

欧銀破綻処理のモデル・ケースと評価される

バンコ・ポプラール・エスパニョールの破綻処理

神山 哲也

■ 要 約 ■

1. スペインのバンコ・ポプラール・エスパニョール（ポプラール）は2017年6月7日、欧州連合（EU）単一破綻処理理事会（SRB）の決定に基づき、1ユーロでバンコ・サントアンデルに売却された。SRBが主導した初の欧銀破綻処理事案として注目されている。
2. ポプラールは、2012年のスペイン不動産バブルの崩壊以降、不良債権問題に苦慮してきた。破綻処理の直前期に預金流出が加速化した結果、流動性不足が生じたことが破綻処理の主因となった。
3. SRBは、破綻処理方法としてEU銀行再生・破綻処理指令（BRRD）の事業売却ツールを採用し、ポプラールの普通株式及びその他ティア1（AT1）証券の全額について元本削減を行い、ティア2証券を株式転換した上で、1ユーロでサントアンデルに売却した。なお、シニア債保有者の損失負担、公的資金の投入は回避された。
4. 本件破綻処理は、欧銀投資の際に投資家がベイルイン・リスクを考慮する必要があることについて警鐘を鳴らしたものと言える。他方、EUの破綻処理の仕組みが迅速かつルール通りに執行されたものとして評価する向きもある。
5. 他のEU加盟国における銀行破綻処理事案では、機関投資家がリテール投資家保護のコストを間接的ないし潜在的に負担する事例もあった。機関投資家からすると、リテール投資家の多さが、ベイルイン・リスクを検討する際の一つの指標になると言えよう。

I. はじめに

スペインのバンコ・ポプラール・エスパニョール（以下、ポプラール）は2017年6月7日、欧州連合（EU）単一破綻処理理事会（SRB）の決定に基づき、1ユーロで同国最大手行バンコ・サンタンデルに売却された。本件は、2016年1月の稼働開始以来、SRBが初めて主導した欧銀の破綻処理事案として注目されている。

ポプラールは、1926年に設立されたスペインの準大手行である。2016年末の総資産は1,680.5億ユーロであり、スペイン第6位行となる。スペイン国内では、買収した銀行も含め、複数の地域銀行を傘下に抱える広域地域金融機関とも呼べる存在であり¹、国内の中小企業向け融資ではトップのシェアを誇る。また、資産運用会社やベンチャー・キャピタル・ファンド、証券ブローカーも保有する。国外にも進出しており、米国ではトータルバンク、ポルトガルではバンコ・ポプラール・ポルトガルを保有する。全世界の従業員数は11,948人、支店数は1,739カ店となっている²。

以下では、今般のSRBによるポプラール破綻処理の概要、市場参加者による評価と今後の欧銀破綻処理への影響について確認する。

II. 破綻処理の概要

1. 破綻処理への経緯

ポプラールの苦境の背景としては、不動産バブル崩壊による不良債権問題が挙げられる。ポプラールは、2012年第4四半期から不良債権への引当金計上を本格化させ、以後、幾度にも渡り引当金を計上しており、2017年第1四半期も前年同期比69.6%増の4.96億ユーロの引当金を計上した。2017年第1四半期末時点では、グロスの不良資産は368.4億ユーロ、うち不良債権が191.1億ユーロ、未売却差押不動産177.3億ユーロとなっており、不良債権比率は14.91%（前年同期12.68%）となっている。また、CRR/CRDIV（資本要求規則/第4次資本要求指令）完全適用ベースの普通株式ティア1（CET1）資本比率は7.3%と、前四半期から0.9%低下している。

ポプラールの財務体質の悪化は2016年7月に欧州銀行機構（EBA）が公表したストレス・テストの結果にも表れていた。そこでは、ストレス・シナリオ負荷後のCET1資本比率でポプラールは6.6%と、対象51行のうち下から5番目となっていた³。

ポプラールの危機説が本格化したのは2017年に入ってからである。同年1月には、2016年第4四半期の損失から、その他ティア1（AT1）証券のクーポン払いの原資が不足するの

¹ 林宏美「個別行ブランドを重視する欧州の広域地域金融機関—ポプラール銀行（スペイン）の事例」『資本市場クォーターリー』2007年秋号参照。なお、ポプラールとは別ブランドで展開していた地域銀行5行は、2008年以降、ポプラールに併合されている。

² 2016年末時点。なお、海外従業員数は1,277人、同支店数は135カ店。

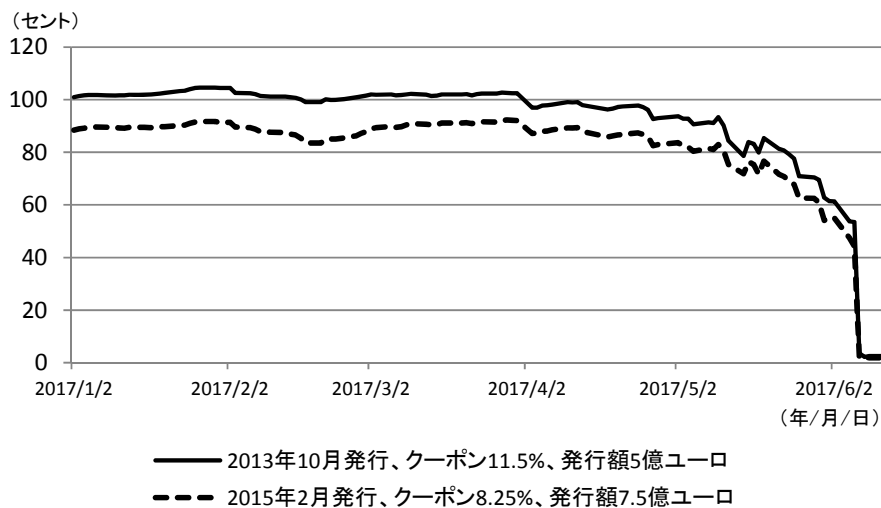
³ 他は、モンテ・デイ・パスキ（-2.4%）、アライド・アイリッシュ・バンク（4.3%）、ライフアイセン・ランダスバンケン（6.1%）、バンク・オブ・アイルランド（6.1%）。

ではないかと市場関係者の間で指摘された。最終的にはクーポン払いが滞ることはなかったものの、同行に対する懸念が高まることとなった⁴。

更に、2017年5月31日には、SRBのエルケ・ケーニヒ委員長が、介入も視野に入れてポプラールの動向を注視していると警告を発したとする報道を受け⁵、同行のAT1証券価格及び株価が急落した(図表1)。同報道を受けて、SRBは翌日、全ての対象行について破綻処理計画を準備しており、特定の銀行について警告を発することはないとのステートメントを公表したものの、ポプラールからの預金流出には歯止めがかからなかった。破綻処理までの数週間で総預金790億ユーロの4分の1に相当する180億ユーロが流出したとも言われている⁶。ポプラールが破綻処理直前の2日間で欧州中央銀行(ECB)の緊急流動性支援36億ユーロを利用して担保資産を使い果たし、2017年6月6日に、翌日の債務支払いに対応できないと当局に申し出たとされる⁷。また、同日、格付機関のムーディーズは、ポプラールの長期預金とシニア無担保債の格下げを発表している。

そこで、ECBは2017年6月6日、ポプラールについて「破綻しつつあるか破綻の恐れあり」との決定を下し、SRBに同旨の通知をした。その理由としてECBは、過去数日におけるポプラールの流動性状況の大幅な悪化により、近日中に期限を迎える債務の返済が不可能となったであろうことを指摘している。本件ECBの決定は、単一破綻処理メカニズム規則⁸に基づく、SRBによる破綻処理の端緒と位置づけられるものである。

図表1 ポプラール永久劣後債(AT1証券)の価格推移



(注) 2017年1月2日～2017年6月12日。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

⁴ “Banco Popular at pains to protect AT1 coupons” *Reuters*, January 25, 2017.

⁵ “EU warned of wind-down risk for Spain’s Banco Popular – source” *Reuters*, May 31, 2017.

⁶ “Spanish bank rescue poses several big questions” *Reuters*, June 8, 2017。なお、第一四半期においても、約150億ユーロの預金が流出している。

⁷ “Banco Popular failure attributed to liquidity breakdown, highlighting contrarian impacts of European Recovery and Resolution Mechanism” *Markit*, June 14, 2017.

⁸ Regulation (EU) No 806/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 July 2014 establishing uniform rules and a uniform procedure for the resolution of credit institutions and certain investment firms in the framework of a Single Resolution Mechanism and a Single Resolution Fund and amending Regulation (EU) No 1093/2010.

2. 単一破綻処理理事会の決定

SRB は、上記 ECB の決定に加えて、代替的な民間部門の措置もしくは監督上のアクションによっても合理的な期間内に破綻回避を図れないこと、破綻処理が公益上必要であることを理由に⁹、2017年6月7日、ポプラールの破綻処理の決定を公表した。

SRB は、単一破綻処理メカニズム規則に定められたポプラールの資産・負債のバリュエーションの結果、ポプラールの純資産価値について、ベースライン・シナリオでマイナス20億ユーロ、ネガティブ・シナリオではマイナス82億ユーロと暫定的に認定した。SRB は、このバリュエーションに基づき、EU 銀行再生・破綻処理指令 (BRRD)¹⁰における破綻処理ツールである、①事業売却ツール、②ブリッジ機関ツール、③資産分離ツール、④バイルイン・ツールのうち、事業売却ツールを採用することとし、併せて、資本性証券の元本削減・株式転換の権限発動を決定した。また、預金者の負担は求めず、公的資金の投入も回避することとされた。

事業売却ツールに基づき、SRB は破綻処理を公表した2017年6月7日、マーケティング・プロセスを経た上で¹¹、ポプラールの全ての株式及び資本性証券をバンコ・サンタンデルに1ユーロで移転し、ポプラールが同日より、存続可能で流動性を具備したサンタンデル・グループの一員として平常通りの営業を継続することになった。なお、本件決定は、スペイン破綻処理当局 (FROB) と協議の上で下されたものであり、実際の執行も FROB が担う。

また、SRB は上記移転に先駆けて、毀損したポプラールの価値を回復するために、資本性証券の元本削減と株式転換の権限を発動した。具体的には、第一に、普通株式21.0億ユーロを元本削減してゼロとした。第二に、AT1証券を株式転換した普通株式13.5億ユーロを元本削減してゼロとした。第三に、ティア2証券を株式転換した普通株式6.8億ユーロをサンタンデルに1ユーロで移転した。この結果、元本削減された普通株式・AT1証券・ティア2証券の価値は合計41.3億ユーロと、上記暫定バリュエーションにおける純資産価値マイナス20億~82億ユーロのレンジ内となる。

本件破綻処理では、シニア債保有者の損失負担は回避されている。上記バリュエーションから、株主及びAT1証券保有者の負担で足りると判断したものと考えられる。シニア債保有者に負担を求める場合は、BRRDにおけるバイルイン・ツールを併用する必要がある。

その場合、シニア債を含めた債務も損失負担の対象とすることができるが、本件破綻処理

⁹ 単一破綻処理メカニズム規則では、この3点が破綻処理トリガー事由として規定されている。

¹⁰ “Directive 2014/59/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 establishing a framework for the recovery and resolution of credit institutions and investment firms and amending Council Directive 82/891/EEC, and Directives 2001/24/EC, 2002/47/EC, 2004/25/EC, 2005/56/EC, 2007/36/EC, 2011/35/EU, 2012/30/EU and 2013/36/EU, and Regulations (EU) No 1093/2010 and (EU) No 648/2012, of the European Parliament and of the Council”。詳細については、小立敬「欧州委員会による銀行破綻処理の枠組みの提案」『野村資本市場クォーターリー』2012年夏号、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。

¹¹ マーケティング・プロセスは、FROB が SRB の指示に基づき、ECB の決定に先んじて、2017年6月3日から実施。ポプラール自身が売却先を模索していた時点で守秘義務契約に基づき名乗りを挙げていた主体を母集団とした。

では上記の通り、その必要はないと考えられた¹²。

なお、本件破綻処理の要因について、ECB のヴィトル・コンスタンシオ副総裁は、所謂ソルベンシーの問題ではなく流動性の問題であり、取り付け騒ぎがあったことを指摘している。実際、上記で見た通り、ポプラールの資本比率は欧銀の中で低水準にあったとは言え、規制上求められる水準は上回っていた。また、AT1 証券のクーポン支払いも、2017 年 1 月に懸念が浮上したとはいえ、スキップされることは一度もなかった。そのため、足元の預金流出の状況を知る由のなかった投資家からすると、このタイミングで一夜で破綻処理が実施されることを予見するのは極めて困難であった。実際、ある投資家は、AT1 証券の元本削減の前にクーポン支払いのスキップがあることを想定していたという¹³。

3. サンタンデルの狙い

本件破綻処理における買収者であるサンタンデルは、70 億ユーロのライツ・イシューによる資本調達を発表した。上記の通り、ポプラールの価値毀損のうち 41.3 億ユーロは投資家負担で賄われたものの、それではポプラールの価値毀損の全てをカバーできない可能性があるため、ポプラールのバランスシート強化として実施するものである。

本件買収の効果としてサンタンデルは、国内における地域分散、融資・顧客資産シェアの拡大¹⁴、ポルトガル事業の強化¹⁵、コスト削減を挙げる。しかし、サンタンデルが増資までして、最も入手しなかったのは、ポプラールがスペイン国内各地で展開する中小企業事業である。ポプラールの中小企業向け融資のシェアは 13.8%と国内第 1 位であり、第 3 位のサンタンデルと併せて 24.8%と国内で圧倒的なシェアを誇ることになる。ポプラールの中小企業事業は同行のクラウン・ジュエルと目されてきたものであり、本件破綻処理前に各行がポプラール買収を検討したのも、同事業に魅力を感じてのものと考えられる。

III. ポプラール破綻処理への評価と今後の影響

本件破綻処理は、特に財務体質が悪化している欧銀への投資に際して、ベイルイン・リスクを考慮する必要があることについて警鐘を鳴らしたものと言える。実際、上記の通り、投資家は表向きには一夜で実施された今般の破綻処理を予見できなかったわけである。本件破綻処理後の後、欧銀の劣後債市場は全体として落ち着いているものの、スペインの小規模行のリベルバンクでは、ポプラール破綻処理後に株価・ティア 2 証券の価格が急落した。そこで、スペイン証券取引委員会 (CNMV) は 2017 年 6 月 12 日、リベルバンク固有の理由というよりはポプラール破綻処理の影響を受けた特殊なストレス環境だとして、リ

¹² 本件破綻処理も、民間投資家の負担を求めた点では広義のベイルインと言えるが、BRRD におけるベイルイン・ツールは、債権もしくは債務証券を株式転換もしくは元本削減するものであり、より範囲が狭い。

¹³ “Banco Popular resolution taken in stride” *Reuters*, June 9, 2017.

¹⁴ 融資額では第 4 位 (シェア 12.3%) から第 1 位 (同 19.5%) へ、顧客資産額では第 4 位 (同 13.1%) から第 1 位 (同 18.8%) へ上昇。

¹⁵ ポルトガルにおいて、融資額で第 2 位、預金額で第 3 位、支店数で第 1 位となる。

ベルバンクの株式について 1 か月の空売り禁止を発令し、欧州証券市場機構（ESMA）も CNMV の決定を支持するオピニオンを発出している¹⁶。

他方、本件破綻処理を巡っては、金融危機後の金融規制改革の一環で導入された EU の破綻処理の仕組みが迅速かつルール通りに執行されたものとして評価する向きもある。例えば格付機関のムーディーズによると、SRB によるポプラーの効果的な破綻処理は、BRRD の下で債権者が破綻のコストを負うこと、当局が利用できるツールによって公的資金を使わずに問題行に対処できることを示したものだとして評価している¹⁷。

他の EU 加盟国では、銀行の破綻処理においてリテール投資家保護が論点となり、機関投資家が間接的ないし潜在的にコストを負担することとなった事例もあった。機関投資家からすると、リテール投資家の多さが、欧銀投資のベイルイン・リスクを検討する際の一つの指標になると言えるかもしれない¹⁸。

¹⁶ ESMA “Opinion of the European Securities and Markets Authority of 12 June 2017 on a proposed emergency measure by CNMV under section 1 of Chapter V of Regulation (EU) No 236/2012” June 12, 2017.

¹⁷ Moody’s “Banco Popular resolution boosts credibility of EU’s Bank Recovery and Resolution Directive” June 12, 2017.

¹⁸ なお、銀行の破綻処理時におけるリテール投資家については、社会的影響も踏まえて保護を強化するべきとする共同文書をドイツとイタリアが準備しているとの報道もある (“Germany, Italy push for changes to Europe’s rules on bank failure” *Reuters*, June 14, 2017)。