

ブラジル最大の独立系投資銀行

BTG パクチュアルに対する出資

林 宏美

■ 要 約 ■

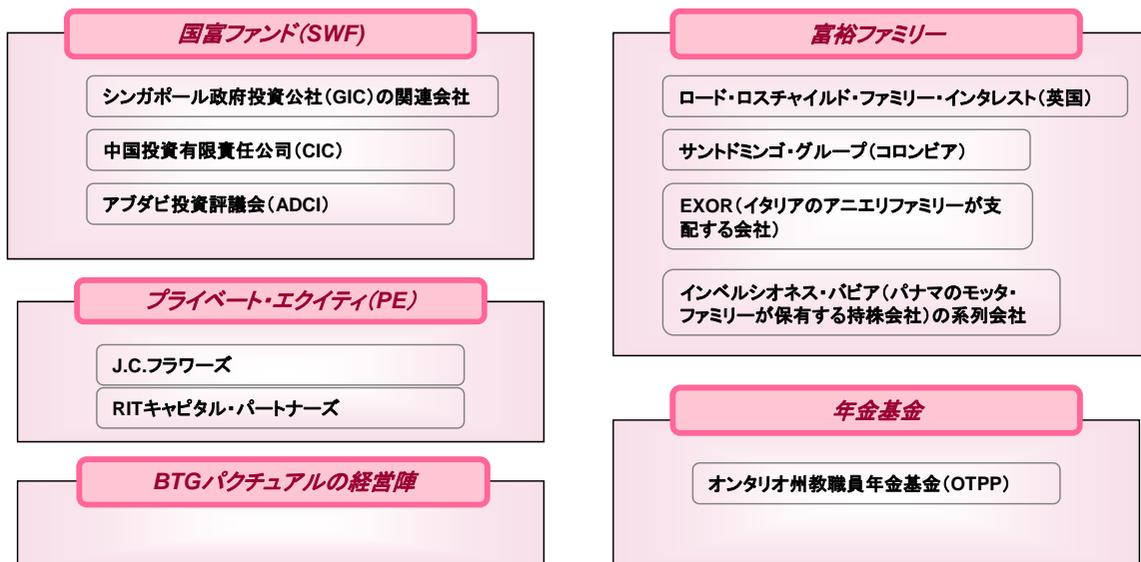
1. ブラジル最大の独立系投資銀行 BTG パクチュアルは、2010年12月6日、シンガポール政府投資公社（GIC）や中国投資有限責任公司（CIC）といった国富ファンド、プライベート・エクイティの J.C.フラワーズ、富裕ファミリーを含む、グローバルに展開する投資家コンソーシアムからの 18 億ドルの出資について合意した。BTG パクチュアルへの出資は、世界の名だたる投資家がブラジルを重要な投資先として位置づけはじめた証左と捉えることが出来よう。
2. パートナーシップ形態を維持する BTG パクチュアルは、今回取得する資金を用いて、中核ビジネスである投資銀行業務、資産運用業務、ウェルス・マネジメント業務を内外で拡充させたい方針である。今日の BTG パクチュアルの業容はほぼブラジルにターゲットを絞っているが、ラテン・アメリカ全域における投資銀行プラットフォームの構築が BTG パクチュアルの今後の最重要課題として掲げられている。
3. ブラジルで投資銀行業務や資産運用業務への進出および強化を図る動きは、内外の金融機関で見られる。2009年に同国の投資銀行業務から撤退していた UBS、2009年に設立され、M&A 財務アドバイザーとしてプレゼンスを確立しつつある BR パートナーズ、オルタナティブ投資にほぼ特化したブラジルの運用会社ガヴェア・インベストメントなどが代表的な例として挙げられる。
4. ブラジルひいてはラテン・アメリカでは、グローバルな金融機関が高成長新興国での業務を強化する動きと相俟って、内外の投資銀行間の競争が激化している状況がある。こうしたなかで、BTG パクチュアルの今後の動向は、ラテン・アメリカに本拠地を置くグローバルな金融機関のビジネス・モデルを占ううえで目が離せない。

I 国際投資家コンソーシアムによる BTG パクチュアルへの出資

ブラジル最大の独立系投資銀行 BTG パクチュアル (BTG Pactual) は、2010 年 12 月 6 日、国富ファンド (SWF) やプライベート・エクイティ (PE)、富裕ファミリーなど、グローバルに展開する複数の投資家による出資を受けることで合意に至ったことを発表した (図表 1)。投資家コンソーシアムには、シンガポール政府投資公社 (GIC) の関連会社、中国投資有限責任公司¹ (CIC)、2007 年にアブダビ投資庁からスピノフしたアブダビ投資評議会 (Abu Dhabi Investment Council、ADIC) といった国富ファンドに加えて、J.C.フラワーズや RIT キャピタル・パートナーズといったプライベート・エクイティ、オンタリオ州教職員年金基金 (Ontario Teachers' Pension Plan、OTPP) が含まれている。また、今回の投資家コンソーシアムの特徴として、英国のロード・ロスチャイルド・ファミリー・インタレスト、コロンビアのサントドミンゴ・グループ (Santo Domingo Group)、イタリアのアニエリ (Agnellis) ファミリーが支配する投資会社 EXOR、パナマのモッタ (Mottas) ・ファミリーが保有する持株会社インベルシオネス・バヒア (Inversiones Bahia) の系列会社という富裕 4 ファミリーが、SWF や PE と共に出資に関与している点が挙げられる。同時に、BTG パクチュアルの複数の経営陣も出資を行う方針である。なお、今回の投資家コンソーシアムに対する財務アドバイザーはシティが手がけた。

こうした投資家コンソーシアムが、BTG パクチュアルが新規に発行する株式を 18 億ドルで取得する結果、BTG パクチュアルにおける投資家コンソーシアムの持分比率は約 18.65%となる見込みである。BTG パクチュアル株式の取得が完了した際には、投資家コ

図表 1 BTG パクチュアルへの出資を決めたグローバルな投資家コンソーシアム



(出所) 野村資本市場研究所作成

ンソーシアムは、BTG パクチュアルの取締役会に、CIC、GIC、J.C.フラワーズから各 1 名ずつ計 3 人の役員を任命することができる、とされている。

この度の BTG パクチュアルへの出資は、世界でも名だたる投資家がブラジルひいてはラテン・アメリカを重要な投資先として位置づけはじめた証左と捉えられる。例えば、GIC は、欧米の銀行から新興市場の金融機関へのシフトを進める中で BTG パクチュアルへの出資を決めたほか、プライベート・エクイティの J.C.フラワーズは、初のブラジル投資案件として BTG パクチュアルに出資を行うなど、投資家のブラジルへの関心度は確実に高まっている。

本稿では、ラテン・アメリカ最大の経済大国であり、BRICs（ブラジル、ロシア、インド、中国の高成長新興国）の一角として注目される存在でありながら、これまで中国、インドの影に隠れがちであったブラジル資本市場の実情を、BTG パクチュアルを中心に、内外の金融機関による主な動きにも触れながら、捉えていくこととしたい。

II BTG パクチュアルとは

1. パートナーシップ形態を取る BTG パクチュアル

BTG パクチュアルは、パートナーシップ形態を取るブラジル最大の独立系投資銀行であり、その起源は、1983 年にリオデジャネイロに設立された証券会社バンコ・パクチュアルに遡る（図表 2）。バンコ・パクチュアルは、翌 84 年に資産運用業務を、86 年に投資銀行業務を相次いで手がけ始めるなど、次第に業務の幅を拡大した結果、1998 年にはフルサービスの投資銀行になった。

その後バンコ・パクチュアルは、2006 年にスイスの大手金融機関グループ UBS の傘下に入るものの、UBS が資本を増強する必要に迫られた結果、買収から 3 年も経過しない

図表 2 BTG パクチュアルにおけるこれまでの軌跡

年月	概要
1983年	証券会社バンコ・パクチュアルの設立(リオデジャネイロ)
1984年	バンコ・パクチュアルが資産運用業務を開始。
1986年	バンコ・パクチュアルが投資銀行としての業務を開始。
1989年	サンパウロにオフィス開設したことで、国際業務を開始。
1998年	バンコ・パクチュアルがフルサービスの投資銀行となり業容拡大。
2002年	バンコ・パクチュアルがブローカレッジ業務を開始。
2006年	UBSがバンコ・パクチュアルを26億ドルで買収したことに伴い、UBSパクチュアルが誕生。
2008年9月	バンコ・パクチュアルの元パートナーでUBSを退社したエステベス氏およびその他の複数のシニア・パートナー、UBSの複数のマネージング・ダイレクターが共同で、グローバルな投資銀行 BTG を設立。
2009年4月	BTGがUBSパクチュアルの全株式を取得し、BTGパクチュアルが誕生することを発表。
2009年9月	BTGパクチュアルとしての業務開始。

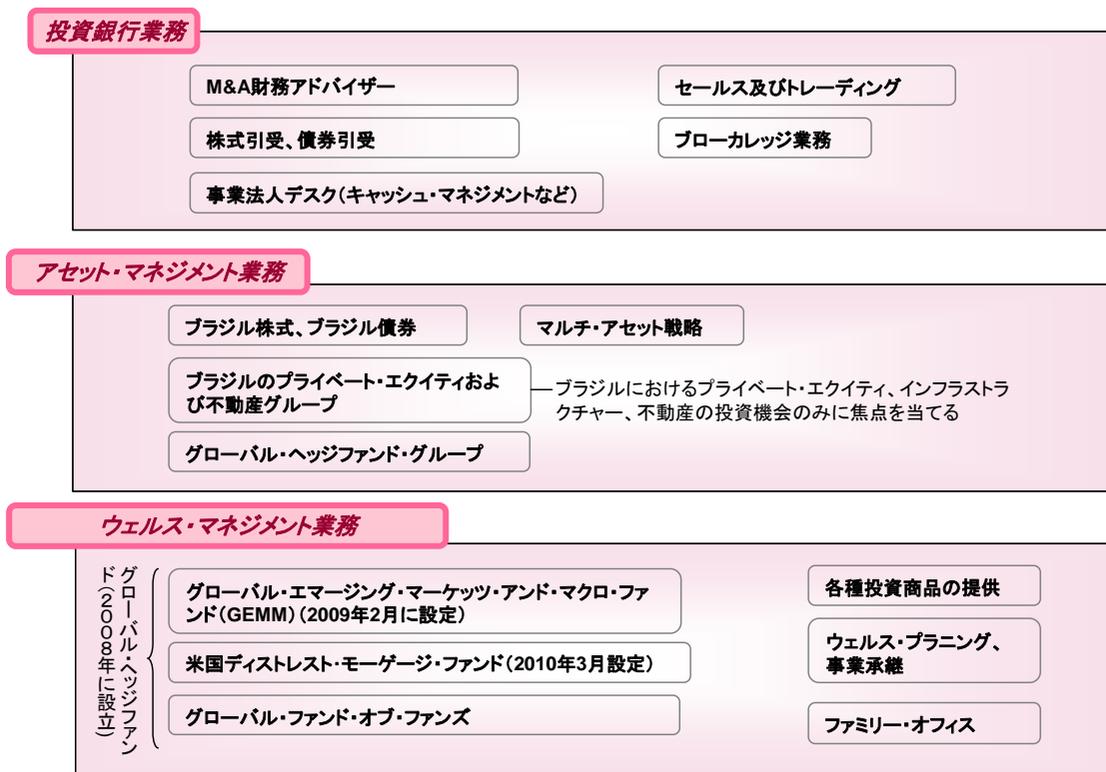
(出所) 各種資料を基に野村資本市場研究所作成

¹ CIC の運用状況については、関根栄一「資源・エネルギーを中心に加速する中国 CIC の海外投資」公益財団法人野村財団『季刊中国資本市場研究』2010年冬号などを参照。

2009年4月に売却されることとなった。売却先は、UBSを退社したアンドレ・エステベス氏（現在のBTGパクチュアルのCEO）が中心となり、2008年9月に設立した資産運用会社BTGインベストメント²であった。2009年9月、BTGインベストメントがUBSパクチュアルの全株式を24.75億ドルで取得したことで、両者が合併し、BTGパクチュアルが誕生した。

BTGパクチュアルは、今回の新株売却で取得した資金を用いて、中核ビジネスである投資銀行業務や資産運用業務、ウェルス・マネジメント業務を内外で拡充させたいと考えている（図表3）。2010年12月現在、BTGパクチュアルはブラジル以外のラテン・アメリカ諸国には拠点を有しておらず³、ラテン・アメリカではブラジルにほぼターゲットを絞った業容となっている。しかしながら、同行は、資本増強によって、今後新興市場に拠点を置く主導的な投資銀行および資産運用会社としての位置づけをさらに強固なものにする方針であり、ブラジル以外のラテン・アメリカにおけるプレゼンスを確保したい意向を明確にした⁴。なお、同行のエステベスCEOは、ラテン・アメリカの最重要ターゲット国として、コロンビア、チリ、ペルーを掲げている。

図表3 BTGパクチュアルの業務内容



(出所) 野村資本市場研究所作成

² UBS傘下のUBSパクチュアルとの競争を避ける法的協定に基づき、BTGインベストメントは、資産運用業務およびプライベート・エクイティ業務のみに従事することが出来るとされ、業務範囲を制限されていた。

³ BTGパクチュアルの拠点は、サンパウロ、リオデジャネイロ、ベロオリゾンテ、レシフェ、ポルトアレグレ（以上ブラジル国内）、ロンドン、ニューヨーク、香港にある。

⁴ BTGパクチュアルのプレス・リリース

2. ブラジル最大の独立系投資銀行

1) 各種リーグ・テーブルで上位に浮上している BTG パクチュアル

BTG パクチュアルは、M&A における財務アドバイザー業務や株式引受業務、ローカレッジ業務など、様々な分野において、ブラジル最大の独立系投資銀行としてのプレゼンスを既に確固たるものにしてきている。様々な投資銀行業務に関するリーグ・テーブルで上位に位置づけられている他のグローバルな投資銀行とは異なる BTG パクチュアルの特徴としては、唯一パートナーシップ形態を採用している点を指摘できる。総勢約 1,100 人の従業員を抱える BTG パクチュアルには、カリスマ的存在であるエステベス CEO を筆頭に 55 人のパートナーがいる。同社は、2010 年 6 月に株式公開 (IPO) を実施する計画を練っていたものの、市場環境の悪化を理由に取りやめていた。

それから約半年後の 2010 年 12 月に投資家コンソーシアムによる出資について BTG パクチュアルが合意した。BTG パクチュアルのエステベス CEO は、ラテン・アメリカを代表する投資銀行に発展させたいという考えを抱いており、ラテン・アメリカにおける投資銀行プラットフォームの構築を今後の最重要課題に掲げている。

ブラジルが関与する M&A 案件 (公表ベース、2010 年) における財務アドバイザー・ランキングでは、BTG パクチュアルは、前年の倍以上に相当する 347.6 億ドルのディール金額を計上し、前年の 6 位から 1 位に躍り出た (図表 4)。また、ラテン・アメリカが関与する M&A 案件に対象を拡大した同ランキングにおいても、BTG パクチュアルは、2009 年の 9 位から 2010 年には 5 位まで浮上している (図表 5)。BTG パクチュアルがブラジル業務に特化している状況は M&A 案件の財務アドバイザー業務でも同様であることから、M&A 案件の対象をラテン・アメリカ全域に拡大しても、案件総額はブラジル国内と同じ 347.6 億ドルであった。ラテン・アメリカが関与する M&A でトップの財務アドバイザーに位置づけられたクレディ・スイスでは、同社が獲得したラテン・アメリカが関与する案件金額 795.1 億ドルが、ブラジルが関与する案件総額 317.3 億ドルの約 2.5 倍に相当する状況とは対照的である。BTG パクチュアルが関与した M&A 案件の事例としては、チリのラン航空 (Lan Chile) によるブラジルのタム航空 (TAM) 買収、ポルトガル・テレコムによるブラジル携帯電話会社 Oi の買収などが挙げられる。

また、ラテン・アメリカにおける 2010 年年間の株式引受ランキングを見ると、BTG パクチュアルは 53.32 億ドル (22 件) を引受け、クレディ・スイスに続く第 2 位であった (図表 6)。これまでに、BTG パクチュアルは、2009 年 10 月に実施されたバンコ・サンタンデルのブラジル子会社が実施した世界最大規模の IPO をはじめとした主要な資金調達案件にも関与してきた。2010 年に BTG パクチュアルがブツ

図表4 ブラジルが関与する M&A 案件の財務アドバイザー・ランキング

順位	金融機関名	2010年			2009年		2008年	
		案件総額 (億ドル)	市場シェア (%)	ディール数(件)	順位	案件総額 (億ドル)	順位	案件総額 (億ドル)
1	バンク・BTG・パクチュアル	347.6	28.8	56	6	105.6	12	51.4
2	クレディ・スイス	317.3	26.3	30	1	195.2	2	380.7
3	JPモルガン	246.3	20.4	22	5	110.1	7	202.4
4	モルガン・スタンレー	242.1	20.1	17	7	98.4	4	318.2
5	バンク・オブ・アメリカ・メリル・リンチ	227.7	18.9	15	16	24.6	11	60.6
6	UBS	207.9	17.2	6	18	22.8	8	132.6
7	サンタンデール	167.9	13.9	35	2	174.2	13	31.4
8	カイヤ・ジェラル・デ・デポジトス	157.5	13.1	9	-	-	-	-
9	イタウ・ウニバンク	141.0	11.7	30	4	113.6	3	361.3
10	バンク・エスピリト・サント	136.2	11.3	7	11	80.8	19	10.1
11	クレディ・アグリコル	121.1	10.0	6	14	43.2	-	-
12	メディオバンカ	112.2	9.3	5	-	-	-	-
13	ソシエテ・ジェネラル	107.5	8.9	2	-	-	-	-
14	シティ	91.2	7.6	5	12	66.7	5	297.7
15	ドイツ銀行	83.9	7.0	11	-	-	-	-
16	バンク・ブラデスコ	74.3	6.2	18	8	96.3	9	119.4
17	ゴールドマン・サックス	73.7	6.1	13	13	56.0	6	216.8
18	ノバ・スコティア銀行	71.1	5.9	1	-	-	-	-
19	ロスチャイルド	70.7	5.9	14	9	95.1	1	397.2
20	BR パートナーズ	56.2	4.7	24	-	-	-	-
21	エスタテ・ジェスタウン・エ・フィナンカス	45.8	3.8	6	10	91.2	15	21.8
22	パークレイズ・キャピタル	41.7	3.5	4	-	-	-	-
23	BNPパリバ	31.5	2.6	7	3	146.2	-	-
24	ジェフリーズ	31.3	2.6	2	-	-	-	-
25	ポルトガル商業銀行	27.0	2.2	3	-	-	-	-

(注) 1. 公表ベース

2. 2009年のバンク・BTG・パクチュアルは、BTG インベストメント、クレディ・アグリコルはカリヨンの数字

(出所) Thomson Reuters, “Emerging Markets M&A Financial Advisors”を基に野村資本市場研究所作成

図表5 ラテン・アメリカが関与する M&A 案件の財務アドバイザー・ランキング

順位	金融機関名	2010年			2009年		2008年	
		案件総額 (億ドル)	市場シェア (%)	ディール数(件)	順位	案件総額 (億ドル)	順位	案件総額 (億ドル)
1	クレディ・スイス	795.1	36.0	46	1	256.7	2	400.9
2	シティ	532.8	24.1	15	6	125.5	6	329.8
3	サンタンデール	475.8	21.5	42	3	192.8	14	47.1
4	JPモルガン	375.7	17.0	33	4	189.6	7	273.3
5	バンク・BTG・パクチュアル	347.6	15.7	56	9	105.6	13	51.4
6	バンク・オブ・アメリカ・メリル・リンチ	334.3	15.1	26	16	45.3	12	62.0
7	モルガン・スタンレー	301.1	13.6	21	5	135.7	5	338.3
8	UBS	211.7	9.6	13	11	91.5	9	167.8
9	ゴールドマン・サックス	188.1	8.5	22	13	82.5	3	378.0
10	カイヤ・ジェラル・デ・デポジトス	157.5	7.1	9	-	-	-	-
11	ロスチャイルド	145.3	6.6	18	7	121.5	1	417.8
12	イタウ・ウニバンク	141.0	6.4	30	8	113.6	4	361.3
13	バンク・エスピリト・サント	136.2	6.2	7	14	80.8	-	-
14	ドイツ銀行	132.4	6.0	13	20	24.2	-	-
15	クレディ・アグリコル	121.1	5.5	8	-	-	-	-
16	メディオバンカ	118.8	5.4	6	-	-	-	-
17	ソシエテ・ジェネラル	107.5	4.9	2	-	-	-	-
18	スタンダード・チャータード	95.6	4.3	2	-	-	-	-
19	ノバ・スコティア銀行	75.9	3.4	2	-	-	20	12.9
20	バンク・ブラデスコ	74.3	3.4	18	10	96.3	10	119.4
21	アレン	73.3	3.3	1	-	-	-	-
22	パークレイズ・キャピタル	60.7	2.8	5	17	42.2	8	184.5
23	BR パートナーズ	56.2	2.5	24	-	-	-	-
24	エスタテ・ジェスタウン・エ・フィナンカス	45.8	2.1	6	12	91.2	20	21.8
25	HSBCホールディングス	45.1	2.0	8	-	-	-	-

(注) 1. 公表ベース

2. 2009年のバンク・BTG・パクチュアルは、BTG インベストメント

(出所) Thomson Reuters, “Emerging Markets M&A Financial Advisors”を基に野村資本市場研究所作成

クランナーとなった主な案件には、株式発行による資金調達案件として過去最大⁵となったブラジルの国営石油会社ペトロブラス (Petroleo Brasileiro) による増資⁶、国営ブラジル銀行による増資という 2010 年における 2 大案件をはじめ、タム航空 (TAM) のマイレージ・プログラムであるマルチプラス (Multiplus)⁷、ブラジルの食肉加工業者として世界最大手の JBS⁸などが含まれている。

このように、BTG パクチュアルは、株式引受案件に数多く携わっているのとは対照的に、債券引受業務では上位 10 社には入ってこない (図表 7)。ちなみに、債券引受分野の主要金融機関上位 10 社に入っているブラジル国内金融機関は、イタウ・ユニバンコ (9 位) 1 行のみであり、その他はすべてグローバル展開する欧米の大手投資銀行であるなど、外資系金融機関が主導している状況が伺われる。

図表 6 2010 年における株式引受ランキング

順位	金融機関名	金額(100万ドル)	件数
1	クレディスイス	5,587	23
2	BTGパクチュアル	5,332	22
3	イタウ・ユニバンコ	5,079	15
4	バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチ	4,864	7
5	サンタンデール	4,308	15
6	シティ	3,927	7
7	JPモルガン	3,745	9
8	バンク・ド・ブラジル	3,310	5
9	バンク・ブラデスコ	2,731	8
10	ゴールドマン・サックス	2,728	6
小計		41,581	49
合計		54,364	74

(出所) LatinFinance (原典は Dealogic) を基に野村資本市場研究所作成

図表 7 2010 年における債券引受ランキング

順位	金融機関名	金額(100万ドル)	件数
1	シティ	15,181	61
2	HSBC	13,975	58
3	ドイツ銀行	11,571	37
4	JPモルガン	9,948	37
5	バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチ	9,591	42
6	クレディ・スイス	9,154	33
7	サンタンデール	8,397	44
8	ゴールドマン・サックス	4,649	11
9	イタウ・ユニバンコ	4,250	31
10	モルガン・スタンレー	4,011	15
小計		90,673	218
合計		122,464	273

(出所) LatinFinance (原典は Dealogic) を基に野村資本市場研究所作成

⁵ ペトロブラスの増資 (700 億ドル) が実施されるまでの過去最大の案件は、2010 年 8 月に実施された中国農業銀行の上場 (221 億ドル) であった。

⁶ BTG パクチュアル以外の引受会社としては、バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチ、ブラデスコ、シティ、イタウ BBA、モルガン・スタンレー、サンタンデール、BB インベストメント、クレディ・アグリコル、クレディ・スイス、ゴールドマン・サックス、HSBC、JP モルガン、ソシエテ・ジェネラルが挙げられる。

⁷ BTG パクチュアルは、クレディ・スイスとともに共同主幹事を務めた。

⁸ BTG パクチュアルが主幹事を務めた。

2) 2002年に開始したブローカレッジ業務

BTG パクチュアル（当時はバンコ・パクチュアル）は、2002年よりブローカレッジ業務にも参入し、その業容を拡大してきた。その結果 BTG パクチュアルは、2010年5月、サンパウロ証券取引所における売買金額ベースで202.6億レアルを取扱い、市場シェア6.6%を記録し、ブローカーとしてもトップに躍り出た⁹。

米国および英国にもそれぞれ証券会社（米国：BTG パクチュアル US コープ、英国：BTG パクチュアル・ヨーロッパ）を有しており、両者とも主にラテン・アメリカ市場に焦点を当てたブローカレッジ業務に従事している。米国では、米国の投資家が、主に BTG パクチュアル・ブラジルなどを通じて、ラテン・アメリカの証券売買を効率的に執行できるような体制をとっている。

また、BTG パクチュアルが提供する調査レポートなどに対する機関投資家の評価も高い。50人のアナリストを抱えている BTG パクチュアルは、インスティテューショナル・インベスター誌が実施した2010年ブラジル・リサーチ・ランキングで、イタウ証券に続く第2位に位置づけられていた。

3. 運用会社としてのプレゼンス

BTG パクチュアルでは、1984年に設立された BTG パクチュアル・アセット・マネジメントが資産運用業務に携わっている。2009年末現在292.4億ドルの預かり資産を有する BTG パクチュアルは、ブラジルで第7位の運用会社という位置づけである（図表8）。その内訳を見ると、約6割がオルタナティブ投資による運用であり、株式および債券による運用資産を上回っている特徴を見出すことができる（図表9）。BTG パクチュアルの全預かり資産が株式および債券で運用されていた2007年の状況と比すると、大きな変化と言えよう。

BTG パクチュアル・アセット・マネジメントの業務は大きく①ブラジルの株式および債券への投資（運用資産484億レアル）、②グローバル・マクロ・ヘッジファンド（同28億レアル）、③マーチャント・バンキングおよびプライベート・エクイティ（同25億レアル）の3つに分類することができる。

第一のブラジルの株式及び債券での運用業務では、これまでのところブラジル国内の機関投資家や個人投資家にターゲットを絞ったマーケティングを行っている。そして、買い持ち（ロング）のみを行い、売り持ち（ショート）は一切行わない方針が採られている。ブラジル国内株式・債券への投資を行う BTG パクチュアルの主要なファンド・ファミリーとしては、債券ポートフォリオであるパクチュアル・ハイ・イールドと、債券および株式ポートフォリオであるパクチュアル・ヘッジの2本がある。前者については、1996年7月の設定時点からの累積リターンが110%を記録したのに対し、後者では、95年10月の設定時点からの累積リターンが127.5%を記録した。当該2本のファンドにおける運用資産は142億レアルであり、ブラジルの株式や債券での運用資産の約29.3%に相当する。

⁹ BTG パクチュアル・プレス・リリース”The BTG Pactual broker leads the Bovespa ranking”(2010年6月14日)

図表 8 ブラジルの資産運用会社（総預かり資産ベース）

順位	資産運用会社名	2007	2008	2009	備考	国名
1	BBジェスタウン・デ・レクース	1,127.3	1,052.0	1,753.1	ブラジル銀行（政府系金融機関）の資産運用会社。2008年7月にBanco de Brasil Administradora de Ativosから現行の社名に変更。	ブラジル
2	イタウ・ウニバンコ・アセット・マネジメント	902	731	1,290.5	イタウ・ウニバンコ（民間大手銀行）の資産運用会社。2009年3月末にバンコ・イタウとウニバンコ・ホールディングスとが合併し、イタウ・ウニバンコが誕生した。	ブラジル
3	ブラデスコ・アセット・マネジメント	770	642	1,016.5	ブラデスコ銀行（民間大手銀行）の資産運用会社。	ブラジル
4	カイヤ・エコノミカ・フェデラル	813	763	593.3	ブラジルの政府系金融機関。	ブラジル
5	サンタンデル・ブラジル・アセット・マネジメント	287	344	527.3	2008年7月にサンタンデルがABNアムロのブラジル業務を買収したことを機に、サンタンデル・ブラジル・アセット・マネジメントに社名変更。	スペイン
6	HSBCジェスタウン・デ・レクース	331	238	430.3	従来はHSBCグローバル・アセット・マネジメントとして上場。	英国
7	BTG パクチュアル	370	165	292.4	2009年9月に設立されたBTG/パクチュアルが、UBSよりUBS/パクチュアルの株式100%を取得。2008年の数字は、UBS/パクチュアル・アセット・マネジメント。独立系投資銀行。	ブラジル
8	サフラ・アセット・マネジメント	119	110	183.3	従来はBanco Safra de Investimentoとして上場。	ブラジル
9	BNPパリバ・アセット・マネジメント・ブラジル	134	86	142.2	フランス大手金融機関の資産運用部門。	フランス
10	ポトランデン・アセット・マネジメント	107	89	139.5	ハンコ・ポトランデンの資産運用部門。	ブラジル
11	クレディ・スイス	132	87	138.2	スイス大手金融機関の資産運用部門。	スイス
12	ウエスタン・アセット・マネジメント	139	83	126.9	世界の主要な債券運用会社の一つ。	米国
13	オポテュニティ・アセット・マネジメント	91	49	105.4	1994年に設立されたブラジルの独立系運用会社。主に株式およびヘッジファンド運用において高い評価を取得している。	ブラジル
14	サルアメリカ・インベストメント	57	57	91.8	ブラジル第2位の保険会社（保険料収入ベース）サルアメリカの資産運用会社。2006年以降INGグループと提携関係にある。	ブラジル
15	BNYメロンARXインベストメント	77	100	58.9	2008年1月にBNYメロン・アセット・マネジメント・ブラジルが、ARXキャピタル・マネジメントを買収し、社名をBNYメロン・ARX・インベストメントに変更。	米国
16	ガヴェア・インベストメント	na	40	58.5	2003年に業務を開始したブラジルの資産運用会社。ヘッジファンド投資および非流動性投資戦略を主要分野として位置づけている。	ブラジル
17	BBMインベストメント	na	na	35.9	バンコBBMの資産運用会社。	ブラジル
18	イカツ・セグロス	na	18	26.7	2009年末に、イカツ・グループは、ハートフォードとの合併会社イカツ・ハートフォード・セグロスの株式のうち、ハートフォード生命が保有していた全株式を取得。イカツ・ハートフォード・アドミニストラカオ・デ・レクースの社名が、イカツ・セグロスに変更。	ブラジル
19	シュローダー・インベストメント・マネジメント・ブラジル	31	11	21.5	英国の大手資産運用会社。	英国
20	クラリタス・インベストメント	na	na	12.4	ブラジルのヘッジファンド。	ブラジル

(注) 単位：億ドル

(出所) Institutional Investor, “Brazil’s Biggest Money Managers”等を基に野村資本市場研究所作成

BTG パクチュアルは、今後、欧州の個人投資家ならびに機関投資家を対象として、ロング・オンリーの株式ファンドを設定することを計画している。

第二のグローバル・マクロ・ヘッジファンド分野については、2008年にBTG パクチュアルのグローバル・ヘッジファンド・グループが設立され、2009年2月に旗艦ファンド、グローバル・エマージング市場およびマクロ・ファンド（Global Emerging Markets & Macro Fund、GEMM）を立ち上げたのを機に、順調に拡大した運用資産は、約6億8,000万ドルに達している¹⁰。なお、ファンドの設定から当面の間は、同ファンドへの出資はBTG パクチュアルのパートナーに限定しており、第三者である機関投資家による投資を受け入れ始めたのは2010年入りしてからである¹¹。

このように、ファンドの設定から約18ヶ月以内、すなわちトラック・レコードを積み上げる時期には、BTG パクチュアルのパートナー¹²のみが出資を行う点は、BTG パク

¹⁰ BTG パクチュアル・アセット・マネジメントのCEO、スティーブ・ジェイコブ氏は、同社のポートフォリオ・マネージャーは、流動性の確保およびアルファ追求の観点から、GEMMの運用資産の上限額を約20億ドルと認識している、と述べている(BTG Pactual press release “BTG Pactual global macro fund starts to pay off.”、2010年5月24日)。Financial News, “BTG Pactual global macro fund starts to pay off”(2010年5月24日)

¹¹ 海外投資家にも積極的なマーケティングを手がけは始めている。

¹² BTG パクチュアルでは、ポートフォリオ・マネージャーおよびシニア・マネジメント層は全員パートナーである。

図表9 ブラジルの資産運用会社（資産別）

図表9-1 ブラジルの資産運用会社～株式運用～

順位	資産運用会社名	2007	2008	2009
1	BBジェスタウン・デ・レクソス	213	195	300
2	ブラデスコ・アセット・マネジメント	60	58	109
3	イタウ・ユニバンコ・アセット・マネジメント	144	75	108
4	オポテュニティ・アセット・マネジメント	63	35	83
5	サンタンデール・ブラジル・アセット・マネジメント	33	22	62
6	BNPパリバ・アセット・マネジメント・ブラジル	33	20	43
7	BTGパクチュアル	88	24	37
8	サフラ・アセット・マネジメント	6	10	26
9	HSBCジェスタウン・デ・レクソス	65	9	22
10	BNYメロンARXインベストメント	44	63	22
11	シュローダー・インベストメント・マネジメント・ブラジル	21	8	17
12	ウエスタン・アセット・マネジメント	13	8	14
13	クレディ・スイス	17	5	9
14	BBMインベストメント	na	na	3
15	ポトランチン・アセット・マネジメント	2	2	3
16	イカツ・セグロス	na	1	2
17	サルアメリカ・インベストメント	4	2	1
18	ガヴェア・インベストメント	na	0	1
19	クラリタス・インベストメント	na	na	1
20	カインシャ・エコノミカ・フェデラル	59	28	na

図表9-2 ブラジルの資産運用会社～債券運用～

順位	資産運用会社名	2007	2008	2009
1	BBジェスタウン・デ・レクソス	915	857	1453
2	イタウ・ユニバンコ・アセット・マネジメント	369	319	758
3	ブラデスコ・アセット・マネジメント	542	424	606
4	サンタンデール・ブラジル・アセット・マネジメント	166	145	363
5	HSBCジェスタウン・デ・レクソス	200	135	202
6	サフラ・アセット・マネジメント	48	54	110
7	ウエスタン・アセット・マネジメント	87	48	83
8	ポトランチン・アセット・マネジメント	30	45	66
9	BTGパクチュアル	282	105	54
10	BNPパリバ・アセット・マネジメント・ブラジル	61	32	52
11	クレディ・スイス	12	15	30
12	サルアメリカ・インベストメント	31	42	28
13	イカツ・セグロス	na	17	21
14	BBMインベストメント	2	na	16
15	オポテュニティ・アセット・マネジメント	0	0	15
16	BNYメロンARXインベストメント	13	0	2
17	シュローダー・インベストメント・マネジメント・ブラジル	na	na	1
18	ガヴェア・インベストメント	na	na	na
19	クラリタス・インベストメント	na	na	na
20	カインシャ・エコノミカ・フェデラル	268	241	na

図表9-3 ブラジルの資産運用会社～不動産運用～

順位	資産運用会社名	2007	2008	2009
1	サルアメリカ・インベストメント	na	na	3325
2	クレディ・スイス	0.63	0.86	2.85
3	BNPパリバ・アセット・マネジメント・ブラジル	0.27	0.21	0.20
4	イタウ・ユニバンコ・アセット・マネジメント	0.91	1.20	na
5	HSBCジェスタウン・デ・レクソス	na	na	na
6	BTGパクチュアル	na	na	na
7	サンタンデール・ブラジル・アセット・マネジメント	na	na	na
8	ポトランチン・アセット・マネジメント	na	na	na
9	ブラデスコ・アセット・マネジメント	na	na	na
10	BNYメロンARXインベストメント	na	na	na
11	BBMインベストメント	na	na	na
12	クラリタス・インベストメント	na	na	na
13	イカツ・セグロス	na	na	na
14	BBジェスタウン・デ・レクソス	na	na	na
15	サフラ・アセット・マネジメント	na	na	na
16	ウエスタン・アセット・マネジメント	na	na	na
17	オポテュニティ・アセット・マネジメント	0.39	0.72	na
18	シュローダー・インベストメント・マネジメント・ブラジル	na	na	na
19	ガヴェア・インベストメント	na	na	na
20	カインシャ・エコノミカ・フェデラル	na	na	na

図表9-4 ブラジルの資産運用会社～オルターナティブ投資～

順位	資産運用会社名	2007	2008	2009
1	イタウ・ユニバンコ・アセット・マネジメント	115	102	237
2	HSBCジェスタウン・デ・レクソス	40	92	204
3	BTGパクチュアル	na	16	176
4	クレディ・スイス	96	52	96
5	サンタンデール・ブラジル・アセット・マネジメント	87	75	89
6	ポトランチン・アセット・マネジメント	75	43	71
7	ガヴェア・インベストメント	na	39	57
8	BNPパリバ・アセット・マネジメント・ブラジル	39	31	45
9	ブラデスコ・アセット・マネジメント	23	39	37
10	サルアメリカ・インベストメント	21	13	29
11	BNYメロン・ARX・インベストメント	21	27	18
12	BBMインベストメント	na	na	17
13	クラリタス・インベストメント	na	na	12
14	イカツ・セグロス	na	na	4
15	BBジェスタウン・デ・レクソス	na	na	na
16	サフラ・アセット・マネジメント	46	na	na
17	ウエスタン・アセット・マネジメント	87	48	na
18	オポテュニティ・アセット・マネジメント	24	11	na
19	シュローダー・インベストメント・マネジメント・ブラジル	10	3	na
20	カインシャ・エコノミカ・フェデラル	479	485	na

(注) 単位：億ドル

(出所) Institutional Investor, "Brazil's Biggest Money Managers"等を基に野村資本市場研究所作成

チュアル・アセット・マネジメントの一貫した方針として掲げられる。そして、トラック・レコードが蓄積された後も、ファンド資産の3分の1～2分の1は、エステベス氏はじめ、同社のパートナーが高い出資比率を維持している点も、同社の特徴である。なお、BTGパクチュアルは、GEMMに加えて、1億2,000万ドルの資産を有する米国ディストレスト・モーゲージ・ヘッジファンドの運用も行っている。

第三のマーチャント・バンキングおよびプライベート・バンキング分野は、BTGパクチュアルが2009年9月に立ち上げたばかりの業務である。主なターゲットは、①特殊ファンド (special-situations funds)、②インフラストラクチャー、③不動産の3つである。BTGパクチュアルのマーチャント・バンキング・ポートフォリオには、三菱モーターズ・ド・ブラジル、ブラジル最大のガソリンチェーン・ショップの一つ、Derivados do Brasil、ブラジル最大の駐車場運営会社 Estapar、ブラジル最大の民間病院ネットワークの一つ、Rede d'Orなどが含まれている。

III 活況を呈するブラジル市場での業務強化の動き

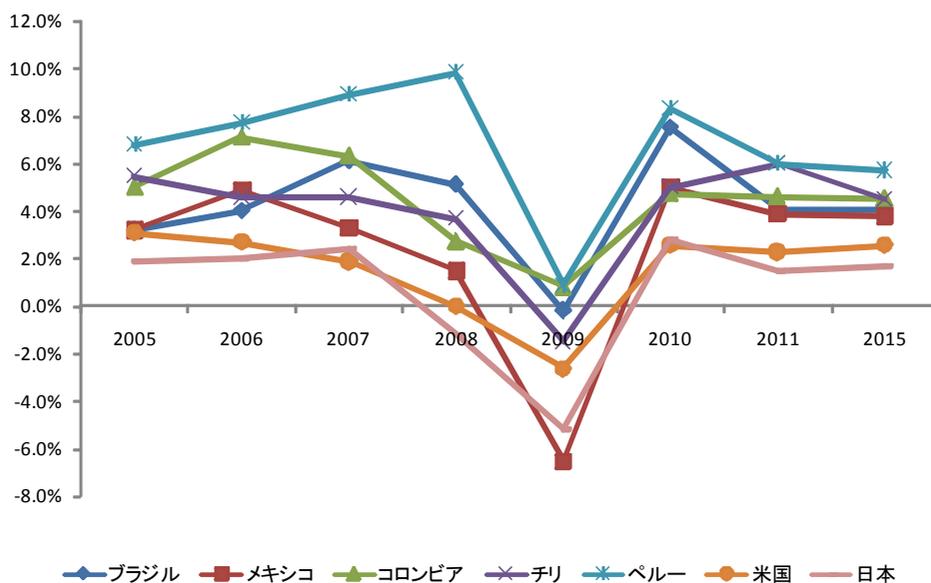
1. 相対的に良好なブラジル市場をめぐる環境

金融危機の影響を受けて、2009年における実質 GDP 成長率は、米国や日本をはじめとした先進国でも、ラテン・アメリカ諸国でも大幅な低下を記録した。しかしながら、その低下幅をみると、ブラジルやペルー、コロンビアなどのラテン・アメリカ諸国のほうが、米国や日本と比べると小幅にとどまった。すなわち、2009年に日本が-5.2%、米国が-2.6%低下していたのに対し、ブラジルのマイナス幅はわずか0.2%に留まっていた（図表 10）。

今後の経済見通しについても、ブラジルをはじめとしたラテン・アメリカでは相対的に高い成長が見込まれている。IMF の経済予測によれば、ブラジルの実質 GDP 成長率は2010年の7.5%（推計値）から2011年には4.1%（推計値）に落ちるものの、米国の2.3%や日本の1.5%と比べると引き続きその成長率が高い。

こうした経済環境のもとで、ブラジルのサンパウロ証券取引所の時価総額は、2002年以降急速なペースで増加し、2007年には史上最高の1兆3,897億ドルに達していた（図表 11）。その翌年には、金融危機の影響を受けて約5,920億ドルまで急減したものの、2009年には1兆3,372億ドルとなるなど、再び2007年の水準近くまで戻しており、サンパウロ証券取引所は、ドイツ取引所の時価総額（1兆2,924億ドル）を上回るまでとなった。1990年の時価総額を100とする指数の推移を示した図表 12 では、ブラジルの証券取引所やリマ証券取引所（ペルー）などが2002年頃から急速にその規模を拡大させており、東証やドイツ取引所との違いは明白である。

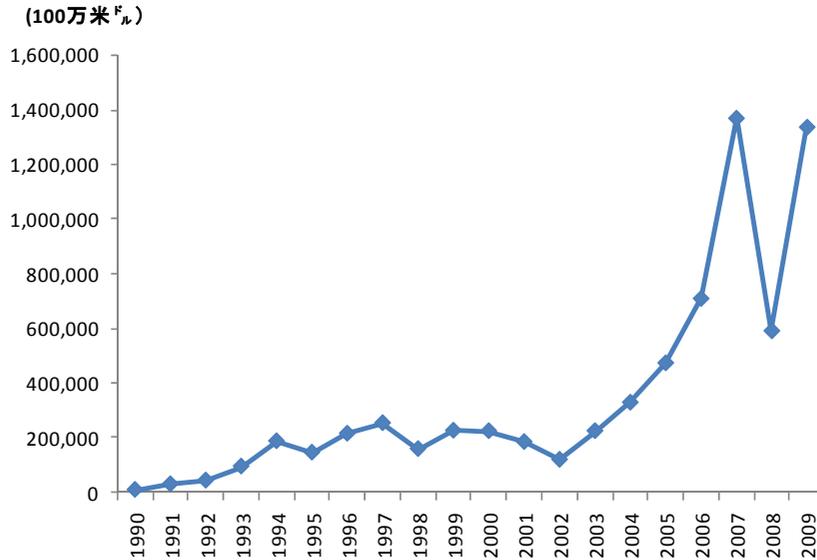
図表 10 ラテン・アメリカ主要国の経済見通し



（注） 2010年、2011年、2015年はIMF推計値。

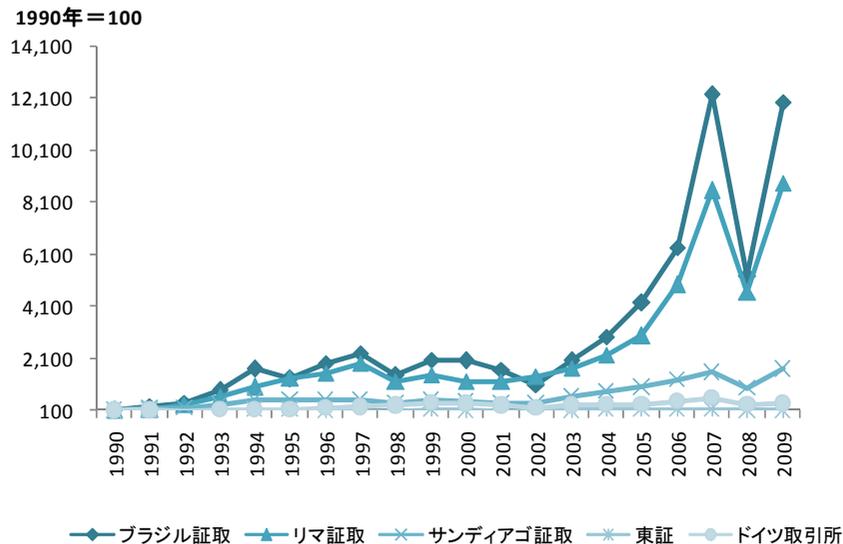
（出所） IMF “World Economic Outlook” (2010年10月)を基に野村資本市場研究所作成

図表 11 サンパウロ証券取引所の時価総額の推移



(出所) 世界証券取引所連合 (WFE) 資料を基に野村資本市場研究所作成

図表 12 主要国の株式時価総額の推移 (1990年=100)



(出所) 世界証券取引所連合 (WFE) 資料を基に野村資本市場研究所作成

2. 投資銀行業務強化の動き

ブラジルにおける投資銀行業務への進出、強化を進める金融機関は、BTG パクチュアルに限らない。

パクチュアルの売却後ブラジルでの投資銀行業務から撤退していた UBS も同国における投資銀行業務に再進出する決断をした。すなわち、UBS は、2010年8月5日、新たに UBS ブラジル・バンク・デ・インベストメント (UBS Brasil Banco de Investimento SA、当

初資本金は 4,600 万リアル (2,620 万米ドル)) と称する投資銀行設立に関する申請書類を、監督当局に相当するブラジル中央銀行に提出したことを明らかにした。UBS インベストメント・バンクのラテン・アメリカ部門ヘッド、Raul Esquivel 氏は、「パクチュアル売却はブラジルから撤退する決定ではなく、グローバル危機におけるクリティカルな時期に資本金増強の必要性が生じたことによる結果である」と述べていた¹³。また、UBS のグローバル CEO は、UBS が向こう数年間に新興市場からの収入を相当程度計上したい考えがあることを表明した。

UBS は、これより前の同年 4 月 29 日、ブラジル最大手の独立系証券会社の一つ、リンク・インベストメント (Link Investimentos) を 1 億 9,500 万リアル (約 1 億 1,200 万ドル) で買収することにも合意していた¹⁴。UBS は、リンク・インベストメントの業務を、すべて UBS の関係各部署である投資銀行部門やウェルス・マネジメント部門、アセット・マネジメント部門における該当業務に統合し、すべて UBS ブランドに統一させる方針である¹⁵。

1998 年に設立されたリンク・インベストメントは、2002 年以降、上場債券および上場コモディティ商品取引分野で主導的な役割を果たしてきた。同社は、さらに富裕層向けビジネスや資産運用サービスにも従事していた。

UBS は既にアジアで大きなプレゼンスを確保しているものの、ラテン・アメリカでは成長余地があると見られる。UBS は、ブラジルでは、投資銀行業務に限らず、フルサービスの業務展開を目指すことを明らかにしていた。

ブラジル国内で近年新たに設立された投資銀行が急激にプレゼンスを高める動きも見られるが、その代表格として挙げられるのが BR パートナーズである。BR パートナーズは、2009 年 11 月に、シティでラテン・アメリカのインベストメント・バンキング部門ヘッドを務めていたリカルド・ラセルダ氏が設立した投資銀行である。ラセルダ氏は、ゴールドマン・サックスにおいて、ブラジル担当カントリー・マネージャーを務めていた経験も有している。

さらには、総資産ベースでブラジル第 3 位の銀行であるバンコ・ブラデスコの投資銀行部門バンコ・ブラデスコ BBI は、2010 年に最大で 45 人の人員を増やし、陣容を 1,000 人体制にする方針を打ち出していた¹⁶。

3. 資産運用業務強化の動き

1) 内外の金融機関による進出および強化の動き

ブラジルの資産運用業界を見ると、上位 20 社はごく一部の会社を除いて、2008 年

¹³ FT.com, "UBS begin to strengthen Brazil links" (2010 年 4 月 30 日)

¹⁴ 具体的には、UBS が、リンク・インベストメントの全株式を保有する親会社、リンク・ホールディング・フィナンセリアの株式 100% を取得することで合意していた。

¹⁵ UBS は、リンク・インベストメントのオンライン・ブローカレッジ部門は買収対象から除外している。

¹⁶ Valor Economic Newspaper (2010 年 6 月 28 日)

から 2009 年にかけて資産規模が大幅に拡大したところが大半である（前掲図表 8）。2009 年の総資産ベースで第 2 位のイタウ・ユニバンコ・アセット・マネジメントや同第 5 位のサンタンデール・ブラジル・アセット・マネジメントに代表されるように、合併や買収によってその規模を拡大したところも少なくない。サンタンデール・ブラジル・アセット・マネジメントが預かり資産を 2007 年から 2009 年までに約 1.8 倍の 527.3 億ドルまで増やせたのは、2008 年 7 月にサンタンデールが ABN アムロのブラジル業務を買収したことに因る部分が大きい。同様に、イタウ・ユニバンコ・アセット・マネジメントが預かり資産を前年の 1.8 倍に相当する約 1,291 億ドルまで伸ばしたのは、2009 年 3 月にバンコ・イタウとユニバンコ・ホールディングスとが合併し、イタウ・ユニバンコが誕生したことによると見られる。

こうした運用会社とは対照的に、近年設立されたばかりの運用会社でありながら、合併や買収に因らず、速いペースでそのプレゼンスを確保しているところも見られる。元ブラジル中央銀行総裁のアルミニオ・フラガ氏¹⁷および同氏の従兄弟に相当するルイズ・フラガ氏が 2003 年に設立したガヴェア・インベストメントは、その代表的な事例と言える。同社は、2009 年における総預かり資産 58.5 億ドルのうち、約 97%に相当する 57 億ドルをオルターナティブ投資で運用するなど、オルターナティブ投資にほぼ特化した戦略を取っている。

もっとも、2010 年 10 月 27 日には、アルミニオ&ルイズ・フラガ氏及び他の 20 人のパートナーが、ガヴェア・インベストメントの大部分の株式を JP モルガン・アセット・マネジメントに売却する方針を発表した¹⁸。この売却に伴い、ガヴェア・インベストメントは、JP モルガン・アセット・マネジメントの 100%子会社であるハイブリッジ・キャピタル・マネジメントと戦略的提携関係を結ぶことになった。J.P.モルガンは、ガヴェアを第一級のオルターナティブ・アセット・マネジメントのフランチャイズとして位置づける。JP モルガンとの間で長年にわたる関係を有するアルミニオ・フラガ氏、ルイズ・フラガ氏およびガヴェアの運用チームが、当初 5 年間は引き続きガヴェアのヘッジファンドおよび長期投資ファンドの投資プロセスに携わることとされている。この提携は、JP モルガン側から見れば、勿論オルターナティブ投資の強化と言える。

また、中小企業ビジネスに特化したブラジルの銀行、バンコ・モダル（Banco Modal）が、グローバルなウェルス・マネジメント業務およびプライベート・エクイティ業務を拡充するため、2010 年に人員を 12%増やす計画を発表するなど、人員増強を進める動きも目立っている。

¹⁷ アルミニオ・フラガ氏がブラジル中央銀行総裁を務めていたのは、1999 年～2002 年。フラガ氏は、中銀総裁在任期間中に、金融システム改革を実施した。

¹⁸ 2010 年 10 月 27 日プレス・リリース。

2) 企業年金による運用規制緩和の動き

ブラジルの企業年金による運用規制が 2009 年 9 月以降、相次いで緩和されていることもまた、資産運用業務の強化に影響を与えていることが考えられる。ブラジル金融委員会 (CMN) は、2009 年 9 月 24 日のレゾリューション No.3792 (以下 CMN 3792/2009) において、ブラジルの企業年金 (EFPC) の運用規制を緩和する新たな枠組みを制定した。具体的には、CMN 3792/2009 では、EFPC が投資することが可能になった商品として、①オフショア資産 (ブラジルの投資信託経由)、②外部の債券投資信託、③海外指数を基準とした投資信託で、ブラジルの証券取引所に上場しているファンド、④ブラジル預託証書 (BDR)、⑤メルコスール (南米南部共同市場) 加盟国の国々に本拠地を置く外国企業が発行した株式が列挙されている。CMN 3792/2009 では、企業年金基金による海外資産への投資上限も従来の 3% から 10% に引き上げられた。

また、2010 年 3 月 25 日に制定された CMN レゾリューション No.3846 では、企業年金がインフラストラクチャーへのエクスポージャーを高めることが容認されている。

これまでのところ、ブラジルの年金基金のポートフォリオが顕著に変化している状況は見出せないものの、中長期的な視点で見ると、ブラジル年金基金の運用多様化が進んでいく素地が整えられているということが言えよう。

IV 結びにかえて

以上見てきたように、BTG パクチュアルは、最近 1、2 年間に急速に各種リーグ・テーブルの上位に位置づけられるようなブラジルを代表する投資銀行に発展してきており、そのスピードには目を見張るものがある。こうした発展の背景には、BTG パクチュアルの起源であるバンコ・パクチュアルが 2006 年からの約 3 年間、スイスの大手金融機関 UBS グループの傘下に入っており、その際に蓄積した様々なノウハウがうまく活用されている面も少なからずあると考えられる。

現在のところパートナーシップ形態を維持している BTG パクチュアルでは、UBS グループの後盾がなくなった中で、カリスマ的 CEO であるエステベス氏の手腕に依存する部分大きいと見られる。今後、ラテン・アメリカでの業務を軸に、「エマージング市場に焦点を当てたワールドクラスの金融機関」を構築する方針にある BTG パクチュアルが、従来どおりの方法でさらにビジネスを拡充できるのかについては、疑問視する声もある。

翻って、投資銀行業務の各種リーグ・テーブルに名前を連ねていながら、パートナーシップ制を取っていた金融機関として浮かぶのは、株式公開前の米ゴールドマン・サックスである。実際、ゴールドマン・サックスのケースは、エステベス氏の描く将来モデルの一つと認識されている模様である。

ブラジルひいてはラテン・アメリカでは、グローバルな金融機関が高成長新興国での業務を強化する動きと相俟って、内外の投資銀行間の競争が激化している状況がある。こう

したなかで、BTG パクチュアルの今後の動向は、ラテン・アメリカに本拠地を置くグローバルな金融機関のビジネス・モデルを占ううえで目が離せない。

【補足】図表1 ブラジルにおける銀行ランキング

順位	金融機関名	総資産(100万 ^{ドル})	税引き前利益(100万 ^{ドル})	ROA(%)
1	バンク・デ・ブラジル	407,212	7,957	1.95
2	イタウ・ユニバンク・ホールディング	349,582	11,521	3.30
3	バンク・ブラデスコ	290,933	6,965	2.39
4	カイシャ・エコノミカ・フェデラル	196,455	na	na
5	グループ・サンタンデル・パネSPA	181,593	4,677	2.58
6	HSBCバンク・ブラジル	57,531	597	1.04
7	バンク・サフラ	37,852	695	1.84
8	シティバンク(ブラジル)	23,811	1,889	7.93
9	バンク・ド・エスタード・ド・リオ・グランデ・ド・サル	16,715	416	2.49
10	バンク・BNP・パリバ・ブラジル	11,298	181	1.60
11	バンク・ド・ノルデステ・ド・ブラジル	11,008	356	3.23
12	ドイチェ・バンクSA・バンク・アレマオ	7,377	364	4.94
13	バンク・インダストリアル・エコメルシアル	6,552	276	4.21
14	バンクBMG	5,895	470	7.97
15	バンク・マーカンタイル・ド・ブラジル	4,518	35	0.78
16	バンク・ABC・ブラジル	4,240	99	2.34

(出所) The Banker, "Top 1000 World Banks"(2010年7月号)を基に野村資本市場研究所作成

図表2 国内株式市場時価総額のランキング

順位	証券取引所	2010年	2009年
		6月末	6月末
1	NYSEユーロネクスト(米国)	11,794	9,864
2	東京証券取引所	3,277	3,204
3	NASDAQ OMX	3,165	2,590
4	ロンドン証券取引所	2,407	2,198
5	NYSEユーロネクスト(欧州)	2,295	2,197
6	香港証券取引所	2,200	1,825
7	上海証券取引所	2,051	2,329
8	TSXグループ	1,635	1,281
9	ボンベイ証券取引所(※)	1,376	992
9	インド・ナショナル証券取引所(※)	1,341	925
10	サンパウロ証券・商品・先物取引所	1,151	911

(出所) 世界証券取引所連合(WFE)資料を基に野村資本市場研究所作成

図表3 株式オプション取引高(契約数)のランキング

順位	取引所名	2010年上半期	2009年上半期
1	シカゴ・オプション取引所	463,486,201	463,756,036
2	サンパウロ証券・商品・先物取引所	424,137,525	235,338,378
3	インターナショナル・セキュリティーズ取引所	398,680,825	498,252,797
4	NASDAQ OMX PHLX	262,650,693	297,065,194
5	ユーレックス	143,320,872	161,303,588

(出所) 世界証券取引所連合(WFE)資料を基に野村資本市場研究所作成