投資口の併合に関する事前開示書面

（投資信託及び投資法人に関する法律第 81 条の 2 第 2 項において準用する会社法第 182 条の 2 第 1 項並びに投資信託及び投資法人に関する法律施行規則第 131 条の 2 に定める事前開示書類）

2022 年 7 月 25 日

日本再生可能エネルギーインフラ投資法人

2022年7月25日

東京都港区虎ノ門一丁目２番８号
日本再生可能エネルギーインフラ投資法人
執行役員　藤原　勝

投資口の併合に関する事前開示事項

日本再生可能エネルギーインフラ投資法人（以下「本投資法人」といいます。）は、2022年７月21日開催の役員会において、2022年８月９日開催予定の本投資法人の臨時投資主総会（以下「本臨時投資主総会」といいます。）に投資口の併合（以下「本投資口併合」といいます。）に関する議案を付議することを決議いたしました。

投資信託及び投資法人に関する法律（以下「投信法」といいます。）第81条の２第２項において準用する会社法第182条の２第１項及び投資信託及び投資法人に関する法律施行規則第131条の２に掲げる事項は以下のとおりです。

1. 投信法第81条の２第２項において準用する会社法第180条第２項第１号及び第２号に掲げる事項

(1) 併合の割合

本投資法人の投資口（以下「本投資法人投資口」といいます。）66,866口を１口に併合いたします。

(2) 投資口の併合がその効力を生ずる日（以下「効力発生日」といいます。）

2022年８月24日

2. 投信法第81条の２第２項において準用する会社法第180条第２項１号に掲げる事項についての定めの相当性に関する事項

本投資口併合における併合の割合は、本投資法人投資口について、66,866口を１口に併合するものです。本投資法人は、下記「(1) 投資口併合を行う理由」に記載の経緯を経て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。）の一環として行われた本公開買付けが成立したこと、及び下記の各事項に照らして、本投資口併合における併合の割合は相当であると判断しております。

(1) 投資口併合を行う理由

本投資法人が2022年６月24日付で公表いたしました「合同会社アールジェイ７号による日本再生可能エネルギーインフラ投資法人（証券コード9283）投資口に対する公開買付けの結果に関するお知らせ」に記載のとおり、合同会社アールジェイ７号（以下「公開買付者」といいます。）は、2022年５月13日から2022年６月23日までを公開買付けの買付け等の期間（以下「公開買付期間」といいます。）とし、本投資法人の発行済投資口の全てを対象とする公開買付け（以下「本公開買付け」といいます。）を実施しました。本公開買付けの結果、2022年６月30日（本公開買付けに係る決済の開始日）をもって、公開買付者は、本投資法人投資口146,962口（議決権所有割合（注１）73.26%）を所有するに至っております。

（注１）「議決権所有割合」は、本日現在の本投資法人の発行済投資口の総口数（200,598口）に係る議決権の数（200,598個）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、本日現在、自己投資口を所有しておりません。

本投資法人は、2022年５月12日付で公表いたしました「合同会社アールジェイ７号による日本再生可能エネルギーインフラ投資法人（証券コード9283）投資口に対する公開買付けに関する賛同の意見表明及び応募推奨のお知らせ」（本投資法人が同年６月20日付で公表いたしました「（変更）「合同会社アールジェイ７号による日本再生可能エネルギーインフラ投資法人（証券コード9283）投資口に対する公開買付けに関する賛同の意見表明及び応募推奨のお知らせ」の一部変更について」による訂正を含み、以下「本意見表明プレスリリース」といいます。）の「３．本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「（２）本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「②　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、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、2022年５月12日時点において、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。）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。）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、2022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。）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リー株式会社（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「(2) 支配投資主がある場合における当該支配投資主以外の投資主の利益を害さないように留意した事項」の「③ 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。

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。）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株式会社（以下「野村證券」といいます。）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、下記「(2) 支配投資主がある場合における当該支配投資主以外の投資主の利益を害さないように留意した事項」の「③ 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「(iii) 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、本投資法人がマクサ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、2022年５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「(2) 支配投資主がある場合における当該支配投資主以外の投資主の利益を害さないように留意した事項」の「③ 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「(iii) 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、マクサスから受けた財務的見地からの助言及び2022年５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、ディスカウンテッド・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りました。

本投資法人は、リニューアブル・ジャパングループ（注２）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(注３)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、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。

（注２）「リニューアブル・ジャパングループ」は、本日現在において、リニューアブル・ジャパン並びに公開買付者を含むその連結子会社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。

（注３）「本賃貸スキーム」とは、本投資法人がその運用資産を、発電事業者でありリニューアブル・ジャパンの会計上の連結子会社であるオペレーターSPC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をいいます。

また、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（注４）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もしくは財政状態

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おります。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。

（注４）「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。

公開買付者は、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いるとのことです。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、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（注５）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。

（注５）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す。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。

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と判断いたしました。

また、本投資法人は、下記「(4) 端数処理により投資主に交付することが見込まれる金銭の額及び当該額の相当性に関する事項」に記載の理由から、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。

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「(2) 支配投資主がある場合における当該支配投資主以外の投資主の利益を害さないように留意した事項」の「⑤ 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。

その後、本投資法人役員会及び本特別委員会は、2022年６月13日、カナディアン・ソーラー・アセットマネジメント株式会社及びカナディアン・ソーラー・プロジェクト株式会社（以下「CS」と総称します。）から「御提案書」と題する書簡を受領し、同書簡において、カナディアン・ソーラー・インフラ投資法人（以下「CS投資法人」といいます。）と本投資法人の合併に向けた提案（以下「提案（CS）」といいます。）を受けました。なお、提案（CS）の内

容の詳細及び本特別委員会からの回答については、CS投資法人が同月16日付で公表した「本投資法人の資産運用会社グループによる日本再生可能エネルギーインフラ投資法人と本投資法人との合併に向けた提案に関するお知らせ」と題するプレスリリース（以下「CSプレスリリース」といいます。）及び本投資法人が同月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」をご参照ください。その後、本特別委員会は、同月20日、CSから本特別委員会による上記回答に対する返答を受領し、同日、CSに対して、かかる返答に対する再回答を送付しました。CSからの返答の詳細及び本特別委員会からの再回答の詳細については、CS投資法人が同日付で公表した「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」と題するプレスリリース及び本投資法人が同日付で公表した「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20日付「ご返答」に対する本特別委員会の回答に関するお知らせ」をご参照ください。

本特別委員会は、上記書簡受領後速やかに、マクサスから受けた財務的見地からの助言及び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、提案（CS）の内容について検討を開始し、同月20日、委員全員の一致で、大要以下の判断に至り、同日、その旨を本投資法人役員会に対して報告しました。

- 2022年６月20日時点において、本投資法人投資口１口当たりCS投資法人投資口0.86口以上という、提案（CS）における合併比率を含む提案（CS）の諸条件は、提案（CS）に記載されるシナジーの実現には不確実性があることも踏まえ、本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ないこと
- 以下の四点が提案（CS）の前提条件とされており、また、その他提案（CS）の実行には不確実性があり、本公開買付けに比して取引実行の蓋然性が高くないこと
  - (i) 本公開買付けが不成立となること
  - (ii) デュー・ディリジェンスにおいて、本投資法人の保有資産、運営 管理及び賃貸借契約等に関して、合併に重大な悪影響を与える事象が検出されないこと
  - (iii) 合併に係る関係当局・証券取引所の承認が得られること
  - (iv) CSにおける社内規程において要するカナディアン・ソーラー・インクの機関決定が得られること
- したがって、2022年６月20日時点において、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本答申書の内容を変更する必要はないこと

以上を踏まえ、本投資法人は、2022年６月20日開催の本投資法人役員会において、マクサスから受けた財務的見地からの助言及び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、本特別委員会の意見を最大限尊重しながら、提案（CS）の内容について慎重に協議・検討を行い、同日時点において、引き続き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旨の意見を維持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「(2) 支配投資主がある場合における当該支配投資主以外の投資主の利益を害さないように留意した事項」の「⑤ 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。

その後、本公開買付けが成立しましたが、公開買付者は、本投資法人の発行済投資口の全てを取得できなかったため、公開買付者からの要請を受け、本投資法人は、2022年７月21日開催の本投資法人役員会において、本投資法人を非公開化し本投資法人の投資主を公開買付者のみとするために、本議案を本臨時投資主総会に付議することを決議いたしました。

なお、本投資口併合により、公開買付者以外の投資主の皆様の所有する本投資法人投資口の数は１口に満たない端数となる予定です。

(2) 支配投資主がある場合における当該支配投資主以外の投資主の利益を害さないように留意した事項

上記「(1) 投資口併合を行う理由」のとおり、公開買付者は、本公開買付けの結果、本投資法人の発行済投資口の総口数の過半数を所有しています。

本投資口併合は、本公開買付け後のいわゆる二段階買収の二段階目の手続として行われるものであるところ、本意見表明プレスリリースの「３．当該公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「（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」に記載のとおり、公開買付者及び本投資法人は、2022年５月12日時点において、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。

① 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。

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日付で、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。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。

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日付で、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、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、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。

② 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

(i) 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、本「（２）支配投資主がある場合における当該支配投資主以外の投資主の利益を害さないように留意した事項」に記載の各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。

(ii) 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。

③ 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

(i) 設置等の経緯

本投資法人は、2022年５月12日時点において、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、本特別委員会は、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本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

(ii) 検討の経緯

本特別委員会は、2022年４月６日から2022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。

また、上記「(1) 投資口併合を行う理由」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、下記「（iii）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。

(iii) 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。

公開買付者は、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継続する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株式会社と協働して、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、当該傾向が継続すると、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、中長期的に安定的した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、公開買付者は、リニューアブル・ジャパングループにおいて、①FIT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、②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）（注６）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」が継続する可能性があると認識している。

（注６）「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。

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、(i)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、(ii)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、①「逆ザヤ」を解消するとともに、②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、③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）の上限値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、公開買付者らからは、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「（1）投資口併合を行う理由」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) 本特別委員会における検討

本投資法人及び公開買付者らから説明を受けた、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

上記「（i）設置等の経緯」に記載のとおり、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、本特別委員会を設置している（本特別委員会の諮問事項及び権限の詳細は、上記「（i）設置等の経緯」をご参照ください。）。

（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日時点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、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サ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ろ、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、(i)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、(ii)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、(iii)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。

④ 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。

⑤ 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「(1) 投資口併合を行う理由」に記載のとおり、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「(1) 投資口併合を行う理由」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、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の全員一致（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。

⑥ 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。

⑦ 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、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に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。

⑧ 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、2022年５月12日時点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の意思を重視し、公開買付者を除く投資主の皆様の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。

(3) １口に満たない端数の処理をすることが見込まれる場合における当該処理（端数処理）の方法に関する事項

上記「(1) 投資口併合を行う理由」のとおり、本投資口併合により、公開買付者以外の投資主の皆様の所有する本投資法人投資口の数は１口に満たない端数となる予定です。

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（以下「端数投資口」といいます。）を公開買付者に売却することによって得られる金銭を交付いたします。端数投資口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予定です。

なお、公開買付者は、本公開買付けが成立した場合、本公開買付けの決済資金等に充当する目的で、野村キャピタル・インベストメント株式会社（以下「野村キャピタル・インベストメント」といいます。）から440億円を上限として借入れ（以下「本買収ローン」といいます。）を受けることを予定しており、本投資法人は、当該借入に関するコミットメント・レターを確認することによって、資金の確保の相当性について確認しております。また、公開買付者によれば、端数投資口の売却代金の支払いについても、本買収ローンから賄うことを予定しており、端数投資口の売却代金の支払いに支障を及ぼす可能性のある事象は発生しておらず、また今後発生する可能性も認識していないとのことです。したがって、本投資法人は、端数投資口の売却代金の支払いのための資金を確保する方法については相当であると判断しております。

端数投資口の売却は、本投資口併合の効力発生日後速やかに実施することを予定しており、売却により得られる金銭の投資主に対する交付時期は、2022年12月頃を見込んでおります。本投資法人執行役員としては、当該交付時期については、事務手続等に鑑み、合理的であると判断しております。

(4) 端数処理により投資主に交付することが見込まれる金銭の額及び当該額の相当性に関する事項

上記「(3) １口に満たない端数の処理をすることが見込まれる場合における当該処理（端数処理）の方法に関する事項」に記載のとおり、端数処理により、投資主の皆様に交付することが見込まれる金銭の額は、本公開買付価格と同額である、115,000円に、投資主の皆様が所有していた本投資法人投資口を乗じた価格と同一の金額となる予定です。

そして、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、上記「(2) 支配投資主がある場合における当該支配投資主以外の投資主の利益を害さないように留意した事項」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、上記「(2) 支配投資主がある場合における当該支配投資主以外の投資主の利益を害さないように留意した事項」の「② 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、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、上記「(2) 支配投資主がある場合における当該支配投資主以外の投資主の利益を害さないように留意した事項」の「③ 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「(1) 投資口併合を行う理由」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。

その後、本投資法人は、上記「(1) 投資口併合を行う理由」に記載のとおり、提案（CS）の内容について慎重に協議・検討を行いましたが、引き続き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旨の意見を維持する旨の意見を表明しております。

また、本投資法人は、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旨の意見を表明した後、本投資主総会の招集を決定した、2022年７月21日開催の本投資法人役員会に至るまで、本公開買付価格に関する本投資法人の判断の基礎となる諸条件に重大な変更が生じていないこと確認しております。

以上より、本投資法人は、端数処理により投資主の皆様に交付することが見込まれる金銭の額については相当であると判断しております。

3. 本投資法人において、最終営業期間の末日後に生じた重要な財産の処分、重大な債務の負担その他の投資法人の財産の状況に重要な影響を与える事象の内容

(1) 本公開買付け

上記「2. 投信法第81条の２第２項において準用する会社法第180条第２項１号に掲げる事項についての定めの相当性に関する事項」の「(1) 投資口併合を行う理由」に記載のとおり、公開買付者は、2022年５月13日から2022年６月23日までを公開買付期間とし、本投資法人の発行済投資口の全てを対象とする本公開買付けを実施した結果、2022年６月30日（本公開買付けに係る決済の開始日）をもって、公開買付者は、本投資法人投資口146,962口（議決権所有割合73.26％）を所有するに至りました。

(2) 資金の借換え

本投資法人が本日現在有する既存借入金総額200億円は、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。

本意見表明プレスリリースの「３. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「（２）本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「② 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「（ウ）本公開買付け後

の経営方針」に記載のとおり、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（以下「本貸付」といいます。）を行うことを予定しているとのことです。公開買付者は、本買収ローンの貸付人である野村キャピタル・インベストメントから、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。

本投資法人は、本臨時投資主総会において投資主の皆様から本議案及び本投資法人として本貸付を受けるために必要な本投資法人規約38条第１項の一部変更に係る議案についてご承認をいただくことを条件として、既存借入金200億円について任意期限前弁済を行うことを予定しており、かかる任意期限前弁済の弁済資金に充当することを目的として、公開買付者との間で、当該規約の変更が実行されることを前提に、以下の内容によるコミットメントラインを設定し、同コミットメントラインに基づき、2022年８月24日を借入予定日として公開買付者から借入れを行うことを予定しております。

① 契約締結先：合同会社アールジェイ７号
② 借入限度額：220億円
③ 契約締結日：2022年８月９日（予定）
④ 担保：有担保・無保証

以上