

金融商品市場での共同ボイコット行為への 競争法の適用について

——CDS市場での欧州委による確約決定を中心として——

諏訪園 貞明

- 一 はじめに
- 二 CDS市場における違反被疑行為（次頁本件の概要図参照）等の概要
- 三 検討
- 四 おわりに

一 はじめに⁽¹⁾

世界的にも未曾有の経済的困難をもたらした二〇〇八年の国際金融危機、いわゆるリーマンショックが十五年程前の二〇〇八年九月一五日に発生した。その後、こうした事態がなぜ起きてしまったのか、その直接あるいは間接の原因が様々な角度から分析されてきた。特に、本稿で主として検討対象とした事件（以下、本件⁽²⁾）の対象商品であるクレジット・デフォルト・スワップ（以下、CDS）が店頭取引（以下、OTC）で決済されていたこ

と自体が、その危機をより深刻なものとしたとの指摘がなされている⁽³⁾。このため、その後、金融機関のデリバティブ取引の免許等を受けている清算機関の利用義務付けなど我が国、EU、米国を始め世界各国で様々な制度改革が行われた⁽⁴⁾。また、本稿で論じる予定のCDS市場での共同ボイコット行為に対して、欧州委員会⁽⁵⁾は、同委閣僚理事会の定める審査手続規則二〇〇三年第一号⁽⁶⁾（以下、審査手続規則）第九条の規定によって、違反被疑者が申し出た確約（commitment）⁽⁷⁾を法的に拘束する決定⁽⁸⁾（以下、確約決定）を行った。その結果、当該取引市場における一定のルール策定がなされ、それは右記の様々な法律制度改革の一端を担っていたようにもみえる。こうした観点から本決定を子細にみると様々な論点が存在する。

そこで、本稿では、先ず本件の違反被疑行為及び確約決定の内容について概要を紹介した上で、三つの論点に絞って検討する。また、それらの我が国への示唆にも言及する。

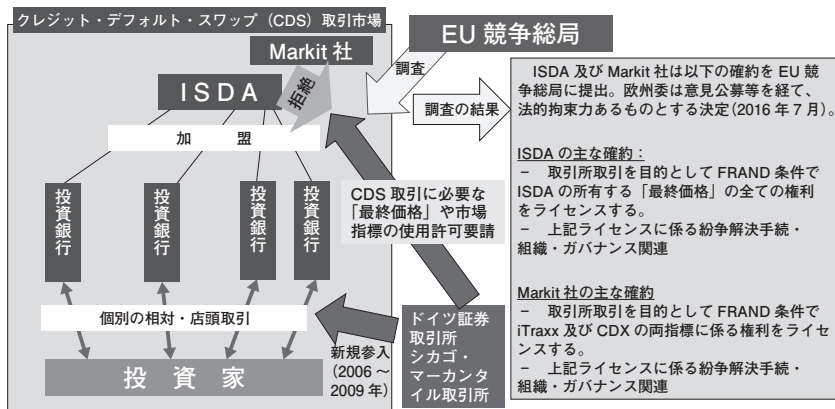
二 CDS 市場における違反被疑行為（次頁本件の概要図参照）等の概要

二―一 欧州委による審査・確約決定に係る手続⁽¹⁰⁾

欧州委は、二〇一一年四月からCDS市場に関してBank of America Merrill Lynch等の世界的な大手投資銀行一六行⁽¹¹⁾及び英国を拠点の一とする情報提供会社であるMarket社⁽¹²⁾に対して、彼らが共謀してCDS市場における取引情報を支配するために、その市場支配的地位の濫用等を行っていたのではないか、したがって、これが証明された場合、欧州機能条約（いわゆる「リスボン条約」）一〇一条（以下、欧州競争法一〇一条）及び同一〇二条に違反しているとの疑いから、審査手続規則一一条六項の規定に基づき、審査を開始した⁽¹³⁾。

さらに、欧州委は、二〇一三年三月二六日、国際スワップ・デリバティブ協会（以下、ISDA）⁽¹⁴⁾まで審査対

本件の概要図



象を拡大した。⁽¹⁵⁾ 二〇一三年七月一日、本件審査結果に基づき、ISDA、Markit社及び一三の投資銀行⁽¹⁶⁾ (以下、一三行) に対して異議告知書⁽¹⁷⁾ を通知。二〇一五年二月に同委は一三行が本件に関与した証拠が不十分であるとして、その審査を終結。しかし、二〇一六年七月に ISDA、Markit社双方が、「公平、合理的、非差別的」(Fair, Reasonable and Non-Discriminatory、以下、FRAND) 条件で、両者がそれぞれ有する CDS 市場に関する指標 (以下、CDS 関係指標) のライセンスを証券取引所等で取引される金融商品に一〇年間にわたり認めること等の確約を EU 競争総局に申し出た。当該確約についてマーケット・テスト⁽¹⁸⁾ 等の所定の手続を経て、右記のとおり欧州委は確約決定を行った。

二二 本件の被疑行為の概要

本件の関連市場は、OTC 及び潜在的には取引所で取引され得る短期の信用デリバティブ市場であり、地理的範囲は全世界である。ISDA 及び Markit 社は共に、CDS 関係指標のライセンスに係る事業者団体の決定として、二〇〇六年～二〇〇九年の間に、それぞれシカゴ・マーカンタイル取引所等に対して、CDS 関係指標のライセンスを拒絶すること等により CDS 市場への参入が阻害され、これは欧州

競争法一〇一条に違反していたのではないかとしている。⁽²⁰⁾ 同委はその後、一三行に対する審査を終結、確約決定書では、ISDA及びMarket社のみ違反被疑行為について左記のとおり記載している。⁽²¹⁾ また、同決定書では格段の記載はないが、我が国独占禁止法では、本件の行為は、事業者団体が「新規参入者の市場への参入を妨げようとする行為」であるとして原則違反とされ、関係ガイドラインで事業者団体の共同ボイコットとして整理されている。⁽²²⁾

二二二一 ISDAの被疑行為

ドイツ証券取引所の一員であるデリバティブ取引所のEurexが二〇〇七年三月に、シカゴ・マーカンタイル取引所とヘッジファンドのCitic社⁽²⁴⁾の合併企業で、CDS市場の清算・取引に係るプラットフォーム企業CMDXが二〇〇八年末に、それぞれ信用デリバティブ商品上場に関してISDAに「最終価格」⁽²⁵⁾のライセンスを求めた。しかし、一三行も出席するISDAの理事会はこれらを拒絶した。また、二〇〇七年、取引所取引を目的とした「最終価格」ライセンス申請には応じない方針を承認した。⁽²⁶⁾ 欧州委は、これにより右記取引所等の新規参入者がall-to-allの(投資家も含めたすべての市場関係者が直接参加できる)取引所取引を通じて信用デリバティブ市場に参入することは困難になったのではないかとしている。⁽²⁷⁾ 一般的に、取引所取引は店頭取引よりも安定性がある。また、その参入により取引コストが低下する。取引所取引が進めば、市場はかかる利益を享受していたであろうとしている。⁽²⁸⁾

二二二二 Market社の被疑行為

同社は、CDSの二つの基準指標群として広く知られているiTraxxとCDX⁽²⁹⁾を所有している。他方、CMD

Xが二〇〇八年に、信用デリバティブ商品を上場するために、同社の親会社 Citadel と CME が iTraxx と CDX のライセンス契約を結びたいと Market 社に打診した。その際、CDS 取引に係る共通の利益を有する一三行の協力のある、Market 社の指標諮問委員会に属する一三行からの委員と、同社は協議した。同社は、両指標のライセンス料最大化というその経営上の利益に反しているときでさえ、一三行の助言に従っており彼らの道具として機能していた。結果、同社は、両指標のライセンスを見積依頼取引 (Request for Quote)⁽³⁰⁾ のみに限定し、Central Limit Order Book (集中指値注文台帳、以下、CLOB)⁽³¹⁾ を利用した取引所やその他プラットフォームでの取引のためにライセンスすることを明確に拒絶した。これらの行為により、右記の新規参入者による短期の信用デリバティブ商品の取引所取引という潜在的新市場への参入を制限された。こうした行為により投資家にとつて、また、間接的に消費者に損害がもたらされた可能性が指摘されている。

二―三 両者が提出した確約の概要

欧州委の異議告知書に対して、両者は確約を欧州委に提出し、マーケット・テストの後、多少の形式的修正などを経て確約決定が行われた。本件確約決定の期間について、ISDA はその決定後一〇年間とされた⁽³²⁾。他方、Market 社は、同社が右記の二つの指標を保有・管理している間と一〇年間の短い方の期間とされた。また、Market 社の場合、五年間を経過したところで同社が仮に事情変更の申し出を行った場合、欧州委はその確約決定の見直しを行うとされた。両者の確約の内容は、異議告知書記載の競争上の懸念に十分対応でき、両者にとつても履行負担が最も少ないものであるとしている。

二―三―一 ISDAの確約決定

第一に、ISDAは、「最終価格」について取引所取引での使用を目的としても、百二〇日間(三〇日間の延長合意可)の交渉期間内にFRAND条件でライセンスする。また、右記の期間内にライセンスに合意できない場合には、申請者側で独立した仲裁者に紛争仲介を託す権利を有している。さらに、四五日あるいは最大でも七五日以内に紛争を解決できない場合、当事者は裁判所に提訴できる。また、独立したMonitoring Trustee(以下、監視受託者³³)が両者を拘束する決定を出すこともでき、本紛争に係る立証責任をISDAが負う。

他方、ライセンス料の支払いがなかった場合、申請者が倒産した場合等に加え、「最終価格」に係る入札が取引所取引特有の要因で相場操縦行為³⁴が行われた場合などに限って、ISDAは、本件確約決定の義務が免除され、ライセンス契約差し止めの訴えが可能となる。ただし、入札の相場操縦が疑われる行為をISDAが示した場合でも、一方的にライセンス契約を終結してはならない。当該行為を監視受託人に示し、「最終価格」のライセンス中止よりも厳格でない手段で当該行為に対処できない場合にのみ中止できる。

第二に、組織・ガバナンス関連である。「最終価格」のライセンスに係るISDAの決定に対する一三行の影響を排除するための手続が提案された。ISDAの理事会には一三行が入っている。そこで許諾決定の権限をISDAの理事会などからCEOに委譲する。当該CEOは、纯粹に技術的事項のみその理事など、すなわち一三行と協議してもよいとされた。

二―三―二 Markit社の確約決定

第一に、iTraxx及びCDXの両指標について、スワップ、フューチャー、オプション等も含め新たに取引所での取引対象となる金融商品のために、FRAND条件でライセンスする。仮に、ライセンス条件に関して三か

月間で（最大六か月間まで延長可）合意できなかった場合には、第三者仲裁機関の裁定、あるいはそれでもうまくいかなかった場合には、裁判所へ提訴できる、

ISDAの「最終価格」も、その入札運営管理などはMarket社も関与しているが、「最終価格」ライセンスについては、ISDAについて右記の確約決定がなされている以上に、Market社がライセンス条件やライセンス料の徴収等について何か求めてはならない。

第二に、組織・ガバナンス関連である。Market社は、CDS指標助言委員会（CDS Index Advisory Committees）あるいはその後継組織、類似の委員会に対して、両指標について技術的な、運営・管理上の助言のみ限定して得ることとする。会議自体、今後五年間議事録を作成し、全ての議事は録音され、それらは監視受託者も閲覧等できる。さらに、当該委員会の委員は、固定されることなく順番に回され、また、二五人を上限として一五人までは一三行からではないものとする。

三 検討

本件のCDSのような最先端の金融商品は、最新市場動向に係る情報を踏まえて自在に取引形態を変化させることができ、その市場規模も急速に拡大してきた。⁽³⁵⁾

また、「一 はじめに」で述べたとおり、CDS市場周りの関係制度が整備され、本件審査の対象となった取扱金融機関自体も一部淘汰されるなど本件市場を取り巻く環境は大きく変化した。こうした背景・事情もあってか、本件が示唆する論点は、少なく見積もっても左記のとおり多岐にわたるものと考えられる。⁽³⁶⁾

第一に、本件で問題となった「最終価格」並びにTax及CDSの両指標（以下、CDS関連指標）も、そ

れぞれ CDS 市場に関する「情報」そのものである⁽³⁷⁾。その情報に係るライセンスがなければ、CMDX のような取引所が新規参入できないのではないかとする判断から、本件の被疑行為が審査対象となった。かかる市場関連の情報が新規参入事業者にとつて、どの程度不可欠なものであったと評価できるか。最近のように、ビッグデータが競争手段の一つとして注目されていること等を踏まえると大変興味深い。

第二に、右記のとおり、本件の被疑事業者には、制裁金は課されなかった。他方、欧州委の審査手続規則前文(13)では確約決定が適当でない場合が存在するとして、審査手続マニュアルでは密室のカルテルのような水平的協定などの違反行為にはこれを適用しないと明記している⁽³⁹⁾。

第三に、本件は、競争法違反行為の事件である。他方、本件確約決定では、ISDA からの金融取引に係る公正性の観点からの要求も加味した確約で決定している。また、被疑事業者の保有する金融商品取引に係る情報の FRAND 条件でのライセンスを内容の一つとしている。こうした競争法以外の点なども確約決定に盛り込んでいること自体の意義などについて検討する。

最後に、こうした検討を踏まえて、我が国の法制度において参考とすべき点がないかなどの点も整理する⁽⁴⁰⁾。

三―一 CDS 関連指標のライセンスを義務化したことの妥当性

欧州委は、これまで水平的協定ガイドライン⁽⁴¹⁾を始め、技術移転協定ガイドライン⁽⁴²⁾、市場支配的企業の濫用行為ガイドライン⁽⁴³⁾等で知的財産権などのライセンスに係る様々な行為を競争法上どのように評価すべきか、その考え方を明示してきた。ここでは、「どの事業者もどの取引先と契約するかを選ぶことができ、所有する資産を自由に処分する権利を有するという点から始めるべきである⁽⁴⁴⁾」としている。また、「技術標準にとつて不可欠な知的財産権の所有者が市場力を持ち始めたり、それが強化されたりしたとしても、当該技術標準に不可欠な知的財産

権の所有や行使が市場力の所有や行使を意味すると仮定すべきではなく、ケースバイケースで評価すべきである⁽⁴⁵⁾」としている。

それでは、CDS関連指標のような情報についてのライセンス拒絶はどのように評価すべきだろうか。二〇一六年九月、欧州委の競争政策担当であるヴェステア委員は、その講演⁽⁴⁶⁾で、問題とされる情報は①審査対象企業の独自のものであり、②他のだれもそれを入手できないし、③その情報を用いて他の事業者を市場から排除できることである旨述べた。また、欧州委は、合併事件の場合についてはあるが、これまで、以下の三点を考慮する分析枠組みを示している。その枠組みの下で当該情報の入手妨害が、関連市場において有効な競争を阻害しているかどうかを判断している⁽⁴⁷⁾。

- その情報の入力が不可欠か。例えば、何か別の代替物が現に、あるいは潜在的に存在していないか。
- 同様の情報を入力する上での技術的、法的、経済的障害があるか。
- その情報の排他的利用によって、(他社を排除する能力を通じて)当該情報の利用されている市場が合併当事者に取り分けられ (reserve) しているか。

それでは、こうした枠組みの中で、本件のCDS関連指標はどのように評価されたのか。

確約決定書では、信用デリバティブが取引所で取引された場合、「(対象となる社債等の)発行企業の破綻時の清算価格を取引所が入札等で決めるとなると、ISDAの「最終価格」と異なり得る。そうすると、取引所取引に興味を持っている投資家にとってもベシスリスクが生じ得るので、店頭取引に戻ってくることになる」旨等の理由で他の価格には代え難いとしている⁽⁴⁸⁾。

すなわち、「取引所が別途、入札を行って価格情報を入力することはできるが、最も重要な一三行は既にISDAの入札に参加していて、他の事業者による入札には参加しない可能性が高く、ISDAの「最終価格」とは

異なる価格となるだろう。また、ほかのどんな代替的解決策も、投資家にとって、危機管理の観点からも含め非効率的な重複となるう」とする旨記載している。⁽⁴⁹⁾

また、Market社の両指標群に「信用デリバティブの流動性が集中しているので、初めて信用デリバティブの取引を開始する取引所にとっては、他に実際に代替し得る具体的な指標はない。CME及びCitadel社は潜在的市場に参入し得なかったであろう」としている。⁽⁵⁰⁾ こうした点に加えて、ISDA、Market社のCDS市場での地位を勘案すれば、CDS関連指標は、上記条件を十分に満たしていると言えよう。⁽⁵¹⁾

なお、本件に関係した米国での集団訴訟では、原告側の金融取引に係る専門家参考人が意見書を提出している。⁽⁵²⁾ 同意見書は、本件のISDAによるライセンス条件の変更によって、CDSの取引所は、大変容易にライセンスを得ることができであろうとしている。⁽⁵³⁾

三―二 本件を確約決定手続に付したことについて

欧州委は、本件に対する法的措置として確約決定により、事件を終結させている。本件は、事業者団体によるものであるが、その実態は言わば密室で行われたカルテルである。欧州委は、その審査手続マニュアルにおいて、密室のカルテルのような水平的協定事件には、確約決定手続を適用しないとされている。どのような理由で、本手続を適用することとしたのか。

確約決定書では、左記の理由を明記している。⁽⁵⁴⁾

- ① 確約決定が遵守されれば、ISDAに一三行の影響力が行使されることはなくなるであろうし、新規参入取引所などへのライセンス拒絶も起きなくなるであろうことを踏まえれば、制裁金を課すことによる違反行為予防措置を講ずる必要はない。

② また、審査手続規則第二七条四項に規定する「マーケット・テスト」と呼ばれる一般からの意見公募で提出されたものを含め、第三者からの意見も勘案したとしている。

実際、欧州制裁金ガイドライン⁽⁵⁵⁾は、制裁金を課すにあたり各事件に応じた個別抑止効果を十分にすべきであるとされている。他方、一般抑止効果として、他の企業が欧州競争法違反を犯さないようにするのに十分な金額の水準とすべきであるとしている。⁽⁵⁶⁾

そうすると、確かに、ISDA及びMarket社に対する個別の抑止効果を、制裁金を課すことで求める必要はないかもしれない。

なお、右記のとおり、この確約決定の遵守の有無について監視受託者が選定されている。また、これが遵守されていないなかったと判明した場合、故意過失を問わず、全世界の売上高の一〇%を上限とする制裁金などを課すことができる。したがって、この個別の抑止効果は小さくないと欧州委は判断したものと思われる。⁽⁵⁷⁾

他方、同ガイドライン記載の一般抑止効果はどうだろうか。他の企業が同様に金融商品に係る共謀行為を行うとすることに對する十分な抑止効果を持たせるべきではなかったか。

しかし、欧州委は、以下の点を考慮したと考えられる。

① 後記の「三—三 本件確約決定の内容の妥当性」にも関係するが、今回の確約決定の内容をみると、CD S関連指標について信用デリバティブの取引所にライセンスする上での交渉手続の進め方や、その公正中立性を担保するための両者の組織変更などが相当程度詳細に規定されている。⁽⁵⁸⁾ また、右記のとおり、ISDAの要求を踏まえて、「最終価格」に係る入札が相場操縦の対象となるのではないかとの懸念を踏まえたライセンス条件を設定している。こうした制度設計については、金融商品取引市場に係る相当程度の知見や、関係する第三者からの十分な意見聴取を経て進めた方がより適切なものとなろう。

そうすると、被疑事業者のみならず、広く関係する第三者からの意見を聴取することが望ましいような制度設計を行う上では、マーケット・テストの手續を擁する確約決定手續の方が適切であったとの評価もできる。

なお、欧州委が「確約決定手續の場合、審査手續規則第七条に基づく禁止決定で命じることができると以上の有効な措置を、マーケット・テストによる第三者からの意見聴取を踏まえつつ、見直しを行うことができる」点を、確約決定が禁止決定より優れた点 (several advantages) の一つとして挙げている。⁽⁵⁹⁾

② 右記のとおり、すでに、前年の二〇一五年に米国の集団訴訟で上記の一二行並びに本件の ISDA 及び Market 社は、一八・六億ドルを年金ファンドなどの投資家に支払うことで和解契約を結んでいる。また、ISDA 及び Market 社に対しては、ライセンス交渉に係る仕組みの大枠が和解契約に盛り込まれたことが専門家の間で評価されている。⁽⁶⁰⁾ 欧州委がこの点に注目した可能性もある。

三―三 本件確約決定の内容について

右記「三―二②」で述べたとおり、本件の確約決定書記載の複雑なライセンス交渉手續や、ISDA の要求を踏まえた「最終価格」に係る入札を相場操縦行為から守るための手續などの設計は、ライセンス手續や金融市場に係る詳細な知見を踏まえたものとする必要がある。⁽⁶¹⁾

欧州委は、異議告知書や確約に係る予備評価 (preliminary assessment) を被疑事業者に通知する前には、他部局にも連絡し、十分に協議することが義務化されている。⁽⁶²⁾ また、第三者からの意見公募手續を行い、最終的な確約決定を行う場合にも、事前に他部局と協議することが義務付けられ、そのための慎重な日程作成を行うべきであるとされている。

本件の場合には、確約決定書でISDAの保有する「最終価格」について、新規参入取引所が独自に入札を主宰すること等を通じて代替的な価格を算出することが不可能であることなどを論証している。欧州委競争総局は、別の事件を例として挙げつつ、確約決定手続をとることで「産業所管規制部局との協力により、当該部局と矛盾する結果を取り除き、調整された対応をとることができる。さらには、こうした他部局との事件ごとの調整は、被疑事業者の属する事業分野規制の枠組みをよりよく理解するのに役立っており、競争上の評価や有効な措置をとる上で有益である」旨述べている⁽⁶³⁾。本件に則していえば、ISDAの保有する「最終価格」の代替的な指標に係る検討などは、規制担当他部局との調整を通じて「被疑事業者の属する事業分野規制の枠組みをよりよく理解する⁽⁶⁴⁾」ことができた成果であると評価できよう。

三―四 本件の我が国への示唆

第一に、本件で問題となった入札価格や価格指標など市場取引に関する情報を競争法上どのように評価したらよいかという点である。

我が国でも、企業結合案件ながら、こうした情報を重視した最近の事件として二〇一二年の日本証券取引所グループの事案等⁽⁶⁵⁾が挙げられる⁽⁶⁶⁾。

本案では、合併当事者である東証のTOPIX先物取引に関する他の代替的商品の有無が問題となり、市場関係者にとって代替的商品は存在しないと公正取引委員会（以下、公取委）は結論付けた。そこで、「東証は、問題解消措置として、既にTOPIX先物取引を扱っているNYSE Lifeの取引時間を延長し、その時間帯でのTOPIXの使用に関する合理的な条件のライセンスを提供する。また、そのライセンス料を引下げる旨の二点を申し出た」とする旨の記載がある。今後、我が国でも、こうした市場関連の情報を競争法の適用において

どのように評価すべきか更なる事例の蓄積や適用方針の明確化などが求められよう。

第二に、我が国では、独禁法四八条の二の規定に基づき、公取委は確約手続を開始できる。他方、同委は、確約手続に関する対応方針（平成三〇年九月二六日公正取引委員会）を公表しており、「五 確約手続の対象」において、「入札談合、受注調整、価格カルテル、数量カルテル等のように、独占禁止法第三条、第六条又は第八条第一号若しくは第二号に関する違反被疑行為であつて、かつ、独占禁止法第七条の二第一項（独占禁止法第八条の三において準用する場合を含む。）に掲げるものに関する違反被疑行為である場合」には、「確約手続の対象としない」旨明記している。したがつて、この方針に従えば、我が国で本件のような事業者団体による共同ボイコットが行われた場合には、確約手続の対象とはならない。しかし、本件のような複雑な交渉手続、組織・ガバナンスなどの制度設計が必要な際には、関係する第三者の意見なども交えて合意形成を行つていくことが適当であろう。今後、公取委においても、こうした確約手続対象に係る柔軟な運用について検討することが望まれる。

第三に、我が国では、確約手続の過程で他省庁との協議を行う規定、方針等はない。今後、本件のような複雑な制度設計が必要な事案は、このところ急速に進むデジタル・トランスフォーメーション（DX）経済・市場の進展等を踏まえると、他省庁との協議を踏まえつつ検討していく必要がある。

例えば、右記の日本証券取引所グループの事案では、同グループから、NYSE Life に対して、TOPIX の使用に関する合理的な条件のライセンスを本件統合の実行日までに提供する」とされているが、「合理的な条件」がどのように設定されることになるのかについて特段の記載はない。そうすると、仮に、ライセンス交渉において何かトラブルが生じた場合に、どのような交渉手続をとるべきであろうか。本件では、確約に詳細な手続が記載されている。かかる詳細な手続に係る制度設計には、関係省庁の専門的知見も必要になつてこよう。

四 おわりに

最近では、CDS等の仕組みはますます複雑化してきている。また、様々なDX技術を利用することで、その生成から決済までが容易となる金融商品取引が一段と広がりを見せている。こうした商品の多くが各国の主要取引所への上場なども行われ、その市場の存在は、質量ともに日ごとに大きなものとなっている。⁶⁷

本件における欧州委の確約決定は、こうした市場でのライSENS交渉の在り方や組織・ガバナンス等の制度設計、さらには、我が国法制度などへの示唆や、その後のフォローアップも含め、さらに検討を深めていくことが望まれる。

(1) 田村次朗先生には、私が公正取引委員会で平成一七年独禁法改正作業等に携わった頃から、同作業等について懇切に御指導いただいた。また、先生が同法改正の強力な推進力として御活躍されているのを目の当たりにした。最近では、先生が我が国で切り開かれた交渉学について、東京理科大学大学院での講義でゲストスピーカーを引き受けていただいた。現在も、先生の主催される交渉学・経済法に係る勉強会の末席に連なることをお許しいただいている。本稿についても様々な貴重な御助言をいただいた。この場を借りて、心より感謝申し上げます。なお、本稿の誤りはすべて筆者個人に属するものである。

(2) Chantal Lavoie (June 2016) "EU Competition Investigation into Credit Default Swaps: The End in Sight?", *Mondag*において、同時並行的に進められた金融制度改革との関係について論じているほか、Kryzanowski, Lawrenceほか(2017) *Financial Oligopolies: Theory and Empirical Evidence in the Credit Default Swap Markets*, SSRNが経済学的意義等を論じている。

他方、本件について、米国では、本件被疑事業者であるISDA及びMarket社に加えて、大手投資銀一三行を被告としてニューヨーク州南部地区連邦地裁に集団訴訟が提起された。二〇一五年一〇月、同一二行が一八億六千万

- ルを支払うこと等を内容とする和解契約が結ばれた。その件を中心として、欧州委の対応も併せて論じたものとして、Patrick T. Gilmartin, “Multibank Settlements in CDS Manipulation Suit”, 36 *Review of Banking & Financial Law* 34 (2015) 及び Felix B. Chang, *Second-Generation Monopolization: Parallel Exclusion in Derivatives Markets*, 2016 *Colum. Bus. L. Rev.* 658, 参照。我が国公取委の本件に関する審査等に係る報道はなく、これに言及した日本語文献は限られている。他方、競争法の概要・手続規定等について滝川敏明 (二〇一〇) 「日米 EU の独禁法と競争政策 (第四版)」(青林書院)、笠原宏 (二〇一六) 「EU 競争法」(信山社) 参照。
- (3) 内閣府 (二〇〇八年) 「世界経済の潮流 二〇〇八年 II—世界金融危機と今後の世界経済—」(内閣府政策統括官室 (経済財政分析担当) 参照。また、欧州委競争政策担当の Almunia 副委員長も、「店頭取引は、投資家にとって取引所取引よりも高価であるだけでなく、システムリスクを引き起こす可能性がある」旨指摘している (Joaquín Almunia “Statement on CDS (credit default swaps) investigation” press statement, 1 July 2013)。
- (4) 金融機関のデリバティブ取引が OTCへと集中した場合のリスク・エクスポージャー増大等の不透明性解消の観点から、米国では Dodd-Frank 法 (二〇一〇年) 欧州委では、REGULATION (EU) No. 648/2012 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 4 July 2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories によって行った規制が施行されている。我が国でも、二〇一〇年度の金融商品取引法改正によって、内閣府令で定める特定の店頭デリバティブ取引等について免許、承認又は認可を受けている清算機関の利用が義務付けられることとなった。
- (5) 米国司法省反トラスト局も、類似の嫌疑で捜査を始めたとの報道がみられたが、Market社は、二〇一四年五月、「事業内容・構造に係る改善を行えば足り、直接的に金銭的負担を伴う措置が講じられることはない」とみられる旨の公表をした。
- (6) Article 9, COUNCIL REGULATION (EC) No 1/2003 of 16 December 2002 on the implementation of the rules on competition laid down in Articles 81 and 82 of the Treaty.
- (7) 前掲註二のとおり、米国では、投資銀行などによる損害賠償金支払に加え、ISDA及びMarket社は、本件確約の大枠となる改善措置を内容とする和解契約を締結している。“Memorandum In Support of Plaintiffs’ Motion for

- Preliminary Approval of Settlement with All Defendants and Preliminary Certification of A Settlement Class”, In Re CREDIT DEFAULT SWAPS ANTI-TRUST LITIGATION 13md2476 (DLC) (S.D.N.Y. Sep. 4, 2014) 参照。
- (8) 審査手続規則二三条二項 (c) の規定により制裁金が、又は同二四条一項 (c) の規定により強制履行金が課せられる。例えば、二〇一三年三月、マイクロソフト社は、確約決定違反として六八〇億円の制裁金が課された (CASE AT.39530 (Microsoft - Tying))。
- (9) COMMISSION DECISION of 20.7.2016 addressed to The International Swaps and Derivatives Association, Inc. Case AT.39745 (以下、ISDAへの確約決定書) 及び COMMISSION DECISION of 20.7.2016, addressed to Market Limited, Market Group Holdings Limited, Market Indices Limited, Market North America, Inc and Market Group Limited’ Case AT.39745 (以下、Market社への確約決定書)。
- (10) ISDA及びMarket社の確約決定書共にパラ一から一六。
- (11) Press Release of 29.4.2011, IP\11\509を参照。
- (12) Market社を含めそのグループ会社を併せ五社の総称。一三行は、二〇〇二年に同社株式の過半を取得し、また、同社の取締役会の過半を出している。さらに、同社の3つの指標諮問委員会にも委員を出している。なお、OECD (2019a) “Licensing of IP rights and competition law - Note by the EU” DAF/COMP/WD (2019) 52, May 2019 は、Market社が世界のCDSの指標取引の約90%を占めたと述べている。
- (13) ISDAへの確約決定書、Market社への確約決定書ともにパラ一〇。
- (14) ISDAは米国ニューヨーク市に本部を置き、本件の異議告知書発出時、六七か国八五〇以上の会員から構成される国際金融業界組織であり、標準的な店頭デリバティブ取引の契約書式などの策定にあたった。同取引の原資産となる社債の発行会社の社債の残余価値について入札を通じて決まった価格を“Final Price” (以下、「最終価格」と称している)。ISDA及びMarket社の確約決定書共にパラ一から九参照。
- (15) EUROPEAN COMMISSION (2013) PRESS RELEASE “Antitrust: Commission extends CDS information market investigation to International Swaps and Derivatives Association (ISDA)”。

- (16) 審査対象であった一六の投資銀行のうち、Commerzbank、Wells Fargo Bank/Wachovia、Crédit Agricole 及び Société Générale を除き、Bear Stearns を加えてなる。
- (17) 欧州委は、審査手続に関する内部の実務用マニュアルを法的拘束力はないものとしつつも、これを公表している。同マニュアルでは、この異議告知書のみに基づいて措置などを決定しなければならないとし、「事実認定が完全なものと考えられた」段階でこれを発出するものとしている。(Antitrust manual of procedures Internal DG Competition working documents on procedures for the application of Articles 101 and 102 TFEU (以下、審査手続マニュアル)。
- 11 Statement of Objection. 1 (四))
- (18) 欧州委審査手続規則二七条四項。
- (19) 欧州競争法上、「事業者団体」の定義はない。しかしこれまで「競争法八五条(現・一〇一条)一項は、事業者間の共謀等による調整行為のみならず、事業者の集合的構造や共通体のような制度化された協力の仕組みも押さえることができるようにして、同規制の潜脱行為防止を図っている」旨(Case C-309/99 WOUTERS AND OTHERS, 19 February 2002 OPINION OF ADVOCATE GENERAL MR. LÉGER) の判例等が確立している(R. Wish and D. Bailey (2021) “Competition Law 10th Edition” (Oxford University Press)。国際的金融事業者の団体である ISDA に加え、後記二一一二のように、社内の委員会等を通じて「一三行の道具として機能していた」Markt社も、本件では事業者団体として位置付けられた。
- (20) 本件の審査開始時の欧州委の報道発表資料に記載されていた一〇二条違反については、確約決定書では言及がなかった。審査開始決定時には、一六行及び Markt社の集合的支配地位の濫用により、CDS 取引という関連市場から、取引所での取引を排除していたことが違反だとされたとみられる。他方、二〇一五年一二月に異議告知書の対象となっていた一三行への審査が終結している。その結果、一〇二条違反に係る被疑行為が審査対象から取り下げられたものと考えられる。
- (21) なお、同決定書は、異議告知書の記載「ISDAの理事会(Board of Directors)は、一三行の利害を代弁している」旨を引用している。
- (22) 欧州委は、その審査手続マニュアルにおいて、「関連する競争上の懸念が被疑事業者に通知されて、正当にこれ

を評価するのに十分であると欧州委が自ら考える事実を記載しなければならない」としている。また、本件では、異議告知書が出され、前掲註一七のとおり、その時点で欧州委としてはその「事実認定が完全なものと考えた」とみられる。

(23) 我が国公正取引委員会「流通取引・慣行に関する取引上の指針」では、事業者団体の所有又は管理運営する特許権等について、その主要事業者ら及び当該団体が共同してライセンス拒絶をした事件（平成九年八月六日勧告審決平成九年（勧）第五号）について、「競争者との共同ボイコット」の具体例として挙げられている。また、佐久間正哉（二〇一八）「流通・取引慣行ガイドライン」（商事法務）では、事業者団体が、新規参入者がその「事業を営むことについて許認可が必要な場合において、その申請行為を妨害する」行為を独占禁止法第八条第一号又は第三号上「問題となる」仮想例として挙げている（二一八頁参照）。

(24) <https://www.eurex.com/ex-en/find/about-us> 参照。

(25) CDSの原資産となる社債などの発行企業が倒産などに際して、当該社債をCDSの買い手が現物決済に抛らず、その想定元本額と市場価格の差額による現金決済により清算する際の、ISDA主宰の入札価格を指す。短期の信用デリバティブ取引が累増する中で、この「最終価格」が事実上の業界標準になつていた。

(26) “Use Agreement”として関係するHPに掲載、本件確約決定時も同方針は依然有効だった。

(27) ISDAへの確約決定書パラ五。

(28) 同パラ一九。

(29) iTraxxは欧州企業の、CDXは北米企業の、主に投資適格のそれぞれ二二五社を参照するCDSで構成されるMarket社算出の指標。店頭で取引されているほとんどのCDSは、これら両指標を参照している。クレジット・フューチャー又はオプションのような商品が取引される際にも参照されている。

(30) 「投資家がデイラーに対して気配の提示を求め、その気配の有効時間内であれば取引執行することができるシステム」のことを言う。吉川浩史「米国を中心に注目を集める社債取引プラットフォーム」野村資本市場クォーターリー 2014 Spring 一四五頁参照。

(31) 清水葉子「アメリカの証券市場構造とHFT」、二〇一五年一月（証券レビュー 第五五卷第十一号）三一頁参照。

- (32) 期間が一〇年というのは稀であり、通常は五年であり、市場での競争回復には、より長期間を要するとみているのではないかとの見方がある。Lewis Crofts (2016), "ISDA, Market offer license changes to end EU swaps probe," *M&A* 参照。また、欧州委は、他の事件で五年以内であったとしても、その確約措置によって競争状態が回復されたとして、その履行義務が解除されたものもある (Case AT.39678/AT.39731- Deutsche Bahn I/II)。
- (33) 本確約についての ISDA の遵守状況を監視するために指名されるものであり、ISDA が本件について専門的知見等を有する三人の推薦を行い、その中から選ぶことができるが、欧州委は拒否権を有している。
- (34) 二〇一三年に異議告知書が出た際、ISDA は、「最終価格」がライセンスされた場合のその入札の完全性が損なわれ得る様々な懸念を表明していた。その中に、「入札における相場操縦行為への懸念も示されていた。
- (35) 欧州委の報道資料によれば、例えば CDS の市場規模 (二〇一三年) は、想定元本額で一〇兆ユーロ (当時の為替相場で、一三〇〇兆円程度) を超えていたとされる。
- (36) 本稿とは別の論点として、一三行に対しては異議告知書を発出しながら、審査を途中で終結し、ISDA 及び Market 社に対しては、異議告知書から確約手続に移行するなど、同一の事件で対象事業者によって手続が異なるなど異例の展開を辿ったことなどに「Jonas Koponen and Ariti Skarpa, "EU: Setting Antitrust Non-cartel Conduct Matters with the European Commission", 02 February 2021 (Global Competition Review) 参照。
- (37) 右記註二で述べた米国の集団訴訟では和解判決の判事意見では「CDS data」と概括した上で「CMDX などによるその入手が阻害されていた旨述べられている。
- (38) M. COLE (2018), "Data in EU Merger Control", *CPI Antitrust Chronicle* 参照。
- (39) 審査手続マニュアル 16 Commitment Decisions 2. Considerations and main objectives (13) 参照。他方、同(14)では、「制裁金を科す意図を異議告知書に記載していた場合には、なぜ制裁金が必要なくなったのかについて説明することが望ましい」としている。
- (40) 本稿では言及していないが、確約で示されたライセンス交渉手続についても今後検討する必要がある。
- (41) Guidelines on the applicability of Article 101 of the Treaty on the Functioning of the European Union to horizontal co-operation agreements (2011/C 11/01).

- (42) Guidelines on the application of Article 101 of the Treaty on the Functioning of the European Union to technology transfer agreements 2014/C 89/03.
- (43) Guidance on the Commission's enforcement priorities in applying Article 82 of the EC Treaty to abusive exclusionary conduct by dominant undertakings (2009/C 45/02) は、一〇二条の支配的地位濫用行為へ適用されるもので、本件には直接影響しないが、水平的協定ガイドラインのパラ二でも、一〇一条とともに適用されることもあったとしている。
- (44) 市場支配的企業の濫用行為ガイドライン パラ七五参照。
- (45) 水平的協定ガイドライン パラ一四二。
- (46) M. Vestager, Data Ethics event on "Data as Power," Copenhagen, September 9, 2016.
- (47) M. COLE (2018) p.3
- (48) ISDAへの確約決定書 パラ三四。
- (49) 同 パラ三五。
- (50) Market 社への確約決定書 パラ三四。
- (51) OECD (2019a) パラ四五参照。
- (52) スタンフォード大 James Darrell Duffe 教授 (Dean Writter Distinguished Professor of Finance at Stanford Graduate School of Business).
- (53) Patrick T. Gilmartin' "Multibank Settlements in CDS Manipulation Suit", 36 Review of Banking & Financial Law 34 (2015).
- (54) 前掲註(39)のとおり、「制裁金を科す意図を異議告知書に記載していた場合には、なぜ制裁金が必要なくなったのかについて説明することが望ましい」としている。
- (55) Guidelines on the method of setting fines imposed pursuant to Article 23 (2) (a) of Regulation No 1/2003 (2006/C 210/02) パラ四、五。
- (56) Monti, Giorgio (鳩貝真理訳)「EU競争法の遵守確保の方法：是正措置、制裁金、損害賠償」慶應法学 (Keio

- Law Journal), No.30 (2014. 10), p.297- 318 参照。
- (57) 前掲註八。
- (58) Chantal Lavoie (June 2016) は、組織上の構成変更について「広範なものであり、ファイアーウォールのような内部組織変更につながる」ことになる。
- (59) OECD (2022), REMEDIES AND COMMITMENTS IN ABUSE CASES - Contribution from the European Union - Session IV - 1-2 December 2022 パラ八。
- (60) Patrick T. Gilmarin (2015), p.477 以下、「ISDA に対する措置は、CDS 市場にとって、和解金の支払いよりもっと意義深いものとなるかもしれない」旨を述べている。
- (61) 例えば、ライセンス交渉に係る監視受託者については、被疑事業者たちからの独立性などが詳細に条件として盛り込まれている。他方、前掲註三三のとおり、欧州委は被疑事業者が選定した者への拒否権を有している。そうすると、金融市場をこれまで監視してきた当局であれば知り得ていた情報が必要とされるのではないだろうか。
- (62) Article 5 (4), EUROPEAN COMMISSION Brussels, 24.2.2010 C (2010) 1200 final COMMISSION DECISION of 24 February 2010 amending its Rules of Procedure and its Review Procedure 3.11
- (63), 16 Commitment Decision 32 (30).
- (63) OECD (2022) パラ二八。なお、同パラ二九では、電気通信分野等での事件での措置の例 (Commission Decision of 4 July 2007 in Case AT.38784-Telefonica) を挙げ、他部局の規制に従っていること自体が、何ら競争法上の違反行為を打ち消す結果になるわけではない。他部局との調整を行ったとしても、この点が変わるわけではない旨、強調している。
- (64) 同右 パラ二八。
- (65) 公取委 (二〇二四) (平成二四年度：事例一〇) (株) 東京証券取引所グループと (株) 大阪証券取引所の統合。
- (66) このほか、同じく最近の企業結合案件では、「エムスリー株式会社による株式会社日本アルトマークの株式取得に関する審査結果について」(令和元年一〇月二四日) において、「全国の医療機関及びそれら施設に勤務する医師等のデータ」が代替性の利かない商品であるとして、当事会社から競合事業者への提供拒否を行わないことが、当該案

件の問題解消措置として提案され、公取委はこれを受け入れた。さらに、二〇一九年に改訂された企業結合審査に関する独占禁止法の運用指針でも、「競争上重要なデータや知的財産権等の資産」が競争法上どのように評価されるのかについて、一定の考え方を示している。

(67) 渡邊輝広(二〇二〇)「DX時代におけるDigital Financeの取り組み」(二〇二〇年)参照。