

CAPITAL MARKETS LEGAL UPDATE

CONTENTS

- 1 インフラファンド市場とは
- 2 制度の概要
- 3 上場審査・上場要件
- 4 情報開示
- 5 実施時期

インフラファンド市場の開設に伴う上場制度等の整備

弁護士 大西 一成

2015年2月24日、東京証券取引所は、2015年4月を目途に「インフラファンド市場」を創設すると発表し、インフラファンド市場の上場制度等の概要(以下、「本制度概要」という。)を公表した。インフラを対象とした投資への関心が高まっており、投資法人が再生可能エネルギー発電設備等のインフラ施設等を保有することを可能にする関係法令(投信法施行令、租税特別措置法施行令等)の改正が行われたことを踏まえて、今回の発表に至ったものである。本ニュースレターでは、今回公表された本制度概要を分析する。

1 インフラファンド市場とは

(1)関係法令の改正

平成26年9月施行の投資信託及び投資法人に関する法律施行令(投信法施行令)・同施行規則の改正により、投資法人が主として投資することが認められる「特定資産」の範囲に①電気事業者による再生可能エネルギー電気の調達に関する特別措置法(再エネ法)に規定する再生可能エネルギー発電設備、②民間資金等の活用による公共施設等の整備等の促進に関する法律に規定する公共施設等運営権が加えられた。これらの法令改正により、投資法人が再生可能エネルギー発電設備等のインフラ施設等を保有することが認められた。また、税務上の導管性要件(支払配当金の損金算入要件)の判定に際して、これらの資産については原則として対象外とされているものの、再生可能エネルギー発電設備については、一定の例外要件を満たす場合には、税務上の導管性要件の判定に際して対象として含めることが認められた(すなわち、再生可能エネルギー発電設備を取得する投資法人については、一定の要件を満たす限りにおいて、税務上の導管性要件が認められる。)

(2)インフラファンド市場

上記の法令改正を踏まえて、インフラを実質的な投資対象とする投資法人等が上場する市場として「インフラファンド市場」が開設されることが予定されている。

インフラファンド市場の特色としては、①安定継続的な金銭又は収益分配が行われる商品の上場を想定していること、②既存の REIT 市場(不動産投資信託証券市場)の上場制度を基調としていること、③インフラの資産特性に着目した規定が設けられていることが挙げられる。

本制度概要においては、インフラ市場の上場商品として、内国インフラファンド、外国インフラファンド及び外国インフラファンド信託受益証券の3種類が想定されているが、本ニュースレターでは内国インフラファンドを分析対象とする。

2 制度の概要

(1) 組成形態

本制度概要においては、投資信託の受益証券と投資法人が発行する投資証券の両方を上場の対象とすることが想定されているが、実務上は、既存の REIT と同様に投資証券が主流になると思われる。本ニュースレターでも投資法人を念頭において分析を行う。

(2) 対象資産の分類

内国インフラファンドの投資対象資産としては、「インフラ資産等」(「インフラ資産」及び「インフラ有価証券」)と「インフラ関連有価証券」が想定されている。これらの定義は後述する上場要件との関係で重要な意味を持つことになる。

「インフラ資産」には、例えば、①再生可能エネルギー発電設備(太陽光、風力、水力、地熱、バイオマス等の再生可能エネルギー源を電気に変換する設備及びその附属設備)、②国又は地方公共団体から設定された公共施設等運営権(いわゆるコンセッション)(但し、再生可能エネルギー発電設備、道路、空港、鉄道等に係る運営権に限られる。)、③その他取引所の指定する資産、④前記①乃至③の資産に伴う不動産の所有権・賃借権等、⑤これらを信託する信託受益権、が含まれる。①再生可能エネルギー発電設備としては、主として大規模太陽光発電所(いわゆるメガソーラー)が想定されていると思われる。

「インフラ有価証券」には、例えば、①インフラ対象資産(インフラ資産及び取引所の指定する資産)を保有する SPC(特別目的会社)の株券、②インフラ対象資産に対する投資運用と運用利益の分配を目的とする契約の出資持分(匿名組合出資持分等)、③保有資産がインフラ対象資産に限定される特定目的会社の優先出資証券、受益証券、投資証券が含まれる。

インフラファンドの投資ストラクチャーとしては、投資法人がインフラ資産を直接保有する形態と有価証券等を通じて間接的に保有する形態の双方があり得るため、インフラ資産に加えてインフラ有価証券も「インフラ資産等」に含めることになっていると思われる(但し、投資法人は投信法及び税法上の制約から、他の法人の持分の過半数を持つことが原則としてできないため、投資法人がインフラ関連有価証券を取得するケースは多くないと思われる。)

(3) オペレーター概念

投資法人から資産運用業務を受託する資産運用会社に加えて、インフラ資産の運営を行うオペレーターがファンドの収益性を左右する重要な役割を担うため、オペレーターに着目した審査基準が設けられ、情報開示の文脈でもオペレーターに関する情報開示が要求されている。既存の上場 REIT と対比した場合のインフラファンドの特殊性として、オペレーター概念の存在が重要である。

この「オペレーター」とは、本制度概要においては、インフラ資産の運営に関する事項を主導的に決定するものと定義されている。

インフラファンドの対象資産が、インフラ資産の場合、インフラ有価証券の場合及びインフラ関連有価証券の場合に、それぞれインフラの運営管理を行う主体がオペレーターとして想定されている。例えば、投資法人がインフラ資産を所有し、第三者に対して賃貸し、当該賃借人が電力会社との間で売電のための特定契約・接続契約を締結するストラクチャーでは、当該賃借人がオペレーターとして想定されていると思われる。他方、投資法人がインフラ資産を SPC(特別目的会社)に対

して賃貸するストラクチャーでは、当該 SPC が電力会社との間で売電のための特定契約・接続契約を締結することとなるが、当該 SPC から運営業務の委託を受けた者がオペレーターとして想定されていると思われる。この2種類の賃貸借スキームが実務上想定される典型的なスキームになると思われる。

3 上場審査・上場要件

(1) 形式的要件

本制度概要によれば、REIT に準じた上場審査の形式的要件を規定するとされている。REIT の場合の上場審査の形式的要件としては、例えば、純資産総額 10 億円以上、資産総額 50 億円以上、上場投資口数 4000 口以上、投資主 1000 人以上等の要件が含まれる。インフラファンドにおいても同様の要件が規定されることが想定される。

REIT の上場審査の形式的要件とは異なる基準として、運用資産等の総額に占める比率として、①インフラ資産等の比率が 70%以上、②インフラ資産等、インフラ関連有価証券、流動資産等の比率が 95%以上、が規定されている。これらは、それぞれ REIT の上場審査の形式的要件である①不動産等の比率が 70%以上、②不動産関連資産の比率が 95%以上、という要件に対応するものと思われる。

さらに、投資法人の規約において、オペレーターの選定基本方針が記載されていることが要求されている。オペレーターの選定基本方針に基づき、具体的な選定基準としての「オペレーターの選定基準」を定めることが要求されている(但し、当該選定基本方針・選定基準にどのような方針・基準を設けることが想定されているのかは、本制度概要からは明らかではない。)

(2) 収益・利益に関する要件

本制度概要によれば、上場審査に際しては、取得対象のインフラ投資資産に係る収益・利益に関する要件として、①直前 1 年間又は直前決算期に利益が計上されていること、又は②利益計上が見込まれること等についての独立第三者の意見書を要求することとされている。

この①の要件により、インフラファンドが取得可能な資産としては、原則として既に安定稼働状態に至っているインフラ資産に限られることになると思われる。また、②の要件については、取引所が満足する内容の当該独立第三者の意見書の取得がどの程度現実的か、第三者として具体的に誰を想定しているか等がポイントになると思われるが、独立第三者の意見書の詳細は本制度概要では明らかにはされていないことから、パブリック・コメント等を通じての明確化が望まれる。

(3) 実質審査基準

本制度概要によれば、REIT に準じた上場審査基準を規定することとされている。具体的には、①情報開示を適正に行うことができる状況にあること(オペレーターに関する情報の適時開示が適切に行える体制が構築されているか、投資対象とするインフラ資産に係る管理会社の専門性について十分な情報開示が行われるか等について審査を行うとされている。)、②資産の運用等を健全に行うことができる状況にあること(オペレーターの選定基本方針が適切に策定されているか、運用資産等の市況変動リスク等の諸リスクに対するリスク管理方針が適切に策定されているか、について審査を行うとされている。)、③金銭の分配又は収益の分配が上場後継続して行われる見込みのあること、及び④公益又は投資者保護の観点から、その上場が適当でないと認められるものでないことが規定される。

実質審査基準の文脈においても、インフラの運営を担うオペレーターに対する厳格な審査が想定されていることが特色として挙げられる。

4 情報開示

本制度概要によれば、インフラファンドの発行者等(例えば、投資法人及び管理会社)、オペレーター及び運用資産等に関する情報について開示が要求されることになる。

REIT の適時開示項目と異なる開示項目としては、例えば、オペレーターの決定事実・発生事実(破産、解散、インフラ資産の運営に係る業務の廃止、業務改善命令、オペレーターでなくなることを含む。)、運用資産等に係る決定事実・発生事実(5000 万円以上の資産の譲渡又は取得、オペレーターの選定基準の変更、オペレーターの異動等を含む。)が挙げられている。

5 実施時期

本制度概要によれば、2015年4月を目途に実施するとされている。実際にインフラファンド市場に上場するファンドがどの程度出現するかについては現時点では明らかではないが、メガソーラーファンドをはじめとするインフラファンドに対する社会的注目度は高く、インフラファンド市場の早期実現が望まれる。

- 本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供であり、具体的な法的アドバイスではありません。お問い合わせ等ございましたら、当事務所の[大西一成](mailto:kazunari.onishi@amt-law.com) (kazunari.onishi@amt-law.com)までご遠慮なくご連絡下さいませよう、お願いいたします。

- Capital Markets Legal Update
担当パートナー： 多賀大輔、広瀬卓生、吉井一浩、福田直邦
本ニュースレターの配信又はその停止をご希望の場合には、お手数ですが、cm-newsletter@amt-law.comまでご連絡下さいませよう、お願い申し上げます。

- 本ニュースレターのバックナンバーは、
<http://www.amt-law.com/bulletins10.html>にてご覧いただけます。



CONTACT INFORMATION

アンダーソン・毛利・友常法律事務所

〒107-0051
東京都港区元赤坂一丁目2番7号
赤坂Kタワー

Tel: 03-6888-1000 (代表)

Email: inquiry@amt-law.com

URL: <http://www.amt-law.com/>