

コメルツ銀行によるドレスナー銀行買収

齋田 温子

■ 要 約 ■

1. 2008年8月31日、ドイツ銀行業界第二位のコメルツ銀行は、同第三位のドレスナー銀行を国内保険最大手のアリアンツから98億ユーロで買収すると発表した。買収は、現金、投資信託子会社のアリアンツへの譲渡、及び株式交換により行われる。
2. 今回のディールでは、ドレスナー銀行の投資銀行業務が抱えるサブプライム・ローン関連商品での損失拡大による業績悪化に歯止めをかけると同時に、自社の保険商品の販路を拡大したいアリアンツと、ドイツ国内のリテール顧客業務を強化したいコメルツ銀行双方の利害が一致した。アリアンツはコメルツ銀行の株式30%程度を保有する大株主として、自社の保険商品の販路を確保することになる。
3. 他方、コメルツ銀行はドレスナー銀行買収により、ドイツにおけるリーディング・バンクとなることを目指している。買収後は、340件の店舗削減と、ドレスナー銀行の投資銀行業務を含む9000人程度の人員削減、更にはドレスナー銀行が抱えるリスク資産等の処理によるバランスシートの圧縮が当面の課題となるものと思われる。
4. サブプライム問題を端緒とする金融市場の混乱を背景に、今回のディールだけでなく、ドイツ銀行によるポストバンク株式取得等、欧州最大といわれるドイツのリテール・バンキング市場では再編の兆しが見え始めている。

I はじめに

2008年8月31日、ドイツの銀行業界第二位のコメルツ銀行は、同第三位のドレスナー銀行を国内保険最大手のアリアンツから98億ユーロで買収すると発表した。両行の統合は、監督当局の承認を得た上で、2段階のプロセスを経て、遅くとも2009年末には完了する予定である。

コメルツ銀行はドレスナー銀行買収を現金、投資信託子会社のアリアンツへの譲渡、及び株式交換により行う。そのため、買収完了時には、アリアンツがコメルツ銀行の株式30%程度を保有する最大株主となる。

図表1 ドイツの銀行ランキング

銀行名	総資産			自己資本			店舗数	人員 (人)	分類
	(百万\$)	順位		(百万\$)	順位				
		国内	世界		国内	世界			
ドイツ銀行	2,974,163	1	2	41,690	1	21	1,889	78,291	民間商業銀行
→ 新コメルツ銀行(仮称)	1,405,431	2	16	40,582	2	22	2,591	63,076	
コメルツ銀行	907,514	2	22	24,044	3	36	1,517	36,767	民間商業銀行
ドレスナー銀行	736,359	3	32	16,538	6	52	1,074	26,309	民間商業銀行
ヒュポ・フェラインス銀行	669,072	4	—	24,120	2	—	746	24,784	民間商業銀行
バーデン・ビュルテンベルク州立銀行	652,766	5	35	18,286	4	44	220	12,303	公的銀行
DZ銀行	634,973	6	37	15,732	7	59	36	24,210	信用協同組合
バイエルンLB	611,864	7	39	17,552	5	46	1	19,226	公的銀行
ヒュポ・リアルエステート・ホールディング	589,098	8	40	10,393	9	82	21	2,000	民間商業銀行
ウエストLB	421,834	9	47	7,101	11	103	41	6,477	公的銀行
HSHノルト銀行	301,580	10	61	11,304	8	75	21	4,756	公的銀行
ポストバンク	298,824	11	62	8,030	12	105	9,000	21,470	民間商業銀行
ノルトLB	296,688	12	87	10,056	10	87	30	5,563	公的銀行

(注) ヒュポ・フェラインス銀行のみ、2006年度の数値。また同行は Unicredit の子会社であるため、単独の世界順位はない

(出所) “Top1000 World Banks” *The Bankers*, July 2008 及びドイツ銀行業連盟の資料をもとに、野村資本市場研究所作成

統合後の新コメルツ銀行(仮称)は総資産及び自己資本共にドイツ第二位となる(図表1)。統合の目的はあくまでもドイツ国内でのリテール顧客基盤の拡充と中小企業金融の強化であり、国内最大手で、投資銀行業務をグローバルに展開するドイツ銀行とは、事業ポートフォリオ及び地理的フォーカスの異なる新銀行が誕生する。

II ドイツのリーディング・バンクを目指す新コメルツ銀行

1. デイール成立の背景

今回の統合では、ドレスナー銀行の投資銀行業務が抱えるサブプライム・ローン関連商品での損失拡大による業績悪化に歯止めをかけると同時に、自社の保険商品の販路を拡大したいアリアンツと、ドイツ国内のリテール顧客業務を強化したいコメルツ銀行双方の利害が一致した。

アリアンツは、2001年にドレスナー銀行を傘下におさめたものの、再建に手間取った上に、ドレスナー銀行の店舗網を活用して自社の保険商品の販売を拡大するという、いわゆる「バンカシュアランス」戦略(銀行サービスと保険販売サービスの一体化戦略)では期待通りの相乗効果が得られなかった。ドイツ銀行の試算によれば、ドレスナー銀行はアリアンツの傘下に入った2001年以降、平均すると年7.4億ユーロの営業損失を計上し続けている。更に2007年度は、ドレスナー銀行の投資銀行業務が抱えるサブプライム・ローン関連商品の評価損が、アリアンツ本体の業績を圧迫した。アリアンツは損失の拡大

を阻止すべく、2008年8月末を目処にドレスナー銀行のリテール部門と投資銀行部門を分離し、将来的に後者を売却する計画を打ち出していた。

他方、コメルツ銀行は1990年代終盤から2000年序盤にかけ、投資銀行業務の強化と積極的なグローバル展開を行ったものの、期待通りの成果は得られず業績が悪化した。その後、事業ポートフォリオを見直し、2004年には大企業向け業務の改革を行った結果¹、ドイツを中心とする欧州でのリテール及び法人顧客業務と中小企業金融を中核業務とする銀行に生まれ変わった。現在、コメルツ銀行はドイツ国内の中小企業金融では顧客数で7%のシェアを持つマーケットリーダーである。また同行のリテール及び法人顧客向け業務はプライベート・バンキング、リテール融資業務、アセット・マネジメント及びダイレクトバンキング子会社コムディレクト（Comdirekt AG）を含んでおり、リテール顧客と法人顧客向けに包括的な金融サービスを提供している。コメルツ銀行は同分野で新規顧客の開拓による事業拡大戦略をとっており、店舗展開を積極的に行っているが²、振替・給与振込口座（いわゆる普通預金口座）で50%程度のシェアを持つ貯蓄銀行グループと同24%程度のシェアを有する協同組合グループ、更には顧客数1,500万人といわれるポストバンクには及ばず、自力でのシェア拡大が難しい状況にあった。

2008年に入り、アリアンツがドレスナー銀行を売却するのではとの見方が広がる中、同年5月にコメルツ銀行が売却先候補に浮上した。

2. 新コメルツ銀行の事業ポートフォリオ

コメルツ銀行の2007年度のグループ収益（リスク引当金控除前）は84億ユーロで、リテール及び法人顧客業務と中小企業金融の比率は全体の53%程度である。また、グループ業務利益の約90%はドイツを含む欧州諸国であげられている³。統合後は、リテール及び法人顧客業務が全体の40%及び中小企業金融の比率が20%と、わずかではあるが拡大する（図表2）。またリテール顧客数は1,370万人に達し、ドイツ国内の民間金融機関としては、顧客数1,450万人のポストバンクに次ぐ規模となり⁴、ドイツ国内の法人及び機関投資家顧客は10万社を超え、国内最大となる。

なお、事業部門の構成が異なるため、単純な比較は困難ではあるが、ドイツ銀行の場合、リテール顧客向け業務とアセット・マネジメント業務をあわせた、グループ利益全体に占める比率は33%程度である。

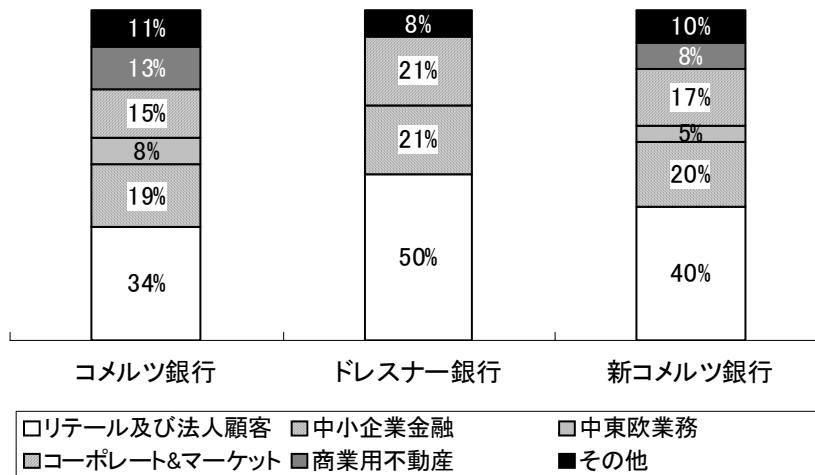
¹ “Keine Bank für Groß Konzerne”, *FTD.de*, 09/01/2008. 2004年当時、コメルツ銀行は大企業500社と取引があったが、融資業務が大半であり、利益率が極めて低かったため、これらの企業に対し、貸出金利の引上げと融資以外の金融商品での取引に応じるよう要求し、応じなかった大企業との取引を停止したとされている。

² コメルツ銀行は2007年度には33万人の新規顧客を獲得し、顧客総数が550万人に達した。また最近では貯蓄銀行の牙城とされるドイツ北部の大都市ハンブルクに新たに10店舗を開設する計画を発表した。新設店舗では数人の専任アドバイザーを配置し、1店舗当り年間1,500人の新規顧客の獲得を目指している。

³ 2006年度の業績。

⁴ ポストバンクのみの数値。ドイツ銀行によるポストバンク株式取得は考慮していない。

図表 2 新コメルツ銀行の事業ポートフォリオ



(注) リスク引当金控除前収益
 (出所) コメルツ銀行資料より野村資本市場研究所作成

コメルツ銀行のプレッシング CEO は、統合後の事業ポートフォリオに関して、国内のリテール及び法人顧客にフォーカスした金融サービスの提供を徹底する方針を打ち出している。この方針に沿って、リテール及び法人顧客向け業務では、店舗の統廃合による効率化が図られる。現時点でのコメルツ銀行の店舗数は 820 件でドレスナー銀行が 720 件、合計すると 1,540 件だが、統合後は 2012 年までに 1,200 件程度まで削減する計画である。またドレスナー・クライノートを中心とした、ドレスナー銀行の投資銀行業務は、コメルツ銀行の事業ポートフォリオに沿って再編され、自己勘定取引やクレジット・トレーディング等の業務が大幅に縮小される。

コメルツ銀行は 1998 年以降、イタリア保険大手ジェネラリと資本及び業務提携関係にあるが、現行契約が満了する 2010 年以降は契約を更新せず、保険商品の銀行窓口販売ではアリアンツとの専売契約を結ぶ予定である。

3. 投信子会社の譲渡と投資信託販売におけるオープン・アーキテクチャー戦略

今回のディールに伴い、コメルツ銀行傘下の投資信託子会社コムインベスト (Cominvest) は、業務の大半がアリアンツに譲渡され、アリアンツの投資信託子会社アリアンツ・グローバル・インベスターズ (Allianz Global Investors、以下 AGI) に統合される⁵。これにより、アリアンツの投資信託業務は資産残高が 1,000 億ユーロを超え、国内第三位となる (図表 3)。

⁵ コムインベストの業務の内、証券保管及び IT サービスを提供するイーベース (ebase GmbH)、投資顧問及びプライベート・バンキング向けの業務はコメルツ銀行が保持する。

図表3 ドイツの投資信託運用会社上位10社

	業者名	所有者	資産残高(百万€)
1	DWS/ドイチェ・アセット・マネジメント	ドイツ銀行	140,772.8
2	デカ銀行	貯蓄銀行グループ	128,479.4
3	AGI+コムインベスト	アリアンツ	101,707.0
3	ユニオン・インベストメント	協同組合銀行グループ	96,572.7
4	アリアンツ・グローバル・インベスターズ (AGI)	アリアンツ	73,453.0
5	コムインベスト	コメルツ銀行	28,254.1
6	パークレイズ・グローバル・インベスターズ	パークレイズ	19,058.9
7	オッペンハイム	プライベートバンク	12,127.2
8	LBBW アセット・マネジメント	BW州立銀行	7,003.5
9	INKA	プライベートバンク	6,531.3
10	ユニバーサル・インベストメント・ゲゼルシャフト	国内独立系	6,370.8
11	パイオニア・インベストメント	外資独立系	6,315.4
12	ランデスバンク・ベルリン・インベストメント	ベルリン州立銀行	5,840.6

(注) 2007年末時点の資産残高に基づく順位。残高はパブリックファンドのみの数値であり、スペシャルファンドやオープン・エンド型不動産投信等は含まれていない

(出所) ドイツ投資信託行協会の2008年年報より、野村資本市場研究所作成

コメルツ銀行は2001年以降、投資信託販売業務でのオープン・アーキテクチャー戦略を進めており、過去にもコムインベスト売却の可能性が指摘されていた。コメルツ銀行は現在、DWS、AGI、パイオニア・インベストメント、ピクテ、ブラックロック、フィデリティ、フランクリン・テンプルトン、UBS及びJPモルガンと販売契約を結んでいる。今後は、AGIの商品を優先的に取り扱いつつも、オープン・アーキテクチャー戦略を堅持していく方針である。

なお、コムインベストのほかに、コメルツ銀行には商業用不動産業務として、オープン・エンド型不動産投信や、不動産スペシャルファンド、G-reit等の不動産投信を組成する部門がある。これらのビジネスは譲渡せず、今後は積極的に拡大していく予定である。

III 買収プロセス

1. 二段階の買収プロセス

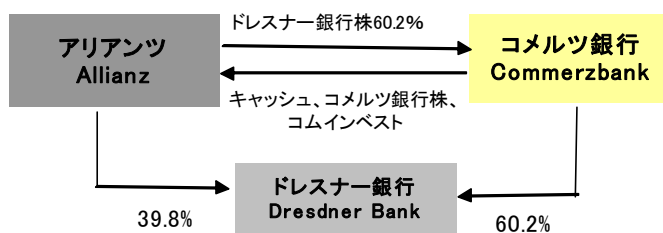
前述の通り、ドレスナー銀行の買収は二段階方式で行われ、2009年末までに完了する見通しである(図表4)。

第一段階として、コメルツ銀行はアリアンツの保有するドレスナー銀行株60.2%を66億ユーロで取得する。66億ユーロの内訳は、25億ユーロのキャッシュ、コメルツ銀行株式、及びコムインベストである。

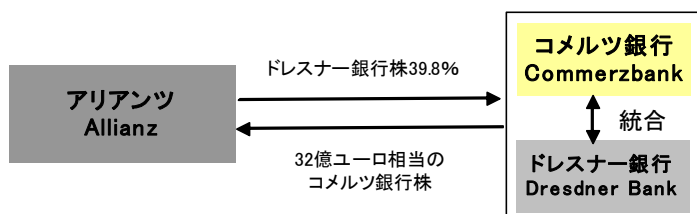
コメルツ銀行はまず、25億ユーロのキャッシュを、機関投資家向けの6,450万株の新株

図表4 コメルツ銀行によるドレスナー銀行買収プロセス

第一段階:ドレスナー銀行株60.2%を約66億ユーロで取得



第二段階(統合完了):ドレスナー銀行株39.8%の取得を32億ユーロで取得



(出所) コメルツ銀行資料をもとに野村資本市場研究所作成

発行及び債券発行により調達する。但し、この内の 9.75 億ユーロについては、2018 年まではドレスナー銀行の保有する ABS へのリスク保証に充てられることになっている。次に、コメルツ銀行が 34 億ユーロ相当の株式を発行し、これをアリアンツが取得する。既に、8月の Xetra 終値平均をもとに、1 億 6,350 万株が発行されることが決まっている。そして、残りの 7 億ユーロ分として、投資信託子会社コムインベストがアリアンツに譲渡される。この第一段階は 2008 年末を目処に、遅くとも 2009 年初までに行われる予定である。

第二段階として、2009 年 2 月に開催予定のコメルツ銀行の臨時株主総会での承認及び監督当局の承認を得た上で、コメルツ銀行がアリアンツの保有する残りのドレスナー銀行株 39.8%を取得する。この対価として、アリアンツは 32 億ユーロ相当のコメルツ銀行株を取得するが、具体的な株式数は現時点では決まっておらず、コメルツ銀行とドレスナー銀行の株式交換比率に基づいて決定される。

第一段階終了時点での、コメルツ銀行に対するアリアンツの出資比率は 18.4%である。そしてすべてのディールが完了した時点で、アリアンツは新コメルツ銀行の発行済み株式を 30%程度保有する最大株主となる予定である⁶。

二段階方式をとることにに対する公式な説明はないものの、アリアンツが対価としてコメルツ銀行株式よりも、キャッシュを選好したためとの見方がある。なお、ドレスナー銀行売却を巡っては、2008 年初以降、中国の政府系金融機関である中国開発銀行が売却先候補として取沙汰されていた。中国開発銀行は、ドレスナー銀行の株式 50%を約 70 億ユーロのキャッシュで取得し、数年以内に出資比率を 74%まで引き上げる提案を行ったとされ、アリアンツも前向きに検討しているとの報道もなされたが、真偽のほどは明らかでは

⁶ アリアンツの保有比率は 30%未満に抑えられる。

ない⁷。

市場は今回のディールの戦略的意義を評価しているが、買収総額 98 億ユーロは高すぎると見ており、25 億ユーロの資金調達にも影響がでるのではとされている⁸。

2. 人員削減とバランス・シートの圧縮

コメルツ銀行はドレスナー銀行の統合により、2012 年までに 50 億ユーロの相乗効果の実現を目指している。その鍵を握るのが、海外人員 2,500 人を含む、約 9,000 人の削減と、ドレスナー銀行の投資銀行業務が抱えるリスク資産の圧縮である。

コメルツ銀行への売却が決定されるまでの交渉過程において、ドレスナー銀行側は、CEO を除く、すべての取締役と監査役会が最後まで難色を示したとされている。特に、監査役会のメンバーである労働者の代表がドイツ国内で 6,500 人が解雇されることに強い抵抗を示しており、コメルツ銀行はこれに配慮し、2011 年末までは会社都合による解雇は行わず、人員削減は可能な限り労働者代表の了解のもとで行うとの方針を示した。労働者の代表が企業の意思決定にコミットするドイツの経営形態を考慮すれば、交渉が難航し、相乗効果の実現が遅れる可能性もある。

また投資銀行業務の再編の焦点は、ドレスナー銀行が保有するリスク資産の処理である。ドレスナー銀行が ABS 等で保有する資産は 49 億ユーロ程度とされている。このうち、12 億ユーロ分がリスク資産とみなされており、評価損失が発生した場合、2.75 億ユーロまではコメルツ銀行が引き受け、これを超える額については、コメルツ銀行がドレスナー買収の対価として支払う金額から、最大 9.75 億ユーロが充てられる事が決まっている。この措置を含め、2011 年には総資産を 2007 年末時点の約 1.1 兆ユーロから、8,000 億ユーロ程度にまで圧縮する計画である。

IV 終わりに：ドイツのリテール・バンキング市場再編の行方

アリアンツのディークマン CEO は、コメルツ銀行との共同記者会見で、今回のコメルツ銀行によるドレスナー銀行の買収を、国内リテール・バンキング市場再編の節目 (milestone) と位置づけた⁹。連邦政府も今回のディールを好感しており、シュタインブリュック連邦財務相は「この合併により、金融拠点としてのドイツのプレゼンスが強化される」と評価した。

サブプライム問題を端緒とする金融市場の混乱を背景に、ドイツでは欧州最大といわれ

⁷ “Warum die Chinesen nicht zum Zug kamen”, *FTD.de*, 09/05/2008 中国開発銀行のオファーは、コメルツ銀行との交渉を有利に運ぶためのアリアンツの戦略との見方もある。なお、連邦政府が、外国資本の参入を嫌い、ドレスナー銀行とコメルツ銀行の統合を後押ししたとの指摘もあるが、連邦政府はこれを明確に否定している。

⁸ “Commerzbank muss Rabatt bieten”, *FTD.de*, 09/03/2008

⁹ 2008 年 9 月 1 日にドイツのフランクフルトで行われた、アリアンツ、コメルツ銀行及びドレスナー銀行による共同記者会見での発言。

るリテール・バンキング市場の再編を促す動きが活発化しつつある。

コメルツ銀行がドレスナー銀行買収を発表してからわずか2週間足らずの間に、国内最大手のドイツ銀行がドイツポストの保有するポストバンクの株式50%プラス1株のうち、29.75%を27.9億ユーロで取得すると発表した¹⁰。このディールは監督当局とドイツ連邦政府の承認を得た上で、2009年第1四半期に完了する見通しである。更に、このディールには、完了後1~3年以内に、ポストバンク株18%をドイツポストから一株当たり55ユーロで取得する権利及びドイツポストの保有する残りの株式を優先的に取得する権利も含まれている¹¹。

ドイツポストによるポストバンク株式売却が具体化しつつあると報じられた2008年中盤以降、売却先候補にはドイツ銀行をはじめ、スペインのサンタンデルやフランスのBNPパリバ等の外資系金融機関の名前も挙がっていた。また一時は、コメルツ銀行、ドレスナー銀行及びポストバンクの3行統合案が浮上したが、統合が複雑且つ困難であるとの理由から、立ち消えとなった。その後、ドイツ銀行はドイツポストとの交渉を継続しているとコメントしていたが、株式売却で100億ユーロ以上の収益をあげたいドイツポストと価格で折り合わず、計画そのものが先送りされるとの見方が強まっていた。

今回のディールについて、市場では金額が高すぎる、相乗効果は期待できない等、厳しい見方が多い。しかしながら、目下の金融市場の混乱を考慮すると、投資銀行業務に大きく依存するドイツ銀行にとって、安定的な収益をもたらす国内のリテール・バンキング業務の強化が急務であり、国内リテール市場でシェアを拡大するための、最大にして最後のチャンスであるポストバンク取得に踏み切ったものと思われる。

ポストバンク株式の取得により、ドイツ銀行の国内リテール顧客は2,450万人に達し、新コメルツ銀行をはるかに上回り、民間金融機関としては最大となる。業務提携の詳細は公表されていないが、不動産融資や金融商品の販売提携も視野に入れているようである。

この他にも、シティ・バンクがドイツ国内の消費者金融業務をフランスのクレディ・ミュチュアルに売却することが決定する¹²など、ドイツのリテール・バンキング市場では、国内外の民間金融機関によるシェア争奪戦が熾烈化している。

更に民間金融機関のみならず、圧倒的な市場シェアを持つ、貯蓄銀行グループでも、近年、グループ内での再編に向けた動きが出始めている¹³。とりわけウェストLBやバイエルン州立銀行といった州立銀行大手では、サブプライム問題が多額の評価損をもたらしており、貯蓄銀行を巻き込んだ再建や民間投資家の出資による所有者構造の変革など、抜本的な再編が始動しつつある。引き続き、ドイツのリテール・バンキング市場の動向が注目される。

¹⁰ 2008年9月12日に出された、ドイツポスト、ドイツ銀行及びポストバンクの共同プレス・リリースより。

¹¹ 他方、ドイツポスト側にも、ポストバンクの株価が下落した場合の選択肢として、最初のディール完了後、21~36ヶ月の間に、保有する残りの株式20.25%をドイツ銀行に一株当たり42.8ユーロで売却する権利が与えられている。

¹² クレディ・ミュチュアルにとってこのディールは過去最大の国外進出案件であり、これによりドイツ国内340店舗の支店網と消費者金融市場での約7%のシェアを獲得した。

¹³ 貯蓄銀行グループの再編については、齋田温子「ドイツの州立銀行再編の動き」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2008年冬号参照。