制度調査

2025年9月4日

JTG証券 ストラテジー・レポート

AT1証券のベイルイン・トリガーの解説(4)
– ECB監督下AT1債のベイルイン制度 –

経済調査室　上田　祐介
チーフ・インベストメント・
ストラテジスト

[本レポートのサマリー]

1. 本レポートの目的

–本レポートでは、ECB監督下の銀行が発行するAT1債のベイルインに関連した規制上の注意点などについて解説する。

2. ECB監督下銀行のAT1債のベイルイン関連規制

– ECB監督下の銀行のAT1債などを用いた損失吸収は、基本的には契約型アプローチ（ただし、一部が法定型）。

– EU銀行AT1債の定量的トリガー； 一般に「連結CET1比率が5.125%を下回った場合」がトリガー（ロー・トリガー）。銀行によっては、より高い7%等のトリガーを設定している場合も（ハイ・トリガー）。定量的トリガー適用時の損失吸収手段は、額面減額・株式転換のいずれの規定もあるものが多い。

– EU銀行AT1債の定性的トリガー（PONV）；定性型(PONV)のトリガーについては契約条項ではなく、外部の破綻法制で決定する法定型（Statutory）アプローチが取られている。BRRDのような統一規則だけではなく、各国それぞれの法律の「将来時点の」変更によっても、都度ベイルイン条件が事後的に変更され得る点に注意。

– EU銀行の契約条件は個別性が強く、各社・各債券の契約条件を確認することが重要

– 実質破綻認定(PONV)の場合；制度設計的には、AT1債のベイルインが株式に先行することも可能。ただし、実務的には、PONV時の最終的な回収順位は守られやすい。

3. 欧州の例外的な「破綻前」公的資金注入事例

– 本来、BRRDでは、公的資本注入は「最後の手段（バックストップ）」であり、ベイルイン優先の枠組みが原則。

– しかし、こうした制度の整備後の2017年に、イタリアのモンテ・デイ・パスキ・ディ・シエナ（MPS）に対してイタリア政府が「破綻前」に公的資本注入を実施する例外的措置を実施

– 国レベルの法制が、事後的にBRRDの原則と異なる形で修正を適用され得ることが、EU特有の不透明要因。

4. ECB監督下銀行へのAT1債のベイルイン・リスクに関するポイント

– 法制度の適用に関する不安定要因を含んでいるEU銀行のAT1債投資の検討にあたっては、特に各国内の下位銀行やCET1比率に余裕がない銀行などのAT1債への投資について、個人投資家の場合には慎重である必要がある。

審査承認済　2025-R062

JTG証券
Jトラスト グローバル証券

JTG 証券　ストラテジー・レポート

AT1 証券のベイルイン・トリガーの解説(4)
－　ECB 監督下 AT1 債のベイルイン制度－

JTG 証券　チーフ・インベストメント・ストラテジスト　上田　祐介

1．本レポートの目的

本レポートでは、EU 域内で ECB 監督下の銀行の AT1 債のベイルインに関連した規制上の評価点や、制度に関連した税務リスクなどについて解説する。

2．ECB 監督下の AT1 債のベイルイン関連規制

①　規制上の位置付け

ECB 監督下の銀行の AT1 債などを用いた損失吸収は、基本的には契約型アプローチ（ただし、一部が法定型）

EU（ユーロ圏およびバーゼル III 規制の当初合意当時の英国を含む欧州経済領域）では欧州中央銀行(ECB)が銀行規制を監督している。ECB の監督下の地域では、バーゼル III を、欧州の域内規制である CRR（資本要件規則）に基づいて各国法制化して実装しており、AT1 債には最低 5.125%の CET1 比率トリガーが義務付けられた。これは「ロー・トリガー（low-trigger）」とも呼ばれ、規制上 AT1 証券が負債性（債券型）である場合は必須条項となっている。一方、PONV 時の銀行の秩序ある破綻処理については、BRRD（銀行再建・破綻処理指令）に規定されている。

欧州の銀行監督規制が他地域よりも複雑なのは、ECB レベルの監督規制がさらに域内各国の規制に細分化され、かつ各国規制でもそれぞれに異なる部分があることによる（図表 1）。この点が、後述する定性的（PONV）トリガーの条件や、イタリアにおける例外的公的資金注入の実績などにも影響している。

EU 銀行が発行する AT1 債の契約条件には、定量型のトリガー条件が明記されている

(i).定量的トリガー（資本比率トリガー）

欧州の大手銀行は、バーゼル III に準拠した CRR の最低基準に沿って、CET1 が 5.125%以下になると発動する条項を設定することが多く、例えば BNP パリバやドイツ銀行の AT1 債はいずれも約 5.125%（完全実施ベース）のグループ CET1 比率を閾値として、ベイルインが発生する契約条項となっている。

EU 銀 AT1 債の定量的トリガー；
- 一般に「連結 CET1 比率が 5.125%を下回った場合」がトリガー（ロー・トリガー）。
- 銀行によっては、より高い 7%等のトリガーを設定している場合も（ハイ・トリガー）
- 定量的トリガー適用時の損失吸収手段は、額面減額・株式転換のいずれの規定もあるものが多い

なお EU 域内でも一部の欧州行では、より慎重を期して自主的に 7%前後の高めのトリガー条件を採用する場合もあった（例：仏のクレディ・アグリコル 7%、ノルウェーの DnB 7%等）。これらを「ハイ・トリガー(High-trigger)」と呼ぶ。ただし、こうしたハイ・トリガーは、ECB 規制上は任意であり各行の裁量で適用されている。実際に、欧州の AT1 債市場を見ると「ハイ・トリガー（7%）型」と「ロー・トリガー（5.125%）型」が混在しており、発行額では 7%トリガーの債券も相当な割合を占めている。もし仮に、同一の発行体が、ハイ・トリガー債とロー・トリガー債の両方を発行している場合があれば、当該ロー・トリガー債のリスクは相対的に抑制されていることになる。

定量的トリガーが適用された場合の損失吸収手段も、各銀行や AT1 債毎に異なるが、額面減額・株式転換のいずれの規定もあるものが多い。

EU 銀行が発行する AT1 債では、定性型(PONV)のトリガーについて契約条項ではなく、外部の破綻法制で決定する法定型（Statutory）アプローチが取られている

(ii).定性的トリガー（PONV、実質破綻認定時）

定性的(PONV)トリガーに関して、EU は 2016 年施行の銀行再建・破綻処理指令（BRRD）により法定の決議処理を枠組化しており、原則として契約上の PONV 条項を必須とはしていない。ECB が定める CRR の第 54 条 1 項(b)でも、AT1 債に関して「当局判断による減損・転換条項」を任意で含めうる旨が規定されているのみとなっている。つまり、定性的トリガーについてのみ ECB 傘下銀行では法定型ベイルインとなっている点に注意が必要だ。

仮に、実質破綻認定（PONV）に該当する経営状況が発生した場合には、BRRD に基づき各国の決議当局（例:ドイツ BaFin やフランス ACPR）が単一決議委員会 SRB と協議しながら介入し、各国の破産法制に基づき、AT1 債を含む資本性負債に法定ベイルインを実施することができる（契約ベイルインではない）。

以下の図表 1 には、欧州における銀行規制ルール化の階層構造を示した。欧州が独自な点は、バーゼル III を欧州に合わせて標準化した BRRD だけでは包含されず、さらに域内各国それぞれの法規制に落とし込んでいる点にある（図表 1）。

図表 1 欧州でバーゼル規制を実効化する各段階の組織・ルール

世界の主要国の金融システム（銀行、保険、取引所、格付機関、他）の安定性を維持するための国際調整組織	
金融安定理事会 （FSB ; Financial Stability Board）	主要25か国・地域の中央銀行、金融監督当局、財務省、主要な基準策定主体、IMF、世界銀行、BIS、OECD等の代表が参加

「金融機関の実行的な破綻処理の枠組みにおける主要特性 (Key Attribute)」

バーゼル合意自体に法的拘束力はない

世界の主要国の銀行の監督制度の共通化や強化を行う国際組織	
バーゼル銀行監督委員会 （BCBS ; Basel Committee on Banking Supervision）	G20諸国を中心とする中央銀行および金融監督を担う行政当局の代表で構成。銀行監督に関する国際的に共通の規準（バーゼル合意）を形成。

「バーゼル III 銀行規制 (Basel III)」

監督上の制度における法的効力を規定

欧州（EU域内）の銀行の監督を直接実施、強制力のある規則を策定	
欧州銀行監督局 (EBA; European Banking Authority)	欧州銀行監督局(EBA)は、EU加盟各国の金融当局と連携しながら域内の金融機関を監督する。金融危機時の対応などには強い権限が与えられており、当局や各金融機関へ要請や要求を行うことも可能となっている。

「銀行再建・破綻処理指令 (BRRD ; Bank Recovery and Resolution Directive)、改正BRRD2など」

欧州（EU域内）の各国	
各国の国内法制度/規制	EU構成国の政府、監督当局は、EBAが策定した共通ルールに実効性を持たせるよう、国内法規の改正を行い、協調して対処する。 注.2016/1/1までにBRRD対応、2019/1/1までにTLAC対応で改正

国内法規が民間規定に優先

民間契約上の法的効力を伴う規定

欧州（EU域内）の各銀行	
各銀行のAT1債の目論見書、劣後ローンの契約条項	基本的に、上記粋性を反映。ただし、起債タイミングや、国別のルールを反映して、個別債券の契約文言表記は異なることも。（法規が優先）

注. 法的ベイルイン（statutory bail-in）は、契約条項に規定されたいかなる契約ベイルイン（contractual bail-in）条項にも優先

出所:,欧州の監督規則などから JTG 証券で作成

EU 銀行の AT1 債の定性型トリガーでは、BRRD のような統一規則だけではなく、各国それぞれの法律の「将来時点の」変更によっても、都度ベイルイン条件が事後的に変更され得る

このため、EU の大手行 AT1 債の目論見書では、独立した明示的な PONV 条項を持たず、法的規制によりさまざまに法的処理が変更しうる旨を重ねて注意しているケースが多い。巻末の追加図表 1～3 には、BNP パリバ、ドイツ銀行、ING のAT1債の目論見書に示された定性的トリガーに関する表記を例示した。いずれも定性型ベイルインが法定型（Statutory）の処理であり、契約外でベイルインのトリガーが適用されて減価内容が決定されることが、説明されているにすぎないことが確認できる。さらに、BRRD のような統一規則だけではなく、各国それぞれの法律の「将来時点における変更」によっても、都度ベイルイン条件が事後的に変更され得ることが、説明されている点に注意が必要だ。

②　AT1 債の構造と目論見書例（BNP パリバの AT1 債の場合）

EU 銀行の AT1 債の契約条件は個別性が強く、各社・各債券の契約条件を確認することが重要

中には、BNP パリバの AT1 債のように、定量的トリガーに基づく減額後に回復が可能（一時償却型）と規定された銘柄も

BNP パリバが、2023 年 1 月に発行したユーロ建て AT1 劣後債の目論見書では、「グループ連結 CET1 比率が 5.125%を下回った場合」に当該証券の現在の償還額を一部または全部減額（Write-Down）する旨が条項として明記されている。この際、元本は一旦減少するが、一定の条件を充足できた時には発行体の裁量で一部償還額を将来再び増額（Reinstatement）できる（つまり一時的減損後に回復可能な）仕組みとなっている。この BNP パリバの AT1 債に規定された、CET1 比率回復や当局承認等の条件下で「減損額の株主資本への振替や償還額復元」を可能とする商品設計は、欧州銀行の中でも珍しいものである。

このように欧州の AT1 債には、恒久償却型だけでなく一時償却（元本を書き戻し可能）型も存在する。一方で、PONV（ノンバイアビリティ）に関する言及は、当局による緊急介入の可能性としてリスク要因等に触れられる程度で、契約上「〇〇の場合に当局の決定で強制転換/償却」といった明文化は見られない。この点は英国と同様で、最終的な破綻処理時には BRRD に則り当局が措置をとるため契約で改めて規定しないというスタンスとなっている。

③　PONV とその他トリガーの違い

上記に記載した通り、EU では定量的トリガーが債券の契約条項上で定められた唯一の損失吸収メカニズムとなっている場合が多く、実質破綻認定時（PONV 段階）では、法執行に処理を委ねる形となっており、両トリガーが契約型と法定型に分離されている点が特徴だ。

実質破綻認定(PONV)により、法定型のベイルインが適用される場合；
制度設計的には、AT1 債のベイルインが株式に先行することも可能

例えば、ドイツ銀行の AT1 債の目論見書では、CET1 低下時の強制転換条項（5.125%で株式転換）は契約条文に記載されているが、経営破綻が差し迫った場合にはドイツの憲法（Kreditwesengesetz）の下で、BaFin/SRB が決議開始し、AT1 債を含む負債に介入する流れとなる。このプロセスについて、目論見書の中でも一部が注意喚起されているが、契約条文ではない。なお EU の BRRD 上では、破綻認定決議開始の条件として「当該行が Failing or Likely to Fail（経営破綻しているまたはその恐れ）」こと、そして「民間救済策がなく、介入が公共の利益に適うこと」が要件とされており、単に資本比率が基準未達というだけで、直ちに破綻認定の決議が行われる訳ではない。このため

5.125%のトリガー発動（＝契約上のAT1減損）と、破綻認定決議開始（PONV処置）には時間的なズレが生じる可能性があり、理論上はAT1債が5.125%割れで一部減損された後も、さらに別個に破綻認定決議（株主残存価値がある段階での当局介入）が発動するような事態もあり得ることになる。制度的には、AT1債の単独ベイルインも生じ得る設計だ。

ECBでは、「ノークレジター・ワースオフ」原則に基づき、「株主の損失負担なしに劣後債権者を先に全額減損させることはない、と説明。実務的には、PONV時にも最終的な回収順位は守られやすい

一方で、BRRDには「ノークレジター・ワースオフ」（どの債権者も清算の場合以上の損失は被らない）の原則が示されており、加えてクレディ・スイスの破綻時には、ECB総裁が「一般に当局は株主より劣後債権者を先に全損させるような価値移転は避ける」とのメッセージを記者会見であえて指摘したこともある。したがって実務的には、PONV相当時には既にAT1の契約トリガーも発動済みであり、両者の発動順序に起因したクレディ・スイスの事例のような投資家サイドの問題は、大きくは顕在化しにくい[1]と弊社では考えている。

3. ECB傘下銀行への本来の「破綻前」公的資金注入制度と例外措置

BRRDでは、公的資本注入は「最後の手段（バックストップ）」であり、ベイルイン優先の枠組みが原則、としている

2008年以降の金融危機時には、EU諸国（例：ドイツ、フランス、オランダなど）は各国レベルで銀行に対して大規模な資本注入を実施した。しかし、その後の銀行破綻処理制度の整備を経て、現在は前述のとおり、BRRD（銀行再建・破綻処理指令）およびユーロ圏の単一解決基金（SRF）によるバイアウト／ベイルイン優先の枠組みが原則であり、公的資本注入は「最後の手段（バックストップ）」として位置付けられている。

しかし、こうした制度の整備後の2017年に、イタリアのモンテ・デイ・パスキ・ディ・シエナ（MPS）に対してイタリア政府が「破綻前」に公的資本注入を実施する例外的措置が行われた

ただし、破綻を起こすよりは破綻を回避した方が、結果として、社会全体のコストが低くなることは、欧州でも認識されている。このため、バーゼルIIIに基づく破綻処理制度を用いない公的支援が実施された事例もある。その実例が、2017年に行われたイタリアのモンテ・デイ・パスキ・ディ・シエナ（MPS）に対する公的資本注入である。

この、MPSに対する公的資本注入は、バーゼルIIIの損失吸収フレームワーク（AT1やTLACなど）に基づかず、EUおよびイタリア独自の「予防的再資本化（precautionary recapitalization）」という制度に従って実施された。具体的には、2017年7月にイタリア政府はMPSに対し、約81億ユーロの「予防的な再資本化（precautionary recapitalisation）」を実施した。この中には、劣後債務（約43億ユーロ）の転換・株式化、と政府による約39億ユーロの新株引受を含む。この資本注入は、BRRD（銀行再建・破綻処理指令）の枠組み内にある、「救済対象が破綻しておらず、将来性のあるソルベントな銀行である場合に限定した措置」として承認された 。つまり「failing or likely to fail（破綻している、あるいは破綻する可能性がある）」と判断されない銀行に限れば、破綻前の公的資金注入も可能だという論理であった。

---

[1] なお、BRRDの44条にはベイルインに関する例外規定が規定されており「破綻処理当局は」、「一定の負債または一定の負債の区分について、元本の削減または株式への転換の権限の適用を除外または一部除外することができる」との規定もある。ただし、この場合にも「第34条第1項(g)号に定める原則（すなわち、損失の配分は負債の順序に従って行われるべきであること）を遵守しなければならない」と合わせて規定されており、法的回収順位は守られやすいものと、弊社では考えている。

日本に比べれば実施可能性は低いが、欧州でも「破綻前」の予防的公的資金注入が実施しうる事例が存在

このように、例外的な事象を見れば、EU 域内においても公的資金の破綻前注入の可能性が完全に否定されるわけではない。それでも、日本のように法制度として明文化されている地域に比べれば、破綻前の公的支援の可能性は相対的に低いものと考えられる。

図表 2　イタリア政府によるモンテ・パスキ(MPS)支援スキームとバーゼル III に基づき EU が標準化した BRRD との違い

項目	バーゼルIII の損失吸収メカニズム（AT1 / TLAC）	MPSの「予防的再資本化」
発動時期	GOING-CONCERN or resolution	破綻前（予防的）
実施主体	市場（投資家）主体、契約条項に従い発動	国家（イタリア政府）主体
法的基盤	グローバル規則（Basel III）、EUでは CRR/CRD・BRRDに整備	BRRD例外措置として実施
負担順序	投資家 → 破綻処理 → 納税者	投資家（劣後債保有者）→ 国家注入
一時性保証	AT1債の構造で対応	再資本化後長期化した傾向あり

出所：,"The "precautionary recapitalization" of Banca Monte dei Paschi di Siena"、イタリア銀行

4. ECB 監督下銀行の AT1 債のベイルイン・リスクに関するポイント

ECB 監督下の銀行が発行する AT1 債のベイルイン・リスクについては、特に定性的トリガー（PONV）時の法定処理に関する不透明要因が大きい。イタリアのモンテ・デイ・パスキ・ディ・シエナ（MPS）の場合には、債券投資家にとってポジティブに働いた。

ECB 監督下の銀行の AT1債は、ベイルインに関する法制度の適用に関する不安定要因を含んでいる

しかし、各国政府の判断と個別国レベルの法制度の適用により、BRRD の原則とは異なる措置を取りうるという点は、ECB 監督下銀行への AT1 債投資において、解決不能な不安定リスクとなりうる。国レベルの規制と BRRD の規定にずれが生じた場合に、PONV 到達後の債券へのベイルインに実際に適用されるのは、各国レベルの法制度であり、未来に変更され得る法制度リスクを事前に予期することは不可能だ。

各国内の下位銀行や CET1比率に余裕がない銀行などの AT1 債への投資は、特に個人投資家の場合には慎重である必要がある

こうした点を考慮すれば。各国の最上位銀行や CET1比率が最低所要レベルを大きく上回る銀行の AT1 債には投資を検討できるが、各国の下位銀行や CET1比率に余裕がない銀行などの AT1 債への投資は、特に個人投資家の場合には慎重である必要があるだろう。

以上

追加図表 1 BNP パリバ AT1 債目論見書における定性的トリガーの記載例

16.1	Recognition of Bail-in and Loss Absorption	ベイルインと損失吸収に関する認識
	Acknowledgement: By its acquisition of the Notes, each Noteholder (which, for the purposes of this Condition 16, includes any current orfuture holder of a beneficial interest in the Notes) acknowledges, accepts, consents and agrees: (a)☒ be bound by the effect of the exercise of the Bail-in or Loss Absorption Power (as defined below) by the Relevant Resolution Authority (as defined below), which may include and result in any of the following, or some combination thereof: A☒eduction of all, or portion, of the Amounts Due B☒nversion of all, or a portion, of the Amounts Due into shares, other securities… C☒ancellation of the Notes D☒mendment or Alteration of the maturity of the Notes or amount of interest payable on the Notes (b)☒cknowledges, accepts, consents and agrees) that the term of the Notes is subject to, and may be varied, if necessary, to give effect to, the exercise of the Bail-in or Loss Absorption Power by the Relevant Resolution Authority.	了承： 本債券を取得することにより、各債券保有者は、以下を認め、受け入れ、承諾し、同意するものとする。 (a) 関連する破綻解決機関（以下に定義、組み合わせで生ずることも）によるベイルインまたは損失吸収権（以下に定義）の行使の効果に拘束されること。: A 支払額の全部または一部の減額 B 未払金の全部または一部を普通株式、その他の有価証券に転換 C 本債券の取消（かつ/または） D 債券の満期または利息の金額の修正または変更 (b) 本債券の条項は、**関連する破綻解決機関によるベイルインまたは損失吸収権の行使対象**であり、これらの**「破綻処理機関に属する法規制」の内容が必要に応じて変更される可能性**があることを(認め、受諾し、承諾し、同意する)
16.2	Definitions of “Bail-in or Loss Absorption Power”	「ベイルイン又は損失吸収の権限」
	Bail in or Loss Absorption Power is any power existing from time to time under any laws, regulations, rules or requirements in effect in France, relating to the transposition of BRRD, including without limitation pursuant to French（中略）	**「ベイルイン又は損失吸収の権限」とは、時間の経過の中の各時点において、 BRRDの適用に関連し、フランスで有効な法律、規制、規則、または要件の下で存在する強制力を示しており、フランスの法律に従うものを含むが、これに限定されるわけではない。**
	otherwise arising under French law, and in each case the instructions, rules and standards created thereunder, pursuant to which the obligations of a Regulated Entity (or an affiliate of such Regulated Entity) can be reduced (in part or in whole), cancelled, suspended, transferred, varied or otherwise modified in any way, or securities of a Regulated Entity (or an affiliate of such Regulated Entity) can be converted into shares, other securities, or other obligations of such Regulated Entity or any other person, whether in connection with the implementation of a bail-in tool following placement in resolution.	**（上記のEU規則や関連法規により）又はその他のフランスの法律に基づく指示により、これらの法規制に基づいて規制対象組織（またはそのような規制対象組織の関連会社）の契約義務を対象に作成された規則および基準は、（部分的または全体的に）削減、取り消し、一時停止、譲渡、変更、またはその他の方法で修正することができる。** **また、破綻処理の実施に伴うベイルイン・ツールの実行に関連して、規制対象組織（またはそのような規制対象組織の関連会社）の証券は、株式、その他の証券、またはそのような規制対象組織またはその他の自然人等の異なる義務に転換することができる。**

出所：“Prospectus dated 2 September 2022 BNP PARIBAS （incorporated in France）
Issue of €1,000,000,000 Perpetual Fixed Rate Resettable Additional Tier 1 Notes”から JTG 証券で作成

追加図表 2 ドイツ銀行 AT1 債目論見書における定性的トリガーの記載例

p.13	The occurrence of a Trigger Event and therefore a Write-down is inherently unpredictable and depends on a number of factors, any of which may be outside the control of the Issuer. The calculation of the Issuer's Common Equity Tier 1 Capital Ratio and any maximum distributable amount (cf. "Interest Payments may be excluded and cancelled for regulatory reasons, including if the Issuer fails to comply with minimum requirements for own funds, capital buffer requirements, additional supervisory capital requirements and requirements for own funds and eligible liabilities." and "The manner in which some aspects of the CRD/CRR and BRRD II/SRM Regulation II frameworks may be applied, including upon any future amendment, are uncertain.	トリガー事象（Trigger Event）の発生およびそれに伴う元本減損（Write-down）の実行は、本質的に予測不可能なものであり、複数の要因に依存しており、これらの要因のいずれもが発行体の管理の及ばない場合があります。 また、発行体の普通株式等Tier1資本比率（CET1比率）の算定や、最大分配可能額（MDA）の計算についても同様に、発行体にとって不確定性を伴う事項です。 （※注：「最大分配可能額」は、以下の理由により、利息の支払除外または取消しの根拠となる場合があります：発行体が自己資本要件や資本バッファー要件、追加的監督資本要件、自身の資本および適格負債の要件を遵守できなかった場合など） **加えて、CRD／CRR（資本要件指令／規則）およびBRRD IIや単一決議制度（SRM Regulation II）の一部規定の適用方法については、将来的な改正を含め、その運用が不確定であることにもご留意ください。**
p.11	The Holders of Notes are bound by any Resolution Measure. They would have no claim or any other right against the Issuer arising out of any Resolution Measure. Depending on the Resolution Measure, there would be no obligation of the Issuer to make payments under the Notes. The extent to which payment obligations under the Notes may be affected by Resolution Measures would depend on a number of factors that are outside the Issuer's control, and it will be difficult to predict when, if at all, Resolution Measures will occur. The exercise of any Resolution Measure would not constitute any right to accelerate or terminate the Notes. Potential investors should consider the risk that they may lose all of their investment, including the principal amount plus any accrued interest, if Resolution Measures are initiated, and should be aware that extraordinary public financial support for troubled banks, if any, would only potentially be used as a last resort after having assessed and exploited, to the maximum extent practicable, the Resolution Measures, including the Bail-in tool. If the power of write-down or conversion of relevant capital instruments or the Bail-in tool is applied to the Issuer, the principal amount of the Notes may be fully or partially written down or converted into instruments of ownership, although claims of other creditors of the Issuer might not be affected.	債券保有者（Note Holders）は、いかなる破綻処理措置（Resolution Measure）にも拘束されるものとし、当該破綻処理措置に起因して発行体（Issuer）に対して請求権その他いかなる権利も有しないものとします。 措置の内容によっては、発行体は本債券に基づく支払義務を一切負わない場合があります。 本債券に係る支払義務が破綻処理措置により影響を受ける程度は、発行体の管理の及ばない様々な要因に左右され、また、破綻処理措置が実際に講じられるか否か、あるいはその時期についても予見することは困難です。 破綻処理措置が行使されたとしても、それによって本債券の期限の利益喪失（加速償還）や契約解除の権利は発生しません。 当債券の潜在的投資家は投資前に、破綻処理措置が発動された場合には、元本および未払利息を含む全額を失う可能性があるというリスクを十分に理解しなければなりません。また、仮に当該銀行に対して異常かつ例外的な公的資本支援が提供される場合であっても、それは、ベイルイン手段を含むすべての破綻処理措置が最大限に活用された後の最終手段としてのみ実施される可能性がある点に留意すべきです。 発行体に対して元本削減または株式転換等の損失吸収措置（write-downまたはconversion）が適用された場合、本債券の元本は全部または一部が消滅または普通株式等に転換される可能性がある一方で、発行体の他の債権者に対しては、影響が及ばないこともあります。

出所：“PROSPECTUS dated 10 November 2022 Deutsche Bank Aktiengesellschaft (Frankfurt am Main, Germany) EUR 1,250,000,000 Undated Non-Cumulative Fixed to Reset Rate Additional Tier 1 Notes of 2022”から JTG 証券で作成

追加図表 3 ING AT1 債目論見書における定性的トリガーの記載例

p.30	There remains uncertainty as to the full impact of the BRRD, the SRM Regulation or the Dutch Intervention Act (Interventiewet, as implemented in relevant statutes) (each as defined in the risk factor entitled "The Issuer is subject to several bank recovery and resolution regimes that include statutory write down and conversion as well as other powers, which remains subject to significant uncertainties as to scope and impact on it." starting on page 15 of the Registration Document) on the Issuer, the Group and on Holders of the Capital Securities, and there can be no assurance that the taking of any actions by the relevant authority would not adversely affect the rights of Holders of the Capital Securities, the price or value of an investment in the Capital Securities and/or the Issuer's ability to satisfy its obligations under the Capital Securities. The taking of any such action or any suggestion thereof could materially adversely affect the value of the Capital Securities and could lead to the Holders of the Capital Securities losing some or all of their investment in the Capital Securities.	**BRRD、SRM 規則、またはオランダの介入法（Interventiewet、関連法令で実施）の完全な影響については、依然として不確実性が残っています**（それぞれ「発行者は、いくつかの銀行の回復および解決制度の対象となる」という表題のリスク要因で定義されています）。 これには、**法定ベイルインによる額面償却および普通株転換、ならびにその他の権限が含まれますが、その範囲と影響については依然として重大な不確実性に左右されます**。 また、関連当局による何らかの措置が、資本証券の保有者の権利、資本証券への投資の価格または価値、および/または発行者がその要求を満たす能力に悪影響を及ぼさないという保証はありません。 資本証券に基づく義務。 そのような行動またはその提案を行うことは、資本証券の価値に重大な悪影響を与える可能性があり、資本証券の保有者が資本証券への投資の一部またはすべてを失う可能性があります。
p.31	It is possible that under the BRRD, the SRM Regulation, the Intervention Act or any other future similar legislation, any powers given to the resolution authority or another relevant authority could be used in such a way as to result in capital instruments of the Issuer, such as the Capital Securities, absorbing losses or otherwise affecting the rights of Holders either in the course of any resolution of the Issuer or, prior thereto, at the point of non-viability. If these powers were to be exercised in respect of the Issuer (or any member of the Group), there could be a material adverse effect on the rights of Holders, including through a material adverse effect on the price of the Capital Securities.	**BRRD、SRM 規制、介入法、またはその他の将来の同様の法律の下で、破綻処理当局または別の関連当局に与えられた権限が、発行者の資本証券をもたらすような方法で使用される可能性**があります。 資本証券など、損失を吸収するか、発行者の解決の過程で、またはそれ以前の存続不可能な時点で保有者の権利に影響を与えます。 発行者（またはグループのメンバー）に関してこれらの権限が行使された場合、資本証券の価格への重大な悪影響などを通じて、保有者の権利に重大な悪影響が生じる可能性があります。
p.30	Reference is made to the section entitled "Description of ING Groep N.V. – Regulation and Supervision –Bank Recovery and Resolution Directive" starting on page 52 of the Registration Document and the Statutory Loss Absorption provision in the Conditions. The powers described therein may also be applied in respect of the Capital Securities, and none of the actions described therein would constitute an event of default under the Capital Securities entitling Holders to seek repayment. The BRRD includes provisions (known as the bail-in tool) to give regulators resolution powers, inter alia, to write down the debt of a failing bank (or to convert such debt into capital) to strengthen its financial position and allow it to continue as a going concern, subject to appropriate restructuring measures being taken.	登録文書の 52 ページから始まる「ING Groep N.V. の説明 – 規制と監督 – 銀行の回復と解決に関する指令」というタイトルのセクションと、条件の法定損失吸収規定を参照してください。 そこに記載されている権限は資本証券に関しても適用される可能性があり、そこに記載されている行為はいずれも、保有者に返済を求める権利を与える資本証券に基づく債務不履行の事象を構成するものではありません。 **BRRD には、規制当局に破綻処理権限を与える条項（ベイルイン ツールとして知られる）が含まれており**、とりわけ、破綻した銀行の債務を減価し額面償却（またはそのような債務を資本に変換）して財務状態を強化し、継続できるようにします。 継続企業として、適切なリストラ措置が講じられていることを条件とします。
p.30	In addition to this general bail-in tool, the BRRD provides for resolution authorities to have the further powers to, as a resolution action or when the resolution authority determines that otherwise the institution or the group would no longer be viable, cancel all or a portion of the principal amount of, or interest on, among other things, Additional Tier 1 capital instruments (such as the Capital Securities) and Tier 2 capital instruments of a failing financial institution or a relevant holding company (such as the Issuer) and/or to convert certain debt claims (which could include the Capital Securities) into shares or claims which may give right to shares or other instruments of ownership or other securities or other obligations of the Issuer or obligations of another person ("Statutory Loss Absorption").	「この一般的なベイルイン ツールに加えて、**BRRD は、破綻処理措置として**、または破綻処理当局がそうしなければ機関またはグループがもはや実行不可能であると判断した場合、すべてをキャンセルするか、 とりわけ、**破綻した金融機関または関連する持株会社（発行者など）の追加 Tier 1 資本証券（資本証券など）**および Tier 2 資本証券の元本または利息の一部、および /または特定の債務債権（資本証券を含む可能性がある）**を**、株式またはその他の所有権証書またはその他の有価証券または発行者のその他の義務または他人の義務に対する権利を付与する可能性のある**株式または債権に転換することができます（「法定損失吸収」）**。

出所：ING グループ N.V.の 2023/2/10 発行、2028/5/26 初回コール、7.5%クーポン、米ドル建て AT1 債目論見書から JTG 証券で作成

無登録格付に関する説明書

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。

これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等をお客様に告げなければならないこととされております。

〇登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

■ムーディーズ・レーティングスについて 格付会社グループの呼称等について 格付会社グループの呼称：ムーディーズ・レーティングス（以下「ムーディーズ」と称します。） グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：ムーディーズ・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第2号） 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ（ムーディーズ日本語ホームページ（https://ratings.moodys.com/japan/ratings-news）の「規制関連」タブの下にある「開示」をクリックした後に表示されるページの「無登録格付関連」の欄に掲載されております。 信用格付の前提、意義及び限界について ムーディーズ・レーティングスの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っていません。 ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。	■S&P グローバル・レーティングについて 格付会社グループの呼称等について 格付会社グループの呼称：S&P グローバル・レーティング（以下「S&P」と称します。） グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：S&P グローバル・レーティング株式会社（金融庁長官（格付）第5号） 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ（https://www.spglobal.com/ratings/jp/index）の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」（https://www.spglobal.com/ratings/jp/regulatory/content/unregistered）に掲載されております。 信用格付の前提、意義及び限界について S&P グローバル・レーティングの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。 信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。 S&P グローバル・レーティングは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&P グローバル・レーティングは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デューデリジェンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。	■フィッチ・レーティングスについて 格付会社の呼称について 格付会社グループの呼称：フィッチ・レーティングス（以下「フィッチ」と称します。） グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第 7 号） 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ（https://www.fitchratings.com/ja）の「フィッチの格付業務」欄の「規制関連」（https://www.fitchratings.com/ja/regulatory）の「信用格付の前提、意義及び限界」に掲載されております。 信用格付の前提、意義及び限界について フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。 フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。 信用格付の前提、意義及び限界の詳細にわたる説明についてはフィッチの日本語ウェブサイト上の「格付及びその他の形態の意見に関する定義」をご参照ください。

この情報は、2024 年 6 月 25 日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記格付会社のホームページをご覧ください。

Disclaimer

本資料は、J トラストグローバル証券（以下、JTG 証券）が本資料を受領されるお客様への情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券又は金融商品の売買の推奨・取引・勧誘・申込みを目的としたものではありません。

開示事項

本資料の作成及び配布は JTG 証券が行っております。

JTG 証券では調査部門の活動（リサーチ・レポート作成、リサーチ情報の伝達を含む）に関する適切な基本方針と手順等、組織上管理上の制度について、日本証券業界によるアナリスト・レポートに関する自主規制に準拠した内部ルールと管理プロセスを整備しています。

JTG 証券はリサーチ部門・他部門間の活動及び/又は情報の伝達、並びにリサーチ・レポート作成に関する適切な基本方針と手順等、 組織上管理上の制度について、日本証券業界によるアナリスト・レポートに関する自主規制に準拠した内部ルールと管理プロセスを整備しています。

JTG 証券では、所属するアナリスト及びその家族が、当該アナリストの担当カバレッジに属するいずれの企業の株式も保有することを禁じられています。また、本リサーチ・レポートが公開される前後 3 か月間に、本リサーチに関連する金融商品を個人的に取引することも禁じています。

アナリストによる証明

本レポート表紙に記載されたアナリスト（以下、同アナリスト）は、本レポートに記載した見通し・評価・分析等の内容が、 分析対象銘柄の発行企業及びその証券に対する同アナリスト個人の見解に一致していることを証明いたします。また、本レポート内で特定の判断もしくは見解を表明する見返りとして、いかなる報酬も一切受領しておらず、受領する予定もないことを合わせて証明いたします。

免責事項

本資料内で JTG 証券が言及した全ての記述は、公的に入手可能な情報のみに基づいたものです。本資料の作成者は、インサイダー情報の入手・使用を禁じられています。

本資料に含まれる情報は、弊社が正確かつ信頼できると考える情報に基づき、正確性と信頼性を担保することを目標として作成していますが、その正確性、信頼性が客観的に検証しておりません。本資料内で JTG 証券以外の外部サイトのインターネット・アドレスを参照していることがございますが、リンク先の内容・正確性について JTG 証券は一切責任を負いません。本資料はお客様が必要とする全ての情報を網羅することを意図したものではありません。
JTG 証券は本資料に掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる保証を表明しておりません。また、JTG 証券は、本資料の論旨と一致しない他の資料を発行している場合があり、又は今後発行する場合があります。

本資料に示したすべての内容は、本資料発行時点において JTG 証券が入手可能な範囲で最新の評価や判断を示しておりますが、本資料に含まれる情報は金融市場や経済環境の変化等のために最新の内容ではない可能性があることをご認識ください。JTG 証券では、本資料内に示した見解は予告なしに変更することがあります。また、 JTG 証券は本資料内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
本資料で直接的又は間接的に言及・例示・評価・推奨している有価証券や金融商品は、市場価格の変動や発行体の財務状況の変化、経済環境の変化や経営判断、同証券や発行体に関わる外部評価の変化、金利や為替などの市況変動などの影響など、様々な要因により投資元本を割り込むリスクがあります。

本資料の作成にあたり、JTG 証券では本資料を受領される個々のお客様の財務状況、ニーズもしくは投資目的を考慮しておりません。このため、本資料で言及されている有価証券や金融商品、市場見通し、投資戦略などは全てのお客様にとって適切なものであるとは限りません。お客様の投資に当たっては、ご自身の判断により投資評価や投資戦略を評価し、本資料に記載されている有価証券又は金融商品に関して投資・取引を行う際には、専門家やファイナンシャル・アドバイザーにご相談ください。

お客様による最終的な投資判断は必ずお客様自身によりなされなければならず、投資によって生じたいかなる結果につきましても、一切の責任はお客様にあります。JTG 証券は、本資料を直接的にまたは間接的に入手したお客様が、本資料を参照した結果として生じたいかなる事象（直接・間接の損失、逸失利益及び損害、その他の状況）についても一切の法的責任を負いません。

本資料は、お客様に対し税金・法律・投資上のアドバイスとして提供する目的で作成されたものではありません。法律・制度・税金・会計等につきましては、お客様ご自身の責任と判断で専門家にご相談ください。

本資料に過去の投資パフォーマンスや過去データに基づく分析が示されていたとしても、これらは将来の投資パフォーマンスを確定的に予測したり、保証するものではありません。 特に記載のない限り、本資料に含まれる将来予想は、アナリストが適切と判断した材料に基づく本資料公表時点におけるアナリストの予想であり、実現値とは異なることがあり得ます。JTG 証券では、将来の投資パフォーマンスやリスクについての参考情報や見通しを示すことがありますが、いかなる観点でも、これを保証するものではありません。

本資料の作成アナリストによる投資・保有禁止に関わらず、JTG 証券及び社員は、本資料で言及された有価証券等や関連するエクスポージャーを、自己の勘定もしくは他人の勘定で取引もしくは保有する可能性があります。また、本資料で示された投資判断に反する取引を行うことがあります。本資料のご活用にあたりましては、お客様と JTG 証券並びにその社員との間で、利益相反が起こりうることにご留意ください。

本資料は、日本国内に限定して配付致します。
間接的に海外で入手されるような事態が生じた場合があったとしても、JTG 証券では諸外国の法制度や規制に対応する責任を負いません。

Copyright　JTG 証券 Co. Ltd. All rights reserved.
本資料は JTG 証券の著作物であり、著作権法により保護されております。
JTG 証券の書面による事前の承諾なく、本資料の全部もしくは一部を変更、複製・再配布し、もしくは直接的又は間接的に第三者に交付することはできません。

東京都渋谷区恵比寿 4-20-3
恵比寿ガーデンプレイスタワー7 階
　Jトラストグローバル証券株式会社 経済調査室

ご投資にあたって

本資料に記載の内容を参考にしてお取引をされる場合、商品毎に以下の手数料等をご負担いただきます。

【上場株式等】
店舗における国内の金融商品取引所に上場する株式(売買単位未満を除く)の場合は約定代金に対して最大 1.1524%(税込)(但し約定代金の 1.1524%(税込)に相当する額が 3,300 円(税込)に満たない場合は 3,300 円(税込)の委託手数料をご負担いただきます。

【投資信託】
投資信託の場合は銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費等をご負担いただきます

【債券等】
債券等を募集、売出し等又は相対取引により購入する場合は、購入対価のみお支払いいただきます。また、外貨建ての債券の場合、円貨と外貨を交換する際には外国為替市場の動向を踏まえて当社が決定した為替レートによるものとします。

高リスク商品のお取引における注意事項

【投資不適格債券】
一般的に投資適格債券と比較して利回りが高い一方で、価格変動が大きく、また、信用リスクをはじめとした各種リスクが高い商品です。

【劣後債】
企業が発行する社債の一種で、発行体の倒産・清算時における元利金の支払順位(債務弁済順位)が一般債務よりも低く、リスクが高い債券です。劣後債の中には償還期限の定めがないものもあり、「永久劣後債」と呼ばれます。また、「新型劣後債」や「実質破綻時債務免除特約付」の場合には、発行体または発行体が債務弁済の保証をする子会社の金融機関等の自己資本比率が一定の水準を下回った場合や監督当局の決定などにより、強制的に元本が削減されたり株式に転換されたりする特性があります。

投資リスクについて

各商品等には、株式相場、為替相場、金利水準、不動産相場、商品相場等の価格の変動等及び有価証券の発行者の信用状況(財務・経営状況含む)の悪化等、それらに関する外部評価の変化等により損失が生じるおそれ(元本欠損リスク)があります。

商品毎に手数料及びリスク等は異なりますので、当該商品の目論見書または契約締結前交付書面をよくお読みください。

Jトラストグローバル証券株式会社
金融商品取引業者　関東財務局長(金商)第 35 号
貸金業者登録番号　東京都知事(1)第 31946 号
加入協会:日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会