

ドイツ取引所とNYSEユーロネクストの合併撤回

吉川 真裕

二〇一一年二月九日、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）とトロント証券取引所やモントリオール取引所を傘下に持つTMXグループ（TMX）は合併後の持ち株比率が五五%対四五%の比率で対等合併することに合意したという発表をおこなった。同じ日にドイツ取引所（DB）とニューヨーク証券取引所（NYSE）やヨーロッパの取引所連合であるユーロネクストを傘下に持つNYSEユーロネクストが合併交渉の結論が出るまで株式の取引を停止することを発表し、二月十五日にはDBとNYSEユーロネクストも合併後の持ち株比率が六〇%対四〇%の比率で対等合併することに合意したという発表をおこなった。これに対して、ナスダックOMXとインターコンチネンタル取引所（ICE）は四月一日にNYSEユーロネクストに対する買収提案をおこなったが、五月一六日には司法省の反対を受けて買収提案を取り下げた。七月七日にはNYSEユーロネクスト、七月一三日にはDBでの株主による合併承認がおこなわれたが、八月四日にはヨーロッパ連合（EU）の競争総局が詳細な承認審査手続きに入ることを公表した。承認審査過程においてDBとNYSEユーロネクストは譲歩案を提示したが、EU競争総局の理解は得られなかった。二〇一二年二月一日、EUは競争総局の提案を受けて、提示された譲歩案に基づくDBとNYSEユーロネクストの合併を承認しないという決定をおこなった。これを受けて翌二日、DBとNYSEユーロネクストは合併計画の撤回を表明した。

本稿ではDBとNYSEユーロネクストの合併計画と承認手続きをめぐる経過を紹介し、取引所の合併と監督

当局のあり方について考察する。

1 DBとNYSEユーロネクストの合併合意

二〇一一年二月九日、LSE GとTMXは合併合意発表直後に、DBとNYSEユーロネクストは合併交渉の結論が出るまで双方の株式の取引を停止すると発表し、二月十五日にはDBとNYSEユーロネクストも合併後の持ち株比率が六〇%対四〇%の比率で対等合併することに合意したという発表をおこなった。⁽¹⁾この合併合意のポイントは以下のように要約できる。

①NYSEユーロネクスト株式一株に対してDB株式〇・四七〇〇株の株式交換によって合併はおこなわれ、二月九日のDBの株価と為替レートで換算すると三九ドル（総額一〇一億五〇〇〇万ドル）となり、二月九日のNYSEユーロネクストの株価に比べて一〇%のプレミアムでの買取合意ということになる。

②合併合意撤回に対しては二億五〇〇〇万ユーロ（約三億四〇〇〇万ドル）の違約金が課される。

③合併成立後の持ち株会社はオランダに新たに設立され、取締役は一七人で、フランチャオーニ会長（DB現CEO）とニードアウアCEO（NYSEユーロネクスト現CEO）を除く一五人のうち九人はDBから、六人はNYSEユーロネクストから選出されるが、経営委員会には双方から四人ずつ選出され、NYSEユーロネクストからはニードアウアCEO（ニューヨーク）、チェルツティ社長（システム、パリ）、リポビッツCOO（現物、ニューヨーク）、ハーベイGC（法務、ニューヨーク）、DBからはプロイス次席CEO（デリバティブ、フランクフルト）、テスラー（清算業務、ルクセンブルグ）、ゲルステンシュレーガー（データ&分析、フランクフルト）、ポットメイヤーCFO（フランクフルト）の各氏の就任が内定している。

④合併実現にはNYSEユーロネクストの株主投票の過半数、DBの株主投票の四分の三の賛成、および各国監督機関・法務省（公正取引委員会）、EU競争総局の承認を必要とする。

⑤ドイツ銀行とJPMorgan・セキユリティーズがDBの筆頭財務アドバイザー、ペレラ・ワインバーグ・パートナーズとBNPパリバがNYSEユーロネクストの筆頭財務アドバイザーを務める（四月一日以降、ゴールドマン・サックスとモルガン・スタンレーがNYSEユーロネクストの財務アドバイザーとして明記された）。

この合併合意発表を受けて双方の株式の取引が再開され、NYSEユーロネクストの株価は取引停止前から三・七%下落して三六・七二ドル、DBの株価も二・六%下落して五八・五〇ユーロで取引を終えた。そして、同日、ムーディーズがNYSEユーロネクストの格付けをA3ステイブルからA3ポジティブに引き上げた一方、翌一六日にスタンダード&プアーズはDBの長期格付けをAAステイブルからAANegティブへと引き下げた。

合併交渉の発表直後からNYSEユーロネクストのライバルであるナスダックOMXの動きに注目が集まったが、四月一日になってナスダックOMXとインターコンチネンタル取引所（ICE）からNYSEユーロネクストに対する買収提案が公表された。⁽²⁾ この買収提案のポイントは以下のように要約できる。

①NYSEユーロネクスト株式一株に対して四二・五〇ドル（一四・二四ドルの現金とナスダックOMX株式〇・四〇六九株、ICE株式〇・一四三六株の株式交換）の買収条件が提示され、三月三十一日のDBの株価と為替レートで換算したNYSEユーロネクスト買収価格に比べて一九%のプレミアムということになる。

②買収後にNYSEユーロネクストは分割され、ICEがLIFFE、LIFFE・US、NYPC（DTCCとの合併で設立した清算機関）を獲得し、ナスダックOMXが残りを獲得することが予定されている。

③BOAメリルリンチとエバーコア・グループがナスダックOMXの財務アドバイザーを、ラザード・ブロード

ヘブン・キャピタル・パートナーズとBMOキャピタル・マーケッツがICEの財務アドバイザーを務める。

この買収提案を受けて、NYSEユーロネクストの株価は一三%上昇して三九・六〇ドル、DBの株価は一・四%下落して五二・八一ユーロ、ナスダックOMXの株価は九・三%上昇して二八・二三ドル、ICEの株価は三・一%上昇して一一九・七五ドルでそれぞれ四月一日の取引を終えた。

四月一〇日、NYSEユーロネクストの取締役会はナスダックOMXとICEの買収提案を拒否してDBとの合併計画を支持することを全会一致で確認した。これに対して、四月一九日にナスダックOMXとICEは買収提案が監督当局の承認を得られない場合には三億五〇〇万ドルの違約金を支払う用意があり、ナスダックはBOA、ノルディア銀行、スカンディナビスカ・エンスキルダ銀行、UBSから、ICEはウエルズ・ファーゴとBOAから総額三八億ドルの融資枠を確保していることを公表した。四月二日にはNYSEユーロネクストの取締役会が再度ナスダックOMXとICEの買収提案を拒否してDBとの合併計画を支持することを表明し、四月二六日にナスダックOMXとICEはNYSEユーロネクストの株主に対して取締役会を説得して買収提案を支持することを依頼する書簡を送った。四月二八日のNYSEユーロネクストの株主総会ではナスダックOMXとICEの経営陣と交渉すべきであるという意見が株主から出されたが、取締役の承認は八〇%前後の賛成票を得ており、ナスダックOMXとICEによる買収を望む株主は少数であることが明らかになった。

五月二日にナスダックOMXとICEはNYSEユーロネクストの株主から直接株式を買い取る敵対的買収に踏み切る決意を固めたと報じられたが、正式な株式買い取り要請書類が株主に送られることはなく、五月一六日にナスダックOMXとICEは買収提案を取り下げると発表した。その理由は司法省（反独占局）からNYSEとナスダックの統合は株式市場の独占化をまねく恐れがあり、ナスダックOMXがNYSEユーロネクスト

を買取した場合には司法省（反独占局）が法的措置を取るという連絡を受けたためであった。

2 DBとNYSEユーロネクストの合併合意撤回

ナスダックOMXとICEによるNYSEユーロネクスト買収提案の取り下げを受け、合併実現の見通しが強まる中、六月二九日にDBとNYSEユーロネクストはEU競争総局に合併承認を求めた。⁽³⁾ 一次審査の結果は二五営業日後の八月四日までに発表され、詳細な二次審査が必要な場合にはさらに九〇営業日までに結果が公表される予定であることがEU競争総局から発表された。そして、一六五項目以上の質問が含まれた調査票が関係者に送付され、異例な質問量から見てEU競争総局が合併計画に関心を寄せていることが報じられた。⁽⁴⁾

七月七日にはNYSEユーロネクストで株主による合併承認投票がおこなわれ、投票総数の九六・〇%が合併計画を支持し、これはNYSEユーロネクストの普通株の六五・六八%に当たるという発表がおこなわれた。⁽⁵⁾ 他方、株主による投票ではなく、新株との株式交換申請によって株主による合併計画承認手続きが進められたDBでも七月一三日の交換申請最終日に七五%の承認ラインを交換申請数が越え、⁽⁶⁾ あとはEU競争総局をはじめとする監督当局による合併承認が残されたハードルとなった。しかし、七月一八日にはEU競争総局のアルムニア局長が詳細な二次審査を必要とすることになるという見通しを発表し、年内の合併実現という当初計画の実現は危ぶまれるようになった。さらに、EU競争総局による一次審査の質問表に対して、NYSEユーロネクストに対する買収提案を取り下げたナスダックOMXやTMXとの合併計画を撤回したLSEグループのようなライバルだけでなく、ゴールドマン・サックス、BOAメリルリンチ、ドイチエ・バンク、UBSといった大手業者が加盟するAFME（Association for Financial Markets in Europe）からも反対意見が寄せられていると報じられ、E

U競争総局による合併計画承認が注目を集めるようになった。

八月四日、予想通りEU競争総局は詳細な合併承認審査手続きに入ることを公表した。⁽⁷⁾ 審査期限は九〇営業日後の一月一三日であり、合併条件の変更申請がおこなわれた場合には審査期限はさらに延期されることになる。プレスリリースの中でEU競争総局のアルムニア局長はヨーロッパ最大のデリバティブ取引所であるEUREX (DB傘下) とヨーロッパ第二のデリバティブ取引所であるLIFFE (NYSEユーロネクスト傘下) の統合問題を第一に取り上げ、またデリバティブ取引所が競争相手に対するクリアリング業務の提供を拒んでいること (vertical silo) も問題であると指摘していた。そして、株式取引、セトルメント業務、指数ライセンスシングについても問題があると言及していた。

九月一日、DBとNYSEユーロネクストの合併計画に対する詳細な二次審査に入ったEU競争総局は、新規参入者がデリバティブ市場で成功するために何が必要かという問題で一〇六項目、さらにデリバティブ取引所と店頭市場での手数料の違いについて九八項の質問表を再び市場関係者に送付したと報じられた。⁽⁸⁾ そして、一〇月四日にはEU競争総局がDBとNYSEユーロネクストに対して合併承認反対文書を送付したという報道が流れ、翌一〇月五日にDBとNYSEユーロネクストはこの事実を認めた上で、二次審査において合併承認反対文書が出されるのは通例のことであり、この文書が最終決定に結びつくわけではないという発表をおこなった。⁽⁹⁾ この合併承認反対文書に対してDBとNYSEユーロネクストは一月八日までに回答しなければならなかったが、七営業日の回答猶予を得て回答期限は一月一七日に延期され、最終決定期限も二月二日に延期された。

一月一八日、DBとNYSEユーロネクストはEU競争総局に対する回答期限である一七日に譲歩提案を含めた回答文書を提出したことを明らかにした。⁽¹⁰⁾ プレスリリースによれば、LIFFEの個別株関連のデリバティ

ブ取引部門を売却すること、金利と株価指数のデリバティブ取引については競争相手のクリアリング業務を妥当な費用で引き受けることが合併承認の譲歩案として明記されていた。また、譲歩案の提案によって最終決定期限は自動的に一五営業日延期されることになるが、年末をはさむため一月三日が最終決定期限に定められた。

一月二三日、DBとNYSEユーロネクストはEU競争総局に対してさらなる譲歩提案をおこなったことを明らかにした。⁽¹¹⁾ プレスリリースによれば、LIFFEのみならずEURERXの個別株関連のデリバティブ取引部門を売却すること、購入者に対してEURERXクリアリングの利用を認めること、金利と株価指数のデリバティブ取引については競争相手のクリアリング業務を妥当な費用で引き受ける条件を緩和すること、そして金利関連デリバティブ取引をおこなう第三者にEURERXの取引システムをライセンス提供することが合併承認のさらなる譲歩案として明記されていた。そして、譲歩案の再提案によって最終決定期限は一三営業日延期され、二月九日が最終決定期限に定められたことも明らかにした。

二〇一二年一月一〇日、EU競争総局がDBとNYSEユーロネクストの合併計画承認に反対する決定をおこなったと報じられた。この決定は合併計画の承認を検討したEU競争総局の結論であり、EUの最終決定ではない。過去にはEU競争総局の決定が欧州委員会による最終決定で覆った事例もあり、合併承認の可否は欧州委員会による決定を待たなければならない。しかし、さらなる譲歩がなければ決定が覆るとは見られていなかった。

一月二〇日、四五九ページに及ぶ合併承認審査結果が二六人の欧州委員に提出され、二月一日に欧州委員会による最終決定がおこなわれるスケジュールが決まった。二月一日におこなわれた欧州委員会の会合では投票はおこなわれず、EU競争総局の決定が全委員によって支持された。⁽¹²⁾ この決定を受けてDBとNYSEユーロネクストは欧州司法裁判所への提訴をほめかしたが、結局、翌二月二日に合併計画の撤回を表明した。⁽¹³⁾

3 取引所の合併と監督当局

二〇一一年二月に世界を驚かせたDBとNYSEユーロネクストの合併計画は、ナスダックOMXとICEによるNYSEユーロネクストに対する買収提案もあつて盛り上がりを見せたが、結局、EUによる合併計画承認の否決によって撤回されることになった。この合併計画の発表直後からEUREXとLIFFEの合併をEUが認めるはずがないという意見も聞かれたが、アメリカでシカゴ・マーカンタイル取引所(CME)とシカゴ商品取引所(CBOT)、そしてニューヨーク・マーカンタイル取引所(NYMEX)の経営統合が実現していることから、ヨーロッパでもこの三者を擁するCMEグループに対抗するデリバティブ取引所グループが実現するのではないかと見方が有力であった。しかし、EUはヨーロッパでの上場デリバティブ市場の競争を阻害する恐れがあるとして、従来通りのスタンスで毅然とした決定をおこなった。

今回の合併計画承認過程を見ても明らかのように、DBとNYSEユーロネクストの合併の核心はEUREXとLIFFEの統合であり、DBとユーロネクスト、あるいはヨーロッパの大証券取引所とアメリカの大証券取引所の統合ではない。EU競争総局が示唆していたように、EUREXかLIFFEを売却すれば合併計画の承認に問題はなく、DBとNYSEユーロネクストの合併は実現していたであろう。しかし、EUREXとLIFFEの統合こそがDBとNYSEユーロネクストの合併計画の核心である以上、DBもNYSEユーロネクストも譲歩することができなかつたのである。

DBとNYSEユーロネクストの経営陣にとつてもアメリカですでにCMEグループが実現していることが前提であり、EUREXとLIFFEの統合をEUが容認するのではないかという見込みがそもそも合併計画の前提になっていたはずである。EUREX・LIFFEは店頭デリバティブ市場との競争があり、グローバルに

はCMEグループとの競争もあるというDBとユーロネクストの主張はもつともであるが、EU競争総局が示したように、実際にはEUREXとLIFFE以外には両者にとつて脅威となるようなライバルはヨーロッパに存在せず、EUREXとLIFFEの統合は競争を阻害する恐れがあるという主張もまたもつともである。ナスダックとNYSEの統合にアメリカ司法省（反独占局）が反対したことから考えると、今回のEUの決定を杓子定規の石頭であると批判することもできないはずである。むしろ、最大市場と競合する第二市場の統合を認めたアメリカの商品先物取引委員会（CFTC）と司法省（反独占局）の決定こそ、競争上問題がなかったのかを再検討する必要があるだろう。アメリカでもこの問題には苦慮しており、NYMEX買収の際にはCMEグループのクリアリング機関独占状態に司法省が警鐘を慣らしたが、ELXでの取引に絡んだCFTCによるCMEへの規則変更命令が撤回されるという現状では大きな変化はおこりそうにもない。

ところで、DBとNYSEユーロネクストの立場に立った場合、EUREXかLIFFEの売却が選択肢になり得なかったのかどうかを考えてみよう。合併計画の発表直後の株価の反応や格付け機関の格付け変更からも明らかのように、DBに収益源であるEUREXを失ってまでNYSEユーロネクストと合併する意向があるとは考えにくい。それではLIFFEの売却はどうであろうか。EUREXとLIFFEの統合というシナジーは生まれないが、ユーロネクストとNYSEを傘下に持つことはDBの経営陣の野心から見れば悪くはない選択であろう。しかも、ナスダックOMXとICEが示したNYSEユーロネクストの買収価格からすればLIFFEはNYSEユーロネクストの半分以上の価値があると評価されており、ICEに売却すればLIFFE抜きのNYSEユーロネクストを半額以下の価格で手に入れることができることになる。しかし、この選択肢は完全子会社となるNYSEユーロネクストに受け入れられるとは考えられず、LIFFEを含めて六対四の合併がLIFF

E抜きでは六対二となり、合併とは名ばかりの買収にしかならなくなってしまふ。NYSEユーロネクストがよほど困っているならともかく、ブランド力を利用してまだ巻き返しをはかろうとしているNYSEユーロネクストが納得するとは考えられない。結局、こうした判断からDBとNYSEユーロネクストの合併計画は見送られたのであり、EUR EXかLIFFEを売却してまで合併を進めることはできなかつたものと考えられる。

シンガポール取引所(SGX)とオーストラリア証券取引所(ASX)、LSEGとTMX、DBとNYSEユーロネクストという国境を越えた取引所の三つの合併合意は相次いで撤回された。合併撤回の理由はSGXとASX、DBとNYSEユーロネクストの合併計画では監督当局による合併承認の否決であり、LSEGとTMXの合併合意では株主による承認の否決であつた。しかし、SGXとASX、LSEGとTMXの合併合意では実質的に買収されることになるASXとTMXに対する国民感情が絡んでいたが、DBとNYSEユーロネクストの場合にはむしろ買収する側のDBに対する反対意見が強かつた。国境を越えた合併といつてもさまざまであり、一概にひとくくりにすることはできないであらう。とはいえ、三つの合併合意に共通して言えることは、まだ合併を撤回した取引所が国内では大きなシェアを持ち、合併しなくてもすぐに経営が困難になるような状況ではないことであらう。経営が傾き、合併しなければ生き残れない取引所に選択肢はなく、合併は撤回できないはずである。けれども合併しか生き残りの道がないところまで追い込まれた後の合併は救済合併であつて、実質的に買収することになる取引所にとってどれだけメリットがあるのかわからない。追い込まれた後の後ろ向きの合併ではなく、将来を見越した前向きの合併にこそ価値があると同時に、合併撤回という選択肢が残されているのであるから、将来を見越した合併の実現が難しいのも致し方ないことかもしれない。

註

- (一) DB and NYSE Euronext, "Deutsche Boerse AG And NYSE Euronext Agree To Combine To Create The Premier Global Exchange Group - Media Release," *Media release*, 15 February 2011 (<http://www.global-exchange-operator.com/english/media-service/press-releases.php>)
- (二) NASDAQ OMX and ICE, "NASDAQ OMX Group and IntercontinentalExchange Propose Superior Transaction to NYSE Euronext for \$42.50 Per Share, 19% Premium to Deutsche Boerse Proposal," *Media release*, 1 April 2011 (<http://ir.nasdaqomx.com/releasedetail.cfm?ReleaseID=561286>)
- (三) DB and NYSE Euronext, "Deutsche Boerse AG And NYSE Euronext Seek Approval From The European Commission For Planned Business Combination," *Media release*, 29 June 2011 (<http://www.global-exchange-operator.com/english/media-service/press-releases.php>)
- (四) Nandini Sukumar and Aoife White, "Deutsche Boerse Rivals Quizzed by EU," *Bloomberg.com*, 4 July 2011 (<http://www.bloomberg.com/news/2011-07-04/deutsche-boerse-rivals-quizzed-on-derivatives-market-by-eu-amid-nyse-offer.html>)
- (五) NYSE Euronext, "NYSE Euronext Shareholders Overwhelmingly Approve Combination with Deutsche Boerse," *News release*, 7 July 2011 (<http://www.nyse.com/press/1310032901736.html>)
- (六) Deutsche Boerse, "Preliminary Acceptance Rate Of The Exchange Offer By Alpha Beta Netherlands Holding N.V. To The Shareholders Of Deutsche Boerse AG Exceeds The Minimum Acceptance," *Media release*, 14 July 2011 (<http://www.global-exchange-operator.com/english/media-service/press-releases.php>)
- (七) European Commission, "Mergers' European Commission Opens In-Depth Investigation Into Proposed Merger Between Deutsche Boerse And NYSE Euronext," *Press release*, IP/11/948, 4 August 2011 (<http://europa.eu/rapid/>)

- pressReleasesAction.do?reference=IP/11/948&format=HTML&aged=1&language=EN&guiLanguage=en)
- (8) Aofie White and Jim Brunsden, "Deutsche Boerse Customers Quizzed Again in EU Merger Probe," *Bloomberg.com*, 1 September 2011 (<http://www.bloomberg.com/news/2011-09-01/deutsche-boerse-customers-quizzed-for-second-time-in-eu-probe.html>)
- (9) David Jolly, "Europe Raises Concerns About NYSE-Deutsche Boerse Merger," *dealbook.nytimes.com*, 4 October 2011 (<http://dealbook.nytimes.com/2011/10/04/european-regulators-tell-nyse-and-deutsche-borse-of-merger-concerns/?scp=1&sq=%22eur+raises+concerns+about+NYSE%22&st=nyt>), DB and NYSE Euronext, "NYSE Euronext and Deutsche Boerse AG Statement On Statement Of Objections," *Media release*, 5 October 2011 (<http://www.global-exchange-operator.com/english/media-service/press-releases.php>)
- (10) DB and NYSE Euronext, "Deutsche Boerse AG And NYSE Euronext Confirm Submission Of Remedy Proposal," *Media release*, 18 November 2011 (<http://www.global-exchange-operator.com/english/media-service/press-releases.php>)
- (11) DB and NYSE Euronext, "Deutsche Boerse AG And NYSE Euronext Statement On Revised Remedy Submission," *Media release*, 13 December 2011 (<http://www.global-exchange-operator.com/english/media-service/press-releases.php>)
- (12) European Commission, "Mergers: European Commission Blocks Proposed Merger Between Deutsche Boerse And NYSE Euronext," *Press release*, IP/12/94, 1 February 2012 (<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/11/948&format=HTML&aged=1&language=EN&guiLanguage=en>)
- (13) DB and NYSE Euronext, "NYSE Euronext And Deutsche Boerse Terminate Business Combination Agreement," *Media release*, 13 December 2011 (<http://www.nyse.com/press/1328178461772.html>)