

2022年6月20日

各 位

インフラファンド発行者名

カナディアン・ソーラー・インフラ投資法人

代表者名 執行役員 柳澤 宏

(コード番号 9284、インフラファンド市場)

管理会社名

カナディアン・ソーラー・アセットマネジメント株式会社

代表者名 代表取締役社長 柳澤 宏

問合せ先 財務企画部長 吉田 圭一

TEL: 03-6279-0311

特別委員会の回答に対する本投資法人の資産運用グループの回答のお知らせ

カナディアン・ソーラー・インフラ投資法人（以下「本投資法人」といいます。）は、本投資法人の資産運用会社であるカナディアン・ソーラー・アセットマネジメント株式会社（以下「本資産運用会社」といいます。）及び本投資法人のスポンサーであるカナディアン・ソーラー・プロジェクト株式会社（以下「本スポンサー」といい、本資産運用会社とあわせて「本資産運用会社グループ」といいます。）より、日本再生可能エネルギーインフラ投資法人（以下「RJIF」といいます。）が2022年6月17日付で公表した「カナディアン・ソーラー・インフラ投資法人の資産運用会社グループによる2022年6月13日付「御提案書」に対する本特別委員会の回答に関するお知らせ」と題するプレスリリース（以下「RJIF プレスリリース」といいます。）に記載のとおり、本資産運用会社グループは、2022年6月17日に、日本再生可能エネルギーインフラ投資法人特別委員会（以下「本特別委員会」といいます。）から「2022年6月13日付「御提案書」に対するご回答」（以下「本ご回答」といい、本資産運用会社グループが2022年6月13日付「ご提案書」において実施した本投資法人とRJIFとの合併の提案を「本ご提案」といいます。）と題する書簡を受領し、同書簡において、合同会社アールジェイ7号（以下「公開買付者」といいます。）によるRJIFの投資口を対象とする公開買付け（以下「本公開買付け」といいます。）の公開買付期間を2022年8月5日まで延期するように公開買付者に要請すること（以下「本延期要請」といいます。）は行わない旨の回答を受けたことについて、同日、報告を受けましたのでお知らせいたします。

本資産運用会社グループによれば、RJIF プレスリリースに記載のとおり、本ご回答は、本公開買付けに係る時間的な制約に鑑み、2022年6月17日時点で本延期要請は行わないとのご判断のことですが、本資産運用会社グループとしては、引き続き、本ご提案がRJIFの価値ないし投資主の共同の利益の最大化に資すると強く考えるため、本ご回答における、本特別委員会が、本ご提案につき引き続き真摯かつ慎重に検討し、本資産運用会社グループとの間で必要かつ適切なコミュニケーションを取る予定とのご見解も踏まえ、今後のご検討及びご協議に向けて、あらためてその理由を説明することを目的として、本ご回答に対する返答（以下「本返答」といいます。）を行ったとのことです。

本返答の内容につきましては、別紙として添付しております2022年6月20日付「2022年6月17日付「2022年6月13日付「御提案書」に対するご回答」に対するご返答」をご参照ください。

本ご提案に関して、今後開示すべき事項が発生した場合には、適時適切に開示いたします。

以上

※注 「本資産運用会社グループ」には、本スポンサーも含まれているため、第三者からの伝聞的な表現としておりますが、本資産運用会社が主体となる場合には、自らの認識・行動の意味も含むものであります。

本投資法人のホームページアドレス：<https://www.canadiansolarinfra.com>

2022年6月20日

日本再生可能エネルギーインフラ投資法人
特別委員会 御中

カナディアン・ソーラー・アセットマネジメント株式会社
代表取締役社長 柳澤 宏
カナディアン・ソーラー・プロジェクト株式会社
代表取締役 山田 亮太

2022年6月17日付「2022年6月13日付「御提案書」に対するご回答」に対するご返答

拝啓

貴投資法人ますますご清祥のこととお慶び申し上げます。平素は格別のご高配を賜り、厚く御礼申し上げます。

この度は、2022年6月17日付「2022年6月13日付「御提案書」に対するご回答」において、2022年6月13日付「御提案書」（以下「本ご提案」といいます。）に対するご回答（以下「本ご回答」といいます。）を頂きましたこと、厚く御礼申し上げます。

本ご回答の中で、貴投資法人は、貴特別委員会において本ご提案の内容について検討した結果、合同会社アールジェイ7号（以下「公開買付者」といいます。）による日本再生可能エネルギーインフラ投資法人の投資口を対象とする公開買付け（以下「本公開買付け」といいます。）に係る公開買付期間を2022年8月5日まで延長するように公開買付者に要請すること（以下「本延期要請」といいます。）は行わない、との結論に達したとご回答されております。

本ご回答は、本公開買付けに係る時間的な制約に鑑み、2022年6月17日時点で本延期要請は行わないとのご判断であり、本ご提案について、今後、貴特別委員会において検討しないことを意味するものではなく、また、貴特別委員会は、本ご提案につき、引き続き真摯かつ慎重に検討され、カナディアン・ソーラー・アセットマネジメント株式会社（以下「CSAM」といいます。）及びカナディアン・ソーラー・プロジェクト株式会社（以下「CSP」といいます。）との間で、必要かつ適切なコミュニケーションを取る予定とのことですので、CSAM及びCSPとしては、今後、本ご提案について必要かつ十分にご検討及びご協議を頂けるものと理解いたしました。本ご提案をご検討頂く機会を設けて頂きましたことにつき、重ねて、厚く御礼申し上げます。

繰り返しとなりますが、本ご提案が貴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と強く考えるため、今後のご検討及びご協議に向けて、再掲となる部分もごさいますが、あらためてその理由をご説明させて頂くとともに、再度本延期要請についてご検討いただきたく、何卒よろしくお願い申し上げます。

敬具

1. 本ご提案における貴投資法人の投資主にとっての経済性

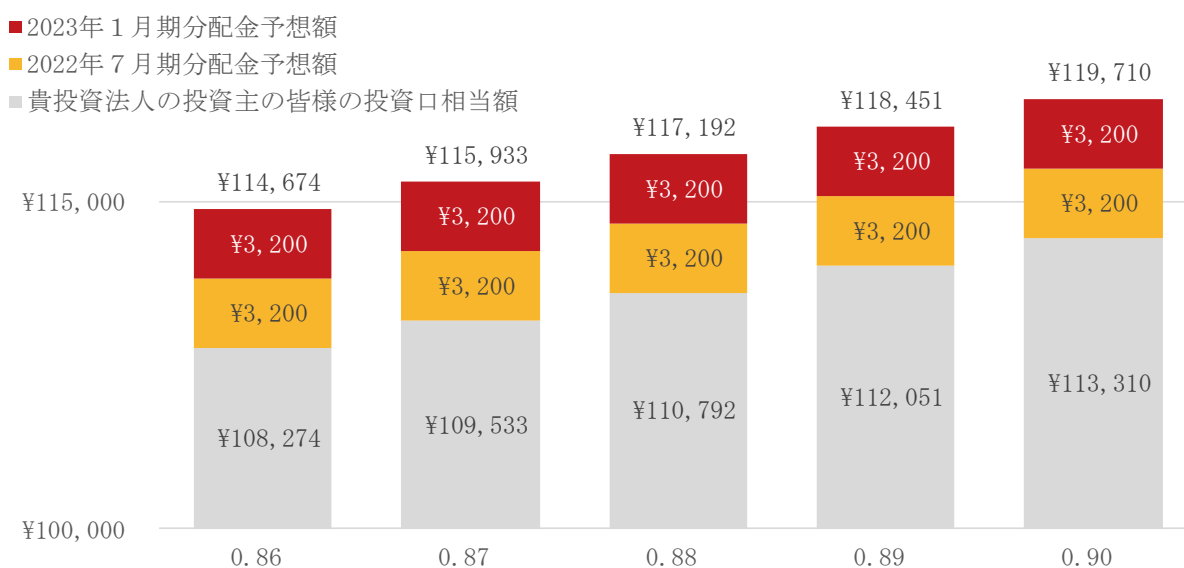
「2022年6月13日付「御提案書」に対するご回答」において、「現時点において、本ご提案における合併比率を含む諸条件は、公開買付価格を含む本公開買付けの諸条件を明らかに上回るとは判断できず」とご回答頂いておりますが、この点は、本ご提案に記載された合併比率と現時点におけるカナディアン・ソーラー・インフラ投資法人（吸収合併存続法人、以下「CSIF」といいます。）の投資口の市場価格から算出した投資口価格が本公開買付けの公開買付価格を下回っている点をご念頭に入れたご回答と推察いたします。しかし、「2022年6月13日付御提案書」に記載の通り、本ご提案による合併（以下「本合併」といいます。）に係る割当に関しては、CSIF 1 に対し、貴投資法人（吸収合併消滅法人）**0.86 以上**での実施を想定したものであり、当該数値は、現時点での公開情報及び分配金額を基に最低基準を示したものであります。デュー・ディリジェンスにより合併効果を精査した後、**0.86 を上回る合併比率**を提案・協議させて頂くことは十分にあり得ると考えております。

従いまして、現時点における判断はできずとも、デュー・ディリジェンスを含めた今後の協議の結果、本合併が貴投資法人投資主の持分価値向上に資するものであるとご判断頂けるものと確信しております。

なお、想定合併比率0.86以上及び2022年6月17日のCSIFの投資口価格終値125,900円から算出される、貴投資法人の投資主の皆様は、108,274円以上と評価され、本公開買付けの公開買付価格115,000円を下回りますが、CSAM及びCSPが想定する本合併のスケジュールでは貴投資法人の投資主の皆様は2022年7月31日及び2023年1月31日にそれぞれ1口あたり3,200円の分配金を受領されること、また、本合併後は投資主の皆様は現水準以上の分配金の受領を継続頂けることから、下図のとおり、**公開買付価格115,000円との差額は、合併後投資法人の投資口の保有を継続頂くことで比較的短期間で回収頂けるものと考えております**。但し、下図の算出結果は、あくまで現時点のCSIFの投資口価格、貴投資法人の分配金予想を基にご参考までにお示しするものであり、貴投資法人の投資主の皆様は投資口相当額を保証するものではなく、貴投資法人による分配金の確定を求めるものでもない点につきご注意ください。

合併比率ごとの継続保有される貴投資法人の投資主の皆様は経済的価値のイメージ

単位：円



加えて、2022年6月20日付でCSIFの公表した「2022年6月期（第10期）の運用状況の予想の

修正に関するお知らせ」のとおり、CSIF では、1口当たりの分配金予想を当初の 3,750 円より 50 円増加し 3,800 円としておりますが、CSIF は、本合併後も同様に可能な範囲で分配金の増額により、投資主の皆様へ分配していく方針で資産を運用する方針です。

また、本公開買付けの場合、貴投資法人の投資主が得るキャピタルゲインには課税がなされることとなりますが、本合併の場合には課税が繰り延べられ、合併後投資法人の投資口を課税なく保有して頂ける想定のため、公開買付価格 115,000 円から課税を考慮した実際の手取り額と合併後投資法人の投資口の継続保有による分配金の継続的な受領を比較頂くことで、より継続保有のメリットを感じて頂けると考えております。

2. 合併比率

本合併を実施することにより、後述のようなシナジー効果を相応に期待でき、その結果、貴投資法人が抱える事業の継続性についての諸課題を解決し、貴投資法人の価値ないし投資主の皆様への共同の利益の最大化に資すると確信しております。そのため、合併比率については、デュー・ディリジェンス及び今後の協議を経た上での判断となりますが、0.86 を上回る比率で検討を進める余地は十分にあるものと考えております。

また、本合併により、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最大規模のインフラファンドが誕生することになり、本合併後はこの資産規模の拡大によって多様な国内外の機関投資家の投資対象となり流動性が拡大することで、マルチプル、投資口価格の向上につながり、物件を取得する際の資金調達の蓋然性が高まることが期待されます。加えて、従前より取り組んでおります現行の上場インフラファンド制度が抱える諸課題の解決に向けた当局等への働きかけに際する影響力をより高め、オピニオンリーダーとして東京証券取引所インフラファンド市場の発展に一層貢献していけることが期待されます。

① 物件供給及び物件取得力の強化

CSIF は、太陽光パネルのグローバルトップ 5 企業であるカナディアン・ソーラー・グループ（以下「CS グループ」といいます。）からの強力かつ豊富なスポンサーパイプラインを有し、2021 年に建設を開始した本邦最大規模（100MW）のプロジェクトとなる福島県吾妻小富士プロジェクトを含めて、2021 年 12 月末時点におけるスポンサーポートフォリオ合計は、開発中資産を含め 30 物件/390.9MW に上ります。また、CS グループは外部投資家と共に太陽光発電所開発ファンドであるジャパン・グリーン・インフラストラクチャー・ファンドを設立し、グループとして太陽光発電所の開発を加速しました。CSIF はスポンサーの開発案件同様、同ファンドが保有する開発案件への出資持分についても優先交渉権を有しております。CSIF は、これらのスポンサーパイプライン、CSAM 独自のネットワークを利用した第三者からの物件取得ルート、及びブリッジファンドやスポンサーのバランスシートを活用したウェアハウジング機能により、継続的な物件供給及び物件取得拡大が可能となります。

② ポートフォリオの分散による運用の安定化

貴投資法人は上場インフラファンドとして最多の 55 物件のポートフォリオを全国にバランス良く、展開されています。他方、CSIF は上場インフラファンドとして最大規模となる 184MW のポートフォリオを展開し、1 発電所あたりのパネル出力は 7.4MW と貴投資法人（同 2.0MW）と比較して大規模なポートフォリオにより効率的な運営を実現しています。本合併により、全体としてポートフォリオ分散が図られるとともに、貴投資法人にとっては効率性の向上、CSIF にとっては地域分散が図られます。なお、CSIF の大規模ポートフォリオである CS 日出町第二発電所（大分県、53.4MW）、CS 益城町発電所（熊本県、47.7MW）、CS 大山町発電所（鳥

取県、27.3MW) では、オンライン化対応や出力制御を織り込んだ予測を前提に運用しており、安定的な分配金の成長に寄与しております。

③ 資産運用報酬、他管理運営費用の削減

本合併により資産運用会社、一般事務受託者、監査人等が一本化され、また O&M 業務についても最適化を図ることにより、合併後投資法人においては全体として運営費用の減少が見込まれます。特に、貴投資法人と CSIF が資産運用会社に支払う運用報酬比率は運用資産（取得価格ベース）対比で貴投資法人 0.38%（2021 年 7 月期及び 2022 年 1 月期の平均）、CSIF0.14%（2021 年 6 月期及び 2021 年 12 月期の平均）と 0.24%の差異があります。貴投資法人の比率を CSIF が CSAM に委託する運用報酬比率にそろえることで、年間約 192 百万円の削減効果が期待され、CSAM 及び CSP では、**貴投資法人の投資主の皆様が保有する貴投資法人の投資口 1 口当たり換算で年間約 961 円／口の利益が増加**すると試算しています。

④ 金利上昇リスクの排除による収益の安定化

CSIF は 2021 年 12 月末時点で金利の完全固定化を実現しております。また、2021 年 1 月には上場インフラファンド初の公募投資法人債を発行する等資金調達手段を多様化しながら、2021 年 12 月時点の LTV は 51.75%と資金調達余力を確保しております。合併後投資法人では、前各号を通じた収益力の強化、継続性・安定性の強化にともなう格付の向上が期待され、借入利息の低減による収益性の向上を図りつつ、CSIF 同様の借入金利の固定化（貴投資法人の固定金利比率：24.5%（2022 年 1 月末時点））を進めることで、金利上昇リスクの排除による収益性の安定化も図ります。

⑤ 事業運営の持続可能性の確保

合併後投資法人と再生可能エネルギー発電設備等の賃借及び発電事業及び売電事業に特化した特別目的会社との間の賃貸借契約については、CSIF における条件（基本賃料：発電予測量（P50）×（100-Y）%×**70%**×買取価格、実績連動賃料：実績発電量×（100-Y）%×買取価格－基本賃料）をベースに見直します。加えて、本合併による資産規模拡大等の効果並びに CS グループのノウハウにより、合併後投資法人のコストを削減し、貴投資法人及び貴投資法人投資主にとっての経済性を維持・向上することで、現行の上場インフラファンドとしての枠組みの中で、合併後投資法人の持続可能性・継続性を確保します。

* Y%は賃借人運営費用及びオペレーター報酬相当額の割合を意味します。Y%の水準は保有資産毎に異なりますが、3.5%、4.0%、5.0%のいずれかとなります。

なお、CSIF の 2021 年 12 月期の 1 口当たり分配金 3,750 円は、利益分配金 2,902 円、利益超過分配金 848 円で構成され、利益分配金及び利益超過分配金の分配金総額に占める割合はそれぞれ 77%及び 23%であり、貴投資法人の 2022 年 1 月期の 1 口当たり分配金 3,200 円は、利益分配金 2,090 円、利益超過分配金 1,110 円で構成され、利益分配金及び利益超過分配金の分配金総額に占める割合はそれぞれ 65%及び 35%となっております。本合併後も分配金額に変動がない場合、合併後投資法人においては、利益分配金及び利益超過分配金の分配金総額に占める割合はそれぞれ 74%及び 26%となり、貴投資法人投資主の皆様におかれては利益分配金の分配金総額に占める割合及び利益分配金の額が増大する結果となり、この点においても安定的な分配金の維持・継続を期待頂けると考えております。

また、2022 年 6 月 20 日付で CSIF の公表した「2022 年 6 月期（第 10 期）の運用状況の予想の修正に関するお知らせ」のとおり、CSIF では 1 口当たりの分配金予想を当初の 3,750 円より 50 円増加し 3,800 円としており、更には、今回の分配金増加修正においては、利益分配金の増加額が 504 円となっておりますが、CSAM としては、合併後投資法人についても同様な効果を期待することが可能と考えております。

3. 取引実行の蓋然性

「2022年6月13日付「御提案書」に対するご回答」において、「本ご提案には複数の前提条件が付されており、本公開買付けに比して取引実行の蓋然性が低い」とご判断されたとの記載がございますが、本ご提案に付した前提条件は、一般的な商慣習やCSIFの投資主に対する善管注意義務からは極めて一般的な内容であると考えております。一方で、デュー・ディリジェンスの実施等を前提条件に含めていることから、すでにデュー・ディリジェンスを実施されたうえでの本公開買付けとの比較においては、取引実行の蓋然性が低いことは当然であるかと思いません。

しかし、本ご提案は、共に業務範囲等が大きく限定された上場インフラ投資法人同士の合併であって、既に重要な情報の多くは公開されているものであり、また、保有する資産はともに太陽光発電所の関連設備・不動産のみであって、大きな類似性があり、両投資法人には、既に同様の資産を開発、運営、維持管理する関係者がおりますことから、デュー・ディリジェンスを含めた本合併の検討に関しては、相当程度短期間で行うことが可能であると考えております。

また、そもそも本ご提案は、本公開買付けの公開買付期間を2022年8月5日まで延期するように公開買付者に要請（以下「本延期要請依頼」といいます。）していただいた上で、当該延長の期間内に、貴投資法人の投資主の皆様の本合併の主要条件等をご提示した上で、本取引の蓋然性及び主要条件も含め、最終的に投資主の皆様がご自身でより良い選択をご判断いただく機会を提供することが、その本来の趣旨であります。本合併は本公開買付けにおいて貴投資法人が対抗的な提案を受け入れる用意がある旨を公表されたことを受けた後にその代替案としてご提案させていただいたものであることから、現時点での取引の蓋然性が本公開買付けに比して低いのはやむを得ないことであり、合併という取引の性質上も、その蓋然性は今後貴投資法人との協議・検討を経て高められていくものと認識しております。さらに、本公開買付けの公開買付期間延長のみに焦点を当てた場合、貴投資法人投資主の皆様が当該延長によって被る損失は極めて限定的である一方、「1. 本ご提案における貴投資法人の投資主にとっての経済性」及び「2. 合併比率」に記載した、貴投資法人投資主の皆様が得られ得る便益を考慮頂きますと、本延期要請依頼については、その対応期限及び本公開買付けに係る時間的な制約に鑑み、2022年6月17日時点で、要請は行わない旨のご判断であったものの、**貴特別委員会が、本公開買付けに関する貴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設置されており、貴投資法人投資主に対して負う善管注意義務に鑑みれば、本ご提案を慎重に検討するために、2022年6月23日を期日とする本公開買付けの公開買付期間を延長することを公開買付者に要請のうえ、CSAM及CSPとの間で十分なコミュニケーションを開始することで、投資主の皆様にご判断の機会を提供頂けるものと理解しております。**

加えて、本公開買付けの実施理由となった貴投資法人が抱える課題として、近年の再生可能エネルギー発電設備等の購入価格の上昇傾向に伴い、同設備等の取得を検討できないケースが増加、継続した場合、必要な資産拡大が実現できず、貴投資法人の収益性に悪影響を及ぼす可能性があることや、貴投資法人に有利な賃貸条件の設定等により、貴投資法人のメインスポンサー及びオペレーター、並びに本公開買付者の親会社であるリニューアブル・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。）において「逆ザヤ」が継続することで、将来的に、貴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が挙げられています。これらの説明は、今後の貴投資法人の投資口価格の下落を示唆するものであり、貴投資法人の投資主の視点からは、仮に本公開買付けが不成立となった場合の保有投資口価格の下落による経済的損失を回避するために、本公開買付けに応募するという選択肢を取らざるを得ないとお考えの投資主の方も少なからずいらっしゃるのではと推察しております。本公開買付けはこのような強圧性を有する取引構造にある中で、第三者からの代替提案という比較検討軸を提供する観点で、本ご提案の申し入れそのものが貴投資法人の投資主の皆様にとって利

益に資するものであると考えております。

したがって、デュー・ディリジェンスの実施を含めた協議を受け入れて頂いた上で、本合併についてご検討いただくという、貴投資法人の主体的な行動により、本ご提案の取引実行の蓋然性を高めて頂くことが、貴投資法人の投資主の共同の利益の最大化に資すると考えております。

4. 代替的な企業価値向上施策としての本ご提案

貴特別委員会は、「本公開買付け以外の代替的な企業価値向上施策等の可能性」をご検討され、「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」ことを本公開買付けの合理性の理由として挙げています。

一方、上場インフラファンドはスポンサーグループと一般投資主との間に強い利益相反構造があり、情報の非対称性が大きいこと等に鑑みれば、貴投資法人の価値ないし投資主様の共同の利益を最大化する観点で、スポンサーグループのビジネスモデル全体としての「逆ザヤ」を評価し、その実態及び将来当該「逆ザヤ」が継続する可能性について精査する必要があると考えております。貴特別委員会は、各分野における専門家の皆様で構成されておられますが、太陽光発電事業における事業構造及びその特性等に関するご知見は豊富ではないことから、当該評価が困難であったと推察いたします。他方で、CSIFの資産運用会社であるCSAM及びスポンサーでありリニューアブル・ジャパングループと同業を営むCSPは、本ご提案に関する協議及び貴投資法人に対するデュー・ディリジェンス等を通じて、貴投資法人に対しては「逆ザヤ」についての評価、及び評価を踏まえた上での合併比率をご提案するとともに、リニューアブル・ジャパングループにおける「逆ザヤ」の解消を実現できると考えております。

本ご提案は、貴投資法人の収入の変動部分割合を増加させることによって、貴投資法人にとっては収入に一定程度の増減が生じる一方、貴投資法人のコスト（CSAM及びCSPの収入）を減じることで、貴投資法人全体の収益を向上させるものです。CSAM及びCSPはCSIFを運営支援してきた実績から、貴投資法人の運営支援体制に際して「逆ザヤ」が生じることは想定しておらず、貴投資法人との協議やデュー・ディリジェンスを経て、貴投資法人の投資主様にご納得頂ける運営支援体制を構築いたします。

また、CSAM及びCSPはグローバルに垂直統合モデルによって太陽光発電事業を展開するCSグループに属しております。貴投資法人がリニューアブル・ジャパングループに対してご懸念されていた、将来的にグループにおいて貴投資法人の位置づけが劣位となることはCSAM及びCSPにおいては考え難く、CSAM及びCSPは貴投資法人を継続的に運営支援することで、貴投資法人の安定的な収益性の維持向上、投資主様への安定的な分配金の維持・向上を期待いただけると考えます。

これは貴特別委員会をご想定されていなかった、新たなストラクチャーであると思われま

以上を踏まえまして、今後、CSAM及びCSPの本ご提案を本公開買付けと比較・評価頂くに際しては、貴投資法人の価値ないし投資主の共同利益の最大化という貴特別委員会の本旨に即した観点で、慎重なご検討を賜りたく存じます。

以上