

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

神山 哲也

■ 要 約 ■

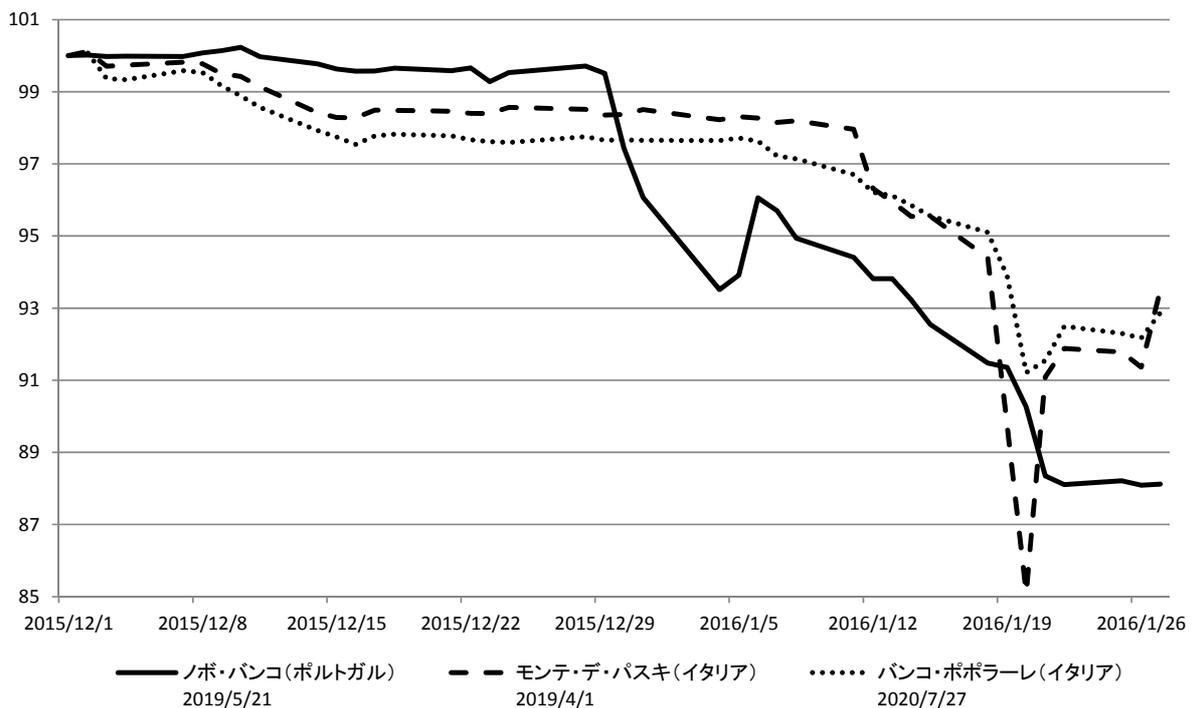
1. 2016年初の欧州金融・資本市場では、特に財務状況が悪化している南欧の銀行におけるシニア債価格の下落が顕著になっている。この背景として指摘されているのが、ノボ・バンコのシニア債ベイルインである。
2. 中央銀行のポルトガル銀行は2015年末、経営危機に陥ったバンコ・エスピリト・サント（BES）のグッド・バンクとして設立されたノボ・バンコの機関投資家向けシニア債5種類について、バッド・バンクとなったBESへの移転を決定した。結果的に元本削減が生じることになるため、ベイルインとされている。
3. 個人投資家向けに販売された同順位のシニア債はベイルインの対象外となったため、同順位債権者の差別に当たるかが最大の論点となっている。ポルトガル銀行の決定は破綻処理当局としての授權の範囲内ではあったものの、EU（欧州連合）ベイルイン規定の適用直前といったタイミングから、投資家の不信感は強まったものと思われる。
4. また、本件ベイルインがCDS（クレジット・デフォルト・スワップ）の発動事由たるクレジット・イベントに該当するか、2015年11月にノボ・バンコを存続可能としたECB（欧州中央銀行）の監督との関係も論点となっている。
5. 今後はイタリア経営不振行の社債への影響が懸念される。イタリアは欧州で最も銀行セクターが弱っている国の一つであり、また、ポルトガル同様、個人投資家への銀行シニア債の販売が一般化している。そのため、ベイルイン案件が出てきた場合、ノボ・バンコのベイルイン同様、個人投資家保護が優先されることも想定され、機関投資家にとっては注意が必要となろう。

I. はじめに

2016年の欧州金融・資本市場は、波乱含みの幕開けとなった。中国をはじめとする新興国経済の減速や原油価格の下落等の外部要因が説明要因として指摘されるが、一方で、欧州固有の波乱も生じている。特に金融セクターでは、南欧の銀行の株価が軟調となっている。株式市場では、欧州中央銀行（ECB）が欧銀各行の不良債権の精査に乗り出したとの報道から、不良資産比率が高く財務状況の悪化した銀行が多いイタリアを中心に銀行株が売られた¹。

債券市場では南欧の銀行のうち、特に財政状況が悪化しているとみられている銀行のシニア債価格の下落が顕著になっている（図表）。例えば、ポルトガルのノボ・バンコは年末年始を挟む1か月ほどで最大7%超、イタリアのモンテ・デ・パスキも3%ほど下落している。この背景として指摘されているのが、2015年末のノボ・バンコのシニア債ペイルインである²。

図表 南欧3行のシニア債価格推移



(注) 2015年12月1日～1月26日。開始日を100として指数化。銀行名の下の日付は満期日。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

¹ ECBは本件について、NPL（不良資産）タスクフォースでNPL比率の高い銀行の情報収集をしていることを表明したが、あくまでも経常的な作業であることを強調している。

² “Bank bonds hit in southern Europe after Portugal’s move on Novo Banco contaminates market”, *Financial Times*, January 18, 2016

Ⅱ. 経緯と概要

ポルトガルの中央銀行であるポルトガル銀行(Banco de Portugal)は2015年12月29日、バンク・エスピリト・サント(BES)からノボ・バンクに移転された無担保シニア債5種類について、BESに再移転することを決定した。一義的には債務移転であるが、清算処理を前提とするバッド・バンクたるBESへの移転であるため元本削減に直結するものであり、故にベイルインとすることができる³。

ポルトガル第2位行であったBESは、2014年7月、親会社であるオーナー一族企業の資金繰りの悪化をきっかけに経営危機が取りざたされ、同月の第2四半期決算では34.9億ユーロの赤字が発表された。規制上の所要自己資本比率を割り込んだため中銀の流動性ファシリティへのアクセスは断たれ、キャッシュフローは滞り、株価急落で株式発行も困難になった。

そこで、ポルトガル銀行は翌2014年8月、BESの破綻処理を公表した。まず、グッド・バンクとしてノボ・バンクを設立し、BESはバッド・バンクとした。バッド・バンクとしてのBESには、今後の流動化を前提に、グループ会社向けエクスポージャー、その他不良資産が残り、投資家としては株主と劣後債保有者が残った。他方、ノボ・バンクについては、2012年に設立された同国破綻処理基金⁴が新規発行株式49億ユーロを引き受け、支店や預金、優良債権がBESから移転され、投資家ではシニア債保有者が移転された。その後、ノボ・バンクの売却が試みられたが、売却価格等で折り合わず、2015年9月に売却交渉を中断している。今般のBESへのシニア債の再移転は、ノボ・バンクの債務負担を軽減することで同社売却の容易化を目的としたものである。実際、2016年1月には、ノボ・バンクの売却プロセスの再開がポルトガル銀行により公表されている。

ポルトガル銀行によると、2014年8月の破綻処理手続前の要因によりノボ・バンクの財務状況が悪化し資本不足に陥ったことから、BESとその投資家に負担を負わせることを決定したという。また、同措置により、ノボ・バンクの預金者、外部サービス業者向け債務、その他の無担保債務は保護されるという。BESに再移転される5種類のユーロ建てシニア債は、いずれも破綻処理手続前にBESが機関投資家向けに発行したものであり、額面19.41億ユーロとなる⁵。2014年8月の破綻処理の条件では、ポルトガル銀行が同国の破綻処理当局としての権限に基づいて何時でもノボ・バンクとBES間で資産や債務、オフバランスシート資産、預かり資産を移転させられることが明記されており、これを根拠としている。

³ 実際、当地の報道等でも本件は「ベイルイン」として扱われている。

⁴ 破綻処理基金はポルトガルの銀行業界から資金調達するものであるが、この時点では設立後間もなく、資金が十分に蓄積されていなかったため、ポルトガル政府から融資を受けた。

⁵ ノボ・バンクの発行済みシニア債全体は52本、約120億ユーロ。

Ⅲ. ノボ・バンクのシニア債ベイルインを巡る論点

1. 同順位債権者の差別か

本件の最大の論点は、同順位の債権者の不当な差別に該当するか否かである。優先劣後関係で今回対象となったシニア債と同順位に位置付けられていても、リテール投資家向けに発行されたシニア債やオフショア発行のシニア債は対象外となっている。この点について、対象となったシニア債を保有する機関投資家は、優先劣後関係上同等な債権者を同等に扱うパリパス原則に違反していると強く非難している。本件シニア債の保有者としては、ブラックロックとピムコが各々1億ユーロ以上と最も多く保有しているとされるが、両社を含め複数の投資家グループが本件ベイルインに関して、ポルトガル銀行に対して訴訟を起こしている。

他方、ベイルインを決定したポルトガル銀行としては、破綻処理当局としてノボ・バンコと BES 間で資産・債務等に移転できる上記権限を根拠としており、ポルトガル法及び EU の銀行再生・破綻処理指令 (BRRD)⁶に通底する原則に則っていると説明している。BRRD では、銀行の破綻処理において各国破綻処理基金や預金保険制度等の資金を利用する前提として、シニア債保有者や付保対象外預金者も一定の損失⁷を負担することを求めるベイルイン及びベイルインの順位が規定されている。同一クラスの債権者については同等に扱われるべきことが規定されているが、その前文において、同一クラスの債権者が異なる扱いを受ける場合は、公益の観点から正当化され、国籍に基づく差別であってはならないと記されている。そこでポルトガル銀行は、①リテール投資家向けに販売されたシニア債を対象外としたことについて、それを対象に含めしまうと、ノボ・バンコの顧客・預金の流出や信頼失墜に繋がり、事業に著しい損害が生じていたと説明し、②オフショア発行のシニア債を対象外としたことについては、それを BES へ再移転できない法的・技術的な問題があったと説明する。

BRRD のベイルイン規定は 2016 年初に適用開始のため、本件シニア債の再移転が実施された 2015 年末時点では遵守の必要はなく、故に「通底する原則に則っている」と説明されているのだと思われる。そのため、BRRD に基づくベイルイン規定適用後であれば、今回のようなシニア債の再移転はより難しかったとの指摘もある⁸。しかし BRRD では、ベイルイン除外債務でなくとも、破綻処理当局の裁量によりベイルインの対象外とできる例外的な状況として、以下の 4 項目を挙げている。

- ① 当該債務を合理的な期間内でベイルインすることができない場合

⁶ 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, 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 年夏号参照。

⁷ 自己資本を含む総債務に比して 8%、リスク加重資産に比して 20%。

⁸ “ECB says didn’t ask for or approve Novo Banco bail-in”, *Reuters*, January 13, 2016

- ② 重要機能と中核業務ラインの継続を確保するために適用除外が必要かつ相応である場合
- ③ 広範な伝搬を防止するために適用除外が必要かつ相応である場合。特に、金融市場の機能を深刻な混乱に陥らせる自然人と中小企業の付保対象預金の場合
- ④ 当該債務にベイルイン・ツールを適用する方が、適用除外とした場合に比べて他の債権者が被る損失がより多くなるといった形で、価値の毀損が生じる場合

そのため、ベイルイン適用後も、特に個人投資家に関わる際には、ノボ・バンクのような事態は生じ得る。格付会社フィッチによると、ポルトガルとイタリアでは、銀行のシニア債が家計に販売されることが多く、そのため、金融部門の安定性を確保するために厳格にベイルインを適用することと、家計の貯蓄・投資を保護することとのバランスが難しくなると指摘する。また、そうした家計に銀行破綻時に負担を強いるのは政治的に難しく、銀行部門に対する家計の信認低下に繋がるという⁹。

今後は、対象となったシニア債保有者による訴訟が一つの注目点となる。BRRDに基づくベイルイン規定の適用前であり、かつ、ポルトガル銀行が2015年末時点ではノボ・バンクの破綻処理当局として資産・債務等の移転を授権されていた以上、投資家としては難しい争訟になることも予想されている。しかし、仮に法的な問題はなかったとしても、2016年初にノボ・バンクの破綻処理当局が単一破綻処理理事会¹⁰に移り、ベイルイン規定が適用される直前に、しかも年末で市場が休暇モードに入っている最中、駆け込みでこうした措置を講じたことで、ポルトガルの銀行セクター及び同国の金融監督に対する投資家の不信感は強まったものと思われる。

2. CDSの発動事由となるか

対象シニア債に係るCDS（クレジット・デフォルト・スワップ）保有者にとっては、シニア債のBESへの再移転がCDSの支払いをトリガーするクレジット・イベントに該当するか否かが重要な争点になっている。国際スワップデリバティブ協会（ISDA）の決定委員会は2016年1月12日、CDS保有者の要請を受けて検討した結果、11票対4票で本件は「政府介入クレジット・イベント」には該当しないと決議した。12票に届かなかったため、決定委員会規則に基づき、外部レビュー手続きを経て最終確定することとなる¹¹。外部レビュー手続きでは、3名以上の外部専門家が決定委員会により選定され、決定委員会から照会された案件について審議・決議する。本件については、決定委員会で6割以上の票がクレジット・イベントに該当しないとされたため、外部レビュー手続きで覆すには全会一致が必要になる。

⁹ Fitch Ratings, “Retail Investors Present Challenge For EU Bank Resolution”, January 12, 2016

¹⁰ 主にユーロ圏における単一監督制度の対象行の破綻処理当局として2015年1月に設立（破綻処理当局としての権限付与は2016年1月）。

¹¹ 外部レビュー手続きは、決定委員会の7年間の歴史で3回目。

本稿執筆時点では、外部レビュー手続きの結論はまだ出ていない。争点となっている政府介入クレジット・イベントは、ISDA のクレジット・デリバティブの定義¹²によると、対象が合算で 1,000 万ドル以上であり、かつ、以下のいずれかを満たすこととされる：

- ① 以下を招来して債権者に影響を及ぼすもの：
 - ・ 支払金利の利率もしくは金額等の削減
 - ・ 償還時に支払われる元本もしくはプレミアムの削減
 - ・ (ア) 金利の支払いもしくは発生、もしくは (イ) 元本もしくはプレミアムの延期・繰延
 - ・ 債務の支払い順位の変更による他の債務に対する劣後
- ② 債務の受益者を強制的に変更する没収、移転、その他イベント
- ③ 強制的な取消・転換・交換
- ④ 上記と同等な効果を有するイベント

ノボ・バンクのシニア債ベイルインは、一義的には債務移転であり、それ自体が金利の削減や遅延等であるわけではない。そのため、投資家や法律家からは、本件は政府介入クレジット・イベントの要件に該当せず、ISDA 決定委員会の決議は想定範囲内との声が多い¹³。外部レビュー手続きで全会一致が求められるため、本件がクレジット・イベントと認識されることは一層困難であると思われる。他方、④のバスケット条項が適用される可能性もあり、また、「取消」、「転換」、「交換」が定義付けられていないため、本件へ適用可と解釈される可能性もなくはない¹⁴。

3. ECB の監督に問題はなかったか

ノボ・バンクのシニア債を保有するピムコのファンド・マネージャーは、ノボ・バンクを存続可能と直近認定した ECB の監視下で、ノボ・バンクのシニア債ベイルインが実施されたことを問題視している¹⁵。ここでいう ECB の認定とは、2015 年 11 月に ECB が欧銀 9 行に対して実施した包括アセスメント（資産査定とストレス・テスト）を指す¹⁶。そこで ECB は、ノボ・バンクについて、ストレス・シナリオの下では 14 億ユーロの資本不足を認定したものの、ベースライン・シナリオでは資本不足はないとしていた。ユーロ圏の単一監督メカニズムの下、ノボ・バンクの監督当局たる ECB が存続可能と認定した翌月に、ポルトガル銀行が破綻処理手続としてベイルインを実施したことが問題視されているわけである。

¹² ISDA, “2014 ISDA Credit Derivatives Definitions”, February 2014

¹³ “Novo Banco CDS ruling sent for external review”, *Reuters*, January 15, 2016

¹⁴ 決定委員会への申請では、本件は「転換」もしくは「交換」と解釈でき、あるいはバスケット条項の適用もできるとの立場が採られていた。

¹⁵ “ECB under fire as Portugal hits Novo Banco bondholders”, *Financial Times*, January 7, 2016

¹⁶ 2014 年の包括アセスメントは 130 行を対象としたが、2015 年のものは 2014 年に対象にならなかった 9 行のみを対象に実施された。

こうした声に対して ECB は、ノボ・バンクのシニア債をバイルインするポルトガル銀行の判断は、ポルトガル国内法に基づく破綻処理当局としての権限のみに基づいて行われたものであり、本件で ECB がシニア債のバイルインを要求したり、承認したりした事実はない、との声明を公表している。確かに、バイルインは破綻処理当局の管轄であり、2015 年末まではポルトガル銀行がノボ・バンクの破綻処理当局であったため、ECB の声明は間違いではない。しかし、本件バイルインにより、ECB の今年度包括アセスメント、ひいては ECB の監督能力そのもののクレディビリティは低下したものと考えられる。また、投資家からすると、バイルインの可能性を評価・分析するに当たり、どの機関の情報を注視すれば良いのか、一層不透明になったとも言えよう。

IV. イタリア経営不振行の社債への影響

ノボ・バンクに係る本件バイルインは、単一破綻処理理事会が破綻処理当局としての権限を引き継ぎ、BRRD に基づくバイルイン規定が適用される前であったため、今後のリーディング・ケースに直接なるということはない。その中であって、イタリアの銀行セクターについては、バイルインにおけるリテール投資家の扱いという点で、本件バイルインの考え方が影響を及ぼす可能性がある。イタリアは、欧州で銀行セクターが最も弱っている国の一つであると同時に、ポルトガル同様、個人投資家への銀行シニア債の販売が一般化しており、破綻処理となったらノボ・バンク同様、リテール投資家保護の問題が生じ得るからである。

ECB による 2014 年 10 月の包括アセスメントでは、資本不足が認定された銀行 25 行のうちイタリアの銀行が 9 行と最多となった¹⁷。また、イタリア銀行セクター全体の不良債権は 2,010 億ユーロと過去最高に達しており（2015 年 11 月末時点）、大手行だけでみても、イタリアの大手 2 行の不良債権比率は約 13%、16%と、他の大手欧銀の平均 2~7%と比べて突出している（2015 年 6 月末時点）。

そこで、イタリア政府は 2015 年 3 月、協同組合組織を出自とするポポラーレ銀行各行の再編を促すべく、従来の一入一議決権から持分に応じた議決権行使を可能とする制度改革を実施し、足元ではバンク・ポポラーレとバンカ・ポポラーレ・ディ・ミラノの合併交渉が報じられている¹⁸。また、2015 年 11 月には、イタリアの中央銀行のイタリア銀行（Banca d'Italia）が、資本不足で特別管理下にある中堅 4 行¹⁹について、同国破綻処理基金から 36 億ユーロを拠出することを柱とする破綻処理計画を公表している。ここでも、BRRD に基づくバイルイン適用後にシニア債を保有するリテール投資家に損失負担を求めることを回

¹⁷ 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。

¹⁸ “Banco Popolare and Banca Popolare di Milano in merger talks”, *Financial Times*, January 13, 2016

¹⁹ Banca delle Marche SpA、Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio SC、Cassa di Risparmio di Ferrara SpA、Cassa di Risparmio della Provincia di Chieti SpA の 4 行。

避するべく、このタイミングになったことが指摘されている²⁰。

更に、2016年1月26日には、モンテ・デ・パスキなどの救済に向けた不良債権処理スキームについて、イタリア政府と欧州委員会が合意に至った²¹。スキームの大枠は、イタリアの銀行が保有する不良債権を証券化して売却し、投資適格以上の格付を得たシニア・トランチについて、イタリア政府が保証を付す、というものとなっている。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、時間が経過しリスク水準が上昇するに従い増加する。欧州委員会は、政府保証がEU競争法における公的支援に当たるとして問題視してきたが、このプライシング方法によって容認した。市場価格に基づくプライシングでは銀行にとって有利とは言えないとの指摘もあるが²²、合意間近との報道を受け、イタリアの銀行のシニア債価格は直近回復をみせている（前掲図表）。

他方、イタリアの個人投資家の間では、銀行セクターのリスクに対する認識が高まっている。家計によるイタリア銀行債の保有残高は低下の一途を辿っており、2012年のピーク時の約4,000億ユーロから2015年9月末には約2,000億ユーロにまで減少している。銀行にとっては安価な資金調達経路の一つが狭まることになる。

イタリア銀行セクターの動乱は当面続くものと思われる。そこで破綻処理・ベイルイン案件が出てきた際、同じようにリテール投資家に対処する必要があったノボ・バンクのベイルインにおける考え方が参照されることも考えられ、機関投資家にとっては注意が必要となる。

²⁰ “Italy Approves \$3.8 Billion Resolution Plan for Four Banks”, *Bloomberg*, November 22, 2015

²¹ 欧州委員会はイタリア政府主導の銀行救済が公的支援に当たるとして競争政策の観点から問題視していた。

²² “Italy Reaches Bank Bad-Debt Deal With EU at Market Prices”, *Bloomberg*, January 26, 2016