

監督当局または発行体が AT1 債のクーポンを制約する可能性は低い

マーク・ステイシー
シニア・ポートフォリオ・マネージャー

2020年3月31日

ラボバンク組合証券に関するニュースとは

●先週金曜日、欧州中央銀行（ECB）は、新型コロナウイルスによる危機の影響を受ける経済を支援するために、少なくとも2020年10月までは配当の支払いを凍結するように、ユーロ圏の銀行に対して要請しました。

●その後ラボバンクは日曜日に、2020年3月、6月、9月のラボバンク組合証券の配当を支払わないと発表しました。この組合証券は年間6.5%のクーポンを四半期ごとに支払うという想定になっていました。ラボバンクはこの発表時に、「2020年10月1日以降、ラボバンクの完全な裁量により、ラボバンク組合証券の配当の支払いについて決定する。そこで、支払いが行われないか、予定していたクーポン以下になるか、あるいはそれ以上になるかが決定されるであろう」と述べました。

●この組合証券ではクーポンが四半期ごとに支払われる予定ですので、合計4.875ポイントに相当する3回の支払いが見送られることとなります。**差し当たっては、2020年10月以降に可能となる配当の再開時に、投資家の失った収益を補うために、ラボバンクは6.5%以上に配当を増やす意図があると**、ラボバンクの経営陣との会話から私たちは考えています。AT1債のクーポンと組合証券の配当との違いは、将来に支払いを増やすことができるかどうかという点にあり、AT1債のクーポンにはそうした柔軟性がなく、（AT1債は一度支払いがなければ）投資家は永久にそれを取り戻すことができません。このことはラボバンクの発表と軌を同じくしており、AT1債ではできない、組合証券の配当を将来的に増やすことができることを発表文では強調しています。この一連の行動は、ECBの政策発表を受けてラボバンクが決定したのですが、ラボバンクが単独で決めたというよりは、オランダの監督当局とのやり取りによる決定で、ラボバンクの堅実な資本を反映していない、と私たちは考えています。

●ラボバンクの経営陣は、現時点で規制あるいは監督当局から、AT1債のクーポンの支払いを制限するような制約や要望がないことを、私たちに述べています。現段階では、上場銀行の普通株式への配当および相互銀行の出資証券の配当にのみ制限が適用されます。

ラボバンク組合証券の特徴について再確認

●組合証券は償還期限がなく、コールされるリスクがありません。市場が上昇した際に、コールをして有利なスプレッドで借り換えを行う可能性が高いAT1債とは異なり、ラボバンクにはコール・オプションがありません。AT1債にも償還期限はありませんが、発行体にコール・オプションがあり、市場が大きく売られた際には、コールされない可能性もあります。

●組合証券は、資本構成上ではAT1債よりも劣後しますが、AT1債とは異なり偶発的トリガーがなく、銀行が清算される際、あるいはAT1債のトリガーを引く前に当局が持続不可能な銀行とみなす際のみ、実際にはAT1債に劣後すると考えています。可能性が極めて低いことながら、万が一このような状況が起きるとすると、回収率は実際にはAT1債とほぼ同じ水準になるだろうと予想しています。

●規制当局は組合証券を普通株式等Tier1（CET1）として分類しているものの、ラボバンク特有の構造（市場で取引される株式を持たない）を考慮すると、組合証券の性格と構造はハイブリッド債にとってもよく似ていると言えます。最大の不利益は発行体サイドにあり、AT1債とは異なって、クーポンまたは配当金の支払いが税控除の対象とならないことにあります。このことは投資家にとっては影響がなく、AT1債の方が組合証券よりも好まれるという理由にはほとんどなりません。

AT1債のクーポンに関する示唆はあるのか？

●ECBの発表(先週金曜日)からは、AT1債について読み取れることは限られているように思います。ウニクレディットが慎重な態度を取り、配当の中止と最大4億6,700万ユーロの自社株買いの計画の撤回を発表しながらも、**AT1債や一般債のクーポン支払いは影響せず、通常通り手続きが進められる**、と強調したことは心強く思います。このことは、**ECBの声明が配当金のみを対象としている、との私たちの解釈を強めるものと考えています。**

私たちはこの話題について規制当局と電話で話すつもりですが、以下の理由から、AT1債のクーポンは規制当局の制約の対象になりそうではないと考えています。

1. ラボバンクの例のように、配当とは異なり、**AT1債のクーポンは資本構成においてシニアであり、AT1債クーポンが無効となれば、投資家にとって恒久的な損失になる**、と規制当局は理解しています。利益が銀行内で維持され、将来的な株価上昇や配当増という結果になり得る配当とは別物です。
2. AT1債の新規発行を（不可能ではないにしても）困難で高コストにしてしまうことから、AT1債のクーポンを無効とするようなことをECBが推し進めるのは、首尾一貫していないと思います。そうしたこと自体、資本の増強を求めたEUルールの第104a条を早期に実施に移すことを損ねると考えています。第104a条は、このような不透明な時に経済を支援するために銀行のCET1要件を緩められるように、ECBが早期に導入しようとイニシアチブを取ったものです。

3. AT1 債のクーポンを見送ることで得られると想定される資金は、比較的小さなものです。AT1 債のクーポンを見送った場合、平均して銀行の CET1 に 10bps のインパクトを与えます。対照的に、配当を見送った場合には CET1 に 50bps のインパクトを与えます。さらに、AT1 債のクーポンを見送ると、銀行の資本コストは大幅に上昇するでしょう。
4. AT1 債のクーポンの支払いが強制的に中止される段階に至るまでには、銀行はかなりの資本バッファを持っている、と考えています。以前ご紹介しましたが、**クーポン支払いを行うためには資本バッファが必要ですが、これは平均して 6.13%となっています（ちなみに、2008 年の世界金融危機で失われた自己資本は平均 6%でした）。**この資本バッファはセクター全体で、4,300 億ユーロとなります。

結論

ブルーベイではラボバンク組合証券を保有しています。ヨーロッパで最も自己資本が厚く、格付けの高い銀行の 1 つであるラボバンクほどの銀行で、3 四半期にわたる配当の停止が「推奨」されていることに驚きました。これはまた、市場参加者がある程度驚かせ、AT1 債の価格が 2~4 ポイント下落するという形で市場に織り込まれました。現時点では、ラボバンク組合証券が 3 年間配当中止になるということ織り込むような価格設定であり、我々の最も悲観的なシナリオよりも配当中止の期間が長くなることを織り込んでいます。しかしながら、この組合証券には依然として投資価値があり、このニュースの背後で、このポジションに対する投資根拠を再確認しています。ラボバンクのバランスシートと自己資本の強固さはこの発表前から変わっていません。ECB が市場全体への配当凍結を解除して、ラボバンクがこれまでの年間配当の 6.5%以上の支払いができる状況になれば、そうするだろうと考えています。

こうした状況ですが、AT1 債と組合証券や配当との違いが明確にされたことは好材料で、AT1 債のこの下落は投資機会になる可能性があると考えています。この危機において政策のパイプとして銀行が活用されるとの明確な道筋が見られ、強固な銀行セクターのクレジットとバリュエーションから考えて、10 年に 1 度の投資機会であった、と後で振り返ることができるのではないかと考えています。新型コロナウイルスのピークについて、誰もが予想するよりもずっと長く続き、経済への影響がはるかに深刻であれば、私たちの見方には明らかなリスクが生じます。しかし現在のバリュエーションは、私たちが予測できるウイルスについての最悪のシナリオでさえ織り込んだ水準に達しているのではないかと考えています。

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

エマーシングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜） / エマーシング社債戦略：年率 1.00%（税抜） / エマーシング総合債券戦略：年率 0.60%（税抜） / エマーシング短期総合債券戦略：年率 0.60%（税抜） / エマーシング債アンコンストレインド戦略：年率 1.00%（税抜） / ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.70%（税抜） / 投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜） / 投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜） / グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜） 成功報酬 15%（税抜） / 金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜） / 転換社債戦略：年率 0.75%（税抜） / オルタナ

ティブ戦略：年率 2.20%（税抜）成功報酬 20%（税抜） / マルチクレジット戦略：年率 0.75%（税抜） / レバレッジド・ファイナンス・トータル・リターン戦略：年率 0.75%（税抜）

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