

## ENERGY PRACTICE LEGAL UPDATE

## CONTENTS

- 1 インフラファンド市場の経緯
- 2 上場制度の概要
- 3 太陽光発電設備に投資するインフラファンドの留意点
- 4 おわりに

## インフラファンド市場の概要とポイント

2015年4月30日、東京証券取引所にインフラファンド市場が創設された。内国ファンドのみならず外国ファンドも上場可能であるほか、上場対象となるインフラファンドの投資資産は広く定義されているため、大きな可能性を秘めた市場であるが、他方、投資信託及び投資法人に関する法律(「投信法」)や租税特別措置法(「租特法」)との関係で、上場ファンドの組成につき実務的な制約があることも否めない。

本ニュースレターでは、今回創設されたインフラ市場の概要を、法令を踏まえた実務上のポイントとともに説明し、加えて、太陽光発電設備に投資するファンドの上場についてのスキーム・留意点を検討する。

## 1 インフラファンド市場の経緯

金融庁が平成22年12月に発表した「金融市場及び金融産業の活性化等のためのアクションプラン」において、投資信託・投資法人法制の課題の把握・見直しの検討を行うとされた投信制度改革の一環として、インフラファンド市場の創設がなされた。その経緯は以下のとおりである。

ア 東京証券取引所の「上場インフラ市場研究会」の審議(平成24年9月から平成25年3月)及び報告書の公表(平成25年5月)

東京証券取引所(東証)に「上場インフラ市場研究会」が置かれ、平成25年5月に「上場インフラ市場研究会報告―我が国における上場インフラ市場の創設に向けて―」が公表され、上場市場の対象とするインフラの範囲、ファンドの組成形態、上場制度の方向性が示された。

イ 投信法施行令・同法施行規則及び租特法施行令の改正(平成26年9月施行)

上記研究会報告を受けて、投信法施行令・同法施行規則が改正され、投資信託及び投資法人が主として(ファンド資産の半分を超えて)投資することが認められる「特定資産」の範囲に以下の2つが追加され、平成26年9月に施行された。これにより投資信託及び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。

- 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

また、特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令の改正も同時に施行されており、これにより、有価証券届出書等の開示書類において、資産の種類・性質に応じた資産の概況その他の資産の価値の評価に関する事項等の開示が求められるようになった。

さらに、改正された租特法施行令も同時施行され、これにより、再生可能エネルギー発電設備を有する投資法人については、一定の例外要件を満たす限りにおいて、税務上の特例措置(支払配当の損金算入)の適用を受けることができるとされた。

- ウ 東証の有価証券上場規程等の改正(平成 27 年 4 月 30 日施行)・投資信託協会規則の創設等(未施行)

上記イの法令改正を踏まえて、東証は、インフラファンド市場の開設に伴い有価証券上場規程(「上場規程」)を改正し(平成 27 年 4 月 30 日施行)、インフラファンド市場を開設した。この市場の開設に伴って、平成 27 年 5 月 15 日、投資信託協会より同協会のインフラ投資信託及びインフラ投資法人に関する規則等の案が公表され、意見が募集された(意見の募集期間は平成 27 年 6 月 15 日まで)。

## 2 上場制度の概要

### (1) 組成形態－内国インフラファンド及び外国インフラファンド

上場規程では、大きく分けて、内国インフラファンドと外国インフラファンドの 2 種類が上場可能とされている。

内国インフラファンドについては、既存の J-REIT と同様に、投資信託及び投資法人のいずれの形態でも上場が可能とされているが、実際には、投資法人の方がガバナンス等においてすぐれた面があると考えられていることから、既存の J-REIT と同様、投資法人の形態が主流となると考えられる。

また、J-REIT では外国ファンドは上場対象とされていないのに対して、外国インフラファンドも上場対象とされていることは、インフラファンド市場の大きな特徴といえよう。

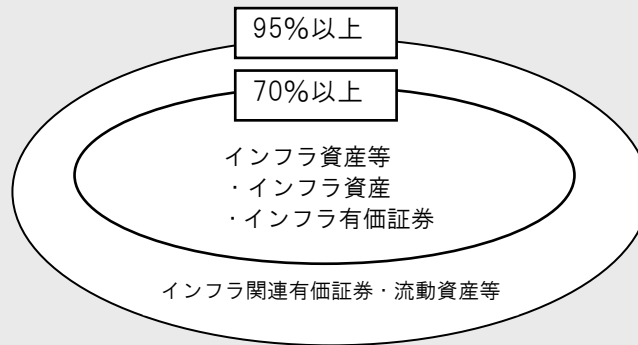
なお、上場規程では「外国インフラファンド信託受益証券」というカテゴリーも上場可能な証券として設けられている。これは、いわゆる JDR(Japanese Depositary Receipt)と呼ばれる受益証券発行信託を用いて、外国インフラファンドを信託受益証券の形式に転換したものを想定している。

### (2) 対象資産の範囲・分類

#### ア 「インフラ資産等」及び「インフラ関連有価証券」の概念と意義

上場規程では、インフラファンドの投資対象として、「インフラ資産等」(「インフラ資産」及び「インフラ有価証券」)(上場規程第 1201 条第 1 号の 3、第 1 号の 3、第 1 号の 6)と「インフラ関連有価証券」(同条第 1 号)の 2 つの概念を定義している。

これらの定義は、内国インフラファンドの上場要件との関係で重要な意味を持つ。すなわち、内国インフラファンドにおいては、①運用資産の総額に占める「インフラ資産等」の割合が 70%以上となる見込みであること、及び②運用資産の総額に占める「インフラ資産等」、「インフラ関連有価証券等」及び流動資産等の割合が 95%以上となる見込みであることが要求されている(上場規程第 1505 条第 1 項第 2 号 a 及び b)。以上を図に表すと下記のとおりである。



以上の「インフラ資産等」及び「インフラ関連有価証券」の運用資産の投資割合に係る上場要件については、J-REITにおける「不動産等」と「不動産関連資産等」の定義・上場要件とパレルなものとして理解して差し支えない。

他方、外国インフラファンドについてはこのような上場要件は存在せず、主として「インフラ資産等」に対する投資として運用することで足りるため(上場規程第1201条第2号の3)、「インフラ資産等」の定義は重要であるが、「インフラ関連有価証券」の定義は特段の意義を持たない。

#### イ 定義

「インフラ資産等」(上場規程第1201条第1号の3)とはインフラ資産現物(すなわち上場規程第1201条1号の2で定義される「インフラ資産」)及びそれと同視し得る有価証券(すなわち上場規程第1201条1号の6で定義される「インフラ有価証券」)を指す。これに対し、「インフラ関連有価証券」(上場規程第1201条第1号)とはより間接的にインフラ資産に投資する有価証券その他の権利であって「インフラ資産等」よりもインフラ資産現物との結びつきがより緩いものを指す。

「インフラ資産」、「インフラ有価証券」及び「インフラ関連有価証券」に該当するものは、具体的には、別紙のとおりである。

#### ウ 留意点

別紙のとおり、「インフラ資産等」は一定の船舶や空港、港湾施設を含み、広い定義となっている。もっとも、以下の点に留意する必要がある。

##### (ア)内国インフラファンドについて

投信法上、投資法人が主として投資できる資産は「特定資産」に限定され、これには「インフラ資産等」がすべて含まれているわけではないため(投信法第2条第1項、第12項、同法施行令第3条)、投資法人が上場規程上の「インフラ資産等」に主としては投資できない場合がある。

また、投資法人は、投信法及び税法上、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(投信法第194条、租特法第67条の15)。したがって、投資法人は例えば「インフラ資産等」を保有するSPCの株式の過半数を保有できず、SPCの株式の過半数を保有する他の投資家の存在が必要になる。よって、主として「インフラ関連有価証券」に投資する投資法人の組成は実務上多くはみられないように思われる。

以上より、内国インフラファンドについては、投信法施行令改正により特定資産に追加され、租特法の規定も設けられた「再生可能エネルギー発電設備」を「インフラ資産」として投資法人が直接保有する形態が最も一般的となるであろう。

##### (イ)外国インフラファンドについて

外国においては空港や石油パイプライン等にSPCを通じて投資するファンド等があり、こうした外国ファンドについては、その過半数を「インフラ有価証券」に投資する外国インフラファ

ンドとして上場可能となるケースが多いであろう。「インフラ資産」(及びそれに伴い「インフラ有価証券」)が広く定義されたことにより、広い範囲の外国籍ファンドが外国インフラファンドとして上場可能となったといえる。

### (3)その他の上場制度の留意点

#### ア オペレーター概念

インフラファンドにおいては、資産の運用を行う会社(投資法人型の内国インフラファンドにおいては資産運用会社)に加えて、インフラ資産現物の運営を行う「オペレーター」という概念が設けられている点が特徴的である(上場規程第1201条第2号の2、上場規程施行規則第1201条第7項)。そして、内国インフラファンドについては、オペレーターの選定基本方針が規約又は投資信託約款の記載事項とされ(上場規程第1505条第1項第2号j(a))、内国インフラファンド及び外国インフラファンドのいずれについてもオペレーターに関する事実の適時開示が求められている(上場規程第1513条第3項)。これは、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い得ることに根拠があると考えられる。

#### イ 収益・利益に関する要件

内国インフラファンド及び外国インフラファンドのいずれも、上場審査に際して、取得対象のインフラ資産に係る収益・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(上場規程第1504条第2項第1号c、同施行規則第1502条第2項第1号c、第3号a等)。

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を検討する必要がある。

#### ウ 重複上場要件

外国インフラファンドについては、外国金融商品取引所に上場されていること又はその見込みがあることが上場審査の要件とされているため(上場規程第1505条第2項第5号)、東証への単独上場は認められず、外国金融商品取引所との重複上場でなければならない点に留意が必要である。

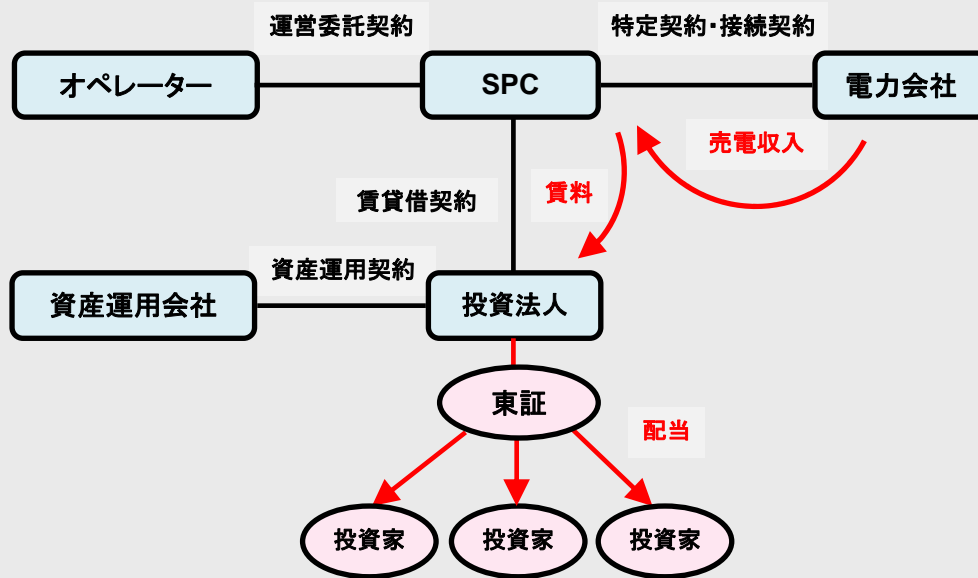
## 3 太陽光発電設備に投資するインフラファンドの留意点

上記2(2)ウで説明したとおり、内国インフラファンドにおいては、「再生可能エネルギー発電設備」を「インフラ資産」として投資法人が直接保有する形態が最も一般的と思われる。その中でも最も実績があるのは太陽光発電(いわゆるメガソーラー)であるため、こうした太陽光発電設備に投資するファンドをインフラファンド市場に上場させる場合の留意点について、簡単に説明する。

租特法施行令のいわゆる導管性要件においては、投資法人の規約に資産の運用の方法が賃貸のみである旨の記載があることが要件とされていることから(同施行令第39条の32の3第10項)、税法上の特例措置の適用を受けるためには、投資法人が太陽光発電設備を保有し、これを第三者に賃貸し、賃貸収入を得るというスキームとすることが必要である。そのようなスキームでは、賃借人が電力会社との間で売電のための特定契約・接続契約を締結し、売電収入を得て、これを賃料収入として投資法人に支払い、投資法人がこれを配当として投資家に分配することになる。

現状、太陽光発電事業では、SPCが太陽光発電設備を保有し、電力会社と売電のための特定契約・接続契約を締結しているケースが多いと思われる。そのような場合には、SPCから投資法人に太陽光発電設備を売却し、かつ賃貸借契約を締結する(いわゆるセール・アンド・リース・バック)が

可能と思われる(下記図参照)。この方法であれば、電力会社との間の特定契約・接続契約その他の契約を第三者に移転する必要がない(なお、契約を移転させるためには相手方の同意が必要となるが、実務上は同意取得は容易ではないと思われるため、契約の移転が不要という点は大きなメリットであろう。)。なお、上場規程との関係では、SPC から太陽光発電事業の運営業務の受託者がオペレーターとなるため(上記 2(3)ア)、そうしたオペレーターの選定基準が投資法人の規約に記載されていること、及びオペレーターに関する事実について適時開示ができる体制を構築する必要がある。



#### 4 おわりに

当面は太陽光発電設備に投資する内国インフラファンドが上場案件の中心となると思われるが、インフラ資産等が広く定義されており、外国インフラファンドも上場可能であることから、中長期的には多種多様なインフラに投資するファンドが上場され、魅力的な市場が形成されることが期待される。

以上

インフラ資産等		インフラ関連有価証券
インフラ資産	インフラ有価証券	
<p>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)</p> <p>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。)</p> <p>③その他上場規程施行規則で定める資産(上場規程施行規則第1201条4項)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・エネルギー資源を海上輸送又は貯蔵するための船舶</li> <li>・ガス工作物</li> <li>・空港</li> <li>・下水道</li> <li>・港湾施設</li> <li>・水道</li> <li>・石油精製設備</li> <li>・石油貯蔵設備</li> <li>・石油パイプライン</li> <li>・鉄道施設</li> <li>・鉄道車両</li> <li>・電気工作物</li> <li>・電気通信設備</li> <li>・道路・自動車道</li> <li>・熱供給施設</li> <li>・無線設備</li> </ul> <p>④前記①乃至③の資産に伴う不動産の所有権・賃借権等</p> <p>⑤これらを信託する信託の受益権</p>	<p>①保有資産がインフラ対象資産(インフラ資産、流動資産等その他の一定の資産)に限られる株式会社の株券</p> <p>②出資全額をインフラ対象資産に対する投資運用として、その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)</p> <p>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</p> <p>④保有資産(信託財産)がインフラ対象資産に限定される投資信託の受益証券</p> <p>⑤保有資産がインフラ対象資産に限定される投資法人の投資証券</p> <p>⑥保有資産(信託財産)がインフラ対象資産に限定される特定目的信託の受益証券</p> <p>⑦外国の法令に基づく権利又は証券で、上記①乃至⑥の性質をもつもの</p>	<p>①保有資産の過半がインフラ対象資産(インフラ資産、流動資産等その他の一定の資産)に限られる株式会社の株券</p> <p>②出資の過半をインフラ対象資産に対する投資運用として、その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)</p> <p>③保有資産の過半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</p> <p>④保有資産(信託財産)の過半がインフラ対象資産に限定される投資信託の受益証券</p> <p>⑤保有資産の過半がインフラ対象資産に限定される投資法人の投資証券</p> <p>⑥保有資産(信託財産)の過半がインフラ対象資産に限定される特定目的信託の受益証券</p> <p>⑦外国の法令に基づく権利又は証券で、上記①乃至⑥の性質をもつもの</p>

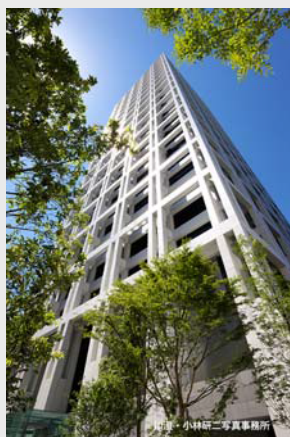
□ 本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供であり、具体的な法的アドバイスではありません。お問い合わせ等ございましたら、以下の執筆弁護士までご連絡下さい。

□ 弁護士 池永朝昭 電話：03-6888-1070  
Eメール：[tomoaki.ikenaga@amt-law.com](mailto:tomoaki.ikenaga@amt-law.com)

弁護士 森下国彦 電話：03-6888-1040  
Eメール：[kunihiko.morishita@amt-law.com](mailto:kunihiko.morishita@amt-law.com)

弁護士 樋口 航 電話：03-6888-5830  
Eメール：[wataru.higuchi@amt-law.com](mailto:wataru.higuchi@amt-law.com)

□ 本ニュースレターのバックナンバーは、  
<http://www.amt-law.com/bulletins12.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](mailto:inquiry@amt-law.com)

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