

## ジュリアス・ベアによる UBS 子会社の買収

神山 哲也

### 要約

1. 2005年9月5日、スイスの中堅プライベート・バンクのジュリアス・ベアは、UBSの子会社であるプライベート・バンク3行と資産運用会社GAMの買収を発表した。
2. UBSにとっては、今回売却された子会社が同社の主力ビジネス部門と一線を画した運営が行われていたこと、売却の条件が良かったこと、が売却の背景として挙げられる。
3. ジュリアス・ベアは、今回の買収によって、一躍大手プライベート・バンクの仲間入りを果たすことになる。また、ファンド・オブ・ヘッジファンズ大手のGAMも傘下に収めることとなる。
4. 今後は、UBSとジュリアス・ベアの関係強化も含め、スイスのプライベート・バンキング業界のみならず、欧州全域のプライベート・バンクを巻き込む合従連衡が続くか、注目される。

### I. 背景

9月5日、スイスの中堅プライベート・バンクであるジュリアス・ベアは、UBS傘下のプライベート・バンク及び資産運用会社を買収することを発表した。

スイスのプライベート・バンキング業界は、ここ数年、顧客資産の流出が続いていた。その背景としては、①密接なリレーションシップを売りとする従来のプライベート・バンキング・サービスから、より高い投資パフォーマンスを追求するヘッジファンド等に顧客の選好が移ったこと、②EUやOECDが課税回避やマネー・ロンダリングに対する姿勢を厳格化する中、フランスやドイツ等の富裕層を惹きつけてきた税制上のメリットや機密性が失われてきたこと、が挙げられる。また、後

者は、プライベート・バンキングにおけるコンプライアンス・コストの上昇を招き、経営の圧迫要因となっていた。

このような環境下で、350行あるとも言われるスイスにおけるプライベート・バンクの合従連衡が絶えず噂されており、今回のディールは、その引き金になり得るものとして注目される。

### II. ディールの概要

今回のディールにおいて、ジュリアス・ベアが買収するUBSの子会社は、SBC ウェルス・マネジメント傘下のバンコ・ディ・ルガノ（運用資産残高約120億ドル）、エインガー&アルマンド・フォン・エルンスト（運用資産残高約170億ドル）、フェリエ・ルラン（運用資産残高約130億ドル）のプライベー

ト・バンク 3 行及び資産運用会社 GAM（運用資産残高約 530 億ドル）である。4 社の運用資産約 960 億ドル、従業員 1,700 人がジュリアス・ベアに移ることとなる。買収後、プライベート・バンク 3 行は、ジュリアス・ベアのブランドを使用し、GAM は引き続き GAM のブランドの下で営業する。

買収総額は 45 億ドル相当額であり、ジュリアス・ベアによる新株引受権発行によって得られた資金を中核とする現金等 31 億ドル及び売却完了後の UBS によるジュリアス・ベアへの 21.5% の資本参加 14 億ドル相当額からなる。本件資本参加は非戦略的資本参加であり、UBS は 3 年間、議決権行使及び追加的なジュリアス・ベア株式の購入を禁止され、ジュリアス・ベアの取締役会に取締役候補者を擁立することも出来ない。また、21.5% のうちの 19.9% に関しては 18 ヶ月間売却を禁止するロックアップ条項が定められた。

新生ジュリアス・ベアの会長は現会長のレイモンド・ベア氏が引き続き務め、社長兼 CEO には SBC ウェルス・マネジメンの現会長ハンス・デ・ギア氏が就任する。また、プライベート・バンキング部門の責任者には、ジュリアス・ベアの CEO 就任が予定されて

いたクレディ・スイスのアレックス・ウィドマー氏が就任し、アセットマネジメント部門の責任者には GAM の CEO であるデビッド・ソロ氏が就任する。

なお、本件におけるジュリアス・ベアのファイナンシャル・アドバイザーはゴールドマン・サックス・インターナショナルであり、新株引受権発行の共同グローバル・コーディネーター及び共同ブック・ランナーはゴールドマン・サックス・インターナショナル並びに UBS インベストメント・バンクが務めた。

### Ⅲ. UBS の戦略

UBS は、2000 年に米国ペイン・ウェバーを買収するなど、従来より積極的に企業買収を繰り返す成長戦略を採用してきたが、特にこの一年余り、その動きを活発化している（図表 1 参照）。このような UBS の成長戦略と一見相容れないようにも見える今回の部門売却の背景としては、以下の二点を指摘できよう。

第一に、今回売却されたプライベート・バンク 3 行及び GAM が、UBS がアームズ・レンスで（一定の独立性をもって）保有している子会社であったことが挙げられる。今回売

図表 1 UBS による近年の企業買収

時期	買収対象
2003 年 5 月	ロイズ TSB のフランスにおけるウェルス・マネジメン部門
2003 年 10 月	メリルリンチのドイツにおけるプライベート・クライアント部門
2003 年 11 月	バンク・ノツ・スタキのスイスにおけるプライベート・バンク
2004 年 2 月	ライング&クルイックシャンク・インベストメント・マネジメンの英国における資産運用会社
2004 年 2 月	スコット・グッドマン・ハリスの英国におけるファイナンシャル・アドバイザー
2004 年 11 月	アメリカン・エクスプレスのルクセンブルグにおけるプライベート・バンキング部門
2004 年 12 月	サウアーボーン・トラストのドイツにおける富裕層向け資産運用会社

（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

却された子会社は、何れもコーポレート・センター（本社機構）に属しており、UBS の主要ビジネス部門であるウェルス・マネジメント&ビジネス・バンキング部門やグローバル・アセットマネジメント部門<sup>1</sup>とは一線を画した運営が行われていた。また、SBC ウェルス・マネジメントの運用資産残高は3行の合計で約 420 億ドルであり、UBS 全体の約 1.3 兆ドルのごく一部にすぎない。実際、UBS は以前より、SBC ウェルス・マネジメントの上場を含めた、あらゆる選択肢を検討していると見られていた。

第二に、売却の条件が UBS 側にとって有利であったことが挙げられる。多くのアナリストによると、預かり資産の 2%~3%がこのようなディールにおける売却額の相場であるところ、今回の売却額は 4.7%であり、割高であった。また、UBS の CEO ピーター・ウフリ氏も「（売却の条件は）拒絶するには良すぎた」と述べている。

しかし、GAM の売却については疑問に感じる向きもあろう。近年のヘッジファンド・ブーム、特にファンド・オブ・ヘッジファンズへの資金流入が続いている中、ファンド・オブ・ヘッジファンズの大手であり、約 200 億ドルをヘッジファンドで運用している GAM の売却は不可解に見える。実際、本件売却が 9 月 5 日のファイナンシャル・タイムズ朝刊に初めて掲載されたとき、GAM は売却の対象外とされており、SBC ウェルス・マネジメントのみの売却価格は 32.5 億ドルになると見られていた。

GAM がどのような背景から売却対象となったかについては、現時点の報道や公表されている情報からは確かなことは言えないが、①UBS 本体が子会社である GAM の商品売ることに伴う利益相反の問題、②資産運用は、ヘッジファンドの運用会社を傘下に有する UBS のグローバル・アセットマネジメント部門に集中する、③GAM が運用する主力

ファンドの多くが新規資金の受入を停止しており、UBS の必要とするキャパシティを提供できない、といったことが考えられよう。

なお、UBS のウフリ CEO は、売却が発表された当日、売却で得た資金を用いてプライベート・バンク買収の機会を模索するとしている。今後の同社の動きが注目される。

#### IV. ジュリアス・ベアの戦略

##### 1. プライベート・バンキング

ジュリアス・ベアによるプライベート・バンクの買収は、関係者には意外感をもって迎えられたようである。というのも、今年 1 月にジュリアス・ベアの株式が一株一議決権に変更されることが発表され、創業者一族の議決権保有割合が 52%から 18%に低下したことにより、同社が買収者よりも被買収者になるとの見方が強かったからである。実際、ジュリアス・ベアを買収する者の候補として、UBS、クレディ・スイス、BNP パリバ、ロイヤル・バンク・オブ・スコットランドなどが取り沙汰されていた。また、今回の発表の直前には、ジュリアス・ベアが UBS の SBC ウェルス・マネジメントの傘下に入る、との報道もあった<sup>2</sup>。

一方、1 月の時点で、ベア会長は、上記の同社株式に係る変更は新株発行による資金獲得が目的であり、同社は被買収者ではなく買収者になることを望んでいる、と述べている。そのため、同社にとってプライベート・バンクの買収は既定路線であったと見ることもできる。

いずれにしても、ジュリアス・ベアにとって本件買収は、レイモンド・ベア会長が「今や我々は以前とは別のリーグのプレイヤーとなった」と述べているように、大手プライベート・バンクの仲間入りへの大きな一歩となった。同社は、グローバル・プライベート・バンキングの順位で、従来トップ 10 圏外で

図表 2 グローバル・プライベート・バンキング上位 10 社

1	UBS	1 兆 2,955 億ドル	→ 1 兆 1,495 億ドル  ← 2,170 億ドル
2	メリルリンチ・グローバル・プライベート・クライアント・グループ	1 兆 300 億ドル	
3	クレディ・スイス	5,287 億ドル	
4	JP モルガン・プライベート・バンク	3,040 億ドル	
5	ドイチェ・バンク	1,951 億ドル	
6	シティグループ・プライベート・バンク	1,820 億ドル	
7	HSBC プライベート・バンク	1,782 億ドル	
8	ドレスナー・プライベート・バンキング	1,583 億ドル	
9	ABN アムロ・プライベート・バンキング	1,569 億ドル	
10	ワコビア・ウェルス・マネジメント	1,470 億ドル	
—	ジュリアス・ベア	1,210 億ドル	

(注) 2004 年末、単位：億ドル、ジュリアス・ベアの増加分は GAM の運用資産含む  
(出所) Scorpio Partnership 社資料より野村資本市場研究所作成

あったが、UBS のプライベート・バンク 3 行と資産運用会社を得て、一気に 5 位に躍進することとなる（図表 2 参照）。

また、ジュリアス・ベアは、本件買収により、スイス国内の全ての言語圏に拠点を構え、ドイツ・フランス・イタリアへの足掛かりも手に入れることになる。

一方、同社は、本稿冒頭で述べたようなスイスにおけるプライベート・バンキング業界の環境を踏まえ、アジアやラテン・アメリカなどへの本格的な進出を計画していたが、本件買収が多額の資金を要したため、当面はペンディングになると見られている。今後、同社がどのようなタイミング、手法で海外進出を図るか、注目される。

## 2. アセットマネジメント

ジュリアス・ベアは、本件買収により、資産運用を担う組織として、ジュリアス・ベア・アセットマネジメントと GAM を有することになる。同社は、両者の住み分けについて、①ジュリアス・ベア・アセットマネジメントは、インデックスをベンチマークとする運用を担い、仲介業者を介した商品提供を行う、②GAM は、主にファンド・オブ・ヘッ

ジファンズの運用を担い、インハウスの富裕層顧客に商品提供を行う、としている。

しかし、GAM の今後については、悲観的に見る向きもある。何故なら、従来、取引の大部分が UBS 相手<sup>3</sup>であった GAM がジュリアス・ベアの傘下に入った場合、今までのビジネス規模を維持できない可能性もあるからである。UBS は、GAM を引続き「優先取引先 (preferred provider)」とするとしているが、どの程度の取引が UBS から得られるかは不明である。ジュリアス・ベアにとっては、GAM の今後の業績が、本件買収の成否を見極める上で重要な要素となろう。

## V. 今後の展望

上記「II. ディールの概要」にあるように、今回のディールは、形式的には、ジュリアス・ベアが UBS の子会社を買収するものであった。しかし、UBS がジュリアス・ベアの 21.5% の持分を取得し、人事面でもジュリアス・ベアの CEO 及びプライベート・バンキングのトップを UBS 出身者が占めたことを受け、実質的には UBS によるジュリアス・ベアの仮装「反対買収」だと見る向きも

ある。あるアナリストは、UBS による本件資本参加が非戦略的資本参加ではあるものの、両社が今後、関係を強化すると考えるのが自然であり、二年ほど経てば、今回のディールの真の意味が明らかになる、としている。他方、18 ヶ月のロックアップ期間後、UBS が持分を全て売却すると見る向きもあり、この点については、先行きは不透明である。

今後は、UBS とジュリアス・ベアの関係強化も含め、スイスのプライベート・バンキング業界のみならず、欧州全域のプライベート・バンクを巻き込む合従連衡が続くか、注目される。

---

<sup>1</sup> 今回売却された GAM とは別組織。同部門も、傘下に複数のヘッジファンド運用会社を有する。

<sup>2</sup> Associated Press, “Report: UBS to Take Over Julius Baer”

<sup>3</sup> 運用資産の約 40%が UBS 経由と見られている。