

## イタリア銀行部門の不良債権問題と対応策

神山 哲也

### ■ 要 約 ■

1. イタリアには、164の商業銀行、33のポポラーレ銀行、365の信用協同組合銀行（BCC）があるが、何れにも共通しているのが不良債権問題である。イタリア銀行部門の不良債権は2015年末で約3,600億ユーロに達し、欧州連合（EU）全体の約3分の1を占める。金融危機前から他のユーロ圏諸国と比べて高水準にあったが、2014年の欧州中央銀行（ECB）による包括アセスメントで改めてその深刻さが浮き彫りになった形である。
2. イタリアでは、官民を挙げた様々な対応策が講じられている。まず、オーバー・バンキング状態にある中で、財務体質の弱ったポポラーレ銀行やBCCを再編するべく、①ポポラーレ銀行のガバナンスを1人1議決権から保有比率に応じた議決権行使へ変更する法改正、②BCCを持株会社の下で再編する法改正が実施された。
3. より直裁的に不良債権の処理を進める手立てとして、証券化した不良債権のシニア・トランシェに政府が保証を付するスキームが設けられた。しかし、欧州委員会との協議の結果、銀行にとって有利な条件で保証を付することができなくなったため、2016年4月には、民間金融業界が出資する銀行救済ファンドが設けられた。しかし、その規模は42.29億ユーロと、イタリアの不良債権問題に対処するには不十分な水準で、銀行部門内で負担を付け替えるに過ぎない、といった問題点が指摘されている。
4. 欧銀が資本増強等によって財務体質を改善しており、制度面でも危機の波及を防止するメカニズムが整備されつつある中、イタリアの銀行部門における不良債権問題が欧州全体の金融危機に繋がっていく恐れは低いものと考えられる。2016年6月の欧州銀行機構（EBA）によるストレス・テストでは、モンテ・デイ・パスキとウニクレディトの評価が低く、今後、それら2行におけるリストラ策や不良債権処理・資本増強策、更には、公的資金による救済の可能性が注目点となろう。

## I. 不良債権問題に苦しむイタリア銀行部門

イタリアの銀行部門は、株式会社 (Societa per Azioni, S.p.A.) として設立された商業銀行、協同組合として設立されたポポラーレ銀行、信用協同組合銀行 (banche di credito cooperativo, BCC)、に大別できる。商業銀行は 164 行・19,417 支店あり、そのうちユニクレディトとインテサー・サンパオロが 2 大銀行として総資産ベースでイタリア銀行部門の 3 分の 1 以上のシェアを占める。ポポラーレ銀行は 33 行・5,995 支店、BCC は 365 行・4,424 支店あり、いずれも協同組合組織であるが、相対的に、ポポラーレ銀行は都市部の中小企業に、BCC は農家・零細企業に強みを持つ<sup>1</sup>。

商業銀行、ポポラーレ銀行、BCC に共通して課題となっているのが不良債権問題である。イタリア銀行部門の不良債権問題が特に注目されるようになったきっかけは、2014 年 10 月に公表された欧州中央銀行 (ECB) による包括アセスメントであった。従来も ECB によるストレス・テストは実施されていたが、2014 年 10 月のものは、ECB が単一監督制度の下でユーロ圏の大手行について監督権を引き継ぐに際して実施されたものであり、手法としても、資産査定とストレス・テストを組み合わせるという、従来のストレス・テストとは異なる重要性を持つものとして注目度も高かった<sup>2</sup>。当該包括アセスメントにおいて、最も厳しい評価を受けたのはイタリアの銀行部門であり、資本不足を認定された 25 行のうち最多の 9 行がイタリアという結果となった (図表 1)。

イタリア銀行部門の不良債権問題は必ずしも最近発生したものではなく、金融危機前の 2000 年から 2006 年の時点で、イタリア銀行部門の不良債権比率は 6~7% とユーロ圏平均の 2 倍ほどで推移していた。その背景としては、イタリア企業の高レバレッジと低収益性が指摘されている<sup>3</sup>。それが、金融危機、ユーロ圏危機を経て更に拡大し、その後もイタリアの銀行部門は処理を先送りにして追い貸しを続けてきた結果、欧州銀行危機の火種ともみられる状況に至っている。

ECB の包括アセスメント結果が公表されて 1 年以上が経った 2015 年末時点でも、イタリア銀行部門の不良債権問題は改善しているとは言い難い状態にある。欧州銀行機構 (EBA) によると、EU 銀行部門の不良債権は 2015 年末時点で 1.15 兆ユーロあるが、そのうちイタリア銀行部門は約 3,600 億ユーロを占め、最も多い。大手行における比較でも、イタリアの 2 大銀行は他国の大手行と比べても突出して不良債権が多くなっている (図表 2)。

<sup>1</sup> Banca d'Italia "Statistical Bulletin" Quarter 1, 2016

<sup>2</sup> 詳細については、神山哲也「2014 年欧銀ストレス・テストの結果と評価」『野村資本市場クォーターリー』2015 年冬号参照。

<sup>3</sup> ECB の銀行監督委員会委員の Ignazio Angeloni 氏のスピーチ (於ローマ、2016 年 3 月 3 日)。

図表1 ECB 包括アセスメントにおける資本不足認定行

銀行名	各行提出 CET1比率(%)	資産査定調整後 CET1比率(%)	ベースライン シナリオ CET1比率(%)	ストレス シナリオ CET1比率(%)	資本不足額 (億ユーロ)	適格資本 純調達額 (億ユーロ)	資本調達後 資本不足額 (億ユーロ)
Eurobank(ギリシャ)*	10.6	7.8	2.0	-6.4	46.3	28.6	17.6
Monte dei Paschi di Siena(イタリア)	10.2	7.0	6.0	-0.1	42.5	21.4	21.1
National Bank of Greece(ギリシャ)*	10.7	7.5	5.7	-0.4	34.3	25.0	9.3
Banca Carige(イタリア)	5.2	3.9	2.3	-2.4	18.3	10.2	8.1
Cooperative Central Bank(キプロス)	-3.7	-3.7	-3.2	-8.0	11.7	15.0	0.0
Banco Comercial Portugues(ポルトガル)	12.2	10.3	8.8	3.0	11.4	-0.1	11.5
Bank of Cyprus(キプロス)	10.4	7.3	7.7	1.5	9.2	10.0	0.0
Osterreichischer Volksbanken-Verbund(オーストリア)	11.5	10.3	7.2	2.1	8.6	0.0	8.6
permanent tsb(アイルランド)	13.1	12.8	8.8	1.0	8.5	0.0	8.5
Veneto Banca(イタリア)	7.3	5.7	5.8	2.7	7.1	7.4	0.0
Banco Popolare(イタリア)	10.1	7.9	6.7	4.7	6.9	17.6	0.0
Banca Popolare di Milano(イタリア)	7.3	6.9	6.5	4.0	6.8	5.2	1.7
Banca Popolare di Vicenza(イタリア)	9.4	7.6	7.5	3.2	6.8	4.6	2.2
Piraeus Bank(ギリシャ)	13.7	10.0	9.0	4.4	6.6	10.0	0.0
Credito Valtellinese(イタリア)	8.8	7.5	6.9	3.5	3.8	4.2	0.0
Dexia(ベルギー)**	16.4	15.8	10.8	5.0	3.4	0.0	3.4
Banca Popolare di Sondrio(イタリア)	8.2	7.4	7.2	4.2	3.2	3.4	0.0
Hellenic Bank(キプロス)	7.6	5.2	6.2	-0.5	2.8	1.0	1.8
Munchener Hypothekbank(ドイツ)	6.9	6.9	5.8	2.9	2.3	4.1	0.0
AXA Bank Europe(ベルギー)	15.2	14.7	12.7	3.4	2.0	2.0	0.0
C.R.H.-Caisse de Refinancement de l'Habitat(フランス)	5.7	5.7	5.7	5.5	1.3	2.5	0.0
Banca Popolare dell'Emilia Romagna(イタリア)	9.2	8.4	8.3	5.2	1.3	7.6	0.0
Nova Ljubljanska banka(スロベニア)***	16.1	14.6	12.8	5.0	0.3	0.0	0.3
Liberbank(スペイン)	8.7	7.8	8.5	5.6	0.3	6.4	0.0
Nova Kreditna Banka Maribor(スロベニア)***	19.6	15.7	12.8	4.4	0.3	0.0	0.3
総計	10.0	8.4	7.2	2.1	246.2	185.9	94.7

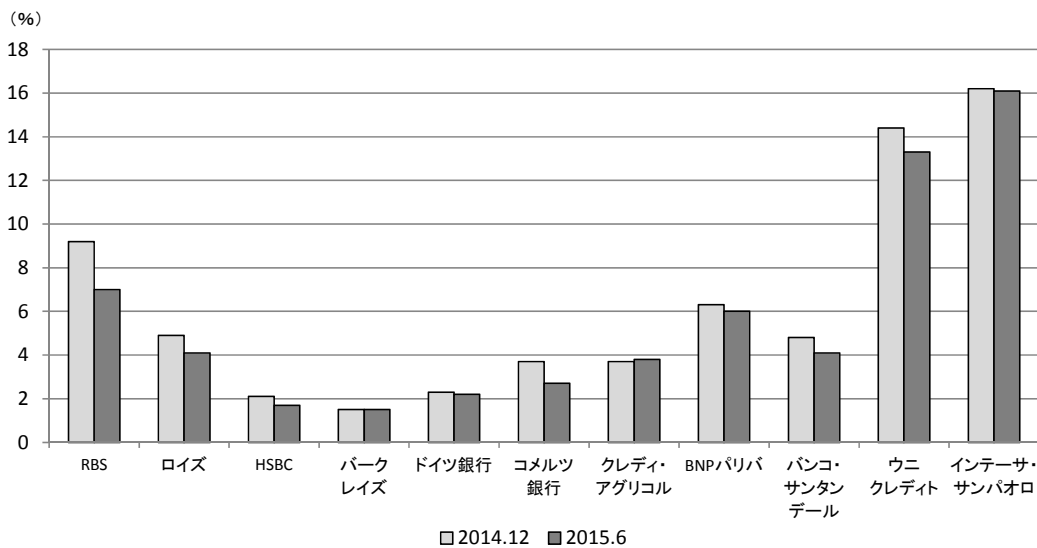
(注) 適格資本純調達額には超過資本となった分も含まれる。

ハイライトはイタリアの銀行。

\*\*\*は既存のリストラ策で資本不足をカバーできると認定された銀行、\*\*はリストラ策に基づき資本調達不要とされた銀行、\*は既存リストラ策に基づき要調達資本は僅少ないしゼロとされた銀行。

(出所) ECB より野村資本市場研究所作成

図表2 主要欧銀の不良債権比率



(出所) EBA より野村資本市場研究所作成

図表3 イタリア銀行部門の不良債権額・比率と引当率

	5大銀行 (ユニクレディト、インテーサ・サンパオロ、 モンテ・デ・パスキ、UBIバンカ、バンコ・ポポラーレ)			大手銀行 (総資産215億ユーロ～)			中堅銀行 (総資産36億ユーロ～215億ユーロ)		
	金額 (10億ユーロ)	比率(%)	引当率(%)	金額 (10億ユーロ)	比率(%)	引当率(%)	金額 (10億ユーロ)	比率(%)	引当率(%)
顧客向け融資	1,232	100.0	9.0	430	100.0	8.2	148	100.0	8.2
不良債権	225	18.3	46.5	76	17.7	43.4	25	17.1	47.6

	小規模銀行 (～総資産36億ユーロ)			合計		
	金額 (10億ユーロ)	比率(%)	引当率(%)	金額 (10億ユーロ)	比率(%)	引当率(%)
顧客向け融資	180	100.0	8.2	1,990	100.0	8.8
不良債権	34	18.7	40.8	360	18.1	45.4

(注) 2015 年末時点。

(出所) Banca d'Italia "Financial Stability Report" April 2016 より野村資本市場研究所作成

金額的には大手行に偏っているものの、2015 年末の不良債権比率でみると最大手行グループから小規模行まで 17～18% 台となっており（ユーロ圏平均 7.0%）、引当率も 40% 台となっている（ユーロ圏平均 45.4%）。このように、不良債権問題はイタリア銀行部門全体にあまねく広がっていると言える（図表 3）。2014 年末比では、不良債権比率は 1.2% 増、引当率は 0.2% 増となっている。同期間、ユーロ圏全体では不良債権比率は 0.7% 減、引当率は 1.3% 増となっており、ECB の包括アセスメント後も、イタリア銀行部門における不良債権処理が進んでいなかったことになる。

なお、イタリア銀行部門による融資の家計向け・事業法人向けの内訳は、36% が家計向け、64% が事業法人向けとなっている。その上で、不良債権の内訳をみると、家計向けは 17%、事業法人向けは 83% となっており、事業法人向けを中心に融資が不良債権化している。金融危機前より、不振の企業部門を支援するために銀行が追い貸しし、不良債権処理が遅れてきた様子が伺える。

## II. イタリア銀行部門の不良債権問題への対応策

銀行部門の不良債権問題に対して、ECB の包括アセスメントの結果公表後、イタリアでは、官民挙げての対応策が講じられている（図表 4）。それらは、銀行の再編を促すことで財務体質の改善を狙うもの、直接的に不良債権処理を促進するものに大別できる。以下では、イタリア銀行部門の不良債権問題に関連した 2015 年初以降の取り組みについて概観する。

### 1. 銀行再編の促進

イタリアは、OECD 諸国で人口一人当たりの銀行支店数が最も多いというオーバー・バンキング状態にあった。そのため、特に小規模で財務体質の弱ったポポラーレ銀行と BCC を再編することは、長年の課題とされてきた。しかし、協同組合組織たるポポラーレ銀行と BCC を再編することに対しては、各地域経済における組合員や自治体、更にはカソリッ

図表4 イタリア銀行部門の不良債権問題への対応策

年月	イベント
2015年	1月 ポポラーレ銀行のガバナンス改革に関するデクリー公布
	11月 中小4行の破綻処理
2016年	1月 不良債権処理スキームについて欧州委員会と合意
	2月 銀行部門改革パッケージに関するデクリー公布 －BCC再編、不良債権処理スキーム
	3月 バンコ・ポポラーレとバンカ・ポポラーレ・ディ・ミラノの経営統合発表
	4月 破産法制改正に関するデクリー公布
	4月 銀行救済ファンドのアトランテ設立
	5月 アトランテによるバンカ・ポポラーレ・ディ・ヴィセンツァ救済

(出所) 野村資本市場研究所作成

ク教会も反対の意を示しており、進められてこなかった。今般、イタリア銀行部門の不良債権問題と財務体質の悪化が ECB の包括アセスメントを機にクローズアップされ、政府も漸く本腰を入れることとなった。

### 1) ポポラーレ銀行のガバナンス改革

ポポラーレ銀行は、イタリアの銀行法に基づき、①議決権は1人1議決権、②1人当たり出資額は株主資本総額の1%以下、③株主数は200人以上、④年間純利益の10%以上を法定準備金として積立、といった要件が課されている<sup>4</sup>。元来は協同組合組織であったが、2000年代に入り、多くが株式会社化した。しかし、ガバナンス体制については、1人1議決権や出資上限を維持してきたため、再編が進みにくい点が問題視されてきた。

そこでイタリア内閣は2015年1月、ポポラーレ銀行のガバナンスを変更する緊急デクリー<sup>5</sup>を公布した。具体的には、総資産80億ユーロ以上のポポラーレ銀行<sup>6</sup>に対して、18か月以内に定款変更等を通じて、1人1議決権から保有比率に応じた議決権を認めることや、出資上限を撤廃することなどを求めるものであった。ポポラーレ銀行からは根強い反対意見もあったが、最終的には、出資上限について5%の上限を2年間設けることで妥協に至り、2015年3月にイタリア議会で可決された。本制度改正により、1人1議決権による買収防衛が困難になり、ポポラーレ銀行における再編の進展が期待されている。

### 2) 信用協同組合銀行 (BCC) の再編

銀行数ベースではイタリアで最多のBCCも、ポポラーレ銀行と同様、再編の必要性が指摘されてきた。しかし、上記ポポラーレ銀行に係るガバナンス改革は、より小規模なBCCには適用されない。そこで、2016年2月に緊急デクリーとして公布され、同年4月に議会で可決された銀行部門改革パッケージ<sup>7</sup>において、BCCの再編促進策が盛り込まれた。

<sup>4</sup> ゆうちょ財団「郵便貯金等リテール金融分野等に係る各国諸制度の実体調査」(2016年4月26日)。

<sup>5</sup> イタリアにおける内閣提出法案の一類型。公布時に発効するが(本件では2016年1月25日)、60日以内に議会で可決されなければ失効する。

<sup>6</sup> ポポラーレ銀行10行が該当。

<sup>7</sup> パッケージの目玉は後述する不良債権処理スキーム。

具体的には、BCC に持株会社の傘下に入ることを求め、持株会社については、傘下 BCC が過半を保有すること、イタリア中央銀行より銀行業の認可を取得し、10 億ユーロ以上の純資産を保有することを求めた。但し、純資産 2 億ユーロ以上の BCC については、現金準備金の 20% を納税する代わりに、イタリア中央銀行の認可を条件に持株会社傘下に入らず株式会社転換することが認められた。また、個別 BCC については、①単一保有者が保有できる資本額の 5 万ユーロから 10 万ユーロへの引上げ、②BCC の最低保有者数の 200 人から 500 人への引上げ、が盛り込まれた。

大手 BCC については持株会社傘下に入らない途も確保されたものの、追加納税と中銀認可のハードルが設けられているため、個別 BCC に係る規定と併せて、BCC の再編を強く促したものと言えよう<sup>8</sup>。

### 3) バンコ・ポポラーレとバンカ・ポポラーレ・ディ・ミラノの経営統合

バンコ・ポポラーレとバンカ・ポポラーレ・ディ・ミラノは 2016 年 3 月、持株会社の下で経営統合することを発表した。総資産ベースでイタリア第 4 位行と第 10 位行の統合で<sup>9</sup>、ウニクレディとインテーサ・サンパオロに次ぐ第 3 位行が誕生することになる。いずれも ECB による 2014 年の包括アセスメントにおいて資本不足を認定された銀行であり、また、ECB の単一監督制度の下における初の合併案件となる。

両社の統合を巡っては、ECB の介入が注目された。両社の間では 2015 年 12 月から経営統合が議論されていたが、ECB が統合の条件として資本増強等を求めたことで発表が遅れたとされる。最終的に、バンコ・ポポラーレが統合に先立って 10 億ユーロの資本増強をすることとなったが、これも ECB の要請を受け入れたものとみられている。そのため市場では、イタリア銀行部門の再編が ECB の介入で進みにくくなるのではないかとの見方も広がり、それが 2016 年 3 月のイタリア銀行株価の低迷に繋がったとみることができる<sup>10</sup>。

両社は経営統合の発表当初、人員削減は実施しないとしており、イタリアの協同組合金融機関におけるリストラの難しさが浮き彫りになっていたが、2016 年 5 月に発表された 2019 年までの経営戦略では、希望退職プログラムによる 1,800 人の削減などのリストラ策が打ち出された。併せて、不良債権処理部門を創設し、2015 年末時点で 24.8% であった不良債権比率を 2019 年までに 17.9% へ引き下げることが打ち出された。バンコ・ポポラーレとバンカ・ポポラーレ・ディ・ミラノの経営統合を皮切りに、イタリア銀行部門の再編・財務体質の改善が進展することが期待されている。

<sup>8</sup> 但し、ECB は本件に関するオピニオンにおいて、持株会社傘下に入らないことを極めて例外的な場合により限定するべきと主張している（ECB “Opinion of the European Central Bank of 24 March 2016 on the reform of cooperative banks, a guarantee scheme for securitisations of non-performing loans and the lending capacity of alternative investment funds (CON/2016/2017)”）。

<sup>9</sup> 総資産は 2015 年 3 月末時点。出所は“Top 1000 World Banks” *The Banker*, July 2015。

<sup>10</sup> “Banco Popolare and Banca Popolare di Milano in merger talks” *Financial Times*, January 13, 2016, “ECB wants more clarification on BPM-Banco merger plan: source” *Reuters*, March 22, 2016, “Banca Popolare di Milano and Banco Popolare agree merger deal” *Financial Times*, March 24, 2016

## 2. 不良債権処理の促進

### 1) 中小4行の破綻処理

イタリア政府・中央銀行は、上記のような存続行同士の再編を促すと同時に、中小銀行の破綻処理を通じた不良債権処理も進めている。イタリア中央銀行は14行について、破綻処理の前段階である特別管理下に置いていたが、2015年11月、その中の中小4行（総資産計470億ユーロ、シェア1%）<sup>11</sup>について破綻処理を実施した。まず、国家破綻処理基金を設立し、EUの銀行再生・破綻処理指令（BRRD）に則り、8年かけて付保対象預金の1%（約60億ユーロ）まで積み立てることとした。但し、本件4行を緊急支援するべく、インターサ・サンパオロ、ウニクレディト、UBIバンカが計6.6億ユーロの緊急拠出を実施し<sup>12</sup>、また、2016年12月返済のブリッジ・ローン23.5億ユーロと、18か月のローン・ファシリティ16.5億ユーロを提供した。後者については、政府系開発金融機関のカサ・デポジティ・エ・プレステティ（CDP）の保証が付されている。

4行については、通常債権と預金、シニア債は新設のブリッジバンク（グッドバンク）に移管して保護する一方、株式及び劣後債は元本削減（ベイルイン）を実施した。また、4行の不良債権85億ユーロは資産管理ピークル（バッドバンク）に移管した上で、約80%を償却し、評価額を15億ユーロとした。グッドバンクについては2015年11月末から売却プロセスが始まっており、バッドバンクについては、不良債権の回収ないし売却に努めることとされている。国家破綻処理基金からは36.4億ユーロが拠出され、そのうち17億ユーロは旧4行の損失吸収に、18億ユーロはグッドバンクの再資本化に（リスク加重自己資本比率9%へ）、1.4億ユーロはバッドバンクの資本金として用いられた。

EUのBRRDにおけるベイルイン規定では、銀行の破綻処理に際して破綻処理基金や預金保険の支援を受ける前提条件として、シニア債保有者も含めた投資家に一定の損失負担が求められている。しかしイタリアでは、ベイルイン規定の導入が2016年1月であったため、本件破綻処理ではシニア債保有者は保護された。イタリアではかつて、個人投資家による債券保有に税制優遇が付されていたことから、家計が定期預金代わりに銀行のシニア債を多く保有している<sup>13</sup>。そのため、2015年11月のタイミングで本件破綻処理を実施したのは、ベイルイン規定の適用を受けないことで、銀行シニア債を保有する個人投資家の損失負担の回避を狙ったものとの見方は根強い<sup>14</sup>。これは、2015年末のポルトガルにおけるノボ・バンコのシニア債ベイルインでも見られた構図に近似している<sup>15</sup>。

また、本件破綻処理に対しては、イタリア銀行部門の総預金1%に過ぎない銀行のシニ

<sup>11</sup> Banca delle Marche、Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio、Cassa di Risparmio di Ferrara、Cassa di Risparmio della Provincia di Chieti の4行。

<sup>12</sup> 緊急拠出に加え、通常拠出として1.85億ユーロも拠出している。また、UBIバンカも拠出している。

<sup>13</sup> 2015年9月末時点でイタリア家計による銀行債保有額は約2,000億ユーロ。2012年の約4,000億ユーロをピークに減少基調。

<sup>14</sup> “Italy Approves \$3.8 Billion Resolution Plan for Four Banks” *Bloomberg*, November 22, 2015、Fitch “Italian Resolution Approach is Costly for Banking Sector” November 26, 2015

<sup>15</sup> ノボ・バンコのシニア債ベイルインについては、神山哲也「ノボ・バンコ（ポルトガル）のシニア債と欧州の銀行破綻処理を巡る議論」『野村資本市場クォーターリー』2016年春号ウェブサイト版参照。

ア債保有者や預金者のために、コストをかけすぎているとの批判も多い<sup>16</sup>。また、支援する側の銀行も多額の不良債権を抱えているため、銀行部門内で損失のつけ回しをしているに過ぎないとみることにもできる。そのため、不良債権処理に向けては別の方策が必要となり、下記の不良債権処理スキームや銀行救済ファンドの議論に繋がっていくわけである。

## 2) 不良債権処理スキームの導入

イタリア内閣が2016年2月に公布した緊急デクリーでは、上記のBCC再編に加えて、不良債権処理スキームも盛り込まれた。イタリア政府は当初、不良債権処理のためのインフラとして、スペインが2012年の銀行危機時に設立したようなバッドバンクを利用して、銀行にとって有利な条件で不良債権を買い取ることを志向していた。しかし、欧州委員会との協議でハードルとなったのが、EU競争政策における公的支援ルールであった。EU公的支援ルールでは、政府が不良債権処理の支援に際して、市場より有利な条件で買取等を行うことは、競争上特定の民間業者のみ有利になることから、認められない<sup>17</sup>。そこで、イタリアの不良債権処理スキームも、市場と同じ条件でのみ政府が支援できるという制約が課されることになった。

仕組みとしては、まず、銀行が保有する不良債権が証券化ビークルの特別目的会社(SPV)に売却され、証券化される。SPVは証券化された不良債権を投資家に分売し、そのうち、投資適格以上の格付を得たシニア・トランシェについて、ジュニア・トランシェの50%以上が民間投資家に売られた後、イタリア政府が保証を付すことができる。政府の保証料率は、リスク水準が同等な国内発行体のCDSを参照して決められる。こうした仕組みについて欧州委員会は、①保証がシニア・トランシェのみを対象とすることで政府のリスクが限定されること、②政府がリスクを負う前に市場でテスト・認証されること、③保証料率が市場価格であることから、公的支援ルールの観点から容認されるとの判断を下した。

このように、本件不良債権処理スキームは、EU公的支援ルールに則ってはいるものの、それゆえ、市場と同じ条件でシニア・トランシェに保証を付すという、銀行として利用するインセンティブの低い、極めて限定的なものとなった<sup>18</sup>。

## 3) 銀行救済ファンドの設立

上記の不良債権処理スキームでは、イタリア銀行部門の不良債権問題の解消に不十分である可能性のある中、EUのBRRDや公的支援ルールの制約を受けずに不良債権問題に対処するための仕組みづくりが急務になった。そこで2016年4月、イタリアの銀行を中心に、保険会社、年金基金、その他機関投資家が銀行救済ファンドとして「アトランテ」を設立することで合意した。旗振り役を務めたのはイタリア財務省であったが、イタリアの民間

<sup>16</sup> “€3.6bn rescue makes wider Italian bad bank less likely” SNL European Financials Daily, November 24, 2015、前掲注14のFitch記事。

<sup>17</sup> スペインがバッドバンクを設立した2012年当時、当該EU公的支援ルールは未導入。

<sup>18</sup> “Italy Reaches Bank Bad-Debt Deal With EU at Market Prices”, *Bloomberg*, January 26, 2016



金融業界が任意で設立・抛出するという建付けを採ることで、EU の公的支援ルールや BRRD の制約を受けない<sup>19</sup>。

アトランテはクローズド・エンドのファンドとして設立され、管理は民間運用会社のクアエステオ・キャピタル・マネジメント<sup>20</sup>が担う。67 の民間金融業者から 42.49 億ユーロを調達し、①監督当局の要請で資本増強する銀行の株式、②不良債権の証券化商品のジュニア・トランシェ及びメザニン・トランシェに投資する。前者に最大 70%、後者に最低 30%の資金を用い、投資期間は最大 18 か月とされる<sup>21</sup>。

上記①の銀行株式への投資については、アトランテ設立時に既に資本増強を打ち出していた中堅行のバンカ・ポポラーレ・ディ・ヴィセンツァ（総資産第 11 位行）及びヴェネト・バンカ（同第 14 位行）が第一陣となった。バンカ・ポポラーレ・ディ・ヴィセンツァは 15 億ユーロの IPO を計画していたが、外部投資家の応募が 7.66%に留まったため外部投資家への割り当てをキャンセルし<sup>22</sup>、99.33%をアトランテが購入することとなった。他方、ヴェネト・バンカは 10 億ユーロの IPO を計画していたが、ここでも投資家からの応募は 10 億ユーロの 2.23%しかなく、残余はアトランテが購入することとなった。バンカ・ポポラーレ・ディ・ヴィセンツァとヴェネト・バンカ救済により、アトランテの資金の 60%が使われたことになり、18 億ユーロほどで 3,600 億ユーロ規模の不良債権問題に対応しなければならないことになる。

市場は、アトランテの設立に対して当初はポジティブな反応を示していた。議論が公になった 2016 年 4 月 7 日から同年 4 月末にかけて、イタリア銀行株価は約 20%上昇した（同期間、CDS スプレッドは約 50bp 低下）。しかし、バンカ・ポポラーレ・ディ・ヴィセンツァの救済が実施された 4 月末以降、銀行株価は急落している（図表 5）。投資家のアペタイトとアトランテの抛出をみて、アトランテでは不良債権問題の抜本的解決にはならないということが市場に認識されたものと言える。実際、イタリアのピエール・カルロ・パドアン財務相も本件を受けて、アトランテの規模拡大の必要性を訴えている<sup>23</sup>。また、上記の中小 4 行の破綻処理同様、主に銀行部門内で救済資金を賄うため、イタリア銀行部門全体では不良債権問題の解消には繋がらず、金融危機後の金融規制改革が排除しようとしてきた銀行間の相互関連性を強めてしまうとの見方もある<sup>24</sup>。

<sup>19</sup> 政府保有の CDP が出資していることを以て公的支援とみる向きもあるが、CDP は一般政府には該当せず、出資比率も 10%ほどであるため公的支援には該当しない、というのがイタリア政府及び中央銀行のスタンスである。

<sup>20</sup> 運用資産残高約 100 億ユーロの投信運用会社。大株主にはインターサ・サンパオロの大株主 *Fondazione Cariplo*（寄付基金）も含む。

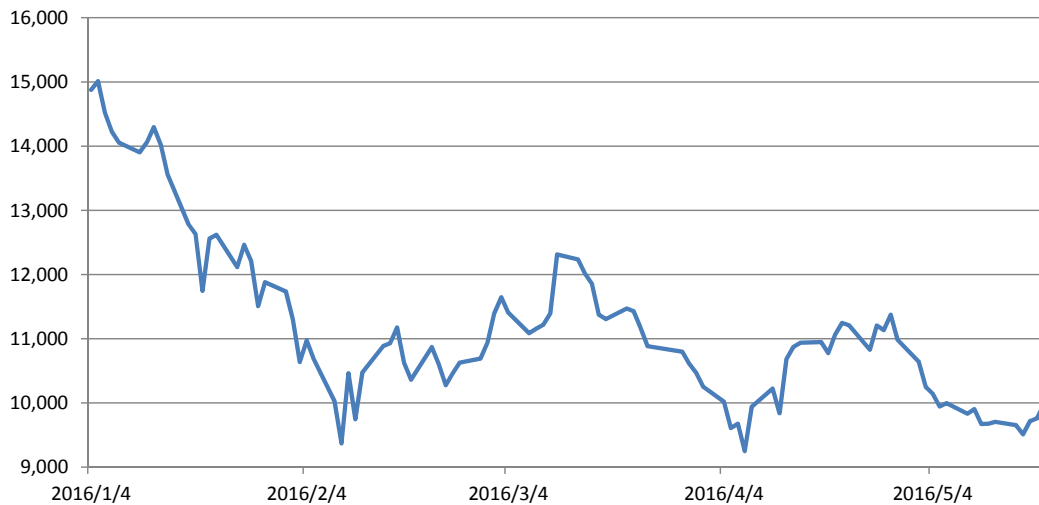
<sup>21</sup> 案件の完了に必要な場合は 6 か月延期可。

<sup>22</sup> イタリアでは、25%以上の株式を取得した者に強制 TOB が課される。アトランテはそれに合わせて、個別案件で 75%以上の株式を取得しないこととしているが、オペレーションの完了に必要な場合はその限りではないとしている。

<sup>23</sup> “Padoan Says Atlante May Need Boost to Address Italy Banks’ Needs” *Bloomberg*, May 11, 2016

<sup>24</sup> “Italy bailout fund faces EU scrutiny” *Financial Times*, May 12, 2016

図表 5 FTSE イタリア銀行株価指数の推移



(注) 日次、終値ベース。2016年初～2015年5月19日。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

#### 4) 破産法制の見直し

イタリア銀行部門における不良債権処理の障壁になっているものの一つに、同国の破産法制が挙げられる。イタリアでは従来、不良債権化した融資の担保権実行に司法手続きを経る必要があり、計6～8年かかっていたため、投資家は担保価値を大きくディスカウントしてイタリアの銀行を評価してきた。そこでイタリア内閣は2016年4月末、法人向け融資において、債務者がデフォルトした場合に裁判外手続きで債権者が担保権を行使することや、債権者が差し押さえることのできる担保物件の範囲を拡大することなどを通じて、融資の回収を簡易・迅速化する緊急デクリーを公布した<sup>25</sup>。マテオ・レンツィ首相は、これにより銀行が債務回収する期間が6～8年から6～8か月に短縮されるとする。しかし、投資家からは、本件デクリーが新規融資案件にのみ適用され、既存の融資契約に遡及・適用されない点が踏み込み不足と評価され、バンカ・ポポラーレ・ディ・ヴィセンツァの救済と併せ、5月初からの銀行株価下落の一因となった。

破産法制の見直し論議は、イタリアだけでなく、EUレベルでも進められている。欧州委員会が2015年9月に公表した資本市場同盟のアクション・プランにおいて<sup>26</sup>、各国間の破産手続きのコンバージェンス促進を2016年末までに結論を得ることとされたことを受

<sup>25</sup> 同デクリーでは、2015年11月の中小銀行4行の破綻処理で損失を被った個人の劣後債保有者に対する損失補填も盛り込まれた(所得、投資額等の制限あり)。

<sup>26</sup> 資本市場同盟については、神山哲也「欧州資本市場の活性化を図る資本市場同盟のアクション・プラン」『野村資本市場クォーターリー』2015年秋号参照。

けて、議論が始まっている。例えば、2016年4月のユーロ圏財務相会合では、迅速性<sup>27</sup>、低コスト、予見可能性を破産法制見直しの原則とすることが合意されている。イタリアの破産法制も今後、EUレベルの議論の影響を受ける可能性がある。

### Ⅲ. 今後の展望

今後の最大の焦点は、イタリア銀行部門の危機が欧州全体の金融危機に拡大していくか否かであろう。イタリア銀行部門の不良債権はEU全体の3分の1を占めており、規模感としてはEU全体に連鎖していく可能性がないとは言えない。他方、①引当率がユーロ圏平均と大差ないこと、②一つ一つは決定打になり得ないとしても次々と対応が図られていること、③欧銀が近年、資本を積み増していること、④危機の伝播を防止するメカニズムがEUで整備されていることから、イタリア銀行部門の危機がユーロ圏・EU全体の金融危機に繋がっていく可能性は高くないように思われる。

ここで、③について、ECBが直接監督する大手行では、普通株式ティア1比率が2012年の約9%から足元では13%強へ、イタリアの大手行も同期間、8%強から11.5%まで改善している<sup>28</sup>。イタリアを含むユーロ圏の銀行全体でストレスに対する耐性が備わってきていると言える。

また、④については、前述の通り、EUレベルでBRRDが制定・施行されており、公的資金で銀行を救済する前提条件として、一定程度の株主・劣後債保有者・シニア債保有者等に負担を負わせる仕組みが整備されている。銀行同盟による監督・破綻処理の統一も、銀行・ソブリン間の悪循環を断つことを狙いとしたものである<sup>29</sup>。しかしECBによると、ユーロ圏の銀行によるユーロ圏ソブリン債の保有は、2014年末の2兆4,237億ユーロから、2016年3月末には2兆9,297億ユーロと、むしろ増加している。その背景の一つに、EUのCRR/CRDIVの枠組みにおいて、EU域内であれば他国ソブリン債でもリスク・ウェイトがゼロとして扱われることが挙げられる。そこで現在、EUレベルで本規制を見直し、EUの銀行によるEU域内の他国ソブリン債保有にリスク・ウェイトを賦課することや、社債と同様にエクスポージャー・リミットを課すことが検討されている<sup>30</sup>。

2016年7月に公表されたEBAのストレス・テストでは、対象となった51行のうち、ストレス・シナリオ適用後の普通株式等ティア1比率が最も低かったのがイタリアのモンテ・デイ・パスキ・ディ・シエナのマイナス2.4%、6番目に低かったのがウニクレディットの7.1%であった。モンテ・デイ・パスキは、ストレス・テストの結果公表直前に、不良債

<sup>27</sup> 裁判外手続きの活用を含む。

<sup>28</sup> 前掲注3講演。

<sup>29</sup> 銀行同盟の詳細については、井上武「欧州における銀行同盟の進展」『野村資本市場クォーターリー』2014年春号参照。

<sup>30</sup> これも、銀行・ソブリン間の悪循環を断つことを狙いとするものであるが、一方で、ソブリン債の投げ売りを招き、市場の不安定化・ソブリンの調達困難化が生じる可能性も考えられる。

権売却及び資本増強計画を発表しており<sup>31</sup>、ユニクレディトも、2016年7月に就任したジャンピエール・ムスティエ新 CEO の下、ポーランドのバンク・ペカオやオンライン銀行フィネコの株式売却等のリストラ策を進めている。今後、これらの取り組みに加え、破産法制の見直しや業界の合従連衡がどのような展開をみせるかが注目される。

もう一点、注目されるのが、公的資金による銀行救済の可能性である。レンツィ政権としては、2016年10月もしくは11月に憲法改正に係る国民投票を控える中、公的支援の前提となるベイルインを実施して個人投資家に負担を求める事態は避けたい。しかし、ベイルインを経ずに公的資金による救済を実施するには、欧州委員会の承認を得る必要があるなどハードルが高い。英国の EU 離脱 (Brexit) 問題を受けて先行き不透明感が高まる中、今後、公的資金による救済が避けられなくなる事態も生じ得るところであり、当面は緊迫した状況が続くものとみられる。

<sup>31</sup> 不良債権を簿価の33%に当たる92億ユーロに評価替えし、特別目的ビークルに売却・証券化した上で、ジュニア・トランシェ16億ユーロはモンテ・デイ・パスキ株主に、メザニン・トランシェ16億ユーロはアトランテに、シニア・トランシェ60億ユーロは政府保証を得た上で外部投資家に売却する。本件不良債権処理の完遂等を条件に、50億ユーロをライツ・イシューで調達。