Referenz Q3.0127.

ausgeschlossen werden kann, dass TheMarkets.com seine eigene Datenbank für Real-time Research und Aftermarket Research entwickeln wird, stellt es zum gegenwärtigen Zeitpunkt ohne Reuters-Daten keine glaubwürdige Alternative zu Thomson und Reuters dar. Zudem haben jene Broker, die nicht am Aufbau von TheMarkets.com beteiligt gewesen sind, nicht unbedingt einen Anreiz, zu einem von Konkurrenten kontrollierten Angebot beizutragen.

190. Die Anmelder haben auch eine Liste von 10 weiteren Wettbewerbern vorgelegt, die im Vertrieb von Real-time Research oder Aftermarket Research tätig sind. Bei diesen Wettbewerbern handelt es sich durchweg entweder um Vertrieber von Thomson und Reuters oder um Anbieter, die Brokerberichte in einem begrenzten geografischen Gebiet zusammenstellen (z. B. stellt IFIS in Japan Echtzeit-Brokerberichte aus 30 verschiedenen Quellen zusammen).
191. Real-time Research: Factset und Capital IQ sowie andere Wettbewerber wie IDC, die den Endnutzern in direkter Konkurrenz zu Thomson und Reuters Desktop-Lösungen anbieten, sind im Bereich der Real-time Research auf die von Thomson oder Reuters angebotenen Produkte angewiesen. Allerdings könnten sich Factset und Capital IQ in ein oder zwei Jahren aus der Abhängigkeit von den Anmeldern befreien. Bloomberg hat vor kurzem ein eigenes Angebot in diesem Bereich entwickelt, ist jedoch kein glaubwürdiger Anbieter, da sein Geschäftsmodell keinen Vertrieb der Produkte über die Wettbewerber vorsieht. TheMarkets.com ist nur dank des Vertriebs des Reuters-Angebots ein glaubwürdiger Wettbewerber, und Zacks deckt lediglich die Vereinigten Staaten ab.
192. Aftermarket Research: Es gibt außer TheMarkets.com keinen Wettbewerber, der weltweit Aftermarket-Produkte anbietet, aber TheMarkets.com vertreibt die Aftermarket Research von Reuters und stellt selbst kein solches Produkt zusammen. Zacks beschränkt sich auf die Vereinigten Staaten, und sein Angebot genießt auf dem Markt sehr viel weniger Ansehen als die Produkte von Thomson und Reuters.

#### V.B.1.6. Marktanteile

193. Die Anmelder haben eine Einschätzung der Marktanteile von Thomson, Reuters und ihren wichtigsten Wettbewerbern im Verkauf von Echtzeit-Daten und Aftermarket Research an die Endabnehmer (Banken, Fondsmanager usw.) vorgelegt. Es sollte darauf hingewiesen werden, dass ein Teil der mit den Desktop-Lösungen der einzelnen Unternehmen erzielten Einnahmen der Forschung zugerechnet wurde, womit diese Einnahmen eine theoretische Konstruktion sind und nicht den realen Transaktionen auf dem Markt entsprechen. Obwohl die Marktanteile mit Vorsicht zu behandeln sind, geben sie wichtige Hinweise auf die Verteilung des Endverbrauchermarktes für Echtzeit-Daten.

Tabelle 5

*Real-time Research*

<b>REAL-TIME RESEARCH – MARKT 2006</b>				
<b>Unternehmen</b>	<b>Weltweit (Mio. EUR)</b>	<b>Weltweit (%)</b>	<b>EWR (Mio. EUR)</b>	<b>EWR (%)</b>
<b>Thomson-Reuters</b>	[10-100]*	[20-30]* %	[10-100]*	[10-20]* %
<i>Thomson</i>	[10-100]*	[10-20]* %	[0-10]*	[0-10]* %
<i>Reuters</i>	[10-100]*	[0-10]* %	[0-10]*	[0-10]* %
<b>Bloomberg</b>	[100-200]*	[50-60]* %	[10-100]*	[60-70]* %
<b>Factset</b>	[10-100]*	[0-10]* %	[0-10]*	[0-10]* %
<b>Capital IQ</b>	[10-100]*	[0-10]* %	[0-10]*	[0-10]* %
<b>TheMarkets.com</b>	[10-100]*	[10-20]* %	[0-10]*	[0-10]* %
<b>Zacks</b>	[0-10]*	[0-10]* %	[0-10]*	[0-10]* %
<b>Gesamtmarkt</b>	[200-300]*	100 %	[10-100]*	100 %

Quelle: Anmelder

194. [Um den Ersuchen der Kommission nachzukommen, berechneten die Anmelder die Marktanteile unter Zugrundelegung einer Reihe angemessener Annahmen. Angesichts der unzulänglichen Ergebnisse betrachtete die Kommission diese Daten dennoch mit großer Vorsicht.]\*
195. Die von den Anmeldern vorgelegten Marktanteile legen den Schluss nahe, dass Thomson/Reuters nicht in der Lage wäre, im Vertrieb von Echtzeit-Daten Marktmacht auszuüben. Doch diese Darstellung des Marktes gibt keinen Aufschluss über die durch den Zusammenschluss verursachten Wettbewerbsprobleme, da viele der Hauptkonkurrenten, darunter Factset, Capital IQ und TheMarkets.com, weiterhin bis zu einem gewissen Grad (oder vollkommen) vom Angebot von Thomson/Reuters abhängen. Es fällt auf, dass ihre Einnahmen die mit dem Vertrieb der Produkte von Thomson und Reuters erzielten Einnahmen beinhalten.
196. Die Anmelder erklären, 50 % der Nutzer erhielten Berichte per E-Mail direkt von den Brokern oder hätten auf den Portalen der Broker direkten Zugang dazu. Die Marktuntersuchung hat jedoch gezeigt, dass die Kunden klar zwischen der direkten Datenübermittlung durch mehrere Brokern und einer einzigen Übermittlung eines gebündelten Angebots unterscheiden und der Meinung sind, dass eine direkte Übermittlung keine Alternative zu einem zusammengestellten Angebot darstellt.

Tabelle 6

*Aftermarket Research:*

<b>AFTERMARKET RESEARCH – MARKT 2006</b>				
<b>Unternehmen</b>	<b>Weltweit (Mio. EUR)</b>	<b>Weltweit (%)</b>	<b>EWR (Mio. EUR)</b>	<b>EWR (%)</b>
<b>Thomson-Reuters</b>	[10-100]*	[70-80]* %	[0-10]*	[60-70]* %
<i>Thomson</i>	[10-100]*	[60-70]* %	[0-10]*	[50-60]* %
<i>Reuters</i>	[0-10]*	[0-10]* %	[0-10]*	[0-10]* %
<b>Bloomberg</b>	0	-	0	-
<b>Factset</b>	[0-10]*	[0-10]* %	[0-10]*	[0-10]* %
<b>Capital IQ</b>	[0-10]*	[0-10]* %	0	-
<b>TheMarkets.com</b>	[0-10]*	[10-20]* %	[0-10]*	[20-30]* %
<b>Zacks</b>	[0-10]*	[0-10]* %	[0-10]*	[0-10]* %
<b>Gesamtmarkt</b>	[10-100]*	100 %	[10-100]*	100 %

Quelle: Anmelder

197. Die Anmelder bezeichnen lediglich TheMarkets.com als glaubwürdigen Wettbewerber auf dem Markt für Aftermarket Research. Doch obwohl TheMarkets.com die Berichte von 11 Brokerfirmen zusammenstellt, ist es auf Reuters angewiesen, um ein vollständiges Aftermarket-Produkt anbieten zu können. Die Einnahmen von TheMarkets.com beinhalten die mit dem Vertrieb des Reuters-Angebots erzielten Einnahmen.
198. In einem internen Dokument schätzt Reuters zudem, dass der Markt für auf Anforderung gelieferte Pay-per-view-Produkte (Aftermarket Research) in den Jahren 2009-2010 von [0-100]\* Mio. USD auf mehr als [400-500]\* Mio. USD wachsen wird und dass „*Thomson heute gemessen in Dollar einen beherrschenden Marktanteil von 90 % hat. Unser [Reuters'] Marktanteil liegt bei 10 %*“<sup>54</sup>.
199. Nur Thomson und Reuters haben im Bereich der Aftermarket Research ein vollständiges Angebot in Form einer durchsuchbaren Datenbank. Wie bereits erwähnt ist der Zugang zu Nicht-Echtzeitdaten auf den Websites der Broker kein Ersatz für eine solche Datenbank, da die Kunden Zugang zu einer großen Zahl von Berichten über ein bestimmtes Thema brauchen und die Wahl zwischen Berichten aus verschiedenen Quellen haben möchten.

V.B.1.7. Wettbewerbswidrige horizontale Wirkungen (nicht koordiniert)

Real-time Research

200. Da davon ausgegangen wird, dass Factset und Capital IQ innerhalb weniger Jahre ein glaubwürdiges Real-time Research-Produkt anbieten werden [...]\*, haben die Anmelder kaum eine Möglichkeit oder einen Anreiz, ihre Preise zu erhöhen oder ihre Echtzeit-Angebote einzustellen.

<sup>54</sup> Reuters-Dokument [...]\*, bereitgestellt vom US-Justizministerium.

201. Eine solche Vorgehensweise würde eher den Wechsel der Vertreiber zu Factset oder Capital IQ beschleunigen, Thomson/Reuters einen Einnahmerückgang bescheren und vor allem nicht in eine Verminderung der Qualität der von diesen Vertreibern verkauften Desktops führen, da sie in der Lage wären, das Angebot der Anmelder durch ein gleichwertiges Angebot zu ersetzen.
202. Daraus kann der Schluss gezogen werden, dass der Zusammenschluss wahrscheinlich nicht zu einer erheblichen Einschränkung des Wettbewerbs im Vertrieb von Real-time Research führen wird.

#### Aftermarket Research

203. Hingegen verfügen Thomson und Reuters im Bereich der Aftermarket Research über das einzige vollständige Angebot an selbst zusammengestellten Marktdaten. Das durch den Zusammenschluss entstehende Unternehmen könnte die Möglichkeit und einen Anreiz haben, entweder seine Preise zu erhöhen oder den Zugang zu seinem Aftermarket-Angebot auf seine eigenen Kunden zu beschränken (das heißt auf jene Kunden, die eine komplette Desktop-Lösung von Thomson/Reuters erwerben). Solche wettbewerbswidrigen horizontalen Effekte könnten sich sowohl auf die direkten Kunden der Anmelder als auch auf ihre Vertreiber nachteilig auswirken.
204. Die Kunden von Thomson/Reuters würden nur eingeschränkt auf Preiserhöhungen reagieren. TheMarkets.com ist der einzige andere Marktteilnehmer, der eine umfassende Alternative anbietet, und dieser Anbieter hängt von der Preisgestaltungsstrategie von Thomson/Reuters ab, da sein Angebot nur durch den Vertrieb der Reuters-Produkte vollständig wird. Die einzige Alternative bestünde also darin, jede einzelne Brokerfirma zu kontaktieren, was zeitaufwändig und kostspielig ist und von den Kunden nicht als echte Alternative betrachtet wird. Daher könnten sich weder Kunden noch Wettbewerber wirksam gegen Preiserhöhungen wehren.

#### V.B.1.8. Hohe Eintritts- und Expansionsschranken

205. Die Eintritts-/Expansionsschranken werden nur im Hinblick auf die Aftermarket Research untersucht, da davon ausgegangen wird, dass im Bereich der Real-time Research keine negativen horizontalen Effekte zu erwarten sind. Da die beiden Märkte aber einige Gemeinsamkeiten aufweisen, wird anhand von Beispielen für den Eintritt in das Real-time Research-Geschäft verdeutlicht, welche Anstrengungen für den Eintritt in das Aftermarket Research-Geschäft unternommen werden müssen.
206. Die Anmelder argumentieren, der Aufbau eines Aftermarket Research-Angebots sei nicht schwierig und für den Eintritt in diesen Markt gebe es keine Hindernisse, wie der jüngste Markteintritt von Bloomberg, Factset und Capital IQ in das Real-time Research-Geschäft zeige, bei dem sie argumentieren, dass die Eintrittsbedingungen mit denen im Aftermarket Research-Geschäft vergleichbar seien. Doch während erwartet wird, dass das Real-time Research-Produkt von Bloomberg bald mit den Angeboten von Thomson und Reuters vergleichbar sein wird, ist Bloomberg bisher nicht im Bereich der Aftermarket Research tätig geworden und hat auch keine dahingehende Absicht geäußert. Allerdings befindet sich Bloomberg dank seiner finanziellen Kompetenz, seiner Kundenstamm und seiner Reputation in einer ausgezeichneten Position, um in jedem Bereich des Markts für Finanzinformationen aktiv zu werden. Was Factset und Capital IQ anbelangt, so befinden sich ihre Angebote von selbst erhobenen Echtzeit-Marktdaten noch im Frühstadium, und beide Unternehmen hängen gegenwärtig noch von Thomson und Reuters ab.

207. Um ein glaubwürdiges Aftermarket Research-Angebot zu entwickeln, müssen Vereinbarungen mit einer großen Zahl von Brokerfirmen geschlossen werden. Sowohl Thomson als auch Reuters haben Verträge mit mehreren hundert Brokerfirmen. Die Anmelder haben jedoch erklärt, dass rund [60-70]\* % der Aftermarket-Downloads bei Thomson und Reuters Berichte von ihren führenden 25 Urhebern betreffen. Sie haben auch angegeben, dass [80-90]\* % der Downloads von Aftermarket Research Forschungsberichte betreffen, die nicht älter als 12 Monate sind. Ihrer Meinung nach zeigt dies, dass die Entwicklung eines glaubwürdigen Angebots im Bereich Aftermarket Research vertretbare Anstrengungen und überschaubare Vereinbarungen mit Brokern erfordert. Doch auch in diesem Fall ist nicht vollkommen klar, ob ein auf eine kleine Zahl von Brokern beschränktes Aftermarket Research-Angebot die Kunden anlocken würde, und die Einigungen mit führenden Brokern nehmen viel Zeit in Anspruch.
208. Diesbezüglich aufschlussreich ist die neue Tätigkeit von Factset im Bereich der Real-time Research. Obwohl Factset erklärt, Vereinbarungen mit fast 400 Brokern geschlossen zu haben, gilt sein Angebot immer noch als deutlich unterlegen gegenüber denen von Thomson und Reuters. Zudem stehen Vereinbarungen mit den größten Brokern nicht unmittelbar bevor und können noch langwierige Verhandlungen erforderlich machen. Im Fall von Factset ist bemerkenswert, dass zwar im Jahr 2006 mit der Unterzeichnung von Verträgen begonnen wurde, bis Dezember 2007 jedoch erst acht globale Broker eine Vereinbarung mit Factset geschlossen hatten<sup>55</sup>. Zudem sollte darauf hingewiesen werden, dass Factset zu den Anbietern von Finanzinformationen zählt, die dank ihrer Tätigkeit im Bereich Schätzungen bereits regelmäßige Kontakte zu Brokern unterhalten. Doch diese privilegierte Position hat Factset bisher nicht in die Lage versetzt, dem Markt ein glaubwürdiges Produktangebot zu unterbreiten. Wenngleich sich diese spezifische Erfahrung nur auf den Real-time Research-Bereich bezieht, kann davon ausgegangen werden, dass bei einem Aftermarket-Angebot dieselben Einschränkungen hinsichtlich des Schließens von Vereinbarungen mit Brokern bestehen würden.
209. Obwohl die Mehrheit des Umsatzes im Bereich der Aftermarket Research mit den jüngsten Berichten erzielt wird, muss zudem berücksichtigt werden, dass ein Wettbewerber, der keine Datenbank aufgebaut hat, die auch ältere Berichte beinhaltet, gegenüber Thomson und Reuters im Nachteil wäre, da die Kunden in diesem Bereich die vollständigsten Angebote bevorzugen werden. Die Entwicklung eines vergleichbaren Angebots im Bereich der Aftermarket Research würde daher mehrere Jahre dauern, da die Broker die ältesten Berichte möglicherweise nicht auf ihren Websites zur Verfügung stellen werden, was vor allem daran liegt, dass diese Berichte oft Annahmen enthalten, die durch die späteren Entwicklungen nicht bestätigt wurden.
210. Ein Markteintritt im Bereich der Aftermarket Research wird durch die Tatsache zusätzlich erschwert, dass eine Reihe von Brokern ([40-50]\*) Exklusivverträge mit Thomson unterzeichnet haben. Auf diese exklusiven Vereinbarungen entfallen bei Thomson [10-20]\* % des gesamten Download-Volumens von Aftermarket-Daten. Das Angebot eines neuen Marktteilnehmers würde einen Nachteil gegenüber dem Angebot von Thomson haben.
211. Generell würde ein Wettbewerber, der versuchen wollte, eine glaubwürdige Alternative zu Thomson/Reuters anzubieten, Vereinbarungen mit mehr als 100 bis 120 Brokern

---

<sup>55</sup> [http://www.factset.com/data/factset\\_content/data/factset\\_content/researchconnect](http://www.factset.com/data/factset_content/data/factset_content/researchconnect).

schließen müssen, obwohl dies bereits zeitaufwändig wäre. Ansonsten würde sein Angebot von den Kunden als Basispaket betrachtet werden, das gegenüber den Angeboten von Thomson/Reuters zurückhängt. Zudem sollte darauf hingewiesen werden, dass ein Wettbewerber im Bereich der Aftermarket Research keinen Zugang zu jenen Brokern haben würde, die eine Exklusivvereinbarung mit Thomson geschlossen haben. Dies würde den Wert seines Angebots schmälern.

212. Man kann auch die Einschätzung vertreten, dass die Broker möglicherweise das Auftauchen von Wettbewerbern wie TheMarkets.com unterstützen werden. Sollte es zu einer solchen Unterstützung kommen, so würde es mehrere Jahre dauern, bis ein starker und verlässlicher Wettbewerber entsteht. Zudem ist ungewiss, ob ein wirtschaftlicher Anreiz zum Aufbau einer Datenbank für einen vollkommen neuen Akteur besteht. Beispielsweise ist erwähnenswert, dass TheMarkets.com, das im Jahr 2000 gegründet wurde, nie selbst mit der Erhebung von Berichten bei Brokern begonnen hat, die nicht zu den 11 Gründungsmitgliedern gehören. Es darf nicht vergessen werden, dass die Broker Konkurrenten sind und unterschiedliche Interessen verfolgen. Daher ist nicht klar, ob jene Broker, die nicht am Aufbau von TheMarkets.com beteiligt waren, ein Interesse daran haben, Beiträge zu seinem Angebot zu leisten.
213. Was die gegenwärtigen Bemühungen von Factset und Capital IQ zum Aufbau ihrer eigenen Real-time Research anbelangt, so ist anzunehmen, dass sie etwa drei Jahre brauchen werden, um ein glaubwürdiges Angebot zu entwickeln und insbesondere eine eigene Infrastruktur aufzubauen und Vereinbarungen mit Urhebern zu schließen. Allerdings sind diese Fortschritte realistisch für Unternehmen, die bereits anerkannte Akteure auf dem Markt für Finanzinformationen sind. Die Echtzeit-Produkte von Factset und Capital IQ stellen in diesem Zeitrahmen glaubwürdige Alternativen zu den Angeboten von Thomson und Reuters dar.
214. Sollten sie sich entschließen, ihre eigene Aftermarket Research aufzubauen, so kann davon ausgegangen werden, dass sie dafür zusätzlich zwischen drei und fünf Jahre benötigen werden. Zwei bis drei Jahre dürften genügen, um eine eigene Infrastruktur aufzubauen und Vereinbarungen mit Urhebern zu schließen (im Allgemeinen unterzeichnen die Informationssammler separate Vereinbarungen mit den Brokern über den Vertrieb von Echtzeit-Marktdaten und Aftermarket Research<sup>56</sup>). Sie dürften jedoch vier bis fünf Jahre benötigen, um eine Datenbank aufzubauen, die historische Daten zu einem ausreichend langen Zeitraum enthält und Anerkennung bei den Kunden findet.

#### V.B.1.9. Negative vertikale Effekte

215. Thomson/Reuters wird seine neue Position auf dem Markt für Aftermarket Research vermutlich nutzen, um seine Konkurrenten auszuschließen, indem es entweder die Preise für seine von Vertreibern verbreiteten Inhalte (Lizenzgebühren und Durchverkauf) erhöht oder einfach die Belieferung seiner Konkurrenten mit solchen Daten einstellt. Thomson/Reuters verfügt vermutlich sowohl über die Fähigkeit als auch über den Anreiz, eine solche Strategie zu entwickeln.

---

<sup>56</sup> [0-10]\* der 10 größten Urheber von Forschungsdaten für Thomson unterzeichneten separate Vereinbarungen über Real-Time Research und Aftermarket Research. [0-10]\* von 10 Urhebern von Reuters-Forschung unterzeichneten separate Vereinbarungen für Real-Time Research und Aftermarket Research, [0-10]\* unterzeichneten eine Zusatzvereinbarung über Aftermarket Research zur Vereinbarung über Real-Time Research, und [0-10]\* unterzeichneten direkt eine Vereinbarung, die sowohl die Real-Time Research als auch die Aftermarket Research umfasste.

V.B.1.9.1. Fähigkeit, Wettbewerber vom Markt auszuschließen

216. Der Grad der Abhängigkeit der Wettbewerber von den von Thomson/Reuters angebotenen Aftermarketanalysen kann unter anderem daran gemessen werden, über wie viele Desktops (Workstations) der Wettbewerber derartige Produkte von Thomson und Reuter vertrieben werden.

Tabelle 7

<b>PROZENTSATZ DER WORKSTATIONS VON WETTBEWERBERN, ÜBER DIE AFTERMARKET-PRODUKTE VON THOMSON ODER REUTERS VERTRIEBEN</b>	
<b>Segment</b>	<b>Aftermarket Research (%)</b>
Alle Segmente	[30-40]* %
Festverzinsliche	-
Institutionelle Beteiligungen	-
Anlageverwaltung	[30-40]* %
Vermögensverwaltung	[0-10]* %
Investment-Banking	[30-40]* %
Firmenkunden	100 %

**Quelle: Anmelder**

217. Im Bereich Forschung und Vermögensverwaltung werden über [30-40]\* % aller Desktop-Produkte der Konkurrenten Aftermarket-Finanzinformationen von Thomson oder Reuters vertrieben. Nur das Segment Vermögensverwaltung ist nicht auf das Angebot von Thomson und Reuters angewiesen, da in diesem Segment keine Nachfrage nach Brokerberichten besteht. Beispielsweise beinhalten die von Thomson und Reuters angebotenen Vermögensverwaltungsdesktops diesen Inhalt nicht<sup>57</sup>.
218. [Um den Ersuchen der Kommission nachzukommen, berechneten die Anmelder die Marktanteile unter Zugrundelegung einer Reihe angemessener Annahmen. Angesichts der unzulänglichen Ergebnisse betrachtete die Kommission diese Daten dennoch mit großer Vorsicht.]\*
219. Zudem gibt es wie erwähnt auf dem Markt keinen anderen Wettbewerber, der eine entsprechende Aftermarket Research anbieten könnte. Lediglich TheMarkets.com ist als Weitervertreiber von Aftermarket Research tätig und bietet das Produkt von Reuters an. Es ist davon auszugehen, dass nahezu sämtliche Wettbewerber, die Aftermarket Research anbieten, von Thomson oder Reuters abhängen. Die Anmelder werden daher zweifellos in der Lage sein, Wettbewerber von diesem Markt auszuschließen.

V.B.1.9.2. Anreiz für den Ausschluss von Wettbewerbern

220. Sollte sich Thomson/Reuters entschließen, seine Preise zu erhöhen oder den Vertrieb seines Aftermarket Research-Angebots über seine Konkurrenten (einschließlich von

---

<sup>57</sup> Thomson eXimius, Global TOPIC, Thomson Markets, Reuters Wealth Manager, Reuters Investor, Reuters Trades UK, Lipper.

TheMarkets.com) einzustellen, so würden diese kein alternatives Angebot auf dem Markt vorfinden. Es ist davon auszugehen, dass Bloomberg in der Lage wäre, eine eigene Aftermarket Research anzubieten: Erstens bietet es bereits ein Echtzeit-Produkt an und hat Kontakte zu Brokern. Zweitens kann es den Brokern einen ausreichenden Zugang zu Endkunden garantieren, und drittens ist es finanziell in der Lage, ein solches Angebot zu entwickeln. Allerdings ist es sehr unwahrscheinlich, dass Bloomberg den Kunden seiner Konkurrenten ein derart vollständiges Angebot (von Real-Time Research und Aftermarket Research) unterbreiten wird.

221. Andere Wettbewerber könnten sich entschließen, selbst ein Aftermarket Research-Angebot zusammenzustellen. Allerdings hat die Marktuntersuchung gezeigt, dass das mehrere Jahre dauern dürfte<sup>58</sup>, ohne dass eine Erfolgsgarantie bestünde. Ein solcher Ausschluss vom Markt könnte im Interesse von Thomson/Reuters sein, da er die Position seines Angebots im Vergleich zu den Desktop-Lösungen der Wettbewerber stärken würde. Ein Teil der Kunden würde sich wahrscheinlich vom ursprünglichen Anbieter trennen, um zu den Desktop-Lösungen von Thomson/Reuters zu wechseln.
222. Thomson und Reuters erzielten im Jahr 2006 mit dem Verkauf von Aftermarket Research über Weitervertreiber Einnahmen von [0-10]\* Mio. EUR weltweit und von [0-10]\* Mio. EUR im EWR („Lizenzgebühren“ und „Durchverkauf“). Sollten Thomson/Reuters diese Einnahmen durch den Ausschluss ihrer konkurrierenden Weitervertreiber verlieren, so müsste das neu entstandene Unternehmen diese Einbußen ausgleichen, indem es von seinen Wettbewerbern Kunden abwirbt, die mindestens ebenso hohe Einnahmen bringen. Da solche Kunden für den Erwerb von Desktop-Produkten zu Thomson/Reuters wechseln würden, würde das neue Unternehmen deutlich höhere Einnahmen erzielen als mit den Verkauf seiner Inhalte über Weitervertreiber. Ausgehend von den Daten, die die Anmelder bereitgestellt haben, wäre eine Ausschließungsstrategie mit der Verdrängung einer Mindestanzahl von Kunden (des ehemaligen Weitervertreibers) rentabel (gemessen an den Einnahmen)<sup>59</sup>.
223. Ein internes Dokument von Reuters verdeutlicht, welche Marktmacht dadurch entsteht, dass sowohl Thomson als auch Reuters auf dem Markt für Brokerberichte präsent sind. Reuters gibt an, dass es für den Fall, dass sich Thomson aus dem Vertrieb seiner Forschung über [einen Vertreiber]\* zurückziehen würde, diesen Schritt nutzen sollte, um Kunden von [diesem Vertreiber]\* abzuwerben. Es ist erwähnenswert, dass die von Reuters ins Auge gefasste Strategie nicht darin besteht, Thomson als Anbieter von Inhalten zu ersetzen, womit die Endkunden weiterhin eine Desktop-Lösung von [diesem Vertreiber]\* beziehen könnten. Vielmehr will Reuters [den Vertreiber]\* vollkommen ersetzen. [Analyse der Auswirkungen in dem Fall, wenn Thomson und Reuters den Vertrieb von Research und Brokerberichten über einen Drittvertreiber einstellen]\*<sup>60</sup>.
224. Die Anmelder vertreten die Ansicht, dass sich die Brokerfirmen gewiss jedem Versuch von Thomson/Reuters widersetzen würden, die Preise zu erhöhen oder Wettbewerber

---

<sup>58</sup> Etwa 2 bis 3 Jahre für eingessene Wettbewerber, die ein selbst zusammengestelltes Angebot haben. Ein Unternehmen, das neu in den Markt einsteigen würde, bräuchte sehr viel mehr Zeit.

<sup>59</sup> Für eine eingehende Beurteilung der Rentabilität der Ausschließungsstrategie vgl. Kapitel „V.B.5. Vertikaler Ausschluss in den Bereichen Aftermarket Research, Gewinnschätzungen, Fundamentaldaten und Wirtschaftsdaten-Zeitreihen“.

<sup>60</sup> Reuters-Dokument [...]\*, Referenz MP-00029132.

auszuschließen, insbesondere mittels des Direktvertriebs von Berichten (per E-Mail oder eigener Website) oder durch die Unterstützung von Initiativen wie TheMarkets.com. Es ist jedoch unklar, inwieweit sich die Broker solchen Strategien widersetzen könnten. Der Wert des Angebots von Thomson und Reuters besteht in der Zusammenstellung von Berichten aus zahlreichen Quellen, und einzelne Broker können ein solches Angebot nicht durch eine direkte Übermittlung ihrer Berichte ersetzen.

225. Es besteht die Möglichkeit, dass Broker Thomson/Reuters das Recht verweigern, ihre Berichte zu vertreiben. Diese Annahme ist jedoch ausgesprochen spekulativ, da es im Interesse der Broker ist, den Vertrieb ihrer Real-time Research möglichst zu streuen (um Handelsprovisionen zu verdienen), und da die Broker von Einnahmen aus der Aftermarket Research keinerlei Kosten abziehen müssen. Daher ist es sehr wahrscheinlich, dass die Broker ihre Real-time Research weiterhin sowohl über Thomson/Reuters als auch über Bloomberg vertreiben werden.

V.B.1.9.3. Schlussfolgerung zu den  
wettbewerbswidrigen vertikalen Auswirkungen

226. Daher kann der Schluss gezogen werden, dass Thomson/Reuters die Möglichkeit und den Anreiz hätten, Wettbewerber vom Markt für Aftermarket Research auszuschließen.
227. Ein solcher vertikaler Ausschluss könnte zudem die horizontalen Auswirkungen des Zusammenschlusses verstärken, da die Erhöhung der Preise von an/über Weitervertreiber verkaufte Inhalte und/oder ein Qualitätsverlust der von den Weitervertreibern verkauften Desktop-Produkte (die Brokerberichte enthalten) letzten Endes die Wahrscheinlichkeit erhöhen würden, dass Thomson/Reuters die Preise für seine eigenen Kunden gewinnbringend anheben könnte. Wie bereits erwähnt, gibt es keinen Wettbewerber, der ein gleichwertiges Produkt wie Thomson oder Reuters anbietet, weshalb die Kunden keine Möglichkeit hätten, zu einem Anbieter mit vergleichbarem Preis bzw. entsprechender Qualität zu wechseln.

V.B.1.10. Schlussfolgerung zu Forschung – Brokerberichten

228. Es wird erwartet, dass der Eintritt von Capital IQ und Factset in den Markt für Real-time Research Wettbewerbsdruck auf Thomson/Reuters ausüben wird. Umgekehrt sind Thomson und Reuters die einzigen Anbieter vollständiger Aftermarket Research-Produkte. Daher hätte das neu entstehende Unternehmen einen Anreiz, seine Preise für Aftermarket Research zu erhöhen. Zudem würde das neu entstandene Unternehmen voraussichtlich eine vertikale Ausschließung seine Wettbewerber durchführen, indem es die Preise der über Weitervertreiber vertriebenen Aftermarket Research erhöht oder den Zugang zu seinem Aftermarket Research-Angebot auf seine eigenen Kunden (die eine komplette Desktoplösung bei Thomson/Reuters kaufen) beschränkt.
229. Daraus kann der Schluss gezogen werden, dass der Zusammenschluss wahrscheinlich zu einer erheblichen Einschränkung des Wettbewerbs im Vertrieb von Aftermarket Research führen wird.

*V.B.2. Gewinnschätzungen*

V.B.2.1. Einleitung

230. Schätzungen sind Voraussagen bezüglich der zukünftigen Ergebnisse eines Unternehmens in Bezug auf wichtige Kennzahlen wie den Jahres- oder Quartalsgewinn

pro Aktie. Schätzungen haben wesentlichen Einfluss auf die Aktienkurse, da die Anleger Aktien zu Preisen kaufen, die der Markt wegen des Gewinnpotenzials der betreffenden Unternehmen festlegt. Die Schätzungen werden üblicherweise von unabhängigen Analysten auf der Verkäuferseite erstellt und stellen einen festen Bestandteil der Brokerberichte dar. So wie die zugrundeliegenden Forschungsdaten verbleiben auch die Schätzungen im geistigen Eigentum des Unternehmens, das die Verwendung der Daten kontrolliert.

231. Die wichtigsten Kunden für Gewinnschätzungen sind institutionelle Anleger, die verschiedene Kategorien von Fonds verwalten (Investmentfonds, Pensionsfonds, Hedgefonds) und als „die Käuferseite“ bezeichnet werden. Zu diesen Fachleuten zählen Portfolio-Manager, die die Fonds verwalten, und Analysten auf der Käuferseite, die für die Portfolio-Manager feststellen, welche Aktien das größte Aufwärtspotenzial haben. Weitere kleinere Abnehmer sind Unternehmen, Investment-Banking-Gruppen und einzelne Anleger.

#### V.B.2.2. Aktuelle oder historische Schätzungen

232. Es wird zwischen ‚aktuellen‘ und ‚historischen‘ Schätzungen unterschieden. Bei den aktuellen Schätzungen handelt es sich um Gewinnprognosen, die in den vergangenen 12 bis 18 Monaten abgegeben wurden und sich auf die zukünftigen Ergebnisse eines Unternehmens beziehen. Hingegen beziehen sich ‚historische‘ Schätzungen auf die vergangenen Ergebnisse. Sie sind im Allgemeinen älter als 18 Monate und können sich auf einen historischen Zeitraum von 20 oder sogar 30 Jahren beziehen.
233. Aktuelle Schätzungen werden beispielsweise verwendet, um Bewertungsverhältnisse (z. B. geschätztes Kurs-Gewinn-Verhältnis) abzuleiten, den relativen Wert einer Aktie innerhalb eines Sektors zu bewerten oder die von den Unternehmen gemeldeten Ergebnisse mit den Konsensschätzungen zu vergleichen und die Handelsentscheidungen entsprechend anzupassen. Historische Schätzungen werden für die Analyse der Gewinnüberraschungen, das heißt für die Abweichungen zwischen historischen und aktuellen Schätzungen, für die Analyse der Korrelation zwischen revidierten Schätzungen und Änderungen des Aktienkurses und für die Beurteilung der Ergebnisse eines Analysten in Bezug auf eine Aktie oder einen Sektor verwendet.
234. Aktuelle und historische Schätzungen werden oft gemeinsam verwendet. Die Analyse historischer Schätzungen wird normalerweise zur besseren Beurteilung von Auswirkungen, Genauigkeit oder Trends aktueller Schätzungen herangezogen. Aus diesem Grund erwerben Finanzinstitute gebündelte Produkte, in denen beide Arten von Schätzungen miteinander verknüpft werden.

#### V.B.2.3. Vertriebskanäle

235. Die Vertriebskanäle für Gewinnschätzungen sind identisch mit jenen für Echtzeitdaten (vgl. Absatz V.A.3), da Schätzungen eine Untereinheit der Brokerberichte sind, auch wenn sie manchmal separat vertrieben werden. Tatsächlich erstrecken sich die mit Brokern über den Vertrieb von Echtzeitdaten geschlossenen Vereinbarungen üblicherweise auch auf Schätzungen. Beispielsweise beinhalten sämtliche Vereinbarungen über Real-time Research, die Thomson und Reuters mit den [0-10]\* größten Brokern geschlossen haben, auch Schätzungen.
236. Die Vertriebswege für Schätzungen sind: (i) Direktvertrieb (E-Mail) von der Brokerfirma zu den Kunden, (ii) Herunterladen von Berichten von der Website der

Brokerfirma und (iii) Vertrieb über einen Datenanbieter, der Brokerberichte in einer Datenbank zusammenfasst (etwa Thomson oder Reuters). Der Direktvertrieb und das Herunterladen von der Website sind für die Kunden des Brokers gebührenfrei. Im Rahmen einer Desktop-Lösung eines Datenanbieters sind die Schätzungen üblicherweise für eine Pauschalgebühr erhältlich. Unabhängig vom Vertriebskanal behalten die Brokerfirmen das Eigentum an den Berichten, und die Datenanbieter dürfen die Daten nur an die von den Eigentümern der Berichte genannten Kunden weitergeben.

237. Die Anbieter von Finanzdaten, etwa Thomson und Reuters, haben die Aufgabe, die Schätzungen hunderter Brokerfirmen zusammenzustellen und den Kunden in konsolidierter Form anzubieten. Diese Arbeit beinhaltet die Gewinnung der Daten und die Berechnung der verschiedenen Finanzkennzahlen wie geschätzter Gewinn pro Aktie, langfristiges Wachstum, bereinigter Bilanzwert oder EBITDA (earnings before interest, tax, depreciation and amortisation - Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen).
238. Somit wird der Kompilierer zu den detaillierten Schätzungen der einzelnen Broker Konsensschätzungen anbieten, das heißt einen Mittelwert oder einen Median aller Schätzungen aus den Forschungsabteilungen in Bezug auf eine Reihe von konstruierten finanziellen Kennzahlen. Dieser konsolidierte Datensatz gilt als unverzichtbares Analysewerkzeug für Anlageentscheidungen.
239. Im Gegensatz dazu können Schätzungen, die ein Broker seinen Kunden direkt zur Verfügung stellt, nicht zur Analyse und zur Erstellung von Modellen herangezogen werden, da sie keinem Konsens aller Broker entsprechen. Daher werden sie von der überwältigenden Mehrheit der im Rahmen der Marktuntersuchung Befragten nicht als Ersatz für die von den Aggregatoren bereitgestellten Gewinnschätzungen betrachtet. Einige Befragte haben zudem darauf hingewiesen, dass der Direktvertrieb nicht als zufriedenstellende Analyse zu betrachten sei, da viel Personal und beträchtliche Mittel erforderlich wären, um Daten zusammenzustellen und zu konsolidieren; dies sei weder zeitlich effizient noch kostengünstig.

#### V.B.2.4. Globale Schätzungsprodukte

240. Die Marktuntersuchung hat gezeigt, dass Finanzinstitute und Unternehmen historische globale Schätzungen benötigen, das heißt Schätzungen, die Unternehmen in sämtlichen Weltregionen über einen Zeitraum von einigen Jahren abdecken, und dass ein Anbieter von Finanzdaten, der ein glaubwürdiges Produkt für den Weltmarkt entwickeln will, Schätzungen von hunderten Brokern und Analysten einholen muss. Die vier größeren Akteure auf dem Markt (Thomson, Reuters, Bloomberg und FactSet) erklären allesamt, zwischen 400 und 600 regelmäßige Urheber für ihre Datenbank zu haben.
241. Es kann schwierig und zeitaufwändig sein, eine Vereinbarung mit einer Brokerfirma zu schließen, insbesondere mit einer großen Firma. Fehlen einem Datenanbieter die Schätzungen bestimmter wichtiger Broker, so kann die Glaubwürdigkeit seiner Konsensschätzungen leiden. Die Zahl der zu einer Datenbank beitragenden Urheber sowie die Beteiligung wichtiger Broker haben entscheidenden Einfluss auf den zeitlichen und geografischen Erfassungsbereich eines Schätzungsprodukts.
242. Dazu kommt, dass die Zusammenstellung und Konsolidierung der Daten ein anspruchsvoller Prozess ist, der beträchtliche Investitionen in Technologie und Personal einschließlich gut geschulter Analysten voraussetzt, die imstande sind, die Rohdaten zu vergleichen, eine Konsensschätzung zu erstellen und diese in Reaktion auf Vorgänge,

die sich auf die Einschätzung des Markts auswirken, anzupassen. Üblicherweise widmen sich der Verwaltung einer Schätzungsdatenbank mehrere hundert Personen, darunter Experten für das Rechnungswesen.

#### V.B.2.5. Produkte von Thomson & Reuters

243. Sowohl Thomson als auch Reuters bieten Gewinnschätzungsprodukte an. Das Angebot von Thomson ist Bestandteil von First Call und IBES. First Call stellt in erster Linie laufende Gewinnschätzungen und Konsensschätzungen bereit. IBES-Prognosen stehen als detaillierte Zeitreihen individueller Schätzungen oder als Zusammenfassung zur Verfügung, die einen Konsens darstellt. Die historischen Schätzungen von IBES reichen für den US-Markt bis 1981 und für europäische Unternehmen bis zu den frühen neunziger Jahren zurück. Dazu kommen einige aggregierte Schätzungen.
244. Thomson stellt seine Gewinnschätzungen entweder i) mittels Dateneinspeisung – die entweder direkt oder über Weitervertreiber wie [...] \* an die Kunden geliefert werden – oder ii) als Modul einer Desktop-Lösung (z. B. Thomson One) bereit.
245. Ähnlich wie Thomson vertreibt auch Reuters Gewinnschätzungen mittels Dateneinspeisung und Desktop-Lösungen. Die wichtigsten Produkte von Reuters sind Reuters Estimates und Reuters Estimates Forecast Pro. Reuters Estimates ist eine Datenbank, die aktuelle Schätzungsdaten sowie 18 Monate an historischen Schätzungen beinhaltet. Reuters Estimates Forecast Pro liefert detaillierte Brokerdaten und Konsensdaten für aktuelle und historische Schätzungen. Die Tiefe der über diese Desktop-/Anwendungsprodukte bereitgestellten Forschungs- und Schätzungsinhalte hängt bei den einzelnen Produkten von den Bedürfnissen des durchschnittlichen Nutzers dieser Produkte ab.

#### V.B.2.6. Wettbewerber

246. Wie zuvor erläutert, werden die für die Gewinnschätzungen verwendeten Rohdaten aus den Berichten der Brokerfirmen und unabhängigen Analysten, die sie erstellt haben, „extrahiert“. Es sollte zwischen zwei Kategorien von Wettbewerbern unterschieden werden: zwischen jenen, die eine Gewinndatenbank erstellen und mit den Brokern zusammenarbeiten (z. B. Thomson und Reuters), und jenen, die lediglich die von einem Wettbewerber zusammengestellten Datenbanken weitervertreiben (z. B. IDC, SunGard, Mergent).
247. In der ersten Kategorie gibt es eine begrenzte Zahl von Kompilierern, die eine umfassende Datenbank globaler Schätzungen anbieten. Abgesehen von Reuters und Thomson bieten nur FactSet und Bloomberg ein solches Produkt an. Mit TheMarkets.com, einem von elf Investmentbanken gebildeten Konsortium, werden wir uns kurz befassen. Es gibt auch eine beträchtliche Zahl kleinerer Datenanbieter, die eine Datenbank besitzen, die ein begrenztes geografisches Gebiet abdeckt. Zu den wichtigsten dieser Anbieter zählen Zacks (für US-Daten) und Toyo Keizai (für Japan).
248. Die Fachleute der Finanzinstitute treffen ihre Wahl bezüglich des Erwerbs von Schätzungen üblicherweise infolge des Erfassungsbereichs (Zahl der Unternehmen), der Qualität und Zahl der Urheber, der Aktualität (Geschwindigkeit, mit der neue Daten ergänzt werden), der Genauigkeit (geringe Zahl von Fehlern), der Tiefe (Zahl der erfassten Punkte), der Geschichte (Erfassungsbereich in Jahren) und der geografischen Reichweite. Die folgende Tabelle enthält eine Zusammenfassung der Merkmale der

wichtigsten Anbieter zusammengestellter Schätzungen mit Blick auf einige dieser Schlüsselkriterien.

Tabelle 8

<b>GEWINNSCHÄTZUNGEN – VERGLEICH DER WICHTIGSTEN WETTBEWERBER</b>				
<b>Unternehmen</b>	<b>Geografischer und zeitlicher Umfang</b>	<b>Geografische Abdeckung</b>	<b>Aktuell - Quelle</b>	<b>Historisch – Quelle</b>
<b>Thomson</b>	Bestes Angebot auf dem Markt, fast [900-1000]* Urheber, [20-30]* Datenbewertungskennzahlen, starke Marke, 71 Länder.	Global	Selbst beschafft.	Selbst beschafft. Beste historische Daten (30 Jahre für USA, 20 Jahre für EWR).
<b>Reuters</b>	Ernsthaftester Konkurrent von Thomson, [500-600]* Urheber, [10-20]* Datenbewertungskennzahlen, benutzerfreundlich. 70 Länder.	Global	Selbst beschafft.	Selbst beschafft. Deckt 8 Jahre in den USA und 11 Jahre international ab.
<b>FactSet</b>	Geringe Markterfassung außerhalb Europas. 500 Urheber, aber wichtige fehlen. 17 Datenbewertungskennzahlen, 55 Länder.	Global	Selbst beschafft und Weitervertrieb von Inhalten dritter Anbieter (Reuters und Thomson).	Selbst beschafft (7 Jahre für USA, 10 Jahre für Europa), aber hoher Anteil der Einnahmen mit Inhalten Dritter (Thomson/Reuters).
<b>Bloomberg</b>	Neues Angebot. 450 Urheber, aber wichtige fehlen. Bietet keinen zuverlässigen Konsens bei aktuellen Schätzungen an.	Global	Selbst beschafft. Weitervertriebsvertrag mit Thomson kürzlich gelöst.	Kein Angebot.
<b>The Markets.com</b>	Begrenzte Zahl direkter Urheber (11 primäre Firmen), Zugang zu anderen Urhebern über Reuters.	Global	Berichte von 11 Brokern selbst beschafft, ansonsten Weitervertrieb von Inhalten Dritter (darunter Reuters).	Berichte von 11 Brokern selbst beschafft, ansonsten Weitervertrieb von Inhalten Dritter (darunter Reuters).
<b>Zacks</b>	Zielgruppe individuelle Anleger in den USA, keine Institutionen. 180 Urheber, 2 Länder, nur 3 Datenbewertungskennzahlen.	Nordamerika.	Selbst beschafft.	Selbst beschafft. 10 Jahre.
<b>Tokyo Keizai</b>	Umfassende und genaue Datenbank, aber begrenzte Datenbewertungskennzahlen, ein Land.	Nur Japan.	Selbst beschafft.	Selbst beschafft.

**Quelle: Anmelder, Marktuntersuchung der Kommission**

249. Die Produkte der Anmelder haben in den meisten, wenn nicht in allen Bereichen Vorteile gegenüber denen der Konkurrenten. Die Anmelder haben erklärt, im Vertrieb von Schätzungen gehe es lediglich darum, die Zustimmung einer ausreichenden Zahl von Brokern zur Verbreitung ihrer Daten zu erhalten. Sie verweisen auf den Markteintritt von FactSet und Bloomberg vor relativ kurzer Zeit und auf den geplanten Eintritt und die Expansion von S&P/Capital IQ und TheMarkets.com. Die Situation, in

der sich diese Wettbewerber gegenüber Thomson/Reuters befinden, wird im Folgenden untersucht.

### FactSet

250. FactSet gilt seit der Übernahme von JCF, einem französischen Kompilierer von Schätzungen, im Jahr 2004 als drittgrößter Marktteilnehmer. FactSet ist bei europäischen Inhalten relativ stark, aber die Endkunden betrachten die geschützten globalen Inhalte von FactSet nicht als gleichwertige Alternative zu den Schätzungen von IBES (Thomson) oder Reuters. Es sollte darauf hingewiesen werden, dass FactSet neben seinen selbst beschafften Schätzungsdaten auch Inhalte von Thomson IBES und Reuters weitervertriebt.
251. Wettbewerber 21 hat erklärt: *„Unsere Kunden betrachten die geschützten Inhalte von FactSet nicht als gleichwertige Alternative zu den Inhalten von IBES oder Multex<sup>61</sup>.“*
252. Aus einem internen Dokument von Reuters geht hervor, dass die Schätzungen von FactSet keinen vergleichbaren geografischen oder zeitlichen Umfang aufweisen [...] <sup>62</sup> und keine vergleichbare Qualität wie die Schätzungen von Thomson und Reuters aufweisen: [...] <sup>63</sup>.
253. Einem Thomson-Dokument zufolge weist Factset/JCF *„eine geringe Marktabdeckung außerhalb seiner europäischen Schlüsselmärkte (Frankreich, Deutschland) auf“<sup>64</sup>*. Mehrere im Rahmen der Marktuntersuchung Befragte haben zudem auf den mangelnden geografischen Umfang der FactSet-Schätzungen außerhalb Europas und bei historischen Daten hingewiesen.

### Bloomberg

254. Bloomberg ist erst seit kurzer Zeit auf diesem Markt tätig. Es bietet seit November 2006 auf seinen Terminals eine eigene Datenbank mit Schätzungen an. Im Februar 2007 löste Bloomberg seinen Vertrag mit Thomson IBES Estimates und beschafft sich alle seine Schätzungen nunmehr selbst. In einem internen Dokument verweist Reuters auf mehrere Schwachpunkte des Angebots von Bloomberg, darunter ein begrenzter Erfassungsbereich und der Mangel an historischen Schätzungen, und gelangt zu dem Schluss, dass das Bloomberg-Produkt dem von Reuters keine Konkurrenz machen kann:

*„BBG (Bloomberg) stützt sich auf etwa 450 Broker gegenüber den 580 von Reuters. Wir brauchten etwa 14 Jahre, um diesen Geschäftsbereich aufzubauen, BBG steht dort, wo wir vor 10 Jahren waren (...) bietet keine zuverlässigen Konsensschätzungen an.“ (...)*

*„Mangel an historischen Daten wird ein Problem sein. Ihre Methodik für die Berechnung von Konsensschätzungen wurde in den letzten 2 Jahren laufend geändert.“*

---

<sup>61</sup> Antwort von Wettbewerber 21 auf den am 15.10.2007 übermittelten Fragebogen, S. 18.

<sup>62</sup> [...]\*, MP 00043978.

<sup>63</sup> [...]\*, MP 00043978.

<sup>64</sup> Thomson-Dokument [...]\*

*Unmöglich, Schätzungen glaubwürdig aufzufüllen, insbesondere wegen fehlender Broker (...) Weit entfernt von der globalen Erfassung von Unternehmen und Brokern, die Reuters anbietet (...) Weit entfernt von BBGs traditionell hochwertigen Inhalten.“*

255. Thomson verweist ebenfalls auf diese Schwachstellen von Bloomberts Angebot – „Die Schätzungsdaten sind ebenso begrenzt wie die Erhebungserfahrung. Nur beschränkte historische Daten (...) Keine Verbunddaten“<sup>65</sup> – und verweist auf einen schwachen Markennamen bei Schätzungen und beschränkte Vertriebskanäle.
256. Trotz der Größe und des Ansehens von Bloomberg wird nicht erwartet, dass das Unternehmen in absehbarer Zukunft ein wettbewerbsfähiges Produkt auf den Markt bringen wird. In jedem Fall gibt Bloomberg seine Schätzungen nicht an Weitervertreiber weiter und bietet sie nur auf seinen eigenen Terminals an, da es ein geschlossenes Modell verwendet. Daher ist es unwahrscheinlich, dass sein Marktanteil in Zukunft über seinen Kundenstamm hinaus wachsen wird.

#### TheMarkets.com

257. Nach Angaben der Anmelder plant TheMarkets.com, ein Konsortium von 11 eingesessenen Brokerfirmen, eine Ausweitung seines Angebots an Schätzungen und könnte Wettbewerbsdruck auf die Anmelder ausüben. Die Marktuntersuchung hat jedoch gezeigt, dass TheMarkets.com bei der Erhebung von Schätzungen über seine 11 Mitglieder hinaus weitgehend auf Reuters angewiesen ist [...] und selbst kein globales Produkt anbietet. Das Angebot von TheMarkets.com im Bereich der Schätzungen ist daher nicht mit jenem der Anmelder vergleichbar und wird in absehbarer Zukunft keinen Wettbewerbsdruck auf die Anmelder ausüben.

#### S&P/Capital IQ

258. Die Anmelder haben erklärt, S&P/Capital IQ sei dabei, eine globale Forschungs- und Schätzungsdatenbank aufzubauen, und könne sich in Zukunft in einen starken Konkurrenten für Reuters und Thomson verwandeln. Die Marktuntersuchung hat gezeigt, dass es Jahre dauern würde, bis Capital IQ in der Lage wäre, ein glaubwürdiges globales Angebot zu entwickeln, das sich mit dem von Reuters und Thomson messen könnte, da die Investitionen hoch sind und da es schwierig ist, Vereinbarungen mit den erforderlichen Urhebern zu schließen.
259. Zusammenfassend hat die Marktuntersuchung gezeigt, dass Anbieter wie Bloomberg, FactSet oder S&P über geeignete Technologie und die nötigen Mittel verfügen, um Schätzungsdatenbanken aufzubauen, die mit den Produkten von Thomson und Reuters konkurrieren könnten, dass ihre Angebote bisher jedoch nicht mit denen der Anmelder vergleichbar sind, weshalb sie mehrere Jahre brauchen würden, um Produkte mit der gleichen Breite, Tiefe und einem ähnlichen historischen Erfassungsbereich wie Reuters und Thomson zu entwickeln.

#### Kleinere Kompilierer

260. Neben diesen fünf Anbietern gibt es kleinere, auf einzelne Märkte beschränkte Anbieter wie Zacks in den Vereinigten Staaten, Tokyo Keizai in Japan und Ipreo/Hemscott in

---

<sup>65</sup> Thomson-Dokument [...]\*.

Europa. Allerdings konkurrieren diese Anbieter eigentlich nicht mit den globalen Marktteilnehmern, sondern bieten eher ergänzende Produkte an, die eine spezifische Nachfrage auf den lokalen Märkten befriedigen. Daher sind diese Anbieter nicht als Alternative zu Thomson und Reuters zu betrachten<sup>66</sup>.

261. Was die Möglichkeiten potenzieller Wettbewerber anbelangt, Daten lokaler Anbieter zusammenzustellen, um eine umfassende Datenbank aufzubauen, so hat die Marktuntersuchung gezeigt, dass ein Unternehmen, das versuchen würde, Daten aus verschiedenen Quellen zu sammeln, mit der mangelnden Einheitlichkeit der Daten und mit den hohen Kosten und dem großen Aufwand an Zeit und Ressourcen für die Konsolidierung der Daten konfrontiert wäre.

#### V.B.2.7. Marktanteile

262. Die Anmelder haben ihre Einschätzung der Marktanteile von Thomson, Reuters und ihren Hauptkonkurrenten beim Verkauf von Schätzungen an Endkunden (Banken, Fondsmanager usw.) vorgelegt. Es sollte darauf hingewiesen werden, dass dazu ein Teil der mit den Desktop-Lösungen der einzelnen Unternehmen erzielten Einnahmen den Schätzungen zugerechnet wurde, weshalb diese Einnahmehzahl eine theoretische Konstruktion ist, die nicht den tatsächlichen Transaktionen auf dem Markt entspricht. Obwohl diese Marktanteile also mit Vorsicht zu behandeln sind, geben sie nützliche Hinweise auf den Markt für den Verkauf von Schätzungen an Endkunden.

Tabelle 9: Weltweite Marktanteile bei Schätzungen im Jahr 2006

<b>SCHÄTZUNGEN – MARKT 2006</b>				
<b>Unternehmen</b>	<b>Welt (Mio. USD)</b>	<b>Weltweit (%)</b>	<b>EWR (Mio. USD)</b>	<b>EWR (%)</b>
<b>Thomson-Reuters</b>	[100-200]*	[40-50]* %	[10-100]*	[30-40]* %
<i>Thomson</i>	[100-200]*	[30-40]* %	[10-100]*	[20-30]* %
<i>Reuters</i>	[10-100]*	[0-10]* %	[10-100]*	[0-10]* %
<b>Bloomberg</b>	[100-200]*	[30-40]* %	[10-100]*	[30-40]* %
<b>Factset</b>	[10-100]*	[0-10]* %	[10-100]*	[10-20]* %
<b>Zacks</b>	[10-100]*	[0-10]* %	[0-10]*	[0-10]* %
<b>TheMarkets.com</b>	[0-10]*	[0-10]* %	[0-10]*	[0-10]* %
<b>Toyo Kezai</b>	[0-10]*	[0-10]* %	[0-10]*	[0-10]* %
<b>Ipreo Hemscott</b>	[0-10]*	[0-10]* %	[0-10]*	[0-10]* %
<b>Gesamtmarkt</b>	[400-500]*	100 %	[100-200]*	100 %

Quelle: Anmelder

263. [Um den Ersuchen der Kommission nachzukommen, berechneten die Anmelder die Marktanteile unter Zugrundelegung einer Reihe angemessener Annahmen. Angesichts der unzulänglichen Ergebnisse betrachtete die Kommission diese Daten dennoch mit großer Vorsicht.]\*

<sup>66</sup> Wettbewerber 21 hat erklärt: „Unsere Kunden betrachten Schätzungen, die von kleineren Anbietern wie Zacks bereitgestellt werden, nicht als gleichwertigen Ersatz, da diese Daten nicht auf einem vergleichbar breiten Erfassungsbereich beruhen.“ Antwort auf den Fragebogen vom 15.10.2007, S. 25.

264. Es ist erwähnenswert, dass Reuters die Einnahmen von Bloomberg im Geschäft mit Schätzungen in einem internen Dokument bei [10-100]\* Mio. USD ansetzt, also sehr viel niedriger als in der von den Anmeldern vorgelegten Schätzung, die sich auf [100-200]\* Mio. USD beläuft. Noch überraschender ist der Einnahmenanteil, der Reuters zugerechnet wird. In demselben internen Dokument schätzt Reuters seine Einnahmen im Jahr 2006 auf [100-200]\* Mio. USD, während die Anmelder lediglich [10-100]\* Mio. USD angeben.
265. [...]\*
266. Das interne Dokument von Reuters enthält eine Analyse der Wettbewerbslandschaft, die sich eher mit der Marktmacht der Anmelder deckt. Dem Dokument zufolge beläuft sich der gesamte Markt für Schätzungen auf rund [400-500]\* Mio. USD im Jahr, und „Thomson hält gegenwärtig rund [40-50]\* % dieses Marktes“<sup>67</sup>. An zweiter Stelle liegt demnach Reuters mit einem Marktanteil von [20-30]\* % und Einnahmen von [100-200]\* Mio. USD mit Schätzungen, wobei der Großteil auf Inhalte entfällt, die über die Desktop-Plattformen vertrieben werden. Der gemeinsame weltweite Marktanteil der beiden Unternehmen beläuft sich also auf [70-80]\* %. Den dritten Rang belegt Bloomberg mit [10-100]\* Mio. USD an Einnahmen und einem Marktanteil von [10-20]\* %, gefolgt von FactSet mit Einnahmen von [10-100]\* Mio. USD und einem Anteil von [0-10]\* %.
267. Die im Rahmen der Marktuntersuchung der Kommission befragten Unternehmen geben ebenfalls Marktanteile der Anmelder im Bereich der Schätzungen an, die deutlich höher sind als die von den Anmeldern angegebenen Anteile.

Tabelle 10: Marktanteile von Thomson/Reuters laut Schätzungen von Wettbewerbern

	Thomson (weltweite Marktanteile)	Reuters (weltweite Marktanteile)	Thomson/Reuters gemeinsam
Wettbewerber 31	70 %	20 %	90 %
Wettbewerber 89	40 %	20 %	60 %
Wettbewerber 31 (nur aktuelle Schätzungen)	55 %	15 %	70 %
Wettbewerber 21	70 %	20 %	90 %

**Quelle: Daten aus der Marktuntersuchung**

<sup>67</sup> [...]\*, MP-00044822. Es folgt eine eingehendere Analyse, in der Reuters errechnet, dass Thomson mit Schätzungen Einnahmen von [200-300]\* Mio. USD erzielt. Bei einem Gesamtmarkt von [400-500]\* Mio. USD hat es damit einen Marktanteil von [40-50]\* %.

V.B.2.8. Thomson und Reuters sind annähernd gleichwertige Alternativen

268. Die Marktuntersuchung hat gezeigt, dass Thomsons IBES der globale Marktführer bei Gewinnschätzungen ist, was insbesondere auf den zeitlichen und geografischen Erfassungsbereich seiner Datenbank zurückzuführen ist. Reuters, das seit der Übernahme von Multex im Jahr 2003<sup>68</sup> entschlossen in diesen Bereich investiert hat, wird von zahlreichen Wettbewerbern und Kunden als einzige wirkliche Alternative zu Thomson bezeichnet<sup>69</sup>. Ein Befragter hat erklärt: *„Reuters ist die Nummer Zwei und hat seine Präsenz in diesem Segment erhöht, so dass es heute die einzige wirkliche Alternative zu Thomson ist“*<sup>70</sup>.
269. Interne Dokumente zeigen, dass auch die Anmelder im Bereich der Schätzungen jeweils das Angebot des Anderen für die einzige wirkliche Alternative halten. Einem internen Reuters-Dokument zufolge sind *„im Bereich der Schätzungen lediglich Reuters und Thomson wirklich wettbewerbsfähig“*<sup>71</sup>. Reuters schneidet demnach sogar in bestimmten Segmenten besser ab: *„Thomson ist der dominante Akteur auf dem Markt für Schätzungen, aber Reuters hat ihn in vielen Bereichen bereits überholt: Qualität – IBES stützt sich bei der Erstellung seiner Schätzungen nicht auf Brokerberichte, sondern auf von den Brokern bereitgestellte Tabellenkalkulationen. Das wirkt sich sehr nachteilig auf die Qualität und Aktualität seiner Daten aus, die jener von Reuters unterlegen sind (...); Methodik – IBES stützt sich nicht auf dieselben hochwertigen Methoden und rigorosen Verfahren, die für die Schätzungen von Reuters kennzeichnend sind; Aktualität – IBES erreicht in Bezug auf die Aktualität nicht das Niveau von Reuters. Reuters aktualisiert die Schätzungen normalerweise innerhalb von 2, spätestens jedoch 24 Stunden nach Erhalt der Brokerberichte. (...) Es ist allgemein bekannt, dass IBES mehrere Tage braucht, um Schätzungen und aktuelle Daten auf den neusten Stand zu bringen“*<sup>72</sup>.
270. Laut einem internen Dokument von Thomson ist Reuters Estimates *„dem Angebot von Thomson Financial vergleichbar (Angebot an Echtzeitdaten, Mittelwerte auf derselben ESVG-Grundlage wie Estimates/aktuelle Daten, mehrere Produkte/Bereitstellungsmethoden usw.)“*<sup>73</sup>.
271. Die Anmelder haben erklärt, es gebe keine begründeten Bedenken bezüglich der historischen Schätzungen, da Thomson IBES, das der unangefochtene Marktführer in diesem Bereich ist, nicht mit Reuters konkurriere. Die Zielgruppe für das Produkt von

---

<sup>68</sup> Multex war ein Datenaggregator, der Finanzdaten einschließlich von Forschungsberichten und Schätzungen anbot.

<sup>69</sup> 67 % der im Rahmen der Marktuntersuchung Befragten sind der Ansicht, dass Reuters und Thomson ähnliche und austauschbare Schätzungen anbieten.

<sup>70</sup> Protokoll des Gesprächs zwischen der mit der Sache befassten Arbeitsgruppe und Wettbewerber 21 am 12. November 2007.

<sup>71</sup> [...]\*, MP-00012767.

<sup>72</sup> [...]\*, MP 00043978.

<sup>73</sup> [...]\*.

Reuters seien Nutzer, die Referenzdaten benötigten, und diese Kunden verwendeten keine historischen Schätzungen. Diese Behauptung wird weder durch die internen Dokumente der Anmelder noch durch die Ergebnisse der Marktuntersuchung gestützt. Ursprünglich erklärten die Anmelder, Reuters bietet keine historischen Schätzungen an, doch mittlerweile haben sie eingestanden, dass Reuters in begrenztem Maß historische Schätzungen über Vertreiber anbietet<sup>74</sup>. Zudem steht außer Frage, dass die Produkte von Reuters historische Schätzungen beinhalten. Jüngst haben die Anmelder in Bezug auf die von Reuters angebotenen Schätzungen erklärt: „*Es gibt im Wesentlichen zwei Produktklassen: a) Produkte, die einen aktuellen Überblick über die Konsensschätzungen oder detaillierten Schätzungen geben, und b) Produkte, die vollständige Zeitreihen<sup>75</sup> zu Konsensschätzungen oder detaillierten Schätzungen enthalten.*“

272. In einem internen Dokument, das eine Analyse der Wettbewerbslandschaft auf dem Markt für Schätzungen enthält, erklärt Thomson zu den historischen Daten von Reuters/Multex, sie deckten einen Zeitraum bis „1999 für Nordamerika (und) 1996 für die internationalen Märkte“ ab, das bedeutet 8 Jahre für die Vereinigten Staaten und 11 Jahre für die übrige Welt<sup>76</sup>.
273. Wettbewerber 21 hat klargestellt, dass „*Thomson und Reuters im Großen und Ganzen ähnliche Produkte anbieten und bis zu einem bestimmten Grad historische Daten liefern, obwohl Thomson mehr solche Daten hat. Diese zusätzlichen historischen Schätzungen machen Thomson attraktiver für Kunden, die längere historische Zeitreihen benötigen (insbesondere quantitative Fonds). Jedenfalls kann kein anderes Unternehmen Produkte anbieten, die sich mit den historischen Schätzungen von Thomson oder Reuters messen könnten.*“<sup>77</sup>
274. Zudem haben mehrere Kunden darauf hingewiesen, dass die von Reuters bereitgestellten historischen Schätzungen von Händlern, Analysten, Portfolio-Managern und Investmentbankern für Arbitragegeschäfte, Forschung und Modellierung genutzt werden. Aus den zuvor dargelegten Gründen können die Angebote von Thomson und Reuters im Bereich der Schätzungen als einzige Alternativen betrachtet werden.

#### V.B.2.9. Wettbewerbswidrige horizontale Wirkungen (nicht koordiniert)

275. Die Marktuntersuchung – und die internen Dokumente – haben gezeigt, dass Thomson und Reuters im Bereich der Gewinnschätzungen der Marktführer bzw. der zweitstärkste Marktteilnehmer sind und sich gegenseitig für den Hauptkonkurrenten halten. Zudem gibt es keine andere echte Alternative auf dem Markt, da kein anderes Unternehmen Datenbanken mit einem vergleichbaren zeitlichen und geografischen Erfassungsbereich anbietet. FactSet/JCF liegt weit abgeschlagen auf dem dritten Rang und stellt kaum Informationen über die außereuropäischen Märkte bereit. Bloomberg ist ein neuer

---

74 Antwort der Anmelder auf die Entscheidung der Kommission nach Artikel 6(1)c.

75 Der Begriff „Zeitreihe“ wird normalerweise für eine Erfassung von Daten über einen historischen Zeitraum hinweg verwendet.

76 Thomson-Dokument [...]\*.

77 Antwort von Wettbewerber 21 auf den Fragebogen vom 15.10.2007, Frage 14, S. 15.

Akteur auf diesem Markt und wird von Kunden und Wettbewerbern kurzfristig nicht als ernsthafter Konkurrent betrachtet, da es nur begrenzte Informationen anbietet und nicht über historische Schätzungen verfügt.

276. Es ist sehr wahrscheinlich, dass die Anmelder nach dem Zusammenschluss infolge der Überschneidungen ein Produkt vom Markt nehmen oder ihre Angebote verschmelzen werden. Die Produkte von Reuters könnten im Lauf der Zeit zum Vorteil der Produkte von Thomson vom Markt genommen werden. Die Fusion dürfte das Verschwinden eines von nur zwei Akteuren zur Folge haben, die glaubwürdige globale Produkte im Bereich der Schätzungen anbieten. Damit würde das verschmolzene Unternehmen auf dem Markt für Schätzungen einen dominanten Marktanteil von mehr als [60-70]\* % haben, und bei den historischen Schätzungen wäre seine Position in Anbetracht der sehr begrenzten Konkurrenz durch FactSet noch stärker.
277. Die historischen Schätzungen gewinnen stetig an Bedeutung, da die wachsende Zahl der auf quantitativen Modellen beruhenden Fonds historische Daten benötigen<sup>78</sup>. Es besteht die Gefahr, dass sämtliche quantitativen Modelle auf dem Markt auf dieselbe Quelle angewiesen sein werden, womit die Volatilitätsrisiken deutlich größer würden.
278. Die Kunden könnten auf eine Preiserhöhung durch Thomson/Reuters nur eingeschränkt reagieren<sup>79</sup>. Ein Abnehmer aktueller globaler Schätzungen könnte auf einen Bloomberg-Terminal umsteigen. Allerdings sind diese Terminals verglichen mit anderen Desktop-Lösungen auf dem Markt relativ teuer, weshalb sich ein Umstieg für den Kunden kaum rentieren würde. Ein Wechsel zu FactSet würde wahrscheinlich überhaupt keinen Vorteil haben, da FactSet Produkte von Thomson/Reuters vertreibt, während sein eigenes globales Angebot an Schätzungen insbesondere in Bezug auf US-Unternehmen nicht als gleichwertig mit dem der Anmelder gilt. Bei den historischen Daten wäre Bloomberg überhaupt keine Option, und das Angebot von FactSet ist wegen seiner Schwachstellen kaum eine glaubwürdige Alternative. Solche negativen horizontalen Effekte hätten direkte Auswirkungen auf die Kunden der Anmelder und deren Weitervertreiber.

#### V.B.2.10. Hohe Eintritts- und Expansionsschranken

279. Die Anmelder haben die Ansicht geäußert, der Aufbau einer Aktivität im Bereich der Schätzungen sei nicht schwierig, was durch den erfolgreichen Eintritt von FactSet und Bloomberg verdeutlicht werde.
280. Die Ergebnisse der Marktuntersuchung bestätigen dieses Argument jedoch nicht. Zunächst sollte darauf hingewiesen werden, dass ein Anbieter von Finanzdaten zur Entwicklung eines glaubwürdigen Produkts für den Weltmarkt Schätzungen von hunderten unterschiedlichen Brokerfirmen und Analysten beschaffen muss. Das ist

---

<sup>78</sup> Die Bedeutung der quantitativen Fonds, die auf der Grundlage statistischer Modelle arbeiten (die auf historischen Daten beruhen), die zur Feststellung von Mustern im Verhalten der Finanzmärkte dienen, steht außer Frage, auch wenn sie manchmal kritisiert werden. Vgl. *beispielsweise*: „Does not compute: How misfiring quant funds are distorting the markets“, in: Financial Times, 10. Dezember 2007.

<sup>79</sup> 67 % der Befragten haben angegeben, dass sie kaum zu einem anderen Anbieter wechseln würden, sollten die Anmelder die Preise um 5 bis 10 % anheben. Die wichtigsten Gründe für ein Festhalten am selben Anbieter sind: i) Es gibt keine wirkliche Alternative auf dem Markt. ii) Ein Anbieterwechsel wäre zu teuer. iii) Ein Wechsel würde einen zu hohen Aufwand an Zeit und Mitteln erfordern.

weder einfach noch rasch zu bewerkstelligen. Wer bei Null anfängt, braucht im Normalfall mehr als 2 Jahre, um eine kritische Masse an Urhebern aufzubauen.

281. Gelingt es nicht, Vereinbarungen mit einigen wichtigen Urhebern zu schließen, so wird die Qualität der Schätzungen und damit die Wettbewerbsfähigkeit des Produkts leiden. Abgesehen davon werden die Brokerfirmen ihre Forschungsdaten kaum mit einem Vertreiber teilen, der nicht bereits einen ausreichenden Kundenstamm auf der Käuferseite vorzuweisen hat. Das erschwert den Marktzugang für einen Vertreiber, der nicht bereits ein etablierter Anbieter von Daten ist. FactSet und Bloomberg, zwei wichtige Datenanbieter, haben immer noch Schwierigkeiten, sich die Zusammenarbeit bestimmter wichtiger Urheber zu sichern, um ihr Informationsangebot zu verbessern.
282. Zudem muss der Aggregator eine geeignete Softwareinfrastruktur entwickelt haben, um automatisch Berichte von hunderten Urheber abrufen und sie für die Datengewinnung verfügbar machen zu können, damit sie rasch zur Aktualisierung der Datenbank ins System eingespeist werden können. Außerdem werden für die Berechnung von Konsensschätzungen für bestimmte zentrale Datenbewertungskennzahlen (z. B. EBITDA, Kurs-Gewinn-Verhältnis) im Normalfall mehrere hundert gut geschulte Mitarbeiter einschließlich von qualifizierten Buchhaltern benötigt, um die Daten zu verarbeiten, zu konsolidieren und zu normalisieren, um mittlere Schätzungsverhältnisse berechnen zu können.
283. Die mit der Entwicklung einer umfassenden Datenbank an globalen Schätzungen verbundenen Kosten dürfen ebenfalls nicht unterschätzt werden. Es entstehen erhebliche Kosten, die über mehrere Jahre hinweg getragen werden müssen, wie das Beispiel von FactSet zeigt, das im Jahr 2004 für 50 Mio. USD das existierende Unternehmen JCF erwarb<sup>80</sup>, um auf diesem Markt Fuß zu fassen, und anschließend große Summen in die Ausweitung seiner Tätigkeit investierte.
284. Schließlich ist der Aufbau einer historischen Datenbank nur möglich, indem man über einen ausreichend langen Zeitraum hinweg aktuelle Daten sammelt, da ein anderer Marktteilnehmer als Reuters oder Thomson keine Möglichkeit hat, historische Schätzungen zu erwerben, da diese Daten einfach nicht mehr verfügbar sind oder nicht mehr freigegeben werden. Daher wird ein neuer Marktteilnehmer immer mehrere Jahre benötigen, um die Fähigkeit zu erwerben, globale Schätzungen mit historischen Daten anzubieten.
285. Wie die erläuterten Feststellungen zeigen, ist die Annahme der Anmelder, die Broker könnten leicht den Markteintritt neuer Aggregatoren herbeiführen, sollten sie mit dem bestehenden Vertriebssystem für Schätzungen nicht zufrieden sein, von den Fakten nicht gestützt.

#### V.B.2.11. Negative vertikale Effekte

286. Thomson/Reuters könnte seine Stellung auf dem Markt für Schätzungen nutzen, um seine Konkurrenten auszuschließen, indem es entweder den Preis für diesen über Weitervertreiber angebotenen Inhalt (Lizenzgebühren und Durchverkauf) erhöht oder

---

<sup>80</sup> Vgl. Pressemitteilung von FactSet vom 1. September 2004 unter: <http://investor.FactSet.com/releasedetail.cfm?ReleaseID=138089>.

einfach die Belieferung seiner Konkurrenten mit diesen Daten einstellt. Thomson/Reuters verfügt vermutlich sowohl über die Fähigkeit als auch über den Anreiz, eine solche Strategie zu entwickeln.

V.B.2.11.1. Fähigkeit, Wettbewerber vom Markt auszuschließen

287. Eine Möglichkeit, um die Marktmacht des neuen Unternehmens zu beurteilen, besteht darin, die Abhängigkeit der Wettbewerber vom Angebot von Thomson/Reuters im Bereich der Schätzungen zu messen. Dazu kann man sich ansehen, wie hoch der Anteil der Desktops (Workstations) der Konkurrenten ist, über die das Angebot von Thomson und Reuters vertrieben wird (siehe folgende Tabelle).

Tabelle 11: Durchdringung der Terminals anderer Marktteilnehmer mit Produkten von Thomson und Reuters im Bereich der Schätzungen

<b>PROZENTSATZ DER WORKSTATIONS VON WETTBEWERBERN, ÜBER DIE SCHÄTZUNGEN VON THOMSON ODER REUTERS VERKAUFT WERDEN</b>			
<b>Segment</b>	<b>Thomson (%)</b>	<b>Reuters (%)</b>	<b>Schätzungen gesamt (%)</b>
Alle Segmente	[40-50]* %	[0-10]* %	[50-60]* %
Festverzinsliche	[60-70]* %	-	[60-70]* %
Institutionelle Beteiligungen		-	[40-50]* %
Anlageverwaltung	[70-80]* %	[10-20]* %	[80-90]* %
Vermögensverwaltung	[20-30]* %	[0-10]* %	[20-30]* %
Investment-Banking	[40-50]* %	[10-20]* %	[50-60]* %
Firmenkunden	[90-100]* %	[0-10]* %	[90-100]* %

Quelle: Anmelder (Antwort auf den Fragebogen nach Artikel 11 vom 30.10.2007, Anhang 7)

288. Auf [50-60]\* % aller Desktops der Wettbewerber werden Produkte von Thomson oder Reuters vertrieben (aktuelle oder historische Schätzungen oder beides). Es muss darauf hingewiesen werden, dass in der Anlageverwaltung und im Investment-Banking, den beiden Segmenten, in denen sich das Angebot der Anmelder am deutlichsten überschneidet, die kombinierte Durchdringungsquote der beiden bei [80-90]\* % bzw. [50-60]\* % liegt. Im Segment Firmenkunden werden mit [90-100]\*% der Produkte der Wettbewerber Schätzungen von Thomson oder Reuters vertrieben. Das verdeutlicht die potenzielle Marktmacht, die das neue Unternehmen nach dem Zusammenschluss ausüben könnte.
289. [Um den Ersuchen der Kommission nachzukommen, berechneten die Anmelder die Marktanteile unter Zugrundelegung einer Reihe angemessener Annahmen. Angesichts der unzulänglichen Ergebnisse betrachtete die Kommission diese Daten dennoch mit großer Vorsicht.]\*
290. Laut den von den Anmeldern bereitgestellten Zahlen stammen [70-80]\* % der von Dritten bereitgestellten Schätzungen, die auf den Plattformen der Wettbewerber weitervertrieben werden, von Thomson/Reuters. Auf [50-60]\* % der Plattformen von Wettbewerbern werden Produkte von Thomson oder Reuters oder beides vertrieben. Diese Zahlen verdeutlichen, wie groß die Abhängigkeit der Weitervertreiber vom Angebot der Anmelder ist. Abgesehen von den Anmeldern ist FactSet der einzige große

Kompilierer von Schätzungen, der seinen Inhalt Dritten zur Verfügung stellt, da Bloomberg seine Schätzungen nicht über Konkurrenten vertreibt und das wahrscheinlich auch in naher Zukunft nicht tun wird. Die Anmelder werden daher zweifellos in der Lage sein, Wettbewerber von diesem Markt auszuschließen.

V.B.2.11.2. Anreiz für den Ausschluss von Wettbewerbern

291. Wie bereits erklärt, werden die Anmelder infolge der hochgradigen Überschneidung zwischen den Angeboten von Reuters und Thomson im Bereich der Schätzungen einen Anreiz haben, eine der beiden Produktlinien – vermutlich jene von Reuters – einzustellen. Weitervertreiber, die weitgehend von Reuters abhängen, könnten sehr unter der Einstellung des Angebots leiden. In geringerem Maß wären auch Datenkompilierer wie Zacks, FactSet und TheMarkets.com betroffen, die neben ihren eigenen Produkten auch Schätzungen von Reuters anbieten.
292. Das neue Unternehmen hätte auch einen Anreiz, seine Preise zu erhöhen oder die Lieferung von Schätzungen an/durch Weitervertreiber einzustellen, da Thomson und Reuters nicht länger miteinander konkurrieren würden, um auf dem vorgelagerten Markt solche Inhalte an Weitervertreiber zu verkaufen, und da die Weitervertreiber Konkurrenten der Anmelder sind. Dies würde zu einem beträchtlichen Hindernis für einen wirksamen Wettbewerb im Verkauf von Schätzungen an andere Vertreiber führen, da die Weitervertreiber keine andere Wahl hätten, als Produkte von Anbietern zu kaufen, die geringere Qualität anbieten (beispielsweise von FactSet, TheMarkets.com oder kleineren regionalen Anbietern).
293. Mehrere Aggregatoren, die weitgehend von Thomsons Dateneinspeisungen abhängen, würden keine Schätzungen mehr erhalten oder gezwungen sein, ihre Preise zu erhöhen, worunter die Wettbewerbsfähigkeit ihrer Plattformen leiden würde. Die Endkunden – insbesondere in den Segmenten Forschung und Vermögensverwaltung – betrachten Schätzungen als unverzichtbares Element eines Desktop-Angebots. Dies wiederum würde die Fähigkeit unabhängiger Datenanbieter einschränken, auf dem nachgelagerten Markt für Dateneinspeisungen und Workstations Wettbewerbsdruck auf Reuters/Thomson auszuüben.
294. Thomson und Reuters erzielten im Jahr 2006 mit dem Verkauf von Schätzungsdaten über Weitervertreiber Einnahmen von [10-100]\* Mio. EUR weltweit und von [0-10]\* Mio. EUR im EWR („Lizenzgebühren“ und „Durchverkauf“). Sollten Thomson/Reuters diese Einnahmen durch den Ausschluss ihrer konkurrierenden Weitervertreiber verlieren, so müsste das neu entstandene Unternehmen diese Einbußen ausgleichen, indem es von seinen Wettbewerbern Kunden abwirbt, die mindestens ebenso hohe Einnahmen bringen. Die Kunden würden zu Thomson/Reuters wechseln, um Desktop-Produkte zu erwerben, womit sie dem neuen Unternehmen deutlich höhere Einnahmen einbringen würden als der Verkauf von Inhalten über Weitervertreiber. Ausgehend von den Daten, die die Anmelder bereitgestellt haben, wäre eine Ausschließungsstrategie mit der Verdrängung einer geringen Zahl von Kunden (des ehemaligen Weitervertreibers) rentabel (gemessen an den Einnahmen)<sup>81</sup>.

---

<sup>81</sup> Für eine genaue Beurteilung der Rentabilität der Ausschließungsstrategie vgl. Kapitel „V.B.5. Vertikaler Ausschluss in den Bereichen Aftermarket Research, Gewinnschätzungen, Fundamentaldaten und Wirtschaftsdaten-Zeitreihen“.

295. Ein internes Dokument von Reuters verdeutlicht, welche Marktmacht damit verbunden ist, dass sowohl Thomson als auch Reuters auf dem Markt für Schätzungen präsent sind. In dem Dokument erklärt Reuters, dass es, sollte Thomson den Vertrieb seiner Schätzungen über [einen Vertreter]\* einstellen, diesen Schritt nutzen sollte, um Kunden von [diesem Vertreter]\* für sich zu gewinnen. Es ist erwähnenswert, dass die von Reuters ins Auge gefasste Strategie nicht darin besteht, Thomson als Anbieter von Inhalten zu ersetzen, womit die Endkunden weiterhin eine Desktop-Lösung von [diesem Vertreter]\* beziehen könnten. Vielmehr will Reuters [den Vertreter]\* vollkommen ersetzen. „*Es gibt Gerüchte darüber, dass Thomson einen Teil seines Vertriebs über [einen Vertreter]\* [Schätzungen und Brokerberichte] einstellen wird*“. „*[Reuters sollte] die Gelegenheit wahrnehmen, Kunden von [einem Vertreter]\* für sich zu gewinnen, [und] seine Anstrengungen erhöhen, die Zahl der über [einen Vertreter]\* vertriebenen Reuters-Inhalte zu verringern und die Kunden dazu zu ermutigen, die Angebote von Reuters [ ] jenen von [einem Vertreter]\* vorzuziehen*<sup>82</sup>.“
296. Die Anmelder haben erklärt, sollte das neue Unternehmen die Versorgung von Weiterverteilern mit seinen Schätzungen einstellen, so könnten andere Kompilierer von Schätzungen wie FactSet, Zacks oder Tokyo Keizai ihren Absatz leicht erhöhen, um die Angebotslücke zu schließen. Diese Annahme lässt die Tatsache unberücksichtigt, dass FactSet gegenwärtig nicht über eine ernst zu nehmende Alternative zum Produkt von Thomson und Reuters verfügt, weshalb die Weiterverreiber kein vergleichbar wettbewerbsfähiges Produkt wie zuvor anbieten könnten. Das gilt erst recht für Zacks und Toyo Keizai, die lediglich regionale Daten anbieten.
297. Die Anmelder haben auch argumentiert, der Verkauf über Weiterverreiber stelle einen untergeordneten Kanal dar, der lediglich einen Anteil von 13,2 % am gesamten Absatz habe. Auch wenn diese Angabe zuträfe, hätte dieser Faktor keinerlei Auswirkung auf die Wettbewerbsanalyse, da sämtliche Weiterverreiber (darunter IDC, Edgar Online, LSE) und mehrere andere Kompilierer (z. B. FactSet, Capital IQ, TheMarkets.com) weitgehend auf die von den Anmeldern angebotenen Schätzungen angewiesen sind. Diese Zahl würde lediglich verdeutlichen, dass die Weiterverreiber – im Gegensatz zu der Argumentation der Anmelder – gegenwärtig keinen starken Wettbewerbsdruck auf die Anmelder ausüben und dass der Wettbewerb in erster Linie zwischen den Kompilierern von Schätzungsdaten stattfindet. Die bezüglich der negativen horizontalen Auswirkungen des Zusammenschlusses vorgebrachten Argumente würden damit vollkommen zutreffen.

V.B.2.11.3. Schlussfolgerung zu den wettbewerbswidrigen vertikalen Auswirkungen

298. Daraus kann geschlossen werden, dass Thomson/Reuters die Möglichkeit und einen Anreiz hätten, Wettbewerber vom Markt für Gewinnschätzungen auszuschließen.
299. Ein solcher vertikaler Ausschluss könnte darüber hinaus die horizontalen Auswirkungen des Zusammenschlusses verstärken, da die Erhöhung der Preise für an/über Weiterverreiber verkaufte Inhalte und/oder der Qualitätsverlust der von den Weiterverteilern angebotenen Desktop-Produkte (die Gewinnschätzungen enthalten) letzten Endes die Wahrscheinlichkeit erhöhen würden, dass Thomson/Reuters seine

---

<sup>82</sup> Reuters-Dokument [...]\*, Referenz MP-00029132.

Preise für seine eigenen Kunden anheben kann. Wie bereits erwähnt, gibt es keinen Wettbewerber, der ein gleichwertiges Produkt wie Thomson oder Reuters anbietet, weshalb die Kunden keine Möglichkeit hätten, zu einem Anbieter mit vergleichbarem Preis bzw. entsprechender Qualität zu wechseln.

#### V.B.2.12. Schlussfolgerung zu Schätzungen

300. Thomson und Reuters sind die einzigen Anbieter umfassender Datenbanken globaler Schätzungen, die Weiterverteilern und Endkunden zur Verfügung stehen. Daher hätte das neu entstehende Unternehmen einen Anreiz, seine Preise für Schätzungen zu erhöhen. Zudem würde das neue Unternehmen seine Wettbewerber vertikal ausschließen, indem es die Preise für über Weitervertrieber verkaufte Schätzungen erhöhte oder den Zugang zu seinem Angebot auf seine eigenen Kunden beschränkte (d. h. auf jene Kunden, die eine komplette Desktop-Lösung von Thomson/Reuters erwerben).
301. Daraus kann geschlossen werden, dass der Zusammenschluss den Wettbewerb im Bereich der Schätzungen erheblich beeinträchtigen wird.

### V.B.3. *Fundamentaldaten*

#### V.B.3.1. Einleitung

302. Sowohl Thomson als auch Reuters betätigen sich im Bereich der Fundamentaldaten. Wie bereits oben erwähnt, setzen sich Fundamentaldaten aus verschiedenen unternehmensspezifischen Daten zusammen. Dazu gehören Pflichtangaben des Jahresabschlusses (einschließlich Bilanz, Cashflow, Gewinn- und Verlustrechnung, sowohl für Zwischen- als auch Jahresabschlüsse), berechnete Finanzkennzahlen (z. B. jährliche und fünfjährige durchschnittliche Wachstumsraten, Rentabilität, Kreditaufnahme, Liquidität, Anlagennutzung), Ergebnisse pro Aktie (z. B. Gewinn/Buchwert/Cashflow pro Aktie), Wertpapier- und Marktkennzeichen, Informationen zu geografischen und Produktsegmenten sowie Daten zum Unternehmensprofil (Führungskräfte, Adresse, Internetadresse, wichtigste Aktionäre und Geschäftsbereiche). Anbieter erstellen keine Fundamentaldaten (zumal die Primärdaten in Jahres- und Zwischenabschlüssen und aus öffentlich bekannt gegebenen Ereignissen öffentlich verfügbar sind), aber sie können anhand von Primärdaten bestimmte Finanzkennzahlen errechnen und die von Unternehmen gemeldeten Daten standardisieren.
303. Im Zusammenhang mit Fundamentaldaten muss zwischen den Kompilieren von Fundamentaldaten, also zum Beispiel den Anmeldern, die die Rohdaten aus der Primärquelle erfassen, und den Weiterverteilern der von den Kompilieren zusammengestellten Inhalte, die auf der nächsttieferen Stufe der Lieferkette agieren, unterschieden werden. Beide Anmelde befassen sich mit der Zusammenstellung von Fundamentaldaten, und sowohl Thomson als auch Reuters bieten Datenbanken für Fundamentaldaten an.
304. Vom Produktstandpunkt betrachtet ist bei Fundamentaldaten eine wichtige Unterscheidung zwischen Daten „laut Ausweis“ und „standardisierten“ Daten zu treffen. Daten „laut Ausweis“ sind Daten (oft in elektronischer Form), die den Originaldokumenten entsprechen (das heißt der von einem Unternehmen vorgelegten

Originalbilanz), die von den Kompilierern nicht weiter bearbeitet werden, während es sich bei „standardisierten“ Daten um (hauptsächlich in elektronischer Form vorliegende) Fundamentaldaten handelt, die vom Kompilierer in einem gewissem Maß angepasst wurden, um sie anhand seiner spezifischen Methoden und/oder anderer benutzerspezifischer Methoden gemäß einem Standard in Kategorien zu „übersetzen“. Die Hauptdatenbanken des Marktes können Daten „laut Ausweis“, „standardisierte“ Daten oder beides enthalten. Die Bedeutung standardisierter Daten liegt darin, dass sie von den Nutzern nicht manipuliert zu werden brauchen, um sie den Rechnungsbedürfnissen ihres Unternehmens anzupassen, während Daten „laut Ausweis“ eventuell weiterhin notwendig sind, um den Nutzern die Rückverfolgung der ursprünglichen Klassifikation eines bestimmten Postens in den Abschlüssen des Unternehmens und die weitere Rückverfolgung auf die spezifische Buchhaltungsmethode des Unternehmens zu ermöglichen.

### V.B.3.2. Kompilierer von Fundamentaldaten

305. Laut den Anmeldern gibt es auf dem Markt neben Thomson und Reuters einige weitere existenzfähige Kompilierer von Fundamentaldaten. Zu den wichtigsten zählen Compustat und Capital IQ (S&P), FactSet, Bloomberg, Mergent, Hemscott/Ipreo, Hoovers und Edgar Online, WorldVest Base.

#### *Kasten 1: Kompilierer von Fundamentaldaten (Rohdaten)*

Laut den Anmeldern zählen zu den Kompilierern von Rohdaten, die zur Auffüllung von Fundamentaldatenbanken öffentliche Quellen nutzen, die Compustat- und Capital IQ-Angebote von S&P, Bloomberg, Mergent, Hemscott/Ipreo, Hoovers und Edgar Online, WorldVest Base.

**Compustat von S&P** ist angeblich der weltweit größte Anbieter von Fundamentaldaten, der bereits 1950 65 000 Unternehmen abdeckte. Compustat bietet eine Datenbank zusammengestellter Fundamentaldaten und beliefert auch Dritte (nach Meinung der Anmelder sowohl Kompilierer als auch Weitervertreiber) mit Daten. S&P/Compustat baut sein Angebot laufend aus, um seinen Best-in-Class-Status aufrecht zu erhalten (unter anderem durch ein neues Produkt namens „Backtester“ zur Durchführung von quantitativen Analysen).

**Capital IQ (S&P-Tochter):** Capital IQ, eine S&P-Tochter, deckt Privatunternehmen ab. Das Unternehmen bietet Fundamentaldaten von über 60 000 Publikums- und 685 000 privaten Gesellschaften mit einer historischen Reichweite von 10 Jahren.

**Bloomberg** bietet umfassende Fundamentaldaten, die über die Desktop-Produkte des Unternehmens und in letzter Zeit für Kunden, die Terminals von Bloomberg verwenden, auch über eine Dateneinspeisung bereitgestellt werden. Die Datenbank von Bloomberg enthält vermutlich Daten über 150 000 Unternehmen (ca. 40 000 davon Publikumsgesellschaften), die bis 1989 oder weiter zurückreichen.

**WorldVest Base (WVB) deckt 51 000 Unternehmen in über 130 Ländern und private Gesellschaften in 6 Ländern ab.** WorldVest ist über die Website von WVB, über FTP oder über verschiedene strategische Partner von WVB wie Bureau van Dijk, Hugin, OneSource und RIMES zugänglich.

**Mergent** sammelt ebenfalls Fundamentaldaten und führt eine Datenbank, in der die Daten von 35 000 Unternehmen weltweit erfasst sind, sowie eine Sammlung von Branchenberichten, die die Marktumgebung und das Umfeld von Unternehmen, Branchen und Regionen beschreiben. Die Fundamentaldaten von Mergent über Unternehmen aus den USA reichen bis 1970 zurück.

**Hemscott/IPREO** erfasst ebenfalls Fundamentaldaten mit weltweiter Abdeckung und bietet diese an. In der Datenbank von Hemscott/IPREO sind die bis 1987 zurückreichenden Daten von über 15 000 Unternehmen gespeichert.

**Hoovers, ein Unternehmen von Dun & Bradstreet,** erfasst Fundamentaldaten von Unternehmen. Nach Meinung der Anmelder handelt es sich um einen jungen Wettbewerber, dessen Fundamentaldaten keine große historische Tiefe haben.

**Edgar Online** erfasst Fundamentaldaten und führt eine Fundamentaldatenbank mit Einträgen von mehr als 30 000 Unternehmen weltweit.

### V.B.3.3. Weitervertreiber von Fundamentaldaten

306. Derzeit beliefern sowohl Reuters als auch Thomson Weitervertreiber mit Fundamentaldaten, die in andere Produkte einfließen. Ihren Angaben zufolge gibt es neben den oben genannten Kompilierern zahlreiche Weitervertreiber von Fundamentaldaten (das heißt Unternehmen, die ihre Daten von Anbietern beziehen, die Daten mit anderen Daten kombinieren und auf dem Markt vertreiben). Zu den

wichtigsten Weitervertreibern von Fundamentaldaten zählen FactSet (das sowohl als Kompilierer von Rohdaten als auch als Aggregator/Weitervertreiber von Daten Dritter gilt), FAME, ein SunGard-Unternehmen, InfoUSA/OneSource, RIMES, Bureau Van Dijk, Hoovers, Brokerportale und Anwendungen wie Morgan Stanley ModelWare.

**Kasten 2: Weitervertreiber von Fundamentaldaten**

Laut den Anmeldern zählen folgende Unternehmen zu den Weitervertreibern von Fundamentaldaten (das heißt sie füllen ihre Datenbanken nicht selbst auf, sondern beziehen ihre Daten von anderen, kombinieren sie mit anderen Daten und vertreiben sie auf dem Markt):

**FactSet**, ist ein Kompilierer von Daten aus Rohquellen und ein Aggregator/Weitervertreiber von Daten Dritter. Nach Meinung der Anmelder baut FactSet sehr schnell eine eigene Fundamentaldatenbank auf, bezieht aber weiterhin Fundamentaldaten von anderen Anbietern auf dem Markt.

**FAME, ein SunGard-Unternehmen**, bezieht seine Fundamentaldaten von Dritten und bietet in seinem Produktangebot zusammengestellte Fundamentaldaten an. Die Abdeckung von FAME entspricht jener der Unternehmen, deren es Daten zusammenstellt, unter anderem Thomson und Compustat.

**InfoUSA/OneSource** ist ebenfalls ein Aggregator/Weitervertreiber von Unternehmensfundamentaldaten, die von über 25 externen Anbietern bezogen werden. Das Unternehmen bietet Fundamentaldaten von ca. 17 Mio. öffentlichen und privaten Unternehmen an, die bis zum selben Datum wie die der Quelle zurück reichen.

**RIMES** ist ein Sammler/Weitervertreiber von Unternehmensfundamentaldaten, die von den Anmeldern und Drittkompilierern bezogen werden. Die Abdeckung entspricht jener der Quelle, aus der die Daten bezogen werden.

**Bureau Van Dijk** ist ein Aggregator/Weitervertreiber von Unternehmensfundamentaldaten, die von Dritten bezogen werden. Das Unternehmen bietet eine weltweite Abdeckung von ca. 35 Mio. Unternehmen (davon 48 000 Publikumsgesellschaften), die bis 1997 zurückreicht.

**Hoovers** ist nicht nur ein Aggregator/Weitervertreiber, sondern auch ein Kompilierer von Fundamentaldaten.

#### V.B.3.4. Globale Fundamentaldatenprodukte

307. Die Marktuntersuchung hat gezeigt, dass Finanzinstitute und andere Kunden globale Fundamentaldaten mit einer tiefen zeitlichen Dimension verlangen, also Fundamentaldaten von Unternehmen in allen Regionen der Welt, die mindestens einige Jahre zurückreichen. Das bedeutet, dass ein Anbieter von Finanzdaten, der ein glaubwürdiges Produkt für den globalen Markt anbieten möchte, Fundamentaldaten aus Hunderten verschiedenen Quellen sammeln muss (darunter von Unternehmen und aus Datenspeichern). Zudem gilt es als zweifelsfrei erwiesen, dass die Erhebung und Behandlung von Daten mit dem Ziel, sie an für die Nutzer sinnvolle Kodizes und Normen anzupassen, ein komplexer Prozess ist, der erhebliche Investitionen in Technologien und auch in Personal erfordert, das in der Lage ist, die relevanten Rohdaten zu extrahieren, sie zu angepassten, normierten Datenbanken zu verarbeiten und den Kunden eine „Alles-aus-einer-Hand“-Lösung zu bieten. An der Verwaltung einer Fundamentaldatenbank sind im Normalfall Hunderte Personen beteiligt, darunter qualifizierte Vertreter des Rechnungswesens.
308. Die Entscheidung, welche Fundamentaldaten gekauft werden sollen, werden meist von institutionellen Experten anhand des geografischen und des zeitlichen Umfangs des Produkts, d.h. der Datenbank, in Bezug auf Abdeckung (Anzahl der Unternehmen, deren Daten abgedeckt werden), Aktualität (Schnelligkeit der Hinzufügung relevanter Informationen wie z. B. Pressemitteilungen), Genauigkeit (Fehlerlosigkeit), Tiefe (Anzahl der abgedeckten Aspekte), Historie (Anzahl der Jahre, über die Daten vorliegen), Informationen „laut Ausweis“ und „standardisierte“ Informationen sowie geografische Reichweite bietet. Die folgende Tabelle gibt einen Überblick über die wichtigsten Kompilierer von Fundamentaldaten, die weiter hinten auch einzeln betrachtet werden.

Tabelle 12

FUNDAMENTALDATEN – VERGLEICH DER DATENBANKEN DER WICHTIGSTEN KOMPIlierER VON FUNDAMENTALDATEN				
Unternehmen	Geografischer und zeitlicher Umfang	Geografische	Merkmale der Datenbank	Historische Reichweite
<b>Thomson</b>	[50 000-60 000]* aktive und ruhende Unternehmen; Finanzkennzahlen, Click-thru, Metadaten	Global	Daten „laut Ausweis“ und „standardisierte“ Daten	Daten aus Jahres- und Zwischenabschlüssen aus 2001, teilweise zurück bis 1980
<b>Reuters</b>	[50 000-60 000]* aktive und ruhende Unternehmen; Finanzkennzahlen, Click-thru, Metadaten	Global	Daten „laut Ausweis“ und „standardisierte“ Daten	Daten aus Jahres- und Zwischenabschlüssen ab 1997; teilweise zurück bis 1983
<b>Compustat</b>	65 000 aktive und ruhende Unternehmen,	USA	Nur „standardisierte“ Daten	Jährliche Daten über 20 Jahre, ab 1950 für Nordamerika
<b>Capital IQ</b>	60 000 aktive und ruhende Unternehmen, Finanzkennzahlen, Metadaten (hauptsächlich USA)	Global	Daten „laut Ausweis“ und „standardisierte“ Daten	10 Jahre
<b>Bloomberg</b>	50 000 Einheiten	Global	Echtzeit- und Referenzdaten werden in „Terminal-Lösung“ für Händler integriert	20 Jahre
<b>Mergent Xnuah Finance</b>	35 000 – 40 000 Einheiten, beschränkte Metadaten (US)	Global (angeblich)	Daten „laut Ausweis“ und „standardisierte“ Daten	bis 1970 für die USA, bis 1987 international.
<b>World'Vest/ Base</b>	49 000/ 51 000 Einheiten, Finanzkennzahlen, Metadaten	Global (angeblich)	Daten „laut Ausweis“ und (in beschränkter Zahl) „standardisierte“ Daten	1984
<b>Edgar Online</b>	13 000 Einheiten, Finanzkennzahlen, beschränkte Metadaten	USA und China	Daten „laut Ausweis“ und „standardisierte“ Daten	1994

Quelle: Dokumente von den Anmeldern und Ausarbeitung in Marktuntersuchung

### V.B.3.5. Produkte von Thomson & Reuters

309. Thomson bietet Fundamentaldaten unter der Marke *Worldscope* an, die 2000 erworben wurde. Die Datenbank von *Worldscope* wurde Mitte der 1980er Jahre eingerichtet und enthält Daten über [30 000-40 000]\* aktive und [10 000-20 000]\* ruhende Unternehmen in über 70 etablierten Märkten und Entwicklungsmärkten weltweit, die bis 2001 vollständig und bis 1980 teilweise vorliegen. Die Dateneinspeisung *Worldscope* von Thomson wird direkt an Endbenutzer und indirekt über drittseitige Weitervertrieber wie [...] und [...] vertrieben.
310. Das Fundamentaldatenangebot von Reuters ist auch unter dem Namen *Reuters Fundamentals* bekannt. Reuters, das seine Fundamentaldatenbank im Jahr 2003 mit der Akquisition von Multex im Jahr 2003 erwarb, kann mit einer Abdeckung von [30 000-40 000]\* aktiven Unternehmen weltweit ([50 000-60 000]\* mit den ruhenden) auf ein globales Angebot verweisen, wobei die Daten von Unternehmen in den USA 20 Jahre und von Unternehmen außerhalb der USA 7-10 Jahre zurückreichen. Reuters bietet in

vielen seiner Desktop-Anwendungen wie *Reuters 3000 Xtra*, *Reuters Station*, *Reuters Trader*, *Reuters Knowledge* und *Reuters Wealth Manager* beschränkte Fundamentaldaten an.

311. Das Angebot der Anmelder genießt auf dem Markt einen guten Ruf und gilt bei fast allen im Rahmen der Untersuchung Befragten als „Best-in-Class“ und als hervorragend in Bezug auf die zeitliche und geografische Reichweite der Inhalte. Allgemein ausgedrückt ist das Produkt von Reuters aktueller als das von Thomson, diesem jedoch in Bezug auf die historische Tiefe unterlegen.

#### V.B.3.6. Wettbewerber

312. Derzeit stellen sowohl Reuters als auch Thomson Fundamentaldatenbanken zusammen und liefern ihre Fundamentaldaten an Weitervertreiber oder stellen sie zur Integration in andere Produkte bereit. Laut eigenen Angaben der Anmelder<sup>83</sup> deckt die Datenbank von Reuters über 53 000 aktive und ruhende Unternehmen (Publikumsgesellschaften und Privatunternehmen) ab, während Thomson über 53.836 aktive und ruhende Unternehmen (Publikumsgesellschaften und Privatunternehmen) abdeckt. Die in diesen Datenbanken enthaltenen Daten reichen 10 Jahre (und teilweise über 20 Jahre) zurück. Ausgehend von den Angaben der Anmelder könnte auf den ersten Blick der Eindruck entstehen, dass andere Unternehmen ähnliche Angebote haben und eine ähnliche Zahl von Unternehmen abdecken wie die Anmelder, doch bei näherer Betrachtung zeigt sich, dass sich deren Angebote stark von denen der Anmelder unterscheiden.
313. In ihren verschiedenen Einreichungen identifizieren die Anmelder ca. 19 Kompilierer von Fundamentaldaten auf dem Markt: Thomson, Reuters, Compustat (S&P), S&P Capital IQ, Bloomberg, Mergent, Bisnode, Fitch, Value Line, Ipreo/Hemscott, Fininfo, Tokyo Keizai, SNL Financial, Edgar Online, World/Vest Base, Economatica, Jordans, Findata, Zacks. Außer bei Bloomberg wird bei allen diesen Kompilierern davon ausgegangen, dass sie ihre Fundamentaldaten über Dritte weitervertreiben, und zwar über Alacra, Bureau Van Dijk, IDC, FactSet, Rimes, SunGard, Telekurs, usw..

##### V.B.3.6.1. Kleinere Kompilierer (Größe der Datenbank/regionale Marktteilnehmer)

314. Ausgehend von den Einreichungen der Anmelder<sup>84</sup> können einige Kompilierer unabhängig von der Zahl der Unternehmen, die sie mit ihren jeweiligen Datenbanken abdecken, infolge der geografischen oder Wirtschaftssektoren, auf die sich ihre Fundamentaldaten beziehen, unmittelbar einer anderen Kategorie zugeordnet werden als andere. Dieses erste auf Abdeckung und Umfang der Datenbanken basierende Auswahlkriterium würde auf folgende elf Unternehmen zutreffen:
- (i) Bisnode mit rein europäischer und skandinavischer Reichweite, (ii) Fitch, das nur Banken und Versicherungen abdeckt und als Ratingagenur ein nur sehr kleines Fundamentaldatengeschäft vorzuweisen hat, (iii) Value Line, das sich ausschließlich auf die USA konzentriert (7.600 aktive Unternehmen), (iv) Ipreo/Hemscott mit Schwerpunkt

---

<sup>83</sup> Antwort der Anmelder auf eine Entscheidung der Kommission nach Artikel 6 Absatz 1 Buchstabe c), Anhang 5.

<sup>84</sup> Antwort der Anmelder vom 15. November 2007 auf ein Auskunftsverlangen der Kommission gemäß Artikel 11, Anhang 9

auf Unternehmen im Vereinigten Königreich, Irland und den USA (15 000 Unternehmen), (v) Fininfo, das in Skandinavien und Frankreich aktiv ist, (vi) Tokyo Keizai, das nur Daten japanischer Unternehmen anbietet (3.500 Unternehmen), (vii) SNL Financial mit reinem U.S.-Schwerpunkt (in den Sektoren Energie, Finanzen, Medien und Immobilien), (viii) Economica, das nur wenige Unternehmen abdeckt (2.170 Unternehmen) und sich ausschließlich auf Nord- und Südamerika konzentriert, (ix) Jordan mit einer rein britischen Datenbank, (x) Findata, das sich auf Skandinavien beschränkt, und (xi) Zacks, das ausschließlich Daten von Unternehmen in den USA anbietet (16 000 abgedeckte Unternehmen).

315. Auch wenn die Anmelder einigen der oben genannten Anbieter einen beträchtlichen Marktanteil zuschreiben (Bisnode [0-10]\* % weltweit, Fitch [0-10]\* % weltweit und Ipreo/Hemscott, Fininfo, Tokyo Keizai mit jeweils [0-10]\* % weltweit, siehe unten)<sup>85</sup>, handelt es sich bei den genannten Unternehmen bestenfalls um regionale Anbieter, die bei Daten bestimmter Sektoren, in Nischen und/oder in spezifischen Regionen im Wettbewerb zueinander stehen können. Sie können mit den Anmeldern auf der Ebene ihres globalen Angebots, das, wie bereits oben erwähnt, auf dem Markt stark nachgefragt wird, nicht in Konkurrenz treten. Aus diesem Grund werden diese Anbieter von den Kunden und/oder Weitervertreibern nicht als ernst zu nehmende Alternativenanbieter betrachtet, sondern bestenfalls als ergänzende Quellen (in Nischen oder für bestimmte Regionen) und/oder in seltenen Fällen als sehr marginale, beschränkte Alternative für jene Randgruppen von Kunden, die preissensibel sind und deren Anforderungen hinsichtlich Genauigkeit, Standardisierung und Aktualität der Daten (Faktoren, die in diesem Markt im Normalfall entscheidend sind) viel weniger streng sind.
316. Laut den Anmeldern haben folgende acht herausragende Kompilierer in Bezug auf globale Abdeckung, zeitliche und räumliche Reichweite von Inhalten und Historien vergleichbare Angebote: Thomson, Reuters, Compustat (S&P), S&P Capital IQ, Bloomberg, Mergent, World/Vest Base und in viel geringerem Maß Edgar Online. Diese Kompilierer (außer den Anmeldern) werden nachstehend beschrieben:

#### V.B.3.6.2. Größere Kompilierer (globale Reichweite)

##### Compustat

317. Compustat, ein Unternehmen der S&P-Firmengruppe, ist laut den Anmeldern der etablierte Anbieter, der in Bezug auf nordamerikanische Fundamentaldaten als „Goldstandard“ betrachtet wird, weil er die längsten Zeiträume abdeckt und die größte geografische Reichweite bietet. Laut Angaben der Anmelder sind die Compustat-Daten in Bezug auf geografische Reichweite und abgedeckte Zeiträume mit ihren eigenen vergleichbar<sup>86</sup>. Laut den Anmeldern ist die S&P-Gruppe (das heißt Capital IQ (S&P) und Compustat) weltweit der mit Abstand führende Marktteilnehmer und wird dies mit einem Marktanteil von [20-30]\* % auch nach der Fusion bleiben.

---

<sup>85</sup> Wettbewerber 85 wiederholte in seinen verschiedenen Antworten auf das Auskunftsersuchen der Kommission gemäß Artikel 11 der Fusionskontrollverordnung immer wieder, sich im Bereich der Fundamentaldaten keineswegs als Wettbewerber von Thomson und Reuters zu betrachten, da es sich bei ihm um eine Ratingagentur mit einem anderen geschäftlichen Schwerpunkt handle.

<sup>86</sup> Antwort der Anmelder vom 15. November 2007 auf ein Auskunftsverlangen der Kommission gemäß Artikel 11, Anhang 9.

318. Die Untersuchung bestätigte die Behauptung der Anmelder, Compustat sei im Bereich der Fundamentaldaten Weltmarktführer und das am besten etablierte Unternehmen, nicht. Während es richtig ist, dass Compustat historisch als Urheber des Fundamentaldatengeschäfts in den USA gilt, ergab die Untersuchung jedoch, dass sich die – allerdings beträchtlichen – Stärken des Unternehmens auf die USA und Nordamerika beschränken. Die Datenbank „Compustat North America“<sup>87</sup> sei eine „standardisierte“ Datenbank, die keine Daten „laut Ausweis“ enthalte, und in Bezug auf Fundamentaldaten von Unternehmen in den USA immer noch eine Art „altes“ Benchmark, doch „Compustat Global“ (das heißt das Produkt, das in einem direkteren Wettbewerb zu Thomson Worldscope und Reuters Fundamentals steht) hinke angesichts seiner schlechten Abdeckung von Unternehmen außerhalb der USA in Bezug auf die zeitliche und geografische Dimension seiner Datenbank weit hinter den Angeboten der Anmelder her<sup>88</sup>.
319. Die im Rahmen der Untersuchung befragten Teilnehmer bestätigten, dass Compustat in den USA ein langjährig bekannter bedeutender Anbieter von Fundamentaldaten ist, der seine Datenbank über Weitervertreiber anbietet, die diese dann in ihre eigenen Plattformangebote aufnehmen. Die Untersuchung ergab jedenfalls auch, dass Compustat kein Ersatz für das Angebot von Thomson und Reuters ist, insbesondere bei globalen Daten. Dasselbe gilt auch für Anlageverwalter, die sich auf quantitative Methoden stützen und die Modelle aufbauen und Szenarien verwenden, die auf den langjährigen Daten und der Leistung von Unternehmen und Sektoren weltweit basieren<sup>89</sup>.
320. Etliche Weitervertreiber gaben auch an, dass Compustat, Thomson und Reuters die drei größten Kompilierer seien und dass die Datenbank von Compustat nicht dieselben

---

<sup>87</sup> Compustat North America enthält „standardisierte“ Daten, aber keine Daten „laut Ausweis“.

<sup>88</sup> Bezüglich der Compustat-Datenbank spricht Reuters von einer Schwäche bei Nicht-U.S.-Daten (kein guter Ruf), weshalb Reuters bevorzugt wird, wenn globale Daten benötigt werden. Vgl. [...]\*, Internes Dokument Nr. RTRSE-CLAA-00020356.

Dasselbe Dokument trägt auch die Bezeichnung MP-00044893 [...]\*: „Die Datenbank [von Compustat - S&P] über Unternehmen außerhalb der USA ist in Punkto Qualität, Aktualität und Abdeckung sehr schwach...“, S. 12. Im Gegensatz dazu heißt es, dass Thomson-Worldscope ein starkes Produkt anbietet, was Unternehmen außerhalb der USA anbelangt, S. 13. Dieses Dokument befasst sich auch mit Bloomberg und bezeichnet das Unternehmen als direkte Konkurrenzbedrohung von Reuters. „Da Bloomberg über kein eigenes Dateneinspeisungsprodukt verfügt, tritt es Reuters Fundamentals kaum als Wettbewerber entgegen.“

<sup>89</sup> Vgl. Antwort des Kunden 46 auf ein Auskunftsverlangen der Kommission gemäß Artikel 11 der Fusionskontrollverordnung, Phase II, vom 5. November 2007 (Frage 28): „Bei den Fundamentaldaten ...ist es sehr schwierig, eine Alternative zu Thomson-Reuters zu finden“. Vgl. auch Antwort des Kunden 11 auf das Auskunftsverlangen der Kommission gemäß Artikel 11 der Fusionskontrollverordnung, Phase II, vom 5. November 2007 (Frage 21): „Bei Fundamentaldaten ist Compustat (S&P) nicht so gut wie Thomson oder Reuters“. Vgl. auch Antwort von Wettbewerber 36 auf das Auskunftsverlangen der Kommission gemäß Artikel 11 der Fusionskontrollverordnung, Phase II, vom 26. Oktober 2007 (Frage 31): „Es gibt keine anderen echten Konkurrenten für die Kombination von Multex und First Call. Nirgendwo sonst wäre dieselbe zeitliche Reichweite, Quantität oder Qualität der Daten erhältlich, die durch diese Kombination geboten wird“. Vgl. auch Protokoll der Telefonkonferenz mit Wettbewerber 21 vom 12. November 2007: „Bis jetzt brauchen die Kunden Thomson und Reuters, wenn sie globale Fundamentaldaten benötigen. Andere Erheber von Fundamentaldaten sind einfach keine gute Alternative für globale Investoren“.

Merkmale habe wie die Datenbanken der Anmelder, die sich sowohl in Bezug auf zeitliche als auch geografische globale Abdeckung hervorheben<sup>90</sup>.

321. Dies wird von internen Dokumenten von Reuters im Großen und Ganzen bestätigt: *„Reuters steht mit Compustat in erster Linie auf dem U.S.-Markt im Wettbewerb. Compustat hat bei U.S.-Daten ein starkes inhaltliches Angebot, insbesondere eine längere zeitliche Abdeckung und Daten über [...] Unternehmen. Andererseits ist die Datenbank von Compustat, die Unternehmen außerhalb der USA abdeckt, in Bezug auf Qualität, Aktualität und Abdeckung sehr schwach, und Reuters wird allgemein von Kunden bevorzugt, die einen Anbieter globaler Daten brauchen. Zudem kommt Reuters Fundamentals Nutzern mit quantitativem Schwerpunkt entgegen, indem es Originaleintragsdaten, genaue Enddaten von Geschäftsjahren, Anpassungs-/Neuklassifizierungsdaten und Periodenlängen anbietet [...] Compustat hingegen [...] erfasst nur den Monat des Periodenendes<sup>91</sup>.“*
322. Auf der Grundlage des Obigen kann Compustat als wichtiger Marktteilnehmer im Bereich der Fundamentaldaten betrachtet werden, aber mit Sicherheit nicht als Herausforderer und Ersatz für Thomson und Reuters, was Fundamentaldaten mit globaler Reichweite im Off-Trading-Bereich anbelangt.

#### Capital IQ

323. Weiterhin im Bereich der S&P-Firmengruppe sind die Anmelder der Meinung, dass sich *„Capital IQ in den Jahren seit seiner Gründung eine führende Marktposition bei U.S.-Fundamentaldaten aufgebaut hat“* und derzeit im Begriff ist, seine internationale Präsenz auszuweiten<sup>92</sup>. Insbesondere hätte Capital IQ nach der Akquisition von Simply Stocks im Jahr 2003 innerhalb von 18 bis 24 Monaten eine Fundamentaldatenbank aufgebaut und an internationaler Präsenz gewonnen. Dennoch behaupten die Anmelder nicht, dass Capital IQ dieselbe zeitliche und geografische Reichweite aufweisen kann wie die Datenbanken von Thomson oder Reuters oder auch wie das Angebot von Compustat.
324. Die Untersuchung ergab nicht, dass Capital IQ als Kompilierer von Fundamentaldaten mit den Anmeldern oder auch mit seiner Tochter Compustat vergleichbar wäre. Capital IQ ist ein relativ junger Anbieter von Fundamentaldaten, und manche Kunden beziehen Fundamentaldaten von Thomson und Reuters über die Plattform von Capital IQ (das heißt Desktop-Produkte). Daher scheint Capital IQ in erster Linie ein Weitervertreiber zu sein, während es in diesem Stadium der Geschäftsentwicklung im Vergleich zu Thomson und Reuters als Kompilierer immer noch ein viel kleineres Tätigkeitsgebiet hat, wenn auch anerkannt werden muss, dass dieses ständig wächst.

---

<sup>90</sup> Vgl. auch Antwort des Kunden 31 auf das Auskunftsverlangen der Kommission gemäß Artikel 11 der Fusionskontrollverordnung, Phase II, vom 29. Oktober 2007 (Fragen 13-20-21): *„[Wettbewerber 31] ist der Meinung, dass die überwältigende Mehrzahl seiner Kunden nicht in der Lage wäre, von der Fundamentaldatenbank von Thomson und Reuters auf eine andere Fundamentaldatenbank umzusteigen. Die Kunden erachten die Datenbank von S&P im Allgemeinen für ungeeignet, weil sie einen deutlich kleineren Zeitraum und geografischen Raum abdeckt“*.

<sup>91</sup> Vgl. [...]\*, Internes Dokument Nr. RTRSE-CLAA-00020356. Vgl. auch MP-00044893 [...]\*.

<sup>92</sup> Antwort der Anmelder vom 15. November 2007 auf ein Auskunftsverlangen der Kommission gemäß Artikel 11, Anhang 9 Vgl. internes Thomson-Dokument Q4(B).0448 Anforderung 004.044.151 Wettbewerber [...]\*.

325. In diesem Zusammenhang fällt auf, dass das interne Verkaufsunterstützungsdokument von Thomson (veröffentlicht im dritten Quartal 2007) Capital IQ im Kapitel „Entwicklung und Analyse von Wettbewerbern im Bereich Fundamentaldaten“ nicht erwähnt, während andere Marktteilnehmer (Compustat, Reuter/Multex, Tokyokeizai, Nikkei, Bloomberg) viel eingehender behandelt werden<sup>93</sup>.
326. In einem weiteren internen Dokument von Thomson, das sich im Gegensatz dazu allein der Analyse der Stärken und Schwächen von Capital IQ widmet, erklärt Thomson: „*Capital IQ hat sich in kurzer Zeit zweifellos zu der stärksten Bedrohung bestehender Aggregatoren von Fundamentaldaten und anderen Inhalten auf dem nordamerikanischen Markt entwickelt und hat zudem die Chancen für ein internationales Wachstum fest ins Auge gefasst*“. Nichtsdestoweniger heißt es in demselben Dokument weiter: „*Schwächen von Capital IQ: Geografischer Fokus: Schwerpunkte und Inhalte beziehen sich weiterhin stark auf Unternehmen in den USA, obwohl Capital IQ eine internationale Expansion anstrebt. Auf den internationalen Märkten erfreut sich Worldscope eines hervorragenden Rufs, was Abdeckung und Qualität angeht, und es wird einige Zeit dauern, bis Standard & Poor's eine Herausforderung in diesen Märkten sein kann [.]*“<sup>94</sup>.
327. Die Fundamentaldatendatenbank von Capital IQ weist im Vergleich zu der von Thomson und Reuters eine geringere zeitliche und geografische Reichweite auf. Verglichen mit Compustat bietet das Produkt von Capital IQ eine umfassendere geografische Reichweite, hat aber im Vergleich zu Compustat und auch zu den Datenbanken der Anmelder eine relativ beschränkte zeitliche Dimension. Compustat kann im Bereich der Fundamentaldaten als Marktteilnehmer von wachsender Bedeutung betrachtet werden, aber mit Sicherheit nicht als direkter Herausforderer von und Alternative zu Thomson und Reuters, was Fundamentaldaten mit globaler Reichweite im Off-Trading-Bereich angeht.

#### Bloomberg

328. Den Angaben der Anmelder zufolge „*ist Bloomberg seit den 1990er Jahren intensiv darum bemüht, sein Fundamentaldatenangebot im Rahmen seiner allgemeinen Inhalte und Funktionen aufzubauen. Die zeitliche und geografische Abdeckung ist mit jener beider Anmelder vergleichbar und übertrifft sie vermutlich sogar*“<sup>95</sup>. Die Anmelder schreiben Bloomberg bei Fundamentaldaten einen weltweiten Marktanteil von [10-20]\* % zu.
329. Die Untersuchungsergebnisse bestätigten nicht die Meinung der Anmelder, Bloomberg sei ein wichtiger Anbieter von Fundamentaldateninhalten, der in diesem Bereich Wettbewerbsdruck auf die Anmelder ausüben könnte. Zunächst ist das Fundamentaldatenangebot von Bloomberg Teil der „Bloomberg Terminal“-Suitenlösung, in deren Rahmen den Kunden keine Fundamentaldaten allein zur Verfügung gestellt werden. Insoweit war keiner der im Rahmen der Untersuchung Befragten – weder die Kunden noch insbesondere die Weitervertreiber – der Meinung, dass Bloomberg in Bezug

---

93 Vgl. internes Dokument von Thomson Q3.0058 Auskunftersuchen .003.003.247 [...]\*.

94 Vgl. internes Dokument von Thomson Q4(B).0448 Auskunftersuchen .004.044.151 [...]\*.

95 Antwort der Anmelder vom 15. November 2007 auf ein Auskunftsverlangen der Kommission gemäß Artikel 11, Anhang 9.

auf ihren Bedarf nach reinen Fundamentaldaten eine Alternative zu den Anmeldern und/oder Compustat darstelle, obwohl Bloomberg in seiner Terminal-Suitenlösung für Endkunden auch Fundamentaldaten anbietet<sup>96</sup>.

330. Betrachtet man die Bedeutung von Bloomberg als Anbieter von Fundamentaldaten allgemeiner, ist jedenfalls festzustellen, dass die Fundamentaldaten von Bloomberg in der Terminallösung des Unternehmens auf die Bedürfnisse von Verkauf und Handel zugeschnitten zu sein scheinen und nicht auf jene des Forschungs- und Vermögensverwaltungsbereichs, da die Fundamentaldaten das starke Suitenangebot des Bloomberg-Terminals, das in erster Linie den echtzeitdatenorientierten On-Trading-Floor-Bereich anspricht, ergänzen. Dies wird durch ein internes Dokument von Reuters unterstützt, aus dem klar hervorgeht, dass Bloomberg außerhalb des Desktop-Bereichs nicht als Wettbewerber betrachtet wird, da seine Produkte keine eigenständige Dateneinspeisungskomponente haben<sup>97</sup>. Zur Bekräftigung dieser Folgerung erklärt Reuters auch, dass *„die Fundamentaldaten von Bloomberg weniger auf historisch tief gehende Investmentanalysen zielen, sondern in erster als Referenz für Händler dienen“*, und dass *„seine Daten nicht für Analysezwecke gedacht sind, da sein Zielmarkt nicht Forschung und Vermögensverwaltung ist, sondern Verkauf und Handel“*. Dieselben Folgerungen ergeben sich aus den internen Dokumenten von Thomson<sup>98</sup>.
331. Geht man von den obigen Schlussfolgerungen aus, kann Bloomberg bei Fundamentaldaten im Off-Trading-Bereich, in dem sich die Tätigkeitsgebiete der Anmelder am stärksten überschneiden, nicht als glaubwürdiger Herausforderer von Thomson und Reuters betrachtet werden.

#### Mergent

332. Die Anmelder behaupten, dass *„Mergent wegen seiner umfangreichen historischen Datenbanken, die von Moody's Financial Services und Ford Equity stammen, verbunden mit einer starken Erhebungsmethode von Praedea, ein ernst zu nehmender globaler*

---

<sup>96</sup> Vgl. Antwort des Kunden 38 auf ein Auskunftsverlangen der Kommission gemäß Artikel 11 der Fusionskontrollverordnung, Phase II, vom 31. Oktober 2007 (Frage 32): *„Bei Fundamentaldaten wäre Compustat (S&P) der einzige weitere glaubwürdige, wenn auch teure, Anbieter“*. Vgl. auch Antwort des Kunden 15 auf das Auskunftsverlangen der Kommission gemäß Artikel 11 der Fusionskontrollverordnung, Phase II, vom 31. Oktober 2007 (Frage 14), in der Bloomberg ausschließlich im Desktop-Bereich als Alternative angeführt wird. Vgl. auch Antwort des Kunden 12 auf das Auskunftsverlangen der Kommission gemäß Artikel 11 der Fusionskontrollverordnung, Phase II, vom 5. November 2007 (Frage 28): *„Bei Fundamentaldaten gibt es nur kleine Wettbewerber“*. Vgl. auch Antwort von Wettbewerber 31 auf das Auskunftsverlangen der Kommission gemäß Artikel 11 der Fusionskontrollverordnung, Phase II, vom 29. Oktober 2007 (Frage 22): *„Im Bereich der Rohdaten gibt es derzeit keine verfügbaren Dateneinspeisungen mit einer ähnlichen zeitlichen und geografischen Dimension und einer vergleichbaren Qualität wie die von Thomson und Reuters“*.

<sup>97</sup> Vgl. [...]\*, Internes Dokument Nr. RTRSE-CLAA-00020356. Vgl. auch MP-00044893 [...]\*. *„Da Bloomberg über kein eigenes Dateneinspeisungsprodukt verfügt, wird es von Reuters Fundamentals kaum als Wettbewerber wahrgenommen“*, vgl. Seite 9, 14 und 15 dieses Dokuments.

<sup>98</sup> Vgl. [...]\* Dokument Nr. Q3.0040, [...]\*: Thomson evaluiert die Fundamentaldateneinnahmen von Compustat und Bloomberg, den wichtigsten Konkurrenten des Unternehmens neben Reuters - S.7; Thomson bestätigt, dass die wichtigsten Wettbewerber Compustat (in den USA) und Reuters sind. Bloomberg gilt als relativ kleiner Wettbewerber, S.7.

*Wettbewerber ist, hinter dem Xinhua Financial steht*<sup>99</sup>. Laut Angaben der Behörden bietet Mergent mit seinen 15 000 abgedeckten Unternehmen in den USA und 20 000 abgedeckten Unternehmen außerhalb der USA jene globale Abdeckung, die seine Kunden verlangen, und verfügt über eine große zeitliche Reichweite (bis in die 1970er Jahre für Unternehmen in den USA und bis 1987 für Unternehmen außerhalb der USA). Die Anmelder erklären, dass der geschäftliche Schwerpunkt von Mergent in den USA liegt<sup>100</sup>, und sie schreiben Mergent einen weltweiten Marktanteil von [0-10]\* Prozent zu ([0-10]\* % im EWR).

333. Die Auffassung, dass Mergent eine ernst zu nehmende Alternative zu den Fundamentaldaten von Thomson und Reuters darstelle, wird von den Untersuchungsergebnissen keineswegs gestützt. Die Fundamentaldaten von Mergent können es mit dem Angebot der Anmelder anscheinend nicht aufnehmen, vor allem da seine Datenbanken (unter anderem) keine standardisierten Daten enthalten. Als solche entsprechen sie überhaupt nicht den Anforderungen der meisten Kunden im Off-Trading-Floor-Segment, die durchgehend gebrauchsfertige, serienmäßige Fundamentaldaten benötigen, die keiner weiteren komplizierten, zeitraubenden und aufgabenorientierten Anpassungen bedürfen.
334. Wettbewerber 20 hält Mergent weder auf Desktop- noch auf Dateneinspeisungsebene für einen direkten Konkurrenten der Anmelder und ist der Meinung, dass die Produkte von Mergent aus Sicht seiner eigenen Kunden nicht als vollwertiger oder eingeschränkt vollwertiger Ersatz für die Produkte der Anmelder betrachtet werden können<sup>101</sup>. Geht man von den vorstehenden Überlegungen aus, erscheint es unwahrscheinlich, dass Mergent in Bezug auf Fundamentaldaten in absehbarer Zukunft mit den Anmeldern gleichziehen könnte, wobei „das für die Erstellung und Standardisierung erforderliche Fachwissen und [die] Komplexität dieser Tätigkeit zu berücksichtigen ist, verbunden mit den Kosten, die vor allem im Zusammenhang mit der Erstellung historischer Daten entstehen“<sup>102</sup>. Die Anmelder scheinen Mergent auch nicht als besonders gefährlichen Konkurrenten zu betrachten, zumal sie das Unternehmen in internen Dokumenten als kleinen Akteur auf dem Markt einstufen<sup>103</sup>.

#### WorldVest/Base

335. Laut Behauptung der Anmelder *„ist World'Vest Base ebenso lang wie die Anmelder in der Erhebung globaler Fundamentaldaten tätig und hat in Bezug auf Abdeckung und Funktionen inzwischen mit ihnen gleichgezogen oder ist ihnen überlegen. Eine umfassende*

---

<sup>99</sup> Antwort der Anmelder vom 15. November 2007 auf ein Auskunftsverlangen der Kommission gemäß Artikel 11, Anhang 9.

<sup>100</sup> Antwort der Anmelder vom 15. November 2007 auf ein Auskunftsverlangen der Kommission gemäß Artikel 11, Anhang 9.

<sup>101</sup> Vgl. Antwort von Wettbewerber 20 auf das Auskunftsverlangen gemäß Artikel 11, Phase II (Antwort auf Frage 13).

<sup>102</sup> Vgl. Antwort von Wettbewerber 20 auf das Auskunftsverlangen gemäß Artikel 11, Phase II (Antwort auf Frage 29).

<sup>103</sup> Vgl. [...]\*, Internes Dokument Nr. RTRSE-CLAA-00020356 „Mergent ist in diesem Bereich noch kein wichtiger Marktteilnehmer, doch die Wahrscheinlichkeit, dass sich das Unternehmen in Zukunft zu einem globalen Wettbewerber entwickelt, ist hoch“, heißt es auf Seite 15 dieses Dokuments.

*Offshoring-Strategie zur Senkung der Kosten bei gleichzeitiger Erweiterung der geografischen und zeitlichen Abdeckung hat WVB zu einer attraktiven Alternative insbesondere für Weitervertreiber gemacht*<sup>104</sup>. Die Anmelder bestätigen, dass das Kernprodukt von WorldVest/Base eine Datenbank mit Daten „laut Ausweis“ (WVB Master) ist, während der Beitrag der Anmelder keine klare Auskunft darüber gibt, welche Qualitäten/Stärken sie der „standardisierten“ Datenbank von WorldVest/Base zuordnen würden.

336. Laut Marktuntersuchung betrachten die Kunden (speziell jene, die Bedenken bezüglich der Fundamentaldaten angemeldet haben) WorldVest/Base nicht als vollwertigen/möglichen Alternativenanbieter für die Anmelder<sup>105</sup>. Im Bereich der Kompilierer/Weitervertreiber von Fundamentaldaten betrachten viele Teilnehmer die Datenbank von WorldVest/Base nicht als vollwertige Alternativen zur von den Anmeldern bereitgestellten Datenbank<sup>106</sup>. Auch wenn einige Weitervertreiber (Wettbewerber 36, Wettbewerber 6) Daten von WorldVest/Base beziehen (oder dies für die Zukunft eventuell in Betracht ziehen), beabsichtigen sie damit im Allgemeinen eine Ergänzung ihres Fundamentaldatenportfolios zusätzlich zu den Daten des Hauptlieferanten (normalerweise Thomson, Reuters oder Compustat – letztere für U.S.-Daten), ohne diese Daten als Alternative für die Angebote von Thomson und Reuters zu betrachten. Fast alle Teilnehmer sind der Ansicht, dass die Produkte der Anmelder die vollständigsten Fundamentaldatenbanken mit den längsten abgedeckten Zeiträumen darstellen<sup>107</sup>. Dies stimmt mit der eigenen Ansicht der Anmelder überein, wie aus internen Dokumenten hervorgeht<sup>108</sup>.

---

<sup>104</sup> Antwort der Anmelder vom 15. November 2007 auf ein Auskunftsverlangen der Kommission gemäß Artikel 11, Anhang 9.

<sup>105</sup> Vgl. die Antworten auf das Auskunftsersuchen der Kommission gemäß Artikel 11 der Fusionskontrollverordnung, Phase II, vom 16. Oktober 2007, des Kunden 15, des Kunden 25, des Kunden 19, des Wettbewerbers 86, des Kunden 41, des Kunden 46, des Kunden 11, des Kunden 9 (passim und insbesondere in allen Antworten auf die Fragen 6, 7, 14, 15, 20, 21, 22, 32).

<sup>106</sup> Vgl. Antworten auf das Auskunftsersuchen der Kommission gemäß Artikel 11 der Fusionskontrollverordnung, Phase II, vom 16. Oktober 2007, von Wettbewerber 31, Wettbewerber 20, Wettbewerber 88/Wettbewerber 12/Wettbewerber 56, Wettbewerber 4, Wettbewerber 30, Wettbewerber 6.

<sup>107</sup> Vgl. unter anderem die Antwort auf das Auskunftsersuchen der Kommission gemäß Artikel 11 der Fusionskontrollverordnung, Phase II, vom 16. Oktober 2007 durch Wettbewerber 4. Wettbewerber 4 gab an (Frage 20), dass „Thomson Worldscope sehr stark mit Reuters Fundamentals (ehemals MarketGuide) konkurriert. Worldscope ist in Europa stärker präsent, während Reuters Fundamentals in den USA stärker vertreten ist. Compustat (S&P) ist in diesem Bereich der einzige ernstzunehmende Wettbewerber. Compustat konkurriert in den USA intensiv mit Reuters und Thomson, ist aber in Europa viel stärker. Außer den großen Marktteilnehmern bieten auch Mergent und Zacks Fundamentaldaten an. Sie haben jedoch oft nicht dieselbe Abdeckung und sind nach Meinung unserer Kunden kein vollwertiger Ersatz für Worldscope oder S&P“.

Vgl. unter anderem das Auskunftsersuchen der Kommission gemäß Artikel 11 der Fusionskontrollverordnung, Phase II, vom 16. Oktober 2007 durch Wettbewerber 30. Wettbewerber 30 gab in Bezug auf Fundamentaldaten (unter anderem bei Frage 20) an, dass sich die Möglichkeit, den Fundamentaldatenanbieter zu wechseln, auf Worldscope (Thomson) und Multex (Reuters) beschränke.

<sup>108</sup> Vgl. [...]\*, Internes Dokument Nr. RTRSE-CLAA-00020356. Hier sieht Reuters eine seiner größten Stärken in der Tatsache, dass seine Datenbank bei den Kunden im Fundamentaldatenbereich als eine der besten Datenbanken gilt, was globale Fundamentaldaten angeht. Die Stärke von Thomson Worldscope liege unter anderem in der Tatsache, dass auch Titel von Unternehmen außerhalb der USA mit geringer

337. Zudem ist anzumerken, dass WorldVest/Base im Gegensatz zu einigen anderen Marktteilnehmern (Compustat, Capital IQ, Bloomberg, FactSet, Hemscott/Ipreo, Edgar Online, Tokyokeizai) von Reuters in einem internen Dokument, in dem Reuters die wichtigsten Wettbewerber im Bereich der Fundamentaldaten eingehend analysiert, nicht einmal erwähnt wird<sup>109</sup>.

#### Edgar Online

338. Die Anmelder erklären, dass „*EDGAR Online bei nordamerikanischen Daten und Fundamentaldaten in der historischen Dimension stark ist und in den letzten Jahren sowohl dank seiner Pionierarbeit am XBRL Standard an der Entwicklung der Taxonomien des Konsortiums als auch dank der Veröffentlichung XBRL-ierter Produkte wie I-Matrix auf dem Markt stark an Bekanntheit zugelegt hat. Die Zusammenarbeit mit IRIS mit dem Ziel, die chinesischen Börsen von Shanghai und Shenzhen mit XBRL-Fundamentaldaten zu beliefern, hat beträchtliche Aufmerksamkeit erregt. Das Unternehmen ist auch hervorragend für die Nutzung interaktiver Daten positioniert, da immer mehr Märkte den Standard annehmen, wie es Japan, Korea und Singapur für 2008 planen. Auch in mehreren europäischen Märkten werden XBRL-Pilotprojekte durchgeführt.* Die Anmelder verfügen auf diesem Gebiet über keine signifikanten Produktkapazitäten<sup>110</sup>.“

339. In der Marktuntersuchung betrachten die Kunden (speziell jene, die Bedenken bezüglich der Fundamentaldaten angemeldet haben)<sup>111</sup> Edgar Online nicht als vollwertigen/möglichen Alternativenanbieter für die Anmelder. Kein Wettbewerber meldete im Bereich der Fundamentaldaten Bedenken an<sup>112</sup> und sah oder reihte Edgar Online im Bereich der Fundamentaldaten als vollwertige oder annähernd gleichwertige Alternative zu den Anmeldern. Edgar Online könnte sich zwar mit einigen anderen kleineren Kompilierern und/oder Weitervertreibern zusammenschließen, doch dies würde das Unternehmen angesichts der großen Distanz zwischen den einzelnen Anbietern und den Anmeldern ohne erhebliche Investitionen in absehbarer Zukunft nicht in die Lage versetzen, eine Datenbank/ein Produkt anzubieten, das es mit dem Angebot von Thomson und/oder Reuters aufnehmen könnte.

340. Edgar Online bietet unter anderem Zugang zu SEC-Dokumenten und anderen Fundamentaldaten von Unternehmen in Form von Desktop- und

---

Marktkapitalisierung und ruhende Unternehmen abgedeckt werden und dass Thomson Worldscope früher die einzige verfügbare Datenbank für Fundamentaldaten von Unternehmen außerhalb der USA war.

<sup>109</sup> Vgl. [...]\*, Internes Dokument Nr. RTRSE-CLAA-00020356 passim, insbesondere Seiten 8-16 dieses Dokuments).

<sup>110</sup> Antwort der Anmelder vom 15. November 2007 auf ein Auskunftsverlangen der Kommission gemäß Artikel 11, Anhang 9.

<sup>111</sup> Vgl. Antworten auf das Auskunftsersuchen der Kommission gemäß Artikel 11 der Fusionskontrollverordnung, Phase II, vom 16. Oktober 2007, von Kunden 15, Kunden 9, Kunden 25, Kunden 19, Wettbewerber 86, Wettbewerber 41, Kunden 46, Kunden 11 (passim und insbesondere in den Antworten auf die Fragen 3, 6, 14, 15, 20, 21, 22, 32).

<sup>112</sup> Vgl. Antworten auf das Auskunftsersuchen der Kommission gemäß Artikel 11 der Fusionskontrollverordnung, Phase II, vom 16. Oktober 2007, von Wettbewerber 66, Wettbewerber 10, Wettbewerber 31, Wettbewerber 20, Wettbewerber 88/Wettbewerber 12/Wettbewerber 56, Wettbewerber 4, Wettbewerber 30, Wettbewerber 6 und Wettbewerber 36 passim.

Dateneinspeisungsprodukten. Wettbewerber 89 stellt fest, dass Edgar Online einige geografische Gebiete sehr gut abdeckt (insbesondere die USA und China), sein Angebot aber trotzdem nicht mit dem der Anmelder vergleichbar ist, da diese dank ihres „Zugangs zu Daten aus über 40 Ländern weltweit eine viel größere geografische Reichweite“ bieten. Insbesondere um mit der geografischen Reichweite der Anmelder konkurrieren zu können, müsste Edgar Online erhebliche Geldbeträge investieren, Partnerschaften eingehen oder andere Unternehmen übernehmen<sup>113</sup>. Zudem betrachten die Anmelder Edgar Online als keine besondere Bedrohung für ihr Geschäft, da dem Unternehmen in einem internen Dokument von Reuters ein Marktanteil von nur [0-10]\* % zugeschrieben wird<sup>114</sup>.

#### V.B.3.7. Marktanteile

341. Die Anmelder gaben in Beantwortung eines Auskunftsersuchens der Kommission die Marktanteile für Fundamentaldaten auf globaler und EWR-Ebene, auf Kompiliererebene und separat nur für „Vertriebszwecke“ an. Ausgehend von diesen Marktanteilen sind sie der Meinung, dass die Auswirkungen des Zusammenschlusses auf die Fundamentaldaten weder weltweit noch auf EWR-Ebene signifikant wären, weder hinsichtlich der Kompilierer noch auf Vertriebsebene.
342. Bei den Kompilierern würden die Anmelder die weltweiten Marktanteile wie folgt berechnen: Thomson&Reuters [10-20]\* %, Bloomberg [10-20]\* %, Compustat [10-20]\* %, Capital IQ [0-10]\* %. Den Anmeldern zufolge ist Compustat (S&P) im Bereich der Fundamentaldaten der etablierte Anbieter und Marktführer. In ähnlicher Weise berechnen die Anmelder die Marktanteile auf EWR-Ebene wie folgt: Thomson&Reuters [10-20]\* %, Bloomberg [10-20]\* %, Compustat [10-20]\* %, Capital IQ [0-10]\* %. Bloomberg wäre demnach Marktführer im EWR.

Tabelle 13

<b>FUNDAMENTALZAHLEN – MARKT 2006 - KOMPILIERER</b>				
<b>Unternehmen</b>	<b>Weltweit (Mio. EUR)</b>	<b>Weltweit (%)</b>	<b>EWR (Mio. EUR)</b>	<b>EWR (%)</b>
<b>Thomson-Reuters</b>	[10-100]*	[10-20]* %	[10-100]*	[10-20]* %
<i>Thomson</i>	[10-100]*	[10-20]* %	[10-100]*	[0-10]* %
<i>Reuters</i>	[10-100]*	[0-10]* %	[0-10]*	[0-10]* %
<b>Capital IQ</b>	[10-100]*	[0-10]* %	[0-10]*	[0-10]* %
<b>Compustat</b>	[10-100]*	[10-20]* %	[10-100]*	[10-20]* %
<b>Bloomberg</b>	[10-100]*	[10-20]* %	[10-100]*	[10-20]* %
<b>Bisnode</b>	[10-100]*	[0-10]* %	[10-100]*	[10-20]* %
<b>Fitch</b>	[10-100]*	[0-10]* %	[0-10]*	[0-10]* %
<b>Mergent</b>	[10-100]*	[0-10]* %	[0-10]*	[0-10]* %
<b>Ipreo/Hemscott/Bigdough</b>	[0-10]*	[0-10]* %	[0-10]*	[0-10]* %
<b>Fininfo</b>	[0-10]*	[0-10]* %	[0-10]*	[0-10]* %

<sup>113</sup> Vgl. Antwort des Kunden 89 auf das Auskunftsverlangen der Kommission gemäß Artikel 11 der Fusionskontrollverordnung, Phase II, vom 16. Oktober 2007 (Frage 12).

<sup>114</sup> Vgl. [...]\*, Internes Dokument Nr. RTRSE-CLAA-00020356 passim, insbesondere Seite 9 dieses Dokuments).

<b>Toyo Keizai</b>	[0-10]*	[0-10]* %	[0-10]*	[0-10]* %
<b>Edgar Online</b>	[0-10]*	[0-10]* %	[0-10]*	[0-10]* %
<b>SNL Financial</b>	[0-10]*	[0-10]* %	[0-10]*	[0-10]* %
<b>Jordans</b>	[0-10]*	[0-10]* %	[0-10]*	[0-10]* %
<b>Value Line</b>	[0-10]*	[0-10]* %	[0-10]*	[0-10]* %
<b>World'Vest Base</b>	[0-10]*	[0-10]* %	[0-10]*	[0-10]* %
<b>Economica</b>	[0-10]*	[0-10]* %	[0-10]*	[0-10]* %
<b>Findata</b>	[0-10]*	[0-10]* %	[0-10]*	[0-10]* %
<b>Zacks</b>	[0-10]*	[0-10]* %	[0-10]*	[0-10]* %
<b>Sonstige</b>	[0-10]*	[0-10]* %	[0-10]*	[0-10]* %
<b>Gesamt</b>	<b>[400-500]*</b>	<b>100,0 %</b>	<b>[100-200]*</b>	<b>100,0 %</b>

Quelle: Antwort der Anmelder auf das Schreiben der Kommission gemäß Art. 11 vom 26. Oktober 2007

343. Die Anmelder sind auf der Grundlage der obigen Marktanteile der Meinung, dass die Überschneidung nicht signifikant wäre und wegen der großen Zahl globaler, regionaler und nationaler Anbieter von Fundamentaldaten, die sicherstellt, dass das Angebot an Fundamentaldaten in Europa und weltweit auch nach der Transaktion wettbewerbsfähig bleibt, keinen wettbewerbsbezogenen Bedenken rechtfertigt.

#### V.B.3.8. Überlegungen zu den Marktanteilen der beteiligten Unternehmen

344. [Um den Ersuchen der Kommission nachzukommen, berechneten die Anmelder die Marktanteile unter Zugrundelegung einer Reihe angemessener Annahmen. Angesichts der unzulänglichen Ergebnisse betrachtete die Kommission diese Daten dennoch mit großer Vorsicht.]\* Insbesondere der Marktanteil von Bloomberg entspricht beinahe dem der Anmelder, während aus der Untersuchung und den internen Dokumenten der Anmelder klar hervorgeht, dass Bloomberg im Off-Trading-Floor-Bereich nicht als starker Marktteilnehmer gilt. Bloomberg verwendet ein abgeschlossenes Modell, bei dem alle Gruppen von Inhalten und Funktionen zur Bloomberg-Terminallösung gebündelt werden. Das Unternehmen stellt seinen Wettbewerbern (via Lizenzgebühren) oder deren Kunden (mittels einer Durchverkaufslösung) jedoch keine einzelnen Inhaltsgruppen zur Verfügung. [...]\*

345. Bezüglich der Anmelder schätzt Reuters seine Einnahmen aus Fundamentaldaten in einem internen Dokument auf rund [10-100]\* Mio. Dollar, erklärte aber gleichzeitig gegenüber der Kommission, dass seine weltweiten Einnahmen aus Fundamentaldaten im Jahr 2006 bei ca. [10-100]\* Mio. Dollar<sup>115</sup> ([10-100]\* Mio. EUR) gelegen hätten. Zudem scheinen die Anteile der Anmelder in Bezug auf den Vertrieb durch Weitervertreiber erheblich zu niedrig dargestellt worden zu sein. Im selben internen Dokument von Reuters wird FactSet (ein Weitervertreiber der Fundamentaldaten von Thomson und Reuters) ein Ertrag aus Fundamentaldaten in Höhe von rund [10-100]\* Mio. Dollar zugeschrieben, eine Zahl, die weit höher ist als der gesamte Weitervertriebsumsatz aus Fundamentaldaten, den Reuters der Kommission bekannt gegeben hat ([10-100]\* Mio. Dollar 2006, davon rund [0-10]\* Mio. Dollar über

<sup>115</sup> Vgl. [...]\*, Internes Dokument Nr. RTRSE-CLAA-00020356 passim, insbesondere Seite 8).

FactSet)<sup>116</sup>. In diesem Zusammenhang sollte erwähnt werden, dass FactSet der größte „Durchverkaufs“-Weitervertreiber von Fundamentaldaten von Thomson und Reuters ist.

346. Laut FactSet bezieht ein signifikanter Prozentsatz der Kunden des Unternehmens Fundamentaldaten von Reuters über die Plattform von FactSet<sup>117</sup>. Wendet man auf die in den erwähnten internen Dokumenten von Reuters enthaltene Zahl ([10-100]\* Mio. Dollar) dieselbe Teilung an und wertet sie als FactSet zuzuschreibende Einnahmen, würde sich der Weitervertriebsumsatz von Reuters über FactSet auf rund [10-100]\* Mio. Dollar belaufen, also auf mehr als auf den gesamten Vertriebsumsatz von Reuters, wie er gegenüber der Kommission erklärt wurde ([10-100]\* Mio. Dollar), und auf mehr als das Doppelte der Einnahmen, die von Reuters gegenüber der Kommission als „Durchverkaufseinnahmen“ deklariert wurden ([0-10]\* Mio. Dollar, siehe Anhang 13 der Antwort der Anmelder vom 26. Oktober 2007 auf ein Auskunftersuchen der Kommission).
347. Auf der Grundlage des Obigen hat es den Anschein, dass der Blickwinkel, unter dem der Marktanteil der Anmelder dargestellt wird, keine korrekte Beurteilung der Auswirkungen der vorliegenden Transaktion ermöglicht.

#### V.B.3.8.1. Marktanteile laut Darstellung in internen Dokumenten

348. In internen Dokumenten<sup>118</sup> schätzt Thomson die Einnahmen von Compustat auf die Hälfte der Einnahmen, die der Kommission von den beteiligten Parteien bekannt gegeben wurden, und die Einnahmen von Bloomberg aus Fundamentaldaten auf ca. 20 % der Einnahmen, die der Kommission bekannt gegeben wurden<sup>119</sup>. Ein internes Dokument von Reuters<sup>120</sup> zeichnet ein vollkommen anderes Bild des Marktes als das, das die Anmelder in ihren Erklärungen gegenüber der Kommission darstellten. Insbesondere folgende Marktanteile werden auf globaler Ebene diskutiert. Es ist darauf hinzuweisen, dass diese Marktanteile sowohl Kompilierer als auch Weitervertreiber umfassen:

---

<sup>116</sup> Antwort der Anmelder vom 26. Oktober 2007 auf ein Auskunftersuchen der Kommission gemäß Artikel 11, Anhang 2, 13, 15.

<sup>117</sup> Laut Schätzungen von FactSet, stammt ein signifikanter Prozentsatz der Fundamentaldaten, die von FactSet-Kunden gekauft werden, von Fundamentaldaten von Thomson [signifikanter Prozentsatz], von Fundamentaldaten von Reuters und [20-30] % von anderen Anbietern. Vgl. Antworten auf das Auskunftersuchen der Kommission gemäß Artikel 11 der Fusionskontrollverordnung, Phase II, vom 16. Oktober 2007 und insbesondere die darauf folgende Antwort von FactSet vom 21. November 2007.

<sup>118</sup> Siehe internes Dokument von Thomson Ref. Nr. Q4(B)0449: [...]\*. Siehe auch internes Dokument von Thomson Ref. Nr. Q4(B)0135: [...]\*.

<sup>119</sup> Antwort der Anmelder vom 27. Oktober 2007 auf ein Auskunftersuchen der Kommission gemäß Artikel 11, Anhang 15, Fundamentaldaten.

<sup>120</sup> Vgl. [...]\*, Internes Dokument Nr. RTRSE-CLAA-00020356 passim, insbesondere Seiten 8-10 dieses Dokuments).

Tabelle 14

Marktanteile bei Fundamentaldaten		
	Mio. USD	%
<b>Reuters</b>	<b>[10-100]*</b>	<b>[10-20]* %</b>
<b>Thomson</b>	<b>[10-100]*</b>	<b>[10-20]* %</b>
Compustat	[10-100]*	[10-20]* %
CapitalIQ	[10-100]*	[0-10]* %
FactSet	[10-100]*	[0-10]* %
Hemscott	[10-100]*	[0-10]* %
Edgar Online	[10-100]*	[0-10]* %
Bloomberg	[10-100]*	[10-20]* %
Tokyo Keizai	[0-10]*	[0-10]* %
Sonstige (Mergernt, BVD, usw.)	[10-100]*	[0-10]* %
<b>GESAMT</b>	<b>[400-500]*</b>	<b>100 %</b>

Quelle: "Reuters Fundamentals Business Proposal" April 2007, Internes Dokument Nr. RTRSE-CLAA-00020356

349. Laut vorstehender Tabelle verfügt Reuters über einen Marktanteil von [10-20]\* %, Thomson von [10-20]\* % (in einem anderen Teil desselben Dokuments werden Thomson [20-30]\* % zugeschrieben), Compustat von [10-20]\* %, Capital IQ von [0-10]\* %, FactSet von [0-10]\* %, Bloomberg von [10-20]\* %. Diese Angaben stellen eine signifikante Untertreibung der Marktanteile der Anmelder dar, zumal FactSet ein Weitervertreiber von Fundamentaldaten (hauptsächlich von Fundamentaldaten von Reuters und Thomson) ist und kein eigenes Angebot hat, während Bloomberg nur eine Einheitslösung anbietet, die alle Inhalte, Datengruppen und Analysen beinhaltet.
350. Außerdem lassen die Antworten der Befragten auf die Frage der Kommission auf eine Größenordnung der Marktanteile schließen, die viel größer ist als die, die gegenüber der Kommission behauptet wurde, und ergeben weit höhere Marktanteilsschätzungen für die Anmelder<sup>121</sup>. Die nachstehende Tabelle 15 enthält ein Beispiel dieser Angaben:

Tabelle 15: Marktanteile von Thomson/Reuters laut Schätzungen von Wettbewerbern

	Marktanteile Thomson (weltweit)	Marktanteile Reuters (weltweit)	Marktanteile Thomson/Reuters gesamt (weltweit)
Wettbewerber 31	60 %	25 %	85 %
Wettbewerber 21	40 %	20 %	60 %
Wettbewerber 89	20 %	30 %	50 %

<sup>121</sup> Vgl. Antwort des Kunden 21 auf das Auskunftsverlangen der Kommission gemäß Artikel 11 der Fusionskontrollverordnung, Phase II, vom 6 November 2007 (Frage 23): Vgl. auch die Antworten auf das Auskunftersuchen der Kommission gemäß Artikel 11 der Fusionskontrollverordnung, Phase II, von Wettbewerber 31, Wettbewerber 89 und Wettbewerber 30. Bezüglich der Kunden vgl. auch Antwort des Kunden 12 auf das Auskunftersuchen der Kommission gemäß Artikel 11 der Fusionskontrollverordnung, Phase II, vom 5. November 2007 (Frage 23).

Wettbewerber 30	60	10	70 %
Wettbewerber 12	40 %	30 %	70 %

V.B.3.9. Thomson und Reuters sind annähernd gleichwertige Alternativen

351. Auf Grundlage der vorstehenden Überlegungen empfiehlt sich für den gegenständlichen Fall eine eher qualitativ orientierte Analyse. Auf dieser Grundlage ergab die Marktuntersuchung, dass es generell drei Anbieter von Fundamentaldaten (in dem globalen Format, das von globalen Kunden verlangt wird) gibt, die auch über Dritte bereitgestellt werden: Thomson, Reuters und Compustat (S&P). Die Weitervertriebspolitik von Capital IQ (S&P) ist insoweit unklar, als die Kommission den Eindruck hat, dass Capital IQ ähnlich wie einige andere Marktakteure auch, sich von Fall zu Fall für oder gegen einen Vertrieb seiner Inhalte entscheiden kann.
352. Die Teilnehmer an unserer Untersuchung gaben an, dass das Angebot der Compustat-Datenbank mit dem der Datenbanken von Thomson und Reuters nicht vergleichbar sei, da es sich nur auf die USA konzentriert. Capital IQ als Kompilierer globaler Fundamentaldaten scheint ein aufstrebender Wettbewerber zu sein, hat jedoch gegenüber den großen Drei einen erheblichen Rückstand und stellt mit Sicherheit keine geeignete Alternative für die Datenbanken der Anmelder dar.
353. Dies wird durch ein internes Dokument von Reuters und durch die umfassenden durchgeführten Analysen bestätigt. Die Kunden betrachten Compustat, Bloomberg und Capital IQ angesichts der anderen (geringeren) zeitlichen und geografischen Dimension dieser Datenbanken nicht als Alternative zu Thomson&Reuters, sondern eher als Ergänzung. Bloomberg vertreibt seine Datenbank nicht an Dritte weiter, und aus einem internen Dokument von Reuters geht klar hervor, dass die Fundamentaldaten von Bloomberg eher für Händler als für Analysten geeignet sind<sup>122</sup>. Die Produkte der Anmelder wären die einzigen, die den Anforderungen der Kunden entsprechen, die sich aktiv im quantitativen Investment Management betätigen und die „globale“ Fundamentaldaten mit einer tiefen zeitlichen Dimension und Hintergrundhistorie benötigen (insbesondere Kunden auf Käuferseite wie Hedgefonds und Vermögensverwalter).

---

<sup>122</sup> Vgl. [...]\*, Internes Dokument Nr. RTRSE-CLAA-00020356. Vgl. auch MP-00044893 [...]\*. „Da Bloomberg über kein eigenes Dateneinspeisungsprodukt verfügt, wird es von Reuters Fundamentals kaum als Wettbewerber wahrgenommen“, vgl. Seite 9, 14 und 15 dieses Dokuments. „Die Fundamentaldaten von Bloomberg eignen sich in erster Linie als Referenz für Händler, weniger für tiefgehende Investmentanalysen“, und „der Zielmarkt ist Verkauf und Handel, weniger Forschung und Vermögensverwaltung. Die Daten von Bloomberg eignen sich nicht für Analysezwecke“.

### V.B.3.10. Negative horizontale Effekte (nicht koordiniert)

354. Aufgrund der dargelegten Sachverhalte wird die Fusion voraussichtlich dazu führen, dass die Anzahl der vollwertigen Anbieter von Fundamentaldaten, die allgemein auch Weitervertreiber beliefern, von drei auf zwei zurückgehen wird. Berücksichtigt man die Tatsache, dass sich das Angebot von Compustat schwerpunktmäßig auf die USA und Nordamerika konzentriert, wäre die aus der Fusion hervorgehende Einheit der einzige Anbieter von Fundamentaldaten mit *globaler* Abdeckung und einer starken historischen Dimension auf dem Markt.
355. Diese Situation würde zu einer eindeutigen Einschränkung der Wahlmöglichkeiten für die Kunden führen, da mit größter Wahrscheinlichkeit davon auszugehen ist, dass die beiden Datenbanken zusammengelegt und die beiden eigenständigen Produktlinien in absehbarer Zukunft eingestellt werden. Ohne Auferlegung von Beschränkungen werden Thomson/Reuters in der Lage sein, die direkten Einzelhandelslizenzgebühren für Fundamentaldatenbanken zulasten der Endkunden zu erhöhen. Da eine Rekonstruktion solcher Datenbanken zeit- und kapitalaufwändig ist, wäre ein Markteintritt eines neuen Wettbewerbers weder einfach noch rechtzeitig möglich (siehe unten). Solche negativen horizontalen Effekte hätten direkte Auswirkungen auf die Kunden der Anmelder und deren Weitervertreiber.
356. Die Anmelder bestehen darauf, dass die aus der Fusion hervorgehende Einheit alles andere als dominant sein würde. Den Behauptungen zufolge ist die S&P-Gruppe (das heißt Capital IQ und Compustat (S&P)) weltweit der mit Abstand führende Marktteilnehmer und wird dies auch nach der Fusion bleiben. Andere Kompilierer wären weiterhin präsent und Bloomberg hätte einen Marktanteil, der in etwa dem der Anmelder entspricht<sup>123</sup>. Es gäbe auch etliche kleinere Marktteilnehmer, die effektiv am Wettbewerb teilnehmen würden<sup>124</sup>. Zudem erklärten die Anmelder, dass andere Anbieter Fundamentaldaten auf regionaler und nationaler Ebene erheben und dass die Börsen ebenfalls damit beginnen würden, den Markt mit Fundamentaldaten von

---

123 Compustat (S&P) wäre Marktführer und würde eine größere zeitliche und geografische Abdeckung bieten als Thomson oder Reuters. Compustat stellt sein Fundamentaldatenangebot über Weitervertreiber (z.B. FactSet, RIMES, SunGard, Alacra, CharterOak, Matlab und LIM) bereit; Capital IQ (S&P), obwohl ein relativ junger Marktteilnehmer, bietet bereits eine ziemlich große weltweite geografische Abdeckung (über 60 000 Publikums- und 685 000 Privatunternehmen), die über 10 Jahre zurück reicht. Das Unternehmen bietet seine Produkte über die Plattformen von Weitervertreibern an und bietet eine globale Abdeckung.

124 Mergent bietet Daten von 35 000 Unternehmen, wobei die Daten der Unternehmen in den USA bis 1970 zurückreichen und die der internationalen Unternehmen bis 1987. Im Juli 2006, schloss Mergent einen Vertrag über den Kauf von Praeada Solutions Inc., dessen Technologie eine schnelle, automatisierte Datenextraktion und Datenbankauffüllung ermöglicht. Mergent beinhaltet die internationale Datenbank von Ford Equity Research. Mergent vertreibt sein Produkt direkt und an Endbenutzer und indirekt über Weitervertreiber wie Alacra, FactSet und RIMES. IPREO/Hemscott bietet eine Abdeckung von 15 000 Unternehmen, deren zeitliche Dimension bis 1987 zurückreicht. IPREO/Hemscott vertreibt direkt an Endbenutzer und an Weitervertreiber wie Alacra, IDC und Lexis-Nexis. Fundamentaldaten würden auch direkt von staatlichen Regulierungsbehörden zur Verfügung gestellt, gegenüber denen die Unternehmen zahlreiche Offenlegungen vornehmen müssten. Viele dieser Stellen unterhalten Online-Datenspeicher, die für die Öffentlichkeit zugänglich sind, wie: (a) EDGAR—Der Datenspeicher der US SEC, (b) EDINET—Electronic Disclosure for Investors' NETwork, eine von der japanischen Financial Service Agency gegründete Einrichtung, (c) SEDAR—System for Electronic Document Analysis and Retrieval, das kanadische System für die Vorlage von Finanzdaten für öffentliche Unternehmen und Investmentfonds. Fundamentaldaten wären auch über Nachrichtenagenturen von Regulierungsstellen wie BALO (Frankreich) und Regulatory News Service (RNS) (GB) und in Europa über öffentliche Register wie Companies House (GB), Handelsregister (Deutschland) und Infocamere (Italien) erhältlich.

Unternehmen zu beliefern. Laut den Anmeldern „wären die Anmelder daher nicht in der Lage, die Preise für die Endkunden zu erhöhen: die Endbenutzer können Fundamentaldaten von vielen anderen etablierten Anbietern beziehen, die einen effektiven Wettbewerb sicherstellen“.

357. Trotz der Behauptungen der Anmelder ergab die Untersuchung klar, dass die Fusion den Marktführer (Thomson) und den knappen Zweiten (Reuters) im globalen Fundamentaldatenmarkt zusammenführt, während Compustat im Bereich der Fundamentaldaten von Unternehmen außerhalb der USA besonders schwach ist. Die Untersuchung zeigte, dass andere Kompilierer, die angeblich eine globale Abdeckung bieten, nicht mit den Angeboten der Anmelder (nicht einmal mit dem von Compustat) mithalten können und dass keiner dieser Marktteilnehmer (einschließlich Compustat) alle Anforderungen globaler Kunden im selben Maß wie die Anmelder erfüllen kann und die Anmelder daher unter keinen glaubwürdigen Wettbewerbsdruck stellt.
358. Thomson/Reuters geben auch an, dass „die Anmelder kein De-facto-Monopol auf ‚Großhandelsebene‘ haben würden: Weitervertreiber können Fundamentaldateninhalte von globalen Lieferanten beziehen, oder sie können aus den Angeboten einer enormen Zahl von Fundamentaldatenanbietern, die von Thomson und Reuters unabhängig sind, nach Belieben wählen<sup>125</sup>. Trotz dieser Behauptungen ergab die Untersuchung, dass der Zusammenschluss die beiden leistungsfähigsten Anbieter von Fundamentaldaten mit globaler Abdeckung und die beiden annähernd gleichwertigen Alternativen auf diesem Markt auch im Hinblick auf Inhalte, die von Dritten über einen nachgelagerten Markt an ihre eigenen Kunden vertrieben werden (sei es mittels „Durchverkauf“ oder „Lizenzgebühren“) zusammenführt. Insbesondere wären die nach dem Zusammenschluss verbleibenden Weitervertreiber nicht in der Lage, von einem anderen Kompilierer auf dem Markt (als den Anmeldern) vergleichbare Fundamentaldaten zu beschaffen, und zwar aus denselben Gründen, die wie oben beschrieben für die Endkunden gelten. In dieser Situation wird die aus dem Zusammenschluss hervorgehende Einheit versucht und in der Lage sein, Preiserhöhungen (und Preisdiskriminierungen) insbesondere gegenüber jenen Kunden zu verwirklichen, die über Desktop-Plattformen (Zugänge) von Wettbewerbern auf die Fundamentaldaten-Inhalte der Anmelder zugreifen.

#### V.B.3.11. Hohe Eintritts- und Expansionsschranken

359. Den Anmeldern zufolge sind die Eintritts- und Expansionsschranken niedrig und werden im Fundamentaldatenbereich laufend niedriger. Der Markteintritt ist ausreichend einfach und schnell, um einen effektiven Wettbewerb im Allgemeinen und den Schutz von Weitervertreiber im Besonderen sicherzustellen. Fundamentaldatenprodukte würden zum Massenprodukt werden, während die Eintrittsschranken durch die elektronische Verfügbarkeit von Fundamentaldaten, die Annahme elektronischer Codierungsstandards wie XBRL, die Konvergenz internationaler

---

<sup>125</sup> Laut den Anmeldern stellen Weitervertreiber Fundamentaldaten aus verschiedenen Quellen zusammen, darunter die Fundamentaldaten nationaler und regionaler Anbieter. Weitervertreiber können Fundamentaldaten aus folgenden Quellen beziehen: (a) aus „Alles-aus-einer-Hand“-Angeboten anderer Kompilierer globaler Fundamentaldaten; und (b) von regionalen und lokalen Anbietern von Fundamentaldaten, die sie nach Belieben mischen und kombinieren können, um die gewünschte Abdeckung zu erreichen.

Rechnungslegungsvorschriften (IFRS)<sup>126</sup> und das Internet als Kommunikationsmedium sowohl für den Empfang von Primärmaterialien, die Fundamentaldaten enthalten, als auch für die Verteilung von Fundamentaldatenprodukten praktisch verschwunden sind<sup>127</sup>.

360. Diese Rechnungslegungsstandards würden (gemeinsam mit den durch die Annahme von XBRL auferlegten gemeinsamen Taxonomien) Konsistenz zwischen den einzelnen Branchen und Regionen schaffen und die Unterschiede zwischen Fundamentaldaten „laut Ausweis“ und „standardisierten“ Fundamentaldaten rasch verringern. Als Beispiel eines erfolgreichen Markteintritts erwähnen die Anmelder den Fall des Unternehmens Simply Stocks (das in der Folge von Capital IQ übernommen wurde). Einer Schätzung der Anmelder zufolge baute Capital IQ (S&P) innerhalb von 18 Monaten bis zu zwei Jahren ein robustes Fundamentaldatenangebot auf. Heute betrachten die Anmelder Capital IQ (S&P) als einen der stärksten Anbieter von Fundamentaldaten in den USA, der in internationale Märkte expandiert und dabei durch die Bank etablierten Anbietern (einschließlich Thomson und Reuters) Marktanteile abgenommen hat. Zudem hat das zunehmende Angebot an hoch qualifiziertem, kostengünstigem Personal vor allem in Indien auch in Fällen, in denen manuelle Interventionen erforderlich sind, zu einer Kostensenkung geführt.
361. Im Gegensatz zu den Anmeldern ist die Kommission der Meinung, dass die Eintrittsschranken in diesem Markt beträchtlich sind. Es würde Jahre dauern und erhebliche Investitionen erfordern, eine Datenbank, die einer Datenbank von Thomson oder Reuters vergleichbar wäre, neu aufzubauen oder ein vergleichbares Produkt anzubieten, das vom Markt akzeptiert würde. Die Hürden ergeben sich daraus, dass es notwendig wäre, erstens Fundamentaldaten mit globaler Abdeckung und zweitens Fundamentaldaten mit einer historischen Reichweite von mehreren Jahren zu erheben.
362. Der Mehrwert einer Fundamentaldatenbank liegt auch darin, dass Finanzabschlüsse durch die Anbieter solcher Datenbanken vergleichbar gemacht werden, indem sie standardisiert werden, das heißt indem die Abschlüsse von Unternehmen, die verschiedene Rechnungslegungsgrundsätze anwenden, vergleichbar gemacht und den für die Benutzer relevanten Kodifizierungssystemen angepasst werden. Wie bereits erwähnt, liegt die Bedeutung standardisierter Daten darin begründet, dass die Nutzer eine Manipulation der Daten bei der Anpassung an die Rechnungslegungsanforderungen ihres Unternehmens vermeiden können, während Daten „laut Ausweis“ weiterhin notwendig sein können, um den Nutzern die Rückverfolgung der ursprünglichen Klassifikation eines bestimmten Postens in den

---

<sup>126</sup> **XBRL** ist ein gemeinsamer Branchenstandard, der jeden Datenpunkt elektronisch markiert und so die Erstellung von Datenbanken erleichtert. Die Marktzutritts- und Expansionsschranken wurden durch die Entwicklung von Bilanzierungsstandards wie der IFRS weiter abgebaut. Im April 2001 konsolidierte der **IASB** (International Accounting Standards Board) die damaligen International Accounting Standards (**IAS**) zu den neuen International Financial Reporting Standards (**IFRS**). Heute werden die IFRS in vielen Teilen der Welt wie in der EU, in Hongkong, Australien, Russland, Südafrika, Singapur und Pakistan angewandt.

<sup>127</sup> Fundamentaldaten können (außer für bestimmte berechnete Finanzkennzahlen) vom Unternehmen selbst bezogen werden. Unternehmen aus stärker entwickelten Ländern veröffentlichen die Abschlüsse, in denen diese Informationen enthalten sind, fast immer auf elektronischem Weg. Dies ist zum Beispiel in den USA der Fall (so verpflichtet die SEC Aktiengesellschaften seit Mitte der 1990er Jahre, ihre Offenlegungserklärungen in elektronischer Form vorzulegen), und solche Daten sind über die Websites der Unternehmen verfügbar.

Abschlüssen des Unternehmens und die weitere Rückverfolgung auf die spezifische Buchhaltungsmethode des Unternehmens zu erlauben.

363. Für den Aufbau einer an historischen Fundamentaldaten reichen Datenbank sind die Eintrittsschranken hoch. Der Grund liegt darin, dass die Tendenz, dass Daten (XBRL-Einreichungen) zur Massenware und die Rechnungslegungsmethoden (IFRS, GAAP) standardisiert werden, eher jüngeren Datums ist und sich noch nicht überall durchgesetzt hat. In jedem Fall würden es diese Erleichterungen nicht erlauben, ausreichend weit in die Geschichte zurück zu gehen. Der Aufbau einer Datenbank mit historischen Fundamentaldaten müsste daher manuell erfolgen, während die Zusammenstellung von Daten zehntausender weltweiter Unternehmen über zumindest die letzten zehn Jahre äußerst ressourcenintensiv und kostspielig wäre. Zudem gewährleistet die einfache Verfolgung von Daten „laut Ausweis“ (so schwierig sie auch ist) kein vollständiges Produkt, da eine detaillierte Datenbank, die es mit den Datenbanken der Konkurrenten aufnehmen könnte, nur mithilfe von Standardisierung und Anpassungen aufgebaut werden könnte (wobei im Normalfall Daten „laut Ausweis“ und „standardisierte“ Daten gleichzeitig angeboten werden). Dies bringt auch einen erheblichen Bedarf an speziell qualifiziertem Personal mit sich.
364. Müssten diese Vorgänge (Erhebung und Standardisierung) für Zehntausende Unternehmen über das gesamte Spektrum des Wirtschaftssektors hinweg und mit der größtmöglichen geografischen Reichweite durchgeführt werden, liegt es auf der Hand, dass dieser Prozess – außer wenn es sich um ein bereits gegründetes und etabliertes Unternehmen handelt – mehrere Jahre dauern, erhebliche Investitionen erfordern und daher eine enorme Eintrittsschranke darstellen würde.
365. Die Teilnehmer der Marktuntersuchung bestätigten, es sei *„unmöglich, historische Angebotsversionen, die den Bedürfnissen vieler Benutzer gerecht werden, zusammenzustellen, da die Rohmaterialien, die für die Erstellung solcher Datenbanken erforderlich sind, einfach zu keinem Preis verfügbar sind. Dies gilt sowohl für internationale Fundamentaldaten als auch für historische Gewinnschätzungen.“* (Wettbewerber 21). Wettbewerber 31 schätzte, dass es fünf Jahre dauern und 60 Mio. EUR kosten würde, um in diesem Bereich ein wettbewerbsfähiges Angebot auf den Markt zu bringen<sup>128</sup>.
366. Die Anmelder nennen Capital IQ als Beispiel für niedrige Eintrittsschranken. Lässt man die Tatsache beiseite, dass Capital IQ nicht unbedingt als vollkommen eigenständiges, von seiner Tochtergesellschaft Compustat unabhängiges Unternehmen (wobei beide von S&P kontrolliert werden) betrachtet werden kann, haben die Untersuchung und die internen Dokumente der Anmelder (auch in Bezug auf Capital IQ) gezeigt, dass Capital IQ trotz der Investitionen und der hochwertigen Technologie nicht dasselbe Niveau erreicht hat wie die Anmelder und weiterhin Zeit und Investitionen benötigen würde, um die offenen Lücken in Bezug auf historische Abdeckung, die das

---

<sup>128</sup> Vgl. Antwort von Wettbewerber 4 auf das Auskunftsverlangen der Kommission gemäß Artikel 11 der Fusionskontrollverordnung, Phase II, vom 5. November 2007 (Frage 25): *„Im Bereich Fundamentaldaten würde ein neuer Marktteilnehmer mehrere Jahre brauchen, um die notwendigen Daten zu erheben“*. Vgl. Antwort von Wettbewerber 21 auf das Auskunftsverlangen der Kommission gemäß Artikel 11 der Fusionskontrollverordnung, Phase II, vom 6. November 2007 (Frage 24): *„Die Herausforderung ist bei historischen Daten sogar noch größer. Viele Nutzer benötigen eine lückenlose Historie über 5 oder 10 Jahre, so dass es beträchtliche Zeit dauern würde, bevor ein wettbewerbsfähiges Produkt auf den Markt gebracht werden könnte“*.

Fundamentaldatenangebot des Unternehmens kennzeichnen, zu schließen. Aus demselben Grund geben die Anmelder an, dass [*Capital IQ*] immer noch geraume Zeit brauchen würde, bis es [Thomson] auf diesen Märkten herausfordern könnte<sup>129</sup>.“

367. Im Gegensatz zu Capital IQ sind andere Marktteilnehmer nicht einmal entfernt in der Lage, den Anmeldern im Fundamentaldatenbereich in absehbarer Zeit gefährlich zu werden. In diesem Zusammenhang muss wiederholt werden, dass eine wichtige Markthürde in der Reputation und Glaubwürdigkeit besteht, die ein Produkt gegenüber enorm anspruchsvollen und nicht preissensiblen Kunden entwickeln muss, auch wenn ein Anbieter der Meinung wäre, ein theoretisch verlässliches Produkt entwickelt und getestet zu haben. Dadurch entsteht eine weitere signifikante, zeitraubende Hürde, die überwunden werden muss, bevor ein Unternehmen zu einem ernst zu nehmenden Wettbewerbsfaktor auf dem Markt wird.
368. Aus den obigen Gründen kann der Schluss gezogen werden, dass auf dem Markt erhebliche Eintritts-/Expansionschranken bestehen, die Dritte daran hindern, den fusionsbedingten negativen Auswirkungen rechtzeitig zu begegnen..

#### V.B.3.12. Keine rechtzeitige Neupositionierung von Wettbewerbern

369. In der oben beschriebenen Marktsituation haben die anderen Marktteilnehmer (wie S&P und Capital IQ) nicht die Möglichkeit einer rechtzeitigen erfolgreichen Neupositionierung: (i) das kurzfristige Füllen der Lücken ihrer jeweiligen Angebote könnte sich als absolut unmöglich erweisen (d. h. die Unmöglichkeit, zeitlich weit zurückreichende Daten von welchen Quellen auch immer zu beziehen, Abdeckungsprobleme); (ii) vom Markt als glaubwürdiger Anbieter akzeptiert zu werden, erfordert in jedem Fall zeitintensive Prozesse und massive Investitionen, bevor die Glaubwürdigkeitsschwelle überwunden und die Marktakzeptanz erreicht werden kann, die in der Branche insbesondere für globale Fundamentaldateninhalten erforderlich ist. Es kann daher der Schluss gezogen werden, dass den bestehenden Marktteilnehmern eine zeitgerechte Neupositionierung nicht möglich sein wird, und dass die durch die Fusion entstehenden nachteiligen Auswirkungen nicht wettgemacht werden können.

#### V.B.3.13. Negative vertikale Effekte

370. Thomson/Reuters wird seine neue Position im Fundamentaldatenmarkt wahrscheinlich nutzen, um seine Wettbewerber entweder durch die Erhöhung seiner Preise für die Gruppe von Inhalten, die durch Weitervertreiber vertrieben werden (entweder auf Lizenzgebühr- oder Durchverkaufsbasis) oder einfach durch die Einstellung der Belieferung seiner Wettbewerber mit solchen Daten vom Markt auszuschließen. Thomson/Reuters verfügt vermutlich sowohl über die Fähigkeit als auch über den Anreiz, eine solche Strategie zu entwickeln.

---

<sup>129</sup> Vgl. internes Dokument von Thomson Q4(B).0448 Auskunftersuchen .004.044.151 [...]\*.

V.B.3.13.1. Fähigkeit, Wettbewerber vom Markt auszuschließen

371. Dritte Weitervertreiber von Fundamentaldaten (die in ihre eigenen Desktop-Produkte integriert sind) sind in Bezug auf globale Fundamentaldaten-Inhalte stark von den Anmeldern abhängig, gleich ob sie sich als Weitervertreiber des „Durchverkaufs“- oder des „Lizenzgebührenmodells“ bedienen. Tatsächlich können sie den Bedarf ihrer Desktop-Kunden an Fundamentaldaten nur befriedigen, indem sie (die Kunden/Weitervertreiber) über die Plattform des betreffenden Weitervertreiber jene Art von Inhalten beziehen können, die über/von Thomson und/oder Reuters beschafft wurden. Kein anderer Wettbewerber ist in der Lage, ein in Bezug auf historische oder geografische Reichweite vergleichbares Produkt anzubieten.
372. Die Anmelder gaben an, nicht in der Lage zu sein, diejenigen Weitervertreiber vom Markt auszuschließen, deren derzeitige Verträge nicht abgelaufen seien<sup>130</sup>. Solche Verträge werden jedoch normalerweise nur auf kurze Zeit [...] geschlossenen, und die meisten Neuverhandlungen sind bereits im Gange [...]\*. Daher sind die Anmelder in der Lage, Wettbewerber aus diesem Markt auszuschließen.

V.B.3.13.2. Anreiz für den Ausschluss von Wettbewerbern

373. Die Anmelder gaben auch an, keinen Anreiz zu haben, nach der Fusion Weitervertreiber aus dem Markt auszuschließen, da diese einfach auf einen der zahlreichen anderen Anbieter von Fundamentaldaten, die ihre Inhalte bereits jetzt zum Weitervertrieb anbieten, umsteigen könnten. Außerdem erklärten sie, dass eine Marktausschließung keine profitable Strategie sei und für die Anmelder nur zu einem Ausfall von Nettoeinnahmen führen würde: Im Fall eines Weitervertreibers, der die Durchverkaufsmethode anwendet, könnte nicht sichergestellt werden, dass der Endkunde seine Fundamentaldaten auch nach einer Ausschließung weiterhin von der fusionierten Einheit bezieht. Im Fall eines Weitervertreibers, der ein Lizenzgebührenmodell verwendet, wäre das Nettoergebnis ein Einnahmefall ohne entsprechenden Vorteil. Darüber hinaus wäre eine Marktausschließung angesichts der Tatsache, dass viele Kundenbeziehungen eine große Bandbreite verschiedener Produktlinien umfassen, eine höchst riskante Strategie. Die Kunden könnten das Verhalten der Anmelder bestrafen, indem sie ihr Geschäft in andere Bereiche von Finanzinformationsprodukten verlegen. Einige Weitervertreiber sind Lieferanten von Thomson und/oder Reuters und könnten daher auch in anderen Produktbereichen Vergeltungsmaßnahmen durchführen<sup>131</sup>.

---

<sup>130</sup> Sowohl global als auch im EWR ist FactSet (der das Durchverkaufsmodell anwendet) der größte Weitervertreiber der Fundamentaldaten von Thomson. Der zweitgrößte Weitervertreiber von Fundamentaldaten ist die Ratingagentur Moody's (die ein Lizenzgebührenmodell verwendet). Der größte Weitervertreiber von Fundamentaldaten von Reuters sowohl weltweit als auch im EWR-Raum ist FactSet. Der zweitgrößte Weitervertreiber ist OneSource, ein Anbieter von allgemeinen Geschäftsanalytikprodukten, der nicht als ernstzunehmender Wettbewerber der Anmelder gilt.

<sup>131</sup> Thomson bezieht Ratingdaten von Moody's, einem Weitervertreiber von Thomson-Fundamentaldaten, der ein Lizenzgebührenmodell verwendet; das Unternehmen bezieht auch verschiedene Daten von S&P, einem Weitervertreiber von Thomson-Fundamentaldaten. Würde es Thomson ablehnen, seine Fundamentaldaten

374. Internen Dokumenten ist jedoch zu entnehmen<sup>132</sup>, dass die Anmelder bereits vor der Fusion eindeutige Anreize hatten, ihre Abhängigkeit von Weiterverteilern in Bezug auf die Erreichung von Kunden zu verringern. Dieser Anreiz wird nach der Fusion noch größer werden, wenn die Anmelder angesichts des zu schwachen Wettbewerbsdrucks im Bereich der globalen Fundamentaldaten auch in der Lage sein werden, eine solche Strategie erfolgreich zu implementieren. Die Fusion wird die Anmelder insbesondere dazu verleiten und in die Lage versetzen, ihren Kunden in Form einer „Lösung aus einer Hand“ eine enorme Fülle an Produkten und Inhaltsgruppen anzubieten und auf diese Weise Wettbewerber zu verdrängen, indem sie das eigenständige Inhaltsangebot (falls über den Desktop der Wettbewerber zugänglich) zum selben Preis anbieten wie das gebündelte Angebot (das Inhalt und Analysen enthält).
375. Thomson und Reuters erzielten im Jahr 2006 mit dem Verkauf von Fundamentaldaten über Weiterverreiber Einnahmen von [10-100]\* Mio. EUR weltweit und [0-10]\* Mio. EUR im EWR („Lizenzgebühren“ und „Durchverkauf“). Sollten Thomson/Reuters diese Einnahmen durch den Ausschluss ihrer konkurrierenden Weiterverreiber verlieren, so müsste das neu entstandene Unternehmen diese Einbußen ausgleichen, indem es von seinen Wettbewerbern Kunden abwirbt, die mindestens ebenso hohe Einnahmen bringen. Die Kunden würden zu Thomson/Reuters wechseln, um Desktop-Produkte zu erwerben, womit sie dem neuen Unternehmen deutlich höhere Einnahmen einbringen würden als der Verkauf von Inhalten über Weiterverreiber. Ausgehend von den Daten, die die Anmelder bereitgestellt haben, wäre eine Ausschließungsstrategie mit der Verdrängung einer geringen Zahl von Kunden (des ehemaligen Weiterverreibers) rentabel (gemessen an den Einnahmen)<sup>133</sup>.
376. Es ist daher wahrscheinlich, dass die aus der Fusion hervorgehende Einheit entweder die Preise für ihre Fundamentaldateninhalte erhöhen wird, wenn diese über die Plattform externer Betreiber bereitgestellt werden, oder aufhören wird, Fundamentaldaten an/über Weiterverreiber zu verkaufen, ohne von einer Gegenkraft auf dem Markt diszipliniert zu werden.

---

über Moody's oder S&P zu vertreiben, könnten sich diese Unternehmen laut den Anmeldern im Gegenzug weigern, ihre Daten an Thomson zu verkaufen.

<sup>132</sup> Vgl. internes Dokument von Reuters, Ref. Nr. MP-00044822: [...]\*: „Wir haben eine erhebliche Abhängigkeit von Dritten entwickelt, auf die derzeit fast die Hälfte unserer Einnahmen entfallen. Es ist unbedingt notwendig, dass wir 2007 klare Schritte ergreifen, um diese Abhängigkeit zu verringern“. Der Anreiz, diese Abhängigkeit von Dritten bezüglich der Erreichung von Endkunden zu verringern, gilt auch im Bereich der Fundamentaldaten. Vgl. auch internes Dokument von Thomson Ref. Nr. Q1.0015 [...]\*: „Integration der Inhalte von Reuters und Eliminierung drittseitiger Bezugsquellen“. Vgl. auch internes Dokument von Reuters, Ref. Nr. MP-00029132: [...]\*, „Nutzung der Chance, FactSet-Benutzer, die mit der mangelnden Flexibilität der Thomson-Daten auf FactSet unzufrieden sind, zum Umstieg auf das Angebot von Reuters zu bewegen“. „Intensivierung der Bemühungen, die Anzahl der Inhaltseinheiten von Reuters, die über FactSet vertrieben werden, zu verringern, und die Kunden dazu zu motivieren, das Angebot von Reuters, z.B. RKIM, als Ersatz von FactSet in Betracht zu ziehen“.

<sup>133</sup> Für eine genaue Beurteilung der Rentabilität der Ausschließungsstrategie vgl. Kapitel „V.B.5. Vertikaler Ausschluss in den Bereichen Aftermarket Research, Gewinnschätzungen, Fundamentaldaten und Wirtschaftsdaten-Zeitreihen“.

V.B.3.13.3. Schlussfolgerung zu den wettbewerbswidrigen vertikalen Auswirkungen

377. Aus dem Vorstehenden kann daher der Schluss gezogen werden, dass Thomson/Reuters versucht und in der Lage sein wird, Wettbewerber auf dem Fundamentaldatenmarkt auszuschließen.
378. Zudem würde eine solche vertikale Ausschließung möglicherweise die horizontalen Effekte durch die Konzentration dadurch verstärken, dass die Erhöhung der Preise von Inhalten, die an/über Weitervertreiber verkauft werden, und/oder die Verringerung der Qualität der Desktop-Produkte (die Fundamentaldaten enthalten), die über Weitervertreiber vertrieben werden, letzten Endes die Wahrscheinlichkeit erhöhen würden, dass Thomson/Reuters seine Preise für seine eigenen Kunden gewinnbringend erhöhen kann. Wie bereits erwähnt, gibt es keinen Wettbewerber, der ein gleichwertiges Produkt wie Thomson oder Reuters anbietet, weshalb die Kunden keine Möglichkeit hätten, zu einem Anbieter mit vergleichbarem Preis bzw. entsprechender Qualität zu wechseln.

V.B.3.14. Schlussfolgerung über Fundamentaldaten

379. Die durchgeführte Marktuntersuchung ergab, dass die Fusion trotz der Behauptungen der Anmelder negative Auswirkungen auf den Wettbewerb im Bereich der Fundamentaldaten haben wird. Die Untersuchung ergab, dass Thomson und Reuters derzeit über die glaubwürdigsten Fundamentaldatenbanken verfügen, die sowohl Daten aus den USA als auch aus dem EWR umfassen und deren Historie 15 bis 20 Jahre zurück reicht. Fundamentaldatenbanken dieses Typs sind besonders wichtig für Kunden (vor allem auf der Käuferseite, aber in beschränktem Maß auch auf der Verkäuferseite), die auf der Grundlage solider Modelle und Analysen historischer Trends quantitative Handelsmodelle entwickeln müssen.
380. In Bezug auf die horizontalen Effekte wird die Fusion voraussichtlich erhebliche negative Auswirkungen haben. Sie wird die Konkurrenz zwischen den beiden führenden Anbietern von Fundamentaldaten mit weltweiter geografischer (zumindest USA und EWR) und historischer Abdeckung eliminieren. Ebenso wird die Fusion voraussichtlich zu einer Rationalisierung der Produktlinien und damit zu verringerten Auswahlmöglichkeiten für die Kunden von Fundamentaldatenprodukten führen.
381. Zudem würde das neu entstandene Unternehmen voraussichtlich eine vertikale Ausschließung seiner Wettbewerber durchführen, indem es die Preise der über Weitervertreiber vertriebenen Fundamentaldaten erhöht oder den Zugang zu seinem Fundamentaldatenangebot auf seine eigenen Kunden (die eine komplette Desktoplösung bei Thomson/Reuters kaufen) beschränkt.
382. Aus dem Vorstehenden kann daher der Schluss gezogen werden, dass die Konzentration zu einer erheblichen Behinderung des effektiven Wettbewerbs im Bereich der Fundamentaldaten führen wird.

#### V.B.4. Zeitreihen/Wirtschaftsdaten

##### V.B.4.1. Einleitung

383. Wirtschaftsdaten setzen sich größtenteils aus makroökonomischen Variablen wie z. B. BIP, Arbeitslosenquoten, Geldmengen, Handelsbilanzzahlen und Inflationsraten zusammen. Diese Informationen werden als Einzelwerte erhoben und über eine Zeitspanne von mehreren Jahren verfolgt (Zeitreihen). Diese Daten stammen zumeist von Behörden (wie nationalen oder supranationalen Statistikämtern oder Zentralbanken), doch solche Zeitreihen enthalten auch geschützte Daten, z. B. von Forschungseinrichtungen.

##### V.B.4.2. Von den Anmeldern berechnete Marktanteile

384. Hinsichtlich des Vertriebs von Zeitreihen/Wirtschaftsdaten haben die Anmelder versucht, ihre Marktanteile und diejenigen ihrer Wettbewerber auf der Grundlage von Einkommenschätzungen zu berechnen.

Tabelle 16: Marktanteile bei Zeitreihen/Wirtschaftsdaten auf weltweiter und EWR-Ebene, 2006

UNTERNEHMEN	ZEITREIHEN/WIRTSCHAFTSDATEN ÜBER DESKTOP + DATENEINSPEISUNG	
	Weltweit	EWR
Thomson	[10-20]* %	[10-20]* %
Reuters	[10-20]* %	[10-20]* %
Thomson + Reuters	[20-30]* %	[30-40]* %
Bloomberg	[20-30]* %	[20-30]* %
Global Insight	[10-20]* %	[10-20]* %
Moodys	[0-10]* %	[0-10]* %
Haver Analytics	[0-10]* %	[0-10]* %
Euromoney/ISI	[0-10]* %	[0-10]* %
Economist Intelligence Unit (Pearson)	[0-10]* %	[0-10]* %
Sonstige	[0-10]* %	[0-10]* %

Quelle: Antwort der Anmelder auf ein Auskunftsverlangen gemäß Artikel 11 vom 11. Oktober 2007, Anhang 15.

385. Die Anmelder geben an, dass sich der Umsatz mit Zeitreihen/Wirtschaftsdaten nur schwer aus den Paketangeboten herauslösen lässt, weshalb sie nur eher ungenaue Schätzungen ihres Einkommens in diesem Bereich angeben können, aber auch zahlreiche Wettbewerber hatten Schwierigkeiten, genaue Umsatzzahlen zu den Zeitreihen/Wirtschaftsdaten bekanntzugeben. Dennoch waren einige wenige Wettbewerber in der Lage, diesbezüglich Auskunft zu geben. Die Daten, die die Kommission erheben konnte, haben gezeigt, dass

die Anmelder Schätzungen abgaben, die über den von den Wettbewerbern tatsächlich gemeldeten lagen, womit deren Marktanteile im Vergleich zum Marktanteil der Anmelder eigentlich niedriger wären. Als schwierig erwies sich außerdem die genaue Ermittlung des gesamten Marktwerts, da Angebote mit Zeitreihen/Wirtschaftsdaten vielfach mit anderen Datenprodukten gekoppelt bzw. integriert sind, für die der Verkäufer einen Gesamtpreis und selten einen Preis für das einzelne Produkt verrechnet.

386. So bietet Bloomberg beispielsweise seine gesamten Datenprodukte im Rahmen der Terminal-Lösung Bloomberg Professional Services an, für die der Endverbraucher unabhängig von der bezogenen Datenmenge monatlich pro Terminal einer bestimmten Gebühr bezahlt. Demzufolge war es Bloomberg nicht möglich, für den Umsatz mit Zeitreihen/Wirtschaftsdaten getrennte Informationen bekannt zu geben.
387. Aus einem internen Dokument von Reuters<sup>134</sup> geht hervor, dass dieses Unternehmen seinen eigenen Marktanteil bei Zeitreihen/Wirtschaftsdaten auf ca. [20-30]\* % schätzt. In demselben Dokument gibt Reuters auch für seine Wettbewerber Marktanteile an: für Thomson einen Marktanteil von [30-40]\* %, für Global Insight ca. [10-20]\* %, für Feri ca. [0-10]\* % und für alle anderen ca. [0-10]\* %. Auch das im Dokument genannte zugrundeliegende Marktvolumen weicht erheblich ab.
388. Daraus lässt sich der Schluss ziehen, dass zur genauen Beurteilung der Marktstellung der Parteien neben den geschätzten Marktanteilen auch andere Kriterien benötigt werden.

#### V.B.4.3. Vergleich der Angebote der wichtigsten Anbieter

389. Die meisten Kunden, die an der Marktuntersuchung teilgenommen haben, beurteilten die Glaubwürdigkeit des Zeitreihen/Wirtschaftsdaten-Angebots auf der Basis des erfassten Zeitraums und der geografischen Reichweite der Inhalte.
390. Die Anmelder legten einen Vergleich der Zeitreihen/Wirtschaftsdaten-Produkte von Thomson und Reuters mit denjenigen ihrer Wettbewerber vor, in dem sie den erfassten Zeitraum und den abgedeckten geografischen Raum sowohl mit Blick auf die Inhaltsgruppe als auch auf die Tätigkeit des Unternehmens detailliert darstellten.

---

<sup>134</sup> [...]\*, Dok. Ref. MP-00051761.

Tabelle 17: Von den Zeitreihen/Wirtschaftsdaten-Produkten abgedeckter Zeitraum und geografischer Raum<sup>135</sup>

UNTERNEHMEN	ZUSAMMEN- GESTELLTE DATEN / VON DRITTEN BEZOGENE DATEN	ABGEDECKTER GEOGRAFI- SCHER RAUM (ZUSAMMEN- GESTELLTE DATEN)	GEOGRA- FISCHE AUSRICHTUN- G	ERFASSTER ZEITRAUM	GEOGRA- FISCHE AUSRICHT- TUNG DER TÄTIGKEIT
<b>Thomson</b>	Zusammen- gestellt	[500 000-600 000]*	G7: [200 000- 300 000]*; Restl. Industrie- nationen [100 000- 200 000]*; Wachstums- märkte: [100 000- 200 000]*	Bis zu 50 Jahre; Restl. Industrie- nationen: 30 Jahre; Wachstums- märkte: 20 Jahre	Weltweit, mit den meisten Kunden in Europa, Asien und Nord- amerika
<b>Reuters</b>	Zusammen- gestellt	[2-3 Mio.]*	Europa: [1,4-1,6 Mio.]*; Nordamerika: [1,4-1,6 Mio.]*; Restl. Industrie- nationen: [0,6-0,8 Mio.]*; Wachstums- märkte: [0,6-0,8 Mio.]	30 Jahre	80 % Europa, 10 % Nordamerika
<b>Bloomberg</b>	Zusammen- gestellt	30 000	Global	10 bis 15 Jahre	Weltweit
<b>Global Insight</b>	95 % zusam- mengestellt; 5 % von CEIC	2 500 000	USA, Kanada: 1,1 Mio.; Europa: 880 000; Global: 333 000	35 bis 55 Jahre für USA; sonst 30 Jahre	40 % USA; 40 % Europa, 20 % Rest
<b>Haver Analytics</b>	Größtenteils zusammen- gestellt; Weitervertrei- ber von CEIC	2 000 000	USA: 1 Mio.; Europa: 500 000; Global: 300 000	40 Jahre	In erster Linie USA; einige Kunden in Europa
<b>CEIC</b>	Zusammen- gestellt	951 000	USA+Europa: 360 000	20 bis 40 Jahre	In erster Linie in Asien; weitere Kunden über FactSet und Haver
<b>Economy.com</b>	Zusammen- gestellt	165 000 000	USA: 164 Mio.; Global:1 Mio.	40 Jahre	75 % USA; ca. 5 % Europa
<b>Economist Intelligence (Pearson) Unit</b>	Zusammen- gestellt	200 000	Global	30 bis 40 Jahre	Weltweit mit Schwerpunkt in Europa

<sup>135</sup> Quelle: Antwort der Anmelder auf ein Auskunftsverlangen gemäß Artikel 11 vom 30. Oktober 2007, Anhang 9.

391. Die Detailangaben zu Thomson und Reuters deuten darauf hin, dass die beiden Unternehmen nicht nur in Bezug auf den erfassten Zeitraum und die Menge der Daten das umfassendste Angebot unterbreiten, sondern ihre Daten auch die größte geografische Reichweite haben. Mit rund [2-3]\* Mio. zusammengestellten Datensätzen hat Reuters bei weitem das umfassendste Datenangebot und deckt damit fast die gesamten Märkte der USA und Europas ab. Das Angebot von Thomson ist in Bezug auf den geografischen und zeitlichen Umfang der Angaben ähnlich wie dasjenige von Reuters, umfasst aber weniger Daten.
392. Bloomberg beispielsweise verfügt über sehr viel weniger Daten, die außerdem höchstens 10 bis 15 Jahre zurückreichen. Darüber hinaus befasst sich Bloomberg nicht mit dem Weitervertrieb seiner Zeitreihen/Wirtschaftsdaten. Zudem bietet Bloomberg seine Zeitreihen/Wirtschaftsdaten nur als Teil seiner umfassenden Terminallösung an. Wie bei der Terminallösung macht Bloomberg keine Angaben zum Preis des Angebots an Zeitreihen/Wirtschaftsdaten, so dass ein Endbenutzer, der nur die Zeitreihen/Wirtschaftsdaten beziehen will, das gesamte Paket kaufen müsste. Auch wenn sich ein Endbenutzer für die Terminallösung entscheidet, wird der Bloomberg-Terminal vorwiegend in einem bestimmten Bereich verwendet, beispielsweise im Handel mit festverzinslichen Wertpapieren, das heißt von einer Nutzergemeinschaft, die für ihre tägliche Arbeit kaum Zeitreihen/Wirtschaftsdaten benötigt. Bloomberg scheint daher für die Anmelder keinen ernstzunehmenden Wettbewerbsdruck darzustellen. Auch die Marktuntersuchung, bei der weder die Wettbewerber noch die Kunden Bloomberg als Ersatz für die Zeitreihen/Wirtschaftsdaten-Produkte der Anmelder erwähnten, kommt zu diesem Schluss.
393. Die Zeitreihen/Wirtschaftsdaten von Global Insight betreffen in erster Linie die USA, obwohl auch Daten zu anderen Weltregionen angeboten werden. Global Insight betrachtet sich in gewisser Weise als Wettbewerber von Thomson (Datastream) und Reuters (Ecowin), jedoch kaum gegenüber anderen Wettbewerbern. Dennoch erkennt Global Insight seine Abhängigkeit beim Weitervertrieb über andere Desktop-Anbieter an, umso mehr, als andere Desktop-Anbieter dazu neigen, ihr eigenes Angebot an Zeitreihen/Wirtschaftsdaten zu bevorzugen. Global Insight wäre somit als Wettbewerber Thomson/Reuters unterlegen.
394. Haver Analytics ist ein fast völlig auf die USA beschränkter Vertreiber von zusammengestellten und weitervertriebenen Zeitreihen/Wirtschaftsdaten. Das Unternehmen bietet sein Dienste in erster Linie Kunden aus den USA an. Was die europäischen Kunden von Haver Analytics betrifft, so deuten die von Haver abgedeckten Daten darauf hin, dass es sich um Kunden handelt, die ausschließlich Informationen aus den Vereinigten Staaten benötigen und Haver zur Absicherung bei US-Daten verwenden, eine im Finanzdienstleistungsbereich übliche Vorgehensweise. Indessen wäre Haver Analytics auf weltweiter Basis kein wachstumsfähiger Anbieter von Inhalten.
395. CEIC stellt seine Daten über Weitervertrieb bereit und sein Datenbestand, der insbesondere Europa abdeckt, ist eher klein im Vergleich zu dem von Thomson und Reuters.
396. Economy.com gehört zu Moody's und bietet einen umfangreicheren Datenbestand an, wobei es sich jedoch fast ausschließlich um US-Daten handelt. Wie bei Haver liegt sein Verkaufsschwerpunkt in den USA.

397. Ferner nannten die Anmelder auch Factset als Wettbewerber. Größtenteils ist Factset jedoch ein Weitervertreiber der Zeitreihen/Wirtschafts-Inhaltsgruppe vor allem von Reuters und Global Insight sowie anderen Anbietern, während es selbst nur wenige Inhalte zusammenstellt. Sollte Ecowin, das Produkt von Reuters, vom Markt verschwinden, müsste Factset nach Alternativen suchen und unter Umständen zunächst den Datenbestand von Global Insight vertreiben. Daraus kann geschlossen werden, dass Factset nach dem Zusammenschluss kaum als ernstzunehmender Wettbewerber anzusehen sein wird, da dieses Unternehmen weitgehend vom Weitertrieb von Produkten der Anmelder abhängt.
398. Letzten Endes sind andere Wettbewerber gemessen an der zeitlichen Ausdehnung ihrer Zeitreihen und der geografischen Abdeckung ihrer Inhaltsgruppen ziemlich klein und konzentrieren sich auf bestimmte Nischen.

#### V.B.4.4. Thomson und Reuters sind die realistischen Alternativen

399. Die Marktuntersuchung hat gezeigt, dass viele Wettbewerber und Kunden ihre Zeitreihen/Wirtschaftsdaten von Thomson oder Reuters beziehen und sich nur wenige Alternativen vorstellen können. Viele ihrer Großkunden sind der Ansicht, dass das Angebot von Thomson bzw. Reuters beinahe gleichwertig ist. Einige der Kunden erwähnen auch Global Insight, während andere Zeitreihen/Wirtschaftsdaten-Angebote nur der Absicherung dienen bzw. eine bessere lokale und ergänzende Abdeckung bieten, ohne jedoch als vollwertige Alternative zu Thomson oder Reuters zu gelten.
400. Auch die Anmelder sehen sich als direkte Konkurrenten, was auch durch interne Unterlagen von Thomson und Reuters bestätigt wird<sup>136</sup>. Ferner hat die Marktuntersuchung gezeigt, dass sich die Zeitreihen/Wirtschaftsdaten-Produkte von Reuters in den vergangenen Jahren jenen von Thomson angenähert haben und dass sich die beiden Produktgruppen hinsichtlich der zeitlichen und räumlichen Abdeckung in den letzten Jahren angeglichen haben.

#### V.B.4.5. Wettbewerbswidrige horizontale Wirkungen (nicht koordiniert)

401. Zahlreiche Kunden beziehen Zeitreihen/Wirtschaftsdaten sowohl von Thomson als auch von Reuters und arbeiten parallel mit Datastream und Ecowin. Die Kunden beziehen abhängig von ihren Bedürfnissen zwischen 50 % und 80 % ihres Bedarfs von Thomson bzw. Reuters und sind daher weitgehend von diesen beiden Anbietern abhängig. Es scheint sehr wahrscheinlich, dass nach dem Zusammenschluss entweder das Produkt von Thomson oder das von Reuters überflüssig werden wird, da die Anmelder keinen Nachweis erbracht haben, dass sie beide Produkte weiterführen wollen, und auch keine schlüssigen Argumente dafür vorgebracht haben. Nur wenige Kunden sind der Ansicht, dass sie ernstzunehmende Alternativen haben; weltweit sehen sie lediglich Global Insight als Möglichkeit an. Dennoch erwecken die internen Dokumente von Reuters den Anschein, dass Global Insight als Wettbewerbsbedrohung nicht mit Thomson zu vergleichen ist<sup>137</sup>.

---

<sup>136</sup> [...]\*, Dok. Ref. Q4(B).0355, Q4(B).0360; [...]\*, bereitgestellt vom DoJ; [...]\*, Dok. Ref. Band 12, Dok. 49 und Band 15, Dok. 10.

<sup>137</sup> [...]\*, Dok. Ref. Q4(B).0355, Q4(B).0360.

402. Es gibt zwar kleinere Anbieter von Zeitreihen/Wirtschaftsdaten, aber es ist fragwürdig, ob es diesen Unternehmen gelingen kann, ihr Angebot gemessen an der zeitlichen und räumlichen Datenausdehnung in kurzer Zeit dem des zweiten bereits weit zurückliegenden Wettbewerbers anzugleichen, um als gleichwertiger Konkurrent von Thomson/Reuters oder Global Insight angesehen zu werden.
403. Der Zusammenschluss würde also die Zahl der Wettbewerber auf dem Markt auf zwei verringern. Die kleineren Wettbewerber würden eine nicht ernstzunehmende Alternative darstellen, da sie sehr wahrscheinlich weiterhin im Nischengeschäft tätig sein werden. Darüber hinaus wäre nach dem Zusammenschluss damit der engste Konkurrent für Zeitreihen/Wirtschaftsdaten beseitigt.
404. In diesem Szenario erscheint eine Erhöhung der Preise für Zeitreihen/Wirtschaftsdaten wahrscheinlich. Interne Dokumente von Reuters bestätigen, dass das Unternehmen seinen Kunden in der Vergangenheit, als es in erbarmungslosem Wettbewerb zu Thomson stand, Ecwin zu einem niedrigeren Preis bzw. im Paket als Teil des Desktop-Angebots von Reuters anbot. Dieser Wettbewerb wäre mit dem Zusammenschluss beendet, womit Preiserhöhungen wahrscheinlich würden. Ferner würden Kunden, die sich von Thomson/Reuters abwenden, wahrscheinlich nur zu Global Insight wechseln. In dem Wissen, dass potenzielle Wettbewerber längere Zeit benötigen würden, um zu einer glaubwürdigen Alternative zu werden, würde sich Global Insight allerdings kaum für einen harten Preiskampf mit Thomson/Reuters entscheiden. Solche negativen horizontalen Effekte hätten direkte Auswirkungen auf die Kunden der Anmelder und die Weitervertreiber.
405. Da der Wettbewerb auf verschiedenen Ebenen stattfindet, das heißt auf der Ebene der Desktop-Produkte und auf dem vorgelagerten Markt, erscheint ein harter Wettbewerb durch Global Insight im Bereich der Desktop-Zeitreihen/Wirtschaftsdaten eher unwahrscheinlich, da Thomson/Reuters größtenteils ihren Kunden eigene Desktops verkaufen, während Global Insight für den Zugang zu seinen Kunden von den Desktops anderer Anbieter von Finanzinformationen (das heißt Weitervertreibern) abhängt. Im Bereich der vorgelagerten Ebene des Markts wird im Vertrieb von Zeitreihen/Wirtschaftsdaten mittels Dateneinspeisungen im Vergleich zum Desktop-Vertrieb ein geringerer Umsatz erzielt, womit es eher unwahrscheinlich erscheint, dass er eine Wettbewerbsbedrohung für das Desktop-Angebot der Anmelder darstellen würde.

#### V.B.4.6. Hohe Eintritts- und Expansionsschranken

406. Die Anmelder argumentieren, die Eintrittsschranken auf dem Markt der Zeitreihen/Wirtschaftsdaten seien nicht hoch. Zur Untermauerung ihrer Argumentation haben die Anmelder eine Liste öffentlich verfügbarer Quellen vorgelegt, aus denen Makrowirtschaftsdaten bezogen werden können. Es scheint, dass die Anmelder annehmen, dass ein beliebiger Wettbewerber, der auf dem Markt für Zeitreihen/Wirtschaftsdaten tätig werden bzw. sein Angebot um diese Produkte erweitern möchte, diese Daten problemlos beziehen und ein wettbewerbsfähiges Angebot aufbauen kann.
407. Viele der im Rahmen der Marktuntersuchung befragten Kunden arbeiten typischerweise mit Zeitreihen/Wirtschaftsdaten in genormtem oder zusammengestelltem Format, jedoch nur selten mit Rohdaten. Die Beschaffung von Rohdaten aus mehreren verschiedenen Quellen stellt keine ernstzunehmende Option für die Kunden dar, da die Endbenutzer eine Vielzahl von Websites durchsuchen müssten. Ferner argumentieren die Anmelder, dass die Endbenutzer in der Lage wären, die Datenmittler, das heißt die Datenkompilierer, zu übergehen. Da jedoch die Kunden mit zusammengestellten Daten arbeiten müssen und die

Rohdaten keine Alternative darstellen, weil die Kunden ja nicht selbst zu Datenkompilierern werden wollen, sind sie für die Beschaffung der Daten auf die Kompilierer angewiesen.

408. Der Aufbau von Gruppen von Inhalten mit zusammengestellten Rohdaten erfordert einen mehrjährigen Arbeits- und Ressourceneinsatz. Die Marktuntersuchung hat gezeigt, dass mindestens zwei bis drei Jahre erforderlich sein dürften, um zusammengestellte Zeitreihen/Wirtschaftsdaten aufzubauen. Zudem wären hohe Investitionen in Personal und Infrastruktur erforderlich, um umfassende Rohdaten zu erheben und diesen eine genormte Struktur zu verleihen, sodass sich sinnvolle Datensätze ergeben. Aus internen Dokumenten von Reuters zu seinem Produkt Ecowin geht deutlich hervor, dass der Aufbau eines Angebots an Zeitreihen/Wirtschaftsdaten ein ressourcenaufwändiges Vorhaben ist, für das Reuters als bedeutender Anbieter in diesem Bereich viele Jahre und beträchtliches Kapital einsetzen musste, um Ecowin auf dem Markt zu etablieren.
409. Ferner hat die Marktuntersuchung gezeigt, dass es für einen Anbieter von großer Bedeutung ist, den Ruf zu genießen, qualitativ hochwertige Produkte anzubieten. Die Kunden neigen dazu, nur Daten von Anbietern auszuwählen, von denen sie komplette und verlässliche Inhaltsgruppen erwarten können. Für Kunden aus dem Finanzdienstleistungssektor ist ein Anbieter mit einer kleineren Inhaltsgruppe und mit zusammengestellten Daten, die nicht dem Standard entsprechen, keine Alternative. Die erforderliche Zeit, um ein glaubwürdiges Angebot, das heißt einen kompletten Datenbestand, der von potenziellen Kunden als ernstzunehmende Alternative angesehen wird, aufzubauen, kann mehrere (vermutlich zwei bis drei) Jahre in Anspruch nehmen. Es ist daher fraglich, ob kleinere Wettbewerber einen ausreichenden wirtschaftlichen Anreiz hätten, in ein solches Projekt zu investieren, insbesondere weil während der Aufbauphase keine Einkommensströme aus dem Verkauf von Zeitreihen/Wirtschaftsdaten aus einer kleineren Inhaltsgruppe zu erwarten wären, da die Kunden, wenn sie kein komplettes Produkt erhalten können, eher vollkommen auf das Angebot verzichten.
410. Die Anmelder haben Schätzungen bezüglich des erforderlichen Kapitaleinsatzes für den Eintritt in den Markt bei Zeitreihen/Wirtschaftsdaten angestellt. Als Mindestanforderung rechneten sie grob geschätzt  $[0-10] \cdot \text{Mio. EUR}$  für die Erhebung der Inhalte und für den Betrieb der Datenbank in der Anlaufphase, die sie auf ca. ein Jahr schätzten. Die weiteren Betriebskosten wurden von den Anmeldern viel niedriger geschätzt. Einige im Rahmen der Marktuntersuchung befragte Wettbewerber setzten die Investitionskosten viel höher, nämlich mit etwa 10 bis 30 Mio. EUR an. Ihrer Ansicht nach müsste für den Aufbau einer Inhaltsgruppe, mit der ein Wettbewerber Thomson/Reuters Konkurrenz machen könnte, eine Anlaufphase von mindestens zwei bis drei Jahren veranschlagt werden. Diese Zeit würde benötigt, um die Inhaltsgruppe auf einem glaubwürdigen Qualitätsstand anzubieten, den potenzielle Kunden sich von einem ernstzunehmenden Anbieter von Zeitreihen/Wirtschaftsdaten erwarten werden. Potenzielle Anbieter von Zeitreihen/Wirtschaftsdaten, die Erfahrung im Aufbau von Inhaltsgruppen haben, scheinen einen Eintritt in den Markt der Zeitreihen/Wirtschaftsdaten für kostenintensiv und zeitaufwändig zu halten, das heißt sie gehen von hohen Eintrittsschranken aus.

#### V.B.4.7. Negative vertikale Effekte

411. Es ist anzunehmen, dass Thomson/Reuters die neue Position auf dem Markt für Zeitreihen/Wirtschaftsdaten nutzen wird, um seine Wettbewerber vom Markt auszuschließen, indem es die Preise für diese über Weitervertreiber angebotene Inhaltsgruppen erhöhen bzw. seinen Wettbewerbern diese Daten einfach vorenthalten

wird. Thomson/Reuters wird die Möglichkeit und einen Anreiz haben, eine solche Strategie zu verfolgen.

V.B.4.7.1. Fähigkeit, Wettbewerber vom Markt auszuschließen

412. Beide Anmelder sind im Weitervertrieb von Zeitreihen/Wirtschaftsdaten über Datastream- und Ecwin-Produkte tätig. Auch wenn ihre Einnahmen aus dieser Tätigkeit geringer sind als diejenigen aus dem Vertrieb von Zeitreihen/Wirtschaftsdaten über ihre Desktop-Produkte, ist der Vertrieb von Thomson- und Reuters-Daten eine wesentliche Ergänzung des Produktangebots jedes Weitervertriebers. Beispielsweise bietet Factset im Rahmen seines Desktop-Produkts Zeitreihen/Wirtschaftsdaten von Reuters an, womit Factset den Verkauf seines Desktops ankurbelt, da die Zeitreihen/Wirtschaftsdaten von Reuters auf dem Markt als robust und zuverlässig gelten. Dasselbe dürfte auch für die Weitervertriebspartner von Thomson gelten.
413. Da andere Wettbewerber – einschließlich Global Insight – nicht in der Lage sein werden, ein ähnliches Produkt anzubieten, werden die Anmelder die Möglichkeit haben, Wettbewerber aus dem Markt auszuschließen.

V.B.4.7.2. Anreiz für den Ausschluss von Wettbewerbern

414. Nach dem Zusammenschluss würde der Anreiz zum Weitervertrieb entfallen: Thomson und Reuters würden dann nicht mehr im Wettbewerb miteinander stehen, und die Kunden würden ihr kombiniertes Zeitreihen/Wirtschaftsdaten-Produkt als bestes Angebot ansehen, womit der Thomson/Reuters-Desktop noch attraktiver würde. Falls die Anmelder weiterhin ihre kombinierten Zeitreihen/Wirtschaftsdaten über Wettbewerber weitervertrieben, die auch Desktop-Angebote haben, würde dies das Desktop-Verkaufsargument der Anmelder aufwerten. Würden jedoch die Anmelder beginnen, ihre Zeitreihen/Wirtschaftsdaten nur noch über ihre eigenen Desktop-Produkte zu vertreiben, so wäre es für die Wettbewerber schwierig, die Kunden zu überzeugen, sich für ihr Desktop-Angebot zu entscheiden, weil die zuverlässigsten Inhaltsgruppen mit Zeitreihen/Wirtschaftsdaten nicht zur Verfügung stünden.
415. Thomson und Reuters erzielten im Jahr 2006 mit dem Verkauf von Wirtschaftsdaten-Zeitserien über Weitervertrieber Einnahmen von [0-10]\* Mio. EUR weltweit und [0-10]\* Mio. EUR im EWR („Lizenzgebühren“ und „Durchverkauf“). Sollten Thomson/Reuters diese Einnahmen durch den Ausschluss ihrer konkurrierenden Weitervertrieber verlieren, so müsste das neu entstandene Unternehmen diese Einbußen ausgleichen, indem es von seinen Wettbewerbern Kunden abwirbt, die mindestens ebenso hohe Einnahmen bringen. Die Kunden würden zu Thomson/Reuters wechseln, um Desktop-Produkte zu erwerben, womit sie dem neuen Unternehmen deutlich höhere Einnahmen einbringen würden als der Verkauf von Inhalten über Weitervertrieber. Ausgehend von den Daten, die die Anmelder bereitgestellt haben, wäre eine Ausschließungsstrategie mit der Verdrängung einer geringen Zahl von Kunden (des ehemaligen Weitervertriebers) rentabel (gemessen an den Einnahmen)<sup>138</sup>.

---

<sup>138</sup> Für eine genaue Beurteilung der Rentabilität der Ausschließungsstrategie vgl. Kapitel „V.B.5. Vertikaler Ausschluss in den Bereichen Aftermarket Research, Gewinnschätzungen, Fundamentaldaten und Wirtschaftsdaten-Zeitserien“.

416. Das Argument der Anmelder, die Wettbewerber könnten einfach zu anderen Datenanbietern wechseln, sollte der Weitervertrieb eingestellt werden, scheint fragwürdig, weil – wie zuvor erläutert – kaum ein Alternativangebot existiert. Die alternativen Desktop-Anbieter sind weniger gut auf dem Desktop-Markt etabliert, wodurch sie aus der Sicht eines Kompilierers weniger attraktiv als Weitervertreiber von Zeitreihen/Wirtschaftsdaten erscheinen.

V.B.4.7.3. Schlussfolgerung zu den wettbewerbswidrigen vertikalen Auswirkungen

417. Daraus kann der Schluss gezogen werden, dass Thomson/Reuters sowohl den Anreiz als auch die Möglichkeit haben wird, auf dem Markt für Zeitreihen/Wirtschaftsdaten Wettbewerber auszuschließen.

418. Darüber hinaus könnte ein derartiger vertikaler Ausschluss die durch die Konzentration entstehenden horizontalen Auswirkungen verschlimmern, da die Preiserhöhung für an/über Weitervertreiber verkaufte Inhalte und/oder die Qualitätsverschlechterung bei von Weitervertreibern vertriebenen Desktop-Produkten (die Zeitreihen/Wirtschaftsdaten enthalten) die Wahrscheinlichkeit erhöhen würde, dass Thomson/Reuters gewinnbringend seine Preise für seine eigenen Kunden erhöhen kann. Wie bereits erwähnt, gibt es keinen Wettbewerber, der ein gleichwertiges Produkt wie Thomson oder Reuters anbietet, weshalb die Kunden keine Möglichkeit hätten, zu einem Anbieter mit vergleichbarem Preis bzw. entsprechender Qualität zu wechseln.

V.B.4.8. Schlussfolgerung zu Zeitreihen/Wirtschaftsdaten

419. Aus den obigen Feststellungen lässt sich schließen, dass die vorgeschlagene Transaktion den Wettbewerb auf dem Gemeinsamen Markt behindern wird. Nach dem Zusammenschluss würde ein ernst zu nehmender Wettbewerber vom Markt für Zeitreihen/Wirtschaftsdaten verschwinden, und Thomson/Reuters hätte die Möglichkeit und den Anreiz, die Preise zu erhöhen. Den Kunden blieben kaum Optionen und wenige glaubwürdige Alternativen mit einer geringeren zeitlichen und räumlichen Abdeckung der Zeitreihen/Wirtschaftsdaten. Ein rascher Eintritt in diesen Markt scheint kaum möglich.

420. Ferner würde das neu gebildete Unternehmen sehr wahrscheinlich seine Wettbewerber ausschließen, indem es die Preise für über Weitervertreiber angebotene Zeitreihen/Wirtschaftsdaten (Lizenzgebühren und Durchverkauf) erhöhen oder den Zugang zu seinem Angebot für Zeitreihen/Wirtschaftsdaten auf seine eigenen Kunden begrenzen würde (jene Kunden, die von Thomson/Reuters eine komplette Desktop-Lösung kaufen).

421. Daraus kann geschlossen werden, dass die Konzentration im Bereich Zeitreihen/Wirtschaftsdaten zu einer beträchtlichen Behinderung des effektiven Wettbewerbs führen würde.

**V.B.5. Vertikaler Ausschluss in den Bereichen Aftermarket Research, Gewinnschätzungen, Fundamentaldaten und Wirtschaftsdaten-Zeitreihen**

422. Wie bereits erläutert, hätten Thomson und Reuters sowohl die Möglichkeit als auch einen Anreiz, ihre Wettbewerber in den Bereichen Aftermarket Research, Gewinnschätzungen, Fundamentaldaten und Zeitreihen/Wirtschaftsdaten vertikal auszuschließen. Erreichen

könnten sie dies, indem sie die Preise für diese über Weitervertreiber angebotenen Inhaltsgruppen (Lizenzgebühren und/oder Durchverkauf) erhöhen oder ihren Weitervertreibern diese Inhaltsgruppen vorenthalten.

#### V.B.5.1. Möglichkeit und Anreiz zum Ausschluss

423. Käme es zur Anwendung einer derartigen Strategie, so würde dies für die Desktopangebote zahlreicher Wettbewerber eine ernsthafte Einschränkung bedeuten, insbesondere dann, wenn sich Thomson/Reuters entschließen sollte, seine Kunden in Hinblick auf alle vier Inhaltsgruppen gleichzeitig vom Wettbewerb auszuschließen. Die Marktuntersuchung hat ergeben, dass [70-80]\* % der Wettbewerber, die Desktop-Lösungen anbieten, Inhalte von Thomson oder Reuters weitervertreiben, auch wenn Thomson und Reuters möglicherweise nicht die einzigen Anbieter dieser Art von Inhalten sind. [60-70]\* % der Bewerber befassen sich besonders mit dem Weitertrieb von Fundamentaldaten, Schätzungen, Brokerberichten bzw. Wirtschaftsdaten-Zeitreihen von Thomson oder Reuters. Zu beachten ist, dass alle großen Wettbewerber – mit Ausnahme von Bloomberg – eine oder mehrere dieser vier spezifischen Inhaltsgruppen der Anmelder weitervertreiben.
424. Zu beachten ist außerdem, dass Thomson/Reuters andere Inhalte wie z. B. Daten zu Eigentumsverhältnissen, Transaktionen, Nachrichten, sonstige Zeitreihen usw. intern zusammenstellen wird, ohne von anderen Anbietern abhängig zu sein. Thomson/Reuters wird sein Angebot ausweiten und dank seiner Marktposition bei der Datensammlung weniger von Dritten abhängen. Das neue Unternehmen hat keine Vergeltungsmaßnahmen seiner Wettbewerber zu befürchten, da kein Wettbewerber in der Lage sein wird, Thomson/Reuters die Belieferung mit einer Inhaltsgruppe vorzuenthalten, die die Anmelder nicht selbst zusammenstellen könnten.
425. Wie in mehreren Kapiteln dieser Entscheidung erläutert, wird sich die Möglichkeit und der Anreiz zum Ausschluss anderer Wettbewerber insbesondere auf die Bereiche Fundamentaldaten, Schätzungen, Brokerberichte und Wirtschaftsdaten-Zeitreihen auswirken, jedoch nicht auf andere Inhaltsgruppen, in denen der Zusammenschluss keine wettbewerbswidrigen Folgen haben wird.
426. Bei den Kunden handelt es sich um Finanzexperten, die korrekte, verlässliche und seriöse Informationsquellen benötigen. Aus der Marktuntersuchung geht hervor, dass sich die Kunden für den Fall, dass ihre Desktop-Anbieter bestimmte Inhaltsgruppen nicht mehr anbieten bzw. die Qualität der im Rahmen ihrer Desktop-Lösungen mitgelieferten Inhaltsgruppen signifikant herabsetzen sollten, nach einem anderen Desktop-Anbieter umsehen würden. Auch wenn die Festlegung eines Schwellenwerts, ab dem sich ein Kunde wegen der Verschlechterung der in einem Desktop integrierten Inhaltsgruppen veranlasst sehen wird, den Anbieter zu wechseln, nicht möglich ist, ist es doch wahrscheinlich, dass eine Reihe von Wettbewerbern mit ernsthaften Schwierigkeiten zu kämpfen hätten, wenn sie in Ermangelung der besten verfügbaren Inhalte (wie vor dem Zusammenschluss) ihre Kunden behalten wollen.
427. Kunden, die zu einem anderen Desktop-Anbieter wechseln wollen und nach einem Desktop Ausschau halten, der komplette und seriöse Inhaltsgruppen liefert, könnten grundsätzlich zu Thomson/Reuters oder als Alternative zu Bloomberg wechseln. Im Bereich Forschung und Vermögensverwaltung ist Bloomberg allerdings nicht so angesehen wie Thomson/Reuters (z. B. ist sein Angebot an Schätzungen zeitlich auf die jüngste Vergangenheit begrenzt, bietet also keine historischen Informationen, zudem bietet Bloomberg keine Aftermarket Research an) und gilt zudem als besonders kostspielig.

insbesondere weil es in erster Linie den eigenen Bloomberg-Terminal mit allen Finanzprodukten vermarktet.

#### V.B.5.2. Rentabilität des Ausschlusses

428. Eine Entscheidung von Thomson/Reuters, die Vermarktung seiner Inhaltsgruppen über Weitervertreiber einzustellen, müsste wirtschaftlich begründet sein. Eine derartige Veränderung würde die Mehrheit der nachgelagerten Wettbewerber und vor allem die größten mit Ausnahme von Bloomberg treffen. Der Wirkungsbereich von Bloomberg ist aber gerade im Bereich Forschung und Vermögensverwaltung, in dem der Bedarf an diesen Inhaltsgruppen am größten ist, nur begrenzt.
429. 2006 erzielten Thomson/Reuters weltweit Einnahmen von [10-100]\* Mio. EUR (im EWR [10-100]\* Mio. EUR) aus dem Weitertrieb (Lizenzgebühren und Durchverkauf) ihrer Inhaltsgruppen Fundamentaldaten, Schätzungen, Aftermarket Broker Research und Zeitreihen/Wirtschaftsdaten. Um den Verlust dieser Einnahmen aus dem Weitertrieb für diese vier Inhaltsgruppen ausgleichen zu können, müssten Thomson/Reuters ihre Einnahmen im Bereich Forschung und Vermögensverwaltung um einen ähnlichen Betrag erhöhen (Desktops mit diesen Inhaltsgruppen werden in erster Linie in diesem Bereich verkauft) indem sie Kunden ihrer Desktop-Wettbewerber (Weitervertreiber) abwerben würden.
430. Die von Thomson und Reuters mit einem oder mehreren der vier oben beschriebenen Inhaltsgruppen belieferten Wettbewerber von Thomson und Reuters (Weitervertreiber) erzielten im Jahr 2006 einen weltweiten Umsatz von ca. 2 Mrd. EUR im Bereich Forschung und Vermögensverwaltung. [10-100]\* Mio. EUR stellen dabei weniger als [0-10]\* % des von diesen Wettbewerbern erwirtschafteten Umsatzes dar.
431. Sollte die Ausschließungsstrategie von Thomson/Reuters also effizient genug sein, um mehr als [0-10]\* % der derzeit von den Anmeldern mit einer oder mehreren der vier beschriebenen Inhaltsgruppen belieferten Kunden von Desktop-Wettbewerbern zu überzeugen, so würde dieses Strategie dem neu entstandenen Unternehmen eine Nettosteigerung des Ertrags bescheren.
432. Demzufolge muss nur eine begrenzte Zahl von Kunden abgeworben werden, um den Ertragsverlust aus dem Weitertrieb auszugleichen, und die Verschlechterung der Qualität der Desktop-Produkte der Wettbewerber wird wahrscheinlich dazu führen, dass ausreichend Kunden zum Vorteil der Anmelde den Anbieter wechseln. Demzufolge könnte es für Thomson/Reuters rentabel sein, ihre Preise für den Weitertrieb der vier Inhaltsgruppen über Weitervertreiber zu erhöhen bzw. die Vermarktung ihrer Inhaltsgruppen über Weitervertreiber zu beenden, da bereits der Wechsel eines kleinen Teils der Kunden (der früheren Weitervertreiber) zum Desktopangebot von Thomson/Reuters die Ausschließungsstrategie wirtschaftlich rechtfertigen würde.

#### V.B.6. Eigentumsverhältnisse

433. Die Daten zu Eigentumsverhältnissen liefern eine fundierte Übersicht über die Eigentumsverhältnisse bei den auf dem Finanzmarkt verfügbaren Wertpapieren. Grundsätzlich betreffen sie die die globalen Eigentumsverhältnisse bei Wertpapieren, Informationen zu Beteiligungen und zum Eigentum an festverzinslichen Wertpapieren. Diese Informationen werden vor Allem im Off-Trading-Floor-Bereich benötigt. Die Benutzer bedienen sich der Anwendungen für Angaben zu Eigentumsverhältnissen, um die laufenden Positionen der Aktieninhaber bzw. diejenigen aus der jüngsten

Vergangenheit zu beobachten. Im Allgemeinen können die Informationen nach Aktieninhabern, nach den Anteilen unterschiedlicher Fonds an Vermögenswerten, nach den wichtigsten Veränderungen der Positionen ab dem ersten Berichtsdatum sowie nach sonstigen Prinzipien sortiert werden.

#### V.B.6.1. Produkte von Thomson und Reuters

434. Im Bereich des Inhaltssegments Eigentumsverhältnisse hält Thomson eine starke Position. Die Daten zu den Eigentumsverhältnissen von Thomson werden vornehmlich unter der Marke Thomson One vertrieben, obwohl auch andere Thomson-Produkte wie z. B. Treasura, Sharewatch, Streetsight Daten zu Eigentumsverhältnissen enthalten. Thomson stellt seine Daten zu Eigentumsverhältnissen zusammen und bündelt sie, bevor sie an die Endkunden verkauft werden bzw. über Dritte vertrieben werden.
435. Im Bereich des Inhaltssegments Eigentumsverhältnisse ist Reuters nur ein marginaler Marktteilnehmer. Reuters vermarktet kein spezifisches Produkt mit Daten zu den Eigentumsverhältnissen. Dennoch beinhalten einige seiner Produkte, wie z. B. Reuters Knowledge und Reuters 3000Xtra, Informationen zu Eigentumsverhältnissen. Seine Daten zu Beteiligungen bezieht Reuters in erster Linie von Drittanbietern (Factset/Lionshare), während es Daten zu den Eigentumsverhältnissen für festverzinsliche Wertpapiere direkt erhebt. Seine intern erhobenen Daten zu den Eigentumsverhältnissen werden nicht über Dritte an Endkunden weitervertrieben.

#### V.B.6.2. Wettbewerbsrechtliche Würdigung

436. Im Rahmen der Marktuntersuchung wurden keine ernststen Bedenken in Bezug auf die Angaben zu Eigentumsverhältnissen laut. Die Marktuntersuchung hat vielmehr gezeigt, dass der Zusammenschluss den wirksamen Wettbewerb in diesem Segment nicht beeinträchtigen wird. Erstens ist Reuters in diesem Bereich nur ein marginaler Marktteilnehmer, da es seine Inhalte grundsätzlich über Dritte ([...]\* bei Beteiligungsdaten) bezieht und daher keinen starken Wettbewerbsdruck auf Thomson ausübt. Zweitens wird sich Thomson nach dem Zusammenschluss auch weiterhin Wettbewerbern ausgesetzt sehen, die im Bereich der Daten zu Eigentumsverhältnissen merklich stärker sind als Reuters, wie z. B. Factset, Bloomberg und anderen kleineren Akteuren, die Daten zu den Eigentumsverhältnissen zusammenstellen und verteilen (Ilios, NAIC, Bureau van Dijk).
437. Der Umstand, dass Reuters keinen starken Wettbewerbsdruck auf Thomson ausübt, wird auch durch die internen Dokumente der Anmelder bestätigt. Aus einem Dokument von Thomson mit dem Titel [...]\* geht hervor, dass Factset der wichtigste Wettbewerber von Thomson im Bereich der Daten zu Eigentumsverhältnissen ist<sup>139</sup>. Untermuert wird diese Feststellung auch durch ein jüngeres Dokument von Reuters namens [...]\*, in dem Factset/Lionshare und Bloomberg als wesentliche Wettbewerber von Thomson im Bereich der Daten zu Eigentumsverhältnissen genannt werden, nicht jedoch Reuters<sup>140</sup>.

---

139 Thomson-Dokument [...]\*, Ref. Q(B).0437.

140 Reuters-Dokument: [...]\*, Ref. MP-00002480.

### V.B.7. Transaktionen

438. Transaktionsdaten liefern einen umfassenden Überblick über die globale Kapitalmarktaktivität in verschiedenen Bereichen und dienen den institutionellen Analysten als Instrument zur Beurteilung von Unternehmen. Die Transaktionsdaten erstrecken sich auf Bereiche wie Beteiligungen, Anleihen, mittelfristige Anleihenprogramme, Konsortialkredite, öffentliche Finanzierungen, Projektfinanzierungen, Fusionen und Übernahmen, Unternehmensfinanzierungen, Umstrukturierungen usw.. Transaktionsdaten finden vor allem im Off-Trading-Floor-Bereich Verwendung.

#### V.B.7.1. Produkte von Thomson und Reuters

439. Im Bereich des Inhaltssegments Transaktionen hält Thomson eine starke Position. Die Transaktionsdaten von Thomson werden nicht nur unter der Marke Thomson One vertrieben, sondern auch im Rahmen anderer Produkte, wie z. B. Treasura, IFR und insbesondere SDC Platinum. Thomson erhebt seine Transaktionsdaten und stellt sie zusammen, bevor es sie an die Endkunden verkauft bzw. zum Teil über Dritte weitervertriebt.
440. Wie bei den Daten zu Eigentumsverhältnissen ist Reuters im Bereich der Transaktionen nur ein marginaler Marktteilnehmer. Das Angebot von Reuters im Bereich Transaktionsdaten ist Teil der Produkte Reuters Knowledge und Reuters 3000Xtra. Reuters erhebt seine Transaktionsdaten und stellt sie zusammen, um sie direkt an seine Endkunden zu verkaufen. Im Gegensatz zu Thomson werden die Transaktionsdaten von Reuters nicht über Dritte weitervertrieben.

#### V.B.7.2. Wettbewerbsrechtliche Würdigung

441. Im Rahmen der Marktuntersuchung wurden keine ernststen Bedenken in Zusammenhang mit Transaktionsdaten geäußert. Es zeigte sich, dass der Zusammenschluss den wirksamen Wettbewerb im Transaktionsdatensegment nicht beeinträchtigen wird. Tatsächlich ist Reuters in diesem Bereich nur ein marginaler Marktteilnehmer, der nicht in der Lage ist, auf Thomson Wettbewerbsdruck auszuüben. Auf der anderen Seite wird das neue Unternehmen nach dem Zusammenschluss weiterhin nicht nur der Konkurrenz durch einen wichtigen Akteur ausgesetzt sein, der bessere und aktuellere Daten über alle Anlageklassen hinweg vertreibt (Dealogic), sondern sich auch gegen weitere Wettbewerber behaupten müssen, zu denen Capital IQ (S&P), Bloomberg, Mergerstat (Factset) bzw. Merger Market zählen.
442. Bestätigt wird dies durch die von den Anmeldern vorgelegten internen Dokumente. So wird z. B. in einem Dokument von Thomson mit dem Titel [...] <sup>141</sup> nur Dealogic als wichtiger Konkurrent von Thomson im Bereich der Transaktionsdaten genannt; ferner werden einige andere nennenswerte Anbieter von Nischeninhalten sowie Niedrigpreisanbieter genannt, darunter z. B. Merger Market und BvD Zephyr. Einige von Reuters vorgelegte Dokumente weisen darauf hin, dass Reuters als schwacher Wettbewerber anzusehen ist, während Thomson und Dealogic im Bereich Transaktionen die wichtigsten Wettbewerber sind, und dass von anderen Wettbewerbern

---

<sup>141</sup> Thomson-Dokument [...]\*, Ref. Q(4)384.

wie z. B. Capital IQ und Factset erwartet wird, dass sie ernsthafte Alternativen entwickeln werden<sup>142</sup>.

**V.B.8. Sonstige Gruppen von Inhalten (Personalprofile, öffentliche Daten und andere Zeitreihen)**

V.B.8.1. Beschreibung der Inhaltsgruppen

443. Zu den sonstigen Gruppen von Inhalten, die in den Tätigkeitsbereich der Anmelder fallen, zählen Daten zu Personalprofilen, öffentliche Daten und sonstige Zeitreihen, die nicht zu den bereits untersuchten Zeitreihen von Wirtschaftsdaten gehören.
444. Das Inhaltssegment Personalprofile umfasst eine globale Zusammenstellung von Detaildaten zu Einrichtungen auf Käufer- und Verkäuferseite und ihrem Personal einschließlich biografischer und Kontaktdaten sowie verbundener Inhalte. Diese spezifische Gruppe von Inhalten ist eng mit anderen Inhalten verknüpft, um detaillierte Aufschlüsse über die Eigentumsverhältnisse bei Wertpapieren, Fondsverwaltung und Berichterstattung der Analysten zu geben.
445. Öffentliche Daten beinhalten eine Zusammenstellung von Unternehmensdokumenten einschließlich von Jahresberichten, Daten zu meldepflichtigen Insidergeschäften und andere Daten.
446. Zeitreihen außerhalb der Wirtschaftsdaten beinhalten Zeitreihen zu Beteiligungen, festverzinslichen Wertpapieren, Termingeschäften, Optionen, Optionsscheinen und andere Daten.

V.B.8.2. Wettbewerbsrechtliche Würdigung

447. Die Marktuntersuchung hat im Segment Personalprofile, öffentliche Daten und andere Zeitreihen keine ernsthaften wettbewerbsrechtlichen Bedenken zutage gefördert.
448. Personalprofile und öffentliche Daten werden nur von einem der beiden Anmelder (Thomson) vermarktet. Der Zusammenschluss wird daher nicht zu horizontalen Überschneidungen bzw. Erweiterungen des Marktanteils von Thomson führen. Darüber hinaus wird die aus dem Zusammenschluss hervorgehende Einheit auch weiterhin mit einer Reihe von Wettbewerbern im Wettbewerb stehen, darunter Big Dough, StreetSight, Bloomberg im Segment Personalprofile bzw. Edgar Online, Perfect Information, 10K Wizard und Global Reports im Segment der öffentlichen Daten.
449. In Bezug auf andere Zeitreihen förderte die Marktuntersuchung keine ernsten Wettbewerbsbedenken zutage. Die Marktuntersuchung hat außerdem gezeigt, dass die aus dem Zusammenschluss hervorgehende Einheit im Bereich der anderen Zeitreihen auch weiterhin im Wettbewerb mit einer nennenswerten Anzahl an Wettbewerbern, wie z. B. Factset, Bloomberg, RIMES usw. stehen wird.

---

<sup>142</sup> Reuters-Dokumente [...]\*, Ref. MP-00005378, [...]\*, Ref. MP-00043713, sowie [...]\*, Ref. MP-00047710.

## V.B.9. Desktop-Produkte in Forschung und Vermögensverwaltung

### V.B.9.1. Desktop-Produkte für die Vermögensverwaltung in Belgien, Finnland und dem Vereinigten Königreich

450. Was die Desktop-Produkte für die Vermögensverwaltung anbelangt, so zeigen die von den Anmeldern bereitgestellten Daten, dass es horizontale Überschneidungen zwischen ihnen gibt, die insbesondere in Belgien (gemeinsamer Marktanteil von [20-30]\* %, um ca. [0-10]\* % erhöht), in Finnland (gemeinsamer Marktanteil [30-40]\* %, um ca. [0-10]\* % erhöht) und im Vereinigten Königreich (gemeinsamer Marktanteil [30-40]\* %, um [10-20]\* % erhöht) Auswirkungen auf die Märkte haben werden<sup>143</sup>.
451. In Belgien beträgt der gemeinsame Marktanteil [20-30]\* %. Im Rahmen der Marktuntersuchung wurden gegenüber der Kommission keine Bedenken geäußert, was darauf hindeutet, dass auf dem Markt ein ausreichend gesunder Wettbewerb herrscht, was sich auch in der großen Zahl der hier aktiven Finanzinstitute widerspiegelt.
452. In Finnland kommt es zwar zu Auswirkungen auf den Markt (gemeinsamer Marktanteil von [30-40]\* %), wobei jedoch anzumerken ist, dass die Einnahmen von Thomson nur [weniger als eine Million]\* EUR betragen.
453. Im Vereinigten Königreich, wo der gemeinsame Marktanteil ca. [30-40]\* % beträgt, gibt es die größten Überschneidungen (vor dem Zusammenschluss beträgt der Marktanteil von Thomson [20-30]\* %, derjenige von Reuters [10-20]\* %). Allerdings wurden im Rahmen der Marktuntersuchung gegenüber der Kommission keine Bedenken geäußert, was darauf hindeutet, dass auf dem Markt ein hinreichend gesunder Wettbewerb herrscht, was sich auch in der großen Zahl der im Vereinigten Königreich im Bereich Vermögensverwaltung tätigen Finanzinstitute widerspiegelt. Insbesondere lässt die Struktur der Vermögensverwaltungsbranche im Vereinigten Königreich erkennen, dass im Vereinigten Königreich eine große Zahl unabhängige Finanzberater tätig ist; auch besteht mit Blick auf den im Vereinigten Königreich international ausgerichteten Finanzdienstleistungssektor hinreichend Wettbewerbsdruck von Seiten der Vermögensverwalter, die sich nicht auf das Vereinigte Königreich konzentrieren.

### V.B.9.2. Desktop-Produkte für andere Segmente in Forschung und Vermögensverwaltung

454. Was die übrigen Desktop-Produkte für die Segmente Anlageverwaltung, Investment-Banking und Firmenkunden betrifft, zeigen die von den Anmeldern vorgelegten Daten,

---

<sup>143</sup> Es gibt noch andere Länder, in denen sich der Zusammenschluss technisch auf den jeweiligen Markt auswirkt, wobei die Überschneidungen allerdings geringfügig sind oder das Ergebnis der Analyse klar ist. In **Österreich** hält Reuters vor dem Zusammenschluss einen Anteil von [80-90]\* %, aber der Anstieg aufgrund der Einnahmen von Thomson ist verschwindend gering ([weniger als 1 %]\*). In **Irland** beträgt der gemeinsame Marktanteil der Anmelder ca. [10-20]\* %, d.h. er liegt unter dem in der Fusionskontrollverordnung vorgegebenen Schwellenwert für eine Berücksichtigung (25 %). Auch in **Italien** wirkt sich der Zusammenschluss auf den Markt aus, allerdings liegt der Zuwachs aufgrund der Einnahmen von Thomson unter einem 1 % (gemeinsam [50-60]\* %). In **Luxemburg** beträgt der gemeinsame Marktanteil ca. [20-30]\* %. Betrachtet man jedoch die Benelux-Länder gemeinsam, so liegt der gemeinsame Marktanteil unterhalb von 15 %, so dass sich der Zusammenschluss nicht auf den Markt auswirken wird. In **Spanien** erreichen die Anmelder einen gemeinsamen Marktanteil von [40-50]\* %, jedoch beläuft sich der Anstieg durch die Einnahmen von Thomson lediglich auf [weniger als 1 %]\*.

dass es nur im Bereich Investment-Banking, in dem die aus dem Zusammenschluss hervorgehende Einheit 2006 einen gemeinsamen Marktanteil von ca. [20-30]\* % weltweit (Thomson [10-20]\* %, Reuters [0-10]\* %) bzw. [20-30]\* % im EWR hatte (Thomson [10-20]\* % und Reuters [0-10]\* %), horizontale Überschneidungen zwischen ihnen gibt, die zu Auswirkungen auf den Märkten führen können<sup>144</sup>. Im Rahmen der Marktuntersuchung wurden gegenüber der Kommission keine Bedenken geäußert. Der gemeinsame Marktanteil der Anbieter ist nicht besonders hoch, was darauf hindeutet, dass auf dem Markt ein hinreichend gesunder Wettbewerb herrscht, was sich auch in der großen Zahl der im nachgelagerten Bereich tätigen Finanzinstitute widerspiegelt.

## V.C. SCHLUSSFOLGERUNGEN

455. Auf der Grundlage der obigen Ausführungen ist die Kommission zu dem Schluss gelangt, dass der vorgeschlagene Zusammenschluss erhebliche Bedenken weckt. Es ist zu befürchten, dass er den wirksamen Wettbewerb auf den Märkten für Brokerberichte (Aftermarket Research), Schätzungen (sowohl aktuelle als auch historische), Fundamentaldaten sowie Zeitreihen/Wirtschaftsdaten sowohl auf weltweiter als auch auf EWR-Ebene erheblich behindern wird. Die beschriebenen negativen Auswirkungen des Zusammenschlusses werden sowohl die für sich verkauften Gruppen von Inhalten als auch die in die relevanten Desktop-Produkte eingebetteten Inhalte im Bereich von Forschung und Vermögensverwaltung betreffen.

## VI. VERPFLICHTUNGEN DER ANMELDER

456. Um die erheblichen Bedenken der Kommission in Bezug auf die genannten Bereiche auszuräumen, legten die Anmelder am 6. Dezember 2007 Verpflichtungen vor. Dank dieser Verpflichtungen sollen die Käufer der Vermögenswerte in die Lage versetzt werden, beim Verkauf von Schätzungen, Forschungsdaten, Fundamentaldaten und Zeitreihen/Wirtschaftsdaten am Wettbewerb teilzunehmen.

### VI.A. BESCHREIBUNG DER ERSTEN VERPFLICHTUNGEN

457. Die ersten Verpflichtungen beruhen auf den folgenden Elementen.
- a) Thomson und Reuters werden sich verpflichten, kurze Zeit nach der Entscheidung der Kommission Kopien der Datenbanken der Bereiche Fundamentaldaten, Schätzungen, Aftermarket Research und Zeitreihen/Wirtschaftsdaten zu verkaufen.
  - b) Thomson und Reuters werden dem/den Käufer/n der Datenbanken für eine Übergangszeit von bis zu [...] ab dem Zeitpunkt der Veräußerung technische Unterstützung gewähren, um ihn/sie in die Lage zu versetzen, die Datenbank/en in seine/ihre bestehenden Angebote zu integrieren.
  - c) Thomson und Reuters werden den/die Käufer nach Kräften in dem Bemühen unterstützen, die für den Vertrieb der relevanten Datenbanken und für die

---

<sup>144</sup> In Bezug auf die Desktop-Produkte für die Vermögensverwaltung lagen die gemeinsamen Marktanteile der Anmelder für das Jahr 2006 bei ca. [10-20]\* % (EWR) und bei [10-20]\* % (weltweit). Im Bereich Firmenkunden betragen die gemeinsamen Marktanteile der Anmelder 2006 ca. [0-10]\* % (EWR) und [10-20]\* % (weltweit). Aus diesem Grunde ergeben sich keine technischen Auswirkungen auf den Markt.

kontinuierliche Nutzung und den Ausbau dieser Datenbanken erforderliche Zustimmung der jeweiligen Urheber der Inhalte einzuholen. Besonders wichtig ist dies im Bereich Schätzungen und Forschung.

458. Die Anmelder erklären, dass diese Abhilfemaßnahmen geeignet sind, einen Käufer in die Lage zu versetzen, den Wettbewerb auf dem Markt dauerhaft wiederherzustellen.
459. Die Kopie einer Datenbank wird in jedem Fall beim Verkaufsabschluss auf dem neuesten Stand sein.
460. Zudem werden die Anmelder unter Verzicht auf eine Lizenzgebühr alle mit den Datenbanken verbundenen Immaterialgüterrechte, Geschäftsgeheimnisse, Fachkenntnisse und technischen Informationen weitergeben und Software für die Sammlung, Zusammenstellung, Normalisierung und Übertragung zur Verfügung stellen, damit die Käufer die Datenbanken in ihren Betrieb integrieren können. Auf Wahl des Käufers werden die Anmelder eine Liste von Fachpersonal zur Verfügung stellen. Die Anmelder werden einem Käufer erforderliche Informationen, Werkzeuge, Software, Mitarbeiter oder Unterstützung zur Verfügung stellen, wenn diese auf dem Markt nicht frei zugänglich sind.
461. Eine Abtretung der Kunden der Datenbanken ist nicht Bestandteil der Verpflichtungen. Auch beinhalten diese nicht das für den Betrieb der Datenbanken benötigte Personal. Die Fachleute stellen nur einen Bruchteil des gesamten Personals dar<sup>145</sup>.
462. In den auf Käufer anzuwendenden Kriterien ist festgehalten, dass als Käufer Unternehmen in Betracht kommen, die bereits Finanzinformationen anbieten, einen Anreiz haben, die Datenbanken über Dritte zu verkaufen, und über die erforderlichen finanziellen Mittel und über ausreichende Sachkenntnis verfügen, um die Datenbank zu betreiben.
463. Zudem sollten sie keine offensichtlichen Wettbewerbsbedenken wecken. Die Anmelder werden einen unabhängigen Treuhänder ernennen, der den Betrieb und die Wartung der verkauften Vermögenswerte überwachen wird, solange diese nicht in den Besitz des Käufers übergegangen sind. Auf diese Art soll ihre dauerhafte Funktionstüchtigkeit und Wettbewerbsfähigkeit gewahrt werden<sup>146</sup>.
464. Wird der Verkauf der genannten Vermögenswerte nicht innerhalb des ersten Verkaufszeitraums abgeschlossen<sup>147</sup>, so werden die Anmelder einen Treuhänder ernennen, der die noch nicht verkauften Vermögenswerte zu einem angemessenen Preis veräußern soll<sup>148</sup>.

---

<sup>145</sup> Die Zahl dieser Fachleute ist nach Angabe der Anmelder sehr begrenzt (Fundamentaldaten: [...]\*; Schätzungen: [...]\*; Wirtschaftsdaten-Zeitreihen: [...]\*).

<sup>146</sup> Vgl. Paragraph 22 der Verpflichtungen.

<sup>147</sup> Vgl. Teil (1) *Definitionen* der Verpflichtungen.

<sup>148</sup> Vgl. Paragraph 23 der Verpflichtungen.

## VI.B. UNTERSUCHUNG DER AUSWIRKUNGEN DER ERSTEN VERPFLICHTUNGEN AUF DEN MARKT

465. Die Kommission hat die Auswirkungen der ersten Verpflichtungen der Anmelder auf den Markt untersucht. Obwohl die Wettbewerber und Kunden im Allgemeinen einräumen, dass der rasche Marktzugang eines neuen Wettbewerbers in den betroffenen Bereichen eine geeignete Abhilfemaßnahme darstellt, haben sie auf eine Reihe von Schwachpunkten hingewiesen, die ihrer Meinung nach die Fähigkeit eines Käufers beeinträchtigen würden, auf Grundlage der ersten Verpflichtungen der Anmelder ein wirklich wettbewerbsfähiges Produkt zu entwickeln und zu nutzen<sup>149</sup>.
466. 81 % der befragten Wettbewerber sind der Ansicht, dass die vorgeschlagene Abhilfemaßnahme nicht genügt, um einen Käufer in die Lage zu versetzen, in kurzer Zeit ein wettbewerbsfähiges und funktionstüchtiges Produkt auf den Markt zu bringen, und um ein überlebensfähiges Geschäft zu gewährleisten. Der Grund dafür ist in ihren Augen, dass bestimmte wesentliche Vermögenswerte (Personal, immaterielle Vermögenswerte, Urheber und Kunden) nicht auf den potenziellen Käufer übertragen werden. Vor allem wurden folgende Anmerkungen zu den Schlüsselaspekten der Abhilfemaßnahmen gemacht.

### VI.B.1. Vermögenswerte

467. Die Marktuntersuchung hat gezeigt, dass im Allgemeinen alle für den Betrieb erforderlichen Vermögenswerte veräußert werden sollten, während die abzutretenden Vermögenswerte den ersten Verpflichtungen zufolge auf die „*billigerweise erforderlichen*“ beschränkt sind. Zudem sollten Vermögenswerte, die auf dem Markt frei zugänglich sind, den ersten Verpflichtungen zufolge nicht übertragen werden. Diese Kriterien sind sehr restriktiv und lassen viel Raum für Auslegungen. In Anbetracht der Tatsache, dass die für diese Tätigkeit erforderlichen Werkzeuge im Allgemeinen auf dem Markt verfügbar sind, sind die abzutretenden Vermögenswerte entsprechend den Kriterien der Anmelder grundsätzlich auf die intern entwickelte Software beschränkt. Der Mehrwert dieses Geschäfts beruht jedoch auf der Kombination der einzusetzenden Instrumente, weshalb eine Beschränkung des Verkaufs auf einen Teil dieser Instrumente verhindern könnte, dass der Käufer eine vollkommen funktionstüchtige Betriebsinfrastruktur erwirbt. Und dies könnte den Käufer daran hindern, sein eigenes Angebot richtig aufzubauen.
468. In der Marktuntersuchung sind zudem verschiedene Vermögenswerte identifiziert worden, die für den Betrieb notwendig sind, jedoch in den ersten Verpflichtungen nicht enthalten waren. Dazu zählen Aktualisierungsverfahren, Quelldokumente (aus denen die Daten extrahiert werden), Mechanismen für Einspeisung und Vertrieb der Datenbanken, Zugang zu F&E-Projekten, Berichtssysteme, Schulungsmaterial, mit dem Index der Datenbanken verbundene Immaterialgüterrechte, Hardware. Zudem wurde vorgeschlagen, die Übergangszeit, in der die Anmelder dem Käufer Unterstützung zu gewähren haben, zu verlängern, um den inhärenten technischen und anderen

---

<sup>149</sup> Es sollte darauf hingewiesen werden, dass die Kunden in Bezug auf die mit der Erfüllung der Verpflichtungen verbundenen Probleme weniger kritisch sind als die Wettbewerber, was verständlich ist, da sie solche Dienste nicht wie die Wettbewerber betreiben und daher weniger über die betrieblichen Beschränkungen wissen.

Schwierigkeiten Rechnung zu tragen, die mit dem laufenden Betrieb der Datenbank verbunden sein werden.

### *VI.B.2. Personal*

469. Die ersten Verpflichtungen beschränken die Möglichkeit des Käufers, Personal von Thomson und Reuters einzustellen, auf Schlüsselpersonal. Dabei handelt es sich um eine beschränkte Zahl von Führungskräften, die Schlüsselfunktionen in der Entwicklung der vier von den Abhilfemaßnahmen betroffenen Inhaltsgruppen bekleiden. Eine Reihe von Wettbewerbern hat die Ansicht geäußert, nur der Transfer sämtlicher oder einer Mehrheit der täglich an der Entwicklung und Wartung der Datenbanken beteiligten Mitarbeiter werde eine wirksame Abhilfemaßnahme darstellen und die Wettbewerbsbedenken ausräumen.
470. Es wurde darauf hingewiesen, dass die für den Aufbau und Betrieb solcher Dienste benötigte Sachkenntnis nicht auf die Verfahren beschränkt ist, sondern auch die Erfahrung der Mitarbeiter beinhaltet. Sollte ein Käufer sein eigenes Personal für Betrieb, Normalisierung und Vertrieb der Dienste ausbilden müssen, so bestünde ein erhebliches Risiko eines Qualitätsverlusts der Datenbanken. Daher ist vorgeschlagen worden, das gesamte Personal, das bei Thomson und Reuters an den betroffenen Produkten arbeitet, an den Käufer abzugeben<sup>150</sup>, um diesem einen erfolgreichen und glaubwürdigen Eintritt in den Markt zu ermöglichen. Das abzugebende Personal sollte demnach all jene Mitarbeiter umfassen, die die notwendigen Aufgaben erfüllen, um die abgetretenen Vermögenswerte zu nutzen, einschließlich des Personals in Management (Schlüsselpersonal), Softwareentwicklung, Datensammlung, Datennormalisierung oder Verwaltung.
471. Da die Abhilfemaßnahmen keinen Verkauf einer unabhängigen Unternehmenseinheit vorsehen, wird das Personal nicht automatisch an den Käufer abgetreten. Daher sollten Thomson und Reuters ihre Mitarbeiter von einem Wettbewerbsverbot in ihren Verträgen befreien, um dem Käufer eine Einstellung der benötigten Fachleute zu ermöglichen.

### *VI.B.3. Urheber*

472. Ein Unternehmen, das Schätzungen oder Aftermarket Research anbieten möchte, ist auf Daten von Brokern angewiesen, die hier auch als „die Urheber“ bezeichnet werden. Die Vermögenswerte im Bereich Schätzungen oder Aftermarket Research können von einem Käufer nur genutzt werden, wenn er mit Urhebern Vereinbarungen schließt, die es ihm erlauben, die Datenbanken zu unterhalten.
473. Die ersten Verpflichtungen sehen vor, dass Thomson/Reuters „alle angemessenen Anstrengungen“ unternehmen werden, um dem Käufer dabei zu helfen, solche Vereinbarungen zu schließen. Dieser Punkt hat einige Kritik seitens der Wettbewerber geweckt, die nicht erkennen können, welche Verpflichtungen die Anmelder mit dieser Zusage auf sich nehmen. Dazu kommt, dass Thomson/Reuters keineswegs einen klaren Anreiz hat, einem Konkurrenten beim Aufbau eines Alternativangebots zu helfen.

---

<sup>150</sup> Laut den Anmeldern arbeiten bei Thomson [...] Mitarbeiter im Bereich Fundamentaldaten; bei Reuters sind es [...] im Bereich Schätzungen und [...] in der Forschung (Real-time Research und Aftermarket Research, darüber hinaus leisten einige Mitarbeiter im Bereich Schätzungen auch Beiträge zur Forschung). Der Bereich Wirtschaftsdaten-Zeitreihen hat [...] Mitarbeiter.

Ausgehend von den Ergebnissen der Marktuntersuchung wurde daher vorgeschlagen, die Anmelder sollten verpflichtet sein, die Datenbank des Käufers solange zu aktualisieren, bis dieser Vereinbarungen mit allen oder einem großen Teil der wichtigsten Broker geschlossen hat, die derzeit Daten für die Schätzungen und die Aftermarket Research von Reuters liefern.

474. Mit Blick auf die Aftermarket Research haben Wettbewerber und Kunden erklärt, die Exklusivverträge zwischen Thomson und zahlreichen Brokern würden die Fähigkeit eines Käufers untergraben, ein glaubwürdiges Angebot auf den Markt zu bringen<sup>151</sup>. Darüber hinaus sind sie der Ansicht, Thomson/Reuters könne seine Stellung auf dem Markt nutzen, um neue Exklusivverträge zu schließen. Auch besteht die Möglichkeit, dass Thomson/Reuters Exklusivverträge mit Urhebern im Bereich der Schätzungen schließt. Ein solcher Schritt würde es einem Käufer sehr erschweren, glaubwürdige Alternativangebote an Schätzungen oder Aftermarket Research zu entwickeln, da der Käufer keinen Zugang zu den Daten wichtiger Urheber hätte. Daher wurde in der Marktuntersuchung vorgeschlagen, dieser Punkt solle Bestandteil der Verpflichtungen sein.

#### *VI.B.4. Kunden*

475. Die ersten Verpflichtungen sehen keine Abtretung des Kundenstamms vor. Die Mehrheit der Wettbewerber ist der Meinung, dies könne erhebliche nachteilige Folgen haben. Der Betrieb eines vollständigen Dienstes in einer der verkauften Inhaltsgruppen wird beträchtliche Fixkosten verursachen, da Sammlung, Normalisierung und Vertrieb der Daten aufrechterhalten werden müssen. Steht diesen Kosten nicht ein Mindestmaß an Einnahmen gegenüber, so könnte dies die Wettbewerbsfähigkeit des neuen Dienstes erheblich beeinträchtigen.
476. Ohne einen Kundenstamm wird es einem neuen Marktteilnehmer möglicherweise nicht gelingen, innerhalb eines kurzen Zeitraums eine ausreichende Zahl von Kunden anzulocken. Die Anbieter im Finanzinformationssektor sind auf eine ausgezeichnete Reputation auf dem Markt angewiesen, da die Kunden Risiken gegenüber besonders abgeneigt sind und kein Produkt von einer Firma kaufen werden, die nicht nachweislich einen zuverlässigen Dienst anbieten kann.
477. Daher ist ein Kundenstamm erforderlich, um die Wettbewerbsfähigkeit des Angebots zu gewährleisten und dem Käufer den Zugang zum Markt zu ermöglichen. 86 % der befragten Wettbewerber sind der Ansicht, dass mit den Datenbanken auch Kunden abgetreten werden müssen, damit der Käufer dem Markt ein glaubwürdiges Angebot unterbreiten kann.

#### *VI.B.5. Kriterien für die Auswahl geeigneter Käufer*

478. Im Rahmen der Marktuntersuchung wurde auch untersucht, inwieweit der Käufer bereits auf dem Markt für Finanzinformationen tätig sein muss. Die Kunden dürften bereit sein, eine Geschäftsbeziehung zu einem Unternehmen einzugehen, das bereits einen guten Ruf auf dem Markt genießt. Ein Käufer, der bereits über einen Kundenstamm verfügt, mit dem er einen Teil der Kosten seines neuen Angebots

---

<sup>151</sup> 93 % der Wettbewerber und 82 % der Kunden haben erklärt, die Exklusivverträge von Thomson würden die Wettbewerbsfähigkeit des Käufers beeinträchtigen.

amortisieren kann, oder der bereits Desktop-Kunden hat, an die er sein neues Produkt rasch verkaufen könnte, würde die Wahrscheinlichkeit erhöhen, dass die abgetretenen Vermögenswerte erfolgreich genutzt werden können.

#### VI.C. ENDGÜLTIGE VERPFLICHTUNGEN

479. Die Kommission teilte den Anmeldern die Ergebnisse der Marktuntersuchung mit, die ihre ersten Verpflichtungen mit dem Ziel änderten, die meisten von Konkurrenten und Kunden geäußerten Bedenken auszuräumen. Die endgültigen Verpflichtungsangebote wurden am 21. Dezember 2007 vorgelegt. Sie sind im Folgenden angeführt, wobei die Anmerkungen (*anfänglich*) und (*geändert*) zeigen, welche Elemente der endgültigen Zusagen bereits Bestandteil der ersten Verpflichtungen waren. Aufgrund der in den endgültigen Verpflichtungsangeboten enthaltenen Verbesserungen ist die Kommission zu dem Schluss gelangt, dass die Unternehmen die von der Transaktion geweckten erheblichen Bedenken ausgeräumt haben, weshalb der Zusammenschluss nach Maßgabe von Artikel 10 Absatz 2 der Fusionskontrollverordnung genehmigt werden kann.
480. Die endgültigen Verpflichtungsangebote beruhen auf folgenden Hauptbestandteilen:
- a) Thomson und Reuters werden sich verpflichten, kurze Zeit nach der Entscheidung der Kommission Kopien der Datenbanken der Bereiche Fundamentaldaten, Schätzungen, Aftermarket Research und Zeitreihen/Wirtschaftsdaten zu verkaufen. Die Kopie jeder dieser Datenbanken wird zum Zeitpunkt des Verkaufsabschlusses auf dem neuesten Stand sein (*anfänglich*).
  - b) Um die Datenbanken nutzen zu können, wird der Käufer die Möglichkeit erhalten, Schlüsselpersonal (*anfänglich*) und anderes Personal zu engagieren, das gegenwärtig für die laufende Betreuung der Datenbanken verantwortlich ist (*geändert*).
  - c) Die Anmelder werden unter Verzicht auf eine Lizenzgebühr alle mit den Datenbanken verbundenen geistigen Eigentumsrechte, Geschäftsgeheimnisse, Fachkenntnisse und technischen Informationen weitergeben und Software für die Sammlung, Zusammenstellung, Normalisierung und Übertragung zur Verfügung stellen, damit die Käufer die Datenbanken in ihren laufenden Betrieb integrieren können (*anfänglich*).
  - d) Neben den genannten Elementen werden die Anmelder relevante Informationen über Quelldokumente, Kopien von Schulungsunterlagen, in Entwicklung befindliche Softwareversionen und Rechte zur Nutzung numerischer Identifizierungssysteme, die gegenwärtig zur Identifizierung der Unternehmen in den Datenbanken benötigt werden, zur Verfügung stellen. Die für den Betrieb der Datenbanken erforderliche Software wird an den Käufer abgetreten werden, sofern diese Software nicht im Wesentlichen für andere Tätigkeiten von Thomson oder Reuters benötigt wird (*geändert*).
  - e) Thomson und Reuters werden in einem Übergangszeitraum von bis zu [...] \* ab dem Zeitpunkt des Verkaufs technische Unterstützung gewähren, um den/die Verkäufer in die Lage zu versetzen, die Datenbank(en) in seine/ihre vorhandenen Angebote zu integrieren (*anfänglich*). Auf Wahl des Käufers

kann dieser Zeitraum für die Fundamentaldaten von Thomson und für die Schätzungen von Reuters auf [...] \* verlängert werden (*geändert*).

- f) Thomson und Reuters werden in einem Zeitraum von bis zu [...] \* ab dem Verkauf regelmäßige Aktualisierungen der Datenbanken durchführen, um den/die Verkäufer in die Lage zu versetzen, augenblicklich am Wettbewerb teilzunehmen. Auf Wahl des Käufers kann dieser Zeitraum für die Fundamentaldaten von Thomson und für die Schätzungen von Reuters auf [...] \* verlängert werden (*geändert*).
- g) Thomson und Reuters werden den/die Käufer nach Kräften in dem Bemühen unterstützen, die für den Vertrieb der relevanten Datenbanken und für die kontinuierliche Nutzung und den Ausbau dieser Datenbanken erforderliche Zustimmung der jeweiligen Urheber der Inhalte einzuholen (*anfänglich*). Dies gilt insbesondere für Schätzungen und Aftermarket Research. Ist es dem Käufer zum Zeitpunkt des Verkaufsabschlusses nicht gelungen, Vereinbarungen mit i) mindestens [...] \* der Urheber der relevanten Datenbank und ii) [...] \* der [...] \* wichtigsten Urheber zu schließen, so werden die Anmelder dem Käufer erlauben, bis zu [...] \* lang zu den bei Reuters üblichen Bedingungen als Weitervertreiber der Inhalte all jener Urheber tätig zu werden, mit denen der Käufer noch keine geeigneten Vereinbarungen schließen konnte. Auch können in einem Zeitraum von [...] \* regelmäßige Aktualisierungen der Datenbanken bereitgestellt werden (*geändert*).
- h) Thomson/Reuters wird in einem Zeitraum von [...] \* keine exklusiven Vereinbarungen mit neuen Urhebern über die Bereitstellung von Aftermarket Research oder Schätzungen schließen. Sollte ein Konkurrent wesentliche Exklusivverträge mit Urhebern schließen, kann die Kommission die Anmelder von dieser Verpflichtung entbinden (*geändert*).
- i) Thomson und Reuters werden dem relevanten Käufer im möglichen Ausmaß Kundenverträge über direkte Dateneinspeisungen von Inhalten aus der Thomson-Datenbank für Fundamentaldaten und der Reuters-Datenbank für Schätzungen übertragen. Sofern dies nicht möglich ist, werden die Anmelder solchen Kunden unter Verzicht auf eine Vertragsstrafe ein vorzeitiges Kündigungsrecht innerhalb von 12 Monaten einräumen. Thomson/Reuters wird die Verhandlungen zwischen dem relevanten Käufer und solchen Kunden nicht stören (*geändert*).
- j) In den auf Käufer anzuwendenden Kriterien ist festgehalten, das als Käufer Unternehmen in Betracht kommen, die bereits Finanzinformationen anbieten, einen Anreiz haben, die Datenbanken über Dritte zu verkaufen, und über die erforderlichen finanziellen Mittel und über ausreichende Sachkenntnis verfügen, um die Datenbank zu betreiben. Zudem sollten sie keine offensichtlichen Wettbewerbsbedenken wecken (*anfänglich*). Zudem sollte der Käufer bereits institutionelle Kunden betreuen und in Bezug auf die Reuters-Datenbank für Aftermarket Research ein Real-time Research-Produkt anbieten oder ein solches Angebot planen (*geändert*).

481. Die Verpflichtungen beziehen sich auf die folgenden Datenbanken:

- a) Fundamentaldaten. Die Anmelder werden dem Käufer eine Kopie der Thomson-Datenbank mit Fundamentaldaten, die Bestandteil des Produkts „Enterprise FX“ sind, sowie auf Wahl des Käufers eine Kopie von Thomsons Produkt „WorldscopeFile2“ verkaufen.
- b) Schätzungen. Die Anmelder werden dem Käufer eine Kopie der Reuters-Datenbank mit Schätzungen verkaufen. Diese Datenbank enthält Gewinnsschätzungen aus dem Reuters-Produkt „Knowledge Direct-Estimates“ (sowohl detaillierte als auch „Konsensschätzungen“).
- c) Forschung. Die Anmelder werden dem Käufer eine Kopie der Sammlung von Reuters’ Aftermarket Research aus dem Produkt „Reuters Knowledge“ verkaufen.
- d) Zeitreihen/Wirtschaftsdaten. Die Anmelder werden dem Käufer eine Kopie von Reuters’ Wirtschaftsdatenbank EcoWin verkaufen.

#### **VI.D. BEURTEILUNG DER VERPFLICHTUNGEN**

482. Die von den Anmeldern vorgeschlagene Abhilfemaßnahme besteht darin, bestehende Geschäftsbereiche von Thomson und Reuters abzutreten, um in den vier Bereichen von Inhalten, die Wettbewerbsprobleme verursachen, einem neuen starken Akteur einen raschen Markteintritt zu ermöglichen.

##### *VI.D.1. Globale Beurteilung*

483. Im Verlauf der Untersuchung hat die Kommission Wettbewerbsprobleme bei vier Gruppen von Inhalten festgestellt. Diese Inhalte werden nicht von separaten Unternehmenseinheiten produziert und bereitgestellt, die einfach ausgegliedert werden könnten, um die Bedenken der Kommission auszuräumen. Sie werden üblicherweise in Terminals oder Dateneinspeisungen, die den Bedürfnissen verschiedener Kundengruppen angepasst werden, mit anderen Inhalten und Funktionen kombiniert. Dies entspricht dem Bemühen von Reuters und Thomson, ihre Tätigkeit entsprechend den Bedürfnissen der Kunden in den Sektoren Verkauf und Handel sowie Forschung und Vermögensverwaltung zu organisieren.

484. Aus diesem Grund wurde eine vollständige Ausgliederung bestimmter Geschäftsbereiche von Reuters oder Thomson nicht in Erwägung gezogen. Da die Inhalte die Form von Datenbanken haben und kopiert und abgetreten werden können, haben die Anmelder angeboten, Kopien ihrer Datenbanken samt der damit verbundenen materiellen und immateriellen Vermögenswerte abzutreten.

485. Der in den endgültigen Verpflichtungen dargelegte größte Umfang des Verpflichtungspakets (das im Hinblick auf Vermögenswerte, Personal, Urheber und Kunden für die einzelnen relevanten Märkte gilt) wird den/die Käufer in die Lage versetzen, sich auf allen betroffenen relevanten Märkten als glaubwürdiger Wettbewerber auf dem Markt zu etablieren, der zu der aus dem Zusammenschluss hervorgehenden Einheit im Wettbewerb steht.

#### VI.D.1.1. Vermögenswerte

486. Die Abhilfemaßnahme sieht vor, dass sämtliche Vermögenswerte, die für eine Tätigkeit in den vier Inhaltsgruppen benötigt werden, in die Übertragung einbezogen werden. Die endgültigen Verpflichtungsangebote gewährleisten, dass die veräußerten Vermögenswerte (z. B. die relevante Datenbank und die damit verbundenen Vermögenswerte) einem Käufer die Möglichkeit eröffnen, in einem angemessenen Zeitraum ein wettbewerbsfähiges Angebot zu entwickeln.
487. Diesbezüglich ist bedeutsam, dass der Anwendungsbereich des abgetretenen Vermögenswerts nicht auf die jeweiligen Datenbanken beschränkt ist, sondern wichtige immaterielle Vermögenswerte wie die folgenden beinhaltet: i) eine gebührenfreie Lizenz für Vermarktung und Vertrieb von Produkten, die auf der Datenbank beruhen, ii) mit der Datenbank verbundene Sachkenntnis und Instruktionen, iii) eingehende Beschreibungen der Verfahren und Methoden zur Gewinnung, Sammlung und Normalisierung der Daten sowie materielle Vermögenswerte (wie geschützte Software), die für die Integration, den Betrieb und die Aktualisierung der Datenbank benötigt werden.
488. Die Marktuntersuchung hat bestätigt, dass die gemeinsame Übertragung solcher materieller und immaterieller Vermögenswerte erforderlich ist und ausreicht, um einen neuen Dienst in den betroffenen Inhaltsgruppen aufzubauen. Diese Verpflichtungen ermöglichen es dem Käufer auch, den neuen Tätigkeitsbereich uneingeschränkt zu entwickeln, ohne für die Nutzung der geistigen Eigentumsrechte an den übertragenen Datenbanken auf die Anmelder angewiesen zu sein. Es sollte auch darauf hingewiesen werden, dass die Abtretung keine Hardware beinhaltet, da die für die betroffenen Tätigkeiten erforderlichen Standardsysteme und -computer problemlos auf dem Markt beschafft werden können. Es ist auch durchaus möglich, dass der Käufer seine eigene IT-Infrastruktur verwenden wird.
489. Die endgültigen Verpflichtungsangebote beinhalten auch, dass die Anmelder dem Käufer in einer Übergangszeit von [...] ab Verkaufsabschluss und von bis zu [...] auf Wahl des Käufers bei den Datenbanken für Fundamentaldaten und Schätzungen mit technischer Unterstützung und regelmäßigen Aktualisierungen zur Seite stehen werden, um ihm das Verständnis der Struktur und der Inhalte der Datenbank zu erleichtern. Diese beiden Elemente werden gewährleisten, dass der Käufer fast augenblicklich ein wettbewerbsfähiges Produkt auf den Markt bringen kann, um den Wettbewerb wiederherzustellen. Sie erleichtern auch die Lernphase, in der der Käufer seine Arbeitsmethoden der Nutzung und Wartung der Datenbanken anpassen muss.

#### VI.D.1.2. Personal

490. Um zu gewährleisten, dass der Käufer imstande sein wird, die Datenbanken zu betreiben, sehen die endgültigen Verpflichtungsangebote die Möglichkeit vor, dass der Käufer Schlüsselpersonal der Anmelder rekrutiert, das heißt Fachleute, die unverzichtbare Kenntnisse in Bezug auf die Nutzung und Entwicklung der Datenbanken haben. Dazu kommt zusätzliches Personal der Anmelder, darunter Mitarbeiter, die sich mit der Sammlung, Normalisierung und Standardisierung der Daten beschäftigen. Die Anmelder werden zudem Vorstellungsgespräche zwischen solchem Personal und dem Käufer ermöglichen und nicht verhindern, dass Mitarbeiter vom Käufer angeworben werden.

491. Diese Bestimmungen sowie die Möglichkeit, die technische Unterstützung der Anmelder in Anspruch zu nehmen, sollten es dem Käufer ermöglichen, das benötigte Personal einzustellen und die Datenbank zu betreiben, ohne dass die Gefahr besteht, dass die Qualität der Datenbanken leidet. Für den Betrieb der Datenbanken wird normalerweise eine große Zahl von Mitarbeitern benötigt: im Bereich Fundamentaldaten von Thomson arbeiten [...] Personen, im Bereich Schätzungen von Reuters [...].
492. Es muss darauf hingewiesen werden, dass die Möglichkeit zur Einstellung von Mitarbeitern für die Sammlung, Normalisierung und Standardisierung der Daten nur für die Datenbanken für Fundamentaldaten und Schätzungen angeboten wird, da sich herausgestellt hat, dass es nicht unerlässlich ist, solches Personal für die Datenbanken in den Bereichen Wirtschaftsdaten und Aftermarket Research zu engagieren. Für den Betrieb von Datenbanken in diesen beiden Bereichen ist keine große Zahl von Mitarbeitern erforderlich, das Schlüsselpersonal genügt wahrscheinlich. Dies dürfte auf die Tatsache zurückzuführen sein, dass diese beiden Dienste keine massive Bearbeitung oder Normalisierung von Daten erfordern. Was die Aftermarket Research angeht, so bedeutet die Bedingung, dass der Käufer bereits im Bereich der Echtzeit-Daten tätig sein muss, dass er bereits über Personal für die Sammlung und Verarbeitung von Daten verfügt, das auch für die Aftermarket Research eingesetzt werden kann (für Details vgl. die Kriterien für die Auswahl geeigneter Käufer).

#### VI.D.1.3. Urheber

493. Wie in Abschnitt IV.B.3 erklärt, benötigt ein Unternehmen, das Schätzungen oder Aftermarket Research anbieten will, Daten von Urhebern, da die Datenbanken für Schätzungen und Brokerberichte nur mit Zustimmung des Urhebers vom Käufer genutzt werden können. Zudem kann ein Käufer nur ein wettbewerbsfähiges Produkt im Bereich Schätzungen oder Aftermarket Research anbieten, wenn er eine ausreichende Zahl von Vereinbarungen mit Urhebern, insbesondere mit wichtigen Brokern, geschlossen hat.
494. Die endgültigen Verpflichtungsangebote sehen vor, dass die Anmelder angemessene Anstrengungen unternehmen werden, um eine Zusammenarbeit zwischen dem Urheber und dem Käufer zu vermitteln. Ist es dem Käufer zum Zeitpunkt des Verkaufsabschlusses nicht gelungen, Vereinbarungen mit i) mindestens [...] % der Urheber der relevanten Datenbank und ii) [...] der [...] wichtigsten Urheber zu schließen, so werden die Anmelder dem Käufer erlauben, bis zu [...] lang zu den bei Reuters üblichen Bedingungen als Weitervertreiber der Inhalte all jener Urheber tätig zu werden, mit denen der Käufer noch keine geeigneten Vereinbarungen schließen konnte. Der Käufer wird zudem [...] lang in den Genuss von Aktualisierungen der Datenbank(en) kommen.
495. Verhandlungen mit hunderten Brokern können sehr zeitaufwändig sein, da die Broker nur geringe Einnahmen mit den Vereinbarungen erzielen und diese nicht als Priorität betrachten. Es kann Monate dauern, bis eine Einigung zustande kommt. Die Verpflichtungen ermöglichen es einem Käufer, bei Verkaufsabschluss, das heißt innerhalb von Monaten und bevor er die erforderlichen Vereinbarungen mit den Urhebern geschlossen hat, ein wettbewerbsfähiges Produkt im Bereich der Schätzungen und der Aftermarket Research anzubieten. In Anbetracht der Tatsache, dass der Käufer ein anerkannter Marktteilnehmer im Finanzinformationssektor sein muss, ist davon auszugehen, dass eine Übergangszeit von [...], in der er als Weitervertreiber der Angebote von Thomson/Reuters fungieren kann und regelmäßige Aktualisierungen der

Datenbank(en) erhalten wird, genügt, um Vereinbarungen mit einer ausreichenden Zahl von Urhebern zu schließen und ein glaubwürdiges selbst zusammengestelltes Produkt anzubieten.

496. Zudem haben sich die Anmelder verpflichtet, [...] lang keine neuen Exklusivverträge über Aftermarket Research und Schätzungen mit Brokern zu schließen. Diese Zusage sollte gewährleisten, dass in Bezug auf die Möglichkeiten für einen Käufer, Vereinbarungen mit Urhebern zu schließen, dieselben Marktbedingungen wie vor dem Zusammenschluss herrschen werden.
497. Die endgültigen Verpflichtungsangebote tragen auch dafür Sorge, dass sich die Anmelder in Bezug auf Verträge mit Dritten oder auf deren Zustimmung zur Verwendung von Fundamentaldaten oder Wirtschaftsdaten nach Kräften bemühen werden, für eine Zuteilung dieser Verträge zum Verkäufer zu sorgen. Sollte eine dritte Partei der Zuteilung nicht zustimmen, so werden die Anmelder dem Käufer dabei helfen, direkt alternative Vereinbarungen mit solchen Parteien zu schließen. Diese Zusage sollte dem Käufer die Verhandlungen mit den Urhebern über die Nutzung von Wirtschaftsdaten und Fundamentaldaten erleichtern. Die Marktuntersuchung hat bestätigt, dass die Zahl der erforderlichen Vereinbarungen sehr beschränkt ist und keinerlei Bedenken wecken dürfte.

#### VI.D.1.4. Kunden

498. Die endgültigen Verpflichtungsangebote sehen vor, dass Thomson und Reuters dem Käufer im Rahmen des Möglichen Kundenverträge für Dateneinspeisungen aus Thomsons Datenbanken für Fundamentaldaten und aus Reuters Datenbanken für Schätzungen zuteilen werden. Sofern dies nicht möglich ist, werden die Anmelder solchen Kunden unter Verzicht auf eine Vertragsstrafe ein vorzeitiges Kündigungsrecht innerhalb von [...] einräumen.
499. Diese Zusage sollte die Übertragung eines Teils des Kundenstamms der Anmelder in den Bereichen Fundamentaldaten und Schätzungen ermöglichen und letzten Endes die Wettbewerbsfähigkeit des Angebots erhöhen, indem sie dem Käufer Einnahmen sichert. Die Anmelder konnten keine detaillierten Angaben zu den Einnahmen machen, mit denen der Käufer rechnen darf, sollten alle derzeitigen Kunden der Dateneinspeisungen von Thomson (Fundamentaldaten) oder Reuters (Schätzungen) sein Angebot wahrnehmen, aber sie stellten eine allgemeine Einschätzung der Einnahmen zur Verfügung. Thomson geht davon aus, dass die Einnahmen aus dem Verkauf von Fundamentaldaten bei [10-20]\* Mio. USD liegen werden. Reuters setzt die zu erwartenden Einnahmen im Bereich Schätzungen bei [0-10]\* Mio. EUR an. Das entspricht rund [50-60]\* % der Einnahmen von Thomson mit Fundamentaldaten und [70-80]\* % der Einnahmen von Reuters mit Schätzungen, wenn man die Einnahmen aus dem Vertrieb von nicht eingebetteten Inhalten berücksichtigt.
500. Es sollte jedoch darauf hingewiesen werden, dass es in der Mehrheit der Fälle nicht zu einer automatischen Übertragung der Kunden kommen wird. Der Käufer wird den Kunden von Thomson (Fundamentaldaten) und Reuters (Schätzungen) einen Vorschlag machen müssen, und diese werden die Möglichkeit zur vorzeitigen Kündigung ihrer Verträge mit Thomson oder Reuters haben. Handelt es sich beim Käufer um einen Wettbewerber, der Desktop-Lösungen mit Fundamentaldaten von Thomson oder Schätzungen von Reuters als direkte Dateneinspeisungen vertreibt, so kann er seinen Kunden einen Wechsel zu seiner eigenen zusammengestellten Lösung vorschlagen.

#### VI.D.1.5. Kriterien für die Auswahl geeigneter Käufer

501. Wie zuvor erklärt, ist ein Anbieter auf dem Markt für Finanzinformationen auf eine starke Reputation angewiesen, da die Kunden Risiken besonders abgeneigt sind und kein Produkt einer Firma kaufen werden, die nicht nachweislich einen zuverlässigen Dienst anbieten kann. Ein neuer Marktteilnehmer, der nicht bereits einen Kundenstamm an institutionellen Klienten besitzt, würde mehrere Jahre benötigen, um eine ausreichende Zahl von Kunden anzulocken. So wäre es unmöglich, unverzüglich den Wettbewerb auf dem Markt wiederherzustellen.
502. Aus diesem Grund sehen die Verpflichtungen vor, dass der Käufer bereits Finanzinformationen anbieten sollte, dass er über die erforderlichen finanziellen Mittel und über ausreichende Sachkenntnis verfügen sollte, um die Datenbank zu betreiben, und dass er bereits institutionelle Kunden betreuen sollte. Um die vor dem Zusammenschluss bestehende Wettbewerbsstruktur zu erhalten oder wiederherzustellen, sehen die Verpflichtungen zudem vor, dass der Käufer einen Anreiz haben sollte, die Datenbanken über Dritte zu verkaufen, und dass er keine offensichtlichen Wettbewerbsbedenken wecken sollte.
503. Diese Kriterien für die Auswahl geeigneter Käufer sind eine zusätzliche Garantie dafür, dass die Abhilfemaßnahmen rasch greifen werden und dass der Wettbewerb nach dem Zusammenschluss wiederhergestellt werden wird. Der in den endgültigen Verpflichtungen dargelegte größte Umfang des Verpflichtungspakets (das im Hinblick auf Vermögenswerte, Personal, Urheber und Kunden für die einzelnen relevanten Märkte gilt) wird den/die Käufer in die Lage versetzen, sich auf allen betroffenen relevanten Märkten als glaubwürdiger Wettbewerber auf dem Markt zu etablieren, der zu der aus dem Zusammenschluss hervorgehenden Einheit im Wettbewerb steht.

#### *VI.D.2. Beurteilung der einzelnen betroffenen Märkte*

504. Die meisten der beschriebenen Verpflichtungen betreffen die vier Gruppen von Inhalten und tragen zur Wiederherstellung des Wettbewerbs auf den vier Märkten bei. Verschiedene Verpflichtungen, die sich spezifisch auf einen oder zwei Inhalte beziehen, schaffen zudem geeignete Bedingungen für den Eintritt neuer glaubwürdiger Wettbewerber in diese Märkte.

#### VI.D.2.1. Aftermarket Research

505. Die Verpflichtungen erfüllen bestimmte wesentliche Erfordernisse für die Entwicklung eines neuen wettbewerbsfähigen Angebots auf dem Markt für Brokerberichte, insbesondere was die Verfügbarkeit von Datenbanken auf dem Markt, die Wahl eines geeigneten Käufers, den Zugang zu Urhebern und zu Exklusivverträgen anbelangt.
506. Erstens sehen die Verpflichtungen vor, dass der Käufer ein Real-time Research-Produkt anbieten oder ein solches Angebot planen sollte, um ein glaubwürdiger Wettbewerber im Bereich der Aftermarket Research zu sein. Zwar schränkt diese Bedingung die Gruppe der potenziell in Frage kommenden Wettbewerber ein, aber sie gewährleistet, dass der potenzielle Käufer bereits institutionelle Klienten haben wird und nachweislich eine Datenbank verwalten kann.
507. Zweitens ermöglichen es die Verpflichtungen einem Käufer, bei Verkaufsabschluss ein Aftermarket Research-Produkt einzuführen, das heißt innerhalb kurzer Zeit und lange bevor er die erforderlichen Vereinbarungen mit den Urhebern schließen kann. Da es den

Anmeldern untersagt ist, neue Exklusivverträge mit Urhebern zu schließen, ist drittens gewährleistet, dass der Käufer sein Angebot unter denselben Wettbewerbsbedingungen wie vor dem Zusammenschluss entwickeln kann.

508. Die Aftermarket Research-Kunden von Reuters werden nicht auf den Käufer übertragen werden, und sie werden auch keine Möglichkeit haben, ihre Verträge mit Reuters vorzeitig zu kündigen. Die Kommission ist der Ansicht, dass eine solche Abtretung der Kunden im Fall Aftermarket Research nicht erforderlich ist, da die Kosten bei Aftermarket Research sehr viel geringer sind als jene in den Bereichen Fundamentaldaten und Schätzungen, womit ein Verzicht auf die Übertragung der Kunden die Wettbewerbsfähigkeit eines neuen Angebots nicht einschränkt. Erstens genügt auch eine begrenzte Zahl von Schlüsselpersonal, da die Daten nicht verarbeitet werden, und zweitens wird der Kauf einer Aftermarket Research-Sparte die Kostenstruktur des Käufers nicht wesentlich verändern, da er ja bereits im Bereich Real-time Research tätig ist. Zudem bezahlen die Kunden normalerweise auf Pay-per-view-Basis für die Daten, so dass die Übertragung eines Kundenstamms unmöglich erscheint. Doch da der Käufer bereits in Real-time Research tätig ist, wird er bereits über Vertragsbeziehungen zum relevanten Kundenstamm verfügen.

#### VI.D.2.2. Schätzungen

509. Die Verpflichtungen schaffen vorteilhafte Bedingungen für die Wiederherstellung des Wettbewerbs auf dem Markt, insbesondere was die Verfügbarkeit von Datenbanken auf dem Markt und den Zugang zu Personal, Urhebern und Exklusivverträgen anbelangt.
510. Erstens sehen sie vor, dass der Käufer nicht nur Schlüsselpersonal von den Anmeldern abwerben kann, sondern auch zusätzliches Personal, das heißt Mitarbeiter, die sich mit dem alltäglichen Betrieb der Datenbanken befassen<sup>152</sup>. Dies sollte einen Käufer in die Lage versetzen, eine ausreichende Zahl von Mitarbeitern zu engagieren, die über die erforderliche Sachkenntnis verfügt, um die Datenbank innerhalb eines angemessenen Zeitraums in Betrieb zu nehmen. Zweitens ermöglichen die Verpflichtungen einem Käufer zum Zeitpunkt des Verkaufsabschlusses die Einführung eines Produkts im Bereich Schätzungen (mittels Weitervertrieb), das heißt nach kurzer Zeit und lange, bevor er die erforderlichen Vereinbarungen mit den Urhebern schließen kann.
511. Die Verpflichtungen sehen zudem die Möglichkeit vor, dass die Kundenverträge über direkte Dateneinspeisungen von den Anmeldern auf den Käufer übertragen werden. Und da es den Anmeldern untersagt ist, neue Exklusivverträge zu schließen, ist gewährleistet, dass der Käufer sein Angebot unter denselben Wettbewerbsbedingungen wie vor dem Zusammenschluss entwickeln kann.

#### VI.D.2.3. Fundamentaldaten

512. Die Verpflichtungen schaffen vorteilhafte Bedingungen für die Wiederherstellung des Wettbewerbs auf dem Markt, insbesondere was die Verfügbarkeit von Datenbanken auf dem Markt, das Personal, den Zugang zu Urhebern und zu Kunden anbelangt.
513. Erstens sehen sie vor, dass der Käufer nicht nur Schlüsselpersonal von den Anmeldern abwerben kann, sondern auch zusätzliches Personal, das heißt Mitarbeiter, die sich mit

---

<sup>152</sup> Von maximal [...] Mitarbeitern, die bei Reuters ausschließlich an der Datenbank für Schätzungen arbeiten.

dem alltäglichen Betrieb der Datenbanken befassen<sup>153</sup>. Das sollte den Käufer in die Lage versetzen, eine ausreichende Zahl von Mitarbeitern mit Sachkenntnis zu engagieren, um innerhalb eines angemessenen Zeitraums den Betrieb der Datenbank aufzunehmen.

514. Die endgültigen Verpflichtungsangebote sehen auch vor, dass sich die Anmelder in Bezug auf Verträge mit Dritten oder auf eine Zustimmung zur Verwendung von Fundamentaldaten oder Wirtschaftsdaten nach Kräften bemühen werden, für eine Zuteilung dieser Verträge zum Verkäufer zu sorgen. Schließlich sehen die Verpflichtungen die Möglichkeit vor, dass die Kundenverträge über direkte Dateneinspeisungen von den Anmeldern auf den Käufer übertragen werden.

#### VI.D.2.4. Zeitreihen/Wirtschaftsdaten

515. Die Verpflichtungen schaffen vorteilhafte Bedingungen für die Wiederherstellung des Wettbewerbs auf dem Markt, insbesondere was die Verfügbarkeit von Datenbanken und Urhebern anbelangt, da sie vorsehen, dass die Anmelder angemessene Anstrengungen unternehmen werden, um Verträge mit Dritten und jegliche Zustimmung, die erforderlich sein kann, um die Datenbank für Fundamentaldaten oder Wirtschaftsdaten zu nutzen, dem Käufer zuzuteilen.
516. Die Kunden von Reuters EcoWin werden nicht an den Käufer abgetreten werden und erhalten auch kein Recht zur vorzeitigen Kündigung ihrer Verträge mit Reuters. Die Kommission ist der Ansicht, dass eine solche Abtretung der Kunden im Fall von Zeitreihen/Wirtschaftsdaten nicht erforderlich wäre, da die Kosten in dieser Sparte im Vergleich zu jenen in den Bereichen Fundamentaldaten und Schätzungen gering sind, so dass ein Verzicht auf die Übertragung der Kunden die Wettbewerbsfähigkeit des neuen Angebots nicht beeinträchtigen wird. Es genügt eine geringe Zahl von Schlüsselmitarbeitern, um den Datenprozess zu überwachen. Zudem ist es sehr wahrscheinlich, dass der Käufer in der Datenverarbeitung bereits ähnlichen oder identischen Aktivitäten nachgeht wie im Bereich Zeitreihen/Wirtschaftsdaten, weshalb die Übernahme einer solchen Sparte seine Kostenstruktur nicht wesentlich ändern wird. Darüber hinaus betrachten einige Wettbewerber den Bereich Zeitreihen/Wirtschaftsdaten als Ergänzung ihrer bestehenden Datenangebote. Sie würden möglicherweise ohnehin ein neues Angebot in diesem Bereich aufbauen, für das sie Kunden suchen müssten.

## VII. BEDINGUNGEN UND AUFLAGEN

517. Nach Maßgabe des ersten Satzes des zweiten Unterabsatzes von Artikel 8 Absatz 2 der Fusionskontrollverordnung kann die Kommission ihre Entscheidung mit Bedingungen und Auflagen verknüpfen, um sicherzustellen, dass die beteiligten Unternehmen den Verpflichtungen nachkommen, die sie gegenüber der Kommission hinsichtlich einer mit dem Gemeinsamen Markt zu vereinbarenden Gestaltung des Zusammenschlusses eingegangen sind.

---

<sup>153</sup> Von maximal [...] \* Mitarbeitern, die bei Thomson ausschließlich an der Datenbank für Fundamentaldaten arbeiten.

518. Die Durchführung der Abhilfemaßnahme, welche die Marktstruktur verändert, ist eine Bedingung, während die Umsetzungsschritte, die erforderlich sind, um dieses Ergebnis zu erzielen, im Allgemeinen Auflagen für die Anmelder sind. Wird eine Bedingung nicht erfüllt, so verliert die Entscheidung der Kommission, mit der ein Zusammenschluss für mit dem Gemeinsamen Markt vereinbar erklärt wurde, ihre Gültigkeit. Verstoßen die beteiligten Unternehmen gegen eine Auflage, so kann die Kommission die Entscheidung gemäß Artikel 8 Absatz 5(b) der Fusionskontrollverordnung widerrufen. Den beteiligten Unternehmen können gemäß Artikel 14 Absatz 2 Buchstabe d) und Artikel 15 Absatz 1 Buchstabe c) der Fusionskontrollverordnung zudem Geldbußen und Zwangsgelder auferlegt werden.
519. Diese Entscheidung ergeht unter der Bedingung, dass die Anmelder ihrer Zusage, die zu übertragenden Vermögenswerte nach Maßgabe von Absatz 1 Satz 1 sowie Absatz 2 von Abschnitt B der Verpflichtungen an einen oder mehrere Käufer abzutreten, umfassend nachkommen. Die zu übertragenden Vermögenswerte werden in Absatz 3 und den dieser Entscheidung als Anhänge beiliegenden Zeitplänen 1, 2 und 3 genauer beschrieben.

### **VIII. SCHLUSSFOLGERUNG**

520. Daher gelangt die Kommission zu dem Schluss, dass die im Anhang angeführten Verpflichtungen den angemeldeten Zusammenschluss so verändern, dass damit die erheblichen Bedenken der Kommission bezüglich der Vereinbarkeit des Zusammenschlusses mit dem Gemeinsamen Markt ausgeräumt sind. Der Zusammenschluss sollte daher gemäß Artikel 8 Absatz 2 der Fusionskontrollverordnung für mit dem Gemeinsamen Markt vereinbar und gemäß Artikel 57 derselben Verordnung für mit dem EWR-Abkommen vereinbar erklärt werden, sofern die im Anhang angeführten Verpflichtungen eingehalten werden. Dieser Anhang ist ein fester Bestandteil der vorliegenden Entscheidung –

HAT FOLGENDE ENTSCHEIDUNG ERLASSEN:

*Artikel 1*

Das angemeldete Vorhaben, in dessen Rahmen Woodbridge Company Limited, welches die Holdinggesellschaft der in Kanada ansässigen Thomson Corporation („Thomson“) ist, nach Maßgabe von Artikel 3 Absatz 1 Buchstabe b) der Verordnung (EG) Nr. 139/2004 des Rates die alleinige Kontrolle über Reuters Group PLC übernehmen wird, wird hiermit für mit dem Gemeinsamen Markt und dem EWR-Abkommen vereinbar erklärt.

*Artikel 2*

Artikel 1 unterliegt der Erfüllung der Bedingungen, die in Abschnitt B, Absatz 1 und 3 (einschließlich der Zeitpläne 1 und 2) der endgültigen Version der von den Anmeldern am 21. Dezember 2007 vorgelegten Verpflichtungen festgehalten sind (diese sind der Entscheidung als Anhang beigefügt).

*Artikel 3*

Artikel 1 unterliegt der Erfüllung der Auflagen, die in den übrigen Bestimmungen von Abschnitt B sowie in den Abschnitten C, D und E der endgültigen Version der von den Anmeldern am 21. Dezember 2007 vorgelegten Verpflichtungen festgehalten sind (diese sind der Entscheidung als Anhang beigefügt).

*Artikel 4*

Diese Entscheidung ist gerichtet an:

**The Thomson Corporation**  
Suite 2706, Toronto Dominion Bank  
Tower  
Toronto-Dominion Centre  
Toronto, Ontario M5K1 A1  
Kanada

Brüssel, den 19.2.2008

Für die Kommission  
(*unterschrieben*)  
Neelie KROES

Mitglied der Kommission

# INHALTSVERZEICHNIS

<b>I.</b>	<b>EINLEITUNG .....</b>	<b>2</b>
<b>II.</b>	<b>DIE PARTEIEN UND DER GEPLANTE ZUSAMMENSCHLUSS.....</b>	<b>3</b>
<b>III.</b>	<b>GEMEINSCHAFTSDIMENSION.....</b>	<b>4</b>
<b>IV.</b>	<b>DIE RELEVANTEN MÄRKTE.....</b>	<b>4</b>
IV.A.	ALLGEMEINE MERKMALE DES MARKTES .....	4
IV.A.1.	<i>Die Aktivitäten der Anmelder in der Branche .....</i>	6
IV.A.2.	<i>Merkmale der Märkte (Dateneinspeisungen / Desktop-Produkte).....</i>	7
IV.A.3.	<i>Vertriebsmodelle im Finanzinformationssektor.....</i>	8
	Das „Durchverkaufsmodell“.....	8
	Das „Lizenzgebührenmodell“.....	9
IV.B.	SACHLICH RELEVANTE MÄRKTE .....	9
IV.B.1.	<i>Von den Anbietern vorgeschlagene Definition der Märkte .....</i>	9
IV.B.2.	<i>Marktuntersuchung.....</i>	11
	IV.B.2.1. Verschiedene Inhalte .....	12
	IV.B.2.2. Nutzersegmente.....	14
	IV.B.2.3. Wechselspiel zwischen Anbietern unterschiedlicher Inhaltsgruppen und Anbietern von Desktop-Lösungen (Workstations) auf dem vorgelagerten/nachgelagerten Markt .....	15
IV.B.3.	<i>Feststellung der sachlich relevanten Märkte.....</i>	16
	<b>Verkauf und Handel.....</b>	17
	(i) Über Desktop-Produkte/Workstations verkaufte Echtzeit-Marktdaten.....	17
	(ii) Echtzeit-Dateneinspeisungen.....	17
	(iii) Marktdatenplattformen .....	18
	(iv) Identifizierungssysteme (z. B. Reuters Instrument Code, RIC) .....	18
	(v) Transaktionsplattformen/-dienste für festverzinsliche Wertpapiere (z. B. Tradeweb) .....	19
	(vi) Nachrichten.....	19
	<b>Forschung und Vermögensverwaltung .....</b>	20
	(vii) Brokerberichte .....	20
	(viii) Gewinnschätzungen.....	21
	(ix) Fundamentaldaten.....	21
	(x) Zeitreihen/Wirtschaftsdaten .....	22
	(xi) Daten zu Eigentumsverhältnissen .....	22
	(xii) Transaktionen .....	22
	(xiii) Sonstige Gruppen von Inhalten: Personalprofile, öffentliche Daten, andere Zeitreihen (Beteiligungen, festverzinsliche Wertpapiere, Termingeschäfte, Optionen, Optionsscheine usw.) .....	23
	(xiv) Desktop-Produkte (Workstations) in Forschung und Vermögensverwaltung: nachgelagerter Markt .....	23
	(a) Desktop-Produkte für die Vermögensverwaltung .....	23
	(b) Desktop-Produkte für andere Segmente in Forschung und Vermögensverwaltung .....	24
	(c) Vertikale Beziehungen in Forschung und Vermögensverwaltung .....	24
IV.B.4.	<i>Kundenbedürfnisse (weltweite Erfassung der Inhalte).....</i>	25
IV.B.5.	<i>Anbieter von Finanzinformationen, deren Produkte die Bedürfnisse von Fachleuten nicht erfüllen .....</i>	25
IV.C.	RELEVANTE GEOGRAFISCHE MÄRKTE .....	26
IV.D.	SCHLUSSFOLGERUNG ZU DEN RELEVANTEN MÄRKTEN .....	27
<b>V.</b>	<b>WETTBEWERBSRECHTLICHE WÜRDIGUNG .....</b>	<b>28</b>
V.A.	VERKAUF UND HANDEL.....	29
V.A.1.	<i>Über Desktop-Produkte/Workstations verkaufte Echtzeit-Marktdaten .....</i>	29
V.A.2.	<i>Echtzeit-Dateneinspeisungen.....</i>	29
V.A.3.	<i>Marktdatenplattformen.....</i>	30
V.A.4.	<i>RIC .....</i>	31
	V.A.4.1. Auswirkungen im Bereich Verkauf und Handel.....	32
	V.A.4.2. Auswirkungen in Forschung und Vermögensverwaltung.....	32
	V.A.4.3. Schlussfolgerung zu RIC.....	33
V.A.5.	<i>Transaktionsplattformen/-dienste für festverzinsliche Wertpapiere (z. B. Tradeweb).....</i>	33
V.A.6.	<i>Nachrichten .....</i>	35
	V.A.6.1. Einleitung.....	35
	V.A.6.2. Vertriebskanäle.....	35
	V.A.6.3. Produkte von Thomson und Reuters.....	35
	V.A.6.4. Wettbewerber .....	36
	V.A.6.5. Marktanteile .....	36

V.A.6.6.	Wettbewerbsrechtliche Würdigung – horizontale Wirkungen.....	37
V.A.6.7.	Wettbewerbsrechtliche Würdigung – vertikale Auswirkungen .....	37
V.A.6.8.	Schlussfolgerungen zu den Nachrichtendiensten.....	38
V.B.	FORSCHUNG UND VERMÖGENSVERWALTUNG .....	38
<b>V.B.1.</b>	<b>Forschung – Brokerberichte.....</b>	<b>38</b>
V.B.1.1.	Einleitung .....	38
V.B.1.2.	Real-time Research oder Aftermarket Research.....	39
V.B.1.3.	Vertriebskanäle.....	39
V.B.1.3.1.	Real-time Research.....	39
V.B.1.3.2.	Aftermarket Research .....	41
V.B.1.4.	Produkte von Thomson & Reuters .....	42
Thomson.....		42
Reuters.....		42
V.B.1.5.	Wettbewerber .....	43
Bloomberg.....		44
Factset .....		45
Capital IQ.....		45
TheMarkets.com.....		45
V.B.1.6.	Marktanteile .....	46
V.B.1.7.	Wettbewerbswidrige horizontale Wirkungen (nicht koordiniert) .....	48
Real-time Research .....		48
Aftermarket Research.....		49
V.B.1.8.	Hohe Eintritts- und Expansionsschranken .....	49
V.B.1.9.	Negative vertikale Effekte .....	51
V.B.1.9.1.	Fähigkeit, Wettbewerber vom Markt auszuschließen .....	52
V.B.1.9.2.	Anreiz für den Ausschluss von Wettbewerbern.....	52
V.B.1.9.3.	Schlussfolgerung zu den wettbewerbswidrigen vertikalen Auswirkungen .....	54
V.B.1.10.	Schlussfolgerung zu Forschung – Brokerberichten .....	54
<b>V.B.2.</b>	<b>Gewinnsschätzungen.....</b>	<b>54</b>
V.B.2.1.	Einleitung .....	54
V.B.2.2.	Aktuelle oder historische Schätzungen.....	55
V.B.2.3.	Vertriebskanäle.....	55
V.B.2.4.	Globale Schätzungsprodukte .....	56
V.B.2.5.	Produkte von Thomson & Reuters .....	57
V.B.2.6.	Wettbewerber .....	57
FactSet.....		59
Bloomberg.....		59
TheMarkets.com.....		60
S&P/Capital IQ.....		60
Kleinere Kompilierer.....		60
V.B.2.7.	Marktanteile .....	61
V.B.2.8.	Thomson und Reuters sind annähernd gleichwertige Alternativen.....	63
V.B.2.9.	Wettbewerbswidrige horizontale Wirkungen (nicht koordiniert) .....	64
V.B.2.10.	Hohe Eintritts- und Expansionsschranken .....	65
V.B.2.11.	Negative vertikale Effekte .....	66
V.B.2.11.1.	Fähigkeit, Wettbewerber vom Markt auszuschließen .....	67
V.B.2.11.2.	Anreiz für den Ausschluss von Wettbewerbern.....	68
V.B.2.11.3.	Schlussfolgerung zu den wettbewerbswidrigen vertikalen Auswirkungen .....	69
V.B.2.12.	Schlussfolgerung zu Schätzungen .....	70
<b>V.B.3.</b>	<b>Fundamentaldaten.....</b>	<b>70</b>
V.B.3.1.	Einleitung .....	70
V.B.3.2.	Kompilierer von Fundamentaldaten .....	71
V.B.3.3.	Weitervetreiber von Fundamentaldaten .....	71
V.B.3.4.	Globale Fundamentaldatenprodukte .....	72
V.B.3.5.	Produkte von Thomson & Reuters .....	73
V.B.3.6.	Wettbewerber .....	74
V.B.3.6.1.	Kleinere Kompilierer (Größe der Datenbank/regionale Marktteilnehmer) .....	74
V.B.3.6.2.	Größere Kompilierer (globale Reichweite).....	75
Compustat .....		75
Capital IQ.....		77
Bloomberg.....		78
Mergent.....		79
WorldVest/Base .....		80
Edgar Online .....		82
V.B.3.7.	Marktanteile .....	83
V.B.3.8.	Überlegungen zu den Marktanteilen der beteiligten Unternehmen.....	84
V.B.3.8.1.	Marktanteile laut Darstellung in internen Dokumenten .....	85
V.B.3.9.	Thomson und Reuters sind annähernd gleichwertige Alternativen.....	87
V.B.3.10.	Negative horizontale Effekte (nicht koordiniert) .....	88

V.B.3.11.	Hohe Eintritts- und Expansionssschranken .....	89
V.B.3.12.	Keine rechtzeitige Neupositionierung von Wettbewerbern .....	92
V.B.3.13.	Negative vertikale Effekte .....	92
V.B.3.13.1.	Fähigkeit, Wettbewerber vom Markt auszuschließen .....	93
V.B.3.13.2.	Anreiz für den Ausschluss von Wettbewerbern .....	93
V.B.3.13.3.	Schlussfolgerung zu den wettbewerbswidrigen vertikalen Auswirkungen .....	95
V.B.3.14.	Schlussfolgerung über Fundamentaldaten .....	95
<b>V.B.4.</b>	<b>Zeitreihen/Wirtschaftsdaten .....</b>	<b>96</b>
V.B.4.1.	Einleitung .....	96
V.B.4.2.	Von den Anmeldern berechnete Marktanteile .....	96
V.B.4.3.	Vergleich der Angebote der wichtigsten Anbieter .....	97
V.B.4.4.	Thomson und Reuters sind die realistischen Alternativen .....	100
V.B.4.5.	Wettbewerbswidrige horizontale Wirkungen (nicht koordiniert) .....	100
V.B.4.6.	Hohe Eintritts- und Expansionssschranken .....	101
V.B.4.7.	Negative vertikale Effekte .....	102
V.B.4.7.1.	Fähigkeit, Wettbewerber vom Markt auszuschließen .....	103
V.B.4.7.2.	Anreiz für den Ausschluss von Wettbewerbern .....	103
V.B.4.7.3.	Schlussfolgerung zu den wettbewerbswidrigen vertikalen Auswirkungen .....	104
V.B.4.8.	Schlussfolgerung zu Zeitreihen/Wirtschaftsdaten .....	104
<b>V.B.5.</b>	<b>Vertikaler Ausschluss in den Bereichen Aftermarket Research, Gewinnschätzungen, Fundamentaldaten und Wirtschaftsdaten-Zeitreihen .....</b>	<b>104</b>
V.B.5.1.	Möglichkeit und Anreiz zum Ausschluss .....	105
V.B.5.2.	Rentabilität des Ausschlusses .....	106
<b>V.B.6.</b>	<b>Eigentumsverhältnisse .....</b>	<b>106</b>
V.B.6.1.	Produkte von Thomson und Reuters .....	107
V.B.6.2.	Wettbewerbsrechtliche Würdigung .....	107
<b>V.B.7.</b>	<b>Transaktionen .....</b>	<b>108</b>
V.B.7.1.	Produkte von Thomson und Reuters .....	108
V.B.7.2.	Wettbewerbsrechtliche Würdigung .....	108
<b>V.B.8.</b>	<b>Sonstige Gruppen von Inhalten (Personalprofile, öffentliche Daten und andere Zeitreihen) .....</b>	<b>109</b>
V.B.8.1.	Beschreibung der Inhaltsgruppen .....	109
V.B.8.2.	Wettbewerbsrechtliche Würdigung .....	109
<b>V.B.9.</b>	<b>Desktop-Produkte in Forschung und Vermögensverwaltung .....</b>	<b>110</b>
V.B.9.1.	Desktop-Produkte für die Vermögensverwaltung in Belgien, Finnland und dem Vereinigten Königreich .....	110
V.B.9.2.	Desktop-Produkte für andere Segmente in Forschung und Vermögensverwaltung .....	110
V.C.	SCHLUSSFOLGERUNGEN .....	111
<b>VI.</b>	<b>VERPFLICHTUNGEN DER ANMELDER .....</b>	<b>111</b>
VI.A.	BESCHREIBUNG DER ERSTEN VERPFLICHTUNGEN .....	111
VI.B.	UNTERSUCHUNG DER AUSWIRKUNGEN DER ERSTEN VERPFLICHTUNGEN AUF DEN MARKT .....	113
<b>VI.B.1.</b>	<b>Vermögenswerte .....</b>	<b>113</b>
<b>VI.B.2.</b>	<b>Personal .....</b>	<b>114</b>
<b>VI.B.3.</b>	<b>Urheber .....</b>	<b>114</b>
<b>VI.B.4.</b>	<b>Kunden .....</b>	<b>115</b>
<b>VI.B.5.</b>	<b>Kriterien für die Auswahl geeigneter Käufer .....</b>	<b>115</b>
VI.C.	ENDGÜLTIGE VERPFLICHTUNGEN .....	116
VI.D.	BEURTEILUNG DER VERPFLICHTUNGEN .....	118
<b>VI.D.1.</b>	<b>Globale Beurteilung .....</b>	<b>118</b>
VI.D.1.1.	Vermögenswerte .....	119
VI.D.1.2.	Personal .....	119
VI.D.1.3.	Urheber .....	120
VI.D.1.4.	Kunden .....	121
VI.D.1.5.	Kriterien für die Auswahl geeigneter Käufer .....	122
<b>VI.D.2.</b>	<b>Beurteilung der einzelnen betroffenen Märkte .....</b>	<b>122</b>
VI.D.2.1.	Aftermarket Research .....	122
VI.D.2.2.	Schätzungen .....	123
VI.D.2.3.	Fundamentaldaten .....	123
VI.D.2.4.	Zeitreihen/Wirtschaftsdaten .....	124
<b>VII.</b>	<b>BEDINGUNGEN UND AUFLAGEN .....</b>	<b>124</b>
<b>VIII.</b>	<b>SCHLUSSFOLGERUNG .....</b>	<b>125</b>

**Der Originaltext der Bedingungen und Auflagen gemäß Artikel 2 und 3 kann auf folgender Webseite der Kommission eingesehen werden:**  
**[http://ec.europa.eu/comm/competition/index\\_en.html](http://ec.europa.eu/comm/competition/index_en.html)**