

## 新型コロナウイルス時代の混迷する不動産(その2)

### -開発型案件における特別な考慮事項と債権者間協定

キャロライン・A・ハーコート、ポール・シャプシス、ジェイコブ・A・アクセルロッド

- **開発型案件では、典型的な債権者間協定では見られない、複雑な問題が多く生じます。**

開発型案件では、典型的な債権者間協定(以下「ICA」)では見られない特有の問題が多く生じます。

まず前提として、開発型案件においてメザニンローンを組成する場合には、ストラクチャー上、課題が生じます。特に、メザニンローン(・シニアローン)を組成時に全額実行するか、又は(シニアローンとパリパスで)一定期間をかけて複数回貸し出すか、まず決める必要があります。この決定にあたっては、(i)いずれのレンダーが、融資実行の依頼や、予算変更などの建設関連の承諾依頼に最も対応できるか、(ii)レンダー承諾が2社分必要となる場合、メザニンボロワー(及びモーゲージボロワー)にとって受け入れ可能か、(iii)建築に求められる水準、予算の再配分、変更発注などについてレンダーの意見が食い違うリスクがある場合、ボロワーにとって受け入れ可能か、などの多くの要因に左右されます。多くのシニアレンダーは、メザニンローン全額がクロージング時に実行され、かつ、建設関連の事項についてメザニンレンダーは最小限の役割しか与えられないという建付けを好みます。もちろん、この場合、ボロワーは実行済みのメザニンローン全額について所定の利息を支払う義務を負います(利息の金額は、ローンが一定期間をかけて実行される場合に融資枠にかかるフィーの金額を優に超える可能性があります)。

開発型案件において、レンダー間のICAで手当てされる個別の論点の例を挙げると、以下のとおりです。

#### 1. 融資実行依頼、建設予算の変更その他の建設関連事項に関する承諾

各ローン関連書類で、各レンダーは、融資実行・建設予算の変更(変更発注や予算項目の再配分など)に関する承諾権限をしばしば与えられていますが、ICAにおいては、工事遅延のリスクを最小化するため、しばしば承諾プロセスを合理化し、「二重の承認」をなるべく無くそうします。規定の文言や建付けは様々ですが、メザニンレンダーが承諾を不合理に留保しない、又は、メザニンレンダー承諾事項が一定の事項や金額を超える項目に限定されると規定されることがあります。また、メザニンレンダーの役割が拘束力のない助言に限られる例もあります。さらにまた、効率の低下、遅延リスクを避けたり、ホテル案件でブランドの求める水準に見合った意思決定を確保したりするために、建設コンサルタントを共同で起用することが合意される例もあります。

## 2. 債権譲渡・担保実行

典型的なICAでは、譲受人(又はアメリカ統一商事法典(UCC)に基づく担保実行手続における買受人)が一定の要件を満たす適格譲受人である場合、シニアレンダーの同意なく、メザニンレンダーはメザニンローンの支配的な持分を移転できるとされます。そして、譲受人・買受人の身元や資金力は常に重要ですが(なぜなら、UCCに基づく担保実行により、メザニンレンダーはモーゲージボロワーを支配し、間接的に所有することができるからです。)、シニアレンダーは、譲受人が現在進行中のプロジェクトに「ついてくる」(“step in”)ことができるか(ホテル案件では、ブランドにとって受け入れ可能な者であるか)にも着目することになるでしょう。したがって、開発型案件では、標準的なICAで規定されている、UCCに基づく担保実行に関する「標準的な」条件に加えて、譲受人(及び買受人)が、資格を有するディベロッパー、コンストラクションマネジャー又はゼネコンである(又は、これらの者を起用している)ことがしばしば要求されます。

## 3. 補完的保証

メザニンレンダーによる担保実行の他の条件として、メザニンレンダー又は買受人は、シニアレンダーにとって受け入れ可能な保証人(すなわち、あらかじめ合意された要件を満たすか、シニアレンダーが承諾した保証人)による、補完的保証を提供しなければならないと、ICAではしばしば規定されます。これに対し、組成時においては、各レンダーは、スポンサーその他十分な資金力のある適格な者が、「ノンリコースカーブアウト」若しくは「バッドボーイ」保証、完工保証、継続保証又は支払保証を提供することを要求します。

完工保証とは、担保の負担のない状態でのプロジェクト完成の保証であり、また、シニアローンを支払いの遅滞のないように維持する義務の保証です。一部のメザニンレンダーは、(i)シニアレンダーは、当初の保証人(メザニンレンダーによる担保実行後も保証債務を負い続けます。)に責任追及するべきであること、(ii)しばしばシニアローンの完工保証は、プロジェクト完成のコスト(、ローンの未払債務)をカバーする予定損害賠償条項を含むこと、(iii)メザニンレンダーは工事を完成させる意図がないといった理由から、補完的完工保証を行うこと(又は、ローンを支払いの遅滞のないように維持する義務を保証すること)に抵抗することがあります。こうした条件はしばしば交渉されますが、典型的には、新たなメザニンレンダーやディベロッパーがシニアローン関連書類に沿った完工を約束する場合には、シニアレンダーは融資継続に合意します。

継続保証は、元利返済金、不動産公租公課、保険料、電気ガス水道など公共サービス料金及び地代の支払いを保証します。典型的なメザニンレンダーは、UCCに基づく担保実行又は代物弁済の後の期間に限り、モーゲージレンダーに対してこれらの支払いを行うことに合意します。多くの継続保証は、代物弁済がなされた場合には終了することを想定しています。

機関投資家であるレンダー間のICAでは、メザニンレンダーが担保実行を行う場合に支払保証を行うことは典型的には求められませんが、メザニンレンダーが機関投資家ではなく、竣工まで開発を遂行すると予想される場合には、支払保証が問題となります。さらに、支払保証がなされなくても、メザニンレンダーは、シニアローンの遅延分をシニアローン関連書類の条件に従って支払わなければならないこととなります。

メザニンレンダーが救済条項の行使を検討する際には、これらの条項をいずれも注意深く検討すべきです。

#### 4. 治癒条項・予定弁済期日

典型的なICAでは、メザニンレンダーは、金銭債務、非金銭債務いずれのデフォルトも治癒する権限を持ちます。その場合、メザニンレンダーが、元利払いが滞らないように保ち、かつ、治癒(占有が必要となる場合は、担保実行)に向けて勤勉に努力している限り、非金銭債務の治癒について期限の上限は設けられません。モーゲージボロワーの倒産により、治癒権は終了します。実務上、多くのメザニンレンダーは、一定の非金銭債務及び建設関連の事項を治癒するためには、担保実行をしなければなりません(UCCにおける担保実行に関する記事(英文)<sup>1</sup>及び下記の担保実行の条件もご参照ください)。

開発型案件の場合、非金銭債務の治癒(及び、「支配を得る」ためのUCCに基づく担保実行)を検討しているメザニンレンダーは、建設やタイムオーバーラン・コストオーバーラン(究極的には、メザニンレンダーが工事を完了させプロジェクト費用を支払うことができるか)との兼ね合いで、シニアローンのデフォルトの性質を把握しなければなりません。また、他の担保権(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など)がある場合、メザニンレンダーは裏付け資産となる不動産に抵当権を有していないため、立場が弱くなります。この点、メザニンレンダーは治癒・担保実行の結果として、残存する担保権及び全ての債務を消滅させられず、間接的に責任を負う可能性があります。メザニンレンダーにとって、この問題は、開発型案件で特に問題となります。なぜなら、建物工事の先取特権その他の(未払いの建設業者、サプライヤーなどに対する)債務は、メザニンレンダーの解決案の幅を狭めるからです。

新しい建設業者(建築家、エンジニアなども含みます。)の起用や「再開」を伴う治癒権の行使は、費用も時間もかかります。そのため、多くのメザニンレンダーは、工事計画に定められた期日及びICAに規定される実質的竣工完了日の延期について交渉します。この際、担保実行前にメザニンレンダーが治癒することができる非金銭債務のデフォルトについて、ICAの規定を見直す必要があるかもしれません。

#### 5. 買取オプション

一般的にメザニンレンダーは、シニアローン関連書類における期限の利益喪失事由の発生・継続を理由として、シニアローンを買取る権利を与えられています。しかし、シニアローンであるコンストラクションローンが存在する場合、買取オプションを行使するメザニンレンダーは、合意した購入価格を債権譲渡のクロージング時に支払うだけでなく、シニアレンダーの将来の融資義務も肩代わりすることになることに留意しなければなりません。

#### 6. 建物工事の先取特権

上記のとおり、メザニンレンダーは、担保実行しても、不動産に付着した従たる担保権を消滅させられず、担保権が「付着した」不動産の所有者を支配し、不動産を間接的に所有することになります。特に、開発型案件の場合には、担保実行しようとするメザニンレンダーは建物工事の先取特権に関するリスクがあることに特に注意すべきです。したがって、メザニンレンダーは、先取特権の権利放棄を取得・放棄することに関するローン関連書類(及びICA)の規定には、特に注意すべきです。

<sup>1</sup> [Distressed Real Estate During COVID-19: New York State Court Order Finds UCC Foreclosures Are Not Suspended by New York E.O. 202.8.](#)

以上で言及した論点は、開発型案件におけるICAを交渉・検討する際に、留意すべき事項を網羅するものではありません。また、ICAやICAに基づく措置を検討する際に、生じるあらゆる問題に言及するものでもありません。ICAは複雑です。また、事案ごとにストラクチャーが異なり、ICAごとに交渉の経緯・合意内容が異なることにご留意ください。さらに、マーケットは、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発展していくものです(したがって、ICAの「マーケットスタンダード」の条項も同様です)。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: Mezzanine Loans Behind Construction Loans—Special Considerations and Intercreditor Agreement Provisions](#) をご参照ください。また、当事務所では、不動産を取り巻く厳しい環境をどのように乗り越えるかについて、ウェビナー([Swimming Lessons—Surviving and Navigating the Choppy Waters of Distressed Real Estate](#))を配信しております(約30分、英語)。本稿に関連するテーマであり、是非ご覧ください。

(過去関連記事)

新型コロナウイルス時代の混迷する不動産

第1回 [開発型案件における特別な考慮事項と債権者間協定](#)

### 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)

**保川 明** (日本語版作成協力)

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

**Paul Shapses**  
31 West 52nd Street  
New York, NY 10019  
+1.212.858.1032  
[paul.shapses@pillsburylaw.com](mailto:paul.shapses@pillsburylaw.com)

**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.