

Part 4

米国における再生可能エネルギー・クリーンテックビジネスの最新事情

2010年3月10日、オリック・ヘリントン・アンド・サトリフ外国法事務弁護士事務所／オリック東京法律事務所・外国法共同事業および海外投融資情報財団は、国際協力銀行の後援を得て標記セミナーを開催いたしました。本セミナーでは、専門家の方をお招きして、米国における再生可能エネルギープロジェクト／クリーンテックファイナンスの概要および最新事情、また法規制・政策面から風力と太陽光案件の比較についてご説明いただきました。本稿では当日の講演を一部ピックアップしてお届けします。
(文責：オリック 東京オフィス 片山・若林)

再生可能エネルギーのプロジェクト・ファイナンスの概要および最新事情

昨年発表された統計によると、大型水力発電を除く再生可能エネルギーの2008年における新規設置容量は、全世界で合計28万MWに到達したとのこと。この値は、前年比で16%も高い数値となっています。とりわけ、近年の風力・太陽エネルギー発電の伸び率は目覚ましいものがあり、風力においては、2009年の新規設置容量が前年比で31%伸びて3万7500MWとなり、太陽光においては、PVの2008年の新規設置容量が5600MWに、累積総設備容量は前年比70%も伸びておよそ1万5000MWに達しました。

2009年の世界全体の経済成長率は、2008年秋のリーマン・ショックの影響でマイナス2.2%という、戦後初のマイナス成長となり、本年1月20日に世界銀行が発表した2010年の世界全体の経済成長率についても、好転したとはいえ、前年比2.7%増にすぎません。このような経済状況下において、これら再生可能エネルギー市場の成長・拡大は驚異的であるといえ、近年のマーケットで唯一かつ最も活況を呈しているといっても過言ではありません。

では、これら再生可能エネルギーへのファイナンスがどのように行われているのか、さらに最新のトレンドなどについて、本稿では米国での事例を中心に、プロジェクトの各段階に分けて解説いたします。

1. 再生可能エネルギーのプロジェクト段階別ファイナンスストラクチャーおよび最新トレンド

エネルギープロジェクトには通常、「開発、建設、操業」という3つの段階があります。

(1) 開発段階

第1の開発段階では、プロジェクトの建設に必要な種々の開発行為が行われます。

たとえば、風力案件の場合では、プロジェクトに適切な用地を見定め、風速計をもって風況データを採取し、プロジェクトの建設・操業に必要な許認可の取得や、売電契約等のオフテイク契約、建材調達

を含めた建設・操業に必要な各種契約および建設期間以降のファイナンスのアレンジなどを行います。

開発段階の特に初期段階では、プロジェクトとしての成否がきわめて不明瞭なため、従来は、小規模デベロッパーなどが極力コストをかけずにプロジェクトとして適切な用地を確保し、後にそれを大規模デベロッパーやスポンサーバックのあるプロジェクト会社等に売却するという方法が多く採用されてきました。

しかし、近年欧米で、従来のプロジェクト単位での売買ではなく、大規模デベロッパーや大手金融機関・ユーティリティ等が、プロジェクトノウハウを有する小規模デベロッパー自体を買収していくという新たなトレンドが生じています。たとえば、米国ユーティリティの事例としては、AESによる老舗のSeaWest NRGのPadoma買収、プライベートエクイティファームの事例としては、DE ShawのFirst Windの買収やArcLightによるCaithness風力部門の買収等があります。また、欧州大手ユーティリティであるEnel、Acciona、EDPの米国再生可能エネルギー市場への積極的な参入には目をみはるものがあります。

これは、プライベートエクイティファームが、米国の再生可能エネルギー業界の成長性を絶好の投資機会ととらえ、リーマン・ショックの影響からそれほどファイナンスの状況が芳しくないにもかかわらず、布石を打とうとしている証左であり、同時に、欧州大手ユーティリティがこれほど積極的に参入を図ろうとしているということは、米国の再生可能エネルギー業界が十分に成長の余地があることをうかがわせるものです。

(2) 建設段階

開発段階にアレンジした建設期間のファイナンス実行に必要なすべての前提条件を満たした段階、すなわち、プロジェクトの建設に必要なすべての前提条件が満たされた場合、プロジェクトに対する建設ファイナンスが実行され、プロジェクトは第2段階である建設段階に移ります。

建設段階では、開発段階に確保・アレンジ等された契約や許認可に従って、プロジェクトの操業に必要な建設が行われます。建設ファイナンス以降は、

プロジェクトのオーナーであるプロジェクトSPC(特別目的会社)自体がボロワーとなり、当該プロジェクトSPCが保有している資産を担保に供することで、スポンサーや開発パートナーに対してはノン・リコースとするのが通常です。米国では、プロジェクト遂行に当たり、種々の租税優遇措置を効率的に活用したタックス・ストラクチャーを採用する必要があるため、プロジェクトSPCの法人形態としては、これを活用しやすいハイブリッドのLLCが多用されています。

建設期間中のリスクに関しては、従来のガスや石炭火力発電案件では、EPC契約とよばれる、単一の建設請負企業に、事業施設の設計・エンジニアリングから、プラント設備機械の調達、事業施設の建設完成まで一括して引き受けさせるというターンキー方式の契約を締結することで、リスクを回避するのが一般的でした。

風力案件においても、初期の段階では同様のターンキー方式が採用されていました。しかし、タービン製造業者は通常建設工事を行わないため、建設工事リスクまで負うことに多大な抵抗を示しました。他方、ターンキー方式を要求する場合、通常5～10%のリスクプレミアムに伴うコスト上昇が起きてしまうため、スポンサーサイドでもこれを回避したいとの思惑もありました。また、レンダーサイドにおいても風力案件の実績が増えるのに伴い、現実的にはさほど大きくないタービンの建設リスクを徐々に容認するようになりました。

これら諸般の事情により、今日の風力案件では、ターンキー方式ではなく、タービンの供給契約およびBOP(Balance of Plant、プラント周辺機器)契約とよばれる建設契約とに分割されることが一般的なインダストリー・スタンダードになりました。

(3) 操業段階

建設が完了し、操業に必要なすべての前提条件が満たされると、プロジェクトの操業期間中、継続して行われる長期的ローン、いわゆるタームローンが実行され、プロジェクトは第3段階である操業段階に移ります。

タームローンについては、新たにファイナンスが組成され、これにより建設ファイナンスが返済され

る場合もありますが、多くの場合、建設ファイナンスがそのままタームローンに変換され、維持されます。

設備の不具合に起因する操業停止等については、通常ワランティ・パッケージにより、一定割合以上の操業保証等が行われているため、操業期間中におけるプロジェクトリスクは比較的低いといえます。

なお、オフテイク契約については、たとえば風力案件の場合、従来、プロジェクトから発電された電力すべてを一定の基準に従った料金で買い取ってもらうという内容が一般的でした。これは、風力が風任せの不規則かつ断続的なパワーであるという特性に由来するものでした。これらのオフテイク契約は、提供可能なものだけを提供するという一方で、「As Available Base」とよばれています。しかし、後述するとおり、近年、特に米国ではこれと逆行する傾向もみられるようになりました。

なお、操業段階になると、米国では一定の適格要件を満たしたプロジェクトから発電される電力に関し、稼働開始から一定期間、その生産税が控除されるという生産税控除が受けられます。これは、PTC (Production Tax Credits) とよばれています。従来は、かかる控除を目的としたタックス・インベスターが投融資に加わる案件が多くみられましたが、かかる案件では、タックス・インベスターとそれ以外の投融資家との間でフリップ・ストラクチャーという利益配分を行うことで、プロジェクトへの投融資を、より魅力的なものにすることが可能でした。

しかし、昨今の金融危機で、タックス・ポジションのあるタックス・インベスターが著しく減少したこともあり、上記のようなフリップ・ストラクチャーを採用した投融資はあまりみられなくなりました。代わりに、オバマ政権のグリーン・ニューディール政策の一環として施行された、従来の再生可能エネルギー普及促進制度の改正に基づく助成金制度の活用がなされています。

2. 再生可能エネルギー普及促進制度の最新トレンド

米国では、2009年2月17日にバラク・オバマ大統領が、米国再生・再投資法 (American Recovery

and Reinvestment Act of 2009、以下、再生・再投資法とする) にサインしました。この法律は、7870億ドルの景気対策を盛り込んだものですが、そのなかには、米国内における再生可能エネルギープロジェクトの普及促進に資する種々の政策も含まれています。

なかでも代表的なものは、①DOE融資保証制度および②ITC Cash Grantとよばれる財務省助成金制度です。

(1) DOE融資保証制度

2009年10月、DOE (米国エネルギー省) は、再生・再投資法により修正されたエネルギーポリシー法 (Energy Policy Act of 2005) に基づき、商業的技術を使用した適格再生可能エネルギープロジェクトに対する融資保証制度を導入しました。

これは、一定の適格性を満たした再生可能エネルギープロジェクトへのプロジェクトコストの融資に対し、当該ローン元本の80%までをDOEが保証するというものです。最長保証期間は30年^{注1}の長期にわたります。

注1：あるいは対象プロジェクトの主要物的資産の予想耐用年数の9割が30年より短期の場合は当該年数。

該当ボロワーおよびプロジェクトについては、適用の条件として、米国内のプロジェクトであることや、2011年9月末までに建設が開始されること、商業的技術^{注2}を利用しているといった一定の要件が要求されます。また、レンダーについても、一定の適格性を満たすことが要求されますが、ボロワー、スポンサー、レンダーのいずれについても、外資の保有割合に制限はありませんので、本邦法人であっても対象となり得ます。

注2：法令上、「商業的技術」とは、2年以上操業されている3つ以上の商業的プロジェクトにおいて設置および利用されている技術が、申請される該当プロジェクトにおいて、同じまたは同様に使用されていること、とされています。

さらに、同制度は、対象プロジェクトに対して革新的な技術を導入していることといった条件を要求していた従来の同種制度を、「商業的技術」に緩和し

たものであり、より利用しやすい制度となっています。

また、本制度は、プロジェクトのスポンサーではなく、プロジェクトに対する民間レンダーがDOEに対して保証の申し込みをするという点で、旧来の同種制度と異なります。すなわち、旧来の制度では、米国連邦政府が連邦銀行を通じて融資を行っていたところ、本制度では、民間のレンダーが自己のデューデリジェンスおよび調査に従って、一定のクレジット格付けを取得のうえ融資を行い、かつ、当該ローンを管理・回収することを前提としています。こうすることにより、米国政府は、保証の検討に当たり、当該民間レンダーが行ったプロジェクトに対するデューデリジェンスや調査および格付けに依拠することができるため、迅速な保証の手続きが可能であるとしています。保証がローンの元本の80%までしか及ばないのも、レンダーにデフォルトリスクを分担させることによって、レンダーに緻密な融資判断を求めるためでもあります。

かかるDOEの保証が付されれば、より多くのプロジェクトに対して融資の機会が与えられる可能性が高く、また、ローンの利率も、DOE保証がない場合に比して格段に低くなる可能性があります。

しかしながら、本制度は、導入から日が浅いため、実績としてはいまだ未知数です。さらに、いくつかの点で、本制度が利用しづらいという指摘もされています。

たとえば、エネルギーポリシー法では、DOEに環境への影響のアセスメントを行うよう義務づけています。DOEはかかるアセスメントの外部委託を許容しないため、この手続きには通常数カ月を要するとされています。また、かかるアセスメントの結果、当該プロジェクトが環境に重大な影響を与える可能性があると考えられた場合、さらに詳細な環境影響調査が行われる必要があり、これは通常1年以上かかることとされています。したがって、これらの調査の結果、建設を開始する必要がある時期までに間に合わない可能性があります。

また、融資保証の募集条件上、保証を行う対象のローンについて、「シンプルかつ伝統的な優先的担保付ローンであり、租税効果を加味した特殊なストラクチャーなどが採用されていないもの」と定めてい

ます。上記のとおり、通常、再生可能エネルギーのプロジェクト・ファイナンス案件では、租税対策その他の優遇的な制度を複合的に加味して、複雑なストラクチャーを採用する必要があるため、かかる条件はこの実態にそぐわないといえます。

さらに、クレジット格付けの条件ですが、保証を付するローンがプロジェクト・ファイナンスの場合はプロジェクトについて、保証を付するローンがコーポレート・ファイナンスの場合はボロワーまたは第三者の保証人が存在する場合にはその保証人について、いずれも、Standard & Poor'sもしくはFitchから“BB”またはMoody'sから“Ba2”以上の格付けを取得することが条件とされています。しかし、この種のファイナンスはプロジェクト・ファイナンスが行われることが多く、また、これまでプロジェクトに付されたクレジット格付けをみると、経験上、予想以上に低く出されているものが多いことから、かかる必須条件を満たせるプロジェクトがきわめて限定的になってしまうという課題があります。

このように、DOE融資保証制度は現状課題が多く、2009年10月に修正される以前からの保証制度とあわせても、再生可能エネルギーに対しては、2009年以降2010年2月までに、6件に対してしかコミットメントが出されていないというのが現状です。

しかし、米国政府は、同制度に基づく保証を行うための諸経費として7.5億ドルを計上しており、およそ75億ドル分の融資保証ができるものと見込まれることから、今後、制度的な改善、改革が行われ、より活用しやすいものになっていくものと期待されています。

(2) 財務省助成金制度

ITC Cash Grantとよばれる米国財務省の助成金制度は、米国財務省が適格な再生可能エネルギープロジェクトに対して、租税控除額同等のキャッシュを支払うという助成金制度です。

従来、米国では、一定の適格要件を満たしたプロジェクトから発電される電力に関し、生産税控除(PTC、Production Tax Credit)や、投資減税(ITC、Investment Tax Credit)といった優遇措置を講じてきました。

PTCは上述しましたが、他方のITCは、PTCの条

件を満たした適格施設の電力生産者が、PTCを受け替る代わりに、電力資産への投資額に対して、その30%の投資控除を得るといった選択ができるという制度です。

PTCが生産税控除であるため、一般的に、キャパシティ・ファクターが高いもの、すなわち発電量の大きな大型プロジェクトなどではPTCが選択される場合が多く、他方、キャパシティ・ファクターの低いプロジェクトの場合は、ITCが選択される場合が多い傾向にありました。

しかし、いずれの措置についても、これらを有効活用できるのは優遇的控除を受けられるだけの納税義務・実績のある法人や、大規模投資が可能な法人等に限られるため、現状のマーケットの動向にそぐわないうえ、かかるポジションや資金力がない新興デベロッパーなどには活用の難しい措置でした。

そこで、米国では、従来のPTCやITCの適用範囲拡大や適用期間延長とともに、ITCの代替措置として、一定の適格要件を満たした施設の生産者に対し、従来ITCの対象となっていたならば得られたであろうはずの控除相当額、具体的には、施設に対する課

税基準額の30%に相当する金額をキャッシュにて支払うという画期的制度を導入しました。

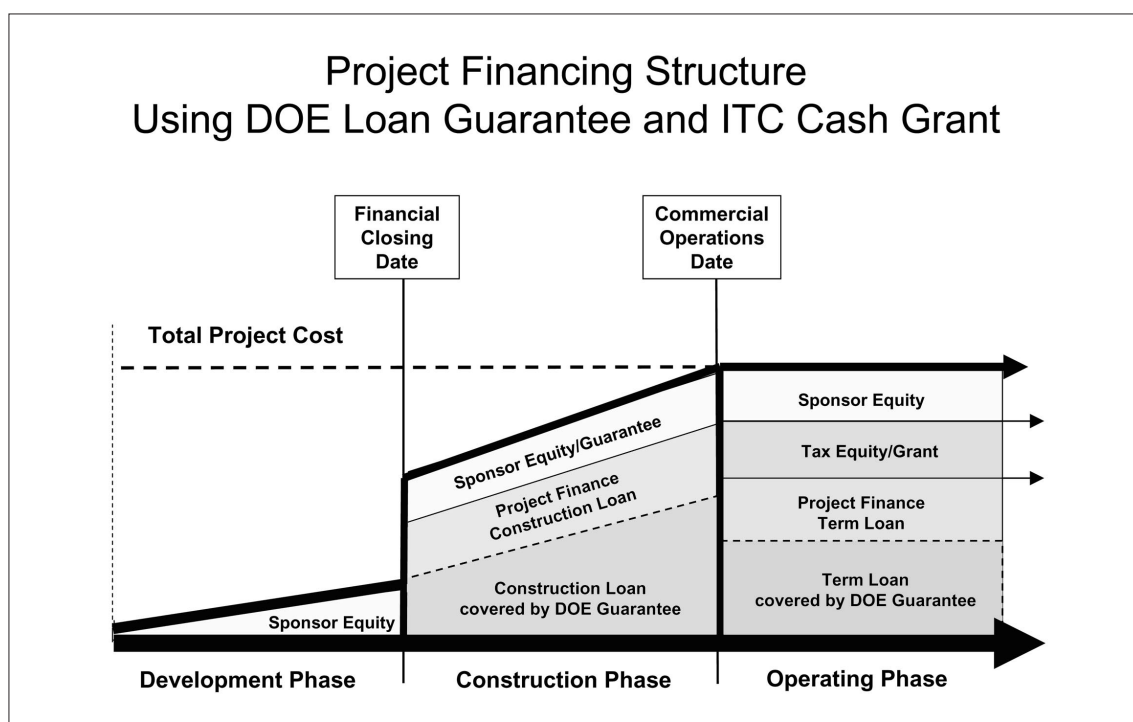
これにより、各プロジェクトはそれぞれの適格性や有利性を考慮のうえ、PTC、ITCまたは当該助成金制度のいずれかを選択できることとなり、従来の制度より幅広いプロジェクトに対して実質的な普及促進効果が期待されています。

このように、米国政府は、プロジェクトコストの資金調達を容易にするための政策としてDOE融資保証制度をおき、発電が開始された後のプロジェクトの持続的維持を容易にするための制度として、財務省助成金制度において、再生可能エネルギーの普及促進に対して両面からサポートを施しています。

実際に、現在開発が進められている再生可能エネルギープロジェクトでは、図のように、建設ファイナンスにDOE融資保証制度を適用し、操業開始後は、財務省助成金制度を受け、その残余のタームローン部分にDOE融資保証制度を継続して適用するというストラクチャーが検討されています。

かかるストラクチャーが現実化したプロジェクトは、まだ多くはありませんが存在しますので、今後

図



出所：オリック

米国における再生可能エネルギープロジェクト、特に多額のプロジェクトコストを要する大規模プロジェクトにおいては主流になってくると思われます。

3. オフテイク契約の最新トレンド

最後に、再生可能エネルギーのオフテイク契約の最新トレンドを紹介します。

オフテイク契約については、先ほど、従前はプロジェクトから発電された電力すべての量を一定の基準に従った料金で買い取ってもらう内容が多かったと述べました。このような場合、現実の発電量が少ないからといって、その補填や賠償を求められることはないのが通常でした。しかし、近年、特に米国では、これと逆行する動きが出てきています。

米国では、電力会社に、その電力の一部を再生可能エネルギーで賄うように定めるRenewable Portfolio Standard (RPS) がすでに半数以上の州で施行されています。そこで、RPSを満たすため躍起になっている該当各電力会社は、再生可能エネルギーのプロジェクト会社とオフテイク契約を締結する際、確実性を期するため、プロジェクト会社に対して、一定割合以上の操業に加え、一定値以上の発電保証などを求める動きがあります。特にカリフォルニア州では、現状、風力・太陽エネルギー案件のいずれにおいても、電力会社がRPSで要求される再生可能エネルギー割合を維持するために、ある一定の出力保証および機器の稼働率保証を課するのが通常となっており、それを下回った場合は損害賠償の支払いが要求され、度重なる当該保証違反の場合は売電契約が解約され、残存契約期間における代替再生エネルギーについて市場価格に連動した損害賠償を課せられるリスクが存在します。すなわち、電力会社は、RPSで要求される再生可能エネルギー割合が維持できず、市場において市場価格で代替再生可能エネルギーを購入せざるを得なくなった場合に、それを確実にセラーに転嫁できるように保証を求めているのです。しかし、過去カリフォルニアでは電力危機に起因し、電力価格が青天井の高騰を示したという経

験があったため、市場価格と連動させるため責任制限規定等によるいわゆるキャップが認められない場合、損害賠償や解約リスクが広範に失するとの懸念があります。スポンサー・レンダーサイドとしては、かかるリスクを一定の範疇内に収めたいという意向があり、これを電力会社の意向といかに折り合いをつけるかが問題となっています。スポンサーサイドとしては、たとえば、出力保証について、P90からP95といった保守的な条件を用いて、トリガーすることがないレベルでの保証条件を合意することが肝要です。他方、機器の稼働率保証については、使用機器が信頼性の高いタービンメーカーの機種であるか、タービンメーカーが提供するタービン自体の稼働率保証においてどこまでバック・アップがされるか等の検証・評価を慎重に行うことが重要になります。

以上、再生可能エネルギーへのファイナンスの概要および最新事情を簡単に説明しましたが、上述のとおり、この分野は、制度や法律もまだ流動的といえますので、今後も、常に最新の動向に注目し、最適なファイナンス手法を検討・考案していく必要があるものと思料します。

当日プログラム

「開会挨拶」

オリック 東京オフィス、マネージングパートナー
マーク・ウィークス

「再生可能エネルギーのプロジェクト・ファイナンスの概要及び最新事情」

オリック 東京オフィス、パートナー 片山洋一
オリック 東京オフィス、オブ・カウンセル 若林美奈子

「風力および太陽光案件の比較」

オリック 東京オフィス、パートナー 片山洋一
オリック ニューヨークオフィス、パートナー
マイク・メイヤーズ

「クリーンテック・ファイナンスの概要及び最新事情」

オリック シリコンバレーオフィス、パートナー
グレッグ・ヘーベル