

## 【表紙】

【提出書類】	意見表明報告書
【提出先】	関東財務局長
【提出日】	2022年5月13日
【報告者の名称】	日本再生可能エネルギーインフラ投資法人
【報告者の所在地】	東京都港区虎ノ門一丁目2番8号
【最寄りの連絡場所】	東京都港区虎ノ門一丁目2番8号
【電話番号】	03-5510-8886
【事務連絡者氏名】	アールジェイ・インベストメント株式会社 代表取締役社長 藤原 勝
【縦覧に供する場所】	日本再生可能エネルギーインフラ投資法人 (東京都港区虎ノ門一丁目2番8号) 株式会社東京証券取引所 (東京都中央区日本橋兜町2番1号)

- (注1) 本書中の「本投資法人」とは、日本再生可能エネルギーインフラ投資法人をいいます。
- (注2) 本書中の「公開買付者」とは、合同会社アールジェイ7号をいいます。
- (注3) 本書中の記載において計数が四捨五入又は切捨てされている場合、合計として記載される数値は計数の総和と必ずしも一致しません。
- (注4) 本書中の「投信法」とは、投資信託及び投資法人に関する法律(昭和26年法律第198号。その後の改正を含みます。)をいいます。
- (注5) 本書中の「株券等」とは、投資口に係る権利をいいます。
- (注6) 本書の提出に係る公開買付け(以下「本公開買付け」といいます。)は、投信法に基づき日本で設立された投資法人である本投資法人の投資口(以下「本投資法人投資口」といいます。)を買付けの対象としています。本公開買付けは、法で定められた手続及び情報開示基準を遵守して実施されるものです。
- (注7) 本書中の記載において、日数又は日時の記載がある場合は、特段の記載がない限り、日本国における日数又は日時を指すものとします。
- (注8) 本書中の「営業日」とは、行政機関の休日に関する法律(昭和63年法律第91号。その後の改正を含みます。)第1条第1項各号に掲げる日を除いた日をいいます。

## 1【公開買付者の氏名又は名称及び住所又は所在地】

名称 合同会社アールジェイ7号  
所在地 東京都港区虎ノ門一丁目2番8号

## 2【公開買付者が買付け等を行う株券等の種類】

投資口

## 3【当該公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由】

### (1) 本公開買付けに関する意見の内容

本投資法人は、2022年5月12日開催の本投資法人役員会において、下記「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」に記載の根拠及び理由に基づき、本公開買付けに賛同し、かつ、本投資法人投資口を保有する投資主の皆様に対して本公開買付けに応募することを推奨する旨の意見を表明することを決議いたしました。

なお、上記本投資法人役員会議は、下記「(6) 公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」の「本投資法人における利害関係を有しない役員全員の承認」に記載の方法により決議されております。

### (2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由

本公開買付けに関する意見の根拠及び理由のうち、公開買付者に関する記載については、公開買付者から受けた説明に基づいております。

#### 本公開買付けの概要

公開買付者は、クリーンエネルギーによる発電を営む発電事業、クリーンエネルギーを利用した発電システムの研究、企画、製造及び販売並びにクリーンエネルギーの開発・利用に関するコンサルティング業務を営むことを目的として2021年4月23日に設立された合同会社であり、2022年4月8日に事業目的として有価証券の取得、保有及び処分を追加いたしました。本書提出日現在において、公開買付者は本公開買付けの実施以外の事業を行っておりません。合同会社R Jキャピタル（以下「R Jキャピタル」といいます。）が、公開買付者の持分の全てを保有しており、また、リニューアブル・ジャパン株式会社（以下「リニューアブル・ジャパン」といいます。）が、R Jキャピタルの出資持分の全てを保有しているとのことです（以下公開買付者、R Jキャピタル及びリニューアブル・ジャパンを「公開買付者ら」と総称します。）。公開買付者及びR Jキャピタルは、本書提出日現在、株式会社東京証券取引所（以下「東京証券取引所」といいます。）インフラファンド市場に上場している本投資法人投資口を所有していないとのことです。公開買付者の親会社であるR Jキャピタルの全ての持分を保有しているリニューアブル・ジャパンは、本書提出日現在、本投資法人投資口3,060口（所有割合（注1）：1.53%）を所有しているとのことです。この度、公開買付者は、2022年5月12日、本投資法人の発行済投資口の全てを取得し、本投資法人を非公開化することを目的とする取引（以下「本取引」といいます。）の一環として、本公開買付けを実施することを決定したとのことです。

（注1） 「所有割合」とは、本投資法人が2022年4月28日に提出した第10期有価証券報告書（以下「本投資法人有価証券報告書」といいます。）に記載された2022年1月31日現在の発行済投資口の総口数（200,598口）に占める割合（小数点以下第三位を四捨五入しております。）をいいます。なお、本投資法人は本書提出日現在において自己投資口を所有していないため、所有割合の計算においては、発行済投資口の総口数（200,598口）に占める割合を記載しております。以下、所有割合の記載について他の取扱いを定めません限り同じです。

公開買付者は、本公開買付けにおいて、買付予定数の下限を133,732口（所有割合：66.67%）と設定しており、本公開買付けに応募された本投資法人投資口（以下「応募株券等」といいます。）の総数が買付予定数の下限に満たない場合には、応募株券等の全ての買付け等を行わないとのことです。これは、公開買付者は、本取引において、本投資法人の非公開化を目的としているところ、下記「(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針（いわゆる二段階買収に関する事項）」に記載の本投資法人の非公開化のために必要な投信法第81条の2に基づく本投資法人投資口の併合（以下「本投資口併合」といいます。）の手続を実施する際には、投信法第93条の2第2項に規定する投資主総会における出席投資主の議決権の3分の2以上に当たる多数の賛同が要件とされているため、本取引を着実に遂行すべく、本公開買付けが成立した場合に公開買付者が単独で当該要件を満たすことができるようにすることを意図したものととのことです。そのため、買付予定数の下限（133,732口）は、本公開買付けが成立した場合に公開買付者が所有する本投資法人の議決権数の合計が、総投資主の発行済投資口の総口数に係る議決権の数（本投資法人有価証券報告書に記載された2022年1月31日現在の発行済投資口の総口数（200,598口）に係る議決権数である200,598個）の3分の2以上となるよう設定しているとのことです。なお、本公開買付けにおいて、公開買付者は、リニューアブル・ジャパンよりその所有する本投資法人投資口3,060口（所有割合：1.53%）の全てについて2022年5月12日に書面により本公開買付けに応募する旨の表明を受けてい

るとのことです。なお、公開買付者は、リニューアブル・ジャパンとの間で、リニューアブル・ジャパンが本公開買付けに応募することについての応募契約等の締結は行っていないとのことです。

一方、公開買付者は、本公開買付けにおいて、本投資法人を非公開化することを目的とし、本投資法人の発行済投資口の全てを取得することとしているため、買付予定数の上限を設定しておらず、応募株券等の総数が買付予定数の下限以上の場合、応募株券等の全ての買付け等を行うとのことです。

公開買付者は、本公開買付けが成立したものの、本公開買付けにより、公開買付者が本投資法人の発行済投資口の全てを取得できなかった場合には、下記「(5)本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)」に記載のとおり、本投資法人の投資主を公開買付者のみとして、本投資法人を非公開化するための一連の手続を実施することを予定しているとのことです。

本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針

(ア) 公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程

公開買付者の親会社であるリニューアブル・ジャパンは、リニューアブル・ジャパンの代表取締役社長である眞邊勝仁氏が、2011年3月11日に発生した東日本大震災の際に被災地を訪れ、太陽光で稼働する浄水設備を届けたことをきっかけに、2012年1月に創業した会社であり、「持続可能なエネルギーを届け、生き生きと暮らせる未来を実現します」というビジョンの下、これを実現するために以下の3つのミッションを掲げて事業を行っているとのことです。

- ( ) クオリティの高い再生可能エネルギー発電所をつくり、安全に運営します
- ( ) 金融のノウハウを活かし、再生可能エネルギーをひろげます
- ( ) 再生可能エネルギーで地域社会を元気にします

リニューアブル・ジャパンは、設立以来、一貫して地域に密着した再生可能エネルギー事業に取り組み、2021年12月22日に本邦初(注2)のグリーンIPO(注3)として、東京証券取引所マザーズ市場(現グロース市場)に上場したとのことです。

(注2) 2021年12月20日付で本邦関連の資本市場に関するニュース報道及びデータベース提供を行う株式会社キャピタル・アイによって、本邦初のグリーンIPOとして、同社のウェブ媒体により報道されたとのことです。詳細については、以下のURLからご参照ください。

「リニューアブル・ジャパン<9522>:設計から電力小売まで、初のグリーンIPO」<http://c-eye.co.jp/eq/review-eq/60220>

(注3) 「グリーンIPO」とは、IPOにあたって発行会社が策定した( )調達資金の使途、( )資金を使用するプロジェクトの評価及び選定に係るプロセス、( )調達資金の管理方法、並びに( )調達資金の使途についての報告内容及び方法(レポートング)についてのフレームワークが、グリーンボンド発行に関する自主的ガイドラインとして国際資本市場協会が発行するグリーンボンド原則の趣旨に準じるものかどうかについて、第三者機関より認証を得て行われたIPOをいうとのことです。リニューアブル・ジャパンは、IPOにあたって策定した「株式会社リニューアブル・ジャパン グリーンIPO・フレームワーク」につき、株式会社格付投資情報センター(以下「R&I」といいます。)及び第三者機関として認証サービスを提供するDNV ビジネス・アシュアランス・ジャパン株式会社より、グリーンボンド原則の趣旨に準じたものである旨のセカンドパーティオピニオンを取得したとのことです。

リニューアブル・ジャパングループ(本書提出日現在において、リニューアブル・ジャパン並びに公開買付者を含むその子会社21社及び関連会社2社により構成される企業集団をいいます。以下同じです。)は、本書提出日現在において、再生可能エネルギー事業の単一セグメントにより事業を行っているとのことです。リニューアブル・ジャパングループは、「再生可能エネルギーのコングロマリット(注4)」を目指し、太陽光発電所を中心とする再生可能エネルギー発電所の開発、EPC(注5)、資金調達・案件売却、アセットマネジメント(注6)(以下「AM」といいます。)、オペレーション&メンテナンス(注7)(以下「O&M」といいます。)、及び発電・電力小売までの再生可能エネルギーに関する事業全般を提供しているとのことです。

(注4) 「コングロマリット」とは、異なる事業活動に従事する2つ以上の企業が1つの企業グループの中に統合されている企業集団の形態をいいます。

(注5) 「EPC」とは、Engineering, Procurement and Constructionの略称であり、設計・調達・建設を示し、太陽光発電所等の開発に際して、設計・調達・建設という3つの工程を一括して請負うことをいいます。

(注6) 「アセットマネジメント」とは、再生可能エネルギー発電所の事業計画の策定及び実行に関する判断及び代行、契約締結の支援及び契約に基づく権利行使並びに義務履行についての判断及び代行、事業又は発電所の価値に重大な影響を及ぼす事項に関する判断及び代行、プロジェクト関係

者に対する監督・指示・情報提供、事業収支管理、レポート作成、その他事務手続等を行うことをいいます。

(注7) 「オペレーション&メンテナンス」とは、発電所の運転管理及びメンテナンス(維持管理)業務で、運転状況の監視や発電所の巡視・日常点検、不具合対応、稼働実績及び点検・保守・修理実績の報告、草刈り、保安規定に定める点検その他保安管理業務、法令等で定められた申請・報告等並びに事故発生時の緊急対応・関係者への連絡等を行うことをいいます。

リニューアブル・ジャパングループは、再生可能エネルギー発電所を開発し、リニューアブル・ジャパングループが保有して発電事業による再生可能エネルギーの固定価格買取制度(以下「FIT制度」といいます。)に基づく売電収入を得るとともに、リニューアブル・ジャパンがメインスポンサー、東急不動産株式会社(以下「東急不動産」といいます。)が共同スポンサーを務める上場インフラファンドである本投資法人やリニューアブル・ジャパンが投資家を募り組成する私募ファンド(以下「私募ファンド」といいます。)に再生可能エネルギー発電所を売却することにより売却収入を獲得し、また、売却した再生可能エネルギー発電所に、本投資法人や私募ファンドからAMに係る業務(以下「AM業務」といいます。)及びO&Mに係る業務(以下「O&M業務」といいます。)を受託する「循環型再投資モデル」(注8)を構築しているとのことです。リニューアブル・ジャパンは、「循環型再投資モデル」を構築することで、開発報酬、EPC報酬及び発電所売却収入といった取引の都度発生する収益(以下「フロー型収益」といいます。)と、FIT制度に基づく売電収入、AM業務に係る報酬及びO&M業務に係る報酬といった継続的な収益(以下「ストック型収益」といいます。)という2つの収益構造を実現し、収益性と安定性を両立させながら、事業展開を図ってきたとのことです。

(注8) 「循環型再投資モデル」とは、開発又は取得した再生可能エネルギー発電所を、自社で保有し売電収入を得るだけでなく、本投資法人や私募ファンドに売却し、その売却収入を開発・投資資金として活用することで新たな開発を行うとともに、再生可能エネルギー発電所を購入した本投資法人や私募ファンドからAM業務及びO&M業務を受託し報酬を得ることで、安定的な収益を確保するビジネスモデルをいいます。

リニューアブル・ジャパングループは、( )地域、( )技術、( )金融の3つを強みとして、再生可能エネルギー発電所の開発・運営に関する全ての工程を手掛けているとのことです。( )地域の観点からは、2021年12月末現在、全国27か所に地域拠点を持っており、太陽光発電所を中心に、水力発電所、風力発電所(開発中)を含め、累計147件、773.9MWの開発/物件取得実績を有するとともに、全国の地域拠点を活用し、全国の幅広い地域での開発とO&Mを可能とすることを企図しているとのことです。( )技術の観点からは、リニューアブル・ジャパンは総合建設業者と同様に特定建設業の許可を受けており、これを活かした自社EPCの展開及びO&Mの際の自社による修繕工事を可能にしているとのことです。このようなリニューアブル・ジャパンの技術力と再生可能エネルギー発電所の開発・運営に関する全ての工程を手掛ける体制により、様々なニーズにワンストップにて対応し、内製化によるコスト低減を図っているとのことです。( )金融の観点からは、2017年8月の最初の発行から2022年1月末までにプロジェクト・ボンド発行累計額902.5億円(うち、786.8億円はグリーン格付(注9)を取得したグリーンボンド)、同期間の発行累計額シェア1位(注10)となるプロジェクト・ボンドの発行実績を有しているとのことです。

(注9) 「グリーン格付」とは、R&Iが付与するR&Iグリーンボンドアセスメント格付を指します。R&Iグリーンボンドアセスメント格付は、地球温暖化をはじめとした環境問題の解決に役立つ事業に用いる資金を調達するために発行される債券等を指すグリーンボンドに対して、グリーンボンドで調達された資金が、環境問題の解決に資する事業に投資される程度に対するR&Iの意見であり、グリーンボンドの資金用途の対象事業の選定方法や調達資金の管理方法等を評価基準とし、当該基準の範囲内でR&Iが評価を行い、その結果を比較可能な符号で表すことを意図したものです。

(注10) 日本証券業協会が2006年4月以降、毎月調査・集計を行い、公表している「証券化市場の動向調査」より、2017年8月から2022年1月までの間に発行されたプロジェクト・ボンドについて、リニューアブル・ジャパンが集計した結果とのことです。

今後も、リニューアブル・ジャパングループは、これらの強みを活かしながら、事業拡大を進めていくとのことです。特に、ストック型収益が期待されるIPP事業（売電事業）及びO&M事業等の拡大、並びに太陽光発電以外の電源への取り組みによる電源多様化により、長期的に持続可能な成長の実現を目指し、事業上の課題に取り組んでいくとのことです。

一方で、この先、リニューアブル・ジャパングループは、リニューアブル・ジャパングループを取り巻く、最も大きな事業環境の変化として、FIT制度から、FIP制度・Non-FITへの移行があると考えているとのことです。FIT制度は、低水準にあった日本のエネルギー自給率の向上及び温室効果ガスの削減を主たる目的として、「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」に基づき2012年7月より始まったとのことです。FIT制度は、送配電事業者が、太陽光発電等再生可能エネルギー電源で発電した電気を、国が定める期間、固定価格で買い取ることを義務付ける制度とのことです。FIT制度は、電源の種類によって異なるものの15年又は20年の有期ではありますが、その期間中は固定された買取価格による安定した収益が得られるため、主に太陽光発電所を中心に拡大した一方で、FIT制度に基づく再生可能エネルギーによる発電の普及が進むにつれ電力の買取りが増加し、国民負担となる再生可能エネルギー発電促進賦課金（再エネ賦課金）も増加したとのことです。そこで、2022年4月1日より施行されている「強靱かつ持続可能な電気供給体制の確立を図るための電気事業法等の一部を改正する法律」では、FIT制度に加え、新たに市場価格にプレミアムを上乘せして交付する制度であるFIP制度が創設されているとのことです。FIP制度は、再生可能エネルギーのFIT制度からの自立化、卸電力取引市場への統合、国民負担の抑制を図ることを主たる目的としているとのことです。また、リニューアブル・ジャパングループは、このような助成制度を利用しない「Non-FIT」による再生可能エネルギー（FIT制度に依存しない再生可能エネルギー）の普及も期待されているものと考えております。Non-FIT売電事業では、発電事業者は電力小売業者を通じて卸電力取引市場において電力の市場価格での売却が可能であり、加えてコーポレートPPA（Power Purchase Agreement（電力販売契約））と呼ばれる発電事業者と電力購入者の相対取引により、電力買取価格や契約期間を双方の合意で事前に決めることも可能となるとのことです。FIP制度を利用した売電事業、及びNon-FIT売電事業は、いずれも市場取引を前提としたビジネスモデルとのことです。

リニューアブル・ジャパングループは、このような環境変化に対応するため、Non-FIT電源の普及・拡大に向け、様々な取り組みを行っているとのことです。例えば、東京ガス株式会社との間で「非FIT太陽光発電所の電力購入契約」を締結するとともに、株式会社エコスタイルとの間で「業務連携協定書」を締結しているとのことです。EPC事業者である株式会社エコスタイルが開発する太陽光発電所をリニューアブル・ジャパングループが取得し、発電した電力を小売電気事業者である東京ガス株式会社へ販売する取り組みを進めているとのことです。

一方、本投資法人は、投信法に基づき、リニューアブル・ジャパングループの子会社であるアールジェイ・インベストメント株式会社（以下「本資産運用会社」といいます。）を設立企画人として、2016年8月2日に設立された投資法人（インフラファンド）であり、2016年9月26日に関東財務局への登録が完了（登録番号 関東財務局長 第123号）し、2017年3月29日に東京証券取引所インフラファンド市場（銘柄コード9283）に上場いたしました。

本投資法人は、その運用資産を、発電事業者でありリニューアブル・ジャパングループの会計上の連結子会社である日本再生可能エネルギーオペレーター合同会社（以下「オペレーターSPC」といいます。）に賃貸し、オペレーターSPCから基本賃料と変動賃料を収受する賃貸スキーム（以下「本賃貸スキーム」といいます。）を採用しております。本賃貸スキームにおいては、本投資法人がオペレーターSPCから収受する基本賃料は固定賃料であるため、天候不順の影響により発電量が減少した場合でも、安定した収入を得ることが企図されています。なお、オペレーターSPCは、本投資法人が保有する再生可能エネルギー発電設備等の発電事業者であり、また、リニューアブル・ジャパングループは、オペレーターSPCに対して匿名組合出資を行うとともにオペレーターSPCからそのオペレーター（運用資産の運営に関する事項を主導的に決定する者として東京証券取引所の有価証券上場規程及び同施行規則に定める者をいいます。以下同じです。）としての業務を受託しております。

なお、リニューアブル・ジャパングループは、2016年8月2日の本投資法人の設立に際して発行された投資口1,500口の全てを1口当たり100,000円で取得し（当時の所有割合：100.00%。なお、本段落における「当時の所有割合」とは各時点における本投資法人の発行済投資口の総口数に対する所有口数の割合をいい、小数点以下第三位を四捨五入しております。）、その後、2017年3月28日に本投資法人が公募により発行した新投資口（新発行投資口数39,140口）のうち560口を1口当たり93,000円で取得し、公開買付者の所有投資口数は2,060口（当時の所有割合：5.07%）となり、2021年2月1日に本投資法人が公募により発行した新投資口（新発行投資口数40,572口）のうち1,000口を1口当たり101,497円で取得し、公開買付者の所有投資口数は3,060口となり（当時の所有割合：1.54%）、本書提出日現在、本投資法人の発行済投資口の総口数200,598口のうち、3,060口（所有割合：1.53%）を所有しているとのことです。

本投資法人は、リニューアブル・ジャパングループが培った、再生可能エネルギーに特化した会社としての再生可能エネルギー発電所の開発に係る立地等の情報収集や情報分析のノウハウ、再生可能エネルギー発電所の企画や建設等のノウハウ、再生可能エネルギー発電所の開発、EPC及び運営のための資金調達の金融ノウハウ

う、再生可能エネルギー発電所のO&Mのノウハウといった各種ノウハウを享受しつつ、これに本資産運用会社のインフラ資産運用のノウハウを付加することで、本投資法人が保有する再生可能エネルギー発電設備等のコスト面での有効活用を図ることによって、中長期的な成長を実現すべく、リニューアブル・ジャパングループとの間で、広範かつ密接な関係を構築しております。

具体的には、上記の本資産運用会社やオペレーターSPCとの取引に加え、本投資法人は、本投資法人のメインスポンサーであるリニューアブル・ジャパンから付与された優先的売買交渉権及び商業運転開始後の太陽光発電所のセカンダリーマーケットからの情報を活用することにより、資産規模の拡大を実現してきました。また、本投資法人は、保有する全ての発電設備のO&M業務をリニューアブル・ジャパンに委託しており、リニューアブル・ジャパンは、自社で保有する発電設備の運転管理及び修繕並びに本投資法人以外から受託するO&M業務を通じて培った発電設備の運転管理及び修繕のノウハウに基づいて、本投資法人の保有発電設備の運転管理及び本投資法人とリニューアブル・ジャパンの間で2017年1月20日付で締結した長期修繕計画策定業務委託契約に基づく長期修繕計画（以下「長期修繕計画」といいます。）を費用便益が最大となるように策定し、長期修繕計画に沿って、計画的な資本的支出を実施することにより、保有資産の資産価値及び収益性の維持を図っております。これらのリニューアブル・ジャパンとの連携による再生可能エネルギー発電設備の持続的かつ円滑な発電事業により、本投資法人は、本書提出日現在において上場インフラファンドの中で最多となる55物件のポートフォリオを有するに至り、R&Iによる格付A-という高格付けを得ているなど、高いクオリティの投資ポートフォリオを実現しております。

しかしながら、リニューアブル・ジャパンは、リニューアブル・ジャパン及び本投資法人が置かれている事業環境に目を向けると、政策や制度変更等による外部環境の変化が大きくなってきているものと考えているとのことです。

具体的には、リニューアブル・ジャパンは、2021年10月に資源エネルギー庁から公表された「第6次エネルギー基本計画」では、2030年度の総発電量のうち、再生可能エネルギーの比率を現行の22%～24%から36%～38%に引き上げることが示され、2050年には50%まで引き上げることが目指されており、再生可能エネルギー導入に対する政府の支援姿勢は継続していると考えているとのことです。このように、リニューアブル・ジャパンは、太陽光発電を始めとした再生可能エネルギー発電所の導入目標が拡大され、2018年7月に資源エネルギー庁から公表された「第5次エネルギー基本計画」の時点よりも脱炭素化のスピードが加速していると考えているとのことです。これは本投資法人にとって大きな事業機会でもある一方で、これをきっかけに、「エネルギー供給事業者による非化石エネルギー源の利用及び化石エネルギー原料の有効な利用の促進に関する法律」の対象となる事業者による再生可能エネルギー電源の利用目標の充足を含む、多種多様な目的を持った事業者による、再生可能エネルギー発電に係るビジネスへの参入が拡大していると考えているとのことです。リニューアブル・ジャパンは、再生可能エネルギー電源の確保を可能な限り早期に推進したい事業者にとって、稼働済み太陽光発電所の買収は、最も採りやすい選択肢であると考えております。稼働済み太陽光発電所の買収は、発電量の予測が気象庁の発表している一般に公開されたデータを利用して行い得ること、可動部分が少ないことで故障する箇所が限定的であり保守点検の見積もりが容易であること、土木・建築的な観点での技術的難度が比較的軽く解析が容易であること等がデュー・ディリジェンスを容易にしている他、現時点において取得可能と考えられる稼働済み太陽光発電所の多さもあり、自社で新たに開発を行うよりもリスクが低い選択肢になっているとリニューアブル・ジャパンは考えているとのことです。この結果、リニューアブル・ジャパンとしては、太陽光発電所、特にFIT制度に依拠する稼働済み太陽光発電所の取得のための競争は激化の一途をたどり、取得価格の相場は上昇を続けていると考えているとのことです。さらに、本投資法人は、そのポートフォリオ構築方針において、保有資産全体における出力抑制（注11）の制限がない発電所（以下「出力抑制無制限発電所」といいます。）の割合（パネル出力容量ベース）の上限を30%を目途とする基本方針を採用しているところ、本書提出日現在において本投資法人が保有する出力抑制無制限発電所の割合（パネル出力容量ベース）はポートフォリオ全体の18%であるため、出力抑制無制限発電所の追加取得余地はポートフォリオ全体の12%に留まり、出力抑制に制限がある発電所の追加取得余地と比較して少なく、一方で、出力抑制に制限がある稼働済み太陽光発電所は、電力需要といった事前に予測できない事情により出力抑制が行われないため、売電量の変動性が少ないがゆえに投資需要が多く、売買価格が高騰する傾向にあるため、リニューアブル・ジャパンは、本投資法人にとって、取得検討の対象になる発電所の範囲は非常に狭くなっているのが実情であると考えているとのことです。また、本投資法人において、ポートフォリオ構築方針を変更し、出力抑制無制限発電所の取得の上限を変更又は撤廃することも考えられますが、出力抑制無制限発電所は出力抑制による賃料収入減少の影響を受け、本投資法人の収入が減少することにつながるため、リニューアブル・ジャパンとしては、現状の出力抑制無制限発電所の割合を30%としているポートフォリオ構築方針の下で本投資法人の投資口の保有を行っている投資主の皆様のご理解を得ることは容易ではなく、本投資法人投資口の市場価格にも影響を与える可能性があると考えているとのことです。リニューアブル・ジャパンはスポンサーとして、本投資法人の発電所取得機会の拡大を支援する役目を担っており、リニューアブル・ジャパングループにおいて毎年発電所を取得又は開発し、商業運転を開始しているとのことです。発電所の売買価格の上昇により、リニューアブル・ジャパングループが取得又は確保した発電所を本投資法人に紹介したとしても、本投資法人は配当性向維持の観点か

ら当該発電所の取得を検討できない事態が続いており、リニューアブル・ジャパンとしては、今後も同様の事態が継続することを懸念しているとのことです。実際に、リニューアブル・ジャパングループは、2021年2月から2022年4月までの間に発電容量で約65MWの高圧及び特別高圧の太陽光発電所を取得又は商業運転開始を実現しておりますが、リニューアブル・ジャパングループと本投資法人との間で発電所の売却に関する契約締結等の合意に至った案件はありませんでした。また、本投資法人は、2021年2月に太陽光発電所を購入して以降、本書提出日現在に至るまで、リニューアブル・ジャパングループ又はその他の第三者から新たな太陽光発電所の取得を実現できていないとのことです。

(注11) 「出力抑制」とは、電力会社が、電力の需給のバランスをとるため、太陽光発電設備等の電力系統への接続を制限することを指します。

また、本投資法人は、上記のとおり、リニューアブル・ジャパングループのオペレーターSPCとの間で、本賃貸スキームを採用していますが、リニューアブル・ジャパンとしては、FIT制度に基づく売電から今後のFIP制度・Non-FIT売電への移行は、売電事業者であるオペレーターSPCを含むリニューアブル・ジャパングループ及び売電事業者に対して再生可能エネルギー発電設備を賃貸する本投資法人の両者にとって、変化を強いることとなるとのことです。FIT制度は、「計画値同時同量制度」(注12)における特例制度であり、電力系統における需要と供給を常に同時同量とするための発電量の調整に関し、発電事業者は費用や義務を負担する必要がありませんでした。また、電力購入者のニーズや競争によって価格が決まる電力市場からは切り離された制度であり、再生可能エネルギー発電事業者は、FIT制度の下では、出力抑制が実施されない限りは発電した電力の全てを売電することが可能であるため、電気の需要と供給のバランスによって価格形成がなされる電力市場の価格動向を意識して発電量を積極的に調整する必要はなかったとのことです。一方で、リニューアブル・ジャパンは、FIP制度においては、計画値同時同量制度の下で、発電事業者は卸電力取引市場での売電取引が求められるため、時間の経過とともに売電価格が変動する中で適時適切に市場取引を実施できるノウハウ並びに人員及びITシステムの体制の整備、市場における売電価格変動リスクを管理することができるリスク・マネジメントの組織、人員及びITシステムの整備とともに資本の健全性を確保できる体制が必要となると考えているとのことです。また、リニューアブル・ジャパンとしては、取引内容次第ではFIT制度に代わる選択肢になり得るコーポレートPPAにおいては、FIT制度のように中長期に亘り安定的な売電収益を獲得するためには、コーポレートPPAの契約期間にわたる与信に耐え得る信用力の高い電力購入者が、発電事業者の収益計画を成立し得る水準の電力価格で、15年から20年といったFIT制度の期間に匹敵する期間の電力買取契約締結に同意することが必要となり、売電事業者であるリニューアブル・ジャパングループ及び売電事業者に対して再生可能エネルギー発電設備を賃貸する本投資法人の両者にとって現時点では実現の難易度が高い取引になっていると考えているとのことです。リニューアブル・ジャパンとしては、このようなコーポレートPPAを可能とする条件等が充足されない限り、発電事業者はコーポレートPPAではなく、卸電力取引市場への参入とリスク負担を検討せざるを得ず、自己の経営基盤、即ち信用力の安定化、卸電力市場取引に耐え得るシステムや人員体制の構築などより広範な事業運営能力が求められるようになると考えているとのことです。このように、リニューアブル・ジャパンは、FIP制度・Non-FITへの移行により、売電事業者であるリニューアブル・ジャパングループ及び売電事業者に対して再生可能エネルギー発電設備を賃貸する本投資法人の両者にとってビジネスモデルの見直しが求められるようになると考えているとのことです。

(注12) 「計画値同時同量制度」とは、電気事業法(昭和39年法律第170号。その後の改正を含みます。)に基づき2016年4月1日に施行された電力全面自由化により導入された制度で、電力系統における需要と供給を常に同時同量とすることを電力小売事業者に義務付ける制度をいいます。

さらに、リニューアブル・ジャパンとしては、2022年4月に入ってから出力抑制の実施地域(注13)が拡大していることも本投資法人を取り巻く環境変化の一つと考えているとのことです。具体的には、2021年7月30日付で特定非営利法人環境エネルギー政策研究所が発表した「九州電力の太陽光発電に対する出力抑制に関する事業者アンケート結果と提言(速報)」によれば、2018年10月に九州電力管内で出力抑制の実施が開始され、その後、出力抑制率(注14)は2019年度で8.6%、2020年度で9.7%、2021年度で14.0%と九州電力管内において毎年増加をしておりましたが、2022年4月には四国電力管内、東北電力管内及び中国電力管内で出力抑制が開始され、同年5月には北海道電力管内でも出力抑制が開始されており、売電事業者にとって、売電における逸失利益の増加が発生しているとのことです。また、中部電力パワーグリッド株式会社が2022年3月31日付のプレスリリース「中部エリアにおける再生可能エネルギーの導入拡大に伴う対応について」にて、これまでのバイオマス発電に加えて、太陽光発電・風力発電についても、「翌日」「翌々日」「3日後」の出力抑制の実施可能性の告知を開始する旨を発表しており、リニューアブル・ジャパンとしては、中部地区においても出力抑制が実施される可能性がさらに高まったと考えているとのことです。2022年3月14日付で資源エネルギー庁が公表した「再エネ出力制御の長期見通しについて」によれば、2030年にお

ける出力抑制率は、北海道は49.3%、東北地方は41.6%、九州地方は34%、中国地方は28.6%となっており、九州地方でもさらに出力抑制率が上昇する上に、東北地方の出力抑制率は九州地方を上回る可能性があるとの試算で、リニューアブル・ジャパンとしては、出力抑制によるオペレーターSPCの売電損失（発電を行ったものの、出力抑制によって売電ができない電力量）は今後更に増加すると考えざるを得ないと考えているとのことです。本投資法人の保有する太陽光発電所において、2022年3月までは出力抑制を受ける発電所は、九州地方の8か所（パネル出力容量ベースで本投資法人の保有する太陽光発電所全体の18%）でしたが、2022年4月以降は東北地方、四国地方、中国地方及び北海道地方を含む32か所（パネル出力容量ベースで本投資法人の保有する太陽光発電所全体の65%）に拡大し、更に今後中部地方においても出力抑制が実施される場合には、55か所中45か所（パネル出力容量ベースで本投資法人の保有する太陽光発電所全体の80%）が出力抑制の影響を受けることになり、リニューアブル・ジャパンとしては、オペレーターSPCの売電損失は更に増加するものと考えているとのことです。その結果、本投資法人による再生可能エネルギー発電設備等の賃貸を開始した2017年3月29日時点と比して、基本賃料算定の基準となる予想発電量を下回る発電所が増加し、予想発電量を上回った場合に発生する変動賃料の発生は益々期待しにくい状況に変貌していると、リニューアブル・ジャパンとしては考えているとのことです。

(注13) 「出力抑制の実施地域」とは、出力抑制が実施される一般送配電事業者の供給区域を意味し、本書提出日現在において、九州電力送配電株式会社の九州地区、中国電力ネットワーク株式会社の中国地区、四国電力送配電株式会社の四国地区、東北電力ネットワーク株式会社の東北地区及び北海道電力ネットワーク株式会社の北海道地区を指します。

(注14) 「出力抑制率」とは、1年間における発電量に対する出力抑制がなされた電力量の割合をいいます。

また、リニューアブル・ジャパンとしては、今後、上記の出力抑制の実施地域の拡大による売電損失の増加が見込まれることに加え、2019年末以降、積雪量が増加したと考えており、積雪量の増加による発電量の減少も懸念しているとのことです。リニューアブル・ジャパンでは、発電量予測において予想発電量に積雪に伴う損失係数を考慮するなどの対策を実施しておりましたが、それに加え、2021年春以降は、O&M業務において、積雪への対応を進めてきたとのことです。具体的には、O&M業務を行うリニューアブル・ジャパンによる太陽光発電所の監視や巡視において、積雪の状況把握と天候予測を踏まえて機動的かつ効率的に除雪を実施できる体制づくりとして、機動的な除雪対策を可能にするための除雪対策機材の購入・整備、除雪作業のための社外業務委託先等の追加人員確保等を実施しているとのことです。本投資法人の保有する発電所においても、北海道地域（本投資法人の保有する太陽光発電所55か所中10か所、パネル出力容量ベースで本投資法人の保有する太陽光発電所全体の15%）及び東北地域（本投資法人の保有する太陽光発電所55か所中12か所、パネル出力容量ベースで本投資法人の保有する太陽光発電所全体の28%）で、2021年度冬季及び2022年度冬季に連続して除雪作業の実施が必要となり、O&M業務を行うリニューアブル・ジャパンにおいて、除雪作業の実施に伴う資本的支出や費用の増加が発生しましたが、本賃貸スキームにおいては、リニューアブル・ジャパンがO&M業務を提供する他の太陽光発電所と比較して、太陽光発電所の保有者である本投資法人が負担する除雪作業の実施のための予算が少なく、更に予算超過の場合の費用の請求のための規定がO&M業務に係る契約において存在していないため、除雪作業の実施が増加するにつれてリニューアブル・ジャパンの負担が増加する構造となっているとのことです。その一方で、除雪作業を実施しない場合には発電量が減少することで、オペレーターSPCの売電量が減少し、オペレーターSPCに対して匿名組合出資を行うリニューアブル・ジャパンの利益は減少することとなるとのことです。

これらのように、本投資法人の収益を支える売電事業者であるオペレーターSPC及びオペレーターSPCに対して匿名組合出資を行うリニューアブル・ジャパンにとって、環境変化によって、新たなビジネスモデルの確立を迫られる状況にある中で、現時点において、本投資法人とオペレーターSPCとの本賃貸スキームにおいては、総予想発電量（P75）（注15）又は総予想発電量（P90）（注16）に基づく賃料保証（固定賃料）を設定したり、賃料保証（固定賃料）に出力抑制の実績を反映することとしている上場インフラファンドと比較し、より高い総予想発電量（P50）（注17）に基づく賃料保証（固定賃料）を負担していることから、リニューアブル・ジャパンは、このままではいわゆる「逆ザヤ」が恒常的に続くリスクに晒されることになりかねない状況にあると考えているとのことです。また、リニューアブル・ジャパンとしては、オペレーターSPCが本投資法人に固定賃料を支払う条件下では、本投資法人は発電設備のオーナーとして運営管理あるいは修繕・更新・改良等に必要な費用を支払うインセンティブは低く、むしろそれらの費用を低減するインセンティブがより高くなる構造であると考えているとのことです。具体的には、発電設備の修繕・改善工事等が必要な都度、オペレーターSPC及びオペレーターSPCからオペレーターとしての業務を受託しているリニューアブル・ジャパンは、自社保有設備のケースとは異なり、本投資法人（本投資法人の利益を最大化する義務を有する資産運用会社）と費用の確認や交渉、あるいは本投資法人と保険会社との間の保険金支払いに関する合意内容の確認に時間を要することになり、その結果売電設備の修繕・改善工事等が遅れ、工事完了後稼働するまでの設備停止に係る売電逸失利益をオペレーターSPCが負担するおそれがあるという構造



になっているとのことです。なお、かかる設備停止に係る売電逸失利益については、リニューアブル・ジャパンがリニューアブル・ジャパングループに対して付保している利益損失保険（注18）の保険金を充当することは可能とのことですが、保険請求をした場合は次回保険契約の更新時には保険料が上昇するとのことです。実際に、リニューアブル・ジャパンが、2022年2月1日に利益損失保険の契約を更新した際には、前年の利益損失保険の保険金請求が影響し、保険会社から取得した保険料見積額が前年比約180%の増額になったとのことです。リニューアブル・ジャパンとしては、太陽光発電所に関連する損害保険は保険料上昇又は免責金額拡大が続いていると考えており、売電逸失利益を利益損失保険による保険金により賄うという選択肢は、保険金請求後の保険料の上昇等の保険条件の悪化により次年度以降のオペレーターSPCの利益が減少することとなることから、設備停止に係る売電逸失利益自体を減少させることが必要であると考えているとのことです。また、リニューアブル・ジャパンとしては、太陽光発電に限定しても多くの新技術が生まれており、さらなる技術イノベーションの内容を検討し、発電事業収益拡大に資するものであれば柔軟かつ迅速に適用する必要があるとのことですが、それについても本投資法人においては追加投資を行うインセンティブは相対的に低く、その結果オペレーターSPCが「逆ザヤ」を解消する機会を逸する可能性があると考えているとのことです。リニューアブル・ジャパンはオペレーターSPCに対して匿名組合出資を行い、オペレーターSPCにおける損失を負担する仕組みとなっているため、リニューアブル・ジャパンとしては、リニューアブル・ジャパンの株主に対する責任を果たすためには、そのような状態を継続することはできず、その結果、本投資法人に安定した賃料を従来通り支払うことは、今後さらに困難になることが想定され、本投資法人との本賃貸スキームを大きく見直さざるを得ない時期に差し掛かっていると考えているとのことです。

- (注15) 「総予想発電量（P75）」とは、本投資法人による再生可能エネルギー発電設備等の取得に際して、第三者より取得された発電量シミュレーション及び再生可能エネルギー発電設備等の技術評価において、75%の確率で達成が可能であると見込まれた発電量をいいます。
- (注16) 「総予想発電量（P90）」とは、本投資法人による再生可能エネルギー発電設備等の取得に際して、第三者より取得された発電量シミュレーション及び再生可能エネルギー発電設備等の技術評価において、90%の確率で達成が可能であると見込まれた発電量をいいます。
- (注17) 「総予想発電量（P50）」とは、本投資法人による再生可能エネルギー発電設備等の取得に際して、第三者より取得された発電量シミュレーション及び再生可能エネルギー発電設備等の技術評価において、50%の確率で達成が可能であると見込まれた発電量をいいます。
- (注18) 「利益損失保険」とは、自然災害や不測かつ突発的な事故等により発電事業者が発電できない場合に売電逸失利益を補償する損害保険をいいます。

以上の状況に鑑みると、リニューアブル・ジャパンとしては、投資主への継続的・安定的な配当が求められる上場インフラファンドにおいて、オペレーターSPC及びオペレーターSPCに対して匿名組合出資を行うリニューアブル・ジャパンにおける「逆ザヤ」のリスクを減少させるために、本投資法人とオペレーターSPCとの本賃貸スキームを変更し、本投資法人が保有する再生可能エネルギー発電設備等において、賃料保証にあたる固定賃料部分を減少させ又はゼロとし、実際の売電収入に応じて支払われる変動賃料部分を増加させた場合には、本投資法人の賃貸収益構造及びキャッシュフローに影響が生じ、ひいては本投資法人の投資主の皆様への安定した分配が実施できず、分配金が売電収入の影響を受けることで、本投資法人投資主の皆様が分配金の変動のリスクにさらされる結果、分配金の変動リスクが増すだけでなく、変動リスクを反映して市場における本投資法人の投資口価格が下落することを懸念しているとのことです。また、リニューアブル・ジャパンとしては、これらの状況を打開するため、上場しながらにして、リニューアブル・ジャパングループから本投資法人に再生可能エネルギー発電事業を運営するための許認可等を譲渡することにより保有と発電の主体の一体化を行うためには、再生可能エネルギー発電設備等の保有と発電の主体の分離を許容するような投信法の改正や上場規程の変更が必須ですが（注19）、このような本投資法人の投資法人としての現行の枠組みを抜本的に変更することは、立法、行政、東京証券取引所及び本投資法人の投資主を含む多様なステークホルダーの皆様のご理解を得ながら、法改正や上場規程の変更といった多くの手続を必要とするため、困難を伴うものと考えており、このような投信法の改正や上場規程の変更が見込まれない状況においては、本投資法人の上場を維持したまま保有と発電の主体の一体化を行うことは不可能と考えているとのことです。

- (注19) 現行法上、投資法人は、資産の運用以外の行為を営業としてすることができないこととされており（投信法第63条第1項）、自ら発電事業を行うことはできないものと解されており。また、原則として子会社保有が禁止されており（同法第194条第1項）、オペレーターを子会社とすることもできません。また、投資法人に係る課税の特例規定を受けるための要件（導管性要件）を満たすため、上場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の運用の方法を賃貸のみとする必要があります（租税特別措置法第67条の15第1項、同法施行令第39条の32の3第12項）。東京証券取引所の上場規程においても、上場審査の要件として、オペレーターの選

定基本方針を規約に定めることが求められ（有価証券上場規程第1505条第1項第2号j(a)）、オペレーターの選定基準が適切に策定されていること等が上場審査の対象とされている（東京証券取引所の内国インフラファンド（投資証券）上場の手引き）など、発電設備等の保有者である投資法人がオペレーターに賃貸又は運営を委託することを前提とした枠組みとなっております。

上記を踏まえ、リニューアブル・ジャパンは、2022年3月上旬にFIT制度に基づく売電収入、AM報酬及びO&M報酬といった継続的な収益が現時点においては確保されている一方で、これらの収益は、上記のとおり「逆ザヤ」が恒常的に続くリスクにより不安定なものとなっている可能性があると考えたとのことです。リニューアブル・ジャパンとしては、特に出力抑制の実施地域の拡大は同年4月以降に発生した環境変化であると考えており、九州地区に加え、中国地区、四国地区、東北地区及び北海道地区においても出力抑制が実施され、今後中部地区でも実施されることが見込まれるなど、「逆ザヤ」リスクが恒常化する懸念の主たる理由と考えているとのことです。リニューアブル・ジャパンとしては、このような「逆ザヤ」リスクは、上記のとおり本賃貸スキームの変更や上場しながらにして保有と発電の主体の一体化を行うことができれば減少させることも可能と考えておりますが、本賃貸スキームの変更には、上記のとおり市場における本投資法人の投資口価格が下落することが懸念され、また、上場しながらにして保有と発電の主体の一体化を行うことは、投信法の改正や上場規程の変更が必須であり、その実現は困難であると考えているとのことです。加えて、再生可能エネルギー業界における政策や制度の導入・変更状況や技術イノベーションに対応する、新たな施策を機動的に決定・実行し、本投資法人の保有資産の潜在的な価値創出・価値の向上につなげるためには、本投資法人の保有する再生可能エネルギー発電設備等の保有と発電の主体の一体化により、機動的かつ効率的な再生可能エネルギー発電設備等の運用を実現することが必要であり、本投資法人の非公開化により投資法人である本投資法人からリニューアブル・ジャパングループが再生可能エネルギー発電設備等を取得することが不可欠であると考えに至ったとのことです。なお、リニューアブル・ジャパングループが本投資法人から再生可能エネルギー発電設備等を取得することで実施することが可能となる新たな施策としては、現時点では、既に開発されているものの本投資法人の保有する再生可能エネルギー発電設備等では導入ができていない技術や今後開発される新技術を導入することで発電効率を向上させて発電量を増加させることや、今後のFIT制度の終了以降を見据え、蓄電池の活用により売電収益が最大化される時刻に売電を行うといった施策を検討しておりますが、上記のとおり、リニューアブル・ジャパンとしては、現在本投資法人が保有する再生可能エネルギー発電設備等の有効活用が可能となる施策を柔軟かつ迅速に導入する方針とのことです。一方、リニューアブル・ジャパンとしては、リニューアブル・ジャパングループが取得又は確保した発電所を本投資法人に対して売却するに際して、本投資法人が上場していることにより、本投資法人が新投資口の発行等、直接金融の手段により調達した資金を活用することが可能であり、フロー型収益とストック型収益の両面において、リニューアブル・ジャパングループの循環型再投資モデルに貢献しているものと考えておりました。しかしながら、リニューアブル・ジャパンとしては、リニューアブル・ジャパンが取得又は確保した発電所を本投資法人に紹介したとしても、本投資法人は配当性向維持の観点から当該発電所の取得を検討できない事態が続いており、今後も同様の事態が継続することが懸念される状況にあると考えているとのことです。また、リニューアブル・ジャパングループが取得又は確保した発電所は、本投資法人に対して売却せずとも私募ファンドに売却することが可能であり、さらには、本投資法人が発電所を取得したとしても、上記のとおり「逆ザヤ」が恒常的に続くリスクが拡大している状況においては、リニューアブル・ジャパンとしては、本投資法人が上場をしていることによって、フロー型収益とストック型収益の両面において、循環型再投資モデルに貢献する程度は限定的であると考えに至ったとのことです。

そこで、リニューアブル・ジャパンは、2022年3月上旬に、公開買付者ら及び本投資法人から独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関である野村証券株式会社（以下「野村証券」といいます。）並びにリーガル・アドバイザーである長島・大野・常松法律事務所をそれぞれ選任し、同月上旬から同月中旬までの間に、野村証券及び長島・大野・常松法律事務所からも適宜助言を受ける等して、本投資法人を非公開化することの適否、手法等についての検討を進めたとのことです。その結果、リニューアブル・ジャパンは、2022年3月中旬、野村証券による本取引によるリニューアブル・ジャパンへの財務的見地からの貢献に関する分析・助言及び長島・大野・常松法律事務所からの本取引に係る手続に関する法的見地からの助言を踏まえても、本取引により本投資法人を非公開化した上で、その保有する再生可能エネルギー発電所をリニューアブル・ジャパンが実質的に保有することは、本取引を行わない場合と比較して、リニューアブル・ジャパンの企業価値の向上に資するとの考えを外部アドバイザーによる専門的見地からの分析・助言によって再確認するとともに、そのために、本投資法人の発行済投資口の全てを取得し、本投資法人を非公開化することとしたとのことです。その手法としては、リニューアブル・ジャパン自ら又は買収ピークルによる取引所市場における本投資法人投資口の買付けや、新たに設立する投資法人との合併の方法も考えられるところでしたが、このような手法により投資法人を非公開化した前例は確認できず、必要となる費用や実務的又は法的な見地からの実現可能性という点で不透明であると考えた一方、公開買付けとその後の本投資口併合を行う手法であれば前例もあり、また、本投資法人投資主に対して広く公平な売却機会を提供することも可能となるため最適な手法であると考えに至ったとのことです。そのため、リニューアブル・ジャパ

ンは、2022年3月18日に、本投資法人に対して、公開買付けを通じた本投資法人の非公開化に関して、本取引の方法及びスケジュールに関する提案書を提出したとのことです。なお、本公開買付けにおける本投資法人投資口の買付け等の価格（以下「本公開買付価格」といいます。）等の本公開買付けの条件については当該提案書における提案には含まれていないとのことです。

これに対して、同年3月下旬、本投資法人は、非公開化の是非について検討を開始するとの意向を示しました。これを受けてリニューアブル・ジャパンは、本公開買付けを実施する主体についても検討したところ、本投資法人が保有する再生可能エネルギー発電設備等については、非公開化後に、本賃貸スキームの廃止により再生可能エネルギー発電設備等の保有と運営を一体化した上で、リニューアブル・ジャパングループが実質的に保有する再生可能エネルギー発電設備等のポートフォリオに組み入れるという方針のもと、公開買付者と発電事業者であるオペレーターSPCとが合併を行い、合併後の法人が本投資法人からその保有する再生可能エネルギー発電設備等を取得することを通じて、再生可能エネルギー発電設備等の保有と運営を実質的に一体化することを検討していることも踏まえて、2022年4月上旬、かかる合併後の法人による再生可能エネルギー発電設備等の保有・運営を円滑に実現すること、並びに本取引のための資金調達手法等も勘案の上、公開買付者を実施主体とすることが最適との結論に至ったとのことです。また、リニューアブル・ジャパンは、同じく、2022年4月上旬、本投資法人から、本取引の実施に向けて、リーガル・アドバイザーとして西村あさひ法律事務所を選任する旨及び下記「(イ)本投資法人における意思決定の過程及び理由」の「( ) 検討体制の構築の経緯」において定義する本特別委員会を設置する旨を口頭により回答されたとのことです。詳細については、下記「(イ)本投資法人における意思決定の過程及び理由」の「( ) 検討体制の構築の経緯」をご参照ください。本取引の実施に向けて、リーガル・アドバイザーとして、西村あさひ法律事務所を選任する旨及び本特別委員会を設置する旨を口頭により回答したため、リニューアブル・ジャパンは、リニューアブル・ジャパンから本投資法人に対して行われた提案の検討が継続しているものと判断し、本公開買付けの実現可能性の精査のためのデュー・ディリジェンスを2022年4月上旬から下旬まで実施するとともに、並行して、本投資法人との間で、本取引の意義及び目的や、本公開買付価格を含む本取引の諸条件についての協議を続けてきたとのことです。具体的には、リニューアブル・ジャパンは、2022年4月18日に、本投資法人に対し、直近の市場投資口価格の動向、デュー・ディリジェンスの結果及びリニューアブル・ジャパンにおいて実施していた本投資法人投資口の価値算定の内容等を踏まえ、本投資法人が取得している2022年1月31日現在における本投資法人の再生可能エネルギー発電設備等の評価価値のレンジ（35,387百万円から39,898百万円）及び2022年1月31日以降の分配金等の純資産額の変動を考慮した本投資法人投資口1口当たりの価値（71,951円から94,439円、以下「1口当たり修正時価純資産価格」といいます。）を重視しつつも、本公開買付けにおける本投資法人投資主の応募の可能性を見込むために、直近の投資口価格（2022年4月18日の直前営業日の2022年4月15日の本投資法人投資口の終値103,700円）を上回る価格として、本公開買付価格を105,000円とする旨の提案を行ったとのことです。なお、リニューアブル・ジャパンは、かかる提案における本公開買付価格105,000円は、直近の投資口価格として、2022年4月18日の直前営業日である2022年4月15日の東京証券取引所インフラファンド市場における本投資法人投資口の取引終値103,700円に対して1.25%（小数点以下第三位を四捨五入しております。以下、プレミアム率及びディスカウント率の計算において同じです。）、同日までの過去1ヶ月間の終値の単純平均値102,555円（小数点以下を四捨五入。以下、終値の単純平均値の計算において同じです。）に対して2.38%のプレミアムを加えた金額であり、市場投資口価格に対しては低いプレミアム率であるものの、1口当たり修正時価純資産価格のレンジの下限値（71,951円）に対して45.93%、レンジの上限値（94,439円）に対して11.18%のプレミアムを加えており、リニューアブル・ジャパンとしては、投信法に定める特定資産に投資して運用するという投資法人の目的に照らし、市場投資口価格よりも修正時価純資産価格の方が本投資法人の本源的価値を示していると考え、かかる本源的価値にプレミアムを加えていることから、本投資法人投資主の応募が見込まれると判断し、提案を行っているとのことです。しかし、同月22日、本投資法人より、当該提案に係る本公開買付価格に対して、プレミアム水準が低く、不十分な価格であるとして本公開買付価格の大幅な引上げを要請されました。なお、本投資法人から要請した大幅な引上げについて、本投資法人から具体的な価格やプレミアム率は提示しておりません。その後、リニューアブル・ジャパンは、本投資法人から提案内容の再検討を要請されたことを踏まえ、同月27日に、本投資法人に対し、直近の投資口価格に対してプレミアムを付すことを検討した結果、直近6ヶ月間における高値が109,800円であることから、これを超える価格として本公開買付価格を110,000円とする旨の提案を行ったとのことです。なお、リニューアブル・ジャパンは、プレミアム率の検討において、再生可能エネルギー発電設備等を投資対象とする上場インフラファンドは、その運用資産の内容や収益がオペレーターとの契約内容に依拠していることから、上場株式会社や上場不動産投資法人とは性質が異なり、それらは比較対象となりえないと考え、それらを対象とした公開買付け事例において付されたプレミアム率の水準は考慮していないとのことです。また、かかる提案における本公開買付価格110,000円は、直近の投資口価格として、2022年4月27日の直前営業日である2022年4月26日の東京証券取引所インフラファンド市場における本投資法人投資口の取引終値103,000円に対して6.80%、同日までの過去1ヶ月間の終値の単純平均値103,186円に対して6.60%のプレミアムを加えた金額とのことです。その後、同年5月1日、本投資法人より、投資法人の特殊性に鑑みると、類似投資法人比較法による

評価額の説明力も高いものと考えられ、当該手法による評価等を踏まえると、必ずしもまだ十分な価格ではないとして、本公開買付価格の再度の引上げの要請があり、リニューアブル・ジャパンとして再考したとのことです。その結果、長期的に本投資法人の投資口を保有されている本投資法人の投資主の皆様取得価格を上回るという観点から、最終提案を行った2022年5月9日の直前営業日である同月6日から遡ること過去4年間の最高値である112,000円を上回る価格であり、かつ最近の市場での取引価格に一定のプレミアムを加えるという観点から、最終提案を行った2022年5月9日の直前営業日である同月6日の東京証券取引所インフラファンド市場における本投資法人投資口の取引終値104,300円、同日までの過去1ヶ月間の終値の単純平均値103,672円、同日までの過去3ヶ月間の終値の単純平均値101,743円、同日までの過去6ヶ月間の終値の単純平均値103,516円のいずれの金額にも10%を超えるプレミアムを付した金額として、リニューアブル・ジャパンは、同月9日に、本公開買付価格を115,000円とする旨の最終提案を行ったとのことです。なお、リニューアブル・ジャパンとして過去4年間の投資口価格を考慮した理由は、2018年10月14日に本投資法人の保有する再生可能エネルギー発電設備に対して初めて出力抑制が九州電力管内において実施されたことによるものとのことです。リニューアブル・ジャパンは、出力抑制の実施は、売電収入減少を通じて本投資法人の賃料収入の減少に繋がる等、投資者による本投資法人投資口の評価に大きな影響を与えようであると考えており、本公開買付価格の設定に際して考慮すべき過去の本投資法人の投資口価格は、本投資法人の保有する再生可能エネルギー発電設備に対して初めて出力抑制が実施された2018年10月14日以降の期間における投資口価格とするのが合理的であると考え、その期間を含む過去4年間の投資口価格を考慮することとしたとのことです。また、リニューアブル・ジャパンとしては、過去4年間ににおける本投資法人投資口の出来高の合計数(2018年5月7日から2022年5月6日までの出来高の合計数462,066口)は本書提出日現在の本投資法人の発行済投資口の総口数(200,598口)の2倍を上回っていることから、本書提出日現在の本投資法人の投資主のうち、高い割合の投資主が過去4年間で本投資法人の投資口を取得していると考えたため、この期間の最高値を超える本公開買付価格であれば、多くの投資主の取得価格を上回ることができ、応募が見込まれると考えたことも理由とのことです。かかる最終提案における本公開買付価格115,000円は、最終提案を行った2022年5月9日の直前営業日である同月6日の東京証券取引所インフラファンド市場における本投資法人投資口の終値104,300円に対して10.26%、同日までの過去1ヶ月間の終値の単純平均値103,672円に対して10.93%、同日までの過去3ヶ月間の終値の単純平均値101,743円に対して13.03%、同日までの過去6ヶ月間の終値の単純平均値103,516円に対して11.09%のプレミアムをそれぞれ加えた価格とのことです。その後、同月10日に、本投資法人からリニューアブル・ジャパンの最終提案を応諾する旨の回答を受領したとのことです。かかる協議・交渉を重ねた上で、公開買付者は、2022年5月12日、本公開買付価格を115,000円とし、本取引の一環として本公開買付けを開始することを決定したとのことです。

## (イ) 本投資法人における意思決定の過程及び理由

本投資法人が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の経緯及び理由は以下のとおりです。

## ( ) 検討体制の構築の経緯

本投資法人は、2022年3月18日、公開買付者から本取引の方法及びスケジュールに関する提案書を受領したことを受け、公開買付者らに対して同年3月下旬に非公開化の是非について検討を開始するとの意向を示しました。その後、本投資法人が、本書提出日現在において、公開買付者の子会社ではなく、本取引は支配株主による公開買付けには該当しないものの、公開買付者が投信法に基づき本投資法人の資産の運用に係る業務の委託を受けた本資産運用会社の親会社の子会社であり、かつ、本投資法人の唯一の執行役員である藤原勝氏は本資産運用会社の代表取締役社長を兼任していることに鑑み、本投資法人役員会による恣意的な判断を防止し、その公正性・透明性を確保することを目的として、同年4月6日、本投資法人の資産運用会社である本資産運用会社並びに公開買付者ら及び本投資法人の運用資産の賃借人であり、リニューアブル・ジャパンの会計上の連結子会社であるオペレーターSPCと利害関係を有しておらず、独立性が担保されている本投資法人の監督役員である藤本幸弘氏及び加藤光生氏、並びに、手続の公正性や企業価値評価に関する専門的知見を補う外部の有識者である関口尊成氏（弁護士、日比谷中田法律事務所）及び角野里奈氏（公認会計士、角野里奈公認会計士事務所）から構成される特別委員会（以下「本特別委員会」といいます。）を設置いたしました。また、本投資法人は、本取引の評価・検討に際して、本投資法人役員会における意思決定の公正性及び適正性を担保するために、同日、本投資法人及び本資産運用会社並びに公開買付者ら及びオペレーターSPCから独立したリーガル・アドバイザーとして西村あさひ法律事務所を選任し、本取引に係る協議・交渉を行う体制を構築した上で、本取引に関して本格的な検討を開始しました。さらに、本投資法人は、同月20日、本投資法人及び本資産運用会社並びに公開買付者ら及びオペレーターSPCから独立した第三者算定機関としてのファイナンシャル・アドバイザーとして、マクサス・コーポレートアドバイザー株式会社（以下「マクサス」といいます。）を選任しました。なお、本特別委員会の委員の構成及び具体的な活動内容等については、下記「(6) 公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」の「本投資法人における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得」をご参照ください。

## ( ) 検討・交渉の経緯、及び本投資法人の意思決定の内容

本特別委員会は、本取引に係る公開買付者の提案内容を踏まえ、本投資法人の事業概要、事業環境、経営課題、事業計画の内容及び前提並びに本取引の本投資法人の事業に対する影響等について、本投資法人の執行役員である藤原勝氏から説明を受け、これらの点に関する検討及び協議を行いました。また、本特別委員会は、公開買付者から、本投資法人の事業環境、経営課題を含む本取引の背景・経緯、本取引によって創出が見込まれるシナジーの有無やその内容を含む本取引の意義・目的、本取引の手続・条件等について説明を受け、これらの点に関する検討及び協議を行いました。

本特別委員会は、2022年4月18日に公開買付者から本公開買付価格を105,000円とする旨の初回の価格提案を受領して以降、マクサスから本投資法人投資口の価値算定結果に関する報告、公開買付者との交渉方針に関する助言を受けるとともに、西村あさひ法律事務所から本取引における手続の公正性を確保するための対応等についての法的助言を受け、これらを踏まえて、本取引の是非及び取引条件の妥当性について慎重に検討を行い、直接、公開買付者との間において、公開買付者のファイナンシャル・アドバイザーである野村證券を介して、本公開買付価格を含む本取引における諸条件について、継続的に協議・交渉を行ってきました。

具体的には、本特別委員会は、2022年4月18日に、本公開買付価格を105,000円とする旨の提案を受けたものの、同月22日、プレミアム水準が低く、不十分な価格であるとして、本公開買付価格の大幅な引上げを要請しました。その後、本特別委員会は、同月27日、本公開買付価格を110,000円とする旨の提案を受けたものの、同年5月1日、投資法人の特殊性に鑑みると、類似投資法人比較法による評価額の説明力も高いものと考えられ、当該手法による評価等を踏まえると、必ずしもまだ十分な価格ではないとして、本公開買付価格の再度の引上げを要請しました。

その結果、長期的に本投資法人の投資口を保有されている本投資法人の投資主の皆様の取得価格を上回るという観点から、最終提案を行った2022年5月9日の直前営業日である同月6日から遡ること過去4年間の最高値である112,000円を上回る価格であり、かつ最近の市場での取引価格に一定のプレミアムを加えるという観点から、最終提案を行った2022年5月9日の直前営業日である同月6日を基準日とした東京証券取引所インフラファンド市場における本投資法人投資口の取引終値104,300円、同日までの過去1ヶ月間の終値の単純平均値103,672円、同日までの過去3ヶ月間の終値の単純平均値101,743円、同日までの過去6ヶ月間の終値の単純平均値103,516円のいずれの金額にも10%を超えるプレミアムを付した金額として、リニューアブル・ジャパンから、同月9日に、本公開買付価格を115,000円とする旨の最終提案を受けました。その後、本特別委員会は、同月10日、「(6) 公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」の「本投資法人における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得」の「( ) 判断内容」に記載の点から、115,000円は本投資法人の投資主に対して本公

開買付けへの応募を推奨するにあたり妥当な金額であると判断し、本公開買付価格を115,000円とすることを応諾する旨の回答を行いました。

そして、本特別委員会は、最終提案を受け、本投資法人がマクスから提出を受けた本投資法人投資口の価値算定結果に関する2022年5月11日付投資口価値算定書等も考慮し、慎重に協議・検討を重ねた結果、同月12日、本投資法人の価値ないし投資主の共同の利益の最大化に資するものであるか否かという観点から、本取引は是認することができるものであり、本投資法人が本公開買付けに賛同の意見を表明し、投資主に対して本公開買付けへの応募を推奨することは妥当である旨の答申書（以下「本答申書」といいます。）を作成し、本投資法人は、同日、本答申書の提出を受けました（本答申書の概要については、下記「(6) 公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」の「本投資法人における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得」の「( ) 判断内容」をご参照ください。 )。

以上を踏まえ、本投資法人は、2022年5月12日開催の本投資法人役員会において、マクスから受けた財務的見地からの助言及び同月11日付で同社から取得した本投資法人の投資口価値算定書の内容並びに西村あさひ法律事務所から受けた法的助言を踏まえつつ、本答申書の内容を最大限尊重しながら、本公開買付けを含む本取引が本投資法人の価値ないし投資主の共同の利益の最大化に資する否か、及び本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件が妥当なものか否かについて、慎重に協議・検討を行いました。

その結果、本投資法人としては、大要、以下のとおり、本公開買付けを含む本取引は本投資法人の価値ないし投資主の共同の利益の最大化に資するものであると判断し、また、本公開買付価格は、マクスによる投資口価値算定結果のうち、市場投資口価格平均法、DCF法、DDM及び修正純資産法による投資口価値算定結果のレンジの上限又は値を上回っており、かつ、類似投資法人比較法による投資口価値算定結果のレンジの範囲内であり、本公開買付価格に係るプレミアムの水準は、本公開買付価格の妥当性を否定するものではなく、むしろ有用な投資回収の機会であると判断するに至ったとのことです。

上記「(ア) 公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程」に記載のとおり、本投資法人は、リニューアブル・ジャパングループとの間で、広範かつ密接な関係を構築し、リニューアブル・ジャパン及び本資産運用会社から各種ノウハウを享受しつつ、天候不順等による発電量の変動に影響を受けず、安定した収入を得ることが企図された本賃貸スキームに基づき、売電事業者であるオペレーターSPCに対して、本投資法人が保有する再生可能エネルギー発電設備等を賃貸しているところ、本投資法人は、FIT制度に基づく売電からFIP制度・Non-FIT売電への移行や出力抑制の実施地域の拡大等により、本投資法人及びリニューアブル・ジャパンを取り巻く外部環境の変化が大きくなってきているものと認識しております。

上記「(ア) 公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程」に記載のとおり、公開買付者は、（本投資法人の主な取得対象である）太陽光発電所、特にFIT制度に依拠する稼働済み太陽光発電所の取得のための競争は激化の一途をたどり、取得価格の相場は上昇を続けており、また、本投資法人の主な取得対象である出力抑制に制限がある稼働済み太陽光発電所は、投資需要が多く、売買価格が高騰する傾向にあると考えているとのことです。本投資法人は、同様の認識を有しており、再生可能エネルギー発電設備等の購入価格は近年上昇傾向にあると考えております。こうした傾向の中、配当性向を維持する観点、及び本資産運用会社制定の運用ガイドラインにより、期末総資産有利子負債比率（LTV）の上限が60%とされていることから、このような再生可能エネルギー発電設備等の購入価格の上昇傾向が継続する場合、本投資法人の投資方針に適合する再生可能エネルギー発電設備等を希望どおりの価格、時期その他の条件で取得できない可能性が高まっていると認識しております。また、本投資法人の事業の運営及び成長にとって、リニューアブル・ジャパングループによる支援は重要と認識しているところ、上記外部環境の変化により、リニューアブル・ジャパングループの事業方針が変更され、又はリニューアブル・ジャパングループの業績若しくは財政状態が悪化した場合、中長期的には、本賃貸スキームの維持やリニューアブル・ジャパングループからの従前どおりの支援が困難になる可能性があると考えているとのことです。そして、これらのリスクが将来的に顕在化した場合、本投資法人において安定的な収益性の維持・向上が困難になり、分配金が減少する可能性があると考えております。すなわち、本投資法人は、その投資主の多数を占める個人投資家から安定した投資先として期待いただいていることから、配当性向を下げたり、LTVを上げ（レバレッジを高め）投資リスクを高めることには慎重に対応する必要がありますが、非公開化により、配当性向及びLTVについて柔軟な意思決定が可能となります。

公開買付者は、下記「(ウ) 本公開買付け後の経営方針」に記載のとおり、本投資法人が保有する再生可能エネルギー発電設備等については、非公開化後に、本賃貸スキームの廃止により再生可能エネルギー発電設備等の保有と運営を一体化することを予定しております。本投資法人は、かかる保有と運営の一体化により、機動的かつ効率的な再生可能エネルギー発電設備等の運用を実現することで、本投資法人の保有資産の潜在的な価値創出・価値の向上につなげることができ、本投資法人の企業価値向上に

資することができると考えております。加えて、非公開化により、上場維持に要するコストの削減が見込まれるとともに、上記の配当性向の維持や期末総資産有利子負債比率（LTV）の上限値を遵守する必要がなくなるため、より効果的な事業拡大が可能になると考えております。

また、本投資法人は、上記「（ア）公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程」に記載のとおり、本取引の代替となる企業価値向上策として、本投資法人の上場を維持したまま、再生可能エネルギー発電設備等の保有と運営の一体化を実現する方法は、規制上困難であるため、現実的には選択し得ないものと判断いたしました。

以上のとおり、本投資法人は、本投資法人が保有する再生可能エネルギー発電設備等の保有と運営の一体化によりシナジー効果を見込むことができ、また、非公開化によるコスト削減、及びより効果的な事業拡大が可能となることから、本公開買付けを含む本取引は本投資法人の価値ないし投資主の共同の利益の最大化に資するものと判断いたしました。また、少なくとも中長期的に、安定的なキャッシュフローの維持・向上が得られなくなる可能性があるところ、こうしたリスクが顕在化する前に、本投資法人の投資主の皆様へ投資回収の機会を与えることには、合理性が認められると判断いたしました。

また、本投資法人は、主に以下の点から、本公開買付価格である本投資法人投資口1口当たり115,000円を含む本取引に係る取引条件は妥当なものであるとの判断に至りました。

（ア）本公開買付価格は、本特別委員会において、下記「（6）公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」に記載の本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件の公正性を担保するための措置が十分に採られた上で検討され、決定された価格であること。

（イ）本公開買付価格は、上記措置が採られた上で、公開買付者と本特別委員会との間で独立当事者間の取引における協議・交渉と同等の協議・交渉が行われたこと、より具体的には、マクサスから受けた本投資法人投資口の価値算定結果に関する報告、公開買付者との交渉方針に関する助言、西村あさひ法律事務所から受けた本取引における手続の公正性を確保するための対応等についての法的助言を踏まえ、かつ、公開買付者と本特別委員会との間で真摯かつ継続的に協議・交渉を行った結果として、公開買付者の当初の提案（本投資法人投資口1口当たり105,000円）より10,000円引き上げられた価格であること。

（ウ）本公開買付価格は、下記「（6）公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」の「本投資法人における独立した第三者算定機関からの投資口価値算定書の取得」に記載のマクサスによる投資口価値算定結果のうち、市場投資口価格平均法、ディスカунテッド・キャッシュ・フロー法（以下「DCF法」といいます。）、配当割引モデル（以下「DDM」といいます。）及び修正純資産法による投資口価値算定結果のレンジの上限又は値を上回っており、かつ、類似投資法人比較法による投資口価値算定結果のレンジの範囲内であること。

（エ）本公開買付価格は、本公開買付けの公表日の前営業日である2022年5月11日の東京証券取引所インフラファンド市場における本投資法人投資口の終値103,900円に対して10.68%、同日までの過去1ヶ月間の終値の単純平均値103,667円に対して10.93%、同日までの過去3ヶ月間の終値の単純平均値101,904円に対して12.85%、同日までの過去6ヶ月間の終値の単純平均値103,380円に対して11.24%のプレミアムをそれぞれ加えた価格となっているところ、下記「（6）公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」の「本投資法人における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得」に記載のとおり、本特別委員会において、本公開買付価格にかかるプレミアムの水準は、上場株式会社における同種取引の水準と比較して高いとはいえないものの、上記のとおり、本投資法人において将来的に安定的な収益性の維持・向上が困難になり、分配金の減少が生じる可能性があること、及び本公開買付価格が過去1年間の本投資法人の市場投資口価格の最高値を上回っていることを考慮すると、本公開買付価格の妥当性を否定するものではないと考えられ、むしろ有用な投資回収の機会と考えられること。

こうした判断のもと、本投資法人は、本公開買付けを含む本取引が本投資法人の価値ないし投資主の共同の利益の最大化に資するものであると判断し、また、本公開買付価格は、マクサスによる投資口価値算定結果のうち、市場投資口価格平均法、DCF法、DDM及び修正純資産法による投資口価値算定結果のレンジの上限又は値を上回っており、かつ、類似投資法人比較法による投資口価値算定結果のレンジの範囲内であり、本公開買付価格に係るプレミアムの水準は、本公開買付価格の妥当性を否定するものではなく、むしろ有用な投資回収の機会であると考え、本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件は妥当なものであると判断し、同日開催の本投資法人役員会において、本公開買付けに賛同する旨の意見を表明するとともに、本投資法人の投資主の皆様に対し、本公開買付けへの応募を推奨することを決議しました。なお、当該本投資法人役員会における決議の方法については、下記「（6）公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」の「本投資法人における利害関係を有しない役員全員の承認」をご参照ください。

（ウ）本公開買付け後の経営方針

公開買付者は、本公開買付けが成立した場合、本投資口併合を行った上で、本投資法人を非公開化することを予定しているとのことです。本投資法人が保有する再生可能エネルギー発電設備等については、非公開化後に、本賃貸スキームの廃止により再生可能エネルギー発電設備等の保有と運営を一体化した上で、リニューアブル・ジャパングループが実質的に保有する再生可能エネルギー発電設備等のポートフォリオに組み入れることを予定しているとのことです。リニューアブル・ジャパングループが実質的に保有するポートフォリオへの組入れ方法については、非公開化後に再生可能エネルギー発電設備等毎に決定する方針であり、本書提出日現在において詳細は未定とのことです。公開買付者と発電事業者であるオペレーターSPCとが合併を行い、合併後の法人が本投資法人からその保有する再生可能エネルギー発電設備等を取得することを通じて、再生可能エネルギー発電設備等の保有と運営を実質的に一体化することを検討しているとのことです。当該合併後の法人による本投資法人からの再生可能エネルギー発電設備等の取得に伴い、本投資法人の保有する再生可能エネルギー発電設備等が存在しなくなった場合には、関連する法令に定める手続により本投資法人を清算する予定であり、その場合には、本資産運用会社に対する本投資法人の資産運用の委託も終了するとのことです。なお、本投資法人からの再生可能エネルギー発電設備等の取得価格は本書提出日現在未定とのことです。非公開化後に行われる本投資法人とリニューアブル・ジャパングループ（上記の合併後の法人を含みます。）との資産の売買取引は、実質的にリニューアブル・ジャパングループ間で行われるものであり、リニューアブル・ジャパンとしては当該売買の取引条件により利益を得ることは企図していないとのことです。これにより、本投資法人の保有する再生可能エネルギー発電設備等の運用効率を高め、その有効活用が可能となり、さらに、制度変更や新技術を含む再生可能エネルギー業界の環境変化に柔軟に対応すべく、新たな施策を機動的に決定・実行することが可能となるものと考えているとのことです。

なお、本投資法人が本書提出日現在有する既存借入金総額204億円は、本投資法人の非公開化を理由として貸付人の請求により期限の利益を喪失する可能性があります。そのため、公開買付者は、本投資法人から要請がある場合には、本投資法人に対して既存借入金の返済のために必要となる資金の貸付けを行うことを予定しているとのことです。公開買付者は、本公開買付けに要する資金の貸付人である野村キャピタル・インベストメント株式会社から、公開買付者が本投資法人に対して行う貸付けのために一定の条件の下で、公開買付者に対して貸付けを行うことについて、2022年5月12日付でコミットメント・レターを取得しているとのことです。

なお、公開買付者は、本書提出日現在において、本公開買付けの成立後においても、本投資法人を清算するまでの期間においては、本投資法人の執行役員及び監督役員の交代その他役員会の構成を変更することを予定しておらず、本投資法人の資産運用会社を本資産運用会社から変更することも予定していないとのことです。



## (3) 算定に関する事項

本投資法人における独立した第三者算定機関からの投資口価値算定書の取得

## ( ) 算定機関の名称並びに本投資法人及び公開買付者との関係

本投資法人は、本公開買付けに関する意見表明を行うにあたり、公開買付者から提示された本公開買付価格に関する本投資法人の意思決定の過程における公正性を担保するために、本投資法人及び本資産運用会社並びに公開買付者ら及びオペレーターSPCから独立した第三者算定機関としてのファイナンシャル・アドバイザーであるマクサスに対して、本投資法人の投資口価値の算定を依頼し、2022年5月11日付で投資口価値算定書を取得いたしました。また、マクサスは、本投資法人及び本資産運用会社並びに公開買付者ら及びオペレーターSPCの関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して記載すべき重要な利害関係を有しておりません。なお、本投資法人は、「(6) 公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」の「ないし」に記載の公正性担保措置が講じられており、本取引に係る公正性が十分に担保されていると判断したことから、マクサスから本公開買付価格の公正性に関する意見（フェアネス・オピニオン）は取得しておりません。なお、マクサスに対する報酬には、本取引の成立等を条件に支払われる成功報酬は含まれておりません。

## ( ) 算定の概要

マクサスは、複数の投資口価値算定手法の中から本投資法人投資口の価値算定にあたり採用すべき算定手法を検討の上、本投資法人投資口の価値について多面的に評価することが適切であるとの考えに基づき、本投資法人投資口が東京証券取引所のインフラファンド市場に上場しており、市場投資口価格が存在することから市場投資口価格平均法を、本投資法人と比較可能な上場インフラファンドが複数存在し、類似投資法人比較による本投資法人の投資口価値の類推が可能であることから類似投資法人比較法を、中長期的な事業活動に基づく本投資法人の価値を評価分析に反映させるためにDCF法を、本投資法人の投資主が将来収受すると見込まれる分配金を算定に反映させる目的からDDMを、本投資法人の保有資産の時価を反映した静的な投資主価値の評価分析手法として修正純資産法を、それぞれ採用して本投資法人の投資口価値の算定を行ったとのことです。

上記各手法に基づいて算定された本投資法人投資口の1口当たりの投資口価値の範囲は以下のとおりです。

市場投資口価格平均法	： 101,904円から103,900円
類似投資法人比較法	： 84,948円から131,327円
DCF法	： 86,741円から91,907円
DDM	： 87,977円から92,151円
修正純資産法	： 84,948円

市場投資口価格平均法では、2022年5月11日を基準日として、東京証券取引所インフラファンド市場における本投資法人投資口の取引終値103,900円、同日までの過去1ヶ月間の終値の単純平均値103,667円、同日までの過去3ヶ月間の終値の単純平均値101,904円及び同日までの過去6ヶ月間の終値の単純平均値103,380円をもとに、本投資法人投資口の1口当たり投資口価値の範囲を101,904円から103,900円までと算定しております。

類似投資法人比較法では、本投資法人と比較的類似する事業を営む上場インフラファンドの市場投資口価格や収益性等を示す財務指標との比較を通じて、本投資法人投資口の投資口価値を算定し、本投資法人投資口の1口当たり投資口価値の範囲を84,948円から131,327円までと分析しております。

DCF法及びDDMでは、本投資法人の2022年7月期から2038年7月期までの事業計画における収益や投資計画、一般に公開された情報等の諸要素を前提としているとのことです。DCF法については、2022年7月期以降に本投資法人が将来創出すると見込まれるフリー・キャッシュ・フローを、一定の割引率で現在価値に割り引くことにより本投資法人の投資口価値を算定し、本投資法人投資口の1口当たり投資口価値の範囲を86,741円から91,907円と算定しております。また、DDMでは、2022年7月期以降の計算期間に係る分配金の見込額を一定の割引率で現在価値に割り引いて本投資法人の投資口価値を算定し、本投資法人投資口の1口当たり投資口価値の範囲を87,977円から92,151円と算定しております。なお、マクサスがDCF法及びDDMによる算定の前提とした本投資法人の財務予測において、前計算期間から営業利益の大幅な減少を見込んでいる計算期間が含まれております。具体的には、FIT制度における再生可能エネルギー発電設備の調達期間が順次終了することに伴い、2035年7月期、2036年7月期、2037年7月期、及び2038年7月期の各計算期間において、本投資法人が収受する基本賃料が低減することにより営業利益の大幅な減少が見込まれております。また、本取引の実行により実現することが期待されるシナジー効果は、現時点において収益に与える影響を具体的に見積もることが困難であるため、反映しておりません。

修正純資産法では、2022年1月31日現在の本投資法人の貸借対照表における簿価純資産額に、本投資法人が保有する資産の含み損益及び2022年1月期末を基準日とする分配金の支払額等を反映した修正純資産の金額を算出し、本投資法人投資口の1口当たり投資口価値を84,948円と分析しております。

(注) マクサスは、投資口価値算定書の作成において使用した資料及び情報が、全て正確かつ完全なものであることを前提としており、独自にそれらの正確性及び完全性についての検証は行っておらず、また検証の義務を負うものではありません。マクサスは、本投資法人の資産又は負債(金融派生商品、簿外資産及び負債、その他偶発債務を含みます。)について、個別の各資産及び各負債の分析及び評価を含め、独自に評価、鑑定又は査定を行っておらず、また第三者機関への鑑定又は査定の依頼も行っていません。マクサスが、本投資法人から提供を受けた財務予測(利益計画その他の情報を含みます。)については、算定基準日(2022年5月11日)における最善の予測及び判断に基づき、本投資法人により合理的かつ適正な手続きに従って作成されたことを前提としております。なお、マクサスが提出した投資口価値算定書は、本投資法人が本取引を検討するための参考に資することを唯一の目的として作成されており、本公開買付価格等の決定の基礎となる各前提事実、仮定、意思決定方法及び本公開買付価格等の妥当性に関して、マクサスが対外的に意見を表明するものではありません。

#### 公開買付者における独立した第三者算定機関からの投資口価値算定書の取得

公開買付者は、本公開買付価格の公正性を担保するため、本公開買付価格を決定するにあたり、公開買付者及び本投資法人から独立した第三者算定機関としてのファイナンシャル・アドバイザーである野村證券に対して、本投資法人の投資口価値の算定を依頼したとのことです。なお、野村證券は、公開買付者及び本投資法人の関連当事者には該当せず、本公開買付けに関して、重要な利害関係を有していないとのことです。

野村證券は、本公開買付けにおける算定手法を検討した結果、本投資法人投資口が東京証券取引所インフラファンド市場に上場していることから市場投資口価格平均法を、本投資法人と比較可能な上場インフラファンドが存在し、類似投資法人比較による本投資法人の投資口価値の類推が可能であることから類似投資法人比較法を、将来の事業活動の状況を算定に反映するためにDCF法を、また、時価・換価可能性等による純資産への影響額を算定に反映するため修正時価純資産法による算定を行い、公開買付者は2022年5月12日に野村證券から投資口価値算定書(以下「公開買付者算定書」といいます。)を取得したとのことです。なお、公開買付者は、本公開買付価格の検討に際しては、公開買付者算定書の取得で足りるとの判断から、野村證券から本公開買付価格の妥当性に関する意見(フェアネス・オピニオン)を取得していないとのことです。

野村證券による本投資法人投資口の1口当たり投資口価値の算定結果は以下のとおりとのことです。

市場投資口価格平均法：101,904円から104,160円

類似投資法人比較法：93,960円から122,487円

DCF法：109,099円から119,091円

修正時価純資産法：71,951円から94,439円

市場投資口価格平均法では、2022年5月11日を基準日として、東京証券取引所インフラファンド市場における本投資法人投資口の取引終値103,900円、同日までの過去5営業日の終値の単純平均値104,160円、同日までの過去1ヶ月間の終値の単純平均値103,667円、同日までの過去3ヶ月間の終値の単純平均値101,904円及び同日までの過去6ヶ月間の終値の単純平均値103,380円を基に、本投資法人投資口の1口当たり投資口価値の範囲を101,904円から104,160円までと算定しているとのことです。

類似投資法人比較法では、本投資法人と比較的類似する事業を営む上場インフラファンドの市場投資口価格や収益性等を示す財務指標との比較を通じて、本投資法人投資口の投資口価値を算定し、本投資法人投資口の1口当たり投資口価値の範囲を93,960円から122,487円までと分析しているとのことです。

DCF法では、本投資法人の2022年7月期から2051年1月期まで58期分の事業計画における収益や投資計画、一般に公開された情報等の諸要素を前提として、2022年7月期以降に本投資法人が将来創出すると見込まれるフリー・キャッシュ・フローを、一定の割引率で現在価値に割り引いて本投資法人の企業価値や投資口価値を算定し、本投資法人投資口の1口当たり投資口価値の範囲を109,099円から119,091円と算定しているとのことです。なお、野村證券がDCF法に用いた本投資法人の2022年7月期から2051年1月期までの事業計画においては大幅な増減益を見込んでいる期間が含まれているとのことです。具体的には、FIT制度における再生可能エネルギー発電設備の調達期間が順次終了することに伴い、2035年7月期、2036年7月期、2037年7月期及び2038年7月期の各期間において、本投資法人が収受する基本賃料が低減することにより営業利益の大幅な減少を見込んでいるとのことです。また、本投資法人の保有する資産の一部において減価償却が終了することに伴い、2041年7月期、2043年1月期及び2043年7月期の各期間において減価償却費の減少により営業利益の大幅な増加を見込んでいるとのことです。加えて、オペレーターSPCとの間の賃貸借契約が順次終了することに伴い、2049年1月期、2049年7月期及び2050年1月期の各期間において、本投資法人が収受する基本賃料が減少することにより営業利益の大幅な減少を見込んでいるとのことです。また、本取引の実行により実現することが期待されるシナジー効果は、現時点において収益に与える影響を具体的に見積もることが困難であるため、反映していないとのことです。

修正時価純資産法では、2022年1月31日現在の本投資法人の貸借対照表における簿価純資産額に、本投資法人が保有する資産及びデリバティブ契約の含み損益を反映させた修正時価純資産の金額を算出し、本投資法人投資口の1口当たり投資口価値の範囲を71,951円から94,439円までと分析しているとのことです。

公開買付者は、野村證券から取得した公開買付者算定書における本投資法人の投資口価値の算定結果に加え、公開買付者において実施した本投資法人に対するデュー・ディリジェンス（2022年4月上旬から下旬）の結果、本投資法人投資口の東京証券取引所インフラファンド市場における直近の市場投資口価格の推移及び本公開買付けに対する応募数の見通し等を総合的に勘案し、本投資法人との協議・交渉の結果等を踏まえ、最終的に、2022年5月12日に、本公開買付価格を115,000円とすることを決定したとのことです。

なお、本公開買付価格115,000円は、本公開買付けの公表日の前営業日である2022年5月11日の東京証券取引所インフラファンド市場における本投資法人投資口の終値103,900円に対して10.68%、同日までの過去1ヶ月間の終値の単純平均値103,667円に対して10.93%、同日までの過去3ヶ月間の終値の単純平均値101,904円に対して12.85%、同日までの過去6ヶ月間の終値の単純平均値103,380円に対して11.24%のプレミアムをそれぞれ加えた価格とのことです。また、2022年5月12日の東京証券取引所インフラファンド市場における本投資法人投資口の終値104,000円に対して10.58%のプレミアムを加えた価格とのことです。

また、本公開買付価格115,000円は、公開買付者の親会社であるリニューアブル・ジャパンが2021年2月1日に本投資法人が公募により発行した投資口（新発行投資口数40,572口）のうち1,000口を取得した金額である1口当たり101,497円と比較して、13,503円高い価格であり、13.30%のプレミアムを加えた価格とのことです。なお、公募により発行した投資口の発行価格である1口当たり101,497円は、当時の市場動向等を踏まえて本投資法人により決定された価格（発行価格が決定され、公表された2021年1月25日の前営業日である2021年1月22日の東京証券取引所インフラファンド市場における本投資法人投資口の終値107,700円に対して5.76%、同日までの過去1ヶ月間の終値の単純平均値108,535円に対して6.48%のディスカウントをそれぞれ行った価格）であり、リニューアブル・ジャパンは当該価格を妥当なものであると考え、取得を行いました。その一方で、本公開買付価格は、上記「(2)本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針」の「(ア)公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程」に記載の理由により本投資法人との協議を踏まえ公開買付者らによって決定した価格（本公開買付けの公表日の前営業日である2022年5月11日の東京証券取引所インフラファンド市場における本投資法人投資口の終値103,900円に対して10.68%、同日までの過去1ヶ月間の終値の単純平均値103,667円に対して10.93%のプレミアムをそれぞれ加えた価格）であり、異なった価格となっているとのことです。

(注) 野村證券は、本投資法人の投資口価値の算定に際して、公開情報及び野村證券に提供された一切の情報が正確かつ完全であることを前提としており、独自にそれらの正確性及び完全性についての検証は行っていないとのことです。本投資法人及びその関係会社の資産又は負債（金融派生商品、簿外資産及び負債、その他の偶発債務を含みます。）について、個別の資産及び負債の分析及び評価を含め、独自に評価、鑑定又は査定を行っておらず、第三者機関への鑑定又は査定依頼も行っていないとのことです。本投資法人の財務予測（利益計画その他の情報を含みます。）については、公開買付者の経営陣により現時点で得られる最善かつ誠実な予測及び判断に基づき合理的に検討又は作成されたことを前提としているとのことです。野村證券の算定は、2022年5月11日までに野村證券が入手した情報及び経済条件を反映したものととのことです。なお、野村證券の算定は、公開買付者が本投資法人の投資口価値を検討するための参考に資することを唯一の目的としているとのことです。

#### (4) 上場廃止となる見込み及びその事由

本投資法人投資口は、本書提出日現在、東京証券取引所インフラファンド市場に上場されておりますが、公開買付者は、本公開買付けにおいて買付予定数の上限を設定していないため、本公開買付けの結果次第では、東京証券取引所の上場廃止基準に従い、本投資法人投資口は、所定の手続きを経て上場廃止となる可能性があります。また、本公開買付けの成立時点では当該基準に該当しない場合でも、本公開買付けの成立後に、下記「(5)本公開買付け後の組織再編等の方針（いわゆる二段階買収に関する事項）」に記載の本投資口併合が行われた場合には、東京証券取引所の上場廃止基準に該当し、本投資法人投資口は、所定の手続きを経て上場廃止になります。上場廃止後は、本投資法人投資口を東京証券取引所において取引することはできません。

## (5) 本公開買付け後の組織再編等の方針（いわゆる二段階買収に関する事項）

公開買付者は、上記「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由 本公開買付けの概要」に記載のとおり、本公開買付けが成立したものの、本公開買付けにより、公開買付者が本投資法人の発行済投資口の全てを取得できなかった場合には、以下の方法により、本投資法人の発行済投資口の全ての取得を目的とした本投資口併合の手続を実施することを予定しているとのことです。

具体的には、本公開買付けの成立後、公開買付者が本投資法人の総投資主の議決権の数の全てを保有するに至らなかった場合には、公開買付者は、本投資口併合を行うことを付議議案に含む臨時投資主総会（以下「本臨時投資主総会」といいます。）を開催することを、本公開買付けの決済の完了後速やかに本投資法人に要請する予定とのことです。公開買付者は、本投資法人の保有する再生可能エネルギー発電設備等の有効活用の観点から、本臨時投資主総会を可能な限り早期に開催することが望ましいと考えており、本公開買付けの決済の開始日後の近接する日（本書提出日現在においては、2022年7月上旬を予定しているとのことです。）が本臨時投資主総会の基準日となるように本公開買付けにおける買付け等の期間（以下「公開買付期間」といいます。）中に基準日設定公告を行い、本臨時投資主総会を同年7月下旬又は8月上旬を目途に開催することを本投資法人に対して要請する予定とのことです。本投資法人は、当該要請を踏まえて速やかに本臨時投資主総会の開催に必要な招集手続を実施することを予定しております。なお、公開買付者は、本臨時投資主総会において上記議案に賛成する予定とのことです。

本臨時投資主総会において投資口併合の議案についてご承認をいただいた場合には、投資口併合がその効力を生ずる日において、本投資法人の投資主の皆様は、本臨時投資主総会においてご承認をいただいた投資口併合の割合に応じた数の本投資法人投資口を所有することとなります。投資口併合をすることにより投資口の数に1口に満たない端数が生じるときは、本投資法人の投資主（公開買付者を除きます。）に対して、投信法第88条第1項その他の関係法令の定める手続に従い、当該端数の合計数（合計した数に1口に満たない端数がある場合には、当該端数は切り捨てられます。以下同じです。）に相当する本投資法人投資口を公開買付者に売却することによって得られる金銭が交付されることとなります。当該端数の合計数に相当する本投資法人投資口の売却価格については、本投資法人の2022年7月期に係る分配が行われないことを前提に、本公開買付価格と同一となるよう設定した上で売却価格を定め、公開買付者に売却するよう本投資法人に要請する予定とのことです。ただし、何らかの理由により、本投資法人の2022年7月期に係る分配が行われた場合には、本公開買付けの決済の開始日から本投資口併合の効力が発生する日の間に本投資法人の2022年7月期に係る分配金の基準日（2022年7月31日）を迎えることに鑑み、公開買付けに応募された投資主の皆様と本公開買付けに応募されず、2022年7月期に係る分配金を受領された上で、本投資口併合により金銭を交付されることとなる投資主の皆様（以下「非応募投資主」といいます。）の間で受け取ることとなる合計の金銭の額に差異が生じないように、当該端数の合計数に相当する本投資法人投資口の売却の結果、非応募投資主に交付される金銭の額が、本公開買付価格から2022年7月期に係る1口当たりの分配金の金額を控除した金額に当該各投資主が所有していた本投資法人投資口の数を乗じた価格と同一となるよう設定した上で売却価格を定め、公開買付者に売却するよう本投資法人に要請する予定とのことです。また、投資口併合の割合は、本書提出日現在において未定ですが、本投資口併合の効力発生日において公開買付者のみが本投資法人の発行済投資口の全てを所有することとなるよう、非応募投資主の所有する本投資法人投資口の数が1口に満たない端数となるように決定される予定とのことです。

なお、本公開買付けは、本臨時投資主総会における本投資法人の投資主の皆様のご賛同を勧誘するものではないとのことです。

上記の手続については、関係法令についての改正、施行及び当局の解釈等の状況等によっては、実施に時間を要し、又は実施の方法に変更が生じる可能性があるとのことです。ただし、その場合でも、本公開買付けが成立した場合には、非応募投資主に対しては、最終的に金銭を交付する方法が採用される予定であり、その場合に非応募投資主に交付される金銭の額については、本公開買付価格（ただし、何らかの理由により、本投資法人の2022年7月期に係る分配が行われた場合には、本公開買付価格から2022年7月期に係る1口当たりの分配金の金額を控除した金額とします。）に当該各投資主が所有していた本投資法人投資口の数を乗じた価格と同一になるよう算定する予定とのことです。

具体的な手続及びその実施時期等については、公開買付者は本投資法人と協議の上、決定次第、本投資法人が速やかに公表する予定とのことです。

なお、株式会社における株式の併合において認められる反対株主の株式買取請求権（会社法（平成17年法律第86号。その後の改正を含みます。以下「会社法」といいます。）第182条の4）及び価格の決定の申立て（会社法第182条の5第2項）は、投信法に定められていないため、本投資口併合に際しては、非応募投資主は、本投資口併合に反対する場合においてもその保有する投資口について買取請求や価格の決定の申立てを行うことができません。しかしながら、投信法第88条第1項は、投資口の併合をすることにより生じた端数投資口の売却価格については、その端数の合計数に相当する口数の投資口を、公正な金額による売却を実現するために適当な方法として内閣府令で定めるものにより売却し、かつ、その端数に応じてその売却により得られた代金を投資主に交付しなければならないと定めております。同項において定める公正な金額による売却を実現するために適当な方法としては、投資信託及び投資法人に関する法律施行規則（平成12年総理府令第129号。その後の改正を含みます。）第138条第3号において、非上場の投資口については当該投資口を発行する投資法人の純資産の額に照らして公正妥当な金額による売却をするものと定められているところ、本公開買付価格は本投資法人の1口当たり純資産価値を上回る価格

によるものであります。そして、本投資口併合により非応募投資主に交付される1口当たりの金銭の額は、かかる本公開買付価格と同額(ただし、何らかの理由により、本投資法人の2022年7月期に係る分配が行われた場合には、本公開買付価格から2022年7月期に係る1口当たりの分配金の金額を控除した金額とします。)とすることが予定されており、投信法に定める公正な金額を上回ることを考えているとのことです。

なお、本公開買付けへの応募又は上記の各手続における税務上の取扱いについては、本投資法人の投資主の皆様が自らの責任にて税務専門家にご確認ください。

#### (6) 公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置

公開買付者及び本投資法人は、本書提出日現在において、本投資法人が公開買付者の子会社ではなく、本取引は支配株主による公開買付けには該当しないものの、公開買付者が投信法に基づき本投資法人の資産の運用に係る業務の委託を受けた本資産運用会社の親会社の子会社であり、かつ、本投資法人の唯一の執行役員である藤原勝氏は本資産運用会社の代表取締役社長を兼任しているため、本投資法人における本取引の検討において構造的な利益相反状態が生じるおそれがあるため、本投資法人における本取引の検討において構造的な利益相反状態が生じるおそれがあることに鑑み、本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置として、以下の措置を実施しております。

##### 公開買付者における独立した第三者算定機関からの投資口価値算定書の取得

公開買付者は、本公開買付価格の公正性を担保するため、本公開買付価格を決定するにあたり、公開買付者ら及び本投資法人から独立した第三者算定機関としてのファイナンシャル・アドバイザーである野村證券に対して、本投資法人の投資口価値の算定を依頼したとのことです。なお、野村證券は、公開買付者及び本投資法人の関連当事者には該当せず、本公開買付けに関して、重要な利害関係を有していないとのことです。また、公開買付者は野村證券から本公開買付価格の妥当性に関する意見書(フェアネス・オピニオン)を取得していないとのことです。詳細については、上記「(3)算定に関する事項」をご参照ください。

##### 本投資法人における独立した第三者算定機関からの投資口価値算定書の取得

本投資法人は、本公開買付けに関する意見表明を行うにあたり、公開買付者から提示された本公開買付価格に関する本投資法人の意思決定の過程における公正性を担保するために、本投資法人及び本資産運用会社並びに公開買付者ら及びオペレーターSPCから独立した第三者算定機関としてのファイナンシャル・アドバイザーであるマクサスに対して、本投資法人の投資口価値の算定を依頼し、2022年5月11日付で投資口価値算定書を取得いたしました。またマクサスは、本投資法人及び本資産運用会社並びに公開買付者ら及びオペレーターSPCの関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して記載すべき重要な利害関係を有しておりません。なお、本投資法人は、「(6)公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」の「ないし」に記載の公正性担保措置が講じられており、本取引に係る公正性が十分に担保されていると判断したことから、マクサスから本公開買付価格の公正性に関する意見(フェアネス・オピニオン)は取得しておりません。詳細については、上記「(3)算定に関する事項」をご参照ください。なお、マクサスに対する報酬には、本取引の成立等を条件に支払われる成功報酬は含まれておりません。

##### 本投資法人における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得

###### ( ) 設置等の経緯

上記「(2)本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針」の「(イ)本投資法人における意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、本投資法人は、本書提出日現在において、公開買付者の子会社ではなく、本取引は支配株主による公開買付けには該当しないものの、公開買付者が投信法に基づき本投資法人の資産の運用に係る業務の委託を受けた本資産運用会社の親会社の子会社であり、かつ、本投資法人の唯一の執行役員である藤原勝氏は本資産運用会社の代表取締役社長を兼任していることを踏まえ、本投資法人の役員会による恣意的な判断を防止し、その公正性・透明性を確保することを目的として、2022年4月6日、本資産運用会社並びに公開買付者、リニューアブル・ジャパン及びオペレーターSPCとの間で利害関係を有しておらず、独立性が担保されている本投資法人の監督役員である藤本幸弘氏及び加藤光生氏、並びに外部の有識者である関口尊成氏(弁護士、日比谷中田法律事務所)及び角野里奈氏(公認会計士、角野里奈公認会計士事務所)の4名によって構成される本特別委員会を設置いたしました。なお、本投資法人は、本特別委員会の委員として設置当初からこの4名を選定しており、本特別委員会の委員を変更した事実はありません。また、本特別委員会の委員の報酬は、答申内容にかかわらず支給される時間制の報酬のみとしており、本取引の成立等を条件とする成功報酬は採用しておりません。

そして、本投資法人は、本特別委員会に対して、以下の諮問を行っております。

A) 本投資法人の価値ないし投資主の共同の利益の最大化に資するものであるか否かという観点を踏まえた上で、本取引の是非について、調査・検討及び評価し、勧告又は意見すること

B) 本投資法人の役員会が判断すべき事項のうち、本投資法人が本特別委員会に随時諮問する事項及び本特別委員会が本投資法人の役員会に勧告又は意見すべきと考える事項について、調査・検討及び評価し、勧告又は意見すること

また、本投資法人は、本特別委員会に対しては、以下の権限を付与しております。

A) 本公開買付けの取引条件等の交渉を行う権限（本投資法人の役職員やアドバイザーを通じた間接的な交渉を含み、本投資法人はこれに協力する。）

B) 適切な判断を確保するために、財務アドバイザー・第三者評価機関や法務アドバイザー（以下「アドバイザー等」という。）を選任し、又は、本投資法人のアドバイザー等を指名もしくは承認（事後承認を含む。）する権限（なお、特別委員会は、本投資法人のアドバイザー等が高い専門性を有しており、独立性にも問題がないなど、特別委員会として本投資法人のアドバイザー等を信頼して専門的助言を求めることができると判断した場合には、本投資法人のアドバイザー等に対して専門的助言を求めることができるものとする。）

C) 適切な判断を確保するために、本投資法人の役職員その他特別委員会が必要と認める者に特別委員会への出席を要求し、必要な情報について説明を求め、また、本投資法人の役職員から本取引に関する検討及び判断に合理的に必要な情報を受領する権限

( ) 検討の経緯

本特別委員会は、2022年4月6日から同年5月12日までに合計16回開催されたほか、各会日間においても、電子メール等の方法により、報告、協議及び検討を行う等して、本諮問事項に関して、慎重に検討を行いました。

具体的には、2022年4月6日開催の第1回特別委員会において、西村あさひ法律事務所の独立性及び専門性に問題がないことを確認し、本特別委員会のリーガル・アドバイザーともすることを全委員異議無く承認しました。また、2022年4月20日開催の第5回特別委員会において、マクサスの独立性及び専門性に問題がないことを確認し、本特別委員会の第三者算定機関としてのファイナンシャル・アドバイザーともすることを全委員異議無く承認しました。

その後、本特別委員会は、本投資法人の執行役員である藤原勝氏から、本投資法人の事業概要、事業環境、経営課題、事業計画の内容及び前提並びに本取引の本投資法人の事業に対する影響等についての説明を受け、これらの点に関する検討及び協議を行いました。また、本特別委員会は、公開買付者から、本投資法人の事業環境、経営課題を含む本取引の背景・経緯、本取引によって創出が見込まれるシナジーの有無やその内容を含む本取引の意義・目的、本取引の手續・条件等について説明を受け、これらの点に関する検討及び協議を行いました。

また、上記「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針」の「(イ) 本投資法人における意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、本特別委員会は、2022年4月18日に公開買付者から本公開買付価格を105,000円とする旨の初回の価格提案を受領して以降、マクサスから本投資法人投資口の価値算定結果に関する報告、公開買付者との交渉方針に関する助言を受けるとともに、西村あさひ法律事務所から本取引における手續の公正性を確保するための対応等についての法的助言を受け、これらを踏まえて、本取引の是非及び取引条件の妥当性について慎重に検討を行い、直接、公開買付者との間において、公開買付者のファイナンシャル・アドバイザーである野村證券を介して、本公開買付価格を含む本取引における諸条件について、継続的に協議・交渉を行いました。具体的には、本特別委員会は、2022年4月18日に、本公開買付価格を105,000円とする旨の提案を受けたものの、同月22日、プレミアム水準が低く、不十分な価格であるとして、本公開買付価格の大幅な引上げを要請しました。その後、本特別委員会は、同月27日に、本公開買付価格を110,000円とする旨の提案を受けたものの、同年5月1日、投資法人の特殊性に鑑みると、類似投資法人比較法による評価額の説明力も高いものと考えられ、当該手法に評価等を踏まえると、必ずしもまだ十分な価格ではないとして、本公開買付価格の再度の引上げを要請しました。その結果、長期的に本投資法人の投資口を保有されている本投資法人の投資主の皆様取得価格を上回るという観点から、最終提案を行った2022年5月9日の直前営業日である同月6日から遡ること過去4年間の最高値である112,000円を上回る価格であり、かつ最近の市場での取引価格に一定のプレミアムを加えるという観点から、最終提案を行った2022年5月9日の直前営業日である同月6日を基準日とした東京証券取引所インフラファンド市場における本投資法人投資口の取引終値104,300円、同日までの過去1ヶ月間の終値の単純平均値103,672円、同日までの過去3ヶ月間の終値の単純平均値101,743円、同日までの過去6ヶ月間の終値の単純平均値103,516円のいずれの金額にも10%を超えるプレミアムを付した金額として、リニューアブル・ジャパンから、同月9日に、本公開買付価格を115,000円とする旨の最終提案を受けました。その後、本特別委員会は、同月9日、本公開買付価格を115,000円とする旨の最終提案を受け、同月10日、「( ) 判断内容」に記載の点から、115,000円は本投資法人の投資主に対して本公開買付けへの応募を推奨するにあたり妥当な金額であると判断し、本公開買付価格を115,000円とすることを応諾する旨の回答を行いました。

( ) 判断内容

本特別委員会は、上記のとおり本諮問事項について慎重に協議・検討を重ねた結果、2022年5月12日、本投資法人役員会に対し、委員全員の一致で、大要以下を内容とする本答申書を提出いたしました。

(ア) 本取引の目的の合理性(本取引後の運用方針・運用体制を含む。)

(a) 本投資法人の事業内容・経営方針、事業環境及び経営課題、本取引の検討に至る経緯

本特別委員会は、本取引の目的及び本取引により向上することが見込まれる本投資法人の企業価値の具体的内容等について、本投資法人及び公開買付者らから、概要、以下の説明(なお、本特別委員会が本投資法人及び公開買付者らに対して質疑を行い、その回答として説明された内容を含む。)を受けた。

公開買付者らは、上記「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「 本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針」に記載のとおり、本投資法人のポートフォリオ構築方針に沿う再生可能エネルギー発電設備に対する投資需要の増加に伴う、再生可能エネルギー発電設備の売買価格の高騰傾向を受け、本投資法人が配当性向維持等の観点から当該発電設備の取得を検討できない事態が続いており、今後も同様の事態が続くことが懸念されると認識している。

本投資法人としても、そのポートフォリオの90%以上を太陽光発電設備等で構築することを投資方針とし、本投資法人のメインスポンサーである公開買付者ら及びその共同スポンサーである東急不動産と協働して、資産規模の拡大を通じ、中長期的に安定した成長を実現することを目指している中、FIT制度導入以降、再生可能エネルギー発電設備の設置が進むとともに、再生可能エネルギー発電設備を組み込んだファンドの組成が進んだことなどにより再生可能エネルギー発電設備等の購入需要が増大し、再生可能エネルギー発電設備等の購入価格は近年上昇傾向が続いており、当該傾向が続くと、本投資法人の投資方針に適合する再生可能エネルギー発電設備等を希望どおりの価格、時期その他の条件で取得できない可能性が高まっていると考えている。本投資法人においては、現在まで、再生可能エネルギー発電設備等の新規取得を継続してきているものの、実際に、近年、価格条件等が折り合わず再生可能エネルギー発電設備等の取得を検討できないケースが出現してきており、こうしたケースが増加、継続した場合、中長期的に安定的な成長を実現するために必要な資産規模の拡大を実現できず、本投資法人が利回りの向上や収益の安定化等のために最適なポートフォリオを維持できず、本投資法人の収益性に悪影響を及ぼす可能性があると考えている。

また、公開買付者らは、上記「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「 本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針」に記載のとおり、リニューアブル・ジャパングループにおいて、FIT制度に基づく売電からFIP制度・Non-FIT売電への移行に対応するため、自己の経営基盤、即ち信用力の安定化、卸電力市場取引に耐え得るシステムや人員体制の構築などより広範な事業運営能力が必要になること、及び、出力抑制の実施地域の拡大による売電における逸失利益の増加や、総予想発電量(P50)に基づく業界標準より高い水準の賃料保証(固定賃料)という本投資法人に有利な賃貸条件の設定等による「逆ザヤ」が続く可能性があることと認識している。

本投資法人としても、本投資法人の事業の運営及び成長にとって、メインスポンサーであるリニューアブル・ジャパングループによる支援は重要性があると認識しているところ、( )リニューアブル・ジャパングループの事業方針が変更を迫られ、これに伴いリニューアブル・ジャパングループにおける本投資法人の位置づけが変化した場合や、( )リニューアブル・ジャパングループの業績もしくは財政状態が悪化した場合には、中長期的に、本賃貸スキームの維持やリニューアブル・ジャパングループからの従前通りの支援が困難になる可能性があり、これらのリスクが将来的に顕在化した場合、本投資法人において安定的な収益性の維持・向上が困難になり、分配金の減少が生じる可能性があると考えている。

(b) 本取引の目的、本取引によるシナジー及び本取引後の企業価値向上施策等

公開買付者らは、本取引により、再生可能エネルギー発電設備等の保有と運営を一体化することを目的としており、これにより、「逆ザヤ」を解消するとともに、機動的かつ効率的な再生可能エネルギー発電設備等の運用が実現され、再生可能エネルギー業界における政策や制度の導入・変更状況や技術イノベーションに対応する新たな施策を機動的に決定・実行することができることとなり、発電事業収益拡大に資する技術イノベーションの迅速な適用など、本投資法人の保有資産の潜在的な価値創出・価値の向上につながるほか、ストラクチャーが簡素化し重複した間接部門が削減される等のシナジーが見込まれると認識している。

本投資法人としても、本取引を通じて、本投資法人の保有する再生可能エネルギー発電設備等の保有と発電の主体を一体化することにより、再生可能エネルギー業界における政策や制度の導入・変更状況や技術イノベーションに対応する新たな施策を機動的に決定・実行することができる機動的かつ効率的な再生可能エネルギー発電設備等の運用を実現することで、本投資法人の保有資産の潜在的な価値創

出・価値の向上につなげることができ、本投資法人の企業価値向上に資することができる」と認識している。加えて、非公開化により、上場維持に要するコストの削減が見込まれるとともに、配当性向の維持や本資産運用会社制定の運用ガイドラインにおいて定められた期末総資産有利子負債比率（LTV）の上限值60%を遵守する必要がなくなるため、より効果的な事業拡大が可能になると認識している。

(c) 代替的な企業価値向上施策等の可能性の検討

公開買付者以外の第三者が、本投資法人を取得し、又はリニューアブル・ジャパングループに代わり、総予想発電量（P50）に基づく業界標準より高い水準の賃料保証（固定賃料）を維持しつつ運営支援体制を提供する場合、代替的な企業価値向上施策になり得る。もっとも、公開買付者からは、オペレーターSPC以上に本投資法人に有利な条件で本賃貸スキームを維持できるオペレーターは想定しにくいとの説明を受けており、公開買付者らの説明は、公開買付者らにおいて「逆ザヤ」が生じている状況等からは、必ずしも不合理とはいえない。また、上記「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針」に記載のとおり、本投資法人の上場を維持したまま、再生可能エネルギー発電設備等の保有と運営を実現することは、規制上、困難である。

加えて本件では、下記「(イ) 本取引に係る手続の公正性」の「(c) 他の買付者からの買付機会を確保するための措置」に記載のとおり、合理的なマーケット・チェックがなされることが想定されている。

(d) 当委員会における検討

本投資法人及び公開買付者から説明を受けた、上記の内容に特段の不合理な点は認められず、本取引は、本投資法人の企業価値向上に資すると認められ、また、少なくとも中長期的に、安定的なキャッシュフローの維持・向上が得られなくなる可能性があるところ、こうしたリスクが顕在化する前に、投資主に投資回収の機会を与えることには、合理性が認められる。したがって、本特別委員会は、本取引の目的は合理性を有すると判断するに至った。

(イ) 本取引に係る手続の公正性

(a) 独立した特別委員会の設置

本投資法人は、2022年3月18日、公開買付者から本取引の方法及びスケジュールに関する提案書を受領した後、本投資法人が公開買付者の子会社ではなく、本取引は支配株主による公開買付けには該当しないものの、公開買付者が投信法に基づき本投資法人の資産の運用に係る業務の委託を受けた本資産運用会社の親会社の子会社であり、かつ、本投資法人の唯一の執行役員である藤原勝氏は本資産運用会社の代表取締役社長を兼任していることを踏まえ、本投資法人役員会による恣意的な判断を防止し、その公正性・透明性を確保することを目的として、2022年4月6日開催の役員会の決議に基づき、本資産運用会社並びに公開買付者ら及びオペレーターSPCとの間で利害関係を有しておらず、独立性が担保されている本投資法人の監督役員である藤本幸弘氏及び加藤光生氏、並びに外部の有識者である関口尊成氏（弁護士、日比谷中田法律事務所）及び角野里奈氏（公認会計士、角野里奈公認会計士事務所）の4名によって構成される本特別委員会を設置している。なお、本特別委員会の委員の報酬は、答申内容にかかわらず支給される時間制の報酬のみとしており、本取引の成立等を条件とする成功報酬は採用していない。

また、本投資法人役員会は、本特別委員会への諮問にあたり、本特別委員会の判断内容を最大限尊重して本取引に係る意思決定を行うものとし、本特別委員会が本取引の取引条件が妥当でないと判断した場合には、本取引に賛同しないことを決議している。また、本投資法人役員会は、( ) 本公開買付けの取引条件等の交渉を行う権限、( ) アドバイザー等を選任し、又は、本投資法人のアドバイザー等を指名もしくは承認する権限、及び( ) 適切な判断を確保するために、本投資法人の役職員その他特別委員会が必要と認める者に特別委員会への出席を要求し、必要な情報について説明を求め、また、本投資法人の役職員から本取引に関する検討及び判断に合理的に必要な情報を受領する権限を付与することを決議している。

(b) 外部専門家からの独立した専門的助言等の取得

本投資法人は、本公開買付けに関する意見表明を行うにあたり、公開買付者から提示された本公開買付価格に関する本投資法人の意思決定の過程における公正性を担保するために、本投資法人及び公開買付者から独立した第三者算定機関としてのファイナンシャル・アドバイザーであるマクサスに対して、本投資法人の投資口価値の算定を依頼し、2022年5月11日付で投資口価値算定書を取得している。また、本特別委員会は、マクサスから、交渉過程において投資口価値の試算及びその過程の説明を逐次受け、当該試算過程における説明や投資口価値算定書から得られる情報を重要な参考情報として位置付けて、本公開買付価格の交渉方針を検討するとともに、本公開買付価格の妥当性を検証した。



また、本投資法人は、本投資法人役員会の意思決定の公正性及び適正性を担保するために、本投資法人及び公開買付者から独立したリーガル・アドバイザーとして西村あさひ法律事務所を選任し、本特別委員会は、西村あさひ法律事務所から、本公開買付けを含む本取引に関する本投資法人役員会の意思決定の方法及び過程その他の意思決定にあたっての留意点に関する法的助言を受けている。

(c) 他の買付者からの買付機会を確保するための措置

公開買付者は、公開買付期間として、法令に定められた最短期間が20営業日であるところ、30営業日に設定している。また、本投資法人は、公開買付者との間で、本投資法人が公開買付者以外の者（以下「対抗的買収提案者」という。）と接触することを禁止するような取引保護条項を含む合意等、当該対抗的買収提案者が本投資法人との間で接触することを制限するような内容の合意を行っておらず、対抗的な買付け等の機会を妨げないこととしている。このように本取引においては、公表後に対抗的買収提案者が対抗提案を行うことが可能な環境を構築した上でM&Aを実施することによる、いわゆる間接的なマーケット・チェックが実施されている。なお、本取引においては、市場における潜在的な買収者の有無を調査・検討する、いわゆる積極的なマーケット・チェックは実施されていないものの、経済産業省の策定した2019年6月28日付「公正なM&Aの在り方に関する指針 - 企業価値の向上と株主利益の確保に向けて - 」の「第3章 実務上の具体的対応（公正性担保措置）」の「3.4 他の買収者による買収提案の機会の確保（マーケット・チェック）」において、積極的なマーケット・チェックについては、M&Aに対する阻害効果の懸念や情報管理の観点等の実務上の問題も指摘されており、常に実施することが望ましい措置とまではされていない。本取引においても、積極的なマーケット・チェックに関しては、M&Aに対する阻害効果の懸念や情報管理の観点等から実務上その実施は必ずしも容易とはいえず、他方で、上記のとおり、間接的なマーケット・チェックが採用されていることに鑑み、積極的なマーケット・チェックを実施しなくとも特段、本取引の公正性が阻害されることはないと考えられる。

(d) マジョリティ・オブ・マイノリティ条件

公開買付者は、本公開買付けにおいて133,732口（所有割合66.67%）を買付予定数の下限としており、応募株券等の総数がかかる買付予定数の下限に満たない場合は、応募投資口の全部の買付け等を行わないこととしている。買付予定数の下限である133,732口は、2022年5月12日現在の本投資法人の発行済投資口の総口数（200,598口）から公開買付者及びその特別関係者が所有する本投資法人投資口（3,060口）を控除した投資口数（197,538口）を2で除した口数に1口を加えた口数（98,770口）を上回っており、マジョリティ・オブ・マイノリティ（majority of minority）に相当する下限が設定されている。

(e) 強圧性の排除

公開買付者は、上記「(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針（いわゆる二段階買収に関する事項）」に記載のとおり、本公開買付けの成立後、公開買付者が本投資法人の総投資主の議決権の数の全てを保有するに至らなかった場合には、公開買付者は、本投資口併合を行うため、本臨時投資主総会を開催することを、本公開買付けの決済の完了後速やかに本投資法人に要請することとしており、本投資口併合を行う際に、非応募投資主に対価として交付される金銭は、本公開買付価格（ただし、何らかの理由により、本投資法人の2022年7月期に係る分配が行われた場合には、本公開買付価格から2022年7月期に係る1口当たりの分配金の金額を控除した金額）と同一になるよう算定されることを明らかとしていることから、本公開買付けに応募しない投資主が不利に取り扱われるような推測を生じさせるといった事情は存在せず、また、上記「(c) 他の買付者からの買付機会を確保するための措置」に記載のとおり、公開買付期間が比較的長期に設定されていることと相俟って、本投資法人の投資主が本公開買付けに応募するか否かについて適切に判断を行う機会を確保し、これをもって強圧性が生じないように配慮されている。

(f) 本特別委員会における検討結果

以上の点を踏まえ、本特別委員会において、慎重に協議・検討した結果、本特別委員会は、本取引に係る手続は公正なものであると判断するに至った。

(ウ) 本取引の取引条件の公正性・妥当性

(a) 投資口価値算定結果について

本投資法人が、本投資法人及び本資産運用会社並びに公開買付者ら及びオペレーターSPCから独立した第三者算定機関としてのファイナンシャル・アドバイザーであるマクスから取得した投資口価値算定書によれば、本投資法人投資口の1口当たりの価値は、市場投資口価格平均法によると、101,904円～103,900円、類似投資法人比較法によると、84,948円～131,327円、DCF法によると、86,741円～91,907円、DDMによると、87,977円～92,151円、修正純資産法によると、84,948円とされているとこ

る、本公開買付価格は、115,000円であり、市場投資口価格平均法、DCF法、DDM及び修正純資産法による投資口価値算定結果のレンジの上限又は値を上回っており、かつ、類似投資法人比較法による投資口価値算定結果のレンジの範囲内である。そして、本特別委員会は、マクサスから、マクサスの投資口価値評価に用いられた算定方法等について、評価手法の選択、類似投資法人比較法における類似投資法人及びマルチプル（倍率指標）の選択、DCF法による算定の基礎となる本投資法人の事業計画の作成方法・作成過程及び内容、割引率の算定根拠等について、詳細な説明を受けるとともに、質疑応答を行った上で検討した結果、一般的な評価実務に照らして不合理な点は認められなかった。

(b) プレミアムの水準

本公開買付価格115,000円は、本公開買付けの公表日の前営業日である2022年5月11日の東京証券取引所インフラファンド市場における本投資法人投資口の終値103,900円に対して10.68%、同日までの過去1ヶ月間の終値の単純平均値103,667円に対して10.93%、同日までの過去3ヶ月間の終値の単純平均値101,904円に対して12.85%、同日までの過去6ヶ月間の終値の単純平均値103,380円に対して11.24%のプレミアムをそれぞれ加えた価格となっている。

本公開買付価格にかかるプレミアムの水準は、上場株式会社を対象に、買付予定数の上限を設定せず非公開化を前提として実施された公開買付けのうち、2021年5月から2022年4月に公表された45事例におけるプレミアム水準（平均値は、公表日の前営業日終値に対して45.8%、直近1ヶ月間の終値平均に対して47.3%、直近3ヶ月の終値平均に対して48.0%、直近6ヶ月間の終値平均に対して48.5%であり、中央値は、公表日の前営業日終値に対して42.4%、直近1ヶ月間の終値平均に対して42.7%、直近3ヶ月の終値平均に対して42.2%、直近6ヶ月間の終値平均に対して46.1%である。）と比較して高いとはいえないものの、本特別委員会は、マクサスからの助言も踏まえ、大要、( )上場インフラファンドは、基本的に発電設備等のアセットの集合体としての性格を有し、これらのアセットから得られる受取賃料が、当該ファンドの持分価値の源泉であること、( )インフラファンドの運用対象は、基本的には再生可能エネルギー発電設備とその関連設備に限られており、また、主要な資産である発電設備等の経済的耐用年数は通常25年程度と有限であること、( )したがって、事業環境の変化に応じて経営資源の配分パターンを変更しつつ、基本的に無期限の事業継続を前提とする一般の株式会社とは、経営の自由度という点で大きく異なる（インフラファンドの場合には相当程度限定されている）と考えられ、M&A等により経営体制に違いが生じる場合であっても、インフラファンドの価値が変動する範囲は、一般に株式会社の場合と比べて限定的と考えられることから、当該プレミアムの水準をもって本公開買付価格の妥当性が否定されるものではないと考えられる。

そして、本投資法人は、少なくとも中長期的に、安定的なキャッシュフローの維持・向上が得られなくなる可能性があり、かかるリスクが顕在化した場合、本投資法人において安定的な収益性の維持・向上が困難になり、分配金の減少が生じる可能性があること、及び本公開買付価格は、過去1年間の本投資法人の市場投資口価格の最高値を上回っていることを考慮すると、むしろ有用な投資回収の機会であると考えた。

(c) 取引条件に係る協議・交渉過程について

本特別委員会は、マクサスから本投資法人投資口の価値算定結果に関する報告、公開買付者との交渉方針に関する助言を受けるとともに、西村あさひ法律事務所から本取引における手続の公正性を確保するための対応等についての法的助言を受け、これらを踏まえて、本取引の是非及び取引条件の妥当性について慎重に検討を行い、公開買付者との間においても複数回の交渉を行っている。具体的には、本特別委員会は、直接、延べ3回にわたり、公開買付者との間において、公開買付者のファイナンシャル・アドバイザーである野村證券を介して、価格交渉を実施した。

かかる交渉の結果、公開買付者の当初の提案である本投資法人の投資口1口当たり105,000円という価格から、公開買付者が本公開買付価格を115,000円とすることに同意するまで、公開買付者から、10,000円の価格引き上げを引き出すことに成功している。

(d) 本特別委員会における検討結果

以上の点を踏まえ、本特別委員会において、慎重に協議・検討した結果、本特別委員会は、本取引の取引条件は妥当なものであると判断するに至った。

以上のとおり、本取引は本投資法人の価値ないし投資主の共同の利益の最大化に資するものであり、本取引の目的は合理性を有すると考えられ、また、本取引に係る手続は公正なものであり、かつ、本取引の取引条件は妥当なものであると考えられる。したがって、本特別委員会は、本投資法人役員会が本公開買付けに賛同意見を表明し、また、本投資法人の投資主に対して本公開買付けへの応募を推奨することも妥当であると判断するに至った。

#### 本投資法人における独立した法律事務所からの助言

本投資法人は、本投資法人役員会の意思決定の公正性及び適正性を担保するために、本投資法人及び公開買付者から独立したリーガル・アドバイザーとして西村あさひ法律事務所を選任し、本公開買付けを含む本取引に関する本投資法人役員会の意思決定の方法及び過程その他の意思決定にあたっての留意点に関する法的助言を受けております。

なお、西村あさひ法律事務所は、本投資法人及び公開買付者の関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して重要な利害関係を有しておりません。本特別委員会は、西村あさひ法律事務所の独立性及び専門性に問題がないことを確認した上で、本投資法人のリーガル・アドバイザーとして承認しております。また、西村あさひ法律事務所に対する報酬には、本取引の成立等を条件に支払われる成功報酬は含まれておりません。

#### 本投資法人における利害関係を有しない役員全員の承認

上記「(2)本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針」の「(イ)本投資法人における意思決定の過程及び理由」のとおり、本投資法人は、西村あさひ法律事務所から受けた法的助言を踏まえつつ、本答申書において示された本特別委員会の判断内容を最大限尊重しながら、本公開買付けを含む本取引が本投資法人の価値ないし投資主の共同の利益の最大化に資する否か、及び本公開買付け価格を含む本取引に係る取引条件が妥当なものか否かについて、慎重に協議・検討を行いました。

その結果、本投資法人は、上記「(2)本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針」の「(イ)本投資法人における意思決定の過程及び理由」のとおり、本投資法人が保有する再生可能エネルギー発電設備等の保有と運営の一体化によりシナジー効果を見込むことができ、また、非公開化によるコスト削減、及びより効果的な事業拡大が可能となることから、本公開買付けを含む本取引が本投資法人の価値ないし投資主の共同の利益の最大化に資するものであると判断し、また、本公開買付け価格は、マクサスによる投資口価値算定結果のうち、市場投資口価格平均法、DCF法、DDM及び修正純資産法による投資口価値算定結果のレンジの上限又は値を上回っており、かつ、類似投資法人比較法による投資口価値算定結果のレンジの範囲内であり、本公開買付け価格に係るプレミアム水準は、本公開買付け価格の妥当性を否定するものではなく、むしろ有用な投資回収の機会であると考え、本公開買付け価格を含む本取引に係る取引条件は妥当なものであると判断し、2022年5月12日開催の役員会において、審議及び決議に参加した本投資法人の役員全員一致（本投資法人の執行役員1名及び監督役員2名のうち、執行役員である藤原勝氏を除く、審議及び決議に参加した2名の全員一致）で、本公開買付けに賛同する旨の意見を表明するとともに、本投資法人の投資主の皆様に対し、本公開買付けへの応募を推奨することを決議いたしました。

なお、本投資法人の執行役員である藤原勝氏は、公開買付者の親会社の子会社である本資産運用会社の代表取締役社長を兼任しているため、利益相反防止の観点から、本投資法人役員会における本取引に係る審議及び決議に参加しておらず、また、本投資法人の立場で公開買付者との本取引の協議・交渉に参加しておりません。

#### 取引保護条項の不存在

公開買付者は、本投資法人との間で、本投資法人が対抗的買収提案者と接触することを禁止するような取引保護条項を含む合意等、当該対抗的買収提案者が本投資法人との間で接触することを制限するような内容の合意を行っておらず、対抗的な買付け等の機会を妨げないこととすることにより、本公開買付けの公正性の担保に配慮しているとのことです。

#### 本投資法人の投資主が本公開買付けに応募するか否かについて適切に判断を行う機会を確保するための措置

公開買付者は、上記「(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針（いわゆる二段階買収に関する事項）」に記載のとおり、本投資口併合を行う際に、非応募投資主に対価として交付される金銭は、本公開買付価格（ただし、何らかの理由により、本投資法人の2022年7月期に係る分配が行われた場合には、本公開買付価格から2022年7月期に係る1口当たりの分配金の金額を控除した金額とします。）と同一になるよう算定されることを明らかとしていることから、本投資法人の投資主の皆様が本公開買付けに応募するか否かについて適切に判断を行う機会を確保し、これをもって強圧性が生じないように配慮しているとのことです。

また、公開買付者は、公開買付期間として、法令に定められた最短期間が20営業日であるところ、30営業日に設定しているとのことです。公開買付期間を比較的長期に設定することにより、本投資法人の投資主の皆様の本公開買付けに対する応募について適切な判断機会を確保するとともに、対抗的買収提案者にも本投資法人投資口の買付け等を行う機会を確保し、もって本公開買付価格の公正性を担保することを企図しているとのことです。

#### マジョリティ・オブ・マイノリティを上回る買付予定数の下限の設定

公開買付者は、本公開買付けにおいて133,732口（所有割合66.67%）を買付予定数の下限としており、応募株券等の総数がかかる買付予定数の下限に満たない場合は、応募投資口の全部の買付け等を行わないとのことです。買付予定数の下限である133,732口は、本書提出日現在の本投資法人の発行済投資口の総口数（200,598口）から公開買付者及びその特別関係者が所有する本投資法人投資口（3,060口）を控除した投資口数（197,538口）を2で除した口数に1口を加えた口数（98,770口）を上回っているとのことです。これは、本公開買付けにおける買付予定数の下限が、いわゆるマジョリティ・オブ・マイノリティ（majority of minority）に相当する数を上回っていることを意味しており、公開買付者は、本投資法人の投資主の皆様を重視し、公開買付者を除く投資主の皆様が少なくとも過半数の賛同が得られない場合には、本公開買付けを行わないこととし、本公開買付けの公正性を担保することとしているとのことです。

なお、上記の記載のうち、公開買付者において実施した措置については、公開買付者から受けた説明に基づくものです。

#### (7) 本公開買付けに関する重要な合意

該当事項はありません。

#### 4 【役員が所有する株券等の数及び当該株券等に係る議決権の数】

該当事項はありません。

#### 5 【公開買付者又はその特別関係者による利益供与の内容】

該当事項はありません。

#### 6 【会社の支配に関する基本方針に係る対応方針】

該当事項はありません。

#### 7 【公開買付者に対する質問】

該当事項はありません。

#### 8 【公開買付期間の延長請求】

該当事項はありません。

以 上