

2021年
3月8日号

入札方式のプロジェクトファイナンス案件における Deal-Contingent Hedge の利用

執筆者: 山本 輝幸、赤鹿 大樹

1. はじめに

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(以下「FIT 法」といいます。)に基づく入札案件では、事業者は入札時に 1kWh あたりの供給価格を提示し、落札した場合は、当該価格に消費税及び地方消費税相当額を加えた価格が調達価格となります¹。また、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(PFI 法)に基づく公共施設等運営権方式(コンセッション方式)の PFI 事業では、事業者の選定手続において事業者に運営権対価の提案価格を提示させた上で、提案価格がそのまま実際の運営権対価となるのが通例です。このような案件では、事業者がプロジェクトファイナンスによる資金調達を予定している場合、価格を提示する時点で資金調達コスト(借入金利)を織り込む必要がありますが、実際の借入金利が確定するのはプロジェクトファイナンスの貸付実行時点であるため、その間の金利変動リスクは、事業者が負担することになります²。

借入金利が上昇局面にない場合や、価格の提示から初回貸付実行までの期間が短い場合、また、基準金利の変動リスクを保守的に価格に織り込むことが可能な場合(価格競争圧力が低い案件や、入札参加者間で基準金利の変動リスクの見積りに大きな差が生じ難い案件)であれば、事業者による金利変動リスクの負担はあまり問題にはならず、実際にこれまでの日本国内の入札方式のプロジェクトファイナンス案件では事業者とレンダーとの間で意識的に議論されてこなかったと思われませんが、そうではない場合、事業者において金利変動リスクをヘッジする必要があります。

もちろん、事業者が初回貸付実行に先駆けて、早期に通常の金利スワップを調達して借入金利を固定しまうことも理論的には

¹ 入札対象として指定をする再生可能エネルギー発電設備の区分等における入札の実施に関する指針(平成 30 年経済産業省告示第 53 号)第 2 の 5

² なお、サービス購入型の PFI 事業に関しては、初回貸付実行までの金利変動リスクを事業者には負担させない方法として、事業者に対して支払う借入金利相当の対価を借入金利が確定する日に出来るだけ近接した日を基準日として固定する考え方もあるとの指摘があり(内閣府「契約に関するガイドライン-PFI 事業契約における留意事項について」(令和 2 年 7 月 17 日改正)1-7 の 3(2))、実務上も、入札における提案価格の作成に用いる変動金利は提案書の提出日現在のものを用いるように公共側が指定することによって公募手続の公平性を確保しつつ、公共側が実際に支払うサービス購入対価の割賦金利の適用金利としては、整備対象施設の完工引渡時の変動金利を採用する取扱いが定着しています。これと同様の考え方により、FIT 法に基づく入札案件における調達価格や、コンセッション方式の PFI 事業における運営権対価の決定方法にも、初回貸付実行までの金利変動に応じた調整の仕組みを入れるのであれば、事業者による金利変動リスクの負担の問題は生じないと考えられます。

本ニューズレターは法的助言を目的とするものではなく、個別の案件については当該案件の個別の状況に応じ、日本法または現地法弁護士の適切な助言を求めて頂く必要があります。また、本稿に記載の見解は執筆担当者の個人的見解であり、当事務所または当事務所のクライアントの見解ではありません。

本ニューズレターに関する一般的なお問い合わせは、下記までご連絡ください。

西村あさひ法律事務所 広報室 (E-mail: newsletter@nishimura.com)

考えられますが、この方法では経済的な不利益が生じるため³、事業者としては、初回貸付実行の前提条件を充足する日（Financial Close—以下「FC」といいます。）以降に金利スワップを調達するのが一般的です。

このように、事業者が、FC 時点で調達する金利スワップとは別に、価格の提示から FC 時点までの金利変動リスクをヘッジする必要がある場面において利用可能な取引として、Deal-Contingent Hedge（以下「DCH」といいます。）があります。

2. DCH の概要

DCH は、従来、クロスボーダーの M&A 取引において、契約締結時からクローリング時までの為替変動リスクをヘッジするために利用されてきた取引ですが、近年、FC の達成までに一定期間を要し、FC 達成に一定のリスクがあるプロジェクトファイナンス案件においても、金利変動リスクをヘッジするため、特に海外で利用されています。

DCH は、落札が決定した時点、事業契約を締結した時点など「FC 時点前に締結されますが、FC 達成までは効力を生じず、FC 未達成のまま一定の期限（“Backstop Date”や“Longstop Date”などと呼ばれます。）を経過した場合、又は事業者がプロジェクトを断念することを DCH を提供する相手方金融機関（以下「DCH プロバイダー」といいます。）に通知した場合は、その時点をもって、両当事者ともに支払義務を負うことなく取引を終了する（以下「Cut-off」といいます。）との条件が付された金利スワップです。

事業者が FC 時点までの金利変動リスクをヘッジしようとする場合、フォワードスワップ（契約締結から一定期間経過後に取引が開始する金利スワップ）やスワップション（将来に一定の金利スワップ取引を行うオプション）の利用も考えられますが、これらの手法では、FC 不達成のリスクには対応できないという問題があります。具体的には、フォワードスワップでは、FC が達成できなかった場合に解約コストが発生し得ますし、スワップションでは、FC の達成如何にかかわらず、契約時にオプションプレミアムの支払を求められます。

これに対して、DCH は、FC が達成されなければ両当事者とも支払義務を負うことなく取引が終了しますので、フォワードスワップとは異なり、解約コストは発生しません。また、DCH では、FC 達成によって初めて、通常のコストに加えて、DCH のコスト（contingent margin）の支払が発生しますが、スワップションのような契約時のオプションプレミアムの支払は求められません。

したがって、FC 達成までに一定の期間を要する案件や、FC 達成が確実とまではいえない案件においては特に、DCH は事業者にとって有力な選択肢となり得ます⁵。

3. 契約上の主な留意点

DCH は、前述のとおり、一定の条件が付加された金利スワップですので、金利スワップ一般の契約交渉上の留意点が妥当しますが、DCH の特質により、以下のような点にも留意が必要となります。

- (1) FC 後の金利スワップのプロバイダー（通常は、プロジェクトファイナンスのレンダーの一部になることが多いと思われます。以下「ヘッジプロバイダー」といいます。）と DCH プロバイダーとが異なる金融機関である場合には⁶、FC にあたり、DCH プロバイダーからヘッジプロバイダーに対して DCH を承継し、ヘッジプロバイダーと事業者との間の事業期間中の金利スワップとして継続することによって、DCH の終了による現金決済（Cash Settlement）を回避するアレンジが可能です（DCH の契約

³ 貸付実行前からスワッププロバイダーに対して固定金利と変動金利の差分及びスプレッドの支払が発生することに加えて、万一プロジェクトが頓挫した場合には解約コストが発生し得ます。

⁴ 実際にどの時点で DCH を締結するかは、金利動向や関係当事者の意向により様々です。なお、DCH プロバイダーは、FC が達成されなければ、コストの支払を受けられず、かつオフセットポジションを解消しなければならない立場にあるため、DCH を取り組むにあたっては、DCH プロバイダーがプロジェクトのデューデリジェンスを行った上で、FC 達成につき一定の蓋然性があると判断できることが必要となります。

⁵ なお、ここで挙げた差異のほかに、フォワードスワップは信用力の低い SPG 単独では締結できず、スポンサーの Credit Support が要求されるのに対し、DCH は、スワップションと同様に SPG 単独でも締結可能だといわれています。

⁶ これに対して、DCH プロバイダーがそのままヘッジプロバイダーになる場合は、DCH 締結時に、あらかじめ FC 達成後の通常のコストのスプレッドを取り決めておき、FC 後も DCH を継続すれば足りると考えられます。

上明記する必要があります。)^{7/8}。このこととの関係で、FC 達成時の DCH の取扱いについては、プロジェクトファイナンスのレンダーやヘッジプロバイダーとの間でもあらかじめ調整し、DCH の承継についてはヘッジプロバイダーとの間で書面により合意しておく必要があります。

- (2) 想定元本、取引期間、計算期間、金利支払日、非営業日の取扱いなどは、FC 後の金利スワップと同様に、予定されているプロジェクトファイナンスの条件に合わせて設定する必要があります。
- (3) DCH では、FC を達成すべき期限として、Backstop Date/Longstop Date を設定することになりますが、事業者としては、FC 遅延のケースを見込みつつ、contingent margin が過大とならない範囲で合理的な期限を設定する必要があります。
- (4) プロジェクトファイナンス案件における DCH のドキュメンテーションは、通常は ISDA Master Agreement、Schedule 及び Confirmation によって行われることが多いと考えられますが、ISDA Master Agreement に規定されているものを含め、event of default や termination event としてどのようなものを適用するかは、FC 達成前に DCH が終了するようなことがないように注意して規定する必要があります⁹。
- (5) DCH プロバイダーは、予定されているプロジェクトファイナンスの主要条件を前提に、FC 達成の蓋然性を踏まえて DCH の取組み及びプレミアムを決定しているため、①プロジェクトファイナンスやプロジェクト関連契約の主要条件の変更禁止、② FC 達成を妨げるような行為の禁止、③ FC 達成に向けた努力義務などが契約に盛り込まれる場合があります。
- (6) 事業者がプロジェクトを継続しつつ DCH を終了させようとする場合、敢えて Backstop Date/Longstop Date 以降に FC を達成することや、別途同種のファイナンスを調達することが考えられますが、このような潜脱行為に対処するため、Cut-off 以降であっても、一定期間内に FC を達成した場合や、同種のファイナンスを調達した場合には、Cut-off 時点の DCH の市場価格など一定金額¹⁰の清算義務を双方当事者に課す条項(いわゆる Phoenix Clause)が設けられるのが通常です。Phoenix Clause を適用すべき Cut-off 以降の期間は、DCH プロバイダーとしては長く、事業者としては短く設定しようとするようになりますが、当該プロジェクトにおいて FC の遅延が関係当事者との間で現実的に許容される期間を踏まえて決定されるべきものと思われます。なお、清算金額の決定方法に関する規定は、スワッププロバイダーは金融機関であるのに対して、事業者側は金融機関ではないことも多いため、事業者としては、通常の金利スワップ取引における Early Termination Amount の決定方法に関する規定と同様に、公平・中立な金額の決定方法が確保されているかに注意が必要です。

なお、DCH は、金融商品取引法上の店頭デリバティブ取引に該当する可能性が高く(同法 2 条 22 項 3 号口、同項 2 号)、その場合、同法上の規制が及ぶ点にも注意が必要です。

⁷ 承継後の固定金利に係るスプレッドは、事業者とヘッジプロバイダーとの間の取り決めによります。また、かかる承継と同時に、DCH プロバイダーとヘッジプロバイダーの間では、back-to-back の金利スワップ取引が行われます。

⁸ 承継を行わずに DCH を終了し現金決済(Cash Settlement)を行うアレンジも考えられますが、この場合、FC 時点までの金利変動リスクをヘッジする(equity IRR を固定する)という DCH の目的を達成するためには、現金決済の金額に応じて D/E レシオを調整する等の対応が別途必要になると考えられます。

⁹ 例えば、プロジェクトファイナンスの融資関連契約上は FC 達成が可能であるにもかかわらず、DCH の event of default や termination event にヒットしてしまうような項目があると本末転倒となるため、そのような項目がないかといった観点から、event of default や termination event を絞り込む必要があると考えられます。

¹⁰ Cut-off 時にポジションを解消したことにより DCH プロバイダーが損失を被った場合にはそれを事業者が DCH プロバイダーに対して支払い、逆に利得を生じた場合にはそれを DCH プロバイダーが事業者に対して支払います。

4. おわりに

以上、入札方式のプロジェクトファイナンス案件における FC までの金利変動リスクのヘッジ手法として DCH を紹介しましたが、他にも、①案件の経済条件が計画上決定される時点と、実際に確定する時点にタイムラグがある、②その間、事業者が金利などの変動リスクを負う、③計画実行に一定のリスクがある、という場面において、DCH によるヘッジが可能であれば、事業者にとって有用な選択肢となるように思われます。例えば、国内風力発電所の計画において風車の調達を外貨建てで行われる場合や、国内バイオマス火力発電所の計画において輸入燃料の調達が外貨建てで行われる場合における為替変動リスクのヘッジ手段としての応用も検討可能なように思われます。

>>> [N&A ニュースレター アンケートフォーム](#) <<<

本ニュースレターに関する 4 問のアンケートにご協力いただけますと幸いです。
ご回答いただいた内容は、N&A ニュースレターの充実度や満足度向上のため
今後の N&A ニュースレター執筆時に参考とさせていただきます。
(2021 年 3 月 15 日(月)まで)



やまもと てるゆき
山本 輝幸

西村あさひ法律事務所 パートナー弁護士

t.yamamoto@nishimura.com

2000 年 東京大学法学部卒業(LL.B.)、2003 年 Boston University School of Law 卒業(LL.M.)、2006 年 慶應義塾大学法科大学院卒業(J.D.)、2007 年 弁護士登録。空港、道路、水道、水力発電事業その他インフラ関連事業に係る PPP/PFI、国内外のプロジェクトファイナンスを数多く手掛ける。2012-2014 年 株式会社国際協力銀行(資源・環境ファイナンス部門)嘱託。



あかしか だいき
赤鹿 大樹

西村あさひ法律事務所 弁護士

d.akashika@nishimura.com

2003 年 京都大学法学部卒業(LL.B.)、2003-2005 年 株式会社三井住友銀行勤務、2007 年 京都大学法科大学院卒業(J.D.)、2008 年 弁護士登録。2012 年 7-10 月 シティバンク銀行株式会社法務部出向、2018 年 9 月-2020 年 12 月 Marubeni Middle-East & Africa Power Limited (ドバイ)出向。プロジェクトファイナンス、PPP/PFI、証券化/流動化業務に従事。再生可能エネルギーを含む発電所の資金調達、建設・事業運営に関する案件に多数関与している。