

## 新型コロナウイルス時代の混迷する不動産(その1)

### —債権者間協定の役割

キャロライン・A・ハーコート、ジェイコブ・A・アクセルロッド

- 債権者間協定(ICA)は、レンダー間の関係の重要な点を取り決め、劣後ファイナンスの仕組みを構築します。
- ローン関連書類の変更、救済条項、債務不履行の治癒等を検討する際、ICA は重要です。メザニンレンダーは、特に ICA に注意を払うべきであり、このことはアメリカ統一商事法典(UCC)に基づく担保実行の場面でも同様です。

ローン関連書類の変更、支払猶予、債権譲渡、救済条項の行使、代物弁済等を検討するにあたり、各レンダーは、債権者間協定(Intercreditor Agreement; “ICA”)の規定を再確認し、遵守する必要があります。不動産業界が混迷するなか、多くの ICA は、再びレビューの対象となるでしょう。

新型コロナウイルスによる初めてのロックダウンから月日が経ち、不動産マーケットの多くのレンダーは、もはや、債権回収の猶予や返済計画の変更<sup>1</sup>に応じるのではなく、救済条項の行使を検討したり、実際に実行したりする方針に代わっています。現在、特に打撃を受けたホスピタリティ・小売業のセクターでは、ボロワーが「建物の鍵を差し出し」たい<sup>2</sup>(“turn in the keys”)と求めることさえあります。その場合、抵当権を有するレンダー(以下「モーゲージレンダー」といいます。)は、ローンの期限の利益を喪失させたくて、不動産の担保実行を行います。また、メザニンレンダーは、ボロワーのエクイティに対し、アメリカ統一商事法典(UCC)に基づく担保実行を行うことがあります。こうした場面において、ICA はメザニンローンがモーゲージローンに劣後することを確認するだけのものではありません。メザニンレンダーは、事案ごとの事情に即した救済条項や買取オプションをICAによって与えられています。ICA は、トラブルの原因にも、問題解決の糸口にもなり得るのです。

### はじめに—メザニンローンとICA

メザニンレンダーは、メザニンボロワー(モーゲージボロワーの所有者に当たります。)に貸付けを行い、メザニンボロワーが保有する、モーゲージボロワーのエクイティに対し、担保を取得します。

<sup>1</sup> [Distressed Real Estate During COVID-19: Tips for Negotiating Forbearance Agreements](#) (英文記事)をあわせてご参照ください。

<sup>2</sup> [Distressed Real Estate During COVID-19: Deeds in Lieu of Foreclosure Involving Commercial Real Estate](#) (英文記事)をあわせてご参照ください。

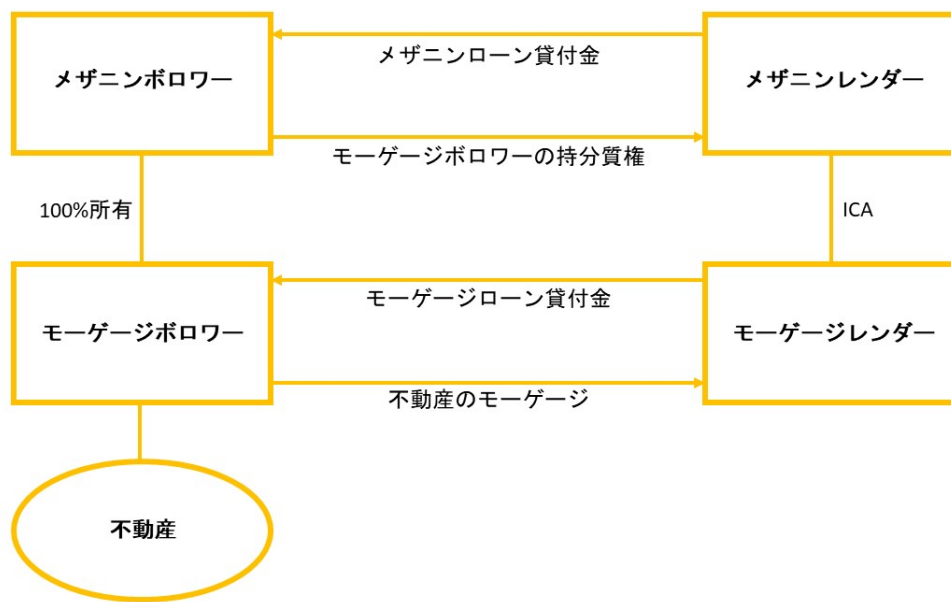
メザニンレンダーは、抵当不動産自体には、担保権を持ちません。メザニンレンダーは、担保実行すると、モーゲージボロワーの所有権者になり、抵当不動産を間接的に所有・支配することになります(抵当権実行時、レンダーより高い価格での買受人がいれば、その買受人が不動産を間接的に所有・支配することになります)。他方、モーゲージレンダーが担保実行したり、代物弁済を受けたりすれば、メザニンローンは消滅します。すなわち、メザニンローンの担保は、裏付けとなる不動産の価値がモーゲージローンを超える範囲でのみ価値を有しています。この点、不動産自体に担保を持たないメザニンローンは、不動産公租公課の先取特権、建物工事の先取特権又は判決による先取特権がある場合に、立場が脆弱になります。メザニンレンダーは、これらの先取特権を消滅させられず、残存する全ての担保権・債務について間接的に責任を負います。

もっとも、メザニンレンダーは、関連書類において、多くの表明保証やコベナンツ、承諾事項についてモーゲージローンと同じ事項を規定しています。一つ大きな違いがあるのは、メザニンローンがモーゲージローンとクロスデフォルトとなり、モーゲージローンのデフォルトによりメザニンローンの期限の利益は喪失するのに対し、メザニンローンだけのデフォルトは通常モーゲージローンの期限の利益を喪失させません。

多くの場合、各レンダーは、ICAの当事者となり、権利及び救済(劣後条項を含みます。)について定めます。具体的には、関連書類に定めるモーゲージローンの期限の利益喪失事由が発生・継続していないかぎり、メザニンローンの利息及びフィーの支払いが認められると規定されます。また、(下記の治癒条項に基づき、)メザニンレンダーが、モーゲージボロワーのデフォルトを治癒すれば、関連書類に従った元利払いを受けることができます。つまり、モーゲージローンの期限の利益喪失事由が発生・継続している限り、メザニンレンダーは、平時の方法で返済を受けられません。このような有事の場合に、メザニンローン実行金の一部を積み立てたりザーブといった「セパレート・コラテラル」からの回収を認めるICAもありますが、この点は案件次第です。

ICAにおけるメザニンレンダー、モーゲージレンダーは1名ずつであるとは限らず、複数の場合もあります。便宜上、本記事では1名ずつ存在するケースを想定します。

レンダー及びICAの関係を簡略に図示すると、次のようになります。



本記事は、ICA について一般的な問題の一部を取り上げるものであり、ICA や ICA に基づく措置の問題点をすべて網羅するものではありません。また、ICA ごとに、交渉に基づいて個別の条項が規定されていることや、判例法、訴訟、私たちがまさに経験しているマーケットの変化等を受けて ICA は発展していくことにご留意ください。

また、倒産関連条項(又はレンダーの倒産)をめぐる問題、建設ローンに劣後する場合の問題を取り上げていないことにご留意ください。これらのトピックは、今後の記事で取り上げる予定です。

### メザニンローンの債権譲渡と担保実行

一般的に、多くの ICA は、モーゲージローンの譲渡について、ボロワー・ボロワー関係者への債権譲渡を制限するほか、特に制約を課していません。他方、メザニンローンの支配的又は過半数の持分の移転、並びに、担保実行(及びこれに伴う譲渡)については、事前に定義された一定の財政要件と(通常、交渉によって決まる)「適格要件」を満たす「適格譲受人」への譲渡である場合に限り、格付会社の承諾なしで(モーゲージローンが証券化されていない場合は、モーゲージレンダーの承諾なしで)譲渡できると典型的には定められます。

適格譲受人の定義について、ある適格譲受人が支配する者は、適格要件を満たさなくても適格譲受人に該当すると扱われることが多いことにご留意ください。その結果、メザニンローンを唯一の財産とする(他の出資又は信用補完を有しない)特別目的事業体にメザニンローンが譲渡され保有されることがあります。このことは、モーゲージレンダーがかなり大きなバランスシートを有する企業である場合に、アンバランスな事態を引き起こします。すなわち、メザニンレンダーにとって ICA を遵守する主要な(おそらく唯一の)理由が、メザニンレンダーのレピュテーションリスクのみとなる事態が起こり得ます。このアンバランスさは、デフォルトの局面で確実にレンダーの利害に影響します。

レンダーによるボロワー・ボロワー関係者へのローン債権の売却は制限され、かつ、ボロワー・ボロワー関係者が保有するローンは、メザニンレンダーが享受する ICA 上の保護を受けられないという「中立化」条項が一般的に ICA には含まれています。

### メザニンレンダーの治癒権

他にメザニンレンダーが交渉する重要な権利には、モーゲージボロワーのデフォルトの通知を受ける権利、及び、モーゲージローンのデフォルトを一定期間内に治癒する権利が挙げられます。メザニンレンダーがデフォルトを治癒しようとしている限り、モーゲージレンダーは救済条項を行使できないという理由から、このような規定はスタンドスティル条項と呼ばれます。例えば、この期間、モーゲージレンダーはモーゲージローンの期限の利益を喪失させたり、担保実行したりすることができなくなります。

治癒が認められる期間・事由は、しばしば交渉の対象となりますが、一般的には、支払債務のデフォルトの治癒期間は通常短く、利用可能な治癒の回数も上限が設定されます。これに対し、非金銭債務のデフォルトの治癒はより長い期間が定められ、治癒の回数の制限も課せられません。メザニンレンダーが非金銭債務のデフォルトを治癒できる条件として、メザニンレンダーがモーゲージローンの元利払いを滞らせないようにし、かつ、勤勉に治癒(占有が必要となる場合は、担保実行)を実現しようとしていることが必要であり、また、物件の「価値、使用及び運用」に重要な悪影響を及ぼさないことが要求されます。モーゲージボロワーが倒産した場合、治癒権は終了します。多

くの場合実際には、メザニンレンダーは、一定の非金銭債務の治癒を効果的に行うためには、担保実行をする必要があります。

### メザニンレンダーによる担保権実行の条件

ICA では、メザニンローンの担保実行又はこれに代わる代物弁済の受領について要件が規定されることが多いです。含まれる要件としては、

- 担保物の譲受人が、メザニンレンダー又はあらかじめ定められた適格譲受人であること
- メザニンレンダーが、モーゲージローンのデフォルトを治癒すること(今日の多くの ICA は、この義務の中にモーゲージローンを完済する義務は含まれないことを明確化しています)
- あらかじめ定められたプロパティマネージャー又はモーゲージレンダーが承諾したプロパティマネージャーが、物件を管理すること
- 譲渡後一定期間内に、物件がキャッシュマネジメントシステム(リザーブが必要とされる場合にリザーブが積まれることを含みます)の対象となること
- 一定の意見書・定款等の提出
- 独立取締役の新たな選任

があります。この点、多くの論評が公表されたスタイベサント・タウンの判決においては、シニアレンダーがシニアローンの期限の利益を喪失させ担保実行の判決を得て、メザニンレンダーはシニアローンのデフォルトを治癒しないことを選択したという事実関係のもとで、裁判所は、メザニンレンダーによる UCC に基づく担保実行を差し止めました。また、シニアレンダーが主張するように、本件の ICA のもとでは、UCC に基づく担保実行の前に、メザニンレンダーは、失期したシニアローンについて、元利払いを含めた全てのデフォルトを治癒しなければならないと判断しました。この判決により、ほとんどの ICA に一定の修正がなされました。

更に、重要な点として、当初の保証人が免責されるかどうかには拘わらず、債権譲渡を受けた譲受人・譲受人関連者は、モーゲージレンダーに対し、(今後の債務をカバーするため)一定の財政基準を満たした代替の保証を提供しなければなりません。これは、ボロワーのスポンサーが交替する場合には、モーゲージレンダーにとって特に重要となります。また、多くのモーゲージローンの保証において、メザニンレンダーによる担保実行の日をもって契約又は責任が終了すると規定されていることから、代替の保証を確保することは重要となります。

代替の保証は、メザニンレンダーが差押えを行う前か、同時に提供されなければなりません。また、適格譲受人の信用性の問題を踏まえると、代替となる保証人については、最低の純資産額及び流動性の要求水準を特定しておくべきです。ほとんどの抵当権の売却時支払条項("Due on sale clause")で、モーゲージボロワーの支配権の移転は、レンダー承諾が必要となる不動産の移転に該当すると規定されているため、メザニンレンダーは担保実行時に上記条件を遵守することで、モーゲージローンの売却時支払条項に違反してしまうことを回避できます。

上記の担保実行に要する条件は、メザニンレンダーがモーゲージボロワーに対して議決権を行使する等支配する場合にも適用されることが多いため、ご注意ください。こうした ICA 上の条項は、場合によっては交渉・改訂されることがあります。

## ローン関連書類の変更

ICA では、モーゲージローン関連書類の変更は、モーゲージローンのデフォルトが発生し継続していない限り、メザニンレンダーの承諾事項であると規定されます。承諾事項には、以下の事項が含まれます。

- モーゲージローンの元本金額、利率を増加させること
- モーゲージローン関連契約におけるモーゲージボロワーの金銭債務を増加させること(軽微である場合を除く)
- (モーゲージローン関連契約に別段の定めがない限り、)モーゲージローンの予定返済期日を延期又は短縮すること
- モーゲージローンを他の何らかの債務に変更又は交換すること
- 任意期限前返済が禁止されている期間、又は、任意期限前返済に手数料が必要とされる期間を延長すること(又はその手数料の金額を変更すること)

一般的には、モーゲージレンダーがプロテクション費用及び未払利息を融資することは、メザニンレンダーの承諾が必要な変更には当たりません。期限の利益喪失事由発生後の局面では、(元本金額の増加、満期の短縮、モーゲージレンダーに「キッカー」を与えることなど、限られた重要な事項を承諾必要事項に含めるために、)承諾必要事項の範囲・件数が減らされます。また、通常 ICA には、実質的にミラーとなる規定が存在し、メザニンローン関連書類の変更に関しても、実質的にミラーとなる承諾権限がモーゲージレンダーに与えられます。

パンデミックの初期から現在まで、実務家は ICA の規定に立ち返り、モーゲージレンダーがローンの猶予、権利行使、又はボロワーに義務を課すためにメザニンレンダーの承諾が必要であるかどうか判断してきました(とりわけ、権利放棄(Waiver)の規定には注意が払われます)。また、モーゲージレンダーの承諾が必要であるかどうか検討する場合も、同様です。

契約の変更に関する規定がほとんどミラーで、モーゲージローンとメザニンローンで同様の規定が関連契約に定められることからすれば、モーゲージローン関連書類の変更にもメザニンレンダーの承諾が必要となる場合、メザニンローンもミラーになるように修正する必要があるとあり、そのためにはモーゲージレンダーの承諾を得る必要がある可能性が高いです。この点、規定をミラーにすることで、あるレンダーが承諾しても別のレンダーが承諾しないという事態を招き得ることは、ご留意ください。その結果、ボロワーは、全てのレンダーが変更を承諾しない限り、手続を進めることに躊躇するかもしれません。

## 買取オプションと代物弁済

一般に、メザニンレンダーは、モーゲージローンの期限の利益喪失事由が発生・継続した場合や、証券化モーゲージローンの場合にモーゲージローンがスペシャル・サービシングの対象債権になった等一定のトリガー事由が発生した場合に、モーゲージローンを買取る権利を有しています。ICA によっては、オプション行使時に預託金を積むこと、オプション行使のタイムラインを設けることを要求するものがあります。ICA のなかには、より広く、モーゲージローンの担保実行、代物弁済があるまで買取オプションが行使可能で、メザニンレンダーが治癒権を行使していないときでさえ、買取オプションを行使可能とするものもあります。また、代物弁済による証書("deed")の交付又は一定期間の経過により終了すると規定するものもあります。

オプション行使時にメザニンレンダーが支払う購入価格は、モーゲージローンの元本残高、未払利息その他一切の未払費用(プロテクション費用及びモーゲージレンダーが負担した費用を含みません)を含みますが、モーゲージレンダーは、遅延利息、遅延手数料、期限前返済手数料といった項目を放棄することもあります。なお、証券化モーゲージローンの場合に、メザニンレンダーがワークアウトフィー、スペシャルサービシングフィー又は清算費用等の一部の特別な費用を支払わなければならないかについては議論があります。

モーゲージボロワーが担保実行に代えて証書("deed")を交付する場合は、上記の規定が関連するものの、ICA の別途の規定が問題となります。ICA に別段の規定がなければ、モーゲージボロワーがレンダーに証書を交付することで、メザニンローンの全ての価値は消滅してしまいます。この点、メザニンレンダーは「バッドボーイ条項」による一定の保証を有しており、担保不動産をメザニンレンダーの承諾なく譲渡することはリコース(多くの場合フルリコース)のトリガー事由となると明記されています。また、多くの ICA では、(i)モーゲージレンダーはメザニンレンダーへ証書を受領する予定であることを一定の日数をあけて事前通知する義務があり、(ii)メザニンレンダーは買取オプション又は証書の譲渡を受ける先買権を有しています。

### メザニンローンのファイナンス

多くの場合、メザニンレンダーは、資金提供者が一定の財政基準を満たす(かつ、モーゲージボロワー関連者でない)場合、買戻権その他同様のアレンジを定めた上で、モーゲージレンダーの承諾なくポジションを流動化する権利を有しています。そのような資金提供者は、通知を受ける権利及び治癒の機会を通常与えられます。

### まとめ

新型コロナウイルスにより経済が混乱する中、ICA の多様な規定は、丹念に検討され、(場合によっては裁判上で)争われることが想定されます。今後、担保実行などの権利行使が増加すると見込まれるため、モーゲージレンダー及びメザニンレンダーは、自らの権利義務を把握するために ICA の規定を精査する必要があります。ICA の規定は、きわめて複雑で、論点も多数あります。先行きの見通しが立たない時代において、クライアントは、経験豊富で、フレッシュな観点からレビューを行うことができるカウンセルの助言を求めることが望ましいといえます。

本稿の原文(英文)につきましては、[Distressed Real Estate During COVID-19: The Role of Intercreditor Agreements between Mortgage Lenders and Mezzanine Lenders](#) をご参照ください。

### 本稿の内容に関する連絡先

**木本泰介**（日本語版監修）  
725 South Figueroa Street, Suite 2800  
Los Angeles, CA 90017-5406  
+1.213.488.7113  
[taisuke.kimoto@pillsburylaw.com](mailto:taisuke.kimoto@pillsburylaw.com)

**Caroline A. Harcourt**  
31 West 52nd Street  
New York, NY 10019  
+1.212.858.1529  
[caroline.harcourt@pillsburylaw.com](mailto:caroline.harcourt@pillsburylaw.com)

**保川 明**（日本語版作成協力）

**Jacob A. Axelrod**  
31 West 52nd Street  
New York, NY 10019  
+1.212.858.1166  
[jacob.axelrod@pillsburylaw.com](mailto:jacob.axelrod@pillsburylaw.com)

### Legal Wire 配信に関するお問い合わせ

**田中里美**  
[satomi.tanaka@pillsburylaw.com](mailto:satomi.tanaka@pillsburylaw.com)

This publication is issued periodically to keep Pillsbury Winthrop Shaw Pittman LLP clients and other interested parties informed of current legal developments that may affect or otherwise be of interest to them. The comments contained herein do not constitute legal opinion and should not be regarded as a substitute for legal advice.  
© 2020 Pillsbury Winthrop Shaw Pittman LLP. All Rights Reserved.