

株式会社日本格付研究所（JCR）は、以下のとおり信用格付の結果を公表します。

STARTS (Ireland) PLC

【新規】

債券格付

BBB

■格付事由

本件は、HSBC Bank PLC がオリジネーションするトレードファイナンス債権（サプライチェーン・ファイナンス債権及び売掛金債権）を裏付けとする社債に対する格付である。

1. スキームの概要

- (1) STARTS (Ireland) PLC (SPC) は、Series 2025-04（本社債）を発行し、投資家から発行代わり金を受領する。
- (2) SPC は、当該発行代わり金を原資として、一定の投資基準の範囲でポートフォリオ・マネージャーである HSBC Global Asset Management (UK) Limited の裁量により、継続反復的にトレードファイナンス債権に投資する。
- (3) SPC は、原則として、期中の運用収益を原資に実績ベースで利払いを実施するが、運用収益の一部を留保することにより、本社債の元本償還に対する信用補完を一定水準まで積み上げていく仕組みになっている。
- (4) 投資可能期間終了後、トレードファイナンス債権の回収金および現金留保金を原資に、パススルー方式で本社債を元本償還する。

2. 仕組み上の主たるリスクの存在

(1) トレードファイナンス債権にかかる貸倒リスク

トレードファイナンス債権の原債務者に破産等が発生した場合、SPC が投資したトレードファイナンス債権を予定通り回収できないリスクがある。本件では、最大で期日一年以内の短期債権を投資対象としており、原債務者の信用力悪化を察知して再投資を停止することにより貸倒れを回避しやすい特徴がある。また、ポートフォリオ全体では、原債務者の分散や信用力、上位債務者集中などに関する投資基準を設定することによって想定以上に貸倒損失が増大するリスクを抑制する。さらに、本社債の元本償還に対する信用補完として期中の運用収益を原資とするリザーブを積み上げていくことになっている。

(2) トレードファイナンス債権にかかる延滞リスク

トレードファイナンス債権の回収に関して原債務者からの支払いに延滞が発生した場合、本社債の最終償還期日に元本償還の原資が不足するリスクがある。本件では、HSBC Bank PLC における回収実績を踏まえ、最終償還期日前の 6 か月を債権の延滞に備えた資金化期間とするとともに、上述したリザーブにより一定のバッファーを設けている。

(3) トレードファイナンス債権にかかる不正リスク

スキーム関係者の不正によって、投資資産の実在性や正確性が虚偽報告されるリスクがある。SPC は、トレードファイナンス債権を HSBC Bank PLC と共同投資することになっており、当初実行時の審査や期中のモニタリングも同行によって行われることから、不正リスクは相応に限定されている。また、大手会計事務所が SPC の監査人として就任しており、不正に対する外部モニタリングも適切に実施されるものと考えられる。

(4) スキーム関係者の信用悪化等にかかるリスク

本件では、HSBC Bank PLC がオリジネーションしたトレードファイナンス債権を同行と共同投資し、回収金口座も同行に設定されることから、仮に同行が倒産した場合、回収金のコミングルも含めて、SPC による

債権回収に影響が生じる可能性がある。また、ポートフォリオ・マネージャーの信用悪化等により、ポートフォリオ・マネジメント契約が終了した場合、本社債の早期償還事由に該当して、その時点の運用状況次第では本社債を満額償還できない可能性がある。ただ、オリジネーターやポートフォリオ・マネージャーが属する HSBC グループの信用力に照らすと、これらのリスクは本社債の格付の制約にはならないと考えている。

3. 格付評価のポイント

(1) 損失、キャッシュ・フローの分析

トレードファイナンス債権の貸倒リスクに関して、本件の投資基準を前提としたモデルポートフォリオに基づき、ポートフォリオ全体で想定される貸倒損失率を CDO アプローチによって検証した。その結果、期中の運用収益を原資として積み上げられるリザーブの水準は、本社債が「BBB」格相当のリスクの範囲内で元本償還を行うのに十分であると判断した。

(2) その他の論点

- ① SPC は、スキーム関係者からの倒産隔離が図られているものと評価される。
- ② トレードファイナンス債権にかかる回収金口座開設銀行は、格付上適格であると認められる。
- ③ 関係当事者の本件運営にかかる業務遂行能力に現時点で懸念すべき点は見られない。

以上より、本社債の元本償還にかかるリスクは、投資基準やリザーブによる信用補完、関係当事者の業務遂行能力などによって、相応の水準まで縮減されていると考えられ、本社債に対する格付を「BBB」とした。なお、格付対象に付与されていた予備格付は本格付への移行に伴い消滅した。

【裏付資産プール 属性データ】

■ 予定キャッシュフロー

投資基準により、対象債権の満期は最大で 1 年、債権プール全体の過半を 6 か月以内、とする方針

■ 原債務者金額別内訳

投資基準により、分散に関して、投資プログラムベースで、最低 10 件、最上位で 20%以内、上位 3 件で 50%以内、かつ原債務者ベースで、最上位で 20%以内、とする方針

■ 原債務者格付別内訳

投資基準により、HSBC グループの内部格付で一定の水準以上、とする方針

(担当) 菅生 大介・中川 哲也

■ 格付対象

【新規】

対象	発行枠	最終償還期日	クーポン・タイプ	格付
Series 2025-04	5 億米ドル	2035 年 3 月 31 日	実績配当	BBB

＜発行の概要に関する情報＞

発行日	2025 年 9 月 10 日
利払日	毎月 1 回までの頻度で、ポートフォリオ・マネージャーが決定する日
投資可能期間	発行日から最終償還期日の 18 か月前の日まで
償還方法	投資可能期間満了後、最終償還期日までにパススルー償還
流動性・信用補完措置	積立金

＜ストラクチャー、関係者に関する情報＞

SPC	STARTS (Ireland) PLC
アレンジャー	HSBC Bank PLC

＜裏付資産に関する情報＞

裏付資産の概要	サプライチェーン・ファイナンス債権、売掛金債権
裏付資産発生の概要	商品もしくはサービスの売り手（原債権者）から買い手（原債務者）への商業取引により発生
裏付資産プールの属性	上位者集中や分散、債務者の信用力等に関する投資基準を満たす資産プールを構築する方針
適格要件	原債務者が支払義務を負うサプライチェーン・ファイナンス債権、売掛金債権、もしくは、SPC とオリジネーターが書面で合意したその他の金融商品

格付提供方針等に基づくその他開示事項

- 信用格付を付与した年月日：2025年9月10日
- 信用格付の付与について代表して責任を有する者：濤岡 由典
主任格付アナリスト：菅生 大介
- 評価の前提・等級基準：
評価の前提および等級基準については、JCR のホームページ（<https://www.jcr.co.jp/>）の「格付関連情報」に「信用格付の種類と記号の定義」（2014年1月6日）として掲載している。
- 信用格付の付与にかかる方法の概要：
本件信用格付の付与にかかる方法（格付方法）の概要は、JCR のホームページ（<https://www.jcr.co.jp/>）の「格付関連情報」に、「手形債権・売掛債権」（2014年6月2日）、「投資ファンド」（2019年11月22日）の信用格付の方法として掲載している。回収金口座や倒産隔離など他の付随的な論点についても上記のページで格付方法を開示している。
- 格付関係者：
（発行体・債務者等） STARTS (Ireland) PLC
（アレンジャー） HSBC Bank PLC
- 本件信用格付の前提・意義・限界：
本件信用格付は、格付対象となる債務について約定通り履行される確実性の程度をもって示すものである。
本件信用格付は、債務履行の確実性の程度に関しての JCR の現時点での総合的な意見の表明であり、当該確実性の程度を完全に表示しているものではない。また、本件信用格付は、デフォルト率や損失の程度を予想するものではない。本件信用格付の評価の対象には、価格変動リスクや市場流動性リスクなど、債務履行の確実性の程度以外の事項は含まれない。
本件信用格付は、格付対象の発行体の業績、規制などを含む業界環境などの変化に伴い見直され、変動する。また、本件信用格付の付与にあたり利用した情報は、JCR が格付対象の発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものであるが、当該情報には、人為的、機械的またはその他の理由により誤りが存在する可能性がある。
- 本件信用格付に利用した主要な情報の概要および提供者：
格付対象商品および裏付資産に関して、アレンジャーから入手した証券化対象債権プールのヒストリカルデータ、証券化関連契約書類
なお、JCR は格付申込者等から格付のために提供を受ける情報の正確性に関する表明保証を受けている。
- 利用した主要な情報の品質を確保するために講じられた措置の概要：
JCR は、信用格付の審査の基礎をなす情報の品質確保についての方針を定めている。本件信用格付においては、いずれかの格付関係者による表明保証もしくは対外公表、または担当格付アナリストによる検証など、当該方針が求める要件を満たした情報を、審査の基礎をなす情報として利用した。
- 格付関係者による関与：
本件信用格付の付与にかかる手続には格付関係者が関与した。
- JCR に対して直近 1 年以内に講じられた監督上の措置：なし

■留意事項

本文書に記載された情報は、JCR が、発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものです。ただし、当該情報には、人為的、機械的、またはその他の事由による誤りが存在する可能性があります。したがって、JCR は、明示的であると黙示的であるとを問わず、当該情報の正確性、結果、的確性、適時性、完全性、市場性、特定の目的への適合性について、一切表明保証するものではなく、また、JCR は、当該情報の誤り、遺漏、または当該情報を使用した結果について、一切責任を負いません。JCR は、いかなる状況においても、当該情報のあらゆる使用から生じうる、機会損失、金銭的損失を含むあらゆる種類の、特別損害、間接損害、付随的損害、派生的損害について、契約責任、不法行為責任、無過失責任その他責任原因のいかんを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であるとを問わず、一切責任を負いません。また、JCR の格付は意見の表明であって、事実の表明ではなく、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の購入、売却、保有の意思決定に関して何らの推奨をするものでもありません。JCR の格付は、情報の変更、情報の不足その他の事由により変更、中断、または撤回されることがあります。格付は原則として発行体より手数料をいただいております。JCR の格付データを含め、本文書に係る一切の権利は、JCR が保有しています。JCR の格付データを含め、本文書の一部または全部を問わず、JCR に無断で複製、翻案、改変等を行うことは禁じられています。

予備格付：予備格付とは、格付対象の重要な発行条件が確定していない段階で予備的な評価として付与する格付です。発行条件が確定した場合には当該条件を確認し改めて格付を付与しますが、発行条件の内容等によっては、当該格付の水準は予備格付の水準と異なることがあります。

■NRSRO 登録状況

JCR は、米国証券取引委員会の定める NRSRO (Nationally Recognized Statistical Rating Organization) の 5 つの信用格付クラスのうち、以下の 4 クラスに登録しています。(1)金融機関、ブローカー・ディーラー、(2)保険会社、(3)一般事業法人、(4)政府・地方自治体。

■本件に関するお問い合わせ先

情報サービス部 TEL：03-3544-7013 FAX：03-3544-7026

株式会社 日本格付研究所

Japan Credit Rating Agency, Ltd.
信用格付業者 金融庁長官（格付）第 1 号

〒104-0061 東京都中央区銀座 5-15-8 時事通信ビル