

執筆者：

E-mail✉ [藤井康次郎](mailto:fujiwara@nishimura-asahi.com)E-mail✉ [石戸信平](mailto:ishii@nishimura-asahi.com)E-mail✉ [Lars Markert](mailto:lars.markert@credit-suisse.com)E-mail✉ [富松由希子](mailto:tomohiko.fujimura@credit-suisse.com)

## 1. はじめに

2023年3月19日、スイス金融最大手のUBSによる、クレディ・スイスの救済のための買収(以下「本買収」といいます。)が発表されました<sup>1</sup>。本買収に関するスイス政府の買収支援策により160億スイスフラン(約2.2兆円)に相当するクレディ・スイスのAdditional Tier 1(以下「AT1」といいます。)債が無価値となった一方、同行の株式は一定の価値を保つことになりました。

本ニューズレターでは、クレディ・スイスのAT1債を保有する日本の投資家が、スイス政府による買収支援策によって直面している現状を紹介します。また、日・スイス経済連携協定を中心に、国際的な投資保護メカニズムの下で、クレディ・スイスのAT1債保有者が取り得る法的対応について分析します。

## 2. スイス政府のクレディ・スイス買収支援策

2023年3月16日、スイス連邦参事会(内閣)は、スイス憲法第184条3項及び同第185条3項<sup>2</sup>に基づき、スイス国立銀行からの流動性支援に関する緊急令<sup>3</sup>(同月19日に改正)<sup>4</sup>(以下「本緊急令」といいます。)を発表しました。

本緊急令に基づき、(i)スイス経済及び同金融システムを保護する必要があるという理由で、本買収につき株主の承認は必要とされず、(ii)スイス国立銀行がクレディ・スイス及びUBSに対して1,000億スイスフランを上限とする流動性支援融資枠を付与し、さらにクレディ・スイスに対して、1,000億スイスフランを上限とする流動性支援融資枠(連邦政府の債務不履行保証により担保される。)を与えることが決定され、(iii)スイス政府はUBSに対して、本買収時に発生する可能性のある損失に対して90億スイスフランの保証を提供することも決定されました<sup>5</sup>。さらに本緊急令は、(iv)クレディ・スイスのAT1債につき、スイス金融市場監督機構(以下「FINMA」といいます。)に評価減を命じる権限を付与しています<sup>6</sup>。

<sup>1</sup> <https://www.credit-suisse.com/about-us-news/en/articles/media-releases/credit-suisse-and-ubs-to-merge-202303.html>

<sup>2</sup> スイス連邦憲法(英): <https://www.fedlex.admin.ch/eli/cc/1999/404/en>.

<sup>3</sup> “Ordinance on Additional Liquidity Assistance Loans and the Granting of Federal Default Guarantees for Liquidity Assistance Loans from the Swiss National Bank to Systemically Important Banks”:  
<https://www.newsd.admin.ch/newsd/message/attachments/76289.pdf>.

<sup>4</sup> <https://www.newsd.admin.ch/newsd/message/attachments/76290.pdf>.

<sup>5</sup> 2023年3月19日付スイス国立銀行プレスリリース:  
[https://www.snb.ch/en/mmr/reference/pre\\_20230319/source/pre\\_20230319.en.pdf](https://www.snb.ch/en/mmr/reference/pre_20230319/source/pre_20230319.en.pdf).

<sup>6</sup> 2023年3月16日付緊急令を改訂する2023年3月19日付緊急令第5a条:  
<https://www.newsd.admin.ch/newsd/message/attachments/76290.pdf>.

2023年3月23日、FINMAは、クレディ・スイスに対し、AT1債の無価値化を指示したと発表しました<sup>7</sup>。FINMAは、無価値化の指示の根拠として、(i)今回のように特別な公的支援を受けた場合を含む「存続にかかるような事態(Viability Event)」が起きたときにAT1債が全額毀損され得ると明記する社債要項<sup>8</sup>及び(ii)評価減を命ずる権限を付す本緊急令を挙げています<sup>9</sup>。

### 3. AT1債の特徴

2008年の金融危機で銀行部門の脆弱性が明らかになった後、スイスを含む欧州のさまざまな地域で第3次バーゼル合意(以下「バーゼルIII」といいます。)が導入・実施されました。バーゼルIIIは、世界的な金融危機の再発を防ぎ、国際金融システムのリスク耐性を高めることを目的として策定されたものであり、自己資本比率規制が厳格化されました<sup>10</sup>。

AT1債は、危機の際に負債を吸収するように設計されているため比較的风险が高いと考えられており、利率が比較的高い傾向にあります。実際に、銀行の自己資本比率が一定の基準値を下回った場合、銀行は、(i)AT1債を株式に転換したり、(ii)AT1債の価値を下げるか、または、無価値にしたりすることができます。いずれも銀行の負債水準を下げることにより、銀行の自己資本比率をバーゼルIIIで許容される水準に回復させる効果が期待できます。

### 4. AT1債の無価値化に対する批判

金融機関が破綻した場合、債務の弁済順位が決められているのが通例です。AT1債は、普通社債よりも弁済順位が低いですが、株式よりも弁済順位が高いため、株式の保有者は、AT1債保有者に劣後するのが通例です。

AT1債保有者がAT1債を取得した当時のスイス法の枠組みは、破綻時の損失補填のための順位を明確に定めており、損失はまず株主が負担し、その後AT1債が吸収するとしていました<sup>11</sup>。この原則は、2014年にFINMAによって再確認された上<sup>12</sup>、クレディ・スイスも2023年3月14日付の株主への声明で表明しています<sup>13</sup>。

今回、クレディ・スイスのAT1債は、同行の自己資本比率を適切な水準に戻すために完全に無価値化された一方、株式は一定の価値を保持することになりました(株主は、約30億スイスフラン相当のUBS株式を受け取ることができます。)。AT1債よりも株式を優遇する点において、スイス政府は弁済順位に関する一般的な慣行から逸脱しているといえます。2017年にスペインのバンコ・ポピュラーが破綻した際にAT1債が無価値化されたことはありましたが、これは慣習的な順位に従ったものであり、同行の株主も投資額の全額を失った点において、クレディ・スイスと異なります<sup>14</sup>。

2023年3月20日、欧州中央銀行(ECB)銀行監督局、単一破綻処理委員会(SRB)<sup>15</sup>、欧州銀行当局は、プレスリリースを発表し、経営難に陥った銀行の株主と社債権者が損失を負担すべき順序は、2008年の金融危機以降、一貫して遵守されてきたと指

<sup>7</sup> 2023年3月23日付FINMA発表：<https://www.finma.ch/en/news/2023/03/20230323-mm-at1-kapitalinstrumente/>。

<sup>8</sup> 社債要項(一例として<https://www.kccllc.net/document/8871900230324000000000001>参照。)に記載されたAT1債のTerms and Conditions第7条「Write-down」。Terms and Conditions第8条は、存続にかかるような事態や自己資本比率が一定の基準値を下回る事態(Contingency Event)が生じた際に全額毀損される旨定めています。Viability Event及びContingency Eventは詳細に提起されています。

<sup>9</sup> 2023年3月23日付FINMA発表：<https://www.finma.ch/en/news/2023/03/20230323-mm-at1-kapitalinstrumente/>。

<sup>10</sup> <https://www.boj.or.jp/about/education/oshiete/pfsys/e24.htm>

<sup>11</sup> The Capital Adequacy Ordinance(自己資本規制令)第19条参照：<https://www.newsadmin.ch/newsd/message/attachments/76290.pdf>。

<sup>12</sup> 2014年12月1日付FINMAファクトシート「スイスの「大きすぎて潰せない」体制」：[https://www.finma.ch/en/~media/finma/dokumente/dokumentencenter/myfinma/faktenblaetter/faktenblatt-schweizer-too-big-to-fail-regime-tbtf.pdf?sc\\_lang=en&hash=E92CB30F47DE68554D046FF8596155BE](https://www.finma.ch/en/~media/finma/dokumente/dokumentencenter/myfinma/faktenblaetter/faktenblatt-schweizer-too-big-to-fail-regime-tbtf.pdf?sc_lang=en&hash=E92CB30F47DE68554D046FF8596155BE)。

<sup>13</sup> 2023年3月14日付クレディ・スイス2022年版年次報告書：<https://www.credit-suisse.com/about-us/en/events/annual-general-meeting.html>。

<sup>14</sup> [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2017/602093/IPOL\\_BRI\(2017\)602093\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2017/602093/IPOL_BRI(2017)602093_EN.pdf)

<sup>15</sup> ユーロ圏の銀行破綻処理を行う公的機関

摘しました。その中で、普通株式は最初に損失を吸収するものであり、それが完全に遂行された後に初めて AT1 の評価減が求められる旨指摘した上で、この原則は過去の事例でも一貫して適用されており、引き続き、危機介入における SRB と ECB の銀行監督の規範になるとしました<sup>16</sup>。

なお、シンガポール金融管理局<sup>17</sup> 香港金融管理局<sup>18</sup> イングランド銀行<sup>19</sup> も同様の声明を発表しています。

## 5. 日・スイス EPA における投資保護について

2009 年、日本とスイスは経済連携協定(以下「日・スイス EPA」といいます。)を締結しました。<sup>20</sup>この協定は、日本とスイスの経済間の貿易と投資を促進すること等を目的とした法的文書です。投資保護目的を達成するため、日・スイス EPA には、一方の締約国の投資家が他方の締約国で行う投資が一定の保護を受けるための条項が含まれています<sup>21</sup>。

日・スイス EPA の保護の対象となる「投資財産」は「すべての種類の資産」をいい、「債券、社債」も含まれます<sup>22</sup>。すなわち、スイスの金融機関が発行し、日本の投資家が直接または間接的に保有する<sup>23</sup>AT1 債は、日・スイス EPA の投資保護の対象となります。

クレディ・スイスの AT1 債の日本の投資家は、(i)公共の利益のため、(ii)非差別的な方法で、(iii)適正手続に従って、(iv)迅速、適当かつ実効的な補償が行われる場合を除き、スイスによる収用の禁止または収用と同等の措置を禁止する規定にスイス政府が違反したことを指摘できる可能性があります<sup>24</sup>。少なくとも、AT1 債の価値を償却し、AT1 債よりも株式を優先させるという本緊急令により、AT1 債が差別的に価値を奪われたという見方ができる可能性があります。

また、日・スイス EPA は、各締約国が他方締約国の投資家の投資に対し、公正かつ衡平な待遇(以下「FET」といいます。)及び十分な保護及び保障を与えることを規定し、日本の投資家を保護しています<sup>25</sup>。過去の投資仲裁判断例に照らすと、FET の基準の下では、一般的に、(i)恣意的、不合理、差別的な待遇、(ii)安定的で予測可能な法的枠組みの欠如、(iii)透明性の欠如、適正手続の否定、(iv)投資家の正当な期待を裏切ること等が禁止されています。

この基準に照らし合わせると、スイスの法的枠組みに存在し、FINMA も認識・表明していた資本及び債権の階層性に従わず、AT1 債を完全に無価値化したスイスの判断に疑問を呈することができます。さらに、FINMA が、クレディ・スイスの資本要件は満たされており、その流動性は保証されると、AT1 債の無価値化の数日前に述べたこと<sup>26</sup>、スイス当局は透明性のある行動を取らなかったともいえるかもしれません<sup>27</sup>。

<sup>16</sup> <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2023/html/ssm.pr230320~9f0ae34dc5.en.html>

<sup>17</sup> <https://www.mas.gov.sg/news/media-releases/2023/mas-statement-on-additional-tier-1-instruments-issued-by-singapore-banks>

<sup>18</sup> <https://www.hkma.gov.hk/eng/news-and-media/press-releases/2023/03/20230322-3/>

<sup>19</sup> <https://www.bankofengland.co.uk/news/2023/march/boe-statement-uk-creditor-hierarchy>

<sup>20</sup> <https://www.mofa.go.jp/region/europe/switzerland/epa0902/agreement.pdf>

<sup>21</sup> 第 85 条(g)(i)(A)及び第 85 条(g)(iii)により、「日本の国民」または「[日本]の適用法に基づいて構成又は組織され[日本]において実質的な事業活動を行う企業」とされています。

<sup>22</sup> 日・スイス EPA 第 85 条(c)(iii)

<sup>23</sup> 日・スイス EPA 第 85 条(f)

<sup>24</sup> 日・スイス EPA 第 91 条

<sup>25</sup> 日・スイス EPA 第 86 条

<sup>26</sup> <https://www.finma.ch/en/news/2023/03/20230315-mm-statement/>

<sup>27</sup> 日・スイス EPA 附属書 6 第 6 条 1 項(に関連する日本・スイス EPA 第 98 条により、スイスは、金融システムの健全性及び安定性を確保するため等、信用秩序の維持のための措置を採用または維持することを妨げられません。ただし、当該措置が上記で指摘した収用及び FET に関する規定に適合しない場合、スイスは、日・スイス EPA に基づく義務を回避する手段として当該措置を用いることはできません。

日・スイス EPA は、スイスが同 EPA に基づく義務に違反したと考える日本の投資家が、スイスに対して損害賠償を求めて国際仲裁手続を開始できることを規定しています。この手続は損害を被ったことを知った日または知るべきであった最初の日のいずれか早い方の日から 5 年以内に開始されなければなりません<sup>28</sup>。日本の投資家は、ICSID 条約または UNCITRAL 仲裁規則に基づいて仲裁を付託することができます<sup>29</sup>。個々の社債権者は個別に損失を追求することに抵抗があるかもしれませんが、実務上、社債権者の請求は事実上集団で行うことができる可能性があります<sup>30</sup>。この場合、個々の社債権者の仲裁に関する負担は軽減される可能性があります。

なお、社債要項は社債権者とクレディ・スイスとの間の紛争につきスイス国内裁判所が専属管轄を有すると規定していますが<sup>31</sup>、これは、クレディ・スイスではなくスイス政府に対して日・スイス EPA 上国際仲裁を提起することを妨げないと考えられます。他方、スイス国内裁判所において損害賠償を求めてスイス政府を訴えることについては、国際仲裁に付託する権利を保全する観点からは注意が必要です。日・スイス EPA に基づく国際仲裁に請求を付託するためには、同一の投資紛争を同時に国内裁判所で継続して争うことはできず、また、一度国内裁判所に投資紛争を付託した後に当該投資紛争を国際仲裁に付託するためには、国内裁判所における請求を取り下げることが必要であるところ、状況によっては請求の即時の取り下げが困難な場合もあるからです<sup>32</sup>。

## 6. まとめ

クレディ・スイスが発行した AT1 債に投資した日本の機関投資家や個人投資家は、日本・スイス間の既存の投資保護規定によって保護されます。日・スイス EPA に規定された国際仲裁メカニズムによって補償や損害賠償を請求することができるかもしれませんが、個別具体的な事実を踏まえ、国際仲裁の実務についてさらに詳しくお知りになりたい方は、お気軽にお問い合わせください<sup>33</sup>。

お客様のビジネスニーズにお応えするため、タイムリーな話題を盛り込んだニュースレターを発行しています。バックナンバーは[こちら](#)でご覧いただけます。N&A ニュースレターの購読をご希望の方は、[N&A ニュースレター購読フォーム](#)に必要事項をご記入ください。

本ニュースレターは、執筆者の著作物であり、西村あさひ法律事務所の見解や意見を反映するものではありません。また、本ニュースレターは、弁護士とクライアントの関係を構築すること、または法的アドバイスをすることを意図したのではなく、法的アドバイスの代わりとなるものではありません。本ニュースレターの主題に関連した行動を取る前に、個々の法的および事実的な状況を、専門家である弁護士と相談しながら考慮する必要があります。

西村あさひ法律事務所 広報課 [E-mail](#) 

<sup>28</sup> 日・スイス EPA 第 94 条 5

<sup>29</sup> 日・スイス EPA 第 94 条 3(a)(c)

<sup>30</sup> 投資条約仲裁における集団請求手続の概念を論じた事例である *Abaclat and Others v. Argentine Republic*, Decision on Jurisdiction and Admissibility (4 August 2011), ICSID Case No. ARB/07/5 参照。この事件の仲裁廷は、アルゼンチンの公債再編を争う 6 万人の請求者の請求を審理する管轄権を有すると判断しました。

<sup>31</sup> 社債要項(一例として <https://www.kccllc.net/document/887190023032400000000001> 参照。)に記載された AT1 債の Terms and Conditions 第 19 条 b「Jurisdiction」。

<sup>32</sup> 日・スイス EPA 第 94 条 6

<sup>33</sup> N&A Legal Forum Online, Investment Arbitration Webinar Series, access at: <https://www.nishimura.com/ja/seminars/LFO20210421.html>.