

### セカンダリ取引は既存PFの条件次第、適切な取引スキーム選択を 新生銀行プロジェクトファイナンス部 佐川裕紀統轄次長

大規模な太陽光発電の建設は一般的にプロジェクトファイナンス(PF)によって資金調達しているため、発電所を売買する際には、既存の金融機関による事前承諾が必要となるケースが出てくる。固定価格買取制度(FIT)開始当初から、大規模発電所向けのPFを行っている新生銀行プロジェクトファイナンス部佐川裕紀統轄次長に、セカンダリ取引のファイナンススキームや市場の様子について話を聞いた。

#### －新生銀行のPFにかかる強みは

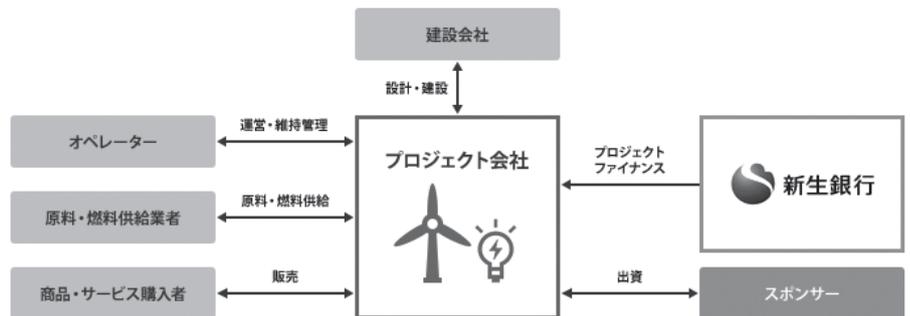
佐川 2012年のFIT開始以降、新生銀行では再生可能エネルギー向けのPFを提供してきた。国内での案件組成件数は約70件、金額にして5,000億円程度になる。電源種別の貸付残高構成比率では、太陽光発電が約7割、残りが風力、バイオマス発電などである。

一般的に、PFは定型化されたリスク審査で融資を検討する 경우가多いが、新生銀行ではプロジェクトの実質的なリスクを見極め、事業者と連携して解決策を見出していくアプローチを取っており、事業者のニーズに合わせて比較的柔軟な対応ができることが強み。FIT初期段階より、融資金額ベースで100億円規模の案件を組成しファイナンスを提供してきたことから、マーケットでは再エネ向けPFの先行者として評価いただいている。直近ではカナディアン・ソーラーの上場インフラファンド向けにもシンジケートローンを組成した実績がある。

#### －セカンダリ向けのPFスキームは

佐川 新生銀行では、近年PF検討対象となる案件規模の目線を20MW以上としているが、この規模のプロジェクトではPFによって資金調達をしていることが多い。PFを活用したセカンダリ取引のスキームは大きく3つに分類される。

1つ目と2つ目のスキームは、新し



PFスキーム(新生銀行HPより)

い特別目的会社(SPC)を設立して、この新設SPCで新たにPFを組成するもの。新設SPCを設立するまでは両スキーム共通で、新設SPCに対して、売買対象となる発電所を保有する既存SPCの①株式等の出資持分を譲渡する方法、②資産および契約等を譲渡・承継する方法があり、それぞれの譲渡対価となる支払原資は新設SPCで調達する。3つ目は、③既存SPCのPFをそのまま残しながら、既存SPCの出資持分を第三者に譲渡するスキーム。

まずは、③のスキームについて説明する。このケースでは、既存PFの融資契約を残したままスポンサー交代を行うため、PFを組んでいる既存の金融機関による事前承諾が必要となる。既存の借主(売却側)よりも信用力や業務遂行能力が劣化する買い手に交代する場合には、融資返済の蓋然性に支障を来す可能性も出てくることから、国内のPFでは、スポンサー交代を金融機関が重く受け止

める傾向が強い。売買当事者間では特段問題ないように見える案件においても、金融機関の事前承諾が取れない事例が見られる。このため、当初のスポンサーが既存の金融機関からPFを調達する際に、将来的なスポンサー交代の可能性について予めきちんと説明を行い、当該金融機関の理解が得られているか否かが、スムーズな譲渡を行ううえでの重要なポイントになる。

大規模案件のPFでは、通常金利固定化スワップ契約(借入金利を固定化する仕組み)を取り入れる事業者も多いが、上述の①や②のケースにおいては、当該契約が新設SPCへ引継がれないため、金融機関に解約費用(ブレイクコスト)を支払うための資金手当が必要になる。マイナス金利政策導入による影響もあり、現在の市場金利の水準はFIT開始当時よりも下がっているため、例えば100億円規模のプロジェクトの場合には数億円単位のブレイクコ

			既存融資契約	メリット	デメリット
①	新規SPC設立	株式譲渡	組みなおし	ファイナンスを組みなおすので、現在の発電所の資産価値に合わせてプランを組みかえられる	既存融資契約のブレイクコストがかかる必要の手続きが多い
②		資産譲渡			
③	既存SPCを取得		引継ぎ	ブレイクコストが不要 手続きが少ない	既存融資契約の金融機関の同意必要 既存の融資契約を引き継ぐ

ストが発生する可能性もあるが、③では融資契約とともに金利固定化スワップ契約も買い手に引き継がれるため、ブレイクコストの支払は不要になる。

他方、融資契約を引き継ぐことによるデメリットも起こり得る。プロジェクト売却の際に、キャッシュフローが強いFIT開始当初の案件は高い評価額に再算定される傾向にあり、買い手はより多くのエクイティを投じて持分を買取ることになる。③のスキームでは、買い手が既存の融資契約を引き継ぐために、原則融資金額を増額することができないため、買い手の投資利回りが期待する水準にならず、結果として買い手に繋がらないケースも出てくる。近年、完工済みの太陽光発電プロジェクトに対する期待利回りがますます低下している中で、売り手側においても出資持分の売却による期待リターンの目線を下げないと、成約につながりにくくなってしまふ。

なお、上述のデメリットは①や②のスキームを採用することで解消できるケースもある。新設SPCに新たなPFを組む金融機関が、当初の融資よりも増額可能と判断すれば、売り手と買い手の距離が縮まる可能性がある。

上述の①～③のいずれのスキームを選択するかについては、契約変更等諸手続きの手間、金利スワップのブレイクコスト、そしてリファイナンスのコスト等の観点から、総合的に勘案して決められるケースが多い。

#### －PFを再組成する際の金融機関の判断は

佐川 既存のファイナンスの枠組みを活かす③の場合、まずは新しいスポンサーの信用力を評価する。PFに参加している金融機関の捉え方次第だが、既に所定のデューデリジェンス(DD)を経てPFが提供されているため、上述のとおりスポンサー交代に対する金融機関の理解が得られれば、その後の実務に関するハードルはさほど高くない。

一方、①、②では、既存の金融機関と異なる新たな金融機関がPFを提供することも多い。その際は発電設備DDを義務化して技術的な信用を担保したり、IDや許認可に対する法務DDを再度実施するプロセスが必須となる。また、プロジェクトのエクイティ持分の

一部譲渡ではなく、売却によって既存のスポンサーが完全に撤退するケースで、かつプロジェクトに瑕疵がある場合には、売主責任をどこまで求めていくかについても議論になり得る。

#### －DDの役割、位置づけは

佐川 セカンダリ向けのPF提供にあたっては、譲渡時点での技術アドバイザーによる発電設備DDが必須であり、発電量レポートも再度取得してもらうことになる。新スポンサーがDDによる指摘事項を改善することが融資実行の前提条件となる。セカンダリ特有のものとして、譲渡契約関係が適切に結ばれているかといった観点の法務DDに加え、発電所の評価価額の妥当性について金融アドバイザー作成のレポートなども踏まえて確認する。

#### －セカンダリ向け融資は増えているか

佐川 既存のPFが付いている案件に限定すれば、一昨年ほど前から幾つかそうしたセカンダリ案件が開始たと認識している。新生銀行が新たにPFを提供している案件も数件あり、金融機関の中では比較的柔軟に対応できている。セカンダリの案件の中で、最も多く採用されるスキームは②である印象を持っている。

PFのアレンジャーの立場としては、スキーム③におけるスポンサー交代をどのように捉えるかが特に重要な問題と捉えている。100億円超規模の案件の場合、新生銀行単独ではなく他の金融機関と協調しているケースが多いことから、各金融機関が許容できるスキームであるかという観点からも慎重に分析したうえで取組可否を判断している。

#### －売り手・買い手のニーズは

佐川 金融投資家が買い手となりやすい投資商品特性であり、主に外資系企業や金融投資家のような機関投資家による出口戦略として売却されているケースが散見される。買い手の意識としては、ミドルリスク・ミドルリターンの追求があり、エクイティIRR4～5%程度の投資に見合うリターンが得られるかどうか。

近年のFITを巡る制度変更を受けて、投資家の間ではFITそのものに懐疑的な見方が出ているように見受けられ



佐川裕紀統轄次長

る。こうした制度変更リスクを見越しても利益が確保できるかどうか、投資の判断の分かれ目になっている。

#### －セカンダリ市場の課題やリスクは

佐川 新生銀行はPFを提供する立場として、予見可能性の見極めをすることが最も重要なポイントになる。上述のとおり、金融機関としても近年の法制度運用を踏まえ「事後的な追加コストのリスクは起こりうる」マーケットであるとの認識をせざるを得ない状況に変わりつつある。係る状況に対するリスク整理をどのように行っていくのか。もはや、「FITだからリスクが極めて低い」という時代ではなく、資源エネルギー庁の動向を把握し、関係者との対話を通じて、PFを組成するか否かを見極める目が求められている。

また、太陽光発電の主なりリスクは建設時に顕在化するケースが多く、完工済み案件でのリスクは比較的小さいと考えているものの、稼働後に想定外で発生する系統工事などにより一時的に売電できないケースも出ており予断を許さない。

#### －セカンダリ取引は今後拡大するか

佐川 FITの収束に向けて、今後は新規開発案件に限られてくるため、新たに太陽光発電を保有したい事業者は既存案件に投資することから、セカンダリ取引は今後拡大するだろう。一方で、足元の買取価格の水準では、利益を上乗せするのは難しく、プロジェクトを売却して現金化することを目的にせざるを得ない。したがって、基本的には売電価格の高い案件が中心になって流通していくケースが増えると考えている。