

オーストリア・ケルンテン州におけるバイルインと州政府の財政問題

江夏 あかね

■ 要 約 ■

1. オーストリア共和国（オーストリア）南部のケルンテン州では、州政府が債務に対して保証を付与していたオーストリアの主要銀行グループのヒポ・グループ・アルペ・アドリア（Hypo Group Alpe Adria、HGAA）が経営破綻し、既発債にバイルインが適用される公算が大きくなり、州の財政規模に比して多額の履行が顕在化する可能性が高まっている。
2. ケルンテン州及びHGAAのバッドバンクとして設立されたヘタ・アセット・レゾリューション（HETA Asset Resolution AG、HETA）をめぐる動きは、欧州連合（EU）加盟国で初めて優先債保有者に損失負担を求めるバイルインとなる可能性、オーストリア初の州の財政状況の大幅悪化の可能性、政府及び州が関与する形の債権買取提案といった複数の前例がない要因が重なっている。さらに、ドイツを始めとしたオーストリア国外に債権者が多数存在することに鑑みると、当面金融市場で大きな注目を集めることになる予想される。
3. 仮に、オーストリア政府が2016年5月に提案した買取提案が実現する場合、ケルンテン州は最終不足額保証の履行の義務から解放され、信用力も回復していくと予想される。一方、買取提案が実現しない場合、投資家がケルンテン州に対して最終不足額保証の履行を迫り、ケルンテン州の財政破綻が視野に入る可能性がある。ただし、オーストリア政府のスタンス等に鑑みると、ケルンテン州が財政破綻・デフォルトする可能性はあまり高くないとも考えられる。
4. 中長期的には、ケルンテン州及びHETAをめぐる動きを通じて、（1）オーストリアの財政運営における偶発債務である保証の適正化、（2）投資家による公的セクターの保証が付与された債券の信用力に関するより精緻な分析、が進められる可能性があると言える。

I. ケルンテン州による銀行保証と HGAA の経営破綻の経緯

金融市場では、オーストリア共和国（オーストリア）南部のケルンテン州にある金融機関の経営破綻と州政府の財政への影響が注目を集めている。これは、ケルンテン州が債務に対して保証を付与していたオーストリアの主要銀行グループのヒポ・グループ・アルペ・アドリア（Hypo Group Alpe Adria, HGAA）が経営破綻し、既発債にベイルイン¹が適用される公算が大きくなり、州の財政規模に比して多額の履行が顕在化する可能性が高まっていることが背景である。

1. ケルンテン州と銀行に対する保証の概要

ケルンテン州は、オーストリアの9つの連邦州の1つで、イタリア及びスロベニアと国境を接する南部の州である。人口は、約56万人（2015年）で、観光、エレクトロニクス、エンジニアリング、林業、農業等が盛んな地域である。ケルンテン州の予算規模（2016年、歳入）は、約22億ユーロである²。

ケルンテン州によるHGAAの債務に対する保証は、オーストリア民法（ABGB）第1356条に基づき、債務者が経営破綻し、その債務に対して全ての法的救済策を講じても債権者が回収できない分に対して保証者が履行を行うという内容（最終不足額保証〔Deficiency Guarantee, Ausfallsbürge〕）である³。これは、日本の地方財政制度における損失補償に類似した仕組みである⁴。ケルンテン州は、旧・HGAAが1991年に株式会社化して以降、債務に対して保証を付与するようになり、ピーク時の2006年には、約250億ユーロの債務を保証していた⁵。しかし、オーストリアの州による地域の金融機関に対する保証は、欧州委員会（EC）がドイツやフランスに対して不公正な競争を排除すべく公的保証の廃止等を勧告した流れもあり、オーストリア当局と欧州委員会が2003年4月1日に締結した合意に基づき、4年の移行期間を経て徐々に廃止されていった⁶。そのため、保証額は2016年3月

¹ ベイルインは、納税者負担の回避を図る代表的なツールであり、一般に、その破綻が金融危機をもたらし得るシステム上重要な金融機関（SIFI）を主な対象とし、破綻または破綻のおそれがある場合に秩序ある破綻処理（Orderly Resolution）の実現のため、損失吸収に必要な程度まで金融機関のエクイティ及び債務の元本を削減し、債務の一部または全部をエクイティに転換することを図る破綻処理ツールである。

² Land Kärnten, *Die Finanzen des Landes Kärnten: Informationen zum Landesbudget*, 18 December 2015, p.7.

³ Hypo Alpe-Adria-Bank International AG, *Euro 13,000,000 Debt Issuance Programme Prospectus*, 30 September 2005, p.15.

⁴ 日本の損失補償は、純然たる二者間の契約であり、別に前提となる債務を必要とせず、損失が生じた場合これを穴埋めするという内容のものである。地方公共団体は、地方公社や第三セクターの借入に損失補償を付与している場合があるが、第三セクター等の抜本的改革（2009～2013年度）が推進されたこともあり、近年はその額は減少傾向にある。

⁵ 「財務省、金融グループHGAAの国有化を発表（ウィーン発）」『通商弘報』2009年12月24日、“Austrian Province Asks for Federal Help as Insolvency Looms,” *Bloomberg*, 11 March 2015.

⁶ 2003年4月2日時点で存在する債務に対する保証は償還まで有効とされたが、2007年4月1日までの移行期間においては、2017年9月30日までに償還を迎えるもののみ保証が可能とされた。2007年4月2日以降は、保証は禁止された。（European Commission, *Agreement on Terms for the Phasing-out of State Guarantees for Austrian Banks*, 2 April 2003）

末現在、約 110 億ユーロにまで減少している⁷。

2. HGAA の発展、経営破綻及び破綻処理の経緯

1) 地域金融機関として 19 世紀末に誕生し、1990 年代から海外展開を活発化

HGAA は、ケルンテン州に本部があるオーストリアの銀行グループで、経営破綻前には第 6 位の資産規模を有していた。同行は、1896 年に州抵当銀行（Kärntner Landes-Hypothekenanstalt）として創立され、当初は協同金融機関の形態だったが、1924 年には公法の下での銀行となった。1974 年にはケルンテン州抵当銀行（Kärntner Landes-Hypothekenbank）と名称変更し、1982 年にはユニバーサル・バンクに転換、1991 年には株式会社化した。

同行は、1990 年代前半から、隣接しているイタリアやスロベニアを含めた国際展開を活発化し、金融機関の買収を繰り返していった。その後、同行は 1999 年 11 月にヒポ・アルペ・アドリア・バンク（Hypo Alpe-Adria Bank AG）に名称変更し、2004 年 6 月には事業再構築の一環で、海外事業を展開する持株会社として、ヒポ・アルペ・アドリア・バンク・インターナショナル（HAA、Hypo Alpe-Adria-Bank International AG）を位置付け、傘下に国内事業を担う新ヒポ・アルペ・アドリア・バンクを始めとした複数の銀行を抱えるグループ構造となった。

2) バイエルン州立銀行による買収と経営悪化に伴う国有化

ドイツの大手金融機関のバイエルン州立銀行は 2007 年 5 月 22 日、オーストリア、欧州南部及び東部への業務拡大を目的として、HAA の株式全体の 50% プラス 1 株を約 16.25 億ユーロで取得したことを公表した⁸。しかしながら、世界的な金融危機及び中東欧経済の低迷の下で、HGAA の経営状況が悪化したため、オーストリア政府が 2008 年 12 月 29 日にオーストリア緊急銀行支援スキームの一環で HAA に対して 9 億ユーロの資本注入を行った⁹。それでも、HGAA の経営状況は改善しないまま、2009 年 12 月 14 日にはバイエルン州立銀行を始めとした HAA の主要株主がオーストリア政府に対して各々 1 ユーロで持分を売却し、HAA は完全に国有化された¹⁰。なお、バイエルン州立銀行は、持分売却の際に

⁷ “Austria Says Heta Creditors on Their Own After Offer Refused,” *Bloomberg*, 14 March 2016.

⁸ Bayerische Landesbank, Hypo Group Alpe Adria, *BayernLB Takes Majority Stake in Hypo Alpe-Adria International AG*, 22 May 2007.

⁹ オーストリア緊急銀行支援スキームは、2008 年 12 月 9 日に欧州委員会に承認されている。なお、当時の主要株主であったバイエルン州立銀行も、同時期にドイツ政府より資本注入を受けている。その後、オーストリア政府は 2009～2014 年にかけて、HGAA に対して合計約 55 億ユーロの支援を行った（European Commission, *State aid C16/2009 (ex N254/2009) – BayernLB, Germany, State aid N698/2009 – Hypo Group Alpe Adria, Austria*, 23 December 2009; European Commission, *Restructuring Aid for Hypo Group Alpe Adria*, 3 September 2013; Moody’s, *Hypo Alpe-Adria-Bank International AG*, 9 August 2011, p.1; Moody’s, *Heta Asset Resolution AG: Heta’s Creditors Face Elevated Risks after Rejecting Voluntary Buyback Offer*, 17 March 2016, p.1)

¹⁰ “Austria Nationalises Hypo to Avoid Bank’s Collapse,” *Reuters*, 14 December 2009; “BayernLB Kauft sich von Hypo Group Alpe Adria Frei”, *Handelsblatt*, 14 December 2009.

HGAA に対する約 8.25 億ユーロの債権を放棄している¹¹。さらに、HGAA は 2012 年 12 月 13 日、バイエルン州立銀行から借り入れた債務（約 23 億ドル）をオーストリアの株式代替に関する法律第 14 条の下で、履行を停止した¹²。

3) 政府主導の破綻処理の開始と HETA の設立

オーストリア政府は HGAA の国有化以降、経営改善策を模索し、HGAA に対する政府による破綻処理の支援の実行に関して、2013 年 9 月 3 日に EC と合意に達した¹³。当該合意の下、HGAA のオーストリア国内の子会社（Hypo Alpe-Adria-Bank AG Klagenfurt am Wörthersee）が 2013 年 12 月 19 日にオーストリアの投資家（Anandi Financial Holding Pte. Ltd）に売却された¹⁴。また、スロベニア、クロアチア等の欧州南東部の業務の再民営化を 2015 年末までに目指すことも盛り込まれた¹⁵。

オーストリアのミヒャエル・シュピンデルエッガー財務大臣（当時）は 2014 年 3 月、HGAA の倒産を回避すべく、HGAA の債務を保証しているケルンテン州及び劣後債務の保有者に一定のコストを負担させた上で、バッドバンク（不良資産受皿会社、国有の持株会社〔Österreichische Industrieholding AG〕）を設立し、HGAA の約 180 億ユーロに上る資産を移管すること等を決定した旨を明らかにした¹⁶。これを受けて、2014 年 8 月 1 日には、HGGA の再編法（Hypo Reorganisation Act〔Hyposanierungsgesetz、HaaSanG〕）が施行された¹⁷。同法では、3 つの国有会社の設立（AbbaubeteiligungsAG〔ABBAG、HAA を保有〕、HBI Bundesholding AG〔イタリアの子会社の業務を承継〕、Hypo SEE Holding〔欧州南東部の業務を承継〕）とともに、政府が HGAA の劣後債について、バイエルン及びケルンテン州による最終不足額保証の無効化宣言を行うことを可能とする旨が含まれていた¹⁸。これを受けて、オーストリア金融市場機構（FMA）は同年 8 月 7 日、HGAA の債務（約 16 億ユーロ）について、無効化若しくは繰り延べをする旨を公表した結果、ほとんどの債権者が訴訟を起こすこととなった¹⁹。

¹¹ バイエルン州立銀行は、2009 年 12 月期決算（連結ベース）で、HGAA 関連で 26.19 億ユーロの損失を計上した。（Bayerische Landesbank, *BayernLB Reports Good Results in Customer Business, Transformation Progresses*, 31 March 2010）

¹² ドイツ法の下で運営を行うバイエルン州立銀行は、ミュンヘン裁判所に即時に異議申し立てを行い、2013 年 11 月には裁判が開始した。（Hypo Alpe-Adria Bank International AG, *BLB Financing is Mostly Equity-Substitution for Hypo*, 13 December 2012; “Der Sechs-Milliarden-Streit,” *Süddeutsche Zeitung*, 26 November 2013）

¹³ European Commission, *Staatliche Bihilfe SA.32554 (2009/C) Umstrukturierungsbeihilfe Österreichs für die Hypo Group Alpe Adria*, 3 September 2013.

¹⁴ Hypo Alpe-Adria Bank AG, *Hypo Alpe-Adria-Bank AG: Verkauf Abgeschlossen, Neuer Eigentümer Präsentiert Vorstand und Geschäftsstrategie*, 19 December 2013.

¹⁵ Heta Asset Resolution AG, *Annual Financial Report 2014*, 16 June 2015, p.7.

¹⁶ “UPDATE 3-Austria Finally Rules out Letting Lender Hypo Go Bust,” *Reuters*, 14 March 2014; Moody’s, *Hypo Alpe-Adria-Bank International AG: Orderly Wind-Down Reduces Fire-Sale Risk, Credit Positive for Covered Bonds*, 3 April 2014.

¹⁷ Hypo Alpe-Adria-Bank International Bank International AG, *Information zum Bundesgesetz über Sanierungsmaßnahmen für die Hypo Alpe-Adria-Bank International AG*, 8 August 2014.

¹⁸ Moody’s, *Moody’s Changes Outlook on Heta’s Ca Carinthian-State-Guaranteed Debt Ratings to Developing; Affirms Ratings*, 6 August 2015; Erste Group, *Credit Focus: Austria Q2 2015*, 16 April 2015, p.2.

¹⁹ HETA Asset Resolution, *Annual Financial Report 2014*, 16 June 2015, p.4.

4) 銀行再生・破綻処理連邦法の施行とケルンテン州の相次ぐ格下げ

オーストリアでは2015年1月1日、銀行の事業売却、ベイルイン、資産分離といった破綻処理制度を規定する銀行再生・破綻処理連邦法（Bundesgesetz über die Sanierung und Abwicklung von Banken、BaSAG）が施行された²⁰。これは、欧州連合（EU）域内の銀行の破綻処理制度の調和を図る銀行再生・破綻処理指令（Bank Recovery and Resolution Directive、BRRD）が2014年5月6日に欧州連合理事会によって採択されたことに続く流れである²¹。FMAは、BaSAGに基づき、2014年11月3日にHGAAのバッドバンクとして設立された完全国有会社のヘタ・アセット・レゾリューション（HETA Asset Resolution AG、HETA）の破綻処理権限（Resolution Authority）を有することとなった。

その後、HETAの資産の質に関するレビューの結果が2015年2月27日に公表され、約76億ユーロの資本不足に陥ったことが明らかになったが、オーストリア政府は2015年3月1日、HETAに対して、BaSAGに基づき資本注入や流動性支援を適用することができなくなった旨を告げた²²。これを受けて、FMAは2015年3月1日、BaSAGに基づき、2016年5月31日までに特定の適格債務について一時的に履行停止（モラトリアム）を命じ、それまでの間に破綻処理計画を策定することとされた²³。

モラトリアムによって、シニア債を含むHETAの債務（約98.5億ユーロ）やHETAのファンデブリーフ（約12.4億ユーロ）が影響を受けることとなった²⁴。なお、この発表時に、(1)ケルンテン州が付与した保証（約107億ユーロ）、(2)連邦政府による債務保証（2012年に発行された債券[約10億ユーロ]）、の取扱いについては変更なしと確認された。また、ハンス・ヨルグ・シェリング財務大臣は、ケルンテン州によるHETAに対する保証は、連邦政府が責任を負うものではないと述べた²⁵。

その後、ケルンテン州の格付けは、ムーディーズにより2015年3月6日、「A2」から「Baa3」に引き下げられた²⁶。格付けアクションは、FMAによるモラトリアムの決定を受けてHETAの債権者からの訴訟が発生する可能性や、HETAの資産の質が予想以上に毀損していることを反映しているほか、HETAに対する保証額がケルンテン州の財政規模に比して極めて大きいことを重く見た結果である。ケルンテン州は格下げを通じて、資本市場へのアクセスが困難になったことから、2015年3月10日、連邦政府に対して継続的な流動性供給を

²⁰ Austrian Financial Market Authority, *Austria's Financial Market Authority Additionally Becomes National Resolution Authority as of 1 January 2015*, 8 January 2015.

²¹ 欧米におけるベイルイン導入の詳細については、小立敬「欧米におけるベイルインの導入状況と論点の整理」『野村資本市場クォーターリー』第18巻第4号（2015年春号）、2015年、69-90頁を参照されたい。

²² “Update 2- Austria Imposes Debt Moratorium on HETA ‘Bad Bank’,” *Reuters*, 1 March 2015; “Heta Damage Spreads in Austrian Downgrades German Losses,” *Bloomberg*, 7 March 2015.

²³ Austrian Financial Market Authority, *FMA Orders Resolution of “Heta Asset Resolution AG” by Administrative Ruling in Accordance with the Federal Act on the Recovery and Resolution of Banks (BaSAG) and Enforces a Temporary Moratorium on its Debts*, 1 March 2015.

²⁴ “Update 2- Austria Imposes Debt Moratorium on HETA ‘Bad Bank’,” *Reuters*, 1 March 2015.

²⁵ “Austrian Province Asks for Federal Help as Insolvency Looms,” *Bloomberg*, 11 March 2015.

²⁶ Moody's, *Moody's Downgrades State of Carinthia's Rating to Baa3 from A2 and Changes Outlook to Negative from Stable*, 6 March 2015.

要請したことを明らかにした²⁷。さらに、ムーディーズは2015年7月3日、ケルンテン州の格付けをイベント・リスクの高まりにより、「Baa3」から投機的等級の「Ba2」に引き下げた²⁸。

その後、オーストリア連邦憲法裁判所は2015年7月28日、2014年8月1日から施行されているHGGAの再編法が無効であるとの判決を下した²⁹。これを受けて、ムーディーズによるケルンテン州の格付けは、(1) HETAの債権者が再編法で無効化宣言された最終不足額保証が回復し、連邦政府が最終不足額保証を再び無効化するのはかなりの高いハードルがあること、(2) ケルンテン州が自身の優先無担保債の履行を保証より優先して行うことは困難である可能性があること、等を踏まえて、「Ba2」から「B3」に引き下げられた³⁰。さらに、2015年10月にはBaSAGが改正され、第三者による保証の有効性が明確化された³¹。

5) ケルンテン州と連邦政府によるHGAAの債権者に対する買取提案

ケルンテン州では2016年1月21日、保証の履行可能性が高まったことを受けて、HETAの債務のうち、シニア債については額面の75% (2015年3月1日までの経過利息を含む)、劣後債については同30%で、2016年1月21日から同年3月11日までの期間限定で買い取る提案を発表した³²。買取りは、ケルンテン州が設置したケルンテン州保証履行基金 (Kärntner Ausgleichszahlungs-Fonds、KAF) が行うもので、仮に債権額の3分の2以上の買取りが実現すれば、連邦政府は保証履行基金に対して必要な財源を最大で78億ユーロ融通することを合意していた³³。

ケルンテン州にとっては、買取りを通じて投資家に約30億ユーロの負担を課すことで、保証の履行義務から解放されることを意味したものの、多くの債権者が額面での償還を望んでいたこともあり、買取期間内に十分な合意を得られない可能性が高まった。

これを受けて、シェリング財務大臣は2016年3月1日、ケルンテン州の提案期間の最終日である同年3月11日までに提案に合意した債権者に対して、買取りで受け取った現金で、オーストリア国債 (償還期間18年、ゼロクーポン) を額面の75%で購入することが可能になるとの提案を行った³⁴。オーストリア国債の同年限のものが当時額面の82%程度で取

²⁷ “Austrian Province Asks for Federal Help as Insolvency Looms,” *Bloomberg*, 11 March 2015; Kärntner Landesregierung, *Heta/Hypo: Land Kärnten Beschließt Resolution zur Sicherstellung von Finanzmitteln über ÖBFA*, 10 March 2015.

²⁸ Moody’s, *Moody’s Downgrades Carinthia to Ba2; Outlook Negative*, 3 July 2015.

²⁹ “Update 4- Austrian Court Overturns Law Imposing Losses on Hypo Creditors,” *Reuters*, 28 July 2015;

³⁰ Moody’s, *Moody’s Downgrades State of Carinthia’s Rating to B3; Outlook Remain Negative*, 6 August 2015.

³¹ Moody’s, *Carinthia, State of: What Next for Carinthia after Investors Reject Bank Debt Tender Offer?*, 17 March 2016, pp.2-3.

³² Moody’s, *Heta Asset Resolution AG: Carinthia’s Tender Offer to Buy Heta Debt Presents Creditors with Continued Uncertainties*, 4 February 2016, p.1.

³³ オーストリアの法律では、債権額の3分の2以上が買取の条件に合意すれば、全ての債権者にその条件が適用される。(Moody’s, *Heta Asset Resolution AG: Carinthia’s Tender Offer to Buy Heta Debt Presents Creditors with Continued Uncertainties*, 4 February 2016, p.2; “Update 4- Austrian Province Makes 75pct Buyback Offer for Heta Bonds,” *Reuters*, 20 January 2016)

³⁴ HETAの投資家層の内訳は、銀行(43%)、ファンド・保険(15%)、ヘッジファンド(9%)、バッドバンク(3%)、非公表(29%)。(“Schelling Makes Last-Ditch Heta Offer to German Bondholders,” *Bloomberg*, 2 March 2016)

引されていたため、魅力的な提案ではあったものの、債権者の同意を得ることはできなかった。結果として、2016年3月14日には、投資家がケルンテン州による買取提案を受け入れなかったことが明らかになった³⁵。

6) 金融市場機構 (FMA) による HETA の債務に対するペイルインの決定

ケルンテン州による買取提案が実現しなかったことを受けて、FMA は 2016 年 4 月 10 日、HETA の債務に対するペイルインに関する緊急行政決定を下した³⁶。具体的には、(1) HETA のシニア債は額面の 46.02% に減免し、劣後債は額面ゼロとすること、(2) 2015 年 3 月 1 日以降の経過利子の支払いを無効とし、全ての対象債務の償還期日を 2023 年 12 月 31 日まで延長すること、が示されている。

FMA は、HETA の破綻処理は 2020 年に終了する見通しだが、2015 年 3 月 1 日時点の債務の履行及び裁判等の結論を得るまでに 2023 年末までかかる見通しであるとの前提に基づき、保守的に算出したもので、ケルンテン州が 2016 年 1 月 20 日に公表した買取提案で示された水準よりも高い減免率となっている³⁷。これに伴い、ケルンテン州は約 9 億ユーロに上る最終不足額保証の履行を迫られる可能性となったが、ケルンテン州は財源を捻出することは不可能と述べた³⁸。

7) オーストリア政府と 72 の債権者との HETA の債務の買取りに関する新たな合意

オーストリア政府と HETA の債務残高全体の約半分 (約 49 億ユーロ) を保有する 72 の債権者は 2016 年 5 月 18 日、HETA の債務の買取りに関する新たな合意に達し、了解覚書 (MOU) に署名した³⁹。

新たな合意内容は、ケルンテン州が 2016 年 1 月に行った買取提案と類似した内容だが、債権者にとってはよりメリットのある内容となっている。まず、シニア債については額面の 75% (2015 年 3 月 1 日までの経過利息を含む)、劣後債については同 30% で KAF が現金で買い取る。ただし、現金で買い取る代わりに、KAF が発行するゼロクーポン債 (償還年限=約 13.5 年、オーストリア政府による保証付) をシニア債保有者については額面価値と同額、劣後債保有者については額面価値に対して半分を受け取ることも可能である。さらに、劣後債保有者については、額面価値と同額の 54 年債を受け取ることも可能とされた。なお、買取りに際して必要な資金は、ケルンテン州は KAF に約 12 億ユーロを拠出し、残

³⁵ Kärntner Ausgleichszahlungs-Fonds, *Ergebnisbekanntmachung Betreffend die AAngebote nach § 2a FinStaG des Kärntner Ausgleichszahlungs-Fonds*, 14 March 2016.

³⁶ Austrian Financial Market Authority, *Mandatsbescheid*, 10 April 2016; Austrian Financial Market Authority, *FMA Issues the Framework for the Resolution of HETA Asset Resolution AG*, 10 April 2016.

³⁷ ただし、FMA は、秩序だったプロセスの下での破綻処理を行わない場合の想定回収率は、34.83%になると予想している。(Moody's, *Heta Asset Resolution AG: FMA's Haircut on Heta's Liabilities Limits Creditors' Economic but Not Legal Risk*, 13 April 2016, p.1) .

³⁸ "Austria's FMA Imposes Big Haircut, Long Wait on HETA Creditors," *Reuters*, 10 April 2016.

³⁹ Bundesministerium für Finanzen, *BMF: Die Eckpunkte zum Memorandum of Understanding zwischen HETA-Gläubigern und Bund*, 18 May 2016; Federal Ministry of Finance, *Key Terms of the Memorandum of Understanding between HETA Creditors and the Federation*, 18 May 2016.

りについてはオーストリア政府が融通することとなった。

今回の合意内容の実現に当たっては、法的手当てのほか、債権額の3分の2以上の債権者の合意等が必要となる。加えて、EUの委員会により、政府支援提供に関する検査が行われることになる。そのため、買取提案は、2016年9月初頭から2016年10月半ばにかけて行われる予定とされた。

今回の買取提案により提供される予定のKAF債の正味現在価値は2016年5月18日時点のオーストリア国債の利回りに基づくと、シニア債については額面の約90%、劣後債については同約45%の価値があるとの指摘もあり、オーストリア政府は当該提案の実現可能性が高いとの見解を示している⁴⁰。ただし、HETAの債権者の大部分はドイツの銀行及び保険会社とされる中、ドイツ保険協会等の債権者はHETAの債権の取扱いについて妥協しないとのスタンスを示したとされており、実現可能性を見極めるのにはしばらく時間を要するとみられる。

II. 今後の焦点

ケルンテン州及びHETAをめぐる動きは、EU加盟国で初めて優先債保有者に損失負担を求めるベイルインとなる可能性⁴¹、オーストリア初の州の財政状況の大幅悪化の可能性、政府及び州が関与する形の債権買取提案といった複数の前例がない要因が重なっている上、ドイツを始めとしたオーストリア国外に債権者が多数存在することに鑑みると、当面金融市場で大きな注目を集めることになる予想される。

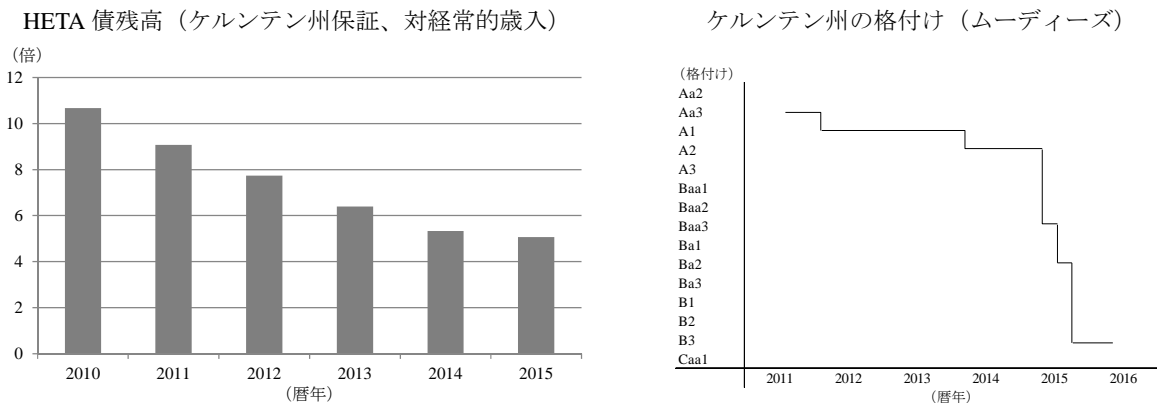
ケルンテン州は、HGAA（現・HETA）に対して最終不足額保証を付与し始めた1991年には、保証を履行することは想定していなかったとみられるが、足元で経常的歳入の5倍以上に上る規模の偶発債務を抱えることになり、信用力も急激に低下していった⁴²（図表1参照）。

⁴⁰ “Austria may Dodge Provincial Default as Heta Deal Reached,” *Bloomberg*, 18 May 2016.

⁴¹ 「オーストリア、ヘタの優先債でベイルインを実施—EU加盟国で初—」『ブルームバーグ』2016年4月11日。ただし、ポルトガルの中央銀行であるポルトガル銀行は、経営危機に陥ったバンコ・エスピリト・サント（BES）のグッド・バンクとして設立されたノボ・バンクの機関投資家向けシニア債5種類について、バッドバンクとなったBESへの移転を2015年末に決定しており、結果的に元本削減が生じるため、ベイルインと解釈されるとの指摘もある。ポルトガル銀行は、当該決定について、BRRDに通底する原則に則っていると説明しているが、BRRDのベイルイン規定は2016年初に適用開始とされている。詳細は、神山哲也「ノボ・バンク（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、を参照されたい。

⁴² ケルンテン州は2015年6月現在、HETAの負債の約7割を保証している。（Moody’s, *Heta Asset Resolution AG: Carinthia’s Tender Offer to Buy Heta Debt Presents Creditors with Continued Uncertainties*, 4 February 2016, p.3）

図表1 HETA 債残高（ケルンテン州保証、対経常的歳入）及び格付けの推移

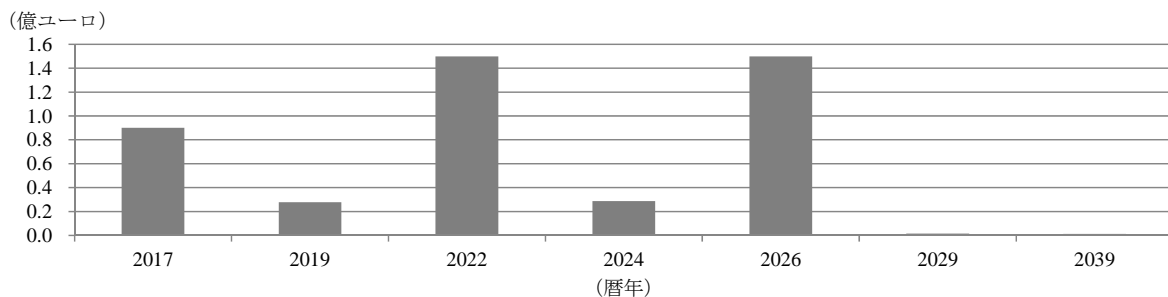


(注) 格付けは、2016年7月31日現在。

(出所) Moody's, *Carinthia, State of: What Next for Carinthia after Investors Reject Bank Debt Tender Offer?*, 17 March 2016, p.2、ブルームバーグ、より野村資本市場研究所作成

仮に、オーストリア政府が2016年5月18日に提案した買取提案が実現する場合、ケルンテン州は最終不足額保証の履行の義務から解放され、信用力も回復していくと予想される。一方、買取提案が実現しない場合、投資家がケルンテン州に対して最終不足額保証の履行を迫る可能性がある。その場合、ケルンテン州が債務不履行（デフォルト）を起こし、財政破綻する可能性も視野に入るとも考えられる。さらに、ケルンテン州も地方債を発行しており、2017年に償還期を迎える予定の銘柄もあるが、ムーディーズは保証よりも地方債の履行を優先させるのは困難だろうとの見解を示している⁴³（図表2参照）。

図表2 ケルンテン州の地方債償還スケジュール



(出所) ブルームバーグ、より野村資本市場研究所作成

オーストリアの地方財政制度においては、財政危機に陥った地方公共団体に対して、中央政府が財政面での支援を行う義務があると解釈することができる法律はあるものの、日本の地方公共団体の財政の健全化に関する法律（地方公共団体財政健全化法）に基づく財政健全化制度のように、早期健全化及び財政再生といった2段階の財政健全化スキームも

⁴³ Moody's, *Carinthia, State of*, 22 April 2016, p.1.

なければ、国が関与・支援する明示的な仕組みはないとみられる⁴⁴。また、オーストリアの地方財政史上、地方公共団体がデフォルトしたことはない⁴⁵。

ムーディーズは、オーストリアの州の信用力について、州が財政危機等に陥った場合に特別の支援を実施する可能性が高いとみており、ケルンテン州についても、オーストリア政府が同州の債務の約4分の3を保有していることもあり、デフォルト及び財政破綻が発生するような状況を回避すべく、政府が介入する可能性が高いとの見解を公表している⁴⁶。そのため、ケルンテン州の現行の格付けは、ベースライン信用リスク評価を「caa3」としているが、最終的な格付けを連邦政府の支援の可能性に鑑みて、3ノッチ引き上げ、「B3」としている⁴⁷。

これらを踏まえると、ケルンテン州が財政破綻・デフォルトする可能性はあまり高くないとも考えられるが、中長期的には、ケルンテン州及び HETA をめぐる動きは、オーストリアの国家・地方財政及び金融市場に対して2つの動きをもたらす可能性がある。

オーストリアの財政の観点からは、偶発債務である保証の適正化が進められる可能性がある。オーストリアの場合、一般政府債務（対 GDP 比、2015 年）は 86.5%で、公的保証（同）は 24.3%（うち、12.5%は政府分、11.8%は地方公共団体分）に上っている⁴⁸。また、オーストリアの公的保証（同）の水準は、EU 加盟国の平均（同、9.2%、2014 年）に比しても高い水準に達している⁴⁹。ケルンテン州による最終不足額保証の存在が国家・地方財政で大きなテーマになっていることに鑑みると、今後、保証額の適正化や保証前後における対象先の財務の健全性やガバナンスに関する政府等による監督強化が進められる可能性があると考えられる。

金融市場の観点からは、投資家が公的セクターによる保証が付与された債券の信用力についてより精緻に分析することになるとみられる。保証を提供する主体としては、公的セクターでは国、地方公共団体、政府関係機関等、民間セクターでは金融保証（モノライン）保険会社等があるが、公的セクターの場合、保証を履行する能力及び意思双方を判断することになる。ケルンテン州による HETA に対する最終不足額保証の履行は、能力的に困難であったと言えるが、ケルンテン州を財政破綻させないために、オーストリア政府が支援のスタンスを示すといった特異な形が採られている。その意味では、投資家にとってケル

⁴⁴ オーストリア連邦財政法 (Bundesfinanzierungsgesetz) 第 2 条第 4 項及び連邦予算法 (Bundeshaushaltsgesetz, BHG) 第 81 条に基づく、州が債務履行が困難な状況下ではオーストリア債務管理局 (Österreichische Bundesfinanzierungsagentur, ÖBFA) が資金面での支援をする義務があると解釈される。 (“Bondholder Hypo-Thermia, in Austria,” *Financial Times*, 11 December 2013)

⁴⁵ Moody's, *Heta Asset Resolution AG: Carinthia's Tender Offer to Buy Heta Debt Presents Creditors with Continued Uncertainties*, 4 February 2016, p.1.

⁴⁶ Moody's, *Carinthia, State of*, 22 April 2016, p.1.

⁴⁷ ベースライン信用リスク評価 (Baseline Credit Assessment, BCA) は、政府等による緊急時のいかなる支援もないと想定した場合の発行体のベースでの固有の信用力に関する意見であり、21 段階ある。(Moody's, *Carinthia, State of*, 22 April 2016, p.1、ムーディーズ「格付記号と定義」2014 年 10 月 20 日、10 頁)

⁴⁸ Federal Ministry of Finance, *Austrian Draft Budgetary Plan 2016*, 14 October 2015.

⁴⁹ Eurostat, *Government Finance Statistics: What is the Extent of Contingent Liabilities and Non-Performing Loans in the EU Member States?*, 27 January 2016.

ンテン州の保証が付与された債券の信用力を見極めるのは通常よりも複雑かつ困難だったとも考えられるが、今後、保証債に投資する際は、保証を提供する団体の財政状況や政治的環境、保証が付与された事業の公共性や重要性などを定期的に分析する必要があると言える。

いずれにせよ、ケルンテン州及び HETA をめぐる動きは、金融市場の歴史を刻む大きな出来事として、今後も大きな注目を集め続けるだろう。