

2017年6月8日

ポプラール・エスパニョル銀行破綻の教訓

6月7日、スペインのポプラール・エスパニョル銀行は、同国大手サンタンデール銀行によって取得価格1ユーロで買収されました。



マーク・ステイシー
ポートフォリオ・マネジャー

買収によってポプラール・エスパニョル銀行の追加的Tier1債(AT1債)、Tier1債(T1債)、及びTier2債(T2債)はバイルインされ、実質的に評価がゼロに引き下げられました。これはブルーベイがこれまでに指摘してきた最も恐れるべきシナリオでした。

またこれは、欧州連合(EU)の単一破綻処理委員会(Single Resolution Board)による初めての措置となります。

背景

6月7日、SRBはこれまでで初めてその権力を行使し、ポプラール・エスパニョル銀行を破綻処理すると発表しました。この結果、同行の普通株式の価格はゼロとなり、全てのAT1債の価格もゼロに引き下げられました。またT2債は普通株式に転換され(結果として評価はゼロに)、スペイン大手サンタンデール銀行が取得価格1ユーロで同行を買収しました。

今回SRBがこのような措置を取ったのは、経営危機に陥ったポプラール・エスパニョル銀行が自ら資本調達を行うことが困難であることが明確となったためです。同行の脆弱な資本状況と、巨額の不良債権に関する懸念が高まっていることを鑑み、ブルーベイでは今年に入って複数回に亘り同行のリスクに言及してきました。

SRBが与えられた広範な権力を行使するのは今回が初めてであり、誤った発行体に投資を行ってしまった場合に何が起こり得るのかを描写する鮮明な青写真となりました。

ブルーベイでは、今回のイベントを銘柄固有のイベントとして捉えており、資産クラス全体に与える影響は短命に留まると考えています。

破綻処理(Resolution)の意味

破綻処理に陥るということは、経営困難に陥った銀行の経営を実質的に当局が担い、様々な手段で状況を管理することを意味します。現在の破綻処理プロセスは金融危機を踏まえて構築されたものであり、公的資金の投入による銀行救済の必要性を最小限に留めるため、破綻に陥る前に当局が介入することを可能にしています。ここで重要な点は、破綻を前に当局が債権者にその損失を負わせることが可能であるということです。

銀行が破綻処理に行き着くまでには、複数の条件を満たす必要があります。SRBはポプラール・エスパニョル銀行に関し、「経営困難に陥り破綻する可能性が高く、今後適切な期間内での経営改善のための合理的な見通しが立たず、破綻処理は公共の利益である」と判断したとのことです。

今回の手段を選んだ理由

ポプラール・エスパニョル銀行を破綻処理としたことで、SRBは全てのAT1債の評価をゼロとし、T2債を株式に転換することが可能となりました。この結果、ポプラール・エスパニョル銀行は20億ユーロ相当の普通株式を作ることができ、サンタンデール銀行に取得してもらうことへの助けとなりました。さらにこの結果として預金は保護され、シニア債を保有していた投資家も保護されることになりました。SRBのこのような行動がなければ、ポプラール・エスパニョル銀行の買収に名乗りを上げる機関はいなかったでしょう。

取引の詳細

上記の通り、劣後債の価格切り下げ及び普通株式への転換によって20億ユーロ相当の普通株式がもたらされました。またサンタンデール銀行は、ポプラール・エスパニョル銀行の自己資本比率及び引き当て金を適切な水準まで引き上げるために、70億ユーロの資金を投入する必要があります。サンタンデール銀行はこの資金を増資によって調達するとしており、自己資本にはインパクトはありません。結果としてポプラール・エスパニョル銀行への資本注入額の合計が90億ユーロ（ポプラール・エスパニョル銀行の普通株式20億ユーロ、さらに70億ユーロの増資）にのぼることは、市場の予想を大きく上回り、ポプラール・エスパニョル銀行が抱える不良債権のより早急な売却を促すと見られることから、ブルーベイでは今回の措置を前向きに受け止めています。

今回のイベントの教訓

- 金融セクターへの投資において、リスクを抑えるためには慎重な銘柄選択が欠かせません。特にこのようなイベントでレガシーT1債、AT1債、T2債の実質的な価格はゼロとなるため、ボトムアップの銘柄分析が非常に重要となります。
- 堅固な投資プロセスによってのみ、個別証券が提供する魅力的な利回りを享受することが可能となります。銘柄固有のリスクは実在し、発行体ごとの信用力の差は拡大を続けると見えています。
- システミックに重要で国内での地位を確立しており、さらに信用力が改善している発行体への投資に注力することが引き続き鍵を握ると見えています。
- 今回のポプラール・エスパニョル銀行や過去のポルトガルのノボ・バンコにいずれも投資を行っていなかったことは、ブルーベイの堅固な投資プロセスを示す事例であったと自負しています。

今後の見通し

今回のイベントが広範な市場に影響を及ぼした場合、ポートフォリオのリスクを積み増す好機になると捉えています。ブルーベイでは、今回のように銀行が株式及び劣後債を利用することで破綻処理を行うことは極めて適切であると考えています。ポプラール・エスパニョル銀行のイベントは完全に同行特有のものであり、業界トップの銀行はこのようなイベントで揺るがないと見えています。一方で、ファンダメンタルズが脆弱かつ資本不足の銀行は下落する可能性があります。

また、レガシーT1債及び下位Tier2債(LT2債)の見かけ上の安全性も強調しておく必要があるでしょう。ブルーベイではかねてより、銀行が破綻処理を行うこととなった場合、資本構成における弁済順位は関係ないということに確信を持っていました。したがって、ある銀行のファンダメンタルズに自信を持てるのであれば、最も魅力的な利回りを提供していると思われるAT1債に投資するべきであると考えていました。資本構成上の弁済順位がより上位であ

るLT2であっても、破綻に陥った場合のプロテクションはほとんど提供されていないと考えているからで、今回のイベントはそれを物語る事例であったと考えています。

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく手数料や費用等は、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたします。最終的な料率・計算方法等はお客様との個別協議により別途定めることとなりますが、主な運用戦略ごとの手数料の上限は以下のようになります。

エマーシング債戦略：年率 0.95%（税抜き）、エマーシング債オポチュニティ戦略：年率 1.65%（税抜き） 成功報酬 20%（税抜き）、エマーシング社債アルファ戦略：年率 2.00%（税抜き） 成功報酬 20%（税抜き）/ハイ・イールド債戦略：年率 0.85%（税抜き）、ローン戦略：年率 1.1%（税抜き）/投資適格債戦略：年率 0.40%（税抜き）、投資適格絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜き）/転換社債戦略：年率 0.85%（税抜き）/オルタナティブ戦略：年率 2.2%（税抜き） 成功報酬 20%（税抜き）、イベント・ドリブン・クレジット戦略：年率 1.65%（税抜き） 成功報酬 20%（税抜き）/ダイバーシファイド・クレジット戦略：年率 0.90%（税抜き）、ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜き） 成功報酬 20%（税抜き）

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面をご覧ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

- ・ 価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク
- ・ 流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク
- ・ カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面等の書面の内容を十分にお読み下さい。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、資料作成時点（2017年6月8日）のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社による書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上