

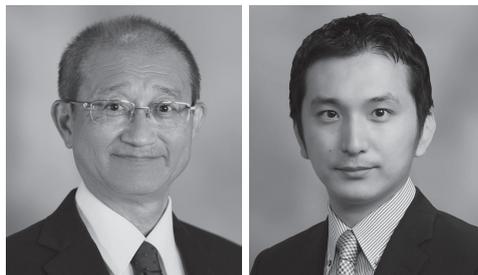
# 海外特化型の脱炭素エネルギーファンドの設立と資産の取得

ペーカー&マッケンジー法律事務所

弁護士 江口 直明

弁護士 富本 聖仁

弁護士 辻 安希子



## 1. 海外特化型の脱炭素エネルギーファンドの設立と資産の取得

当事務所は、ENECHANGE株式会社（本社：東京都千代田区、代表取締役CEO：城口洋平、以下「ENECHANGE」）と株式会社 Loopの2社による海外特化型の脱炭素エネルギーファンド「JAPAN ENERGYファンド（以下「本ファンド」）」の設立に当たり、本ファンドのGeneral PartnerであるJapan Energy Capital合同会社に対しトルコ共和国での太陽光資産の取得に関して法的アドバイスを提供した。本ファンドは2015年に国連サミットで採択された持続可能な開発目標（Sustainable Development Goals

：SDGs）の5つの目標に対して集中的に取り組むことで持続可能な社会の実現を目指している。脱炭素・ESG投資を実施する国内外の投資家を募集し、投資規模総額は約1000億円、ファンド期間は10年を想定している。投資総額1億米ドル（110億円規模）を想定する第一号ファンドには、設立した2社に加えて北陸電力株式会社ならびに大和エネルギー・インフラ株式会社も出資している。第一号投資案件として、再生可能エネルギー市場の投資環境が整備され電力需要の成長が安定的に見込まれている新興国のトルコにて、発電容量約13MWの太陽光発電所の共同運営権を、約10百万米ドル（11億円規模）の出資により2020年5月に取得した。同発電所は2018年5月に運転を開始し

写真 トルコ共和国デニズリ県の太陽光発電所 発電容量13.514MW



提供 ENECHANGE株式会社

ており、10年間の固定買取で約米ドル13.3セント相当の価格で買取られる。(写真)

本案件は東京事務所の再生可能エネルギーグループ共同代表である江口直明が率い、チームメンバーとしてイスタンブール事務所に出向経験のあるシニア・アソシエイトの富本聖仁が中心となり複数の弁護士が携わった。トルコ側はイスタンブール事務所のパートナーであるDuygu Turgutとシニア・アソシエイトのGüven Mavişが対応した。

## 2. 高まるインフラファンド需要

2015年国連サミットにおけるSDGsの採択にも後押しされ、近年、企業や機関投資家による自然エネルギー投資が加速度的に盛んになっている。国連環境計画(UNEP)ら調査チームの公表した資料<sup>注</sup>によれば、2019年度の自然エネルギー投資額は2822億米ドルにものぼり、その半分以上は発展途上国に向けられたものである。特に海外では、インフラファンド(Infrastructure Fund)を通じた再生可能エネルギーアセットや最先端のエネルギーテック技術への投資を行う機運が高まっている。

本稿では、今後より多くの日本企業や投資家による組成、利用または出資の見込まれるインフラファンドについて、その国内外における組成・運用実務実績を踏まえ、概説する。本稿執筆に当たり当事務所のファンド専門弁護士、Jason Ng (Hong Kong)、Michael Kunstler (Sydney)、Lewis Apostolou (Melbourne)、Laurent Fessmann (Luxembourg) の協力を得た。

インフラファンドの多くは、税制優遇措置のあるルクセンブルクまたはケイマン諸島に籍をおいて組成される。その組成プロセス自体は一般的なファンドと大きく異なることはないが、出資者の属性、出資目的、投資対象資産の性質などにより、以下の3つに大別される。

注 <https://jp.reuters.com/article/us-renewables-investment/global-new-clean-energy-investment-totaled-282-billion-last-year-research-idUSKBN23H281>

### (1) PE インフラファンド (Private Equity Infra Funds)

英リサーチ会社Preqinによる投資動向に関する最新

の調査によれば、長期存続型が注目を集めるなかで、大多数のインフラファンドの存続期間は通常のPEファンドと同様に依然として10~12年であり、高い投資効率率(IRR、内部収益率によって測る)の維持や、ファンドの資産価値の向上が最大の目的とされる。ここでは、ファンド管理者が投資先企業を買収後、3~5年間の投資期間中に追加設備投資などにより、投資対象資産の価値を向上させたうえで投下資本を回収(exit)し、投資益を投資家に対して分配する。ハードルレートは年8%と規定されることが多い。ただし、完工後の資産の場合のハードルレートは5~6%のこともある。PEインフラファンドにおいてファンド管理者に対して支払われる管理報酬は出資約束金額の年率およそ1.25~1.75%に設定される場合が多くみられるが、投資期間終了後に減額する場合(投資残高ベースで算出するなど)もある。

広い意味での一般化は困難であるものの、PEインフラファンドの管理報酬は通常のインフラファンドのそれに比べ、概して低い。これは通常のPEファンドに比べPEインフラファンドのほうがより規模が大きく、スケールメリットを享受することが期待されていること、また、特に設備運営段階に特化して投資を行うPEインフラファンドにおいては、管理コスト自体あまりかからないこと、さらには相対的に投資効率(IRR)の低いPEインフラファンドでは、高い管理報酬を賄えないこともその理由としてあげられる。以下で述べる長期存続型インフラファンドに比べ、資金の流動性が問題となることは少ない。

### (2) 長期PE インフラファンド (Long Duration PE Infra Funds)

PEインフラファンドに比べて市場に占める割合は低いものの、長期存続型PEインフラファンドという形態もある。これには、(i)当初から長期(典型的には15~20年)の存続期間が設定されているもの(「長期存続型インフラファンド」)と、(ii)当初は10年程度の存続期間であったものの、組成時の設定により存続期間の伸長が可能であるもの(「長期伸長型インフラファンド」)がある。これら長期PEインフラファンドにおける主要な課題は、投資対象資産の保有期間がその建設・開発期間および設備運営期間の双方にまたがることとなるため、ファンド管理のインセンティブと資金流動性を維持するのが困難となってくる点である。この点、ファンド存続期間の早期段階(8~10年目)に一度資

金の結晶化時期が設定される場合がある。ここでの問題は、いかにして未実現資産の評価を行い、その未実現資産から生じた運用益を分配するかにあるが、当然第三者が資産評価を行うのが最も好ましい。また、投資家に対する利益分配に先んじてファンド管理者に対して結晶化された運用利が分配される仕組みを取るものもあるが、このような仕組みのもとでは、投資家との継続的な利害調整を図るために、ファンド管理者が受領した運用益の一部を再投資することが期待される場合がある。

長期存続型・長期伸長型どちらのインフラファンドにおいても、投資家の特別多数決議により資金拠出を終了するという選択肢もある。

長期インフラファンドにおいては、7～10年目の時点で資金結晶化の時期と連動して管理報酬の減額が行われることが多い。これは、ファンドがその運営段階に入り、ファンド管理者の関与が減ることに起因する。

### (3) 収益先行型インフラファンド (Income Driven Infra Funds)

多くの収益先行型インフラファンドの存続期間は20～30年という、より長期のものであり、投資家の同意によりさらに長期に伸長することができるものも多い。

収益先行型インフラファンドにおいては、ファンドの投資計画のリスクの高さに応じて年5～7%の利回りが「ハードル」として設定され、これを上回った場合にはファンド管理者に対し、ハードルを超えた部分のネットキャッシュフローの10～20%の成功報酬が付与されるという仕組みが取られる。逆にハードルを下回った場合は、翌年ハードルを超えても、先に投資家に前年のハードル対比の不足分を分配してからでないとファンド管理者に報酬が払われないという仕組みも取られる。ファンド管理者に長期保有を動機づけるため、たとえばファンド期間5年を残して売却した場合には、ファンド管理者は売却益の配分にあずかれないという仕組みが導入されたりする。

収益先行型インフラファンドにおける管理報酬は、PEインフラファンドのそれよりも低いことが多い。これは、収益先行型インフラファンドにおいては、投資対象資産の積極的な管理が想定されておらず、期待さ

れるリターンも相対的に低いことに起因する。特に投資期間終盤では管理報酬の減額が顕著であり、時折年率0.5～0.75%にまでも低下する。

## 3. ファンドの組成

ファンドの組成に関しては、上記のファンドの性質の理解（投資家のアセット選択への関与の度合い、ファンド期間の長短など）とともに、組成地の選択、当該組成地のファンドに関する当局の規制（報告徴収の頻度、ファンドの販売規制を含む）の軽重、契約自由の原則と紛争解決手段の信頼性、資金移動の自由性、パススルー課税、コーポレートガバナンスや受託者責任の徹底、会社型またはリミテッドパートナーシップ型、投資家の責任限定（法人格否認の原理／Piercing the Corporate Veilが容易に認められないこと）、投資家と当該組成地との間の源泉税やキャピタルゲインに関する租税条約および当該組成地とアセットの所在地との間の源泉税やキャピタルゲインに関する租税条約のメリット・デメリット、さらには投資家の課税関係だけでなく、ファンドマネージャーに対する報酬への課税関係など多くの要素を総合的に勘案して決定されることになる。特に、長期のファンド期間を有するインフラファンドにとっては、法律制度の安定性、ファンドに対する税の優遇的扱いが長期にわたり期待できるかどうかが重要である。ファンド組成の歴史を概観すると、組成地についても変遷がみられる。近年はルクセンブルクのリミテッドパートナーシップの人気が出ているようである。

また中心となるファンドの上下にさらに事業体をおき、対象資産の特殊性に合致したストラクチャリングを行うこともある。その際にはインフラ資産の建設や取得に関するプロジェクトファイナンス／買収ファイナンスのようなノンリコースファイナンスを勘案して、当該事業体に対する、他の事業体の債権者からの遡及を遮断する必要が出てくる。

いったん組成したファンドを後からリストラクチャリングするには多大な時間とコストがかかり、思わぬ課税に晒されるリスクがあるので、ファンド組成時において、想定しているファンドに適したストラクチャリングのアドバイスを法務・税務の専門家から受けることが不可欠となる。

