

2017年3月

上場インフラファンド組成の実務上のポイントと 今後のインフラファンド市場の展望

弁護士 橋本 雅行

平成 27 年 4 月に開設された東京証券取引所のインフラファンド市場には、平成 28 年 6 月 2 日付でタカラレーベン・インフラ投資法人が初めて上場し、同年 12 月 1 日付でいちごグリーンインフラ投資法人、本年 3 月 29 日付で日本再生可能エネルギーインフラ投資法人がそれぞれ上場した。また、平成 29 年 3 月 31 日に公布された改正租税特別措置法施行令では、再生可能エネルギー発電設備に投資する投資法人の税務上の導管性の要件である、再生可能エネルギー発電設備の取得期限が 3 年延長された。このため、今後もインフラファンド市場に上場するファンドの増加が見込まれるところである。

そこで、本ニュースレターでは、上場インフラファンドを組成する際に検討すべき実務上のポイントについて解説し、あわせて今後のインフラファンド市場を展望することとしたい。

1 インフラファンド市場の動向

発電所や空港、道路等のインフラ施設等の整備・運営に関して、より一層の民間資金の活用を図る必要性や金融資産の運用の多様性の促進等を背景に、平成 27 年 4 月、東京証券取引所に再生可能エネルギー発電設備等のインフラ資産を実質的な投資対象とするインフラファンド市場が開設された。その後、平成 28 年度の税制改正において、再生可能エネルギー発電設備に投資する投資法人に、投資法人から投資主に対して支払われる配当等の額を損金の額に算入することができる、いわゆる税務上の導管性が認められる期間が約 20 年に延長され、同年 6 月 2 日付でインフラファンド市場初の銘柄となるタカラレーベン・インフラ投資法人が上場し、同年 12 月 1 日付でいちごグリーンインフラ投資法人が上場し、さらに、日本再生可能エネルギーインフラ投資法人が、本年 3 月 29 日付で上場した。

加えて、平成 29 年 3 月 31 日に公布された改正租税特別措置法施行令では、再生可能エネルギー発電設備に投資する投資法人の税務上の導管性の要件である、再生可能エネルギー発電設備の取得期限が、これまでの平成 29 年 3 月 31 日から 3 年延長され、平成 32 年 3 月 31 日とされた。これを受けて、今後もインフラファンド市場に上場するファンドの増加が見込まれるところである。

そこで、本ニュースレターでは、上場インフラファンドを組成するにあたり、実務上検討しておくべきポイントについて解説するとともに、将来のインフラファンド市場について展望することとしたい。なお、インフラファンド市場では、国内外の投資信託や投資法人等の複数のピークルが認められているが、既存の上場インフラファンドが、いずれも投資法人であるため、以下では、投資法人を用いたインフラファンドについて解説する。

2 上場インフラファンド組成における検討ポイント

(1) 税務上の導管性の要件

① 再生可能エネルギー発電設備の取得期限の延長

投資法人に税務上の導管性が認められるための要件の一つとして、投資法人が保有する特定資産の帳簿価額が、投資法人の総資産の帳簿価額の50%超であることが求められている(以下「保有資産要件」という。)。特定資産とは、投資信託及び投資法人に関する法律(以下「投信法」という。)により、投資法人が主として投資することが認められている資産で、有価証券や不動産等が定められているが、保有資産要件の算定にあたっては、特定資産の範囲から、再生可能エネルギー発電設備と公共施設等運営権(空港、上下水道、道路等の公共施設の運営及び維持管理を行う権利(コンセッション))が除外されている。このため、総資産の50%超を再生可能エネルギー発電設備や公共施設等運営権に投資する投資法人については、税務上の導管性が原則として認められないことになる。

ただし、再生可能エネルギー発電設備については、再生可能エネルギーの導入促進という政策的見地から特例措置が認められており、(i)投資口を上場しており、(ii)規約に再生可能エネルギー発電設備の運用方法(締結する匿名組合契約等の目的である事業に係る財産に含まれる再生可能エネルギー発電設備の運用方法を含む。)が賃貸のみであることを記載している投資法人が、平成29年3月31日までに再生可能エネルギー発電設備を取得した場合、これを最初に貸付けの用に供した日以降20年を経過した日までの間に終了する事業年度において、保有資産要件の算定に際し、再生可能エネルギー発電設備を分子である特定資産に含めることが認められている。さらに、この取得期限は、平成29年3月31日に公布された改正租税特別措置法施行令により3年延長され、平成32年3月31日とされた。このため、投資法人が、平成32年3月31日までに上場し、再生可能エネルギー発電設備を取得した場合には、税務上の導管性の要件が充足されることになる。

② 匿名組合出資における賃貸要件

再生可能エネルギー発電設備への投資の実務においては、機関投資家等の投資家から匿名組合出資を受けている私募ファンドも少なくない。しかし、現行税制では、投資法人が、再生可能エネルギー発電設備を賃貸以外の方法で運用する匿名組合出資持分を取得した場合、税務上の導管性が認められなくなるため、投資家は、保有している匿名組合出資持分を、そのまま投資法人に移転することができない。そこで、匿名組合出資を通じて投資する場合には、税務上の導管性要件を緩和し、賃貸以外の方法による運用も認めるよう要望されていたが、平成29年度税制改正には盛り込まれなかった。

このため、再生可能エネルギー発電設備を賃貸以外の方法で運用している私募ファンドに匿名組合出資を通じて投資している投資家は、これまでどおり、投資スキームを解体し、賃貸による運用方法に改めなければ、保有する匿名組合出資持分を上場インフラファンドに移転できないことに留意しなければならない。

(2)投資法人によるインフラ資産の保有方法(直接保有方式と間接保有方式)

投資法人がインフラ資産を保有する方法としては、大きく、投資法人がインフラ資産を直接保有し、これを賃借人に貸し出す直接保有方式と、インフラ資産は特別目的会社(以下「SPC」という。)が保有し、投資法人は、当該 SPC のエクイティ持分や SPC に対する匿名組合出資持分を保有する間接保有方式の 2 つがある。いずれの方式でもインフラファンド市場への上場は可能であるが、投信法は、投資法人による他の法人の支配を禁止する目的で、投資法人が、他の法人の発行する株式の議決権の過半数を取得することを禁じており、さらに、税務上の導管性の要件の 1 つとして、投資法人は、他の法人の発行済株式または出資総額の 50%以上を保有してはならないことが定められている。これらの制限があるため、間接保有方式の場合、投資法人が保有できる SPC に対する出資持分が 50%未満に制限され、インフラ資産から生み出される収益を単独で享受することができないケースが多いと考えられる。

(3)賃借人によるインフラ資産の運営形態(オペレーター賃借人型と SPC 賃借人型)

賃借人が借り受けたインフラ資産の運営形態には、賃借人が自らインフラ資産の運営を行い、インフラ資産の運営者(以下「オペレーター」という。)となるオペレーター賃借人型と、SPC が賃借人となり、借り受けたインフラ資産の運営は第三者のオペレーターに委託する SPC 賃借人型がある。それぞれの運用形態には、以下のような特徴がある。

①賃借人による賃料支払債務に対するオペレーターの信用リスクの影響の遮断・軽減

オペレーター賃借人型の場合、賃料支払債務は、オペレーターの債務であるため、オペレーターがインフラ資産の運営以外の事業を行っているような場合には、投資法人は、当該オペレーターの信用リスクに直接さらされることになる。これに対して、SPC 賃借人型の場合、賃料支払債務は賃借人である SPC の債務であり、オペレーターの債務とはならないのが原則である。このため、例えば、SPC が売電以外の事業を行うことを禁止するとともに、売電収入を管理する専用口座を開設するなどして、SPC の資産を、オペレーターの資産と分別して適切に管理することで、賃借人の賃料支払債務に対するオペレーターの信用リスクの影響を遮断または軽減することが可能になる。

②オペレーターの交代の容易さ

オペレーターが、信用不安や必要な許認可等の取消等により業務を提供できなくなった場合、発電事業が滞り、売電収入が減少するおそれが生じるため、オペレーターの交代を進める必要がある。さらに、オペレーター賃借人型の場合は、オペレーターが債務不履行等に陥ると、賃料支払能力が低下するおそれがある。ところが、賃借人は、電気事業者との間の特定契約(電気事業者による発電事業者からの電気の買取契約)や接続契約の契約当事者となっているため、オペレーター賃借人型の場合にオペレーターを交代しようとする、これらの契約について、新しい賃借人が電気事業者との間で締結するか、オペレーターから新しい賃借人に承継させなければならない、電気事業者の理解や協力が得られない等の理由により、これらの契約の締結または承継が円滑に進まない場合、オペレーターの交代に支障が生じる可能性がある。これに対し、SPC 賃借人型の場合は、既存の賃貸借契約および特定契約や接続契約を維持したまま、オペレーターのみを交代することが可能であるため、代替のオペレーターさえ確保できれば、オペレーター交代の手続が比較的容易と考えられる。

③売電収入の減少への対応

SPC 賃借人型の場合、投資法人に対する賃料支払債務の引き当ては、基本的に売電収入だけであるため、天候不順や発電装置の故障等により売電収入が減少し、賃料支払債務を下回った場合、直ちに支払遅延や賃料不払につながるおそれがある。このため、SPC 賃借人型の場合には、SPC 内において売電収入不足に備えて準備金(リザーブ)を積み立てたり、利益保険を付保したり、または、第三者やオペレーターによる債務保証をつけるなど、売電収入が減少した場合にも賃料支払を行えるようにしておく必要がある。ただし、第三者やオペレーターによる債務保証をつける場合、賃料支払が保全されるかどうかについては当該第三者やオペレーターの信用リスクの影響を受けることになる。

(4)固定賃料と変動賃料

インフラ資産のうち太陽光発電設備について見ると、太陽光発電は、発電量が天候等により変動し、賃借人の売電収入もこれに応じて変動する(売電収入の変動リスクがある)という特徴がある。賃借人は、売電収入に連動する賃料を設定することで、売電収入の変動リスクを回避することが可能になるが、その代わりに、投資家が賃料収入の変動リスクを負うことになり、このことは、多くの一般投資家の参加が見込まれる上場インフラファンドにとって必ずしも望ましいものではないと思われる。そこで、実務上は、発電量予想値に基づく固定賃料を設定するか、または最低保証部分として基本賃料を設定し、これに実際の売電収入が一定額を上回った場合には、当該超過額に連動する変動賃料を組み合わせることで、投資家に対して安定的な収益の提供を図ることが多くなるものと考えられる。

(5)営業期間(会計期間)の設定

太陽光発電の場合は、発電量が季節的要因によっても変動し、毎月の売電収入が変わるため、固定賃料や基本賃料を設定する場合も、賃料は月ごとに異なる金額にすることが考えられる。他方で、上場不動産投資法人(REIT)の場合、投信法上、投資法人には中間配当制度がなく、また、上場不動産投資法人(REIT)の分配金は、保有物件からの賃料収入をその主要な原資としているため、期初に近いタイミングで増資を完了し物件を取得しないと、分配金の希薄化が大きくなり、投資口価格に悪影響が及ぶおそれがあるという増資の時期に関する制約があることから、機動的な増資を可能にするを一つの理由として営業期間を6か月としているものが多く、上場インフラファンドでも、同様の理由により、営業期間を6か月とすることが考えられる。この場合、営業期間の設定の仕方によっては、営業期間ごとの賃料収入が大きく変動する可能性があり、結果、営業期間ごとの分配金の金額が大きく変動する可能性があることに留意が必要である。なお、このような変動を回避するためには、営業期間の中に予想発電量が多い月と少ない月を平準化して組み入れるか、営業期間を1年とすることが考えられる。さらには、年間の予想発電量に基づき毎月の賃料を同額として設定することも可能であるが、この場合は、賃借人の側で、売電収入が多いときに余剰金を積み立てておき、売電収入が少ないときの賃料支払に充当できるようにしておく必要がある。

(6)投資法人による敷地利用権の取得の要否

投資法人が発電設備を取得する場合、発電設備の設置、運用に必要な土地の利用権(以下「敷地利用権」という。)も投資法人が取得する方法と、敷地利用権は賃借人が取得し、投資法人では取得しない方法がある。後者の場合でも、賃借人は、自ら保有する敷地利用権を用いて発電事業を行うことができるため、投資法人が敷地利用権を取得しないとしても、インフラ資産の賃借人が売電事業を行うことは可能であると考えられる。

ただし、何らかの理由で賃借人を変更しようとする場合、現在の賃借人から敷地利用権を取得できなければ、新賃借人は発電事業を行うことはできず、かつ、投資法人はインフラ資産を敷地上から撤去することが必要となる。そこ

で、賃借人の変更に備えて、投資法人のために敷地利用権に担保権を設定したり、敷地利用権の譲渡予約契約を締結するなどして、賃借人変更の際に、敷地利用権も円滑に移転できるようにしておく必要があるものと考えられる。

3 今後のインフラファンド市場の展望

現在までのところ、インフラファンド市場に上場しているのは、再生可能エネルギー発電設備のうち主として太陽光発電設備に投資するインフラファンドのみであるが、将来的には、太陽光発電設備以外の再生可能エネルギー発電設備や再生可能エネルギー発電設備以外のインフラ資産に投資するインフラファンドが上場することも期待される。

その理由として、インフラファンド市場が開設された背景に、我が国の厳しい財政事情の中で、インフラ資産の整備や運営について、民間のノウハウや資金の一層の活用が求められるようになってきていることがある。平成 28 年 5 月の「PPP/PFI 推進アクションプラン」(民間資金等活用事業推進会議)では、平成 25 年度から平成 34 年度の 10 年間の PPP/PFI の事業規模目標が、現行の 12 兆円から 21 兆円に引き上げられており、実際にも、平成 28 年 4 月に関西国際空港と大阪国際空港のコンセッション事業が開始しており、本年 3 月 21 日には、浜松市の下水道事業についてヴェオリア・ジャパン株式会社等の企業連合がコンセッションの優先交渉権を取得したことが発表され、その他にも文教施設や公営住宅、道路等を対象としたコンセッション導入の検討が行われている。

また、投資家からも、インフラ資産は、経済動向等の影響を受けにくい安定的なアセットクラスとして関心が高まりつつあり、インフラ投資の持つ長期安定的なキャッシュフローは、年金基金や保険会社などの長期運用を行う投資家のニーズに合致しているとされている。

その一方で、今後のインフラファンド市場の一層の拡大と成長に向けて、以下のような点が今後の課題になるものと考えられる。

第 1 に、間接保有方式の場合に、投資法人による SPC の 50% 以上の出資持分の保有を解禁することが考えられる。インフラ資産に投資する場合、投資リスクの限定やオペレーターの信用リスクの遮断等を目的として、SPC の出資持分の保有等を通してインフラ資産を取得する間接保有方式をとることが少なくない。しかし、現行法下では、間接保有方式をとる場合、投資法人は、当該 SPC の出資持分の 50% 以上を保有することができず、インフラ資産からもたらされる収益を単独で受け取ることができない。そこで、特定資産を間接保有することを目的に SPC の出資持分を取得するような場合には、50% 以上の出資持分の保有を認めて、間接保有方式の利用を容易にするような対応が望まれる。

第 2 に、投信法の特定資産に含まれるインフラ資産とインフラファンド市場で認められるインフラ資産の定義の調整の問題がある。インフラファンド市場では、エネルギー資源を輸送するための船舶、ガス工作物、空港、上下水道、港湾施設などの幅広い資産がインフラ資産として認められているが、投信法の特定資産には、インフラ資産のうち再生可能エネルギー発電設備と公共施設等運営権しか含まれていない。インフラファンド市場で認められるインフラ資産には、不動産や動産に該当し、特定資産に含まれるものもあるが、複数の不動産や動産の組合せから構成されるものもあり、必ずしも特定資産に該当するかが明確でないものも少なくない。そこで、投信法上の特定資産に含まれるインフラ資産とインフラファンド市場が定めるインフラ資産で齟齬が生じないようにすることが望ましいと考えられる。

第 3 として、インフラファンド市場で認められるインフラ資産に貸付等の負債性商品を含めることが考えられる。インフラファンド市場は、REIT 市場を参考に、インフラ資産という現物を保有するファンドを前提にしているとされており、基

本的に貸付等の負債性商品に投資するインフラファンドは想定されていない。しかし、インフラ資産は、オペレーターの運営能力により収益に差が出るという性質を有するため、不動産に投資する REIT に比べると、投資リスクの判断が難しいといえる。そこで、インフラ資産の現物だけでなく、インフラ資産に対するプロジェクト・ファイナンスとして行われた貸付債権や劣後債等の負債性商品を投資対象にしたインフラファンドを認めることで、幅広い投資家ニーズに合致した上場インフラファンドを組成することが可能になるものと考えられる。

以上のとおり、上場インフラファンドの投資対象には多種多様なインフラ資産が含まれており、インフラファンド市場の発展には大きな可能性が秘められている。今後の実務の積み重ねと制度整備の進展により、インフラファンド市場の活性化がさらに進むことが期待される。

-
- 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、下記弁護士までご遠慮なくご連絡下さいますよう、お願いいたします。
弁護士 橋本 雅行(masayuki.hashimoto@amt-law.com)
 - 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すようお願いいたします。
 - 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。
 - Capital Markets Legal Update 発行責任者
弁護士 多賀大輔、広瀬卓生、吉井一浩、福田直邦