

WHEN CONTRACTORS BECOME PROJECT OWNERS: OPPORTUNITIES, RISKS AND CONFLICTS FOR JAPANESE CONTRACTORS TO CONSIDER WHEN TAKING EQUITY IN A PROJECT

Vinson & Elkins

Angus Rankin, Partner, London

Jess Webster, Associate, London

Sophie Freelove, Associate, London

IHI Corporation

Kumiko Fujimori

1. Introduction

Japanese heavy-industries companies that typically act as contractor or supplier on projects are increasingly being invited to contribute as equity investors in the projects that they construct or supply major equipment to, thereby taking a role as a project sponsor while also performing their role as ‘Contractor’ in the supply chain. A 2021 report from Japan’s Ministry of Land, Infrastructure, Transport and Tourism highlighted that Japanese construction companies could also potentially enhance their competitiveness in overseas Public-Private Partnership (PPP) projects by exploring the option of making equity investments in such projects.¹ While this model has not yet become the ‘norm’ , it may increase in the future, particularly as innovative (but less mature) technologies help drive the energy transition and other new infrastructure projects. Japanese companies in this arena may be willing to take a sponsor/project owner stake if it is the price of admission to a key project, but for many companies it may bring some new and unfamiliar challenges. This article outlines some key considerations below.

Traditionally, a Contractor’s role would be limited to the engineering, procurement, and construction (EPC) phases of a project, or perhaps an engineering, procurement and supply (EPS) role. These roles play no part in the project financing and ownership structure. However, as projects continue to grow in scale, complexity, technology-risk and capital intensity, project sponsors have looked for more innovative funding arrangements to raise more capital, and – most crucially – insist that the contractor/supplier who brings essential technology (and risk) to the project has “skin in the game” as an owner of the project – i.e. meaning they have a strong level of vested interest in the project’s successful completion and performance levels that goes far beyond the ‘performance guarantee/LD’ regime.

Taking an ‘ownership’ role requires the Contractor (or an affiliate) to make an equity contribution: this could be either via a decreased contract price or an initial investment of funds. Depending on the terms of the project, the Contractor entity should carefully consider which of these arrangements is preferable, but opting for a decreased contract price may be beneficial to the Contractor for cash flow purposes (although it may be less desirable for the other project sponsors). In exchange for this contribution, the Contractor-investor will, ordinarily, receive shares in the project company (i.e. a special purpose vehicle established by the sponsors to run the project). The Contractor-investor will sit as shareholder in the project company, and its rights, obligations and any other arrangements regarding the relationship among shareholders will be recorded in a shareholders’ agreement, as discussed in more detail below.

Where the Contractor takes on an ‘ownership’ role, the other investors may consider:

- the Contractor to be more strongly incentivized to help the project succeed;
- the reputation and experience of the Contractor being attached to the project to be an attractive feature, which may assist with obtaining additional project financing. This may be particularly valuable if the project involves novel technology in which the Contractor is a market leader or has significant experience. We see this currently in energy transition projects where newer technology is at the heart of the project’s strategy and financial model; and
- the Contractor to be more willing to agree to favourable contractual terms (in the construction or supply contract) that are conducive to securing project financing.

Of course, the ‘Contractor as Owner’ arrangement brings significant opportunities as well as inherent risks. It may not be the Japanese Contractor’s ‘comfort zone’ , but it is possible to navigate the challenges.

This article will explore, in particular:

- key players in a project finance structure;
- advantages and disadvantages of taking equity that Contractors should consider; and
- dispute resolution mechanisms and how conflicts may be minimised over the life of the project.

This article is intended to be informative, and provides general guidance on the issues discussed, but should not be relied on as legal advice.

2. Project Structures

(a) Key Players in a Project Finance Structure

The following are the key players in a traditional project finance transaction:

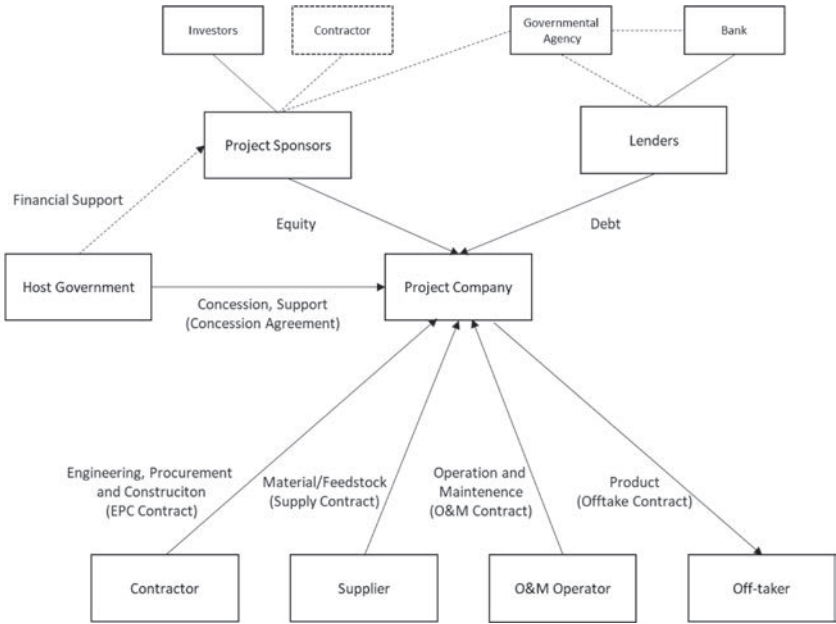
Project sponsor(s)	<p>The project sponsor is the party (or often several parties) playing the leading role in initiating, promoting, developing, and managing the project. One fundamental responsibility of the sponsor is to fund the initial investment for the project, typically through contributing equity to the project company, and/or seeking the requisite funding from other investors. Consequently, the sponsor(s) will usually be a shareholder of the project company. In instances where multiple sponsors are involved, it will be necessary to agree on the respective roles and responsibilities of each sponsor in the project at an early stage. This should be formalised in some form of shareholders' agreement.</p> <p>In simple terms, the proceeds generated from the project sales (e.g. dispatch of electricity to the grid, offtake of petroleum, chemicals or other products of industrial process) will be the revenue stream for covering the project's expenses and repaying loans. Any extra revenue will be distributed as profits to the project sponsors once other obligations are met.</p>
Project company	<p>The project company is the vehicle set up by the sponsor(s), usually in the form of a special purpose vehicle, for the purpose of carrying out the project. The project company will subsequently enter into contracts with the relevant parties such as loan agreements with lenders, construction contract(s) with the Contractor and offtake agreements with the off-takers.</p>
Lenders	<p>The lenders are parties which provide the debt financing of the project, ordinarily in the form of loans or other facility arrangements, such as commercial and investment banks, multi-lateral development banks, export credit agencies and other debt finance sources (which may also include, for example, bond investors).</p>

<p>Government (of the host state)</p>	<p>Projects will often have substantial engagement of the government where the project is located, as the government will often need to grant a concession or license to the project company. The government may also provide financial support to the project company through equity investments, tax-exempt loans and/or other tax privileges, subsidy grants and other incentives. The host government may also play an additional role in certain project structures, for example, where a state-owned entity or other public utility company is the principal customer or end-user of the product.</p>
<p>Overseas Government Agencies</p>	<p>In addition to the role of the host government, there may be involvement from overseas governments and government agencies. For example, overseas development agencies and/or export credit agencies from where key players in the project structure are based may also play a role in project financing. The agencies may provide a direct loan to the project company, therefore acting as a lender themselves (in particular where commercial lenders may be unwilling to provide loans due to political or local risks). These entities may also provide alternative support, such as guarantees, insurance coverage, or loans to commercial lenders, in order to provide additional comfort to the commercial lenders. As such, whether or not the Contractor is also taking an equity stake, it may be asked by the project company to help secure financing for the project from the Contractor’s country’s governmental agencies.</p> <p>In the case of Japan, the following agencies may provide such financial support:</p> <ul style="list-style-type: none"> ● Japan Bank for International Cooperation (JBIC) ● Nippon Export and Investment Insurance (NEXI) ● Japan International Cooperation Agency (JICA) ● Japan Overseas Infrastructure Investment Corporation for Transport & Urban Development (JOIN) <p>Certain agencies, such as JBIC and JOIN, may also participate as a project sponsor and provide equity through a Japanese consortium or investing vehicle.</p>

Contractor	The Contractor’s responsibility (in the ‘main contractor’ role) is to provide the engineering, procurement and construction of the project. Alternatively, an OCAJI member may sometimes take a different role such as a major sub-contractor/equipment supplier in which case the scope will be different.
O&M Operator	The O&M Operator operates and maintains the project post-completion. There may be other critical maintenance providers providing long-term parts and maintenance support for essential equipment such as turbines/generators.
Suppliers	Suppliers may provide material to the project once it is operational. For example, fuel for power plants or raw material such as crude oil or minerals for processing.
Off-takers	The off-takers purchase the products produced from the project whether as generated electricity, heat, or other products from an industrial process.

(b)A Project Finance Structure

The below sets out a typical project structure, showing where the Contractor-investor would sit in such an arrangement.



It is reasonably common for other project sponsors to take additional roles in projects for example they may take the role of a subcontractor, fuel supplier or product off-taker.

3. Advantages and disadvantages to consider when a Contractor is taking equity

(a) Advantages

- Taking a role in the ownership structure (particularly where a company has prior experience of this arrangement) may help businesses to secure a steady stream of work for their construction arms, and give them a competitive advantage over other companies by also offering equity. Not every contractor in this space will have the balance-sheet or risk appetite to take an ownership stake in the project. In this way, Japanese contractors might be able to distinguish themselves from competitors even where their contract price is higher.
- The Contractor may find that, in certain circumstances, the investment side of the work becomes more profitable than the construction/supply piece, particularly in times of supply chain uncertainty. Taking equity therefore offers the Contractor a chance to diversify their financial portfolios and revenue streams. There is also some opportunity to see some ‘upside’ (in the Owner role) from things that may have been a ‘downside’ (in the Contractor role).
- The Contractor will be ‘sat at the table’ for any discussions concerning the project at ownership level. However, as discussed below, there would likely be contractual protections in place that would prevent the affiliated Contractor entity from being able to vote on certain issues that may directly affect them, and the Contractor should not expect that this ‘seat at the table’ would necessarily lead to a more lenient position being taken by the other project sponsors against the Contractor in executing its construction/supply work.

(b) Disadvantages

- An ownership stake will tie-up capital and management resources for an extended period. Equity sponsors are typically involved in a project for the mid- to long-term, which could be for 20 to 25 years. While some may want the flexibility to exit earlier, project finance lenders will expect key sponsors to retain equity for at least the term of the debt financing. By contrast, a Contractor may want to exit the ownership structure earlier, and likely shortly after the construction phase (depending on whether the Contractor will be involved in the Operating and Management of the project, in which case it will already have a greater vested interest in the entire term of the project). The rationale for the Contractor wishing to exit earlier than most typical equity investors is that the purpose of having the Contractor being an investor may be satisfied once the Contractor’s works meet the required performance level, and the project has been

substantially ‘de-risked’ from that point. However, other sponsors may require the Contractor to remain until after a latent defects period, or 12 months after commercial operations are reached (or similar), and the relevant lock-in period may be specified in the shareholders’ agreement. The Contractor will need to consider at the outset what provisions may entitle it to sell its shares to the other project sponsors after completion, which may be contingent on the satisfaction of other conditions related to warranties and performance guarantees.

- Similarly, while most lenders will want the principal project sponsor to remain in the project for some time after reaching commercial operations, the principal project sponsor may look to negotiate its own exit rights with the lenders. As a result, the principal project sponsor may require “drag” rights in the shareholders’ agreement, so that it could also “drag” any minority shareholders out of the project to give it the freedom to exit and allow a sale of the entire project company (in other words, the Contractor getting out of its ownership role may actually be driven by one or more of its fellow sponsors).
- The Contractor-investor, sitting within the ownership structure, will likely only have a minority interest, which may give very limited rights when it comes to decisions or voting (and as explained, these may be limited further to avoid conflicts).
- The Contractor and the principal project sponsor may have misaligned incentives over the course of the project. In an ordinary course, the Contractor-company should be incentivised to earn returns on the construction work performed during project execution. However, there is a chance that conflicts could arise for the Contractor sitting at both sides of the table if it could maximise its overall return by shifting projects between different streams, or there may be a risk that such misalignment is considered by other parties.
- As discussed further below, a number of conflicts of interest may arise with the Contractor-investor, both during negotiations of the project agreements and construction. As a first step, it is likely that an independent third party asset manager or independent financing arm of the Contractor company should be established to try to avoid a number of these issues.
- There is also a risk that, particularly if any future disputes were to arise, the Contractor could be deemed to have an increased knowledge of project goings-on. For example, under English law, this may widen the ‘foreseeability’ threshold which affects the types of loss that are recoverable. However, again, some of these issues may be avoided by ensuring there is a sufficient separation between the Contractor-investor and the Contractor-company.

4. Dispute resolution mechanisms and avoiding conflicts of interests

As with all large construction projects, given the complexity of the project and the duration of construction, it is likely that claims and disputes (whether minor or significant) will arise at some point either during, or after, construction. International construction contracts often provide for arbitration for dispute resolution. Due to the high cost of arbitration or litigation (and potential increased risks to reputation and/or business relationships), the dispute resolution process may be multi-tiered; for example, starting with meetings with the executives (with the possibility of mediation), potentially also a Dispute Board of some kind – only reserving arbitration or arbitration as a final recourse.

However, where disputes arise, a number of potential conflicts may come where the Contractor's organization sits on both sides of the dispute, although careful consideration can avoid a number of these issues. The "Project Feasibility Study for the Overseas Expansion of Quality Energy Infrastructure" published by the Japanese Ministry of Economy, Trade and Industry in March 2019, also highlighted potential conflicts of interest when Contractors become project sponsors, along with potential methods for mitigating risks.²

There should be a reasonable degree of separation between the Contractor-company (i.e. performing the construction or supply scope) and the Contractor-investor (i.e. taking an ownership stake in the Project Company), which may best be established through the incorporation of a separate entity, and ensuring different individuals within the company are involved. The Contractor should expect the principal project sponsor to carry out some due diligence on the level of independence between the two entities (or sides of the business).

However, in the event of an Owner-Contractor dispute, this would likely still give rise to a conflict and there may always be senior management who would have knowledge from both sides of the table, and to which careful consideration should be given. Ideally, this type of issue would be addressed in the shareholders' agreement, so that there is clarity for all parties in advance.

For example, the shareholders' agreement would likely contain a provision that would prevent any interested party (i.e. directors of the Contractor-investor) from being able to vote on, or participate in, any decisions that relate to the Contractor or to the related EPC/supply contract, especially in the context of disputes, or related to applications for variations or extensions of time. The shareholders' agreement may also require that those directors are

excluded from such discussions altogether to avoid such conflicts from arising.

However, the extent of such a conflict can remain a grey area, and legal advice may be required in the event that a dispute does arise. It is likely to be advantageous for the Parties to prepare documentation to confirm where there is a conflict, and what types of discussions, meetings or voting the Contractor-investor would be excluded from. Any Contractor-investor directors would need to remain mindful of their obligation to act in the best interests of the company.

Nevertheless, the Contractor-investor will likely still be involved in other decisions that go beyond those purely related to the dispute in question, and so the Contractor-investor may still know, whether directly or indirectly, the principal project sponsor's general dispute strategy and longer-term plans.

Consideration should also be given to other potential scenarios (however unlikely), for example, if the Contractor-company were to be terminated – whether for Owner default, Contractor default or some other cause (such as prolonged suspension due to Force Majeure) – would this entitle the Contractor-investor to exit, and on what terms? This issue may be further complicated if a competitor were to replace the Contractor, as they may not want the original Contractor to remain as a sponsor in the project company SPV.

5. Conclusion

As illustrated in this article, taking equity in a project company requires careful consideration of a number of factors that can be complicated, and may be unfamiliar to many Japanese contractors. However, there is likely to be a competitive advantage for those companies willing to take the risk, and it may increasingly become a requirement in projects requiring novel technologies and game-changing infrastructure projects, in which Japanese companies already excel.

-
- 1 “Study Group Report on Enhancing International Competitiveness of the Construction Industry (建設業の国際競争力強化に関する検討会報告書)” published by the Japanese Ministry of Land, Infrastructure, Transport and Tourism in March 2021. See, for example, pdf page 126. <https://www.mlit.go.jp/report/press/content/001411674.pdf>.
 - 2 “*Project Feasibility Study for the Overseas Expansion of Quality Energy Infrastructure*” published by the Japanese Ministry of Economy, Trade and Industry in March 2019. See, for example, pdf page 116. https://www.meti.go.jp/medi_lib/report/H30FY/000750.pdf.
-

コントラクターがプロジェクトオーナーを兼任する場合：日系コントラクターがプロジェクトのエクイティー投資を行う際に勘案すべき機会、リスク、利益相反

ヴィンソン・アンド・エルキンス外国法事務弁護士事務所

アンガス・ランキン パートナー（ロンドン事務所）

ジェス・ウェブスター アソシエイト（ロンドン事務所）

ソフィー・フリーラブ アソシエイト（ロンドン事務所）

株式会社IH

藤森久美子

1. はじめに

近年、日系の重工業企業では、自社がコントラクターやサプライヤーを務めるプロジェクトへのエクイティー投資に招誘されるケースが増えている。その場合、サプライチェーンの「コントラクター」であると同時に、プロジェクトスポンサーとしての役割を担うことにもなる。国土交通省が発表した2021年の報告書では、日系建設会社はこのようなプロジェクトへのエクイティー投資によって海外でのPPPプロジェクトに係る競争力を強化できる可能性がある、と強調されている¹。このような形態は、まだ「標準」となるには至っていないが、今後、革新的な技術(であるも成熟度の低い技術)がエネルギーランジションや他の新たなインフラプロジェクトの推進力になる場合には特に増加する可能性がある。こういったエクイティー投資が大型プロジェクトへの「入場料」となるのであれば、日系企業の中にも、スポンサーやプロジェクトオーナーになることに意欲的な企業が出てくることもあるかと思われるが、これまで経験のない新たな難題に直面しうることも予測される。本稿では、そのようなエクイティー投資に際して検討すべき点を概説する。

従来的に、コントラクターの役割は、EPC（設計、調達、建設）もしくはEPS（設計、調達、サプライ）のフェーズに限定されており、プロジェクトファイナンスやオーナーシップの構造には組み込まれていない。しかし、プロジェクトの規模、複雑性、技術リスク、資本集約度が増すにつれ、プロジェクトスポンサーは、高額調達に向けた革新的な資金調達方法に注目し、さらには最も重要な点として、当該プロジェクトに不可欠な技術を提供する（と同時にリスクも生じさせる）コントラクター/サプライヤー自身が、プロジェクトオーナーとして「身銭を切る」こと、すなわち履行保証やLDの枠を超えてプロジェクトの完工や運営においてハイレベルでの権益を保有していることを強く求めるようになってきている。

コントラクターによるオーナーシップの所有には、その会社（または関連会社）による当該プロジェクトへのエクイティー投資が必要となる：その方法として、EPCの契約価格の減額または初期投資金の投入のいずれかを選択できる。どちらが好ましいかは、プロジェクトの条件に応じて慎重に検討する

必要があるが、キャッシュフロー目的においては、契約価格の減額の方がコントラクターにとっては有益となりうる(他のプロジェクトスポンサーにとっては望ましい方法ではないが)。

その投資の見返りとして、コントラクターは通常、プロジェクトカンパニー(当該プロジェクトの目的においてスポンサーが設立した特定目的事業体)の株式を取得することになる。そして、投資家を兼任することになったコントラクターは、プロジェクトカンパニーの株主となり、その権利、義務及び他の株主との関係については、後述の通り、株主間契約において規定される。

コントラクターが「オーナーシップ」を有することになる場合、他の投資家は次のようにみなす。

- コントラクターはプロジェクトの成功を手助けしたいという、より強い動機を有している。
- プロジェクトに付帯するコントラクターの名声や経験が魅力的な特長となり、それによって更なる出資者を惹きつけられる可能性がある。この点は、革新的な技術が用いられるプロジェクトにおいて、コントラクターがその分野のリーダー的存在である又は豊富な実績を有している場合には特に効果的となりうる。現時点でも、新たな技術がプロジェクト戦略や融資モデルの中核となっているエネルギーtransitionプロジェクトにおいては、このような傾向が見られている。
- コントラクターはプロジェクトファイナンスの確保に資するため、出資者にとって好都合な(建設契約やサプライ契約の)条件に合意する。

当然ながら、「コントラクターがオーナーになる」という形態は、大きな機会を生み出すと同時に、特有のリスクを孕むことにもなるため、日本のコントラクターにとっては「快適空間」とはならないかも知れないが、問題を解決しながら実行することも可能である。

本稿では、特に以下の点について詳述する。

- プロジェクトファイナンスのキープレイヤー
- コントラクターが検討すべきエクイティ投資の利点と欠点
- 紛争解決メカニズム及びプロジェクトの存続期間においていかに紛争を最小限化できるか

本稿は、参考目的のために執筆されたものであり、本トピックに関する一般的なガイダンスではあるものの、法律アドバイスとして依拠すべきものではない。

2. プロジェクトの構造

(a) プロジェクトファイナンスのキープレイヤー

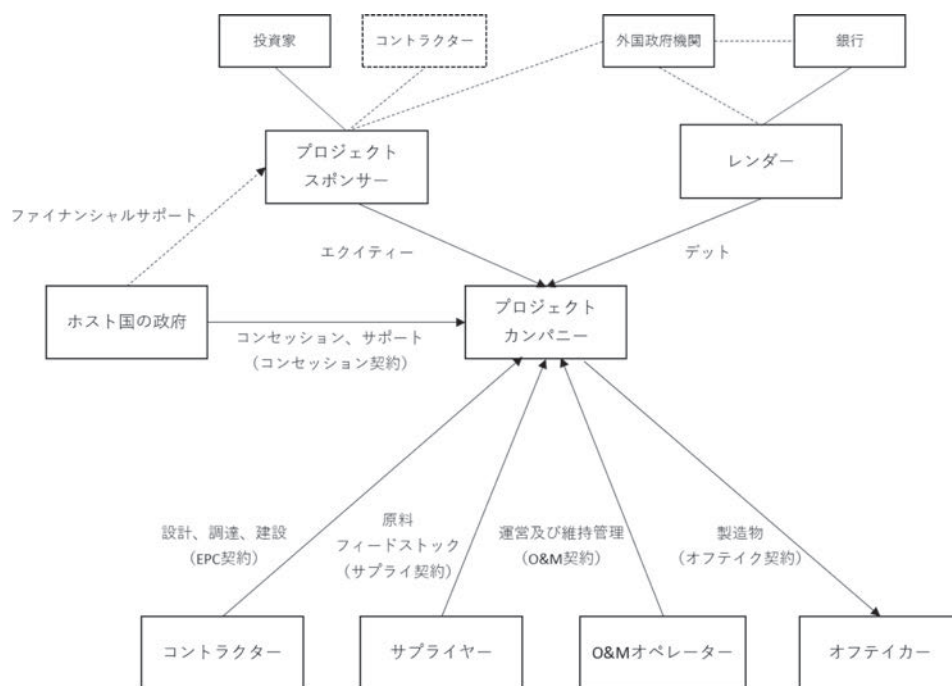
従来的なプロジェクトファイナンス取引のキープレイヤーは以下の通り。

プロジェクトスポンサー	<p>プロジェクトスポンサーとは、当該プロジェクトの開始、促進、開発、管理において主導的な役割を担う当事者(多くの場合は複数当事者)を指す。最も基本的な責任は、プロジェクトの初期投資を行うことであり、通常はプロジェクトカンパニーにエクイティ投資を行う又はその他の投資家から必要な資金を調達する、もしくはその両方を行うことにより達成され、それによって、スポンサーはプロジェクトカンパニーの株主となる。複数のスポンサーが存在する場合は、スポンサー間で各々の役割や責任について早期に合意する必要がある、その点は株主間契約において規定されねばならない。</p> <p>端的に言うと、プロジェクトの売り上げ(例えば、送電や、生成された石油、化学その他製品のオフテイクなど)から得られる収益は、プロジェクトのコスト負担や融資返済の原資となり、その他の追加的な収益は、他の支払い義務が履行された後に、プロジェクトスポンサーに利益として配当される。</p>
プロジェクトカンパニー	<p>プロジェクトカンパニーは、特定目的事業体として当該プロジェクトを実行するためにスポンサーにより設立される。プロジェクトカンパニーは、レンダーとのローン契約、コントラクターとの建設契約、オフテイクとのオフテイク契約など、プロジェクト関連の契約を締結する。</p>
レンダー	<p>レンダーは、プロジェクトのためのデットファイナンス、すなわちローンやその他の貸付金を提供する貸し手であり、例えば、商業銀行や投資銀行、国際開発金融機関、輸出信用機関、その他の貸付機関(債券投資家なども含まれる)などである。</p>
(ホスト国の)政府	<p>ホスト国の政府は、プロジェクトカンパニーに対してコンセッションやライセンスを付与することが多いため、プロジェクトに大幅に関与することが頻繁にある。また、政府から、エクイティ投資、非課税ローンまたは租税優遇措置、もしくはその両方、助成金、その他のインセンティブを通して、プロジェクトカンパニーに金融サポートが提供されることもある。さらに、国営企業やユティリティー会社が当該プロジェクトの成果物の主要な顧客やエンドユーザーとなるプロジェクトにおいては、政府が重要な役割を担うこともある。</p>

<p>外国政府機関</p>	<p>ホスト国の政府の役割に加え、他の外国政府や政府機関が関与する場合もある。例えば、プロジェクトのキープレイヤーが拠点を置く国の国際開発金融機関又は輸出信用機関もしくはその両方がプロジェクトファイナンスの一役を担うこともある。かかる機関は、プロジェクトカンパニーに直接的な融資を提供することで貸し手となったり(特に政治的な理由や現地の事情で商業貸付機関から融資が得難い場合など)、他にも、商業貸付機関に対して追加的な安心感を与えるため、保証、保険の付保、貸付を行うなど、代替的なサポートを提供する場合がある。コントラクターは、エクイティーを保有するか否かを問わず、自国の政府機関から融資を取り付けるようプロジェクトカンパニーから要請されることもある。</p> <p>日本においては、以下の機関から金融サポートを受けられる可能性がある。</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 国際協力銀行 (JBIC) ● 日本貿易保険 (NEXI) ● 国際協力機構 (JICA) ● 海外交通・都市開発事業支援機構 (JOIN) <p>また、JBICやJOINなど特定の政府機関が、日本のコンソーシアムや投資ビークルを通してエクイティー投資を行うことで、プロジェクトスポンサーとして参加することもある。</p>
<p>コントラクター</p>	<p>(「メイン業務であるコントラクター」としての役割における) コントラクターの責任は、設計、調達、建設を実行することである。また、企業によっては大規模なサブコントラクター/設備サプライヤーなど異なる役割を担うこともあるので、その場合は責任の範囲が異なる。</p>
<p>O&Mオペレーター</p>	<p>O&Mオペレーターは、プロジェクト完了後の運営や維持管理を行う。また、他にも、タービン/ジェネレーターのような必須設備の長期パーツや保守サポートの提供を行うため、重要なメンテナンス会社が関与することもある。</p>
<p>サプライヤー</p>	<p>サプライヤーはプロジェクトの稼働後に原料を提供する。例えば、発電所の燃料、加工用の原油や鉱物など。</p>
<p>オフテイカー</p>	<p>オフテイカーは、プロジェクトにより産出された製品、例えば、電力、その他の工業生産物を購入する。</p>

(b) 典型的なプロジェクトファイナンスの構造

典型的なプロジェクトファイナンスの構造は以下の図の通り。



建設会社以外にも、例えばサブコントラクターや燃料サプライヤー、オフテイクなどその他のプロジェクトスポンサーが追加的な役割を兼任するケースも見られる。

3. コントラクターによるエクイティ投資の利点と欠点

(a) 利点

- コントラクターは、プロジェクトのオーナーシップを所有することで(特に過去に同様の経験がある場合には)、プロジェクトに出資できる企業として業界内での競争において抜きん出ることができるので、建設業務の安定的な受注にも繋がる可能性がある。すべてのコントラクターがプロジェクトに出資できるほどのバランスシートやリスクアペタイトを有している訳ではないので、この点において日本のコントラクターは、たとえ契約価格が高めであっても競争において差別化を図れる可能性がある。
- コントラクターは、特定の状況下、特にサプライチェーンが不安定な時期においては、投資業務の方が建設・サプライ業務よりも利益が大きいと気づくこともある。そういう意味で、エクイティ投資は金融ポートフォリオや収入源を拡大する好機にもなる。また、これまで(コントラクターの立場で)感じていた「不都合な」ことであっても、(オーナーの立場で見ると)「好都合」なこともあると認識できる機会にもなりうる。

- コントラクターは、オーナーと同等の立場でプロジェクトに係る「話合いの席に着く」ことができる。但し、後述の通り、自身に直接的な影響を及ぼす特定の問題については議決権を与えられないなど契約上の制限が設けられることが多いので、「話合いの席に着ける」ことで、必ずしも他のプロジェクトスポンサーから建設/サプライ業務の履行に対して寛容な扱いを受けられる訳ではない、という点を認識しておくべきである。

(b)欠点

- プロジェクトのスポンサーになることで、資本と経営資源が長期にわたって拘束されることになる。通常は20年から25年の中長期的なスパンでプロジェクトに関わることになるので、早期に退出できる柔軟性を希望するスポンサーもいるが、基本的にプロジェクトファイナンスレンダーは、主たるスポンサーに対して少なくともデットファイナンス期間中はエクイティーをキープするよう求める。それに反してコントラクターは、早い段階で、すなわち多くの場合は建設段階が終了した直後にオーナーシップ構造からの退出を希望する場合がある(但し、これはO&Mへの関与にもより、関与している場合はプロジェクトの全期間において更に大きな権益を有することになる)。早期退出を希望する理由は、コントラクターは自社の建築物がプロジェクト完工後に必要な性能基準を満たしていると確認できれば 実質的にプロジェクトは「リスクフリー」になるので、投資家を兼任することの目的は果たされたと考えるからである。しかし、他のスポンサーは、潜在的欠陥保証期間が満了するまで又は商業稼働の開始から1年間(もしくはその類の期間中)はコントラクターがプロジェクトの出資者として留まることを要求する可能性があり、そのようなロックイン期間は株主間契約にて規定されうる。コントラクターは、完工後に他のプロジェクトスポンサーに株式を譲渡するための契約条項(ワランティーや履行保証に関連するその他の規定の充足が条件になっている場合もあるが)を初期に検討しておく必要がある。
- 多くのレンダーが主たるスポンサーに残留を求める一方で、同様に主たるスポンサーも自らの退出権についてレンダーと交渉することがある。その結果、主たるスポンサーは「ドラッグ」権を株主間契約に含むよう要求することがある。
- コントラクターが投資家として参加する場合、通常は少数の持ち分に限られることが多いため、議決権の内容も極めて限定的となりうる(そして前述の通り、利益相反の回避のために更なる制限が課されることもある)。
- プロジェクトの進行中にコントラクターと主たるスポンサーのインセンティブにズレが生じることもある。通常、コントラクターは、自社が行う建設作業から得られる見返りをインセンティブとするが、コントラクターと投資家とを兼務することで、利益移転により投資の総合的な見返りを最大化できうる場合には利益相反が発生する可能性がある、又はそのようなズレが他の当事者によって検討されるリスクがありうる。

- 後述の通り、コントラクターが投資家を兼務する場合には、契約交渉段階と建設段階の両方においていくつかの利益相反が発生する可能性がある。それらを回避するため、まず第一に、独立的なアセットマネージャー又はコントラクター会社内での独立的なファイナンス部門が設置されることが多い。
- 将来的に紛争が発生した場合、コントラクターはプロジェクトの内情についてより広範な知識を有しているとみなされる可能性があり、この点、英国法においては、紛争時に回復可能な損失を決定するための「予見可能性」が拡大されるリスクがある。とは言え、これらの問題も、投資家としての立場と建設会社としての立場をきちんと分けることで回避可能である。

4. 紛争解決メカニズム及び利益相反の回避

大型の建設プロジェクトでは、その複雑性や建設期間の長さゆえ、建設の進行中または完工後に(程度を問わず)何らかの請求や紛争が発生することが多々ある。国際的な建設契約では紛争解決のための仲裁が規定されているが、仲裁や訴訟には高額な費用(さらに会社の名声や取引関係への悪影響の可能性)が発生するので、紛争解決メカニズムはいくつかの段階を踏むよう構成されうる。まずは幹部層との話し合い(調停の可能性も含む)、次に紛争裁定委員会のような組織の設置、そして仲裁や訴訟は最終手段とされる。

紛争が発生した時、コントラクターが建設会社と出資者を兼ねている場合にはいくつかの利益相反が生じうるが、そのような問題は慎重な検討によって回避可能である。この点については、経済産業省が発表した2019年3月付「質の高いエネルギーインフラの海外展開に向けた事業実施可能性の調査」においても、コントラクターが出資者となる場合の利益相反の可能性及びそのリスクの軽減方法について強調されている²。

コントラクターの2つの立場、すなわち建設会社/サプライヤーとしての立場と、プロジェクトカンパニーの持ち分を保有する投資家としての立場とを合理的なレベルにまで切り離す必要があり、これは、2つの別会社を設立することや、同一会社内であっても異なる担当者を就かせることにより実践されうる。コントラクターは、主たるスポンサーがそれら2つの会社(または事業上の立場)の独立性のレベルを測るためにデューデリジェンスを行うことを予測しておくべきである。

また、通常のオーナー対コントラクターの紛争においても利益相反が発生する可能性があり、その場合、会社の上層部の中には両方の立場での知識を有している者もいるので、その点は注意が必要となる。この種の問題については、事前にすべての当事者にとって明確になるよう株主間契約で規定しておくのが理想的である。

株主間契約では、利害関係者、すわわち本件では出資者を兼ねているコントラクター企業の役員は、コントラクター自身に関する事項やEPC契約/サプライ契約に関する事項については議決権を有さないという規定が含まれる可能性高く、とりわけ、紛争発生時や、バリエーションや工期延長に係る申請に関する決定については尚更かと思われる。また、そもそも役員はかかる話し合いから排除されると契約で規定されることもある。

しかし、そのような対立の度合いはグレーエリアともなりうるので、実際に紛争が発生した時点で法律アドバイスが必要となる場合もある。そのため、紛争発生時には、投資家を兼ねているコントラクターがどのような話し合いや議決手続きから排除されるのかを文書化しておくことが全当事者にとって望ましい。いずれにせよ、投資家を兼ねているコントラクターは、プロジェクトカンパニーの利益となるよう自身の義務を履行するよう留意せねばならない。

とは言え、コントラクターは、かかる紛争に関連する事項以外のその他の決定事項には関与することができるので、直接的か間接的かを問わず、プロジェクトスポンサーの総合的な紛争戦略や長期計画について知りえることもある。

また、(可能性は低いものの)その他のシナリオ、例えば、施主による不履行か、自らの不履行か又は(不可抗力による工事の長期中断など)他の事由によるものを問わず、コントラクターは、建設面での契約が終了することになった場合、投資家としてもプロジェクトから退出することができるのか、という点も検討しておくべきである。この点は、そのコントラクターの競合他社が建設作業を引き継ぐことになり、元々のコントラクターの残留に難色を示した場合には、複雑化する可能性がある。

5. 結論

上述の通り、プロジェクトカンパニーへのエクイティー投資においては、多くの日系コントラクターには馴染みが薄いかも知れない複雑となりうる問題の検討が必要となる。しかし、関連リスクの受容に意欲的な会社にとっては競争上の利点となる可能性があり、日系企業がすでに優位性を有している革新的な技術が用いられるプロジェクトや画期的なインフラプロジェクトなどにおいては、今後、エクイティー投資が要件となるケースが増えうるとも考えられる。

1 国土交通省が発表した2021年3月付「建設業の国際競争力強化に関する検討会報告書」。以下のリンクのP126を参照
<https://www.mlit.go.jp/report/press/content/001411674.pdf>

2 経済産業省が発表した2019年3月付「質の高いエネルギーインフラの海外展開に向けた事業実施可能性の調査」。
https://www.meti.go.jp/meti_lib/report/H30FY/000750.pdf のP116を参照。