

バンク・ポプラールに対する NCWO 原則の適用 — 銀行破綻処理時の株主・債権者の取扱いに関する原則 —

小立 敬

■ 要 約 ■

1. 銀行同盟（ユーロ圏）の破綻処理当局である単一破綻処理理事会（SRB）は 2018 年 8 月、昨年 6 月に破綻処理されたスペインのバンク・ポプラールの株主や債権者に対して事後的な補償を行わない方針を明らかにした。これは、金融危機後の秩序ある破綻処理の枠組みにおける重要な原則である「ノー・クレジット・ワース・オフ（NCWO）」原則が初めて適用されたものである。
2. NCWO は、金融機関の破綻処理を行う際の株主や債権者のセーフガードとして、金融安定理事会（FSB）による金融機関の破綻処理の新たな国際基準である「主要な特性」に規定されている。NCWO は、EU の銀行の破綻処理の枠組みである BRRD にも規定されており、仮に通常の倒産手続を適用した場合、実際の破綻処理と比べて株主や債権者がより良い取扱いを受けられるかどうかを評価し、通常の倒産手続を適用した場合に比べて実際の受取額が少ないと判断される場合には、株主や債権者に対して事後的に補償が行われることになる。
3. バンク・ポプラールの破綻処理については、規制資本に対して事実上のベイルインを適用した上で、同国のサンタンデールに 1 ユーロで譲渡するスキームによって実施された。SRB が独立評価者として選定したデロイトが、同行の破綻処理に関して NCWO を判断するための評価を実施しており、その結果、株主や債権者の実際の取扱いは、通常の倒産手続を適用した場合に比べて不利なものとはなっていないという結論が示された。
4. バンク・ポプラールの破綻処理は、NCWO について初めて判断が下された事例であり、今後、SRB が破綻処理の責任を担うユーロ圏の銀行のみならず、ユーロ圏以外の加盟国や EU 域外の国・地域の銀行における破綻処理において、NCWO をどのように適用するかについて 1 つの参考になる目線を与えてくれるように思われる。銀行の株主および債権者にとっては、NCWO に関する議論の行方に引続き注目していく必要があるだろう。

I NCWO に照らした初めての判断

ユーロ圏の銀行同盟（Banking Union）で整備された単一破綻処理メカニズム（Single Resolution Mechanism; SRM）の下、銀行同盟の破綻処理当局である単一破綻処理理事会（Single Resolution Board; SRB）は 2018 年 8 月 6 日、昨年 6 月 7 日に破綻処理されたスペインのバンコ・ポプラール・エスパニョールの株主および債権者に対して、事後的な補償を行わない考えであることを明らかにした¹。これは、金融機関に破綻処理を適用する際の株主および債権者に対するセーフガードである「ノー・クレジター・ワース・オフ（no creditor worse off; NCWO）」原則に照らした判断である²。

NCWO とは、「債権者が少なくとも倒産法制の下で金融機関が清算された場合の受取額を得られない場合、債権者には補償を受ける権利が与えられる」として金融安定理事会（FSB）が策定した金融機関の破綻処理の新たな国際基準である「金融機関の実効的な破綻処理の枠組みの主要な特性」（以下、「主要な特性」）に規定され、金融危機後の秩序ある破綻処理（orderly resolution）の枠組みにおける重要な原則として位置づけられている³。EU 域内共通の銀行の破綻処理の枠組みである銀行再建・破綻処理指令（Bank Recovery and Resolution Directive; BRRD）においても NCWO 原則は規定されている。

バンコ・ポプラールの破綻処理は、BRRD に定められた破綻処理ツールである事業譲渡ツール（sale of business tool）を利用し、同国のバンコ・サンタンデルに 1 ユーロで譲渡するスキームにより実施されている⁴。その際、普通株式は償却され、その他 Tier1 商品は新たな株式（New Shares I）に転換された上で元本削減されており、Tier2 商品は新たな株式（New Shares II）に転換された後にサンタンデルに 1 ユーロで売却されている。シニア債務には元本削減やエクイティ転換は行われなかったが、規制上の自己資本には事実上のベイルインが実施されたものである⁵。

バンコ・ポプラールに対する事実上のベイルインは、独立した評価者として SRB に選定されたデロイトが実施したバリュエーション（価値評価）に基づいて行われている⁶。デロイトは、同行のエクイティ（純資産）の価値についてベスト・ケースで 13 億ユーロ、最悪ケースでマイナス 82 億ユーロ、最良推計（best estimate）としてマイナス 20 億ユーロという結果を示した。SRB はそれを前提に、規制資本に対して元本削減またはエクイティ転換を実施するという判断を下したものである。

¹ SRB, “SRB publishes today a non-confidential version of the Banco Popular Español (BPE) ‘Valuation 3’ report,” 6 August 2018.

² NCWO は NCWOL（no creditor worse off than in liquidation）とも記される。

³ FSB, “Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions,” October 2011 (updated October 2014).

⁴ SRM では、SRB が単一破綻処理メカニズム規則（Single Resolution Mechanism Regulation; SRMR）に基づいて破綻処理を主導する一方、加盟国の破綻処理当局が BRRD に基づいて実際の措置を講じる。そこで、本稿では BRRD を参照して記述することとする。

⁵ BRRD に規定されるベイルイン・ツールは、債務のみに適用されるものであることから、本稿では、規制資本を対象とする元本削減やエクイティ転換については、「事実上のベイルイン」という表現を使うこととする。

⁶ Deloitte, and SRB, “Hippocrates Provisional Valuation Report; Sale of Business scenario”.

一方、BRRD は、上記のバリュエーションとは別に、破綻した銀行に通常の倒産手続を適用した場合において、株主および債権者がより良い取扱いを受けることができるかどうかを評価するバリュエーションの実施を求めており、その結果、通常の倒産手続を適用した場合に比べて BRRD 上の破綻処理措置による受取額が少ないと判断される場合には、SRB が管理する破綻処理基金（resolution fund）から株主や債権者に対して事後的に補償が行われることが定められている⁷。BRRD において NCWO に相当する規定である。

SRB は、NCWO に関するバリュエーションについてもデロイトに要請しており、デロイトはバリュエーションを実施し 2018 年 6 月 14 日に SRB に報告している。SRB はその結果を受けて、破綻処理日にバンコ・ポプラーレに通常の倒産手続を適用しても株主および債権者の実際の取扱いは変わらなかったと判断し、株主および債権者に事後的な補償は行わないという結論に至った。この SRB の判断は、主要な特性に規定された NCWO が初めて適用されたという点で注目される。そこで本稿では、バンコ・ポプラーレの破綻処理において、どのようにバリュエーションが行われ、どのように NCWO の評価が実施されたのかということに焦点を当てて論点を整理する。

II EU における破綻処理のバリュエーション

1. BRRD の 3 つのバリュエーション

EU 域内共通に銀行の秩序ある破綻処理の枠組みを定める BRRD は、銀行の破綻処理において、以下の 3 種類のバリュエーションを実施することを求めている⁸。

- バリュエーション 1：破綻処理の開始要件、規制資本の元本削減または転換を判断するためのバリュエーション
- バリュエーション 2：適用する破綻処理措置の選択、規制資本の元本削減または転換の程度、破綻処理ツールの適用に関するその他の決定に情報を提供するためのバリュエーション
- バリュエーション 3：NCWO に係る評価を行うためのバリュエーション（仮に通常の倒産手続を適用した場合の債権者の受取額の推計）

欧州銀行監督機構（EBA）は、BRRD の規定に基づき破綻処理に係るバリュエーションについて具体的な基準を定める 2 つの規制技術基準（regulatory technical standard; RTS）を策定しており、それを基に、欧州委員会が 2 つの委任規則（delegated regulation）を最終化している。2 つの委任規則のうち 1 つはバリュエーション 1 とバリュエーション 2 に係

⁷ BRRD75 条を参照。

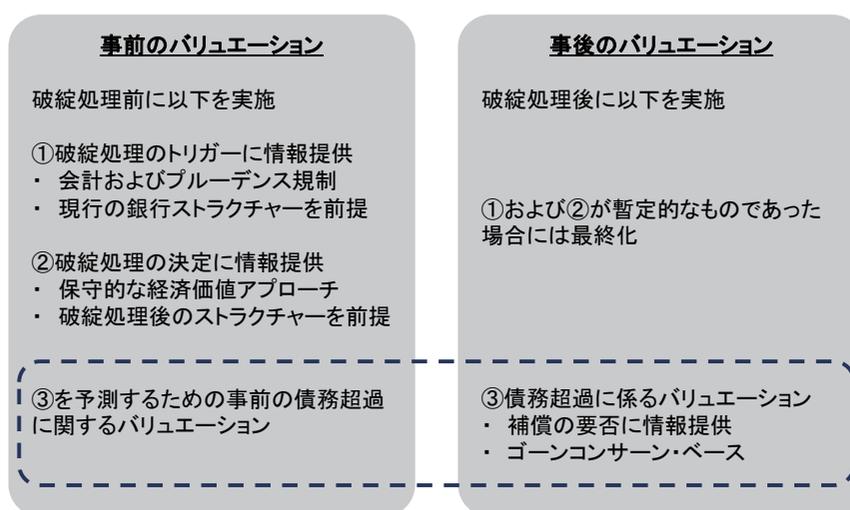
⁸ BRRD36 条(4)および 74 条を参照。

る RTS を定めたものであり⁹、もう 1 つはバリュエーション 3 に係る RTS を定めたものである¹⁰。EBA は、2 つの RTS を策定する際に策定した最終草案（final draft）において、これらのバリュエーションの位置づけについて、破綻処理前か破綻処理後かというバリュエーションを実施するタイミングや、バリュエーションを行う際の前提条件や考え方を整理している¹¹（図表 1）。

具体的には、バリュエーション 1 は、金融機関の資産・負債に関して公正かつ慎重で現実的な評価を行うものであるとする。バリュエーション 1 は、主に資産が負債を上回っているかどうか（すなわち、バランスシートがソルベントかどうか）、あるいは自己資本規制を含む認可の基準を満たしているかどうかを判断するために実施される。したがって、バリュエーション 1 は、財務諸表を作成する際に適用される会計原則や自己資本規制を含むプルーデンス規制に紐づけられることになる。

一方、バリュエーション 2 については、金融機関が破綻処理の開始要件、または元本削減もしくは転換の要件を満たしていると破綻処理当局がすでに判断を下している状況も含まれるため、会計原則や規制に係る要件がもはや有効ではないことも想定される。そのため、破綻処理日に認識されるすべての関連する状況を反映させた経済価値ベースで評価しなければならない。また、バリュエーション 1 の場合は、破綻処理ツールを適用する前の状況が前提であって破綻処理後のストラクチャーの変化は考慮されないが、バリュエーション 2 を実施する場合は、破綻処理ツールの適用を前提に評価することが求められる。

図表 1 BRRD 上の 3 つのバリュエーション



（出所）EBA 資料より野村資本市場研究所作成

⁹ Commission Delegated Regulation (EU) 2018/345 of 14 November 2017 supplementing Directive 2014/59/EU of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards specifying the criteria relating to the methodology for assessing the value of assets and liabilities of institutions or entities.

¹⁰ Commission Delegated Regulation (EU) 2018/344 of 14 November 2017 supplementing Directive 2014/59/EU of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards specifying the criteria relating to the methodologies for valuation of difference in treatment in resolution.

¹¹ EBA, “Regulatory Technical Standards on valuation for the purposes of resolution and on valuation to determine difference in treatment following resolution under Directive 2014/59/EU on recovery and resolution of credit institutions and investment firms,” Final Draft, 23 May 2017.

したがって、例えば、金融機関の事業を買い手に売却する事業譲渡ツールを適用する場合には、商業ベースで事業の評価を行うこととなる。

さらに、NCWO の評価を行うために実施されるバリュエーション 3 に関しては、倒産手続の下で株主または債権者が受ける取扱い、すなわち倒産手続における受取額（債務弁済、残余財産の分配）の推計を行うため、各加盟国の倒産手続の下で合理的に期待されるキャッシュ・フローについて適切な割引現在価値を決定することが求められる。

2. バリュエーション 1 およびバリュエーション 2 に係る RTS

破綻処理の開始要件、規制資本の元本削減または転換を判断するためのバリュエーション 1、破綻処理ツールを決定する際の判断のベースとなるバリュエーション 2 に係る RTS（委任規則）は、破綻金融機関の資産・負債のバリュエーションの方法について具体的な基準を定めている¹²。

RTS はまず、バリュエーション 1 について、公正かつ現実的な前提に基づいて実施され、適切なシナリオの下で損失は完全に認識されなければならないとする。バリュエーション 1 は、BRRD 上の破綻処理の開始要件の 1 つである「破綻または破綻のおそれがある（failing or likely to fail; FOLTF）」ことを判断する際の根拠となる。評価者は、金融機関のリスク管理の枠組みに関する性質やデータおよび情報の質を考慮しながら、内部モデルに基づくバリュエーションの適切な手法を決定する必要があり、それらは会計基準やブルーデンス規制の枠組みと一致していなければならない。

一方、RTS はバリュエーション 2 に関して、破綻処理当局が破綻処理措置を選択する観点から、様々な破綻処理措置がバリュエーションに与える影響を評価することを評価者に対して要求する。規制資本やその他の債務を転換する場合には、転換後の株式の価値を推計することも求められる。その上で評価者は、公正かつ慎重で現実的な前提に立って、破綻処理措置を適用した後の資産・負債から予想されるキャッシュ・フローの割引現在価値を決定しなければならない。すなわち、破綻処理措置がゴーイングコンサーンで継続する金融機関に対して資産・負債の保有を求める場合には、評価者は保有価値を評価し、破綻処理措置によって金融機関が資産を売却する場合は、予想される処分期間内における処分価値を評価して予想キャッシュ・フローを推計することになる。

3. バリュエーション 3 に係る RTS

BRRD に基づいて NCWO を適用する場合は、通常の倒産手続の下で清算（winding up）することを想定するバリュエーション 3 と、破綻金融機関の株主または債権者の実際の取扱いを比較し、実際の取扱いの方がより損失が生じると判断される場合、その差額について株主または債権者に補償を受ける権利が生じることになる。したがって、破綻処理後に

¹² 前掲脚注 9 を参照。

行われるバリュエーション 3 は、破綻処理当局による破綻処理の適切さを評価するという意味でも重要な役割を担っている。

バリュエーション 3 に係る RTS は、評価に際して適切な環境を反映させる観点から、破綻時のストレス環境を含め、破綻処理の開始が決定された日における情報に基づいてバリュエーションを行うことを求めている¹³。

RTS はバリュエーション 3 の手法として、通常の倒産手続における予想キャッシュ・フローの割引現在価値を算定する方法を示している。予想キャッシュ・フローは、破綻処理開始日の時点における環境、リスク・フリー金利、類似の金融機関が発行する類似の金融商品に関するリスク・プレミアム、市場環境、潜在的な買い手によるディスカウントやその他の要素を反映した割引率を適用して計測することになる。さらに、評価者は、通常の倒産手続における予想キャッシュ・フローの割引現在価値を決定する際に、①予想される処分期間や回収率等の要素に影響を与える各加盟国の倒産法および倒産実務、②管財人に生じる管理や取引、維持、処分に係る費用、その他の費用やファイナンス・コストといった予見される費用、③過去の類似した金融機関の倒産事例を考慮しなければならない。

また、予想キャッシュ・フローの決定に際して、活発 (active) な市場を有する資産の場合には、市場で観察される価格を基に評価することになるが、活発な市場で取引されていない資産の場合は、①類似の資産が取引されている活発な市場で観察される価格、②性質や状況が類似する資産を含む通常の倒産手続またはストレス下の取引で観察される価格、③類似の金融機関に適用される事業売却ツールまたはブリッジ金融機関、資産管理会社への譲渡において観察される価格、④通常の倒産手続の下で資産から生じるネット・キャッシュ・フローの見込み、⑤市場の深度や取引する市場の能力を含め、処分期間に予想される市場環境、⑥予想される清算期間を含む倒産法を踏まえた処分期間の長さを考慮すべきとしている。

他方で、株主または債権者の実際の取扱いに係る評価については、ベイルインやその他の破綻処理ツールの適用後に変更された株主または債権者の権利を評価することが評価者に求められている。具体的には、評価者は、資本商品の元本削減または転換、その他の破綻処理措置の適用後に存在するすべての権利を特定し、破綻処理開始日において株主または債権者であった法人または自然人に対して、当該権利を割り当てることとなる。

その上で、破綻処理の結果として法人または自然人がエクイティを受け取っている場合には、評価者は、転換された資本商品の保有者またはベイルインされた債権者に対して譲渡または発行された株式全体の価値を推計することで実際の取扱いを評価する。一方、破綻処理の結果として法人または自然人が債務を受け取っている場合には、元本削減または転換の結果生じる契約上のキャッシュ・フローの変化、その他の破綻処理措置の適用、割引率等の要素を考慮して実際の取扱いを評価することになる。

このようなプロセスを経た上で、通常の倒産手続の下で予想されるキャッシュ・フローの割引現在価値を計測するバリュエーション 3 と、破綻処理における株主または債権者の

¹³ 前掲脚注 10 を参照。

実際の取扱いを比較することで、NCWO に従った株主または債権者の取扱いに関する評価が行われる。

III バンコ・ポプラールの破綻処理におけるバリュエーション

1. 3つのバリュエーション・レポート

バンコ・ポプラールの破綻処理においては、破綻処理の開始要件（特に FOLTF か否か）を判断するためのバリュエーション 1、破綻処理ツールの選択や規制資本の元本削減または転換の程度を判断するためのバリュエーション 2、そして、NCWO の評価に係るバリュエーション 3 が実施されている。破綻処理当局である SRB がバリュエーション 1 を実施する一方、独立評価者であるデロイトがバリュエーション 2 およびバリュエーション 3 を行っている。

なお、独立評価者の選定について SRB は、2015 年 10 月にバリュエーション業務を担う評価者を選ぶための入札手続を定めており、破綻処理のバリュエーションには多様な専門性が必要になることを理由として、入札手続を経て選定された 6 つの会計事務所等で構成されるパネルを 2016 年 4 月に設置している¹⁴。SRB は、個々の破綻処理の事例においてはパネルを構成する 6 社の中から 1 社を選ぶ方針としており、デロイトはそのようなプロセスを経て選ばれている。

バンコ・ポプラールの 3 つのバリュエーションについては、それぞれバリュエーション・レポートが公表されている。以下では、各レポートを参照しつつ、NCWO の下、破綻処理の際のバリュエーションがどのように行われ、破綻処理に係る株主や債権者の取扱いについてどのような判断が行われたのかということを確認する。

2. バリュエーション 1 の結果

SRB は 2018 年 2 月、バンコ・ポプラールに関するバリュエーション 1 レポートを公表した¹⁵。SRB が実施したバリュエーション 1 は、BRRD の下、破綻処理の開始要件または規制資本の元本削減もしくは転換の程度、特に、以下に示す FOLTF の状況を判断するものとして位置づけられている。

- 金融機関が損失を被りまたは被る見込みであることを理由に自己資本の全額または重大な額を毀損することを含め、当局による認可の取り消しを正当化できる継続的な認可の要件に抵触する場合、または近いうちに抵触すると判断される客観的に証拠がある場合
- 金融機関の資産が負債を下回る場合、または近いうちに負債を下回ると判断される客観

¹⁴ SRB, “Inquiry Committee on the financial crisis in Spain - SRB Chair Elke König's speech,” 11 December 2017.

¹⁵ SRB, “Valuation Report for the purpose of Article 20(5)(a) of Regulation (EU) No 806/2014,” 5 June 2017. なお、当該レポートでは秘匿すべき一部の情報は黒塗りされており、完全に開示されているわけではない。

的な証拠がある場合

- 金融機関が期日の到来した支払い義務に応じることができない場合、または近いうちに支払義務に応じることができないと判断される客観的な証拠がある場合

同レポートは、時間と情報が限られた中で実施した BRRD 上の「暫定的なバリュエーション (provisional valuation)」の位置づけであることを明らかにしており、EBA の RTS に基づいて実施されていることも記述されている¹⁶。当時のバンコ・ポプラールでは、深刻な預金の流出が生じており、流動性比率が大幅に悪化し、破綻処理が迫られている状況であった。レポートの日付は、監督当局である欧州中央銀行 (ECB) が破綻の認定を行った日の前日 (2017 年 6 月 5 日) となっている。

バリュエーション 1 は、直近のデータへのアクセスが限られていたことから、2017 年 3 月末と 2016 年 12 月末の財務諸表をベースに、2017 年 3 月末時点の財務報告フレームワーク (FINREP) および共通報告フレームワーク (COREP) のデータ¹⁷、ECB による立入検査、同行の資本計画に加えて、アナリストや格付会社による各種レポート、ECB と同行の間の議論といった様々な情報を基に実施されている。

同レポートは、時間と情報が限られた状況の中で実施された評価であることを前置きしつつも、同行がインソルベント (債務超過) であること、特に認可の取り消しを正当化できる認可継続のための資本要件に抵触、または近い将来に資産が負債を下回るようなことは示唆されないとしている。もっとも、同行の資本計画によると、バーゼルⅢの段階適用の中で資本調達やディレバレッジに失敗すれば資本要件に抵触する可能性があることに加えて、同行のソルベンシーは緊迫した状況にあることから、不良債権のカバレッジの少なさと将来的な規制の適用を背景として市場は同行をディスカウントしており、それが同行の流動性の状況に影響を与えていることを指摘している。

その上で、同レポートの結論としては、ECB による破綻認定の判断を踏まえて、同行の流動性と資金調達環境が FOLTF のトリガーを引いたとしている。すなわち、同行がインソルベントであることは現時点では確認できないものの、流動性の問題を含め同行の置かれた環境を踏まえて、同行を FOLTF に該当すると判断したものである。

¹⁶ BRRD は、破綻処理措置または元本削減もしくは転換を実施する際、その実施前に当局から独立した評価者によるバリュエーションを要求しているが、緊急時には当該要件を満たすことは求めておらず、その場合は暫定的なバリュエーションの位置づけとなる (BRRD36 条(9))。なお、委任規則が施行される前であったことから、バリュエーション 1 は EBA による RTS の最終草案に基づいて実施されている。

¹⁷ FINREP および COREP とは、EU で 2014 年に導入された報告フレームワークであり、銀行はそれらのフレームワークの中で広範な情報を監督当局に提出することが求められている。

3. バリュエーション2の結果

デロイトが実施したバリュエーション2レポートは、破綻認定日（2017年6月6日）に提出されている¹⁸。まず、デロイトは、バリュエーションの主な作業について通常では6週を要するところ、同行は流動性の問題を抱えていたことから12日間という極めて限られた期間で実施したことを述べている。また、公表情報やSRB内部の情報等に基づいてバリュエーションを実施したものの、特定の重要な情報にはアクセスできなかったとしている¹⁹。デロイトとしては、時間の制約がある中で完全なデューデリジェンスはできなかったことから、バリュエーションの結果には不確実性があり、そのためにバリュエーション2は暫定的なバリュエーションとして捉えている。

バリュエーション2は、EBAのRTSに基づいて実施されている。BRRDに規定される破綻処理ツールのうち事業売却ツールを前提とした経済価値を計測しており、同行の事業や権利、資産、負債は商業ベースで売却されることが前提である。実際にデロイトは、入札手続を経て、潜在的な買い手に同行のすべてが売却される際にオファーされるであろう価値を推計したと述べている。なお、RTSによると、バリュエーション2では様々な破綻処理ツールの影響を評価することが求められているが、同行の場合は事業売却ツールのみを前提としている。このことは、同行が破綻に至る前から自ら売却先を探すプロセスに入っており、事業売却ツールが最も適切であると破綻処理当局が判断していたからであると推測される²⁰。

バリュエーション2では、①貸出および債権、②不動産、③繰延税金資産、④法的偶発債務等、⑤ジョイント・ベンチャー、関係会社および子会社、⑥無形資産、⑦エクイティおよび債券、⑧買収に係るシナジー、その他の重要な要素という資産等のカテゴリーに分けて、2017年3月末の財務諸表を基準に経済価値の評価が行われている。例えば、貸出債権等については、時間的制約からデューデリジェンスができないため、デフォルト時エクスポージャー（EAD）、デフォルト確率（PD）およびデフォルト時損失（LGD）を利用した期待損失アプローチに基づいて経済価値が計測される一方で、不良債権ポートフォリオについては、スペインにおける不良債権の最近の取引事例を参照した市場比較法によって経済価値が計測されている。

その結果、デロイトはバリュエーションに不確実性があることを踏まえて、同行の経済価値として13億ユーロからマイナス82億ユーロという範囲を示しており、その範囲における最良推計としてマイナス20億ユーロという価値を提示している（図表2）。SRBは、デロイトが実施したバリュエーション2の結果に基づいて、規制資本を対象に事実上のベイリンを実施した。

¹⁸ 前掲脚注6を参照。なお、当該レポートにおいては、秘匿すべき一部の情報は黒塗りされており、完全に情報が開示されているわけではない。

¹⁹ 同行は、破綻前にいくつかの潜在的な買い手候補と接触していた。破綻の数週間前からデューデリジェンスが行われており、そのためデータルームが整備されていた。

²⁰ Decision of the Single Resolution Board in its Executive Session of 7 June 2017 concerning the adoption of a resolution scheme in respect of Banco Popular Español, S.A., Addressed to FROB (SRB/EES/2017/08).

図表 2 バンコ・ポプラールのバリュエーション 2 の結果

調整項目	ベスト・ケース	最悪ケース	最良推計
貸出および債権	-2.7	-7.0	-3.5
不動産	-2.6	-3.4	-3.1
繰延税金資産	-2.7	-3.0	-2.7
法的偶発事象	非開示	非開示	非開示
無形資産	-2.2	-2.6	-2.2
エクイティおよび債券	-0.4	-0.5	-0.5
ジョイントベンチャー、関係会社および子会社	非開示	非開示	非開示
上記の調整に係る合計	-11.8	-20.6	-14.7
連結自己資本(2017年3月時点)	10.8	10.8	10.8
小計	-1.0	-9.8	-3.9
コスト削減	2.3	1.6	1.9
調整後エクイティ	1.3	-8.2	-2.0

(注) 単位は 10 億ユーロ。

(出所) バリュエーション 2 レポートより野村資本市場研究所作成

4. バリュエーション 3 の結果

バンコ・ポプラールをサンタンデルに譲渡し破綻処理を終えた後、SRB は独立評価者であるデロイトに NCWO の評価に係るバリュエーション 3 の実施についても要請した。バリュエーション 3 の結果、倒産手続を適用した場合に比べて株主または債権者が不利になっているとの結論に至った場合には、SRB は補償を行う方針を明らかにしていた²¹。さらに、バンコ・ポプラールのバリュエーション 2 は BRRD 上の暫定的なバリュエーションの位置づけであった。BRRD は暫定的なバリュエーションの後に「事後の確定バリュエーション (ex-post definitive valuation)」を実施することを求めており、バンコ・ポプラールのバリュエーション 3 は、事後の確定バリュエーションとしても位置づけられている²²。

SRB の要請を受けたデロイトは、バリュエーション 3 を実施し、その結果を 2018 年 6 月 14 日に SRB に報告している。その後、SRB は 8 月 6 日に同行の株主や債権者に対して事後的な補償を行わない方針を明らかにするとともに、バリュエーション 3 レポートを公表した²³。

バリュエーション 3 は、破綻認定日の財務諸表（未監査）を基準として同行にスペインの倒産手続を適用して清算するシナリオに基づいて実施されている。スペインでは、金融機関のみを対象とする特別な倒産手続は存在しないことから、一般事業法人をも対象とするスペイン倒産法（Spanish Act 22/2003 on Insolvency）の下、裁判所が任命する清算人が、同行の資産をポートフォリオ化して、または個別に分割して秩序だてて売却することが想定されている。また、スペイン倒産法は法人単位で適用されるため、親銀行（バンコ・ポプラール・エスパニョール）の清算を前提に評価されており、それと同時に、親銀行の清算が他の重要なグループ法人（子銀行）に与える影響も考慮されている。

²¹ 前掲脚注 14 を参照。

²² SRB, “Memo; Regarding the non-confidential version of the documents related to the resolution Banco Popular”.

²³ Deloitte, “Valuation of different in treatment; Banco Popular Español”.

一般に清算手続においては、債権者の利益を最大限に確保するという観点から資産を処分するために清算人に与えられる清算期間の長さは重要である。特にスペインで6番目の規模を有していた同行の場合は、その規模や複雑性から通常よりも時間がかかることが想定される。そのため、デロイトは、バリュエーション3を実施するに当たって同行の清算手続に要する期間について、次の3つのシナリオを想定して評価を行っている。

- シナリオ1：18ヵ月

スペイン倒産法に規定される清算期間（法律に定められた12ヵ月間の清算期間に加えて、法律で認められる3ヵ月間の延長を2回実施）を想定したシナリオ。もっとも、デロイトとしては実現可能性が最も低いシナリオと認識

- シナリオ2：3年

清算実務の観点からは、資産を効率的に処分する期間として少なくとも3年は必要であるという想定に立ったシナリオ。当該シナリオの下、同行の貸出ポートフォリオは、3年間で50%以上が満期を迎える

- シナリオ3：7年

より高い回収率を実現するためには、処分に要する期間がより多くかかることを想定したシナリオ。当該シナリオの下、7年間で同行の貸出ポートフォリオの75%以上が返済される

デロイトは、清算人が同行の資産を現金化する場合の価値を最大化した上で債権者に割当てる戦略を想定しており、資産クラスごとに前提を置いて回収される資産価値の評価を行っている。例えば、貸出金については、正常債権は清算手続の間は金利・元本の返済を管理し、清算終了時に売却する前提とする一方で、不良債権については、資産の質の劣化を回避するべく可能な限り早期に売却する想定である。

具体的には、清算開始後および清算終了時における不良債権ポートフォリオの売却に関しては、プライベート・エクイティ・ファンドまたはディストレス・ファンドに売却することを想定して、担保で保全された貸出金であれば、担保の現金化から生じるキャッシュ・フローに焦点を当てて価値を評価する一方、担保で保全されていない貸出金の場合は、過去の返済キャッシュ・フローを踏まえて価値を評価することになる。一方で、正常債権については、様々なファンドあるいは他の銀行が取得することを想定し、ノンバンクが取得する場合においては返済スケジュールに基づくキャッシュ・フローを前提とし、銀行が取得する場合には期待損失アプローチを基に評価を行っている。

このように個々の資産クラスごとに異なる前提を置いた上で、清算手続に係る3つのシナリオに基づいて同行の資産の現金化を図った結果として、バリュエーション3レポートは図表3の推計結果を明らかにしている。各シナリオにおいては、様々な推計結果の中からベスト・ケースと最悪ケースが示されている

図表 3 バンク・ポプラールの清算手続における資産現金化の推計

資産	破綻認定日の 正味帳簿価額	18カ月のシナリオ		3年のシナリオ		7年のシナリオ	
		ベスト・ケース	最悪ケース	ベスト・ケース	最悪ケース	ベスト・ケース	最悪ケース
株、債券、デリバティブのポートフォリオ	21,543	20,410	20,392	20,410	20,392	20,410	20,392
貸出金および債権	83,330	66,521	63,430	68,499	65,660	71,069	68,579
ジョイント・ベンチャー、関連会社および子会社	9,908	8,382	7,496	8,382	7,496	8,362	7,496
不動産	3,728	2,514	2,252	2,832	2,624	2,946	2,758
無形資産	1,198	-	-	-	-	-	-
繰延税金資産	5,692	2,334	2,334	2,334	2,334	2,334	2,334
その他資産	1,045	166	166	166	166	166	166
倒産手続による現金化総額		100,327	96,067	102,624	98,669	105,307	101,722
清算コスト		△ 990	△ 989	△ 1,078	△ 1,077	△ 1,193	△ 1,192
株主・債権者のための現金化総額		99,338	95,078	101,546	97,593	104,114	100,531

(注) 単位は百万ユーロ。

(出所) バリュエーション 3 レポートより野村資本市場研究所作成

一般に清算手続では、株主および債権者は法的順位に基づいて資産の現金化が割当てられることになる。そこでデロイトは、同行に対し清算手続を適用することを想定するに際して、スペイン倒産法の下、破綻認定日における株主および債権者について図表 4 の債権者順位 (creditor hierarchy) と債権額を整理している。事実上のペイルインの対象となった規制資本、すなわちその他 Tier1 商品や Tier2 商品は劣後債権に含まれている。なお、破産財団の債権額が変わるのは、処分期間が長くなれば資産の処分に伴って諸費用がかかることが前提となっている。

図表 4 バンク・ポプラールにおける債権者順位

債権者順位	債権額
有担保債権者	49.9
破産財団に対する債権	1.0(18ヵ月) / 1.1(3年) / 1.2(7年)
一般優先債権者	33.1
無担保債権者	24.3(ベスト・ケース) / 26.0(最悪ケース)
うち 偶発債務	1.8(ベスト・ケース) / 3.4(最悪ケース)
劣後債権	10.8

(注) 1. 単位は 10 億ユーロ。

2. 破産財団に対する債権には、清算人の手数料および費用、従業員関連費用、契約終了費用、オペレーション費用が含まれる。一般優先債権者には、税金および公益債権、預金保険制度で保証された預金、個人・中小企業の預金で保険限度を超える預金および EU 以外の支店で受け入れた預金、清算開始時に支払いが停止される給与が含まれる。

3. 劣後債権には、その他 Tier1 商品および Tier2 商品に加えてグループ内債務が含まれる。

(出所) バリュエーション 3 レポートより野村資本市場研究所作成

バリュエーション 3 レポートはその上で、スペイン倒産法に基づく清算手続を同行に適用した場合に株主および債権者に生じる損失負担を推計する (図表 5)。具体的には、3つのシナリオの下、同行における債権者順位に基づいて清算人による資産の処分によって得られる資産現金化の推計額を無担保債権者、劣後債権者、株主という法的順位に基づいて割当てた結果として、清算手続を適用した場合の株主および債権者の元本削減額を計算している。その結果、いずれのシナリオでも清算手続を適用した場合には、無担保債権者にも損失が生じる結果となっている²⁴。

²⁴ なお、清算に要する期間が 18 ヶ月、3 年、7 年と長くなるにつれて資産の現金化は容易になり回収率は高まることから、株主および債権者に求められる元本削減額もその分だけ少なくなっている。

図表5 バンコ・ポプラーに清算手続を適用した場合の損失

債権者順位	18か月のシナリオ		3年のシナリオ		7年のシナリオ	
	ベスト・ケース	最悪ケース	ベスト・ケース	最悪ケース	ベスト・ケース	最悪ケース
1.有担保債権者	-	-	-	-	-	-
2.破産財団に対する債権	-	-	-	-	-	-
3.一般優先債権者	-	-	-	-	-	-
うち税金	-	-	-	-	-	-
預金保険対象預金	-	-	-	-	-	-
リテール預金	-	-	-	-	-	-
4.無担保債権者	8,045	13,969	5,837	11,455	3,269	8,517
うち偶発債務	591	1,854	429	1,520	240	1,131
5.劣後債権者	10,777	10,777	10,777	10,777	10,777	10,777
うち劣後債務	2,041	2,041	2,041	2,041	2,041	2,041
金利	123	123	123	123	123	123
罰金・課徴金	1	1	1	1	1	1
グループ内債務	8,613	8,613	8,613	8,613	8,613	8,613
6.エクイティ	9,398	9,398	9,398	9,398	9,398	9,398
元本削減合計額	28,220	34,144	26,012	31,630	23,444	28,692

(注) 単位は百万ユーロ。

(出所) バリュエーション3レポートより野村資本市場研究所作成

最後に、清算手続を適用した場合に株主および債権者に生じる元本削減額と実際の株主および債権者の取扱いとを比較することで NCWO に則した評価が行われる(図表6)。シナリオ1からシナリオ3のいずれの場合でも、株主および債権者が負担する損失は事業譲渡ツールを利用した破綻処理、すなわち規制資本に対する事実上のペイルインによって発生した損失(114億ユーロ)を上回ることになる。したがって、実際の取扱いは倒産手続を適用した場合に比べて不利なものとなっていないことから、同行の株主および債権者に対して事後的な補償は生じないという SRB の判断が導かれる。

図表6 バンコ・ポプラーに係る NCWO の結果(債権者等の損失)



(注) 1. 単位は10億ユーロ。

2. 破綻処理で生じた損失114億ユーロは、いずれもバンコ・ポプラー法人の株主および債権者によって損失を吸収。

(出所) バリュエーション3レポートより野村資本市場研究所作成

IV NCWO に関する若干の考察

バンコ・ポプラールの破綻処理に関して SRB は、同行の株主および債権者の取扱いを評価するバリュエーション 3 レポートを基に破綻処理日に通常の倒産手続を適用した場合、株主および債権者が受ける取扱いと実際の取扱いの間に相違はなく、株主および債権者には追加的な補償は生じないとの判断を示した²⁵。NCWO に照らした判断が行われたことによって、BRRD に基づく同行の破綻処理プロセスは完了したことになる²⁶。

BRRD に規定される NCWO は、破綻処理の新たな国際基準として位置づけられる FSB の主要な特性を踏まえたものである。米国では、ドッド=フランク法によって「秩序ある清算権限 (Orderly Liquidation Authority; OLA)」という金融会社の新たな破綻処理制度が導入されており、OLA は米国の G-SIBs の破綻処理戦略であるシングル・ポイント・オブ・エントリー (SPE) の法的根拠となっている。その OLA にも NCWO は規定されている²⁷。このように、破綻した銀行に秩序ある破綻処理を適用する場合の原則として、NCWO は欧米を中心に整備されている。

もともと、NCWO は、主要な特性や BRRD において破綻処理を適用する場合における銀行の株主や債権者に対するセーフガードとして位置づけられているが、具体的に NCWO がどのような役割を果たすのかについては十分に説明されていない。そこで、NCWO の役割を理解する観点から、EU における NCWO の意義や背景に関する議論を確認しよう²⁸。

まず、NCWO によって、破綻処理当局には実効的な方法によって破綻処理ツールを利用することが促されることが指摘されている。破綻処理当局は、NCWO の下で株主や債権者から補償が請求される可能性があるため、NCWO が破綻処理の実効性と衡平性を改善するという考え方である。

また、NCWO によって、破綻処理当局は政府介入を正当化するために求められる法的チェック・アンド・バランスの下に置かれるということが指摘されている。裁判所の司法手続として行われる倒産手続とは異なり、BRRD は SRB を含む破綻処理当局の行政権限に基づいて実施される破綻処理の枠組みであり、裁判所による承認またはレビューといった手続は設けられていない。NCWO は、破綻処理を実施する際に破綻処理当局が有する裁量権に対して、一定の歯止めをかける役割を担っている。

²⁵ Notice of the Single Resolution Board of 2 August 2018 regarding its preliminary decision on whether compensation needs to be granted to the shareholders and creditors in respect of which the resolution actions concerning Banco Popular Español S.A. have been effected and the launching of the right to be heard process (SRB/EES/2018/132).

²⁶ ただし、SRB は株主および債権者に対する補償の要否に関して最終的な判断を行うため、欧州連合基本権憲章 (Charter of Fundamental Rights of the European Union) の下、何人にも自らに不利益を及ぼすであろう措置が適用される前に聴聞を受ける権利があることを踏まえて、破綻処理の適用を受けた株主および債権者を対象として聴聞を行う作業を進めている。SRB としては当該作業が終わるまで最終的な結論を出すことを留保している。

²⁷ ドッド=フランク法 210 条(a)(7)(b)を参照。

²⁸ Victor de Serière, and Daphne van der Houwen, “No Creditor Worse Off” in Case of Bank Resolution: Food for Litigation?,” *Journal of International Banking Law and Regulation*, Issue 7, 2016.

さらに、破綻処理当局による株式の元本削減、債権の元本削減または転換は、欧州連合基本権憲章（Charter of Fundamental Rights of the European Union）の下で保障された財産権の侵害に当たる可能性があり、NCWOは財産権との関係で議論される²⁹。当該憲章は、公共の利益（public interest）のために損失に対して正当な補償を支払う場合には財産権の侵害には当たらないと定めている。そのため、破綻処理措置が公共の利益にとって必要であることを発動要件とする BRRD の適用に当たって株主や債権者への補償を求める NCWO は、財産権の観点に鑑みて重要な原則として捉えられている³⁰。

また、通常の倒産法に代わる破綻処理の枠組みは、一般の金融インフラを保持するために公共の用に供するもの（common good）であるべきことから、通常の倒産法に比べてより大きな損失リスクを株主や債権者に負わせることは、必ずしも公正ではないという議論もある。さらに、無限の損失が生じるリスクが存在する場合、株主や債権者は当該リスクを適切に評価することができず、そのことは必然的に金融市場においてエクイティや債務に投資する能力を大きく損なうことになるという指摘もある。そして、客観的な方法で公正さを実現するための方法として NCWO 以外には思い当たらないという現実的な指摘も行われている。

このような EU における NCWO に関する議論は、他の国・地域でも共通するところがあると考えられる。すなわち、裁判所が管轄する倒産手続の外で行われる秩序ある破綻処理の実施に際しては、NCWO が株主および債権者のセーフガードとして重要な役割を担うことになるだろう。なお、日本では、主要な特性に対応するべく 2013 年に預金保険法が改正され、特定第 2 号措置を含む新たな破綻処理の枠組みが整備されており、2019 年から G-SIBs に適用される総損失吸収力（TLAC）に対応するために、金融庁は G-SIBs 等の破綻処理戦略として特定第 2 号措置の下で SPE を適用する方針を明らかにしている。もっとも、預金保険法には NCWO に相当する規定はなく、破綻処理戦略の中で NCWO がどのように運営されるかは今後の 1 つの論点となるかもしれない。

バンコ・ポプラールに話を戻せば、同行の破綻処理は NCWO について初めて判断が下された事例として重要である。バンコ・ポプラールの破綻処理事例は、今後、SRB が破綻処理の責任を担うユーロ圏の銀行のみならず、ユーロ圏以外の加盟国や EU 域外の国・地域の銀行における破綻処理において、バリュエーションの方法を含めて NCWO をどのように実務的に適用するかについて 1 つの参考となる目線を与えてくれるように思われる。

²⁹ 欧州連合基本権憲章 17 条を参照。

³⁰ BRRD は、①FOLTF であると認められること、②民間セクターの代替的な措置または監督上の措置が合理的期間内に破綻を回避する合理的な見込みがないことに加えて、③破綻処理措置が公共の利益に不可欠であることという要件を満たした場合に適用される。この場合、破綻処理措置が公益にとって不可欠であるとは、(a)重要な機能の継続を確保すること、(b)市場インフラを含め、特に危機の波及を回避することおよび市場規律を維持することによって金融システムに対する重大な影響を回避すること、(c)例外的な公的金融支援への依存を減らすことで公的資金の保護を図ること、(d)預金保険制度の対象である預金者および投資家補償制度の対象となる投資家を保護すること、(e)顧客資金および顧客資産の保護という破綻処理目的の実現に必要な場合を指す。

その一方で、SRB が実施したバリュエーションのあり方については、今後、議論を呼ぶ余地があるように思われる。それは、バンコ・ポプラールの破綻処理では、破綻処理措置の選択や規制資本の元本削減もしくは転換の程度の判断の根拠となるバリュエーション 2 と、NCWO の評価を行うためのバリュエーション 3 が、破綻処理当局から独立した評価者とはいえ、同じデロイトによって実施されている点である。

例えば、英国の破綻処理当局であるイングランド銀行（BOE）は、バイルインの実施に際して、BRRD と同様に、①破綻処理の開始要件を判断するための破綻処理前（prior resolution）（＝バリュエーション 1 に相当）、②バイルインの転換条件等を決定するための破綻処理中（during resolution）（＝バリュエーション 2 に相当）、③NCWO の評価に関する破綻処理後（after resolution）（＝バリュエーション 3 に相当）の 3 つのバリュエーションを想定している³¹。BOE は、破綻処理前と破綻処理中のバリュエーションについては、BOE が独立評価者を選定する一方で、破綻処理後のバリュエーションについては、利益相反の回避の観点から財務省が設置するパネルが独立評価者を選ぶ仕組みとしており、NCWO の評価に当たって BOE が選定する評価者とは別の評価者が選定される制度設計となっている。

バンコ・ポプラールに関しては、BRRD に規定される一連の破綻処理プロセスは完了したが、バリュエーションのあり方や NCWO の評価を巡っては、今後とも様々な議論が行われることが予想される³²。NCWO については、破綻処理を適用する際の株主および債権者のセーフガードとして秩序ある破綻処理を実現する上で重要な原則に位置づけられており、銀行の株主や債権者にとっては、NCWO に関する議論の行方に引き続き注目していく必要があるだろう。

³¹ BOE, “The Bank of England’s approach to resolution,” October 2017.

³² BRRD に規定される破綻処理プロセスを終えた一方で、バンコ・ポプラールの投資家からは訴訟が複数提起されており、最終的に欧州司法裁判所が SRB による破綻処理に対してどのような判断を下すかという点に注目が集まる（前掲脚注 14 を参照）。