

英独取引所グループの経営統合撤回

吉川 真裕

二〇一六年二月二三日、イタリア取引所を傘下に持つロンドン証券取引所グループ（LSEG）と、デリバティブ取引所EUREXやフランクフルト証券取引所を傘下に持つドイツ取引所（D BAG）は対等合併に関する交渉状況を明らかにした。株式交換によって新たに設立される持ち株会社のもとでの経営統合（持ち株比率はD BAG五四・四％、LSEG四五・六％）が模索されており、両グループの主要業務はこれまで通り運営されること、三月二二日一七時までに正式決定が公表されることが明らかになった。そして、二〇一六年三月一六日には英独取引所グループの経営統合計画が二月三日の発表に沿った形で正式に公表された。

二〇一六年七月四日にはLSEGで、七月二六日にはD BAGで株主による持ち株会社のもとでの経営統合が承認されたが、八月二四日から始まった欧州連合（EU）競争総局での承認審査が長引く中、イギリスのEU完全離脱の見通しが濃厚となり、両国で経営統合計画に対する反対が強まった。二〇一七年二月二七日、LSEGはEU競争総局によるMTS売却要請を拒否したことを公表し、経営統合承認の可能性が低いことが明らかになった。そして、イギリスがEUからの離脱交渉手続きを開始した三月二九日、EU競争総局は英独取引所グループによる経営統合を承認しないという決定を公表し、LSEGとD BAGは経営統合計画の撤回を表明した。

本稿ではLSEGとD BAGの経営統合撤回をめぐる経緯を紹介し、経営統合撤回の背景について考察する。

1 経営統合計画

二〇一六年二月二三日、LSE GとDBAGは対等合併に関する交渉状況を明らかにした⁽¹⁾。株式交換によって新たに設立される持ち株会社（UK TopCo）のもとでの経営統合（持ち株比率はDBAG五四・四%、LSE G四五・六%）が模索されており、持ち株会社の取締役会には両取引所グループから同数の取締役が就任すること、両取引所グループの主要業務はこれまで通りに運営されること、三月二二日一七時まで正式決定が公表される⁽²⁾ことが明らかになった。そして、二月二六日には追加情報が公表され、新たに設立される持ち株会社はロンドンに所在するが、本社機能はロンドンとフランクフルトの双方に置き、株式はロンドン証券取引所とフランクフルト証券取引所の双方で上場されること、双方から同数の取締役が就任する持ち株会社の取締役会ではLSE Gのブライドン会長が会長、DBAGのファーバー会長が副会長、DBAGのケンゲターCEOがCEO、LSE GのワレンCEOがCEOに就任することなどが明らかになった⁽²⁾。

ところが、正式条件が発表される前の三月一日、ニューヨーク証券取引等を傘下に持つアメリカのインターネット取引所（ICE）がLSE Gに対して買収提案を検討していることがLSE Gから公表され、三月九日にはDBAGがナスダックにアメリカのオプション取引所ISEを一一億ドルで売却することで合意した⁽³⁾。

三月一六日、英独取引所グループの経営統合合意条件が正式に公表されたが、それまでに公表されてきた内容通りであった⁽⁴⁾。持ち株会社の取締役には公表された四人のほか、双方から六人ずつが加わり、一六人であること（将来的には一四人に削減予定）、LSE GのロレCEOは退任するが、会長と副会長のアドバイザーとして最長一年間経営統合に関与すること、経営統合に伴う費用削減効果を二〇一五年の経常費用二二億ユーロの二〇%に近い四億五〇〇万ユーロと見込んでいることなどが明らかになった。

2 I C EによるL S E G買収提案撤回

二〇一六年四月四日にはI C Eがモルガン・スタンレー、ウエルズ・ファアゴ、三菱東京UFJとL S E G買収資金提供で合意したとスカイ・ニュースが報じたが、I C EがNYSEユーロネクスト買収後にユーロネクストを売却したことを厳しく批判してきたロレCEOの率いるL S E G経営陣との交渉はまだはじまっていないことも報じていた。⁽⁵⁾

四月二五日にL S E Gが公表したロレCEOのインタビュー記事に対する説明文書でもロレCEOはI C Eと戦略について協議したことはないことが明らかにされており、I C Eの買収提案に対するロレCEOの敵対的な姿勢は明瞭であった。⁽⁶⁾

五月四日にI C Eは戦略的統合に関する十分な協議ができないことを理由としてテイクオーバー・コードにしたがって六カ月間はL S E Gに対する買収提案をおこなわないことを明らかにした。これに対して、I C Eはテイクオーバー・コード二〇・二にしたがってL S E Gから情報を得、経営陣とも接触していたことを公表した。⁽⁷⁾

D B A Gとの経営統合を発表したL S E GにI C Eは横から買収提案を持ちかけたのであるからL S E G経営陣から冷たい扱いを受けるのも理解できるが、株主の利益を考える経営者としてD B A Gとの経営統合計画よりも有利な買収条件を引き出す努力をしなかった、あるいは買収交渉を通じてD B A Gとの経営統合条件を改善する努力をしなかったという批判もおこなわれている。

3 株主による承認

五月一日、株主に対する文書は六月に公布され、七月には両取引所グループで経営統合承認手続きがおこな

われる日程が公表された。そして、イギリスでEU離脱を問う国民投票がおこなわれた六月二四日、LSEGEでの株主承認投票は株主総会の七月四日、DBAGでの株式交換申請期限は七月二二日であることが発表された。

七月四日におこなわれたLSEGEでの株主投票では九九・九%が経営統合の承認に投票するという予想以上の結果となったが、イギリスのEU離脱予測のもとでLSEGEが影響力を維持するためにはDBAGとの経営統合が必要であるという株主の判断が働いたものと考えられる。

他方、株主による株式交換申請が予想外に進まないDBAGでは当初の申請期限の前日である七月一日に、DAX指数構成銘柄であるDBAGの株式の約一五%を保有するインデックス・ファンドがDBAGの株式の五〇%以上（STOXX指数とMSCI指数では七五%以上）が交換された二日後にしか交換申請をできないという技術的な問題に配慮して、最低株式交換申請基準を七五%から六〇%に引き下げるとともに申請期限を七月二六日まで延期するという発表をおこなった。この結果、七月二六日には六〇・三五%の株式交換申請がおこなわれ、かろうじて引き下げられた株式交換申請基準が満たされることになった。そして、七月二九日には株式交換申請をしなかったDBAGの株主に七月三〇日から八月一二日までの追加的な株式交換申請期間を設け、最終的にはDBAGの株主の八九・〇四%が株式交換申請をおこなったことがDBAGから八月一七日に公表された。

4 EU競争総局による経営統合承認審査

株主による経営統合の承認を得てLSEGEとDBAGは八月二四日にEU競争総局に経営統合承認申請をおこなった。EU競争総局の承認審査手続きは二五日間の一次審査と二次審査で問題がある場合の二次審査に分かれており、九月二八日がEU競争総局によるLSEGEとDBAGの経営統合の一次審査の結果公表期限となった。

九月二八日にEU競争総局から発表された一次審査の結果では、①クリアリング、②デリバティブ取引、③レポ取引、④ドイツ株、⑤上場投資商品(ETP)、⑥その他市場(非EEA企業の上場、ドイツ国債のディーラー間電子取引、指数ライセンス、海上運賃デリバティブの取引とクリアリング、清算とカスタディ業務、規制・取引レポティング)の六項目(細かく見れば一二項目)の問題点が指摘され、二〇一七年二月一三日が二次審査の結果公表期限であることが明らかにされた。⁽⁸⁾

これに対して、EU競争総局の一次審査結果公表直後にLSEGとDBAGはLSEG参加のクリアリング機関であるLCHグループのフランスにある子会社LCH・SA(旧クリアネット)を経営統合が承認された場合という条件付きで売却する計画を公表した。⁽⁹⁾ このタイミングでLCH・SAの売却計画が公表されたことから考えてもLSEGとDBAGはEU競争総局がクリアリング業務を問題視することを予想しており、LCH・SAの売却という譲歩でEU競争総局の承認を得られるものと考えていたものと思われる。

ところが、一〇月二一日にEU競争総局は九月二八日の一次審査結果公表の際に二〇一七年二月一三日と発表した二次審査の結果公表期限を三月六日に延期するという発表をおこなった。⁽¹⁰⁾ これはLSEGとDBAGが提示したLCH・SAの売却を経営統合承認のための譲歩としては不十分であると判断している証拠と考えられ、更なる譲歩を要求するのではないかとという観測が広まった。

一二月一四日にはEU競争総局から反対声明(statement of objection)がLSEGとDBAGに通知されたが、九月二八日の一次審査の際に公表された懸念項目よりも提示された懸念項目は減少していることをLSEGとDBAGは明らかにした。⁽¹¹⁾ そして、二〇一七年一月三日にLSEGは経営統合承認という条件付きでLCH・SAをユーロネクスト(フランス、オランダ、ベルギー、ポルトガルの取引所連合)に五億一〇〇〇万ユーロで売却

する交渉で合意したことを明らかにした。⁽¹²⁾

二月七日になってLSE&GとDBAGはEU競争総局の懸念に対する譲歩策としてLCH・SAを売却することを正式にEU競争総局に通知したと発表し、EU競争総局は二次審査結果の公表期限を二〇一七年三月六日から四月三日に再度延期することを発表した。

ドイツの政治家による持ち株会社の所在地を再考する要請が強まり、イギリスのEU離脱強硬派からは経営統合差し止め要請が強まる中、二月二十六日にLSE&Gは二月一六日になってEU競争総局が求めたイタリア取引所傘下の債券取引市場MTSを売却する意思表明を二月二七日一二時までにおこなうことはできないということを発表した。⁽¹³⁾ 二次審査結果の公表期限の迫ったこのタイミングでEU競争総局の要請を断ることは代わりの譲歩策を提示しない限り、経営統合が承認されるとは考えにくく、LSE&Gが経営統合を撤回するつもりではないかという憶測が広まった。

その後もMTS売却に代わる譲歩策がLSE&GとDBAGから提示されることはなく、イギリスがEUからの離脱交渉手続きを開始した三月二九日、EU競争総局は英独取引所グループによる経営統合を承認しないという決定を公表し、これを受けてLSE&GとDBAGは経営統合計画の撤回を表明した。⁽¹⁴⁾ EU競争総局の説明によれば、LSE&G傘下のLCHグループ（イギリスのLCHとフランスのLCH・SA）とイタリア取引所の子会社CC&G、DBAG傘下のEUREXクリアリンググループ会社となることは債券取引のクリアリング業務で競争を阻害する恐れがあり、フランスのLCH・SAの売却だけでは取引市場が取引情報を公平に開示しない場合にLCH・SAが競争できない懸念があるためイタリア取引所傘下のMTSの売却を求めたが、この要請は拒否され、有効な代替案も提示されなかったというのが経営統合を承認しない理由であるということであった。

5 経営統合撤回の背景

二〇一六年三月に合意されたLSEGとDBAGの経営統合は二〇一七年三月のEU競争総局による承認拒否によって撤回されることになったが、すでに経緯を説明した通り、最後の段階でLSEGがMTSの売却というEU競争総局が提示した譲歩案を拒否し、有効な代替案も提示しなかったことに起因している。そして、MTSはLSEGにとつてはそれほど重要な資産であつたとも考えにくいので、経営統合後に持ち株会社をEU離脱予定のイギリスから共通通貨ユーロを採用するドイツへ移す動きが強まるものとLSEG経営陣が判断したためと考えられる。実際、DBAGはLSEGがMTSを売却するものと予想しており、LSEGの売却拒否に驚いたと伝えられている。

EU競争総局の説明によればMTSを売却すれば経営統合承認を拒否する理由は見当たらず、承認されていたのではないかと考えられる。DBAGによるNYSEユーロネクスト買収合意の際にはDBAG傘下のデリバティブ取引所EUREXか、NYSEユーロネクスト傘下のデリバティブ取引所LIFFEの売却をEU競争総局が要求し、これを呑めなかつたために買収は実現しなかつた。今回のLSEGとDBAGの経営統合でもポートフォリオ証拠金の導入で利用者のコスト削減を目指したLSEG傘下のイギリスのLCHか、DBAG傘下のEUREXクリアリングの売却をEU競争総局が求めるのではないかと予想されたが、フランスのLCH・SAとイタリアのMTSの売却だけで済むならばそれほど大きな損失にはならなかつたと考えられている。

それでは今回なぜEU競争総局がLCHやEUREXクリアリングの売却を求めなかつたのかということに関しては、前回のDBAGによるNYSEユーロネクスト買収合意の際にEU競争総局が下した判断に原因があるものと考えられる。DBAGとNYSEユーロネクストは上場デリバティブ市場が店頭デリバティブ市場と競争

関係にあり、EUR EXとL I F F Eがグループ会社となっても店頭デリバティブ市場との競争があるので問題はないと主張したのに対して、EU競争総局は上場デリバティブ市場と店頭デリバティブ市場はそれほど競争関係ではなく、上場デリバティブ市場内での競争が阻害される恐れがあるとしてEUR EXかL I F F Eの売却を求めている。店頭デリバティブ市場と上場デリバティブ市場が競争関係にないとすれば、金利スワップ等の店頭デリバティブ取引のクリアリング業務が中心のL C Hと上場デリバティブ取引のクリアリング業務が中心のEUR EXクリアリングは規模が大きいとはいえ競争関係にはないと判断せざるを得なかったものと考えられる。L S E GがM T Sの売却に応じてL S E GとD B A Gの経営統合が実現していたとすれば、前回のEU競争総局の決定に対してD B A Gが欧州裁判所への提訴までおこなっていたことが役立つことになっていたかもしれない。

L S E Gはかつての買収ターゲットから買収者へと変貌し、ロレCEOのもとで株式取引に依存した収益構造を多様化して、デリバティブ取引が弱いものの、取引所グループと呼ぶにふさわしい企業に変貌した。それにもかかわらず、買収による多角化戦略を押し進め、評価されてきたロレCEOがD B A Gとの経営統合を選択したことは計画発表当初から疑問を感じた。力尽くで買収される可能性は極めて小さくなったにもかかわらず、ロレCEOが自ら買収される道を選択したのはなぜであろうか。自らの地位や企業の独立性よりも顧客の利便性向上を選択したと言えば聞こえはいいが、デリバティブ取引で市場を獲得することは困難であり、デリバティブ取引で強いドイツ取引所やC M Eグループ、I C Eと競争していくことに見通しが立たなかったからではないだろうか。イギリス株取引やイタリア株取引で主市場でなくなることは考えにくい、ユーロ建て取引やドル建て取引を獲得することも困難であり、イギリスのEU離脱というリスクに対処したものであったと考えられた。ところが、最後になって自ら経営統合を撤回する決断をしたものと考えられ、イギリスのEU離脱という事態で状況

が変わったというところかもしれないが、もともとこの可能性もあったのであるから当初の判断に疑問を呈するを得ないであらう。

注

- (1) London Stock Exchange Group plc and Deutsche Boerse AG, "Potential merger of equals between London Stock Exchange Group plc ("LSE") and Deutsche Boerse AG ("Deutsche Boerse");" *Press Release*, 23 February 2016 (<http://www.lseg.com/documents/initial-statement-lseg-potential-merger-deutsche-boerse-pdf?accepted=26d600001878f01b8d4f1a61ea2981f>).
- (2) London Stock Exchange Group plc and Deutsche Boerse AG, "Further information on the potential merger of equals between London Stock Exchange Group plc ("LSEG") and Deutsche Börse AG ("Deutsche Börse");" *Press Release*, 26 February 2016 (<http://www.lseg.com/documents/lseg-disclosure-further-potential-merger-terms-26-feb-2016-pdf?accepted=93a83a1dadbd96a4742d39177087cce>).
- (3) London Stock Exchange Group plc, "London Stock Exchange Group plc ("LSEG") notes the announcement from Intercontinental Exchange, Inc. ("ICE");" *Press Release*, 1 March 2016 (<http://www.lseg.com/documents/lseg-statement-regards-possible-offer-1-march-2016-pdf?accepted=2c1c1858f7e9a33c7ae22375b13d80>), Deutsche Börse AG, "Deutsche Börse AG: Divestiture of International Securities Exchange Holdings, Inc.;" *Press Release*, 9 March 2016 (http://deutsche-boerse.com/dbg/dispatch/en/listcontent/dbg_nav/investor_relations/Content_Files/10_adhoc/db_adhoc_9March2016.htm).
- (4) London Stock Exchange Group plc and Deutsche Boerse AG, "RECOMMENDED ALL-SHARE MERGER OF EQUALS OF

- LONDON STOCK EXCHANGE GROUP PLC AND DEUTSCHE BÖRSE AG," *Press Release*, 16 March 2016 (<http://www.lseg.com/documents/lseg-recommended-all-share-merger-equals-london-stock-exchange-group-plc-and-deutsche-b%C3%B6rse-ag-rns-16mar2016-pdf?accepted=de1fb0b304288862dd9a78f6b0316136>). 参考： 証券取引の新聞 (<http://www.lseg.com/documents/lseg-recommended-all-share-merger-equals-london-stock-exchange-group-plc-and-deutsche-b%C3%B6rse-ag-presentation-16mar2016-pdf?accepted=4133c704930f0d3071bd70ddd6ab3fb>) 世間経済誌のマーケットのニュースの目録の参考。
- (15) "US Predator Seals Funds For £10bn LSE Bid," *Sky News*, 4 April 2016 (<http://news.sky.com/story/us-predator-seals-funds-for-16310bn-lse-bid-10230472>).
- (16) London Stock Exchange Group plc, "London Stock Exchange Group PLC Clarification Statement," *Immediate Release*, RNS Number : 2782W, 25 April 2016 (<http://www.londonstockexchange.com/exchange/news/market-news/market-news-detail/LSE/12791249.html>).
- (17) London Stock Exchange Group plc, "London Stock Exchange Group plc ("LSEG") Statement regarding Intercontinental Exchange, Inc. ("ICE") withdrawal," *Immediate Release*, RNS Number : 2849X, 4 May 2016 (<http://www.londonstockexchange.com/exchange/news/market-news/market-news-detail/LSE/12803928.html>).
- (18) European Commission, "Mergers: Commission opens in-depth investigation into proposed Deutsche Börse/LSE merger," *Press Release*, IP/16/3222, 28 September 2016 (http://europa.eu/rapid/press-release_IP-16-3222_en.htm).
- (19) London Stock Exchange Group plc, "RECOMMENDED ALL-SHARE MERGER BETWEEN LONDON STOCK

- EXCHANGE GROUP PLC AND DEUTSCHE BÖRSE AG - Update on the European Commission Review - Potential Sale of LCH SA, " *Immediate Release*, RNS Number : 1067L, 28 September 2016 (<http://www.londonstockexchange.com/exchange/news/market-news/market-news-detail/LSE/12982308.html>).
- (20) Foo Yun Chee and Huw Jones, "EU extends LSE-Deutsche Boerse merger review until March 6," *Reuters.com*, 21 October 2016 (<http://www.reuters.com/article/us-lse-m-a-deutsche-boerse-eu-idUSKCN12L1AA>).
- (21) Andrew Kroener, "Deutsche Boerse and LSE say EU's list of merger concerns has shortened," *Reuters.com*, 14 December 2016 (<http://www.reuters.com/article/uk-lse-m-a-deutsche-boerse-eu-idUKKBN1432DK>).
- (22) London Stock Exchange Group plc, "RECOMMENDED ALL-SHARE MERGER BETWEEN LONDON STOCK EXCHANGE GROUP PLC AND DEUTSCHE BÖRSE AG - Proposed Sale of LCH SA to Euronext N.V.," *Immediate Release*, RNS Number : 1534T, 3 January 2017 (<http://www.londonstockexchange.com/exchange/news/market-news/market-news-detail/LSE/13082594.html>).
- (23) London Stock Exchange Group plc, "RECOMMENDED ALL-SHARE MERGER BETWEEN LONDON STOCK EXCHANGE GROUP PLC AND DEUTSCHE BÖRSE AG - Update on the European Commission Phase II proceedings," *Immediate Release*, RNS Number : 8593X, 26 February 2017 (<http://www.londonstockexchange.com/exchange/news/market-news/market-news-detail/LSE/13139501.html>).
- (24) European Commission, "Mergers: Commission blocks proposed merger between Deutsche Börse and London Stock Exchange," *Press Release*, IP/17/789, 29 March 2017 (http://europa.eu/rapid/press-release_IP-17-789_en.htm).