

## クレディスイス救済買収の示唆 ー金融規制・監督及びビジネスの観点からー

関田 智也

### ■ 要 約 ■

1. 2023年3月19日、UBSはクレディスイスの買収を発表した。本事案は、グローバルなシステム上重要な銀行（G-SIBs）の一角を占めていた大手銀行が買収されるに至った初のケースとなった。本稿では、金融市場の反応や各国の金融規制当局による対応・問題提起が一巡したと見られる中、本件買収を包括的にレビューし、示唆の抽出を図る。
2. クレディスイスは、長期的には各種スキャンダルによる市場・顧客の信認低下、短期的には大口投資家の動き、米シリコンバレー銀行破綻の煽りを受けたことなどにより、救済買収に追い込まれた。
3. 市場参加者から最も注目を集めたのは、クレディスイスが発行していたその他 Tier1（AT1）債を無価値化するというスイス金融規制当局の決定であった。この決定が物議を醸したのは、バイルインが行われる際の弁済順位を巡る国際合意から逸脱していたためである。
4. 各国の金融規制当局は、銀行規制・監督の見直しに着手しており、大手銀行の流動性を巡る規制・監督が議論の中心となっている。一方、UBSの巨大化を巡る国内世論の懸念などを契機に、「大きすぎて潰せない（Too Big To Fail）」を巡る規制枠組みの再考を促す向きもある。
5. 今後は、AT1債市場の動向、グローバル金融危機後の金融規制強化の見直しの動き、クレディスイス買収をビジネスの成長に繋げることを目指すUBSの経営戦略、の三点が主な注目点となろう。

### 野村資本市場研究所 関連論文等

- ・小立敬「米国 SVB の破綻と銀行システムの不安定化ー背景の分析と初期的な論点整理ー」『野村資本市場クォーターリー』2023年春号。
- ・磯部昌吾「苦境に立たされる欧州の大手銀行ー欧銀が抱える課題と活路ー」『野村資本市場クォーターリー』2019年秋号。

## I はじめに

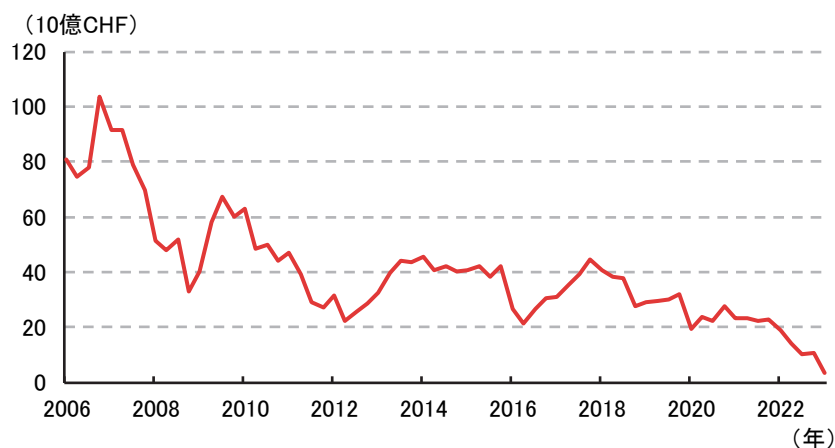
UBS が 2023 年 3 月 19 日に、クレディスイスを買収することを発表してから 2 か月が経った<sup>1</sup>。その間の、その他 Tier1 (AT1) 債を巡る混乱や、各国の金融規制当局による対応・問題提起も、ここに来てようやく一巡した感がある。

UBS によるクレディスイスの買収は、グローバルなシステム上重要な銀行 (G-SIBs) が買収されるに至った初のケースとなった。また、160 年以上の歴史を有し、2006 年末時点では時価総額が 1,000 億スイス・フラン (CHF) を上回っていたクレディスイスがわずか 30 億 CHF で買収されるという事案でもあった (図表 1)<sup>2</sup>。

米シリコンバレー銀行 (SVB) の破綻に端を発した金融システム不安が、欧州の大手銀行であるクレディスイスの経営危機に波及する事態は、金融規制当局や市場参加者に大きな衝撃を与えた。各国の金融規制当局は、クレディスイスの救済買収を受けて、規制・監督の振り返りや再検討を巡る情報発信を積極化した。また、AT1 債市場において、クレディスイスを買収される過程で同行発行の債券が無価値化されたことにより、価格下落圧力が他行の AT1 債へ波及するなどの影響もみられた。

本稿では、経営危機に陥ったクレディスイスが、スイス政府主導で同行を事実上救済するために UBS に買収されるに至った事案につき包括的にレビューし、示唆を抽出したい。具体的には、クレディスイスが救済買収を余儀なくされるに至った経緯や、救済買収の条件について概観する。その上で、クレディスイスの救済買収が及ぼし得る影響について、金融規制・監督、ビジネスの両面から整理する。

図表 1 クレディスイスの時価総額推移



(注) 2006年1-3月期～2023年1-3月期のデータを表示。  
(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

<sup>1</sup> UBS, “UBS to acquire Credit Suisse,” March 19, 2023.

<sup>2</sup> 2023年3月17日 (クレディスイス救済買収公表の直前) の為替レートは、1CHF=142.39円。

## II クレディスイスの経営不安と救済買収に至るまでの経緯

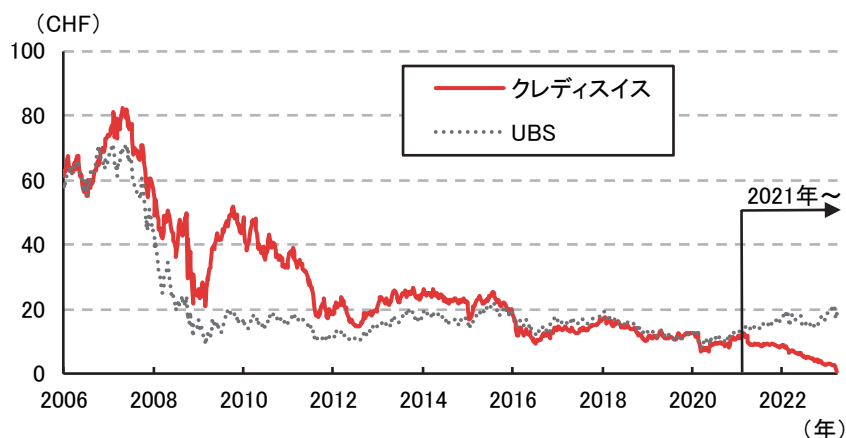
### 1. 長期的背景：スキャンダルによる市場・顧客の信認低下

クレディスイスは、スイス国立銀行（SNB）及びスイス金融市場監督機構（FINMA）が声明文で同行の健全性を強調した4日後に、スイス政府主導でUBSにより買収された。クレディスイスが破綻懸念にまで追い込まれた理由の一つとして、同行が過去長きに亘り、投資家や顧客の信頼を失い続けてきたことが指摘できる。

クレディスイスは、欧米主要国に加えてアフリカ・中東欧・日本を含むアジアといった幅広い地域で多数のスキャンダルを起こしてきた。スキャンダルは、マネーロンダリングや汚職、脱税、企業スパイ等多岐にわたっており、クレディスイスは罰金や元幹部の収監を含む法的措置を受けてきた。FINMAのマーレン・アムスタッド議長は、クレディスイスには説明責任の欠如に繋がる「企業文化上の問題」があり、過去数年に亘って数多くのミスを繰り返してきたと評した<sup>3</sup>。

投資家のクレディスイスに対する警戒感を大きく高めたのは、英金融サービス会社グリーンシル・キャピタルの経営破綻と、米投資会社アルケゴス・キャピタル・マネジメントとの取引による巨額損失計上であった。2021年に発生したこれらの事案により、クレディスイスは、リスク管理体制を厳しく追及されることとなった。その後、クレディスイスはロイズ・バンキング・グループ元最高経営責任者（CEO）のオルタオソリオ氏を取締役会長に据えて企業文化の改革を図ったが、同氏は新型コロナウイルス対策の社内規則に2度違反した後、2022年初に辞任した。2021年以降、クレディスイス株価がUBS株価をアンダーパフォームする状況が常態化していた（図表2）。

図表2 クレディスイスとUBSの株価推移



(注) 2006年1月～2023年3月の週次データを表示。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

<sup>3</sup> “Credit Suisse could face disciplinary action, Swiss regulator says,” *Reuters*, March 26, 2023.

2022年には、クレディスイスの信認低下の影響が、同行顧客にも広がっていることが明らかになった。クレディスイスによれば、誤った情報に基づく報道やソーシャルメディアへの投稿により、2022年10月に預金の引出し及びウェルスマネジメント／アセットマネジメント・ビジネスにおける顧客預かり資産流出が大幅に増加した<sup>4</sup>。例えば、当該期間を含む2022年第4四半期において、クレディスイスのウェルスマネジメント・ビジネスでは、直前四半期末の当該ビジネスにおける顧客預かり資産残高全体の15%が流出した。その後、2023年に入って預かり資産の流出ペースは落ち着いたものの、流出そのものは、クレディスイスが救済買収された2023年3月に至るまで持続していたことが明らかにされている<sup>5</sup>。

## 2. 短期的背景：年次報告書の遅延、大口投資家動向、SVB破綻

前節で述べたように、クレディスイスは2023年3月以前から経営不安を抱えており、投資家や顧客からの信認を失ってきたと考えられる。こうした中で、クレディスイスが2023年3月に救済買収に追い込まれたきっかけとしては、同行由来のものに加え、外部要因によるものも指摘できる。

クレディスイス由来の要因としては、同行が米国証券取引委員会（SEC）から受けた問い合わせ<sup>6</sup>への対応を理由に、2023年3月9日に予定されていた2022年の年次報告書の発表を遅延させたことが挙げられる。クレディスイスによる間際の発表は、同行によるさらなるスキャンダルを市場参加者に想起させたと思われる。実際、当該発表を受けて、クレディスイスの株価は3月9日に一時5%以上も下落した。

一方、外部要因としては、直接的なものと同様のものが指摘できる。直接的なものとしては、クレディスイスの筆頭株主であるサウジ・ナショナル・バンクのフデイル会長（当時）が、2023年3月15日に同行への追加出資を否定したことがある。他方、間接的なものとしては、2023年3月10日に発生したSVB破綻に端を発する金融システム不安が、クレディスイスにも波及するのではないかとの市場参加者の懸念が高まっていたことがある。こうした懸念は、クレディスイスをカウンターパーティとするデリバティブ契約につき、BNPパリバが取引当事者となることを求められる当事者交替（ノベーション）を今後受け付けないと一部顧客に伝えたとの報道<sup>7</sup>がなされたことで、さらに高まった。

SVB破綻の影響がクレディスイスに波及した背景には、SVB破綻を契機とした金融システム不安が高まる中で、クレディスイスがグローバルな大手金融機関における「最も弱い鎖の環」と見なされていたことがあると考えられる。つまり、市場参加者はG-SIBsの

<sup>4</sup> Credit Suisse, “Credit Suisse reports net revenues of CHF 3.8 bn and pre-tax loss of CHF 342 mn along with a CET1 ratio of 12.6% in 3Q22,” October 27, 2022.

<sup>5</sup> Credit Suisse, “Annual Report 2022,” March 2023.

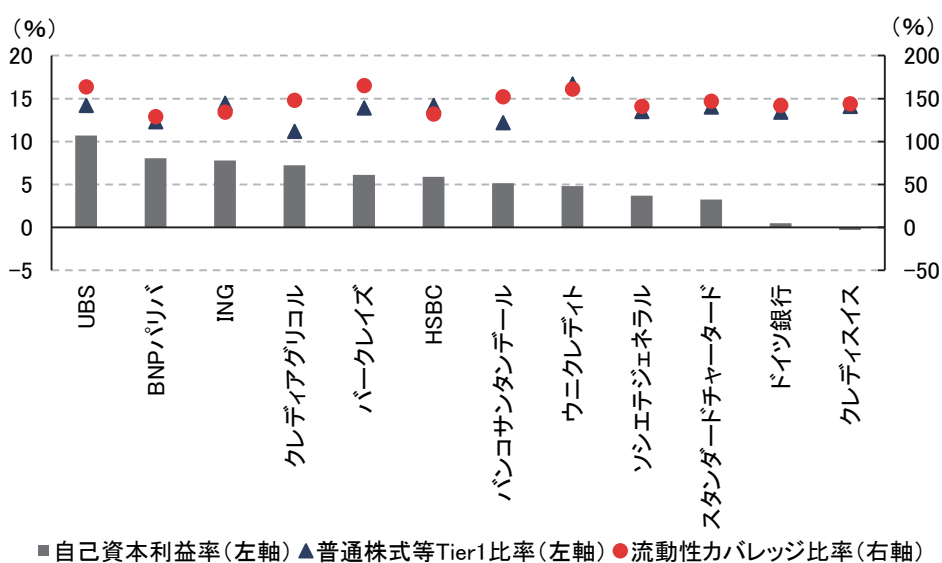
<sup>6</sup> クレディスイスのプレスリリースによれば、2019年及び2020年度の連結キャッシュフロー計算書について、技術的な評価に関する問い合わせがあったとされている。同行は当該財務諸表について、株式報酬や為替ヘッジ等を巡るキャッシュフローの計上方法を修正した経緯があった。

<sup>7</sup> “BNP Stops Accepting Swaps Reassignments Involving Credit Suisse,” Bloomberg, March 15, 2023.

中で最も脆弱な銀行の一つとしてクレディスイスを想起していた可能性があり、金融市場が不安定な中で、こうした懸念が自己実現的に同行の経営危機を加速させたことが考えられる。実際、クレディスイスは欧州における他の G-SIBs と比較しても十分な水準の自己資本や流動性を備えており、規制要件を満たしていた<sup>8</sup>一方で、収益性の低さが際立っていた（図表 3）。これに上述した経営不安を巡る投資家及び顧客の懸念が加わり、クレディスイスの株価下落や預金流出等を加速させたと考えられる。

このように様々な要因によってクレディスイスの株価下落や預金流出等が続く中、SNB 及び FINMA は 2023 年 3 月 15 日に共同で声明文を公表した<sup>9</sup>。同声明文は、クレディスイスが G-SIBs に適用される自己資本及び流動性の要件を満たしていることを強調するとともに、必要であれば SNB が同行に対して流動性供給を行う準備があるとの内容であった。しかし、声明文の公表を受けてもクレディスイスに対する投資家の懸念は収まらず、同行株価は下落基調で推移を続けた。そして、声明文公表からわずか 2 日後の 17 日には、スイス政府主導で UBS によるクレディスイスの買収が協議されているとの報道がなされ、アジア時間における金融市場の取引開始を控えた 19 日には、FINMA が救済買収の承認を公表した<sup>10</sup>。

図表 3 欧州大手銀行の各指標比較



(注) 普通株式等 Tier1 比率及び流動性カバレッジ比率は 2022 年末時点の数値を表示。  
自己資本利益率は、2018 年～2022 年の 5 年平均の数値を表示。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

<sup>8</sup> 2022 年末時点において、クレディスイスの普通株式等 Tier1 比率、流動性カバレッジ比率、安定調達比率はそれぞれ 14.1%、144%、117%となっていた。

<sup>9</sup> FINMA, “FINMA and the SNB issue statement on market uncertainty,” March 15, 2023.

<sup>10</sup> FINMA, “FINMA approves merger of UBS and Credit Suisse,” March 19, 2023.

FINMA は救済買収を承認するプレスリリースにおいて、クレディスイスは流動性不足に陥るリスクを抱えていたとの認識を示した。SVB が預金者の取り付けによって破綻に追い込まれた経緯も踏まえると、クレディスイス及び SVB 両行の危機には、共通点があったと言える。両行を破綻懸念（及び破綻）に追い込んだ原因が急激な資金流出による流動性不足であったことは、今般の一連の事案から得られる教訓を過去の金融不安局面と比較して検討する際に、重要なポイントの一つになると考えられよう。

### III クレディスイス救済買収と AT1 債を巡る論点

#### 1. 救済買収の概要

UBS によるクレディスイス買収の概要は、図表 4 に示している通りである。まず注目されるのは、クレディスイス買収価格が 30 億 CHF（一株当たり 0.76CHF に相当）に設定されたことである。これは、1 年前の 2022 年 3 月中旬におけるクレディスイス株価の 9 分の 1 未満の水準であり、救済買収が公表される直前の 2023 年 3 月 17 日引け値の半分にも満たない水準であった。

また、クレディスイス救済買収を巡って、UBS が SNB 及びスイス政府から大規模な流動性供給や政府保証を引き出していることも重要なポイントである。UBS は、SNB による最大 1,000 億 CHF の流動性供給を受けることが可能となっていることに加えて、買収資産から将来発生し得る損失につき、スイス政府から最大 90 億 CHF の補填を受ける保証を得ている（ただし、当該政府保証は、UBS が先ず 50 億 CHF 分の損失を負担した後に利用可能となる）<sup>11</sup>。スイスのカリン・ケラー・ズッター財務大臣は、「UBS による買収であるため、政府救済ではなく商業的な解決策」であると主張したものの<sup>12</sup>、これら政府保証の存在は、スイス納税者の資金がリスクに晒されていることを意味している。

図表 4 UBS によるクレディスイス買収の概要

UBS がクレディスイス株を 1 株 0.76CHF で取得。買収額は 30 億 CHF
本件買収に係る株主投票は実施せず
合計 160 億 CHF のクレディスイスが発行する AT1 債は全額減損（無価値化）
UBS の規模拡大により追加の G-SIB バッファが必要となる点については、移行期間を設定
スイス政府及び国内外の中央銀行は、本件買収に係る政府保証及び流動性支援策等を公表
✓ UBS が買収資産から損失を被った場合、スイス政府が最大 90 億 CHF を補填することを保証（当該保証は、UBS が先に 50 億 CHF の損失を負担した後に利用可能となる）
✓ SNB は 1,000 億 CHF の流動性支援枠を UBS に提供
✓ FRB 等の主要 6 中銀が協調してドル資金を市場に供給

（出所）各種公表資料より野村資本市場研究所作成

<sup>11</sup> Federal Department of Finance, “FAQ Credit Suisse,” May 17, 2023.

<sup>12</sup> “UBS's Credit Suisse deal was the best solution says Swiss gov't,” *Reuters*, March 19, 2023.

## 2. クレディスイスの AT1 債を巡る論点

クレディスイス救済買収を巡り市場参加者から最も注目を集めたのは、クレディスイスが発行していた合計 160 億 CHF の AT1 債を無価値化するという FINMA の決定であった。

この決定が物議を醸した理由は、バイルインが行われる際の弁済順位を巡る国際合意から逸脱していたためである。市場参加者の間では、グローバル金融危機後に金融安定理事会 (FSB) が 2011 年 11 月に公表した破綻処理の枠組み<sup>13</sup>等に基づき、AT1 債保有者への弁済は株主に優先することとされていたところ、今般の FINMA の決定は、株主価値が残存する中での AT1 債無価値化を意味するものであり、この点において上記国際合意とは明確に異なる対応であった。

FINMA のアーバン・アンゲールン CEO は、株主価値の完全な喪失を伴う「秩序ある破綻処理」ではなく、AT1 債のみの無価値化を伴う政府主導の救済買収が選択された理由として、金融市場へ及ぼし得る潜在的な影響の大きさを挙げている<sup>14</sup>。仮にクレディスイスに対する「秩序ある破綻処理」が実行された場合、同行の株式価値は完全に失われるうえ、総損失吸収力 (TLAC) 債のバイルイン実施も不可避であった。加えて、金融市場が不安定な環境下で史上初の G-SIBs 破綻という事態が発生すれば、スイス及びグローバルの金融安定が脅かされる可能性もあったと同氏は指摘した。スイス政府による AT1 債無価値化の決定は、市場参加者に驚きをもって受け止められた。FINMA の決定を受け、欧州の銀行が発行する AT1 債の市場価格は大きく下落した (図表 5)。

図表 5 欧銀の AT1 債に投資するインデックス型 ETF の基準価額推移



(注) Invesco AT1 Capital Bond UCITS ETF Acc につき、2021 年 1 月～2023 年 4 月の基準価額を表示。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

<sup>13</sup> Financial Stability Board “Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions,” November 4, 2011.

<sup>14</sup> FINMA, “Address by Urban Angehrn, FINMA CEO,” April 5, 2023.

こうした事態を受けて、欧州中央銀行（ECB）、欧州銀行監督機構（EBA）及び単一破綻処理委員会（SRB）は、クレディスイス救済買収が公表された翌日の2023年3月20日に、欧州連合（EU）におけるAT1債の元本削減は、普通株式の価値が完全に失われた後にのみ行われるとの認識を示す声明文を公表した<sup>15</sup>。また、イングランド銀行（BOE）やシンガポール、マレーシア、香港の金融当局も、同様の声明文を公表している。

クレディスイス発行のAT1債無価値化の決定に関する問い合わせが相次いだことから、FINMAは2023年3月23日に本決定の正当性を説明する追加の声明文を公表した<sup>16</sup>。ここでは、AT1債無価値化の決定は、当該証券の契約条項、及び救済買収が公表されたタイミングと同日の3月19日に制定された緊急政令により正当化されると主張された。そのうえで、前者については、当該AT1債の目論見書において元本削減の発動条件とされる「存続可能性に問題が生じた場合（Viability Event）」が、本件買収を巡る政府保証の提供により満たされたと説明された。また、後者の緊急政令については、クレディスイスに対して政府保証が供与されるにあたり、FINMAが同行に対してAT1債の元本削減を命じることを認めている<sup>17</sup>と説明された。

しかし、こうしたFINMAの主張については、疑問視する向きもある。例えば、当該AT1債の目論見書の記載に関して、スイス政府が提供した政府保証は、クレディスイスの自己資本不足解消を目指すものではなく、実際に自己資本増強をもたらす効果もなかったことから、「存続可能性に問題が生じた場合」の条件である公的セクターからの特別支援<sup>18</sup>に該当しないのではないかとの見方がある<sup>19</sup>。また、当該AT1債の元本削減を認めた緊急政令の内容に関して、これが憲法の定める緊急立法権の範囲と整合的か否かには議論の余地があるとの指摘もある<sup>20</sup>。AT1債無価値化を巡っては、既にFINMAに対して120件以上の訴訟が提起されている状況であり、今後の動向が注目される<sup>21</sup>。

なお、市場参加者の間では、AT1債の目論見書の記載に注目が集まっている。無価値化の対象となったクレディスイスのAT1債の目論見書は、普通株式の価値が残存する中でも当該債券の元本削減が行われる可能性があることを明示している<sup>22</sup>。一方で、例えばドイツ銀行のAT1債の目論見書には、バイルインが行われる際に、上述した国際合意に則った

<sup>15</sup> European Central Bank, “ECB Banking Supervision, SRB and EBA statement on the announcement on 19 March 2023 by Swiss authorities,” March 20, 2023.

<sup>16</sup> FINMA, “FINMA provides information about the basis for writing down AT1 capital instruments,” March 23, 2023.

<sup>17</sup> The Swiss Federal Council, “Ordinance on Additional Liquidity Assistance Loan and the Granting of Federal Default Guarantees for Liquidity Assistance Loans from the Swiss National Bank to Systemically Important Banks Amendment of 19 March 2023,” March 19, 2023.

<sup>18</sup> 当該債券の目論見書は、「公的セクターからの特別支援」を「クレディスイスの自己資本比率を改善する効果がある、あるいは近い将来に改善する効果を持つ支援であり、かつそれがなければクレディスイスが債務超過・破綻・債務支払不能に陥ると規制当局が判断するもの」と定義している。

<sup>19</sup> “Claims for Damages of Credit Suisse Investors against the Swiss Federal Government / Swiss Authorities?,” *Inside Law*, March 26, 2023.

<sup>20</sup> 前掲脚注19を参照。

<sup>21</sup> “Swiss Hit With 120 Lawsuits Over Credit Suisse AT1 Bond Wipeout,” *Bloomberg*, May 4, 2023.

<sup>22</sup> 例えば、クレディスイス・グループが発行したAT1債（2022年6月22日発行、表面利率9.75%の永久債）の目論見書には、「当該債券の元本削減は、クレディスイス・グループの優先株式、PC債（Participation Certificates）及び普通株式が残存する中でも実施される可能性がある」との記述がある。



弁済順位が適用されることが明記されており、具体的には、AT1 債の元本削減は普通株式等の価値毀損の後に行われるとの記載がある<sup>23</sup>。ここからも、今般のクレジットスイスの AT1 債が無価値化された事案の特殊性が見て取れよう。

## IV クレディスイス救済買収の影響

### 1. 金融規制・監督への影響

#### 1) 大手銀行の流動性を巡る規制・監督への影響

スイス政府主導のクレジットスイス救済買収が実現したことにより、クレジットスイスの破綻を契機とするグローバル金融危機の発生は、ひとまず回避されたように見受けられる。一方で、G-SIBs の一角を占める大手銀行が、規制要件を十分に満たしながら、短期間のうちに政府主導の救済買収にまで追い込まれたことは、金融市場参加者のみならず、世界各国・法域の金融規制当局にも衝撃を与えた。

グローバルな金融規制当局は一連の事象を受けて、銀行規制・監督の再評価に着手している。バーゼル銀行監督委員会は、クレジットスイス救済決定後の 2023 年 3 月 23 日に公表した声明文において、最近の一連の事象を巡る規制・監督上の影響を把握し、教訓を得ることについて合意したと述べている<sup>24</sup>。また、ECB の当局者が、銀行規制における流動性リスクの扱いを再考することを検討しているとの報道もある<sup>25</sup>。同報道によれば、ECB が預金の粘着性をはじめとする銀行の資金調達リスクに注目する可能性が高いとされた。これは、ECB を含む各国金融規制当局が、流動性カバレッジ比率 (LCR) 規制や、流動性リスクを巡るストレステストのシナリオ及びその前提について検証する可能性があることを示唆していよう。

また、BOE のアンドリュー・ベイリー総裁は、現時点において英国の銀行が具備している流動性バッファの水準が適切と仮定することはできないと述べており、LCR を含む流動性規制を見直すことを示唆した<sup>26</sup>。英健全性規制機構 (PRA) のサム・ウッズ CEO も、LCR を「微調整」する可能性に言及した<sup>27</sup>。

金融規制当局が大手銀行の流動性リスクを再評価する際には、デジタル・バンキングの普及やソーシャルメディアによる情報拡散が、銀行における取り付けリスクを増幅させている点について議論される可能性が高いものと考えられる。SVB 及びクレジットスイス双方の事案において、こうしたテクノロジー進化の影響が指摘されているためである。実際、BOE ベイリー総裁は、SVB の事案は銀行取り付けが「さらに急

<sup>23</sup> Deutsche Bank Group, “PROSPECTUS dated 10 November 2022, EUR 1,250,000,000 Undated Non-Cumulative Fixed Rate Additional Tier 1 Notes of 2022,” November 10, 2022.

<sup>24</sup> Basel Committee on Banking Supervision, “Basel Committee to review recent market developments, advances work on climate-related financial risks, and reviews Basel Core Principles,” March 23, 2023.

<sup>25</sup> “EU Regulators to Rethink Liquidity After Credit Suisse Unravels,” *Bloomberg*, March 23, 2023.

<sup>26</sup> Bank of England, “Monetary and financial stability: lessons from recent times - speech by Andrew Bailey,” April 12, 2023.

<sup>27</sup> “BoE governor Andrew Bailey dismisses chances of financial crisis,” *Financial Times*, March 28, 2023.

激に」進む可能性があることを示しており、銀行が備えるべき流動性バッファの水準は、こうした可能性を踏まえて検討されるべきであると主張した<sup>28</sup>。

一方で、一連の事象を契機に銀行規制の枠組みそのものを再考すべきとの議論に対しては、否定的な見解を示す向きもある。ECB 銀行監督委員会のアンドリア・エンリア委員長は、バーゼルⅢの最終化によって銀行規制のために必要なツールは十分に備わっていることから、銀行規制改革の議論を再開することは「非生産的である」とした。その上で同委員長は、今後の議論の焦点として、銀行監督をいかに効果的に行うのかという点に重点が置かれるべきであると述べている<sup>29</sup>。例えばエンリア委員長は、LCR が優れた指標であるとの見方を改めて示すとともに、SVB のように特異なビジネスモデルを有する銀行<sup>30</sup>への対処は、LCR 等の規制の変更ではなく、当局の介入によって行われるべきとの見方を示した<sup>31</sup>。

なお、EU は、一連の事象を受けて、大手銀行の流動性リスク以外の分野においても、金融規制の見直しに繋がり得る動きを見せている。例えば、欧州委員会は 2023 年 4 月 18 日、域内銀行の破綻処理に際して、EU 共通の枠組みを適用することを促す改革案を公表した<sup>32</sup>。本改革案は、主に域内中小銀行の破綻処理時に EU の単一破綻処理基金及び各国の預金保険基金の活用を促すことで、「秩序ある破綻処理」の適用促進、ひいては各国政府の裁量によるペイルアウトの回避を目指している。

## 2) 巨大銀行への懸念と TBTF を巡る論点

スイス国内では、クレディスイス合併を経た UBS の巨大化に対して懸念や批判の声が強まっており、その帰結が注目されている。2023 年 3 月 21 日から 23 日の期間に行われたスイス有権者に対する世論調査によれば、回答者の 79%が巨大化した UBS の解体に賛意を示した（図表 6）。スイスにおける政治家の主張もこうした世論を反映しており、議会における第 3 勢力である自由民主党（FDP）は、金融市場の鎮静化が確認され次第、旧クレディスイスの国内銀行部門を UBS から分離すべきであると主張している。欧州においては 2008 年、グローバル金融危機に伴う銀行破綻によってアイスランドが国際通貨基金（IMF）からの緊急融資を受けた前例もあり、経済に対して相対的に過大な規模の金融セクターを有する国においては、大手金融機関の規模を抑制すべきとの機運が従来以上に高まる可能性も考えられよう。

<sup>28</sup> 前掲脚注 26 を参照。

<sup>29</sup> European Central Bank, “A new stage for European banking supervision,” March 28, 2023.

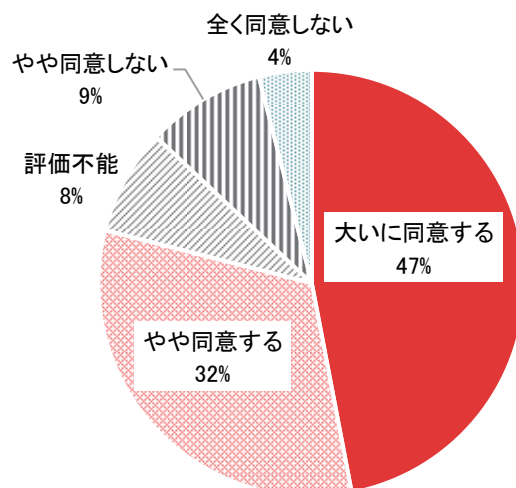
<sup>30</sup> エンリア委員長は SVB のビジネスモデルにつき、同行が持つ資産・負債双方の内容がハイテク企業関連に集中しており、特に預金者ベースの偏りが顕著に見られていた点が特異であったと指摘している。

<sup>31</sup> European Central Bank, “Interview with Market News International,” April 25, 2023.

<sup>32</sup> European Commission, “Banking Union: Commission proposes reform of bank crisis management and deposit insurance framework,” April 18, 2023.

図表6 スイスにおける世論調査結果

「UBSは巨大化し過ぎており、分割する必要がある」という主張に対して同意するか？



(注) 2023年3月21日～23日までに実施された有権者に対する世論調査結果を表示。

(出所) gfs.bern 資料より野村資本市場研究所作成

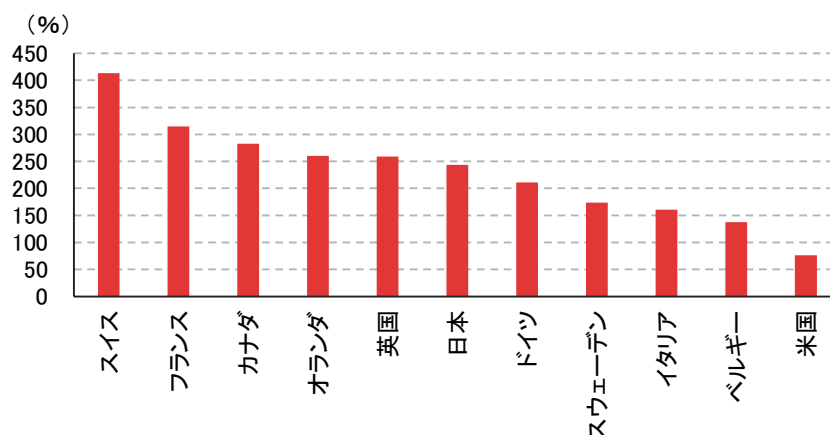
また、大手銀行の規模に関連して、一連の事象が「大きすぎて潰せない (Too Big To Fail、以下 TBTF)」問題を巡る議論に一石を投じる可能性もある。スイスのケラー・ズッター財務大臣はスイス紙のインタビューにおいて、「秩序ある破綻処理」をクレディスイスに適用することは法的には可能であったが、同行の破綻によってグローバル金融危機が誘発される可能性がある等、潜在的な影響が大き過ぎたため実行に移されなかったとの見方を示した<sup>33</sup>。その上で同氏は、グローバルに活動する大手銀行に対して「秩序ある破綻処理」のプロセスを適用することについて、特に危機局面においては不適切であると発言した。

また、ベルン大学のブルネッティ教授は、スイス政府及びFINMAによるクレディスイスを巡る一連の判断が、TBTF問題に関する現在の規制枠組みに対して疑問を投げかけていると主張した<sup>34</sup>。同氏はウェブサイト上の論考において、仮に「秩序ある破綻処理」が現実には実行不可能な政策オプションであると結論づけられた場合、規制を通じて銀行の規模を制限することも検討すべきであるとの見方を示している。こうした議論は、スイスのように大規模な銀行を救済することが国家財政上の制約から困難な国において特に起こりやすいということを割り引く必要はあるものの(図表7)、主要国も含む各国の金融規制当局者からの今後の情報発信が注目される分野の一つと言えよう。

<sup>33</sup> “Rules for winding up big banks do not work, Swiss finance minister warns,” *Financial Times*, March 25, 2023.

<sup>34</sup> “Big banks must become globally resolvable – or significantly ‘smaller’,” *VoxEU*, May 1, 2023.

図表 7 各国の銀行資産残高の対名目 GDP 比



(注) 銀行資産残高は 2022 年末時点、名目 GDP は 2022 年の数値を使用して算出。  
 (出所) 国際決済銀行、日本銀行、国際通貨基金より野村資本市場研究所作成

## 2. 金融業界への影響：合併後の UBS が直面する機会と不確実性

スイスの G-SIBs である UBS とクレディスイス両行の合併が実現したことは、UBS のスイス国内におけるプレゼンスをこれまで以上に高めると同時に、グローバル金融業界にも影響を及ぼす可能性がある。特に、米州及びアジアのウェルスマネジメント業界や、欧州のアセットマネジメント業界への影響が想定される。

UBS によると、クレディスイスの合併により、UBS はグローバルでモルガン・スタンレーに次ぐ第 2 位のプライベートバンクとなる見込みである。そして、UBS は、欧州系では第 3 位の運用資産残高を有する資産運用部門を傘下に抱えることとなる<sup>35</sup>。アセットマネジメント・ビジネスに関して、UBS 及びクレディスイスの事業は相互補完的であるとされている。例えば、UBS は富裕層顧客向けのアクティブ戦略の提供に注力している一方で、クレディスイスは上場投資信託 (ETF) 等を含むパッシブ戦略、及びオルタナティブ投資戦略に注力している<sup>36</sup>。

なお、欧州委員会は 2023 年 5 月 25 日、欧州経済圏 (EEA) における競争を阻害する恐れはないとして、UBS によるクレディスイスの買収を無条件で承認した<sup>37</sup>。これにより、EU 域内において競争政策上の観点から UBS が資産売却を迫られ、競合他社がシェアを拡大する機会はなくなった<sup>38</sup>。

UBS のコーム・ケレハー会長は、2023 年 4 月 5 日の投資家向けプレゼンテーションにお

<sup>35</sup> UBS, “UBS acquisition of Credit Suisse (presentation material),” March 19, 2023.

<sup>36</sup> “What the takeover of Credit Suisse means for UBS,” *Financial Times*, March 2022, 2023.

<sup>37</sup> European Commission, “Mergers: Commission approves the merger between Credit Suisse and UBS,” May 25, 2023.

<sup>38</sup> もっとも、EU 域外に目を向けると、例えば中国では、クレディスイスが現地法人銀行の設立を断念すると報じられている。中国では規制上、外資系による現地の銀行設立の免許が 1 件に限られており、UBS が既に現地で銀行を設立していることが背景にある (“Exclusive: Credit Suisse axes China bank plan to avoid regulatory conflict under UBS,” *Reuters*, May 31, 2023)。

いて、ウェルスマネジメント及びアセットマネジメント・ビジネスへ注力する方針を改めて示している。ケレハー会長は特にウェルスマネジメント・ビジネスに関して、プライベートバンキングで長い歴史を持つスイスの伝統、及び UBS の専門性を活かすことができる分野であることに加えて、比較的低リスクであるという利点を挙げ、当該事業に経営資源を傾斜させるメリットを強調した<sup>39</sup>。UBS と同様に大手プライベートバンクであったクレディスイスの買収は、UBS が従来から描いていた成長戦略をより一層推進する契機となり得よう。特に、クレディスイスはウェルスマネジメント・ビジネスにおいて高い成長が見込めるアジアに多くのアドバイザー及び預かり資産を抱えており、これが UBS の同地域における成長のドライバーとなることが期待されていよう。

もっとも、スイスの大手プライベートバンク 2 社の合併には、相応の不確実性も伴う。まず、クレディスイスは 2022 年 10 月以降、ウェルスマネジメント・ビジネスにおける預かり資産の流出に直面している。上述の通り、クレディスイスは 2022 年の第 4 四半期において、同セグメントが前四半期末に有していた預かり総資産の 15% に相当する規模の資産純流出に見舞われた。2022 年末時点における UBS 及びクレディスイスのウェルスマネジメント・ビジネスの預かり資産残高はそれぞれ 2.8 兆ドル、0.6 兆ドルであり、クレディスイスの合併は UBS にとって必ずしも大きな上乗せにはならないかもしれない。

加えて、クレディスイスからのさらなる資産流出は、UBS にとっての本件買収の意義を減じかねない。実際、UBS とクレディスイスが合併することによって、既存顧客が資産預け先の分散を目的とした資産移管を行う可能性もある。例えば、UBS 及びクレディスイス両社の存在感が共に大きいアジアでは、顧客が合併後の UBS への預かり資産の集中を懸念して、資産の一部を他のプライベートバンクへ移すのではないかと予想する向きがある<sup>40</sup>。さらに、クレディスイスに在籍するアドバイザーが他社に流出するリスクも排除できない<sup>41</sup>。

投資銀行ビジネスについては、UBS ケレハー会長は適正化を引き続き進めると発言しており、同セグメントの規模（リスク加重資産ベース）を総資産残高の 25% 未満とすることを目指すと明言している。UBS の 2023 年 3 月末における同指標が 29.1% であったことを踏まえると、クレディスイスの投資銀行ビジネスは合併後に縮小される可能性が高い<sup>42</sup>。他方で、クレディスイス買収発表の直後に辞任した UBS のラルフ・ハマーズ元 CEO は、クレディスイスが強みとしていた米国及びテクノロジーセクター関連の投資銀行ビジネスが UBS のウェルスマネジメント・ビジネスと親和性が高いとの見方を示していたこ

<sup>39</sup> UBS, “Speech by Colm Kelleher, Chairman of the Board of Directors,” April 5, 2023.

<sup>40</sup> “UBS/Credit Suisse Deal Would Have Brutal Consequences in Asia,” *finews*, March 19, 2023.

<sup>41</sup> 2016 年に米国のウェルスマネジメント・ビジネスから撤退する際に、クレディスイスは同行在籍のアドバイザーをウェルズ・ファーゴへ移籍させるべく準備を進めていた。しかし、移籍対象となったアドバイザーの一部は移籍条件等に難色を示し、結果的に UBS を含む他のプライベートバンクへ転職した。

<sup>42</sup> なお、2022 年末時点におけるクレディスイスの投資銀行ビジネス（カバレッジ・プロダクト等狭義の投資銀行業務に加えて、株式・債券等のセールス及びトレーディング業務を含む）の規模は、リスク加重資産ベースで総資産残高の 15.8% であった。2021 年末の同数値は 31.5% であり、クレディスイスの投資銀行ビジネスの規模は本件買収前に急速に縮小していたことが窺われる。

とからすると<sup>43</sup>、合併後のクレディスイス投資銀行ビジネスの縮小は、選択的に行われるということも考えられよう。

## V 今後の注目点：AT1 債、金融規制、UBS の経営戦略

UBS によるクレディスイスの買収は、市場参加者、金融規制当局、ウェルスマネジメント・ビジネスをはじめとする金融業界の関係者それぞれに大きな影響を及ぼす出来事であった。今後は、以下の三点が注目に値しよう。

第一に、AT1 債市場の今後である。三井住友フィナンシャルグループは 2023 年 4 月 25 日、クレディスイス救済買収後において G-SIBs で初となる AT1 債を発行した。当該債券は、同グループが 2022 年末に発行した AT1 債と比較して高いスプレッドで販売された一方、当初想定を大きく上回る 1,400 億円の発行となるなど、投資家需要の存在を示唆している。AT1 債市場全体でスプレッド縮小の動きがみられていることから窺えるように<sup>44</sup>、市場は正常化に向かっていると考えられる。各国の金融規制当局が AT1 債に関する情報発信を行ったことや、個別債券の契約条項が精査されたことなどにより、クレディスイスの AT1 債の無価値化は同行、あるいはスイス固有の事象であったとの認識が市場参加者の間で広がりつつあることが、市場正常化の動きに繋がっている可能性がある。AT1 債の無価値化を巡る訴訟が広がっていることも、スイス政府及び当局の対応に対する市場参加者の違和感と、AT1 債市場全体に対する信頼感の裏付けであると解釈することもできよう。

第二に、グローバル金融危機後の金融規制強化に対する評価である。クレディスイスが規制要件を十分に満たしていたにも関わらず短期間のうちに救済買収に追い込まれたことは、バーゼル合意に基づく銀行規制の枠組みの再考を促す可能性がある。今般の事例は、自己資本や流動性のバッファーを積み上げることにより銀行の頑健性を高めるというアプローチに対して、バッファーの水準が十分なのか、さらにはそもそもバッファーを積み上げるアプローチそのものが適切なのか、といった疑問を投げかけ得る。他方で、FINMA のマーレン・アムスタッド議長が主張した通り、仮にクレディスイスが十分なバッファーを有していなかった場合、同行は 2022 年の秋にも深刻な状況に陥っていた可能性が排除できない<sup>45</sup>。現状、各国の金融規制当局は主に大手銀行の流動性規制・監督を中心に情報発信しているものの、今後、大手銀行を巡る他の規制・監督に議論が広がっていく可能性も考えられる。

第三に、クレディスイス合併を経た UBS の今後の動向である。UBS のコーム・ケレハー会長は投資家に対して、クレディスイスの合併は財務的に魅力的な取引であると訴えている<sup>46</sup>。一方で、UBS が今後の経営戦略において重視しているウェルスマネジメント・

<sup>43</sup> UBS, “UBS acquisition of Credit Suisse (Speech and Q&A Session Transcript),” March 19, 2023.

<sup>44</sup> 例えば、iBoxx Contingent Convertible Liquid Developed Europe AT1 Index は、2023 年 5 月末時点においてクレディスイス救済買収直前の水準を回復している。

<sup>45</sup> FINMA, “Address by Marlene Amstad, Chair of FINMA’s Board of Directors,” April 5, 2023.

<sup>46</sup> “UBS tells investors ‘Herculean’ Credit Suisse takeover will pay off,” *Reuters*, April 5, 2023.

ビジネス及び国内銀行ビジネスを巡って、上述の通り大きな不確実性が存在していることは無視できない。加えて、UBS がグローバル金融危機後、欧州勢の中でいち早く縮小してきた投資銀行ビジネスについても、クレディスイスの合併により、高リスクかつウェルスマネジメント・ビジネスとの親和性が低い非中核部門の縮小を速やかに進めるといった対応が求められる可能性が高まった。クレディスイスからの資産及びアドバイザー流出の可能性や、国内銀行部門の巨大化を巡る世論の反発といった逆風を受ける中で、UBS がクレディスイス合併をビジネスの成長につなげられるか、注目される。