

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。

Loan Note Instrument (RTL[®]モーゲージ・スーパーシニア債)

【据置】

Loan Note Instrument 格付 A A -

■ 格付事由

本件 Instrument は、Churchill Real Estate SPC を介した、米国の住居用不動産や土地等を担保としたローン（不動産担保付ローン）に対する投資案件であり、格付の対象は Churchill Real Estate SPC が発行する Note（RTL[®] Note Series SS）の発行枠である。なお、Instrument に基づく Note の発行は米ドル建を前提としており、本評価において Note の通貨と裏付資産である不動産担保付ローンの通貨とのミスマッチはない。

1. スキームの概要

【当初】

- 投資家は、Churchill Real Estate SPC（発行体）が本 Instrument に基づき発行する Note に対して投資を行う。Note の発行枠は60億米ドルである。
- 発行体は Churchill Investment Management LLC（インベストメント・マネージャー）の運用指図のもと、Churchill MRA Funding I LLC と Participation Agreement を締結し、ローン・オリジネーターが設立する SPV（ローン・オリジネーター SPV）から不動産担保付ローンを買取ることで投資を行う。発行体は別シリーズの Note（RTL[®] Note Series SS II）も発行しているが、それぞれのシリーズから発行された Note の資金は Participation Agreement によって区分されている。

【期中】

- Churchill MRA Funding I LLC は月次でローン・オリジネーター SPV から利息を回収し、当該利息を発行体に対して支払う。
- 発行体は、利息収入から費用等を控除した金額を月次で Note ホルダーに対して支払う。Note のクーポンは実績分配型となっている。
- 発行体は、本件投資家の意向に応じ、本 Instrument の発行枠の範囲内で Note の増額や追加発行を行うことが可能である。

【償還時】

A. 早期償還される場合

- Note の全額または一部について、発行体による所定期間内の書面通知によって早期償還することができる。また、同様に Note ホルダーによる所定期間内の書面通知によっても早期償還を求めることができる。早期償還の規模が一定以上となる場合、発行体は段階的に償還を行う権利を有する。

B. 早期償還されない場合

B-1. Note がロールオーバーされる場合

- Note ホルダーは、発行体に対し通知することで Note をロールオーバーすることができる。当該通知により、Note は新シリーズの Note に置き換わり、既存の Note は全額償還される。

¹ 「RTL」（登録商標第 6701964 号）は、チャーチル・ファイナンス・ジャパン株式会社の登録商標です。

B-2. Note がロールオーバーされない場合

- (8) 発行体からNoteホルダーに対してアモチ償還を行う旨の通知を事前に行うことで、Noteの元本はNote発行日の6年後から1年以内に全額が償還される。ただし、関係者の同意を条件に、当該最終償還日を最長6ヶ月延長するオプションを行使することが可能である。なお、関係者の同意を条件に、ロールオーバーの代わりに償還期日の変更が行われる場合もある。

2. スーパーシニアローン

Churchill MRA Funding I LLC からローン・オリジネーターSPV に対して融資されるローン（スーパーシニアローン）は、不動産担保付ローンにおける弁済順位が最上位となる。スーパーシニアローンは、Master Repurchase Agreement (MRA) に基づく買戻請求可能な不動産担保付ローン購入の形式により通常実行される。

(1) スーパーシニアローンの概要

米国では、割安な不動産を購入し、改築改装を行ってバリューアップしてから市場で転売するビジネス (Fix and Flip ビジネス) に従事する不動産開発業者が多数存在する。ローン・オリジネーターSPV はそのような不動産開発業者に対して審査を行ったうえで不動産の購入資金および改築改装資金を迅速に融資している (Residential Transitional Loan, RTL[®])。Churchill MRA Funding I LLC はそのようなローン・オリジネーターSPV に対して、所定の条件のもとでスーパーシニアローンを実行する。

担保として取得する不動産担保付ローンは MRA 単位で多数に分散され、MRA 単位でクロスデフォルト条項が設定される。

(2) マージン・メンテナンス

Churchill MRA Funding I LLC からローン・オリジネーターSPV に対して実行されるスーパーシニアローンの金額は、マージン・メンテナンスの仕組みにより担保となる不動産価格に対して保守的な水準でコントロールされる。

マージン・メンテナンスの水準は、主に担保となる不動産の改築改装前物件価格に基づく LTV (LTAIV) と改築改装後物件価格に基づく LTV (LTARV) から計算される。

本件では、MRA 単位の LTAIV の上限が 65%、LTARV の上限が 50%となり、この上限を遵守した運用が原則として継続されることを JCR では想定している。

(3) ポートフォリオレベルの管理

MRA レベルでの管理に加え、ポートフォリオレベルではより厳しい管理がなされ、スーパーシニアローンの回収の確実性がいっそう高められる。

ポートフォリオレベルでのターゲット LTV は、LTAIV で 60%、LTARV で 45%と定められている。また、MRA のデフォルト後は、当該 MRA の LTV がターゲット LTV を満たすまで Note のクーポン原資となる利息がリザーブされる想定である。

(4) モニタリング

スーパーシニアローンについて、所定の条件が遵守されているかどうかを管理するために、インベストメント・マネージャーは独自のシステムによりモニタリングを行う。当該モニタリングシステムでは、不動産担保付ローンの明細をもとに、エリア別の集中度合い、不動産開発業者の信用スコア別の集中度合い、LTV の推移等、様々な情報を視覚的に把握できるようになっている。

Note ホルダーおよび JCR についても、当該モニタリングシステムを利用して常時データを取得することが可能となっている。

3. 仕組み上の主たるリスクの存在

(1) ローン・オリジネーターの倒産リスク

不動産開発業者とローン・オリジネーターがいずれも倒産し、マージン・コールについて一定の期日までに治癒されなければ当該 MRA はデフォルトとなる。その場合、インベストメント・マネージャーは、担保となっている不動産担保付ローン債権あるいは担保不動産を売却し、資金を回収する必要がある。

(2) インベストメント・マネージャーにかかるリスク

本件では、インベストメント・マネージャーの良好なトラックレコードや高い運営能力も評価における重要な要素となっている。そのため、インベストメント・マネージャーに関して現在の運営能力が維持されるかという点には留意が必要である。

(3) 災害リスク

災害が発生した場合、裏付資産である不動産担保付ローン債権およびその担保不動産の価値が下落する可能性があることから、災害リスクには留意する必要がある。

(4) 不動産価格の下落リスク

3. (1) の状態においてインベストメント・マネージャーが担保不動産売却により回収を行う場合、不動産価格が大きく下落し、担保不動産売却による回収金額が融資金額に達しないリスクに留意する必要がある。

4. 格付評価のポイント

- (1) インベストメント・マネージャーは本件の裏付資産となるスーパーシニアローンと類似したスキームをこれまで運用してきており、良好で安定したトラックレコードを有している。また、インベストメント・マネージャーの市場での評判、能力、システムの効率性等において、優位性が認められる。
- (2) スーパーシニアローンの実行にあたっては、マージン・メンテナンスやクロスデフォルトをはじめとした回収の確実性を高めるための仕組みが各 MRA において設けられる想定となっており、十分なモニタリング体制も構築されている。また、担保不動産に対しては当該物件が位置する地域ごとに適切な保険が付保される方針である。ポートフォリオレベルでは、ターゲット LTV が MRA よりも保守的な水準が設定されているほか、MRA がデフォルトした場合には当該 MRA の LTV を引き下げる仕組みが発動することが想定される。
- (3) 仮に MRA においてデフォルトが発生した場合でも、担保の特性上、不動産担保付ローン債権あるいは担保不動産の売却により融資金額を回収できる蓋然性は高いと考えられる。過去の不動産市場の価格動向等をもとにストレステストを JCR にて実施した結果、強いストレス（大幅な不動産価格の下落）を想定したケースでも、保守的な LTV の水準や各種セキュリティパッケージが奏功し、Note が償還されうることを確認した。
- (4) 戸建以外の住宅向けファイナンスのシェアが JCR の当初想定よりも高くなっているが、開発リスクが相対的に高い案件に対しては低めの LTAIV で与信が行われている。一部の MRA では LTARV が高めの水準にあるが、賃料を創出している状況で LTAIV が低めの水準にある。したがって、これらについては実質的なリスクは引き続き抑制されていると JCR では考えている。米国住宅市場に目を向けると、利上げを背景に住宅購入がしばらくなくなり、中古物件を中心に住宅販売件数に下押し圧力が継続している。もっとも、慢性的な戸建て住宅不足が続いている状況下、市場在庫が健全な水準にあること、価格上昇に追従できる相応の買い手が存在すること、などから足もとの住宅価格は相応のモメンタムを維持している。高水準の金利が長期化した場合の悪影響には留意が必要であるものの、マクロでみた米家計は健全であること、金融危機以降の住宅ローン貸出においては一定の規律が保たれてきていること、なども踏まえると、ストレステストの想定を上回るような市況の悪化は現状展望しづらいと JCR は考えている。現状、本 Note の最終償還日に対して、最終裏付資産の満期は総じて短くなっている。将来、最終償還日が近づき運用上のゆとりが小さくなる中においても、同様の運用がなされるか、JCR ではモニタリングしていく。以上を踏まえ、本 Note の発行枠の格付を「AA-」に据え置いた。

(担当) 岩崎 智彦・猪又 哲

■ 格付対象

【据置】

対象	発行枠	設定日	利率	格付
Loan Note Instrument (RTL® Note Series SS)	60 億米ドル	2020 年 8 月 3 日	実績分配型	AA-

<発行の概要に関する情報>

満期償還日	発行から6年経過した日
最終償還日	早期償還日または満期償還日から1年後（ただし、合意により最長6ヵ月間延長可能）
償還方法	現金一括決済または所定期間における償却（アモチ）による方法
流動性・信用補完措置	リザーブ

<ストラクチャー、関係者に関する情報>

発行体	Churchill Real Estate SPC
アレンジャー	Churchill Finance LLC チャーチル・ファイナンス・ジャパン株式会社
インベストメント・マネージャー	Churchill Investment Management LLC

<裏付資産に関する情報>

裏付資産の概要	貸付債権
---------	------

格付提供方針等に基づくその他開示事項

1. 信用格付を付与した年月日：2024年8月29日
2. 信用格付の付与について代表して責任を有する者：湊岡 由典
主任格付アナリスト：岩崎 智彦
3. 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。
4. 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、「不動産証券化」（2021年8月2日）、「ABL（動産・売掛金等担保融資）」（2018年2月22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。
5. 格付関係者：
(発行体) Churchill Real Estate SPC
(アレンジャー) Churchill Finance LLC
チャーチル・ファイナンス・ジャパン株式会社
6. 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等級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。
7. 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：
① 格付対象商品および裏付資産に関する、関係者から入手した証券化関連契約書類
② 裏付資産に関する、中立的な機関から公表された中立性・信頼性の認められる公開情報
③ その他、インベストメント・マネージャーに関し、当該者から書面ないし面談にて入手した情報
なお、①についてJCRは格付申込者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。
8. 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。
9. 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。
10. 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、結果的正確性、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、改変等する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