

ベトナム社会主義共和国

ベトナム国
ベトナム PPP インフラ事業への
資金メカニズム具体化にかかる調査
ファイナル・レポート

平成 25 年 1 月
(2013 年)

独立行政法人
国際協力機構 (JICA)

アクセンチュア株式会社

民連
JR
13-007

目次

1. 調査の概要.....	5
1.1. 調査の目的.....	5
1.2. 調査の内容.....	5
1.3. 調査業務フロー.....	7
1.4. 調査体制.....	8
2. 第一次調査結果のレビュー.....	9
2.1. 「PPP インフラ事業推進に向けた動き」に関する調査結果レビュー.....	9
2.2. 「IFF による出融資を想定した候補案件の発掘」に関する調査結果レビュー.....	10
2.3. 「IFF の組織形態・運営方針にかかる検討」に関する調査結果レビュー.....	11
2.4. 「IFF の特殊性・追加性にかかる論点整理」に関する調査結果レビュー.....	13
2.5. 「IFF への投資家候補の提案」に関する調査結果レビュー.....	14
3. IFF による出融資を想定した候補案件の発掘.....	15
3.1. 候補案件の発掘方法.....	15
3.1.1. 候補案件のスコープ.....	15
3.1.2. 候補案件の発掘プロセス.....	16
3.2. 全体リストの作成.....	16
3.3. ロングリストの作成.....	18
3.4. ショートリストの作成.....	19
3.4.1. ショートリスト化の手法.....	19
3.4.2. ショートリスト案件.....	19
3.4.3. ショートリスト掲載案件の資金ニーズ.....	19
3.5. 最有望案件の具体化支援.....	20
3.5.1. 最有望案件の選定.....	20
3.5.2. 案件毎の具体化支援.....	21
4. IFF の組織形態・運営方針にかかる検討.....	22
4.1. ファンド組織形態に関する提案.....	22
4.1.1. 組織形式（ファンド形式 vs. 会社形式）.....	22
4.1.2. 調達・出資手法（Equity vs. Debt）.....	27
4.1.3. ファンド本籍（オフショア vs. オンショア）.....	28
4.1.4. 通貨（ベトナムドン vs. 米ドル）.....	29
4.2. ファンド運営方針にかかる検討.....	30
4.3. ファンドマネージャーの選定支援.....	36
4.3.1. ファンドマネージャー候補者リストの作成.....	36
4.3.2. ファンドマネージャーの選定基準.....	37
4.3.3. ファンドマネージャーのプレ評価.....	38
4.3.4. ファンドマネージャー業務受託に関する意向確認文書.....	39
4.3.5. ファンドマネージャー公募での方針.....	41
4.3.6. ファンドマネージャー公募手続書類案.....	43

4.4.	その他留意すべき項目	45
4.4.1.	PPPパイロット法の影響検討	45
4.4.2.	ファンドクローリング条件の検討	45
5.	IFFの特殊性・追加性にかかる論点整理	46
5.1.	他国インフラファンド、ベトナムの他インフラファンドとの違い	46
5.1.1.	世界のインフラ投資市場について	46
5.1.2.	他国のインフラファンドの概要	48
5.1.3.	投資先に対するリスク・リターンの違い	49
5.1.4.	PPPインフラ整備に対する政府支援の違い	51
5.1.5.	ベトナムにおける他インフラファンドの投資領域	53
5.2.	ベトナムにおける（インフラファンド以外の）ファンド	53
5.3.	今後のIFF設立に向けた示唆	55
6.	IFFへの投資家候補の提案	56
6.1.	投資家候補ロングリストの作成	56
6.1.1.	有望な投資家カテゴリーの特定	56
6.1.2.	投資家候補のロングリスト作成	57
6.2.	投資家候補ショートリストの作成	57
6.3.	ショートリストに掲載されている投資家候補（中核出資者候補）間の合意文書案	58
7.	ファンド運用に向けたアクション	59
7.1.	ファンド運用に向けた関係者のアクション	59
7.2.	ファンド運用に向けたJICAの詳細アクション	60

付録

付録1：候補案件ロングリスト

付録2：ファンドマネージャー公募書類類案

略語集

略語	正式名称（英語）	正式名称（日本語）
ACB	Asia Commercial Bank	アジア商業銀行
ADB	Asian Development Bank	アジア開発銀行
AFD	Agence Française de Développement	フランス開発庁
BIDV	Bank for Investment and Development of Vietnam	ベトナム投資開発銀行
BOO	Build-Own-Operate	建設-運営-譲渡方式
BOT	Build-Operate-Transfer	建設-所有-譲渡方式
BTO	Build-Transfer-Operate	建設-譲渡-運営方式
BVIM	BIDV - Vietnam Partners Investment Management JSC	BIDV-ベトナムパートナーズ・インベストメント・マネジメント
CDM	Clean Development Mechanism	クリーン開発メカニズム
DCA	Development Credit Authority	開発信用保証メカニズム（USAID の債務保証機関）
DEG	Deutsche Investitions- und Entwicklungsgesellschaft mbH	ドイツ投資開発会社
EAIF	Emerging African Infrastructure Fund	新興アフリカインフラファンド（アフリカへの長期融資を行う金融機関）
EVN	Electricity Vietnam	ベトナム電力総公社
GIZ	Deutsche Gesellschaft für Internationale Zusammenarbeit GmbH	ドイツ国際協力公社
HCMC	Ho Chi Minh City	ホーチミン市
HFIC	Ho chi minh city Finance and Investment State-owned Company	ホーチミン市インフラ金融・投資国家会社
IBRD	The International Bank for Reconstruction and Development	国際復興開発銀行
ICC	Indochina Capital	インドチャイナキャピタル
IDFC	The Infrastructure Development Finance Company Limited (India)	インフラ開発金融会社（インドのインフラ専門ノンバンク）
IFC	International Finance Corporation	国際金融公社
IFF	Infrastructure Financing Fund	インフラストラクチャー・ファイナンス・ファンド
IIF	PT Indonesia Infrastructure Finance	インドネシアインフラ金融会社（インドネシアのインフラ専門ノンバンク）
IL&FS	Infrastructure Leasing & Financial Services Ltd.	インフラリース金融サービス会社（インドの民間プロジェクトファイナンス機関）
IRR	Internal Rate of Return	内部収益率
JBIC	Japan Bank for International Cooperation	国際協力銀行（日本）
JETRO	Japan External Trade Organization	日本貿易振興機構（日本）
JICA	Japan International Cooperation Agency	国際協力機構（日本）
JSC	Joint Stock Company	合弁株式会社
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau	復興金融公庫（ドイツ）
LIBOR	London Inter-Bank Offered Rate	ロンドン銀行間取引金利
LOI	Letter of Intent	予備的合意書、意向表明書
MB	Military Bank (Vietnam)	ベトナム軍事銀行
MDBs	Multilateral Development Banks	国際開発金融機関
METI	Ministry of Economy, Trade and Industry (Japan)	経済産業省（日本）

略語	正式名称（英語）	正式名称（日本語）
MOC	Ministry of Construction (Vietnam)	建設省（ベトナム）
MOF	Ministry of Finance (Vietnam)	財務省（ベトナム）
MOIT	Ministry of Industry and Trade (Vietnam)	産業貿易省（ベトナム）
MOT	Ministry of Transportation (Vietnam)	交通省（ベトナム）
MPI	Ministry of Planning and Investment (Vietnam)	計画投資省（ベトナム）
NEXI	Nippon Export and Investment Insurance	日本貿易保険（日本）
PFC	Project Finance Company	プロジェクトファイナンス会社
PPP	Public-Private Partnership	公民連携パートナーシップ
Proparco	Société de Promotion et de Participation pour la Coopération Economique	経済協力開発振興公社（フランス）
PSIF	Private Sector Investment Finance	海外投融資
PVN	Petro Vietnam	ペトロベトナム石油総公社
PWRF	Philippines Water Revolving Fund	フィリピン上下水道整備基金
REVN	Vietnam Renewable Energy JSC	ベトナム再生エネルギー会社
SCIC	State Capital Investment Company (Vietnam)	国家資本投資会社
UBI	Urban Business – Infrastructure Investment, JSC	都市ビジネスインフラ投資会社
USAID	United States Agency for International Development	国際開発庁（米国）
USD	United States Dollar	アメリカドル
VCB, Vietcombank	The Joint Stock Commercial Bank for Foreign Trade of Vietnam	ベトコムバンク、ベトナム外商銀行
VCBF	Vietcombank Fund Management	ベトコムバンク・ファンド・マネジメント
VDB	Vietnam Development Bank	ベトナム開発銀行
VEC	Vietnam Expressway Corporation	ベトナム高速道路公社
VIDIFI	Vietnam Infrastructure Development And Finance Investment	ベトナムインフラ開発金融投資会社
Vinalines	Vietnam National Shipping Lines	ベトナム海運総公社
VND	Vietnam Dong	ベトナムドン
WB	World Bank	世界銀行

1. 調査の概要

1.1. 調査の目的

現在、ベトナム社会主義共和国（以下、「ベトナム」とする）においては、PPP（Public-Private Partnership）方式によるインフラ整備が必要とされており、PPP インフラプロジェクトに対し、プロジェクトに適した期間・条件で国内外の民間資金を投入する仕組みの構築が必要となっている。このため、JICA 及び USAID が共同で、PPP インフラプロジェクト向け資金調達メカニズム（Infrastructure Financing Fund、以下「IFF」）を構築することとし、2010年10月から2011年6月にかけて、「ベトナム PPP インフラプロジェクトに係る調査」（以下、「第一次調査」とする）を実施した。その結果、インフラ事業に対する資金メカニズムの必要性が高いことを確認するとともに、あるべき資金メカニズムの方向性を取りまとめた。

本調査は、第一次調査の結果を踏まえ、IFF の設立形態、投資候補案件リスト、ファンドマネージャーの選定基準、ファンドの基礎的構成要素に関する情報の収集、分析・検討を行い、IFF の設立と案件への投資を実現するための必要条件を明らかにし、提言を行うものである。

本調査を通して、ベトナムでの資金供給の仕組みが実現され、スキーム上の信用補完及び具体的な投資家として JICA が関与することによって、日本企業や先進国企業にとって事業の安定性が増し、インフラ事業そのものへの参画を積極化させる契機となることが期待される。さらに、ベトナムのインフラが整備されることにより、ベトナムへの進出を検討している事業者にとって事業活動の環境が整うことから、民間企業の進出が促進され、民間企業のビジネス機会の増加にも資するものと考えられる。

1.2. 調査の内容

本調査においては、前述の目的を達成するため、①第一次調査結果のレビュー、②IFF による出融資を想定した候補案件の発掘、③IFF の組織形態・運営方針にかかる検討、④IFF の特殊性・追加性にかかる論点整理、⑤IFF への投資家候補の提案を実施する。具体的な業務内容は、以下の通りである。

- ① 第一次調査結果のレビュー
- ② IFF による出融資を想定した候補案件の発掘
 - (ア) IFF 候補案件にかかるロングリストの作成
 - (イ) ショートリストの作成
 - (ウ) 最有望案件の具体化支援
- ③ IFF の組織形態・運営方針にかかる検討
 - (ア) ファンド組織形態に関する提案
 - (イ) ファンド運営方針にかかる検討
 - (ウ) ファンドマネージャーの選定支援

- ④ IFF の特殊性・追加性にかかる論点整理
 - (ア) 他国・ベトナムの他インフラファンドとの違い
 - (イ) ベトナムにおける他ファンドとの違い
- ⑤ IFF への投資家候補にかかる提案
 - (ア) 投資家候補ロングリストの作成
 - (イ) ロングリストに基づいたスクリーニング・ショートリスト
 - (ウ) ショートリストに掲載されている投資家候補（中核出資者候補）間の合意文書案

1.3. 調査業務フロー

調査業務は2012年4月より開始し、2013年1月まで10か月間実施した。調査開始時には、まず、①第一次調査結果のレビューを通して本調査業務の方向性の確認した上で、②IFFによる出融資を想定した候補案件の発掘と③IFFの組織形態・運営方法にかかる検討を並行して開始した。また、これらの業務に続き、④IFFの特殊性・追加性にかかる論点整理と、⑤IFFへの投資家候補の提案を並行して開始した。

なお、現地調査については、4月、5月、6月、8月、10月、11月の合計6回行った。

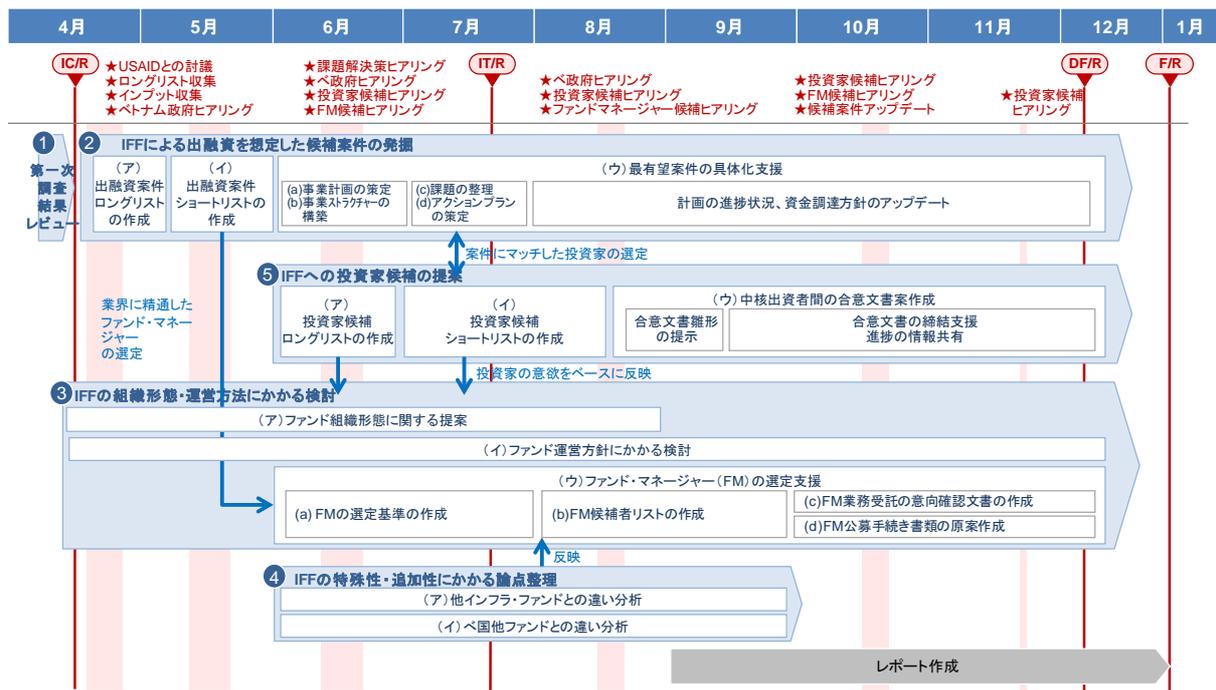


図 1.3. 調査業務フロー

1.4. 調査体制

本事業の実施にあたっては、①各インフラ分野のとりわけベトナム事情に精通した専門家、②実践的・実務的にファンドを立ち上げた経験者、さらに、③案件の事業性評価や投資家の誘引の前提となる現地法の的確な把握ができる専門家による体制を構築した。また、現地における政府機関や企業との連絡調整等を行うため、弊社ベトナムオフィスの日本人スタッフも調査体制に含めている。

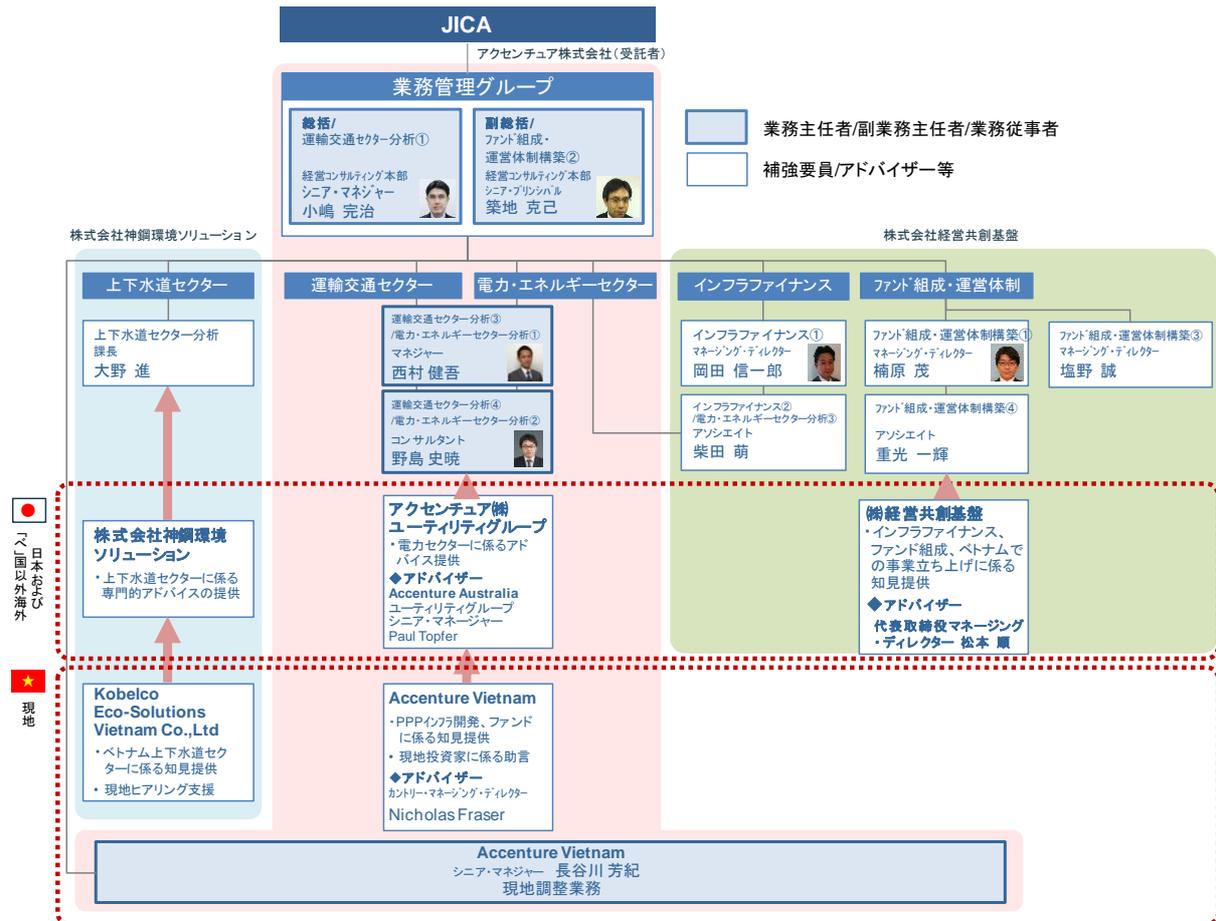


図 1.4. 調査体制

2. 第一次調査結果のレビュー

2010年10月から2011年6月に実施した第一次調査¹においては、インフラ事業に対する資金メカニズムの必要性が高いことを確認するとともに、あるべき資金メカニズムの方向性を取りまとめた。

本調査は、この第一次調査をベースに行うものであることから、調査背景を把握するための

①「PPP インフラ事業推進に向けた動き」に関する調査結果をレビューした上で、本調査の調査項目に合わせて、②「IFF による出融資を想定した候補案件の発掘」に関する調査結果レビュー、③「IFF の組織形態・運営方針にかかる検討」に関する調査結果レビュー、④「IFF の特殊性・追加性にかかる論点整理」に関する調査結果レビュー及び⑤「IFF への投資家候補の提案」に関する調査結果レビューを実施した。

2.1. 「PPP インフラ事業推進に向けた動き」に関する調査結果レビュー

まず、「ベトナムにおける PPP インフラ事業推進に向けた動き」のうち、セクター毎の推進状況については、第一次調査において、運輸交通、上下水道、電力エネルギーの3セクターについて、整備状況や需要動向、課題を記載している。また、Hanoi – Hai Phong Expressway や、Thu Duc Water Supply 等個別の PPP インフラ整備事業の進捗状況についても把握している。さらに、世界銀行が作成したベトナムにおける過去の主要な PPP インフラ整備案件リストも収録している。これらの調査結果については、本調査における個別セクター調査の基礎情報として活用することとした。

表 2.1. 「PPP インフラ事業推進に向けた動き」に関する調査結果レビュー

	第一次調査での調査結果	本調査での調査方針
セクター毎の 推進状況	<ul style="list-style-type: none"> 運輸交通、上下水道、電力エネルギーセクターについて、整備状況や需要動向、課題を記載 個別のPPPインフラ事業(Hanoi – Hai Phong ExpresswayやThu Duc Water Supply等)について把握 過去のPPPインフラ整備案件リスト(世界銀行作成)の収集 	<ul style="list-style-type: none"> 第一次調査結果を基礎情報として活用
関連する法制度	<ul style="list-style-type: none"> 新BOT法の改訂内容について整理 PPPパイロット法と新BOT法の違いについて整理 PPPパイロット法の課題について整理 	<ul style="list-style-type: none"> 特に未施行であるPPPパイロット法の施行見込みについて把握

¹ 「ベトナム PPP インフラプロジェクトに係る調査」(平成23年5月独立行政法人国際協力機構)

また、ベトナムの PPP インフラ事業に深く関連する法制度については、第一次調査において、2009年11月に改訂された新 BOT 法の内容を整理するとともに、2010年11月に制定された PPP パイロット法についても、新 BOT 法と対比する形で掲載している。新 PPP パイロット法については、公的資金の範囲が不明瞭であったり、プロジェクト提案者がインセンティブを感じないなど、様々な課題も提示されている。特に PPP パイロット法の動向については、PPP インフラ整備の新たな法スキームとなるため、本調査でもインタビュー等で把握に努めた。

2.2. 「IFF による出融資を想定した候補案件の発掘」に関する調査結果レビュー

次に、「IFF による出融資を想定した候補案件の発掘」のうち、ロングリストの作成については、第一次調査において、運輸交通、上下水道、電力エネルギーセクターにおける政府の開発計画を把握した。また、開発計画における具体的な案件リストも一部の事例として掲載している。本調査においては、IFF 設立に向けたステップとして、投資家候補をはじめとする IFF 構築に関わる関係者と、より網羅的かつ具体的な討議を行う必要がある。そのため、第一次調査を参考にしながらも、ベトナム政府における開発計画の案件リストの他、日本側や関係開発援助機関及びベトナムの金融機関・民間投資家が検討中の PPP インフラ事業リストから案件候補を網羅的に収集し、ロングリストを作成することとした。

表 2.2. 「IFF による出融資を想定した候補案件の発掘」に関する調査結果レビュー

	第一次調査での調査結果	本調査での調査方針
ロングリストの作成	<ul style="list-style-type: none"> 運輸交通、上下水道、電力エネルギーセクターにおける政府の開発計画を把握 開発計画に掲載された案件リストも一部の事例として掲載 	<ul style="list-style-type: none"> 開発計画等における案件リストを収集し、ロングリストを作成
ショートリストの作成	<ul style="list-style-type: none"> 候補案件の絞り込みの視点として、「リスク」と「収益性」を提示 <ul style="list-style-type: none"> ✓ リスク内訳として、完エリスク、キャッシュフローリスク、操業リスク、スポンサーリスク、政策変更リスクを提示 	<ul style="list-style-type: none"> 「適時性」と「事業性」を評価軸にして、候補案件を絞り込み
最有望案件の具体化支援	<ul style="list-style-type: none"> 第一次調査のスコープ外であり、記載なし 	<ul style="list-style-type: none"> ショートリストから最有望案件を特定し、具体化支援を実施

ショートリストの作成については、第一次調査において候補案件の絞り込みの視点として、「リスク」と「収益性」を提示している。本調査においては、「リスク」と「収益性」を合わせて「事業性」とし、さらに「適時性」の観点を加えて各案件を評価した。この二つの評価軸で候補案件を絞り込むことで、IFFによる具体的な支援実現可能性の視点を重視したショートリストを作成した。

さらに、第一次調査より踏み込んだ最有望案件の具体化支援として、本調査では最有望案件を特定し、投資家候補の判断に資する情報収集・整理を実施することとした。

2.3. 「IFFの組織形態・運営方針にかかる検討」に関する調査結果レビュー

「IFFの組織形態・運営方針にかかる検討」のうち、ファンド組織形態に関する提案については、第一次調査において、ベトナム金融機関法によりノンバンク以外の融資業務が制約されていることを踏まえ²、Project Finance Company (PFC)の形式でファンドを設立することを提案しており、その組織構造やマネジメント体制についても考察を加えている。また、インドネシア IIF³とアフリカ EAIF⁴の規模を参考に、USD 500 mil 規模のファンド創設を提案している。

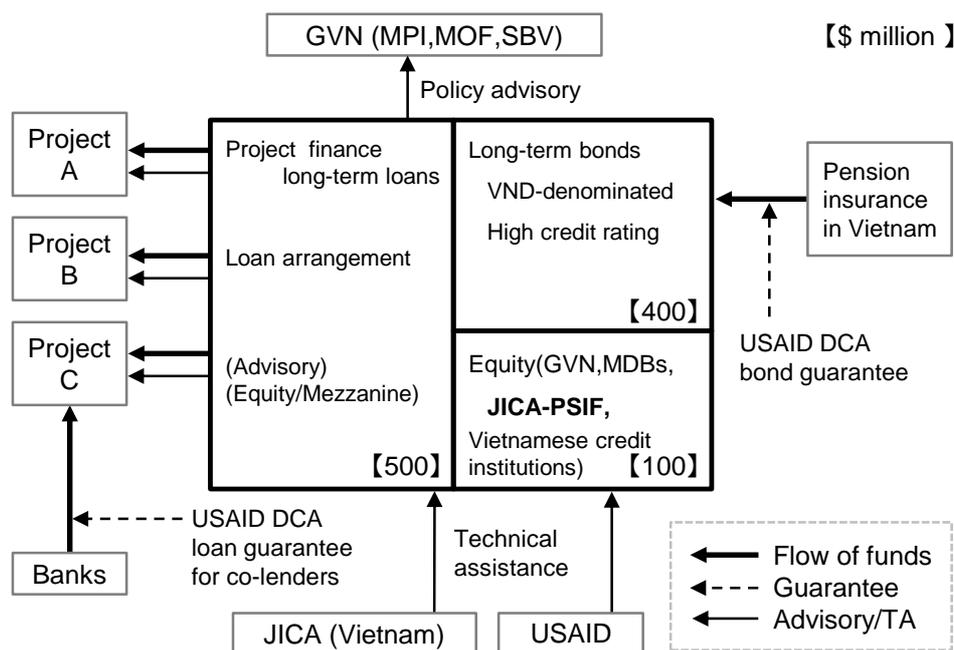


図 2.3. 第一次調査にて提示された IFF の実施形態

² 「ベトナムにおいては、金融機関以外の主体が融資業務を行うことは金融機関法 [Law on Credit Institutions No.47/2010/QH12 of the National Assembly dated June 16, 2010] 第 8 条 2 項によって禁じられている。」(「ベトナム PPP インフラプロジェクトに係る調査」(平成 23 年 5 月独立行政法人国際協力機構) 114 ページ)

³ PT Indonesia Infrastructure Finance の略称。インドネシア政府、世界銀行、IFC、ADB、DEG により設立されたインフラ専門のノンバンク。

⁴ Emerging Africa Infrastructure Fund の略称。欧州 6 か国による共同組織と、欧州・南アフリカの開発機関、国際機関等により設立された、アフリカのサブサハラ地域における民間のインフラ開発プロジェクトへの長期融資を行う機関。

一方で、PFC形式がなぜ適切な組織形態であるのかについては、第一次調査にて詳細な検討がなされておらず、本調査にて改めて検討を加える。即ち、本調査では、他オプションとの比較検討を行い、候補案件の資金ニーズや、JICAを含む投資家候補、ファンドマネージャー候補の意向を調査・反映し、さらに、法的制約も改めて検討した上で、適切なファンド組織形態を再提案した。ファンド規模も、類似ファンドの規模は参考程度にとどめ、寧ろ具体的な案件や投資家の投資可能額・割合などの条件を反映した提案を行った。

ファンド運営方針、とりわけ投資意思決定やガバナンスにかかる検討については、通常のファンドであれば、比較的標準的な運営体制やプロセスが定義されることもあり、第一次調査では信用リスクや流動性リスク、レピュテーションリスクなどファンド運営上考慮すべきリスクを強調して提示している。候補案件や投資家候補の意向によっては、ファンド運営方針の設計そのものがIFF実現の鍵となる可能性もあるため、本調査ではIFFの特殊性を十分に勘案したファンド運営方針の検討を行い、タームシートの形でとりまとめた。

ファンドマネージャーの選定支援については、第一次調査において、ベトナム国内事情と国際金融慣行に精通した人材を登用すべきとの方向性を示している。本調査においては、この方向性も踏まえ、ファンドマネージャーの選定基準の作成と、候補者リストの作成、さらにファンドマネージャーの公募書類案の作成まで行った。

表 2.3. 「IFFの組織形態・運営方針にかかる検討」に関する調査結果レビュー

	第一次調査での調査結果	本調査での調査方針
<p>ファンド組織形態に関する提案</p>	<ul style="list-style-type: none"> Project Finance Company (PFC)形式でのファンド設立を提案し、組織構造やマネジメント体制を考察 <ul style="list-style-type: none"> ベトナム金融機関法による制約を調査 ファンド規模として、IIF (USD 380 mil) とEAIF (USD 600 mil)を参考にUSD 500 milを提案 	<ul style="list-style-type: none"> 他オプションと比較した上で適切なファンド組織形態を提案 <ul style="list-style-type: none"> 候補案件、JICA含む投資家候補及びファンドマネージャー候補の意向を調査・反映 候補案件の資金ニーズや、投資家候補の投資可能額・割合などの条件からファンド規模を提案
<p>ファンド運営方針にかかる検討</p>	<ul style="list-style-type: none"> 投資意思決定やガバナンスの方針は十分議論していない 考慮すべきリスクの種類は提示 <ul style="list-style-type: none"> 信用リスク、流動性リスク、レピュテーションリスク等 	<ul style="list-style-type: none"> 候補案件の性質や投資家候補の意向を踏まえて検討 タームシートの形でとりまとめ
<p>ファンドマネージャーの選定支援</p>	<ul style="list-style-type: none"> InfraCo AsiaのManaging Directorの経歴を参考に、ベトナム国内事情と国際金融慣行に精通しているという人材要件を提示 	<ul style="list-style-type: none"> ファンドマネージャーの選定基準の作成と、候補者リストを作成 ファンドマネージャーの公募書類案も作成

2.4. 「IFF の特殊性・追加性にかかる論点整理」に関する調査結果レビュー

「IFF の特殊性・追加性にかかる論点整理」のうち、他国・ベトナムの他インフラファンドとの違いについては、第一次調査でいくつかの個別事例をケーススタディ的に取り上げている。ベトナムのインフラファンドである VinaCapital、他国インフラファンドであるインド IL&FS⁵、インドネシア IIF、アフリカ EAIF の他、インフラファンドではないがプロジェクトファイナンスの事例として、豪州トランス・アーバングループやインド IDFC⁶を調査している。本調査においては、第一次調査も参考にしつつ、改めて他インフラファンドを調査し、その違いを整理した。

また、ベトナムにおける他ファンドとの違いについても、比較検討し違いを整理した。

表 2.4. 「IFF の特殊性・追加性にかかる論点整理」に関する調査結果レビュー

	第一次調査での調査結果	本調査での調査方針
他国・ベトナムの 他インフラファンド との違い	<ul style="list-style-type: none"> ベトナムのインフラファンドである VinaCapital の事例を調査 他国インフラファンドとして、IL&FS、IIF、EAIF の事例を調査 このほか、プロジェクトファイナンスの事例として、豪州トランス・アーバングループや、インド IDFC を調査 	<ul style="list-style-type: none"> 個別事例をケーススタディ的に取り上げるにとどまっていたため、改めて他インフラファンドを調査し、違いを整理
ベトナムにおける 他ファンドとの違い	<ul style="list-style-type: none"> 第一次調査の範囲外であり、記載なし 	<ul style="list-style-type: none"> ベトナムにおける他ファンドを調査し、違いを整理

⁵ Infrastructure Leasing & Financial Services Ltd. の略称。インド中央銀行、国営投資ファンドにより設立された企業。IFC、オリックス等からも出資を受けた。

⁶ Infrastructure Development and Finance Corporation, Ltd. の略称。インド政府、国際機関、インド民間企業が設立した民間プロジェクトファイナンス機関。

2.5. 「IFF への投資家候補の提案」に関する調査結果レビュー

「IFF への投資家候補の提案」のうち、投資家候補ロングリストの作成については、第一次調査において、インド IDFC やインドネシア IIF の事例を参考にした結果、ベトナム政府や IFC、ADB といった援助機関を中心に、ベトナム国内の主要金融機関も含まれるべきとの提案を行っている。本調査では、より幅広く網羅的に投資家候補を把握しロングリストを作成した上で、スクリーニングを行い、ショートリストを作成した。さらに、投資家候補間の合意文書案作成もを行い、中核出資者候補の意思決定に必要な審査への対応も行うことで、具体的な実現ステップに即座に進む準備を行った。

表 2.5. 「IFF への投資家候補の提案」に関する調査結果レビュー

	第一次調査での調査結果	本調査での調査方針
投資家候補 ロングリストの 作成	<ul style="list-style-type: none"> インドIDFCやインドネシアIIFの事例を参考に、ベトナム政府、援助機関を中心にベトナムの主要金融機関も含まれることが望ましいと提案 	<ul style="list-style-type: none"> 網羅的に投資家候補を把握していなかったため、新たにロングリストを作成
ロングリストに基づいた スクリーニング・ ショートリスト	<ul style="list-style-type: none"> 第一次調査のスコープ外であり、記載なし 	<ul style="list-style-type: none"> 投資家候補のショートリストを作成
ショートリストに 掲載されている 投資家候補間の 合意文書案作成	<ul style="list-style-type: none"> 第一次調査のスコープ外であり、記載なし 	<ul style="list-style-type: none"> 中核出資者候補との合意文書案を作成

3. IFF による出融資を想定した候補案件の発掘

3.1. 候補案件の発掘方法

3.1.1. 候補案件のスコープ

本調査のスコープとして、第一次調査において資金ニーズの調査を実施した運輸交通、上下水道及び電力エネルギーの3セクターを対象とした。また、新たにインフラを大量整備しなければならないというベトナム側のニーズ等を考慮し、インフラ整備段階として「Green-field 案件（新設フェーズ）」を対象としている。本調査のスコープとして設定したものであり、それ以外の Brown-field 案件や他セクターの案件を IFF の出融資対象から排除するものではない。

また、これら調査スコープからは外れるが、他セクターにおける IFF からの出融資の可能性を探るため、JICA より調査提案のあった病院及び工業団地案件（2-3 件）についても、追加で調査を実施した。

表 3.1.1. 本調査における候補案件のスコープ

対象セクター		対象案件			
		Green-field案件		Brown-field案件	
		新設フェーズ	増設フェーズ		
運輸交通セクター	空港				
	港湾				
	鉄道				
	道路				
上下水道セクター	上水道	調査スコープ			
	下水道				
電力エネルギーセクター	火力発電所				
	水力発電所				
	風力発電所				
病院			追加で2-3件を調査		
工業団地					
物流施設					
教育施設					
⋮					

3.1.2. 候補案件の発掘プロセス

候補案件の発掘のため、まずベトナム国内外の公的機関、金融機関、事業会社等が掲げているインフラ案件を集約して312件からなる「全体リスト」を作成。次に、外形的な足切り条件を設定して160件のロングリストを作成し、「適時性」と「事業性」を有する案件9件をショートリストとして抽出した。

さらに、「適時性」と「事業性」が特に高く、IFF への資金ニーズも有する案件5件を最有望案件として特定。これら5件に対して、IFF による出融資検討が開始できるよう投資家向け資料を作成する形で具体化支援を実施した。なお、本発掘プロセスは2012年7月時点での情報を元に行ったものである。

表 3.1.2. 候補案件の発掘プロセス

発掘プロセス	案件数	抽出条件
全体リスト	312件	<ul style="list-style-type: none"> ベトナム国内外の公的機関、金融機関、事業会社等が掲げているベトナム国内を対象としたインフラ案件であること
ロングリスト	160件	<ul style="list-style-type: none"> 2014年以降に稼働する案件であること BOT/PPP案件であること 運輸交通/上下水道/電力エネルギーセクターの案件であること（病院と工業団地セクターで2-3件を追加調査）
ショートリスト	9件	<ul style="list-style-type: none"> IFF投入にあたり「適時性」を有する案件であること 適切なリターンを生み出す「事業性」を有する案件であること
最有望案件	5件	<ul style="list-style-type: none"> 特に適時性と事業性が高い案件であること IFFへの資金ニーズを有する案件であること 日越両政府の優先案件であること(加点要素)

3.2. 全体リストの作成

候補案件の発掘プロセスの第一段階として、候補となるインフラ案件を網羅的に把握するため、a) MPI の PPP パイロット案件リスト、b) JICA 等の PPP インフラ事業 F/S 案件、c) 関係省庁や開発援助機関のプロジェクトリスト及び d) 民間投資家のプロジェクトリスト等ベトナム国内外の情報ソースをもとに、「全体リスト」を作成した。

なお、ベトナム国内の金融機関からも情報収集を試みたが、リストを作成していなかったり、案件がスコープ外であったり、機密情報のため情報共有できないなどの理由により、各機関が個別に保有している候補案件の包括的な情報は得られなかった。

表 3.2. 「全体リスト」作成に使用した情報ソース

発行機関	情報ソース名
a) ベトナム国計画投資省（MPI）の PPP タスクフォースが作成した PPP パイロット案件リスト	
MPI	<ul style="list-style-type: none"> • PPP Pilot project
b) JICA 民間連携室が実施中の協力準備調査（PPP インフラ）等で取り上げている案件等、日本側検討中の PPP インフラ事業	
JICA	<ul style="list-style-type: none"> • Feasibility Study on PPP Infrastructure projects (F/S) • Study on PPP Infrastructure Projects in Vietnam (第一次調査) • 尼越工業団地基礎情報収集確認調査 最終報告書
METI	<ul style="list-style-type: none"> • Feasibility Study on PPP Infrastructure projects
JETRO	<ul style="list-style-type: none"> • ベトナムインフラマップ • 電力調査マップ（別添「発電所案件の EPC、コントラクター等の意向」を含む）
c) ベトナム国関係省庁や関係開発援助機関が検討中の PPP インフラ事業	
MPI	<ul style="list-style-type: none"> • NMT project catalogue
MOT	<ul style="list-style-type: none"> • Detailed Information on Transport Projects Planned for 2011 – 2015
MOIT	<ul style="list-style-type: none"> • National Power Development Plan between 2010 and 2020, with orientation toward to 2030
Quang Ninh Province	<ul style="list-style-type: none"> • Van Don Economic Zone Development Plan • Press Release
ADB	<ul style="list-style-type: none"> • Project Preparatory Technical Assistance List
IFC	<ul style="list-style-type: none"> • Scoping of Infrastructure Investment Opportunities in Mekong Region Infrastructure Projects (F/S)
d) ベトナム国内金融機関・民間投資家が検討中の PPP インフラ事業	
VIDIFI	<ul style="list-style-type: none"> • Overall Introduction Projects Called for Investment
VEC	<ul style="list-style-type: none"> • Expressway projects in Vietnam by year 2020
PetroVietnam	<ul style="list-style-type: none"> • Partnership Opportunities with PetroVietnam 2012
REVN	<ul style="list-style-type: none"> • Project list on REVN's website
GIZ	<ul style="list-style-type: none"> • Status of Wind Power Development and Financing of These Projects in Vietnam
Vinalines	<ul style="list-style-type: none"> • Investment Demand for Handling Equipment • Port Development Projects 2006-2010

3.3. ロングリストの作成

次に、全体リストとして収集した 312 件のインフラ案件を、外形的な 4 つのノックアウト条件を設定してスクリーニングを行い 160 件からなるロングリストを作成した（「付録 1：候補案件ロングリスト」参照）。

具体的には、①2013 年以内に完工する予定の案件（整備のタイミング）、②ODA による資金供与が行われている案件（ファイナンスの方法）、③運輸交通・上下水道・電力エネルギーセクター以外の案件（対象セクター）及び④外資による投資を事業主が求めている案件（その他固有の事情）と判明した場合は、ロングリストから除外した。

表 3.3. ロングリスト作成でのノックアウト条件

抽出の観点	抽出条件	具体的な抽出方法(ノックアウト条件)
① 整備の タイミング	現在計画中の案件であり、IFFを投入する余地があること	■ 2013年以内に完工する予定の案件を除外
② ファイナンスの 方法	IFFには民間の参加が必須であり、BOT/PPP方式で実施される案件であること	■ ODAによる資金供与が行われている案件を除外
③ 対象セクター	JICA民間連携室の方針により決定したIFFの対象3分野(運輸交通、電力エネルギー、上下水道)の案件であること	■ 運輸交通・上下水道・電力エネルギーの3セクター以外(都市開発、物流施設等)の案件を除外
④ その他、 固有の事情	IFFによる出融資の前提として、案件進捗を妨げるような固有の問題がないこと	■ 外資による投資を事業主が求めている案件を除外 等

3.4. ショートリストの作成

3.4.1. ショートリスト化の手法

ロングリストに上がった案件 160 件について、個別案件の「適時性」と「事業性」を評価し、双方を満たす実現可能性の高いものをショートリストとして抽出した。

「適時性」としては、今後数年以内に IFF への資金需要が発生する見込みであり、かつ、具体的な財務情報を投資家に提示できることか否かを評価している。また、「事業性」としては、事業単独で適切なリターンを得られるか否かを評価している。

表 3.4.1. ショートリスト化の手法

抽出の観点	抽出条件	具体的な抽出方法
実現可能性	<p>適時性</p> <p>今後数年以内に IFF 資金への需要が発生する見込みがあり、かつ具体的な財務情報を投資家に提示できる</p>	<ul style="list-style-type: none"> ■ 海外コンサルが F/S を実施しており、信頼性の高い財務情報が得られている案件を選定（ベトナム国内コンサル F/S のみの案件は除外） ■ 政府間で案件進捗に関する合意が取れているなど、案件の進捗が確実な案件を選定 ■ ベトナム国内のみで F/S が実施されている案件やマスタープランのみ存在する案件は、進捗にまだ時間がかかるため、除外
	<p>事業性</p> <p>事業単独で適切なリターンを得られる見込みがある</p>	<ul style="list-style-type: none"> ■ 大都市周辺のインフラ需要や個別企業からの大口需要（すなわち収益）が見込める大都市の近辺に立地する案件を選定 ■ 税優遇や政府補助などのインセンティブにより、十分なコスト削減が見込める案件を選定

3.4.2. ショートリスト案件

160 件のロングリスト案件を評価した結果、空港 1 件、道路 4 件、水道 1 件、発電所 2 件及び病院 1 件の合計 9 件を、「適時性」と「事業性」を満たす案件を抽出しショートリストを作成した（案件ショートリストは非公開）。

3.4.3. ショートリスト掲載案件の資金ニーズ

これら 9 件のショートリスト案件の IFF に対する資金ニーズを調査したところ、Debt 及び Equity 双方のニーズが存在した。また、IFF の想定サイズが USD 500 million ということもあり総事業費が USD 1,000 million 程度の大型案件においては、IFF への資金ニーズが生じていないことも明らかになった。

3.5. 最有望案件の具体化支援

3.5.1. 最有望案件の選定

ショートリストの9件について、「適時性」と「事業性」の観点から改めて3段階（高・中・低）で評価し、どちらの要素も「高」又は「中」に含まれる高い評価の案件を抽出した。さらに、案件側に IFF への資金ニーズが存在するものを最有望案件として道路3件、発電所1件、病院1件の合計5件を選定した。

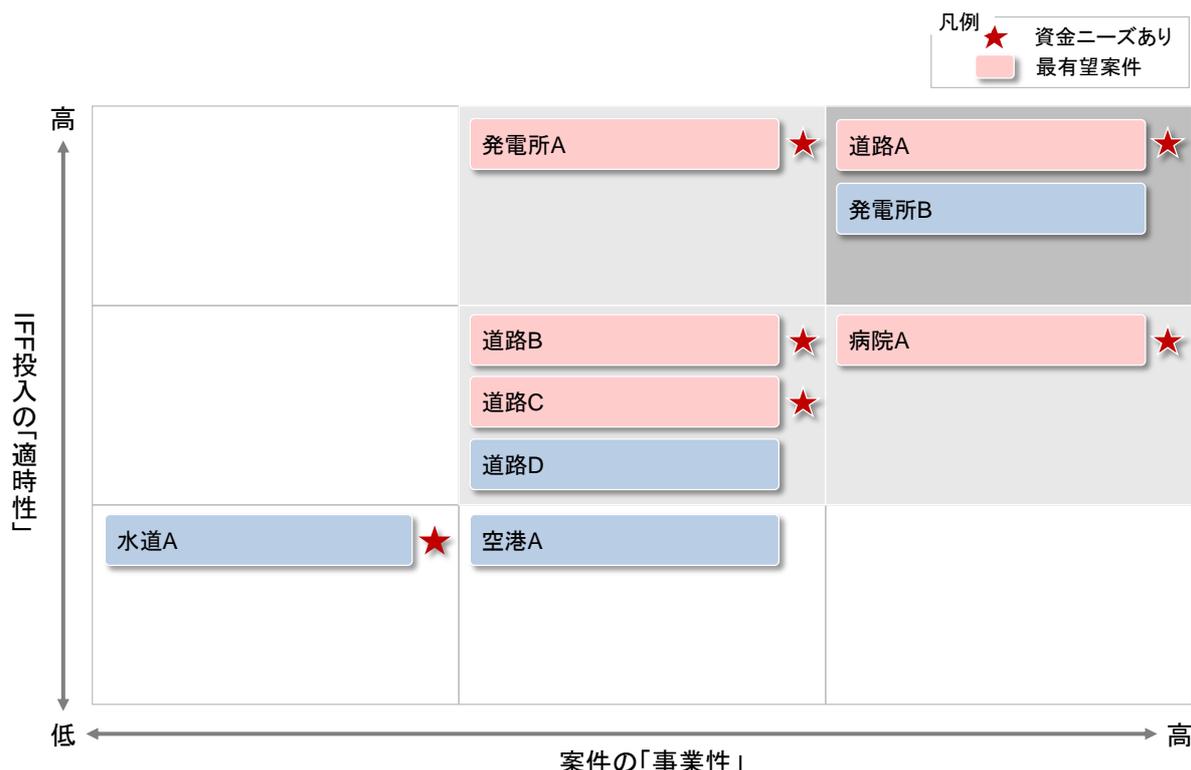


図 3.5.1. 最有望案件の選定

「適時性」に関しては、IFF の設立後 1-2 年以内の案件を対象とする観点から、今後 1-2 年後に IFF への資金需要が発生する見込みであり、かつ、投資家に提示できる具体的な財務情報を有しているか否かを評価した。明確な加点要素がある場合を「高」とし、加点要素も減点リスクもない場合を「中」、減点リスクがあれば「低」としている。

また、「事業性」に関しては、IFF が適切なリターンを個別案件から得るという観点から、事業単独で適切なリターンが見込まれるか否かを評価した。評価の目安として、Equity IRR > 20%、Project IRR > 15% の場合を「高」とし、Equity IRR 15~20%、Project IRR 10%~15% を「中」、Equity IRR < 15%、Project IRR < 10% を「低」としている。

資金ニーズに関しては、IFF から資金提供できる案件を特定するという観点から、案件規模が過大で資金ニーズがない空港 A、道路 D 及び発電所 B 以外の案件を選定している。そのため、

例えば、発電所 B は、「適時性」と「事業性」がともに高評価であるものの、資金ニーズがないため最有望案件には選定していない。

3.5.2. 案件毎の具体化支援

最有望案件 5 件の具体化支援として、IFF による出融資検討がすぐに行き始めるよう投資家向け資料を作成した（「投資家向け資料」は非公表）。

投資家向け資料においては、案件の基本情報、資金ストラクチャー、案件の収益性、事業実施に向けた課題、解決に向けたアクションプランを掲載している。

4. IFF の組織形態・運営方針にかかる検討

4.1. ファンド組織形態に関する提案

IFF の組織形態については、一般的にファンドマネージャーと投資家（特にアンカー投資家）の意向に基づく運営方針に沿う形で、対象国の法規制等を踏まえながら決定することとなる。本調査の段階においては、ファンドマネージャー及び投資家が決まっていないため、形態を確定することは出来ないが、有望な形態案を対比の上、現実的かつ最も有望な案を提案するものとした。

具体的には、業務指示書の（ア）ファンド組織形態に関する提案に記載の、

- a) ファンド組成・運営にかかるベトナム法制度（ファンドを組成・運営するうえで制約となりうる外資・外貨・送金規制、キャピタルゲイン・配当への課税・規制等）
- b) Private Equity（PE）ファンド、デットファンド、投融資会社、リボルビング・ファンド等ファンド組織形態にかかる複数オプションの長所・短所
- c) 「ベ」国債権市場、及び官民の投資家の分析を通じて、出資・債券・借入等の資金調達形態に係る複数オプションの可能性

のうち、それぞれの主要論点である以下の4点についてまず検討した。

- 組織形式（ファンド形式 vs. 会社形式）（b の主要論点）
- 調達・出資手法（Equity vs. Debt）（c の主要論点）
- ファンド本籍（オフショア vs. オンショア）（a 及び b の主要論点）
- 通貨（ベトナムドン vs. 米ドル）（a の主要論点）

なお、ファンドの組織形態に関する上記の主要論点4点以外の項目については、「4.2.1. ファンドの運営方針にかかる検討」において、ファンドの運営方針と合わせてタームシートの形式で記載している。

4.1.1. 組織形式（ファンド形式 vs. 会社形式）

IFF の設立にあたって想定される組織形式は、大きく分けるとファンド形式（例：メンバーズ・ファンド）及び会社形式（例：投資保有会社）の2つに分類される。双方の特徴については、以下の通りである。（次ページ以降の図は、大まかな模式図を示したものに過ぎず、ファンドマネージャーやアンカー投資家の意向によって、中間法人・ファンドを設立するなどのチューニングを施すことは十分あり得る）。

なお、ファンド形式及び会社形式どちらにおいても、投資家から IFF に融資を受ける場合、USAID の債務保証スキーム⁷を組み込むことができると考える。

⁷ Development Credit Authority（DCA）は、1999年に USAID 内に設置された信用保証を行うイニシアチブであり、途上国における民間資金を開発プロジェクトに投資させるときのリスク軽減のために信用保証を行うもの。民間の融資機関に対して、最大20年間に亘り、実現損失額の50%を保証するスキーム。現地通貨建て及び外貨建てローンの両方に対応可能。

ファンド形式：

ファンド形式で IFF を設立した場合、IFF は、JICA を含む投資家から Equity (Debt ファンドの場合は Debt) を調達することとなる。この資金を元手に、ファンドマネージャーの判断により (及び投資委員会の決定を経て) 投資先を選定し、個別のプロジェクトに Equity (Debt ファンドの場合は Debt) を投入する。なお、USAID の債務保証スキームについては、Equity は対象外となるため、下図で表した Equity ファンドの場合は、適用することができない。

ファンド形式の場合は、基本的には Equity プロバイダー並びに Debt プロバイダーの要求リターン及びリスク許容度が異なるため、どちらかに特化することが多いが、Equity 及び Debt 両方で資金調達し、Equity 及び Debt どちらも投入しているケースもある。この場合、外形的な機能としては、会社形式との差は生じなくなる。

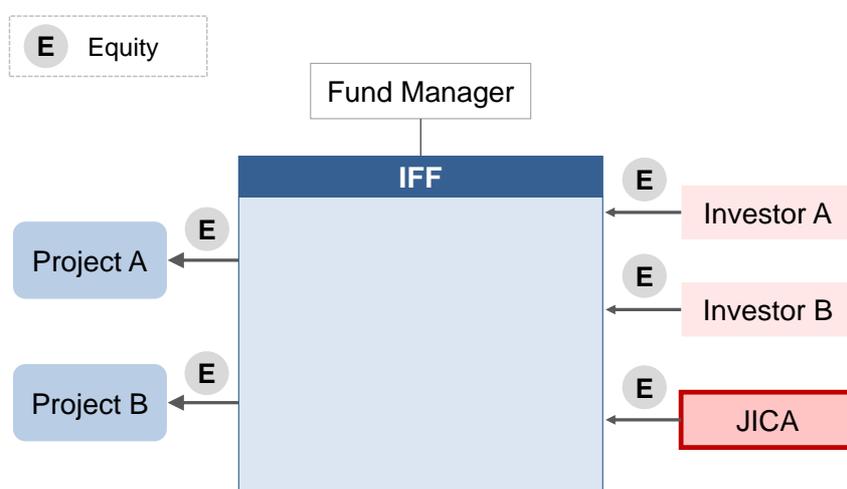


図 4.1.1.1 想定されるファンド形式 (Equity ファンド)

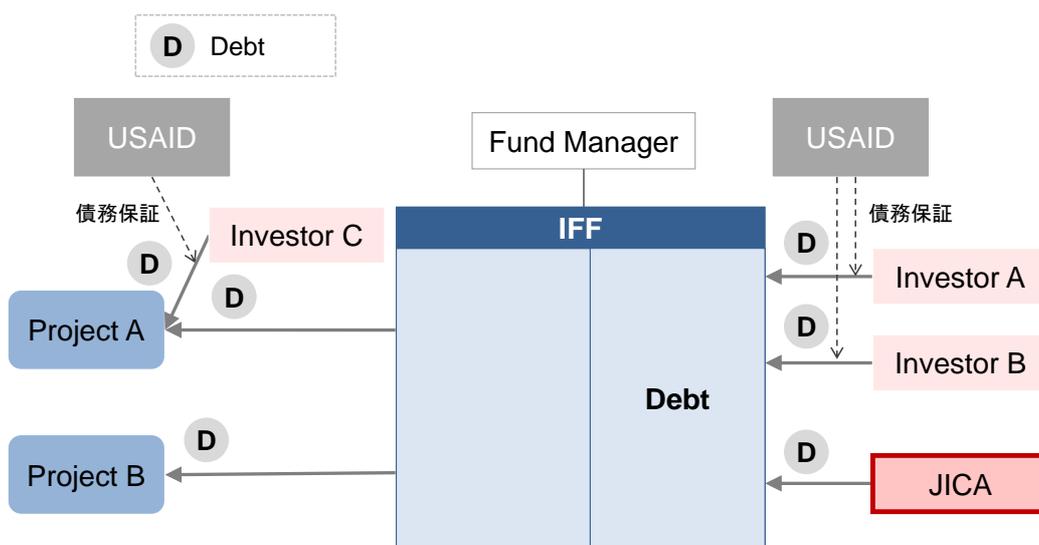


図 4.1.1.2. 想定されるファンド形式 (Debt ファンド)

会社形式：

会社形式で IFF を設立した場合、IFF がバランスシートを保有し、JICA を含む投資家から Equity 及び Debt を調達することとなる。この資金を元手に、IFF 社内の意思決定プロセス（取締役会等を想定）に従って投資先を選定し、個別のプロジェクトに Equity 又は Debt を投入することとなる。

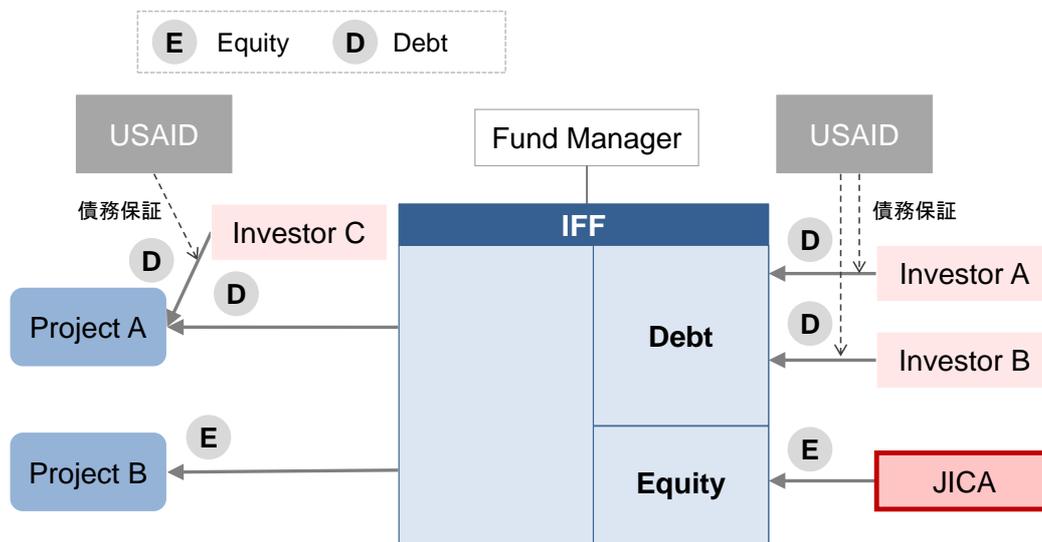


図 4.1.1.3. 想定される会社形式

会社形式及びファンド形式の一般的な相違点を、①存続期間、②ローンチのスピード・オペレーションの柔軟性、③ガバナンス、④課税、⑤出資及び⑥その他の 6 点につき比較した。

通常、投資はリターンを重視するため、課税メリットがあるファンド形式が一般的であるものの、一方、会社形式には、期間が永続的であり、また、金銭的な投資の印象を与える「ファンド」を嫌う戦略的投資家（主に事業会社）であっても呼び込みやすいという、メリットも存在する。

また、課税に関しては、ファンド形式が（オンショアであったとしても）投資リターンに対し非課税であるのに対し、会社形式は法人税が課税対象になる。

さらに、投資形態については、ファンド形式では社債購入形式として実質的に Debt での投資を行うことは可能であるが、銀行とは異なり、ローンの提供はできない。一方で、会社形式ではローンによる融資は可能である、という違いがある。

表 4.1.1.1. ファンド形式及び会社形式の比較

比較項目	ファンド形式		会社形式	
	評価	理由	評価	理由
① 存続期間	△	<ul style="list-style-type: none"> ・ ファンド形式の場合、存続期間は10-20年、投資期間は5-7年と限定的。ただし、2号ファンドを組成するなどして長期に亘る案件に対応は可能。 	○	<ul style="list-style-type: none"> ・ 永続的に存続する形式であり、インフラ案件の資金調達には20-30年など長期ともマッチする。
② ローンチのスピード・オペレーションの柔軟性	○	<ul style="list-style-type: none"> ・ 世の中のいわゆる「ファンド」として標準化された内規及びガバナンス体制等を採用することで時間短縮可能。 ・ 一般的な「ファンド」のオペレーションとして、柔軟性が高い手法が確立されている。 	△	<ul style="list-style-type: none"> ・ 様々な仕組みを新たに作り込める一方、内規及びガバナンス体制ルール等を（株主間で合意の上）新規に構築する必要がある。 ・ オペレーションについては、確立された方法が無いので、同様に、（株主間で合意の上）新規に構築が必要。
③ ガバナンス	○	<ul style="list-style-type: none"> ・ ファンドマネージャーに投資運用責任を一任するため、投資家からのガバナンスが効きにくい場合があるが、投資委員会の作り込みで対応可能。 	○	<ul style="list-style-type: none"> ・ 投資家に選定された取締役が投資意思決定を行うことで、投資家によるガバナンスが効かせられる。 ・ 投資家は、議決権に応じ権限を行使可能。
④ 課税	○	<ul style="list-style-type: none"> ・ パススルーによって、法人課税を回避し、利益分配に掛る所得課税のみとすることができる。 	△	<ul style="list-style-type: none"> ・ 内国法人では、法人税（25%）の課税対象だが、外国法人にすればベトナムでは課税対象外。（外国法人は、当該所在地で課税される）。
⑤ 海外送金	○	<ul style="list-style-type: none"> ・ ケイマン等のオフショアであれば、海外への外貨送金に関する規制等を受けることなく対応可能。 	○	<ul style="list-style-type: none"> ・ ケイマン等のオフショアであれば、海外への外貨送金に関する規制等を受けることなく対応可能。
⑥ 出資	○	<ul style="list-style-type: none"> ・ ローン提供はできないが、有価証券（社債を含む）の購入は可能。 	○	<ul style="list-style-type: none"> ・ ローンによる融資が可能。
⑦ その他	△	<ul style="list-style-type: none"> ・ 金融投資家が慣れた形式であるので、機関投資家等の金融投資家を呼び込みやすい。 ・ 一方、事業会社等の戦略的投資家は一般的には「ファンド」を嫌う傾向が強い。（金融的な投資の印象が強い為）。 	△	<ul style="list-style-type: none"> ・ 事業会社等の戦略的投資家は「会社」に投資する方が馴染みがある。 ・ 一方、機関投資家等の金融投資家は、一般的には「会社」形式を嫌う。（「会社」は、特定目的のファンドと違い、様々な事業を行うことが出来るため、リスクプロファイルが限定出来ない懸念がある為）。

これらの相違点を踏まえて、アンカー投資家候補者及び有望なファンドマネージャー候補に対し、彼らの意向を確認した。

アンカー投資家候補においては、ファンド方式を好む場合と会社形式を好む場合に判断が分かかれ、一方、ファンドマネージャー候補の意向としては、ファンド形式 vs. 会社形式の選択は形式的な事項であり、基本的にどちらでも問題はないが、ファンド形式がより一般的であり、キャピタルコールや配当などの運用においても柔軟性が高いため好ましいという意向が多数であった。

表 4.1.1.2. アンカー投資家及びファンドマネージャー候補の主な意向

		組織形態に対するコメント	
		ファンド形式	会社形式
アンカー投資家		<ul style="list-style-type: none"> ■ ファンド形式の方が、運営及び設立における規制等に対してフレキシブルに対応可能だと理解している。(アンカー投資家A) ■ 過去にインド関連のファンド投資で問題が発生しているため、ファンド形式への投資は検討が必要である。(アンカー投資家B) 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 政府機関はTax-Exempt Entityである。会社形式の場合は、配当(リターン)がAfter-taxになってしまうので、パススルーのファンド形式よりは、Tax分損するデメリットがある。(アンカー投資家A)
	ファンドマネージャー候補	<ul style="list-style-type: none"> ■ ファンド形式の方が運用面での柔軟性に長けていることからオペレーションがしやすい。 ■ シンガポール等のオフショアに設立すると、資金調達しやすい。 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 特になし。

以上を踏まえ、現時点ではファンドマネージャー及びアンカー投資家の意向が強いファンド方式を選択するものとする。

ただし、一般的に、投資家の出資判断にとって重要なことは、投資戦略(案件開拓、投資、運営、EXIT)と、それを実行するファンドマネージャーのケイパビリティであり、組織形式の選定は出資判断に対して大きな影響を及ぼすような本質的な項目ではない。従い、実務上はファンドマネージャー及びアンカー投資家決定後に決定すればよい事項である旨を付記しておく。

4.1.2. 調達・出資手法 (Equity vs. Debt)

調達・出資手法については、リスク・リターンの関係から、可能な組み合わせは以下の2通りである。

- (1) Equity 調達し、Equity 投資
- (2) Debt 調達し、Debt 投資

表 4.1.2. IFF 資金調達・提供の方法

		IFFの資金調達の手法	
		Equity*による資金調達	Debtによる資金調達
IFFからの資金提供の手法	Equity*による資金提供	<ul style="list-style-type: none"> ハイリスク/ハイリターンを狙う資金であるため、カントリーリスクが高いベトナムでは、リスク許容度の高いドナーからの資金であれば実現する。 	<ul style="list-style-type: none"> リスク/リターンプロファイルが異なるため通常実現しない。 IFFのEquity部分でDebt回収リスクをカバーすることも考えられるが、ドナー系機関であっても非現実的。
	Debtによる資金提供	<ul style="list-style-type: none"> リスク/リターンプロファイルが異なるため通常実現しない。 比較的低リターンを許容するドナーからのEquity資金であっても、求められている金利水準での投資は想定できない。 ✓「リスクリターンの関係上、DebtではEquity投資のリスクをカバーできる事が極めて困難。リスク相応のリターンの獲得がある程度保証されない限り当該スキームには賛同しない。」(アンカー投資家B) 	<ul style="list-style-type: none"> ベトナム国内金利が高く、市中では十分に取引が成立していない。 IFFが通常のプロジェクトファイナンスより有利なリスクプロファイルを提供できれば、Debtが市場金利より低い水準で提供される可能性がある。(例えば、USAIDの債務50%保証に加え、IFFのEquity部分の範囲でDebt回収リスクを負担する等)

*Mezzanineを含む

そのうち、「(2) Debt 調達し、Debt 投資」については、銀行等 Debt プロバイダーが求める要件として、IFF が利払いが出来る状態にあることが一般的である。しかしながら、IFF の立ち上げ時点では、配当原資（例：投資案件からの配当）が見込めず、その要件をクリアするのは現実的には難しいため、成立のハードルが高い。（注：利払いのある Debt の場合。それ以外の可能性として、無利子貸付や当初利払いが発生しない Debt も可能性としては無くはないものの、一般的でなく、また、それは実質的に Equity 性が高いので、Debt としては除外することとする）。

従い、IFF においては、まずは「(1) Equity 調達し、Equity 投資」にて立ち上げを行い、その後、利払いが安定的に出来る状態になった一定期間後、つまり投資案件からの安定的な配当が見込める「ステップ2」の段階で、「(2) Debt 調達し、Debt 投資」する機能を加え、ファンドサイズを拡大することを目論むものとする（注：利払いが出来る状態になる前に、当初出資の Equity を利払いに充てることも出来なくはないが、健全なファンド運営と言えないので、それは除外する）。その際、Debt の元本回収が不能となった場合は、Equity でそのリスクをカバーする事も想定している。とりわけ、IFF のような OECD に加盟していない開発途上国の Green-filed インフラ案件という、極めて高いリスク許容度を必要とするインフラ案件を投資対象とする場合、まずドナー系投資家の資金を中心とした Equity ファンドを設立し、確実に実績を積み上げた上で徐々に

当該ファンドの持分を民間の投資家たちに拡大させていくという方策が考えられる。もしくは、韓国（表 5.1.2.2 参照）のように、現地政府の大胆な投資優遇策保証の導入が必要となる。

また、ケイマン諸島などのベトナム国外（オフショア）でファンドの組成を行う場合、Equity での追加調達によるファンドサイズの拡大も取り得る選択肢であり、「ステップ 2」時点での金融情勢や投資家の意向によって選択するものとする。

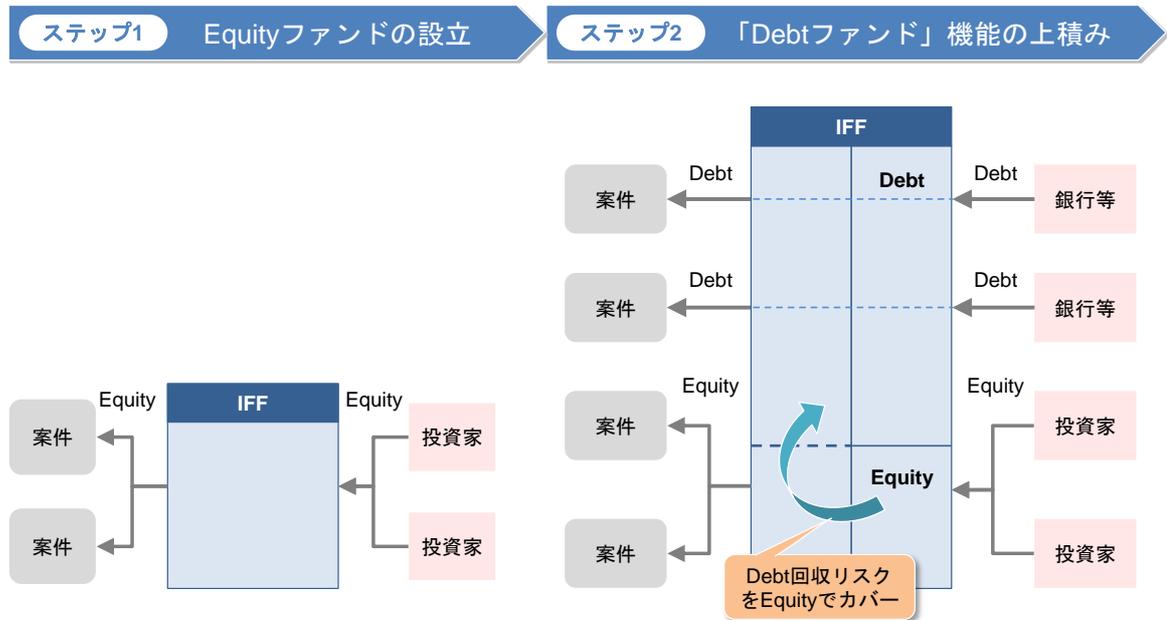


図 4.1.2 IFF 資金調達実現のステップ

4.1.3. ファンド本籍（オフショア vs. オンショア）

以下に示す通り、「オンショア」（ベトナム国内）籍のファンドは、キャピタルコール、送金規制などが適用され柔軟なファンド運営が困難であり、実務を考えると現実的ではない。従い、柔軟なファンド運営が出来、かつ一般的である「オフショア」にファンド本籍を置くものとする。

表 4.1.3. ファンド本籍にかかるベトナム法規制

	オフショア	オンショア
キャピタルコール	<ul style="list-style-type: none"> 一般的にキャピタルコール方式が利用可能なため、柔軟に設定が可能。 	<ul style="list-style-type: none"> 拠出のタイミングや分割払いの点で制約があり、一括払込み方式のみしか設定できない。
送金規制	<ul style="list-style-type: none"> 海外送金にかかわる規制は特段ない。 	<ul style="list-style-type: none"> 外国投資家は、年間にベトナムドンで得た収益を外国に送金することが可能であるが、送金時に裏付け書類を提出する必要がある。
課税	<ul style="list-style-type: none"> 外国投資家は、ベトナム国外に送付された利益につき、法人所得税や送金税の課税対象とならない。また、外国投資家に対する配当は源泉徴収されない。 	<ul style="list-style-type: none"> 法人税（25%）が課税される。

4.1.4. 通貨（ベトナムドン vs. 米ドル）

通貨については、インフラから発生するキャッシュフローが現地通貨（IFF の場合ベトナムドン）建であるので現地通貨建でのファンド組成、或いは国際基軸通貨であり、一般的なファンド通貨でもある米ドル建でのファンド組成が一般的である。前者の場合は、投資家側が為替リスクを取り、後者の場合は、ファンドが為替リスクを取ることになる（ただし、結果的には、ファンドのリスクは、投資家のリスクになる）。

JICA 以外のアンカー投資家の意向としては、これまで新興国への資金支援を行い、為替リスクを取ってきたことから、ベトナムドン建でも米ドル建でも構わないというものであった。

更に、本調査においては、通貨にかかる法的な制約条件の確認も行った。ドン建てファンドについては、ベトナム国内における外国為替法令（以下、Foreign Exchange Law）、外国為替法令の施行細則（以下 Decree 160）及びベトナム企業の海外投資に関する細則（以下 Decree 78）が適用され、以下の通り厳しい海外送金規制が設けられている。

ドン建てファンドにおける主な規制

1. 外国の投資家の場合：
 - 外貨建の直接投資口座を経由して海外送金する必要がある
 - 収益がベトナムドン建の場合は、外貨へ転換後 30 日以内に海外送金する必要がある（Article 11 - Foreign Exchange Law 及び Article 13 - Decree 160）
2. ベトナム国内の投資家の場合：
 - ベトナム国外へ投資する場合は、外貨を使用しなければならない（Article 17 - Decree 160）
 - 外国投資に係る取引は全て外貨建の外国の投資口座を開設し、当該口座を使う必要がある（Article 14 - Foreign Exchange Law 及び Article 18 - Decree 160）
 - 海外直接投資は、主に機械、設備、資源物資、無形資産、及びその他法的資産に対して行われる必要がある（Article 7 - Decree 78）
 - 海外送金には外貨建の直接投資口座を利用する必要がある（Article 24 - Decree 78）

これらの法規制を鑑みると、現時点では、実質的にベトナムドンをベトナム国外へ送金できない法的仕組みとなっているため、オフショアでベトナムドン建のファンド設立はできない。一方、外国の投資家が、ベトナム国内でとして得たベトナムドン（投資収益）を、外貨（米ドル等）に交換し、ベトナム国外に持ち出すことは法的に認められていることから、米ドル建てでベトナムに投資することは問題ない。

なお、ベトナムでの米ドル調達に難しい時期があった、というヒアリング結果があるのと、また、PPP パイロット法においても首相認定のプロジェクト以外は為替の交換保証が得られない、といった米ドル調達の制約があるのも事実である。

これら諸条件を踏まえ、前項「ファンド本籍（オフショア vs. オンショア）」で記載の通り、IFF のファンド本籍をオフショアに置く方針から、通貨はベトナム国外へ送金可能な米ドル建と

仮決定しておくこととする。今後、マーケットでの米ドルの調達状況や、PPPパイロット法含め法的な支援状況も勘案しながら、ファンド設立時点で最終決定するものとする。

4.2. ファンド運営方針にかかる検討

IFFの運営方針は、組織形態の選択と同様、一般的には、ファンドマネージャー及びアンカー投資家の判断に委ねられる。本調査の段階においては、ファンドマネージャーは決定していないため、アンカー投資家の意向をヒアリングし、彼らの意向を集約し、現時点では概ね関係者が合意している運営方針をタームシートの形で以下に示す。

タームシートに記載の各種条件は、実際にはファンドマネージャーが確定した段階で、ファンドマネージャーとアンカー投資家間の協議・交渉を経て決定されるものであり、以下に掲載したものは、この協議・交渉のたたき台となるものである。投資対象セクター、投資期間、投資規制、及びファンドマネージャーに支払う報酬水準といった一部の諸条件については、一部の投資家候補やファンドマネージャー候補等の関係者間で認識は概ね合致している。IRRについては、現在のベトナムでのローン調達金利が15%前後の水準であるとした場合、Equity投資のIRRがそれとほぼ変わらない水準だとすれば、Debtを提供して手堅く資金回収した方がよいのではないかという意見も一部で挙がっている。これに基づいたタームシートを以下の通りドラフトとして掲示する。

なお、投資家として、下記のようなタームシートの記載事項を検討する上で、ファンド（IFF）からの退出方法についても予め想定しておく必要がある。基本的な退出方法としては、投資先案件をIPOや、トレードセール（第三者への売却）によって現金化し、その現金を分配した後に、ファンドを清算する方法と、ファンドに対する各投資家の出資持分を、ファンド自体をIPOや、トレードセール（第三者への売却）によって現金化し、退出する方法の2通りある。

ここれら2通りの退出方法がそれぞれ持つ主なリスクとして、IPOにおいては、まず前提条件として、IFFはマイノリティ出資者のため、IPOを行う上での意思決定への関与は限定的であり、IFF自らがIPOのタイミング等をコントロールすることはできない。一方、トレードセールにお経営のコントロール権を持たないマイノリティ出資には、資本市場からの買い手も限定され、プロジェクトオーナーへの残り持分の売却が一般的な手法と考えられる。

また、ファンドマネージャーの運用成績（利回り）が市場の平均を大きく下回ったり、ファンドマネージャー自身が当該ファンドのコンプライアンス規程に違反する行動をとった場合や、ファンド運営に携わる特定の重要な人物が何らかの事情で運営に従事できなくなった場合に、そのファンドの解散やファンドマネージャーの変更等を認めさせる条項を予め要求する必要がある。

表 4.2. IFF タームシート (ドラフト)

<u>Terms</u>	<u>Descriptions</u>
1. THE FUND	Infrastructure Financing Fund
2. Location of THE FUND	[Cayman Islands]
3. Company Style	[Exempted Limited Partnership]
4. Country Focus	Vietnam
5. Investment Target by THE FUND	Including PPP projects, transport, water and sewerage, electricity and energy and other infrastructure improvement sectors in both greenfields and brownfields projects which meet INVESTORS' [JICA, and some other Anchor investors] required performance standards on environmental and social considerations.
6. Term of THE FUND	[Fifteen (15)] years
7. Investment Period	[Ten (10)] years
8. Term of Extension	[Up to five extensions of up to one year]
9. Investment Approach	
a) Early Stage	Equity investment in common stock, classified stock, and other equity.
b) Late Stage	Through collecting debt from several debt providers, debt investment in interest-bearing bond, convertible bond, bond with warrant.
10. Investment Restrictions	<ul style="list-style-type: none"> i) No more than USD [100] mil. may be invested in any single investment; ii) no more than 20% of Commitments may be invested in any single investment; iii) no more than 50% of voting rights may be held in any single investment; iv) no more than 30 - 50% of Commitments may be invested in any projects in brownfields; v) no more than 50% of Commitments may be invested in any single sector; vi) no investment will be guaranteed in any investment projects; vii) no investments will be made in any other funds;

	viii) no investments will be made in real estate except to the extent the real estate is as an integral part of an infrastructure investment;
	ix) no investment which does not fulfill INVESTORS' required performance standards on environmental and social considerations will be made
11. Target IRR of the projects to invest	10 - 30%
12. General Partner ("GP")	[TBD]
13. Limited Partner ("LP")	INVESTORS. And, some Japanese companies and Japanese financial institutions expected to be the strategic investors.
14. Liability of Limited Partner	The liability of each LP shall be limited to the amount that it is required to contribute.
15. LP's Aggregate Capital Commitments ("LP Capital Commitments")	Approximately USD 100mil.
16. Borrowing Limit of THE FUND	Approximately USD 400mil (50% guarantee ⁸ , by USAID, expected to be available).
17. GP's Capital Commitment ("GP Capital Commitment")	[TBD]
18. Capital Commitment	The total amount of GP's commitment and LP's commitment
19. Currency	Vietnamese Dong (VND), but US Dollar (USD) is still an option. To be selected at the establishment of the fund, considering the availability of USD in the Vietnamese market
20. Expected IRR of THE FUND	i) Approximately 12% (USD basis) ⁹ ii) Approximately 20% (VND basis)
21. Capital Call	Additional equity investments by shareholders or partners will be requested upon a request of capital call by the GP. However, if INVESTORS made a reasonable judgment about the investments did not satisfy their required performance standards on

⁸ The 50% guarantee of realized loss for private lenders and bondholders on equal risk sharing basis as long as 20 years. The guarantee can cover both local and foreign currencies. Ceiling of 100mil. USD per country per fiscal year.

⁹ The difference (8.0%) between the IRR in USD and VND basis is based on the difference between the risk free rates in the U.S. (10.50%) and in Vietnam (1.68%) as of August 23, 2012. (source: Bloomberg)

	environmental and social considerations, INVESTORS can deny the capital call.
22. Collected THE FUND	Proceeds of a sale of securities, and credit, income gain, and interest income.
23. Reinvestment of Collected THE FUND	[None]
24. Date of Establishment of THE FUND	
a) 1st Closing	The first closing is targeted to be on July 2013
b) 2nd Closing	The second closing shall be no later than 12 months after the first closing.
25. Business Year of THE FUND	Calendar year (From April 1 through March 31)
26. Account Closing Date	March 31
27. Distributions	Twice (in March, in September) a year
28. Reports	
a) Reports	Business report, balance sheet, income statement, calculation of distributions, status reports of each investment projects, valuation of each investment, and other reports requested by LP.
b) Accounting Standard	International Financial Reporting Standards (IFRS)
c) Annual Accounts	Annual accounts to all investors shall be audited by one of the "Big Four" internationally recognized accountancy firms within 90 days of the end of each accounting period.
d) Quarterly Reports	Quarterly reports to all investors within 45 days after the end of each quarter ending in March, June and September.
29. Management Fee	
a) Investment Period	[2.0] % of the aggregate Commitment to be paid quarterly in advance.
b) After Investment Period	[2.0] % of the uncollected Commitment to be paid quarterly in advance.
30. Hurdle Rate	[8%]

31. Success Fee

The distribution of Disposition Profits or Other Profits set forth in paragraph i) or ii) or Portfolio Securities and the deduction of incentive fee shall be made in the order of priority and in the manner provided below:

- i) 100% of the Distributable Amount to all LPs until the sum of the following sub-items is equal to the total Capital Contributions of all LPs:
 - the aggregate amount (the “Aggregate Distributed Amount”) of the Partnership Assets distributed to all LPs (including the Value at the Time of Distribution in the case of a distribution in kind); and
 - the amount to be distributed (the “Distributable Amount”) to all LPs (including the Value at the Time of Distribution in the case of a distribution in kind) pursuant to the preceding two paragraphs in the proposed distribution;
- ii) 100% of the Distributable Amount to the LPs until the balance of the total amount of the Aggregate Distributed Amount and the Distributable Amount after the deduction of the total Capital Commitments of all LPs is equal to the amount obtained by multiplying the total Capital Commitments of all LPs by [8]%;
- iii) [20]% of the Distributable Amount to the GP as an incentive fee and [100 - 20]% of the Distributable Amount to the LPs until the sum of a) the incentive fee paid to the GP pursuant to this paragraph prior to the proposed distribution and b) the incentive fee to be allocated to the GP pursuant to this item under the proposed distribution (such sum is hereinafter referred to as the “Aggregate Incentive Fee Amount”) is equal to [20]% of the sum of:
 - the balance of the sum of the Aggregate Distributed Amount and the distributions made to the LPs pursuant to items i) to iii) of this paragraph after the deduction of the total Capital Contributions by all LPs; and
 - the Aggregate Incentive Fee Amount;
- iv) [20]% of the Distributable Amount to the GP as an incentive fee and [(100 – 20)]% of the Distributable Amount to the LPs.

32. Organizational Fee

[TBD]

33. Administrative and Operating Expenses

- i) Management fee
- ii) Success fee
- iii) Expenses associated with investments
- iv) Expenses associated with collection of commitments
- v) Bank commission for remittance
- vi) Audit and accounting costs

34. Other Expenses

GP will be responsible.

35. Investment Committee

- | | |
|----------------------------------|---|
| a)Members | [TBD] |
| b) Decision Making Method | More than two third of approval of the Investment Committee |
| c) Responsibility | <ul style="list-style-type: none"> i) Approving the amount of due diligence costs ii) Approving investment iii) Approving borrowing iv) Exercising voting rights v) Approving exit from investment vi) Presenting the compliance behavior on INVESTORS' required performance standards on environmental and social considerations to obtain their approval for execution of every investment. |

36. Advisory Committee

- | | |
|--|--|
| a)Members | <ul style="list-style-type: none"> i) Each person who will be nominated by each LP ii) A specialist such as lawyer or CPA who received unanimous approval of the Advisory Committee |
| b) Decision Making Method | Unanimous approval of the Advisory Committee |
| c) Matters which require Advisory Committee's Consent | <ul style="list-style-type: none"> i) Investment restrictions ii) Conflict of interest transactions between GP and THE FUND iii) Investment to GP's affiliate companies iv) Change of GP's shareholders |
| d) Matters to take counsel from Advisory Committee | <ul style="list-style-type: none"> i) The decisions to be purely made by Investment Committee though Investment Committee has to consult with Advisory Committee before they make investment decision ii) Accounting closing of the fun and valuation for each investment iii) Extension of THE FUND term |

37. Others

INVESTORS can introduce investment projects to THE FUND.
[The duty for GP to pay such referral fee to THE FUND should be discussed]

※[]内に記載の内容は、仮定上の記載とする。

4.3. ファンドマネージャーの選定支援

4.3.1. ファンドマネージャー候補者リストの作成

ファンドマネージャーの選定は、ファンドを設立するにあたり検討すべき最も重要な要素の一つである。IFF のファンドマネージャー候補の検討にあたっては、JICA 及びアンカー投資家候補の意向に鑑みて候補者を網羅的に把握し、世界的なファンドのデータベースである Preqin に掲載されたインフラ分野のファンドマネージャー347社を基に、以下の通りスクリーニングし「ロングリスト」を作成した。また、Preqin ではカバーされなかったベトナム国内の金融機関系や政府系のファンドマネージャーについても、IFF のファンドマネージャー候補としてリストに加えている。

ファンドマネージャー候補のスクリーニングに当たっては、投資家候補及びファンドマネージャー候補に対するヒアリングにおいて、IFF のファンドマネージャー候補にはベトナムにおけるインフラ投資実績が必須であるとの声が大多数であったことから、

- IFF が投資対象としているセクターや Green-field 及び Brown-field 案件での投資実績を有していること
- またベトナムで投資を行うにあたりベトナム国内で拠点を有していること

が、ファンドマネージャー候補となる上で重要、かつ、必要最低限の要素であるものとする。よって、スクリーニングは以下の3つのステップで行った。

スクリーニング1：

- ベトナムの Green-field インフラ案件又は Brown-field インフラ案件に投資を行っている。
- IFF の対象セクター（運輸交通、上下水道及び電力エネルギー）のいずれかに投資を行っている

スクリーニング2：

- ベトナムに拠点がある。

スクリーニング3：

- 「スクリーニング1」及び「スクリーニング2」で選定した FM ロングリスト上の10社に漏れや誤りがないかどうかについて、各アンカー投資家や、各ファンドマネージャー候補に対してヒアリングし検証を行った。

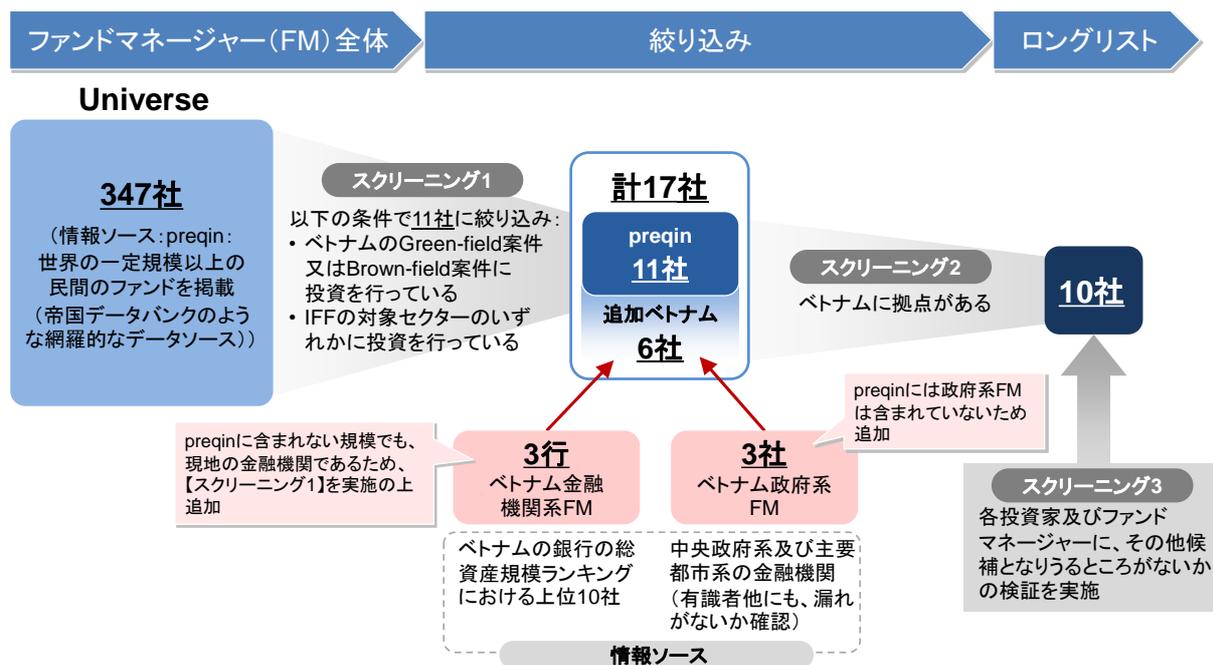


図 4.3.1. ファンドマネージャー候補のスクリーニング手法

Preqin ではカバーされなかったベトナム国内の金融機関系ファンドマネージャー候補の追加に当たっては、ベトナムの銀行の総資産規模ランキング上位 10 行の傘下にあるファンドマネージャーのうち、上述のスクリーニング基準を満たし、かつ、IFF のファンドマネージャーになる意向が認められた 3 社を選定した。

また、ベトナム国内の政府系ファンドマネージャー候補の追加に当たっては、ベトナムの中央政府系ファンドマネージャー及び、ホーチミンやハノイといった主要都市で主体的にインフラ投資を実施する都市系ファンドマネージャーを合わせて 3 社を選定した。

ファンドマネージャーの候補者リストとして、Preqin を基にしたスクリーニングで得られた 4 社に、ベトナム国内の金融機関系及び政府系ファンドマネージャー 6 社を加え、合計 10 社を抽出した。

4.3.2. ファンドマネージャーの選定基準

一般に、インフラ投資は期間が長期に亘り、投資額が大きくリスクが高いため、ファンドマネージャーの選定にあたっては、ベトナムに精通していることを前提として、安定した経営基盤を持ち、豊富な投資実績・運用実績を有することを選定の要件とする必要があると考えられる。

本調査において複数の投資家候補に対してヒアリングした結果、ファンドマネージャーに求める要件は、一般的な要件でもある、「(A) 投資回収能力」、「(B) ファンド運営・管理能力」、「(C) 資金調達能力」(具体的な選定要件については次項参照) の 3 つに大きく集約された。

加えて、インフラ案件、中でも Green-field 案件に投資を行う IFF においては、「ファンド運営能力」における「政府・ドナーとの協業経験」が特に重要な要素の一つであることが確認された。この点は、ファンドマネージャー候補の選定において差別性が生まれるポイントである。

上記3件への追加要件として、ファンドマネージャーが GP として IFF に出資をする意向があるかどうか ((D) コミットメント評価)、また、アンカー投資家にとって、一緒に働きたい相手であるかどうか ((E) 定性的要素) という要素を加えた。

4.3.3. ファンドマネージャーのプレ評価

ファンドマネージャー候補者リストで抽出した 10 社のうち、IFF のファンドマネージャーへの関心を示した 9 社（期限までに返答が無い場合は、関心がないものとみなすという前提で上記 10 社に情報依頼を行った際に返答がなく、本件に関心を示さないものとみなした VDB を除く）に対し、JICA より直接インタビューを行った。インタビューに当たっては、前項で定めた 5 つの選定基準である (A) 投資回収能力、(B) ファンド運営・管理能力、(C) 資金調達能力、(D) コミットメント評価及び (E) 定性評価といったファンドマネージャーの選定において、一般的と考えられる選定要件をさらに詳細化し、14 の項目を確認している。

14 項目の内、「(D) コミットメント評価」である IFF への出資意向については、投資家とのリスクシェア、IFF に対するコミット度合いを測る指標として最重要な評価項目であり、出資をしないファンドマネージャーは選定しないという「ロックアウトファクター」として良いレベルのものとする。

表 4.3.3. ファンドマネージャーの選定要件

ファンドマネージャーの選定要件		評価項目
実績評価(定量評価)	A 投資回収能力	(A-1) ベトナムでの投資実績 (A-2) IFF対象セクター(主要3領域(運輸交通、上下水道、エネルギー)、サブ領域(工業団地、病院))の経験 (A-3) (上場企業投資では無く)プロジェクト投資の経験 (A-4) 投資チーム員の合計経験年数 (A-5) 投資実績(IRR (%))
	B ファンド運営・管理能力	(B-1) 政府・ドナーとの協業経験・能力 (B-2) レポーティング経験 (B-3) 組織体制の整備状況
	C 資金調達能力	(C-1) マネージするファンドのファンドサイズ (C-2) 投資家候補へのリーチ実績
D	コミットメント評価	(D-1) IFFへの出資意思
E	定性評価 (インタビュー評価)	(E-1) 質問への回答の適格性 (E-2) リーダー・チームの雰囲気 (E-3) 一緒に働きたい相手であるか

4.3.4. ファンドマネージャー業務受託に関する意向確認文書

JICA 含むアンカー投資家候補が、IFF 設立に向けて投資意思決定を行う際、機関決定手続きを円滑に進めるため、ファンドマネージャー業務委託先の見込みが付いていることの証拠として、ファンドマネージャー候補から意向確認文書を取得する予定である。

当該文書は、あくまでファンドマネージャー業務受託への関心を表すものであり、特段法的拘束力をファンドマネージャー側及びアンカー投資家側に負わせるものでもないため、次ページのような簡略なレター形式を採用した。

また、意向確認文書の取得タイミングとしては、上記の取得目的にかんがみ、今後アンカー投資家候補が投資意思を機関決定する直前が適当である。現時点（平成 24 年 12 月）では、アンカー投資家候補の機関決定の目処が立っていないため、ファンドマネージャーへの意向確認文書の発出依頼やその取得作業までは行わなかった。

なお、ファンドマネージャーが発案し出資を募集するいわゆる「持ち込み案件」として IFF への出資を検討する場合は、持ち込んでいるファンドマネージャー自身のファンド運営意欲を改めて確認する必要はないため、意向確認文書の取得プロセスは不要となる。

表 4.3.4. ファンドマネージャー業務受託に関する意向確認文書案

xxxx xx, 2013

Japan International Corporation Agency
Niban-cho Center Building
5-25 Niban-cho, Chiyoda-ku, Tokyo
102-8012 Japan

Attention: Office for Private Sector Partnership

Dear Sir or Madam,

Subject: Expression of Interest for the Infrastructure Financing Fund in Vietnam

I am submitting our Expression of Interest on behalf of (COMPANY NAME) for Japan International Corporation Agency's plan of the Infrastructure Financing Fund (IFF) in Vietnam.

We have intention to apply to the Request for Proposal on fund manager selection of the IFF in the near future.

We would like to ask for your kind notice of the commencement of the application process.

Sincerely yours,

SIGNATURE
NAME AND POSITION
COMPANY NAME
ADDRESS

4.3.5. ファンドマネージャー公募での方針

ファンドマネージャー公募の基本方針について、公募主体、公募理由、委託業務、公募ルート、スケジュール、選定基準、費用負担に関し原案を策定した。

まず、公募主体は、JICA 含むアンカー投資家とし、事務局は暫定的に JICA ベトナム事務所とした。また、アンカー投資家で構成する審査委員会が審査を行うこととした。

公募理由は、最適なファンドマネージャーを選定する必要性と、公的機関が出資することによる透明性確保の必要性とした。

委託業務は、①ベトナムにおけるインフラ案件への投資・回収、②ファンドの設立、運用管理、当局への報告、③投資家の募集、投資家とのコミュニケーションの3点とした。

スケジュールは、書面での第一次審査と、面談での第二次審査という二段階で審査を行うこととした。また、第二次審査において「プロジェクト投資プラン Project Investment Plan (Form 6)」と「財務モデル Financial Model (Form 7)」を追加で提出することを求めるため、第一次審査から第二次審査までの時間的余裕を確保し、第二次審査の開始日を第一次審査結果発表から 30 日後としている。

選定基準に関しては、「4.3.2. ファンドマネージャーの選定基準」で定義したとおり、「(A) 投資回収能力」、「(B) ファンド運営・管理能力」、「(C) 資金調達能力」、「(D) コミットメント評価」及び「(E) 定性的要素」の5つとした。

最後に、費用負担に関しては、ファンドマネージャーのフィーをあらかじめ定義しておき、フィーの提案まではさせないこととした。

なお、上記の基本方針はあくまで原案としての基本方針であり、JICA 以外のアンカー投資家の意向も踏まえながら、公募手続書類を策定することとした。

表 4.3.5.1. ファンドマネージャー公募での基本方針

方針		方針	
公募主体 (Who)	<ul style="list-style-type: none"> JICA含むアンカー投資家 事務局はJICAベトナム事務所に設置(暫定) FM審査はアンカー投資家で構成する審査委員会が実施 	スケジュール (When)	<ul style="list-style-type: none"> 公募開始 Day 0 応募締切 Day 20 第一次審査結果の発表 Day 30 第二次審査の実施(面談等) Day 60 第二次審査結果の発表 Day 70 契約締結 Day 100 ファーストクローズ 未定 ※具体的な日付は、設立目処が立った段階で設定
公募理由 (Why)	<ul style="list-style-type: none"> 投資家提案のファンドであるため最適なFMを選定する必要があるため また、公的機関が出資することから、業務委託先をオープンな形で選定すべきであるため 	選定基準 (How)	<ul style="list-style-type: none"> 投資回収能力 ベトナムでのインフラ投資経験 ファンド運営・管理能力 運営メンバー、実績 資金調達能力 予定ファンドサイズまでの確保見込み(コミットメントレターを提示) コミットメント評価 自社からの出資意思 定性的要素 主要投資家との相性(第二次審査で評価)
委託業務 (What)	<ul style="list-style-type: none"> ベトナムにおけるインフラ案件への投資・回収 ファンドの設立、運用管理、当局への報告 投資家の募集(アンカー投資家による投資残り分)、投資家とのコミュニケーション 	費用負担 (How Much)	<ul style="list-style-type: none"> FMへのフィーは予め定義し、選定基準とはせず IFF設立に向けた役務提供業務コストにつき、JICA含むアンカー投資家で負担
公募ルート (Where)	<ul style="list-style-type: none"> 既に特定しているFM候補者には、直接メール等で通知 また、JICA含むアンカー投資家の調達用ウェブサイト、調達メールマガジン及び機関紙で通知 		

応募者から提出していただくべき情報については、「4.3.2. ファンドマネージャーの選定基準」で定義した5つの評価区分に直結する情報を求めることとし、具体的には、以下の7つの様式を定義する。

- ・プロジェクト投資実績 (Project Investment Experience) (Form 1)
- ・運営体制 (Manpower) (Form 2)
- ・ファンド運営実績 (Fund Management Experience) (Form 3)
- ・IFF への出資意思 (Commitment to the IFF) (Form 4)
- ・企業情報 (General Information) (Form 5)
- ・プロジェクト投資プラン (Project Investment Plan) (Form 6) 【第二次審査前に提出】
- ・財務モデル (Financial Model) (Form 7) 【第二次審査前に提出】

これらのうち、「プロジェクト投資プラン Project Investment Plan (Form 6)」と「財務モデル Financial Model (Form 7)」の二つの様式については、第二次審査から活用するため、提出時期は第一次審査を通過した後を想定している。

表 4.3.5.2. 公募での提出依頼情報リスト

評価区分	評価項目	提供依頼情報
(A) 投資回収能力	ベトナムでの投資実績	プロジェクト投資実績 Project Investment Experience (Form 1)
	IFF 対象セクター（主要 3 領域（運輸交通、上下水道、エネルギー）、サブ領域（工業団地、病院））の経験	
	（上場企業投資では無く）プロジェクト投資の経験	
	投資実績 (IRR (%))	プロジェクト投資プラン【第二次審査前に提出】 Project Investment Plan (Form 6)
	収益の見込める具体的なパイプラインの保有【第二次審査】	
(B) ファンド運営・管理能力	投資チーム員の合計経験年数	運営体制 Manpower (Form 2)
	組織体制の整備状況	財務モデル【第二次審査前に提出】 Financial Model (Form 7)
	信頼性・実現性のある財務モデルの構築【第二次審査】	
	政府・ドナーとの協業経験・能力	ファンド運営実績 Fund Management Experience (Form 3)
国内外の投資家へのレポート経験		
(C) 資金調達能力	マネージするファンドのファンドサイズ	IFF への出資意思 Commitment to the IFF (Form 4)
	投資家候補へのリーチ実績	
	他投資家からの資金調達見込み	
(D) IFF へのコミットメント	IFF への出資意思	(第二次審査でのインタビューにて実施)
(E) アンカー投資家との相性（定性的要素）	質問への回答の適格性	
	リーダー・チームの雰囲気	
	一緒に働きたい相手であるか	
基本情報	企業情報	企業情報 General Information (Form 5)
	コンタクト先情報	

4.3.6. ファンドマネージャー公募書類案

前項の方針に則って、以下の内容を記載した「ファンドマネージャー公募書類案」を作成した。作成に当たっては、投資対象や投資家構成が類似している「フィリピンインフラファンド」におけるファンドマネージャー公募書類¹⁰を参考に作成した（「付録2：マネージャー公募書類案」参照）。

1. Introduction:

ベトナムにおいて官民連携方式によるインフラ整備を推進するために、JICA がインフラ整備のための資金メカニズムを検討。他のドナー機関と連携して IFF を立ち上げるというファンド設立の経緯を記載。

2. Purpose:

IFF の運営を委託するため、アンカー投資家（JICA 及び連携する他ドナー機関）がファンドマネージャーを募集するという本公募書類の趣旨を記載。

3. Service to Be Provided:

ファンドマネージャーは投資家と「投資家合意文書」（Fund Management Agreement）を締結し、投資対象のインフラ案件の評価、取得、管理、売却といった業務を実施。概ね 12%（USD ベース）の IRR 実現を目指すというファンドマネージャーの提供すべき業務を記載。

4. Minimum Qualifications:

下記のような応募者が満たすべき最低条件を記載。

- ・インフラ開発案件への直接投資をした経験を有する
- ・ベトナム国内にオフィスを構えている/予定がある
- ・適切な制度に則り登録されたファンド運営会社である
- ・アンカー投資家以外から資金調達できる見込みがある
- ・応募者自身も IFF に出資する意思がある

5. Proposal Requirements:

前項で定義した7つの様式の外、カバーレターと、IFF に出資する意向を示したコミットメントレターが応募に必要な書類である旨記載。なお、7つの様式については、公募書類案を別添。

6. Submission of Proposal:

応募書類の綴じ方や提出先、タイムスケジュールの外、アンカー投資家による公募内容の変更の可能性や不完全な応募書類の棄却など応募書類提出の詳細な方法や規則を記載。

7. Evaluation Process:

第一次審査、第二次審査の二段階で審査を行うこと。また、「(A) 投資回収能力」、「(B) ファンド運営・管理能力」、「(C) 資金調達能力」、「(D) コミットメント評価」及び「(E) 定

¹⁰ 「GSIS-ADB-IFC Philippine Infrastructure Fund – Selection of Fund Manager – Request for Proposal」 (2012年1月)
<http://www.gsis.gov.ph/downloads/bid/PIF%20RFP.pdf>

性的要素」の5つの要素で評価を行い、最高評価を得た応募者を選定するという審査手法を記載。

8. Other Provisions:

報酬や経費含めファンドの運営方針については、別途定義した「IFF ファンドターム」に則る。また、当該方針はファンドマネージャーとアンカー投資家との間で調整が可能である等の附則を記載。

4.4. その他留意すべき項目

4.4.1. PPP パイロット法の影響検討

現在、ベトナムでの民間資金活用によるインフラ整備のための法的枠組みとしては、新 BOT 法 (Decree108) が 2009 年に制定されている他、PPP パイロット法 (Decision71) も 2010 年に制定され、類似した制度が併存している。PPP パイロット法の枠組みによるインフラ整備事業は、2012 年 7 月現在、まだ実現していないが、これが実際に適用された場合の IFF への影響についても留意する必要がある。

そのため、ベトナムでのインフラ整備に係る国際援助機関やベトナム政府、民間事業者等にインタビューを行い、PPP パイロット法の課題や適用見込みについて意見を聴取した。その結果、政府負担の比率や入札方針といった制度上の課題や、体制上の課題が存在すること、PPP パイロット法の適用まではしばらく時間を要し、今後、本格運用前に制度改訂も想定されるなどの見解が得られた。

IFF 立ち上げに向けて PPP パイロット法の動向が注目されるところであるが、直近では PPP パイロット法が施行される見込みが不明確なため、IFF への特段の影響は与えないものとして検討を進めることとする。また、具体的にどのように PPP パイロット法が施行されるか見通しが立っていないため、敢えて IFF への影響を現段階で想像することも難しいと言える。

4.4.2. ファンドクロージング条件の検討

今後、IFF 運用に向けて作業を進めていくことになるが、政治経済情勢の変化等から予定通り資金が集まらなかったり、投資対象の案件が十分集まらないリスクも考えられる。例えば、JICA が 1995 年に実施した「アジア地諸国におけるインフラ開発投資事業」においては、当初予定の資本金の 6 割程度しか集まらず、また、アジア通貨危機の影響もあり、投資先件数が当初予定を大きく下回ったという事例が存在する¹¹。

JICA における海外投融資における取り組み方針としても、ファンドへの資金提供に関しては、優良なサブプロジェクトの積み上がり状況やファンドからの退出計画など、徹底した確認を行うこととされている¹²。そのため、どのような条件 (例：ファンドのミニマムサイズ等) をクリアすればファンドクロージングに持ち込むか、あらかじめ定めておき、ファンドマネージャー、アンカー投資家及び政府機関とも認識を共有しておくことが必要と考えられる。

¹¹ 「案件別事後評価：海外投融資事業 評価結果表」(2010 年国際協力機構)

¹² 「海外投融資にかかる研究・評価について」(2011 年国際協力機構)

5. IFF の特殊性・追加性にかかる論点整理

5.1. 他国インフラファンド、ベトナムの他インフラファンドとの違い

ベトナムを含め、アジア地域の新興国においては、既にいくつかのインフラファンドが運用されている。IFF 整備に向けた参考とするため、類似するインフラファンドとの違いを比較し、示唆を得ることとした。

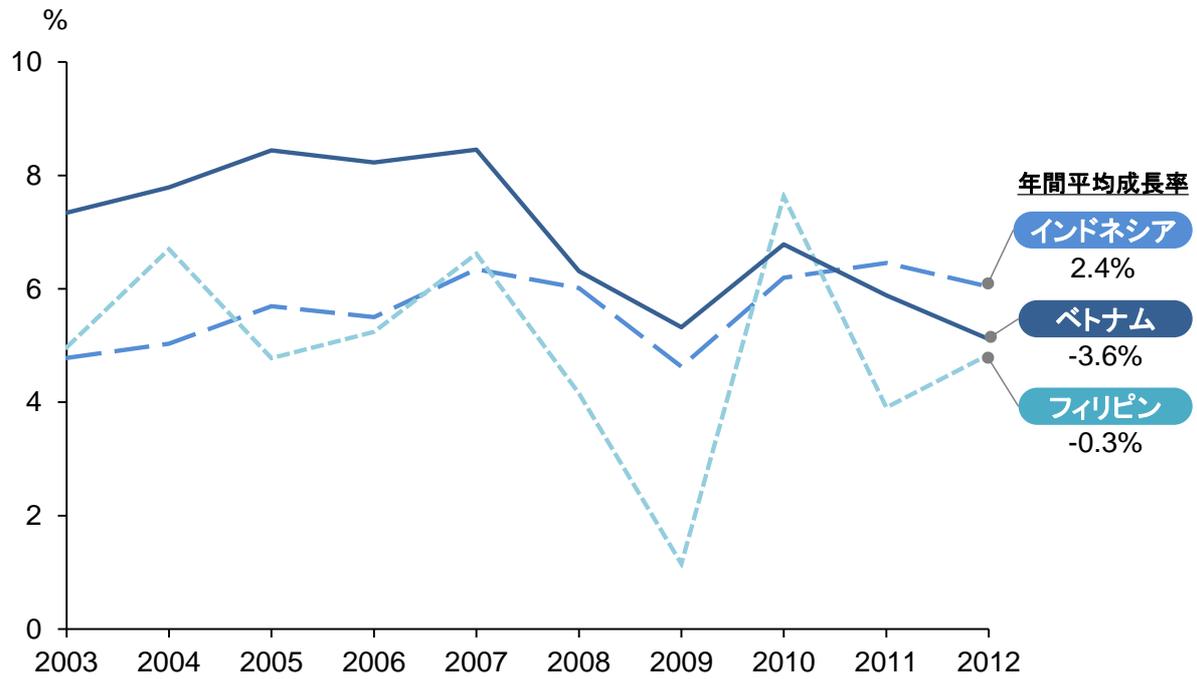
5.1.1. 世界のインフラ投資市場について

先進国を中心とした年金基金や機関投資家等は、グローバルでの株式・債券など投資環境の低迷等を受け、その代替投資先の一つとしてインフラ投資を行ってきており、インフラ投資を行うプレイヤー数自体は年々増加傾向にある。しかしながら、現状、投資対象となっているインフラ案件のほとんどは、OECD 加盟国（かつ、Brown-Filed 案件）でのケースがほとんどを占めている。各投資家サイドとしても、利用可能なすべての市場情報を考慮しながらリスクに見合った最適なりターンが享受できると考えられる投資先を選定する必要があるため、投資判断においては常にセレクトティブな姿勢を持っている。

ベトナムは、BRICs を提唱した米ゴールドマン・サックスのジム・オニール氏が、BRICs ほど甚大ではないものの、非常に大きな影響力をもたらす潜在性を秘めた 11 カ国として取り上げた「ネクスト 11 (Next11)」の内の 1 カ国である。しかしながら、その他の東南アジアにおけるネクスト 11 (インドネシア及びフィリピン) と直近 10 年間における実質 GDP の成長率を比較しても、ベトナムの失速感が目立っている (表 5.1.1.参照)。

加えて、ベトナム国内の金融機関が抱える不良債権問題も深刻で、Wall Street Journal や Bloomberg 社などでは、IMF への支援が必要となる可能性を示唆している一部報道もある。従い、IFF の設立・運営においては、こういったマクロ環境の動向も把握の上、適切な判断が求められる。

表 5.1.1. 東南アジアにおける Next11 対象国の実質 GDP 成長率比較



出典：IMF

5.1.2. 他国のインフラファンドの概要

IFF はドナー出資を中心とするインフラファンドであるため、主要ドナーが出資しているファンドで、アジア地域新興国のインフラを投資対象とするファンド（インドの The Infrastructure Development Finance Company Limited（IDFC）、インドネシアの PT Indonesia Infrastructure Finance（IIF）及びフィリピンの Philippines Water Revolving Fund（PWRF）等）を例として抽出し、これらの特徴を整理した。

表 5.1.2. 他国のインフラファンドの概要

対象国/ ファンド名/ 設立年	対象セクター/ サブプロジェクト	主な投資家の概要
インド The Infrastructure Development Finance Company (IDFC) 1997 年	<ul style="list-style-type: none"> • 運輸交通、電力・エネルギー、通信セクター等 • Green-field 案件 	<ul style="list-style-type: none"> • インド財務省を最大株主とし、インドの商業銀行、ADB、IFC、シンガポール投資庁 (Government of Singapore Investment Corporation)、Commonwealth Development Corporation を主要株主として設立
インドネシア PT Indonesia Infrastructure Finance (IIF) 2010 年	<ul style="list-style-type: none"> • 有料道路、発電セクター等 • Green-field 案件 • 2012 年 5 月時点で投資実績なし 	<ul style="list-style-type: none"> • ADB 及び World Bank からインドネシア政府（為替保証）を通じて 50% ずつの融資を調達 • Equity は IFC、ADB、DEG、SMI（インドネシア政府）、SMBC から調達
フィリピン Philippines Water Revolving Fund (PWRF) 2008 年	<ul style="list-style-type: none"> • 上下水道セクター • Green-field 案件 • 地方自治体、水道局 	<ul style="list-style-type: none"> • JICA から Philippines Development Bank（PDB）を通じて資金の 75% を円借款で融資 • 残り 25% を民間銀行から PDB を通じた融資により調達。USAID が民間銀行に対して 50% の債務保証
中国、インド、及び 東南アジア The Asian Infrastructure Fund 1994 年	<ul style="list-style-type: none"> • エネルギー、運輸交通、通信セクター、有料道路等 • Green-field 案件 	<ul style="list-style-type: none"> • ADB 及び IFC を含む計 5 機関から Equity を調達 • ファンド規模は、780 USD millions • GP は AIF Capital • 運用期間は 10 年
ASEAN 各国 China-ASEAN Investment Cooperation Fund (CAF) 2010	<ul style="list-style-type: none"> • 有料道路、鉄道、コンテナ港、空港、通信セクター等 • Laemchabang Port Thailand's largest deep-water port 等 	<ul style="list-style-type: none"> • LP は IFC 他 • 目標ファンドサイズ（ファーストステージ）は 1 USD billion で、最終的な目標サイズは 10 USD billion
ASEAN 各国 ASEAN Infrastructure Fund 2012	<ul style="list-style-type: none"> • 各インフラセクター • Green-field、Brown-field 案件 	<ul style="list-style-type: none"> • Debt ファンド • 融資者は ASEAN 各国及び ADB

どれも Green-field インフラ案件に投資を行うインフラファンドであるが、ドナー系の機関を投資家としてファンドが成立しているインドネシアやフィリピンの例に対し、インドはドナー系に加え、年金・損保など機関投資家によりファンドが成立していることが見て取れる。インドネシアの IIF においては、インドネシア政府による出資参画が認められる点で、ベトナム政府による出資が期待できない IFF とは異なる。また、フィリピンの PWRF においては、資金の過半が、フィリピン開発銀行を介した円借款により賄われている点で、海外投融資制度によるファンドへのマイノリティ出資を前提とする IFF とは異なるものである。更に、PPP 先進国の韓国においては、年金、生保、及びその他個人・海外投資家など完全に民間投資家によりファンドが成立している。

5.1.3. 投資先に対するリスク・リターンの違い

IFF が対象とする投資先及び他国のインフラファンドの投資先との間で、それぞれの投資に対するリスク・リターンの差を生み出している主な要素として、カントリーリスクや成長性を含めた投資対象ビジネス自体のリスクのレベル、銀行融資の容易性、本国における投資関連規制や優遇措置等の度合いなどが挙げられる。

例えば、ベトナムと同じ Next11 の 1 つであるトルコにおいて初の大型 PPP 案件となった海底トンネル事業の開発案件では、三井住友銀行が主幹事となって融資を行っており、ここではトンネル通行料収入が予想を下回った場合に、トルコ政府側が補填する仕組みなどを用意するといった融資に伴うリスク低減に工夫が凝らされており、その結果、12 億ドルの事業費のうち、10 億ドルが融資で賄われるといったハイ・レバレッジ（高い借入比率）を実現できている¹³。

以上の通り、IFF と他国のインフラファンドを比較すると、ドナー系機関のみから資金導入しているものと、民間投資家からも資金導入できているものとの違いがあることが判明した。

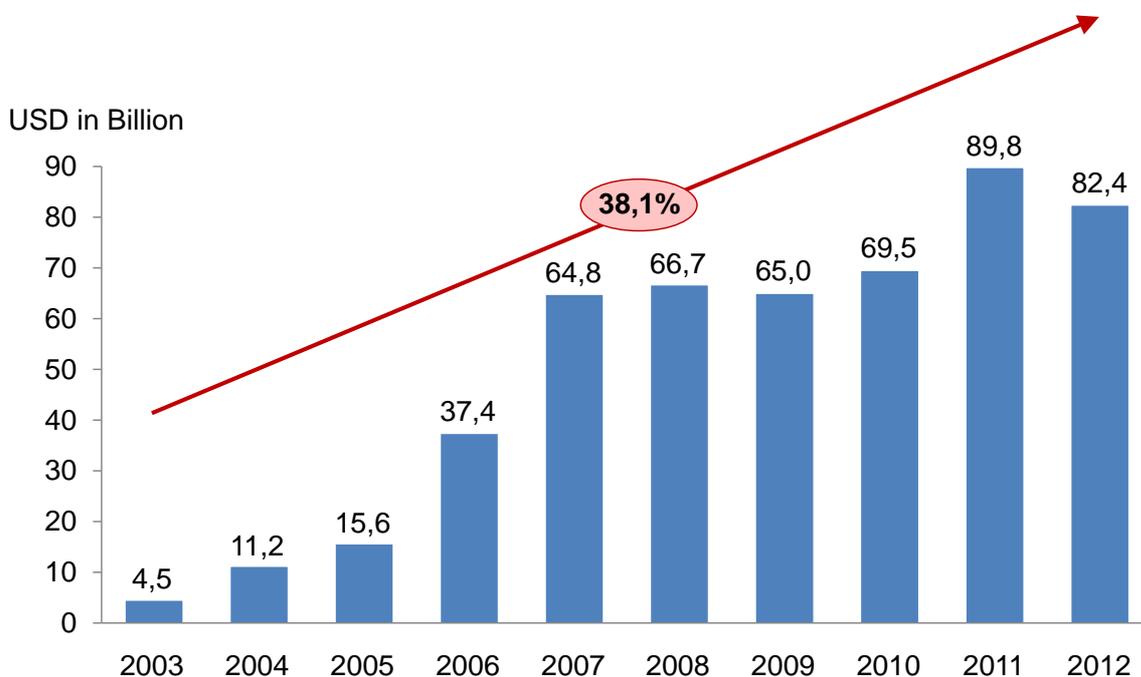
なお、Green-field 投資は、本来公共側が負うべきリスク（例：土地収用リスク）を多く含んでおり、このリスク負担の公共 vs. 民間按分が、民間投資の可否を大きく左右することは一般的に知られている。投資家の違いは、政府支援の違いに起因しているものと想定されるため、次項において、政府支援についての比較を行った。

¹³ 出典：日本経済新聞社（2012年12月11日）

(参考) 世界のインフラファンドにおけるドライパウダーの現状

株式及び債権の運用が低迷する中、OECD以上の先進国のブラウンフィールドを対象としたインフラ案件への投資が、長期安定投資として年金や機関投資家等の中で増加傾向にある。しかしながら、これら投資家の投資対象となる案件のほとんどは、あくまで大型且つ高いリターンが見込めることが前提条件であり、そういった魅力的なディールは、基本的に入札形式となるため、必ず投資機会を得られる保証はない。また、最近では、年金がインフラファンドにお金を託さず直接投資をする傾向もあり、さらに競争が厳しくなっていることから、益々各ファンドが手持ちの資金を使うのが難しくなっている状況にある。これらは、必然的にドライパウダーが年々積みあがってきたことを示す、一背景として考えられる。

表 5.1.3. 世界のインフラファンドにおけるドライパウダーの推移



出典：Preqin – DryPowderSummary

5.1.4. PPP インフラ整備に対する政府支援の違い

インド、インドネシア及びフィリピンにおいては、Green-field プロジェクトに付きものリスクである初期費用、土地収用、事業リスクなどに対して、程度の差はあるが一定の政府保証／補助を行っている。これらの政府支援を受けるにあたっては、現地政府からの各支援に対する許認可取得手続きに一定の時間や労力が必要となるが、新興国における Green-field プロジェクトへの投資といった非常にハイリスクな投資を検討する上で、民間等で代替する事が困難な初期費用の補填や事業リスク等に対する一定の保証等の現地政府による保証／補助は、重要な投資家の意思決定要因であると考えられる。

一方で、ベトナムの現時点の PPP パイロット法の保証／補助はこれらの国と比べて見劣りするものであると言わざるを得ない状況にある。

後述する韓国の事例のように、現地政府の大胆な投資優遇策保証の導入が必要となるなど、これらの国々と同等レベルの政府保証／補助を PPP 法に盛り込んでいくことが求められると考える。

表 5.1.4.1 PPP インフラ整備に対する政府支援の比較

	インド	インドネシア	フィリピン	ベトナム (PPPパイロット法)	
政府保証 ／ 補助	初期費用	<ul style="list-style-type: none"> 政府が提案したPPP事業には資本助成金の形で建設時に一括又は分割で補助金を交付する（VGF制度）。 政府系金融機関が長期融資制度を提供する。 	<ul style="list-style-type: none"> 政府による資金援助あり（詳細は公募時に公表）。 	<ul style="list-style-type: none"> 政府がプロジェクト会社に直接出資できる。 	<ul style="list-style-type: none"> PPPパイロット法の適用案件として首相が承認した場合に限り、総投資額の30%を限度に事業費を負担する。
	土地収用	<ul style="list-style-type: none"> 土地収用リスクは政府が負担する（遅延した場合は事業期間の延長等を認める）。 	<ul style="list-style-type: none"> 土地収用は、事業者の公募前に政府が実施する。 	<ul style="list-style-type: none"> 該当なし 	<ul style="list-style-type: none"> 立ち退き、移転費用の一部を支援する。
	事業リスク	<ul style="list-style-type: none"> 政府側の事由に拠り、事業契約が中途解約された場合、適切な補償を行う。 	<ul style="list-style-type: none"> インフラサービス利用料で投資を回収できない場合、補助金を交付する。 補償金等の形式で政府保証を与える。 公共料金は投資・運営資金がカバーされる様に初期設定及び事後調整される。 	<ul style="list-style-type: none"> 総事業費の50%を限度に直接補助（運転保守費用の一部負担又は免除、設備の供与等）を与える。 政府保証等の信用を高める施策を提供する。 政府が契約不履行リスクを保証する（金銭負担含む）。 	<ul style="list-style-type: none"> 政府保証と政府関与は、案件毎に判断される。 政府による物資の供給、製造物の購入保証を与える。 公共設備の優先利用権を与える。
	為替変動	<ul style="list-style-type: none"> 該当なし（国内のスワップ市場を活用し、民間でリスクヘッジする。） 	<ul style="list-style-type: none"> 該当なし（但し、政府系金融機関を介した外貨建て2ステップローンに供与可能。） 	<ul style="list-style-type: none"> 該当なし（但し、政府系金融機関を介した外貨建て2ステップローンに供与可能。） 	<ul style="list-style-type: none"> 該当なし（但し、政府系金融機関を介した外貨建て2ステップローンに供与可能。）
	為替交換	<ul style="list-style-type: none"> 該当なし 	<ul style="list-style-type: none"> 該当なし 	<ul style="list-style-type: none"> 該当なし 	<ul style="list-style-type: none"> 法律上規定されているが、実際保証は殆ど行われていない。
	その他	<ul style="list-style-type: none"> インフラ開発への投資を目的としたファンド設立を促進する。 	<ul style="list-style-type: none"> 許認可取得、建設工事の一部を支援する。 	<ul style="list-style-type: none"> 政府の法律専門家による支援を与える。 建設完了まで事及び警察が施設の警備協力をする。 	<ul style="list-style-type: none"> 該当なし
優遇税制	<ul style="list-style-type: none"> インフラ分野への投資には、法人税非課税措置がある。 	<ul style="list-style-type: none"> 管轄省庁、地方政府が承認した事業には税制優遇措置がある。 	<ul style="list-style-type: none"> 不動産保有税の免除、地方税の優遇がある。 	<ul style="list-style-type: none"> 法人税、関税の優遇がある。 	

出典：「地球環境適応型・本邦技術活用型産業物流インフラ整備事業（円借款案件形成等調査及び民活インフラ案件形成等調査に係る評価事業報告書）」（H22年 経済産業省）
 「ベトナムにおけるPPP関連法制度の要点と実務上の留意点」（H23年 日本ナレッジセンターセミナーテキスト）、ジェトロホームページ
 「インド国PPPインフラ事業への外国直接投資の促進に関する基礎情報収集調査ワークショップ」（H23年 JICA/PwC）
 「共和国法第7718号（フィリピンBOT法）と実施規則と規定」

(参考) 韓国でのインフラプロジェクトに関する政府支援の事例

インフラファンドを設立するに当たり、インフラプロジェクトに関する政府による保証／補助は極めて重要な論点である。

例えば、PPPのお手本である韓国は、以下のような民間投資に対するインセンティブ制度を、改正 PPI 法（いわゆる PFI 法）で制定し、その結果、インフラファンドをはじめとする民間投資を呼び込むことに成功した。

表 5.1.4.2 韓国 PPI 法（PFI 法）で制定された民間投資に対するインセンティブ（リスク軽減）制度

政府保証 ／ 補助	初期費用	<ul style="list-style-type: none"> ある特定の案件に出資をする民間企業が、ファンド等の金融投資家から出資を得る場合、その出資分だけ民間企業の出資義務は免除される
	土地収用	<ul style="list-style-type: none"> プロジェクトの促進に必要と判断される場合、コンセッションアには土地の収用権が与えられる コンセッションアは、土地の買収、用地補償、住民の再定住支援などを公共に委任することができる
	事業 リスク	<ul style="list-style-type: none"> 自然災害を含む不可抗力によりプロジェクトの建設・運営が不可能となった場合、コンセッションアは公共側にプロジェクト（付帯プロジェクトを含む）の買取りを要求することができる <ul style="list-style-type: none"> 建設中：自然災害を含む不可抗力により建設が6ヶ月以上中断、またはプロジェクト費用が50%以上上昇した場合 運営中：自然災害を含む不可抗力により運営が6ヶ月以上中断、または修復コストが初期プロジェクト費用の50%以上を越える場合 コンセッション契約に規定する公共側の義務の履行遅延により6ヶ月以上建設・運営が中断、または、正当な理由無く義務が履行されない場合
	為替変動	<ul style="list-style-type: none"> ±20%以内の変動：コンセッションアのリスク 20%以上の変動によるコンセッションアの損失：料金調整あるいは政府による補填 20%以上の変動によるコンセッションアの利益：料金調整あるいは政府への返還
	為替交換	<ul style="list-style-type: none"> 該当なし
優遇税制	その他	<ul style="list-style-type: none"> 公共募集プロジェクト(Solicited Project)の場合：90%（実際の収入が予定収入の90%未満の場合は公共が補填、逆に110%以上の時は公共へ返還） 民間発案プロジェクト(Unsolicited Project)の場合：80%（80%未満は公共が補填、120%以上は公共へ返還） <ul style="list-style-type: none"> ただし、上記は一般的な目安であり、実際はプロジェクトごとに交渉で決定。期間によっても率が変動する（最初5年：90%、次の5年：80%、次の5年70%など）。2006年に改正され、Unsolicited Projectの保障は廃止、Solicited Projectの率、期間も低減された コンセッションアは、プロジェクトをより効果的に実施するために必要な住宅建設や観光施設開発など付帯プロジェクトを実施することが認められている
		<ul style="list-style-type: none"> コンセッションアは投資額の10%を費用として計上できる（2006年現在は5%） コンセッションアが発行する債券からの利子収入の税率は15%（通常22%） BOTプロジェクトにおいては、取得税・登録税は免除など

ただし、これに至るには、韓国政府にも大きな苦労があった。1994年にPPI法（いわゆるPPP法）を制定したものの、適用はたった5プロジェクトに留まっていた。そのような状況の中、1997年のアジア危機に端を発した韓国のIMF管理下入りで資金調達が困難になり、また2002年の日韓ワールドカップに向けたインフラ整備の必要性もあった。

そのため、韓国政府はPPI法の適用が広がらない原因を分析し、その分析をベースとして1999年に、

- ①公共主導から民間主導への明確な切り替え
- ②創意工夫の促進による効率の向上を目的とした民間活用
- ③金融危機後の国際標準に沿った制度構築による外資導入

を改正の柱にPPI法を全面改定した。そして、リスクシェア、最低収入保障制度といった民間投資のためのインセンティブを多く盛り込むことにより、適用プロジェクト数を飛躍的に増加させ、インフラ整備に成功したという経緯がある。改正後のプロジェクト数は、改正前の1994年当初

の5件から、2007年末までには計458件（BTO方式170件、BTL方式288件）に飛躍的に増加した¹⁴。

しかも、インセンティブ内容や公募プロセスなどを規定するガイドラインを毎年更新するなど、韓国政府は状況に合わせた手綱さばきを上手く行っている。

5.1.5. ベトナムにおける他インフラファンドの投資領域

ファンドマネージャーへのヒアリング及び各種調査の結果、インフラ系の企業投資を行うファンドは多いものの、過去及び現在を含めて、Green-fieldのプロジェクトへ直接投資を行っているファンドは、ドナー系投資家がアンカー出資を務めるファンド等も含めて限定的であることが判明した。とりわけ、IFFのメイン投資セクターについては、政府による支援がない中で、民間投資家側の負担するリスクが高く、相応なリターンの追及が難しい領域であることから、民間投資家のみによるファンド組成が難しい状況である。従い、ドナー系投資家を中心としたIFF立ち上げの意義がある。

5.2 ベトナムにおける（インフラファンド以外の）ファンド

ベトナムにおけるインフラファンド以外の主要なファンド（Net Asset Valueや資産が国内最大規模）について、概要を整理した。

基本的には、これらのファンドは、成長するベトナムにおける上場企業を対象としたグロース投資（成長狙いの投資）である。上場企業投資は、IFFが行うインフラプロジェクト投資とは、流動性においても、リスクにおいても全く異なる投資であるため、直接的な示唆は得られない

とはいえ、ある国・地域でのファンドの登場の順番としては、まず、第一ステージとして、PE（プライベートイクイティ）ファンド／VC（ベンチャーキャピタル）ファンドが登場・発展、その後、投資家の投資ポートフォリオの多様化のニーズが生まれる中で、第二ステージとしてインフラファンドが登場するという流れが一般的である。

従い、ベトナムは、第一ステージのPE（プライベートイクイティ）ファンド／VC（ベンチャーキャピタル）ファンドが登場・発展の段階は既に経ており、かつ、前述の通り、いくつかのインフラファンドも既に登場していることから、第二ステージに入り発展する土壌は形成されていると言える。と考える。

¹⁴ 出典：野村総合研究所『入門インフラファンド』（2010年）

表 5.2. ベトナム国内の（インフラファンド以外の）ファンド概要

	VinaCapital	Dragon Capital	Indochina Capital	IDG Ventures Vietnam
ファンド名	Vietnam Opportunity Fund Limited	Vietnam Enterprise Investments Limited	Indochina Land Holdings 2 L.P.	IDG Ventures Vietnam
タイプ	PE	PE	PE	VC
設立年月	2003年9月	1995年7月	2006年11月	2004年
Net Asset Value	USD 750mil.	USD 433mil.	USD 265mil. (資産規模)	HP等で 確認できず
出資者	機関投資家等	機関投資家等	機関投資家	International Data Group
国籍/ 形式	ケイマン籍 ファンド	ケイマン籍 ファンド	ケイマン籍 ファンド	ベトナム籍 ファンド
対象 セクター	多数(不動産、 消費財等)	多数(金融、食料、 飲料、不動産等)	不動産	テクノロジー、 メディア、通信
投資対象	上場/ 非上場株式、 不動産等	上場/ 非上場株式	不動産	非上場株式
期間	5年	定めなし	7年	定めなし
EXIT戦略	Trade Sales IPO	Trade Sales IPO	Trade Sales IPO	Trade Sales IPO

出典：JETROホーチミン事務所『ベトナム産業分析』(2010年)および各社ホームページを基に調査団作成

5.3 今後の IFF 設立に向けた示唆

IFF のような OECD に加盟していない開発途上国の Green-filed インフラ案件という、極めて高いリスク許容度を必要とするインフラ案件を投資対象とする場合において、今後、インドやインドネシアの様に民間投資家を呼び込むためには、ベトナムにおいても、これらの国と同等レベルの政府保証の導入が望ましいと考えられる。なぜならば、投資対象となる案件が個別に抱える事業リスクは国並びにセクターによってさまざまであることから、これらの多種多様なリスクをカバーする最低収入保証等の政府保証が必要であり、また、銀行融資獲得への優位性を高める上でも、先述のとおり、政府保証は最も影響力の高い手段と考えられる。その一方で、ベトナム政府の PPP インフラ整備に対する現状の保証制度内容においては、上記のような政府保証が十分に行われていない。この状況を踏まえ IFF の設立を検討する場合は、まずドナー系投資家の資金を中心とした Equity ファンドを設立し、確実に実績を積み上げた上で徐々に当該ファンドの持分を民間の投資家たちに拡大させていくことが現実的な施策と考えられる。

以上を踏まえ、IFF の設立は、ベトナム国内のインフラ事業への民間資金導入を促進し、官と民の役割分担の構造が、官主導から民主導へ移行する流れの一翼を担うものとする。ベトナム政府や一部の国際的な金融機関などは、2013 年のベトナム経済について、再び緩やかな成長に向かうという予測をしているが、政府の財政赤字、銀行の不良債権問題の深刻化、その影響を受け不安定な状態が続く国内の景気といった現時点のベトナム経済のマクロ状況を鑑みると、IFF 設立のタイミングについては、常に現地の経済状況の好転をベンチマークしながら慎重に検討する必要がある。

6. IFF への投資家候補の提案

6.1. 投資家候補ロングリストの作成

6.1.1. 有望な投資家カテゴリーの特定

有望な投資家カテゴリーの特定に当たっては、IFF の投資対象がベトナムにおける Green-field インフラ案件である点を考慮する必要がある。つまり、有望な投資家は、

- ・ リスク許容度が高い投資家
- ・ 投資余力のある投資家
- ・ 低いリターンでも受容できる投資家

の3条件が揃う必要がある。

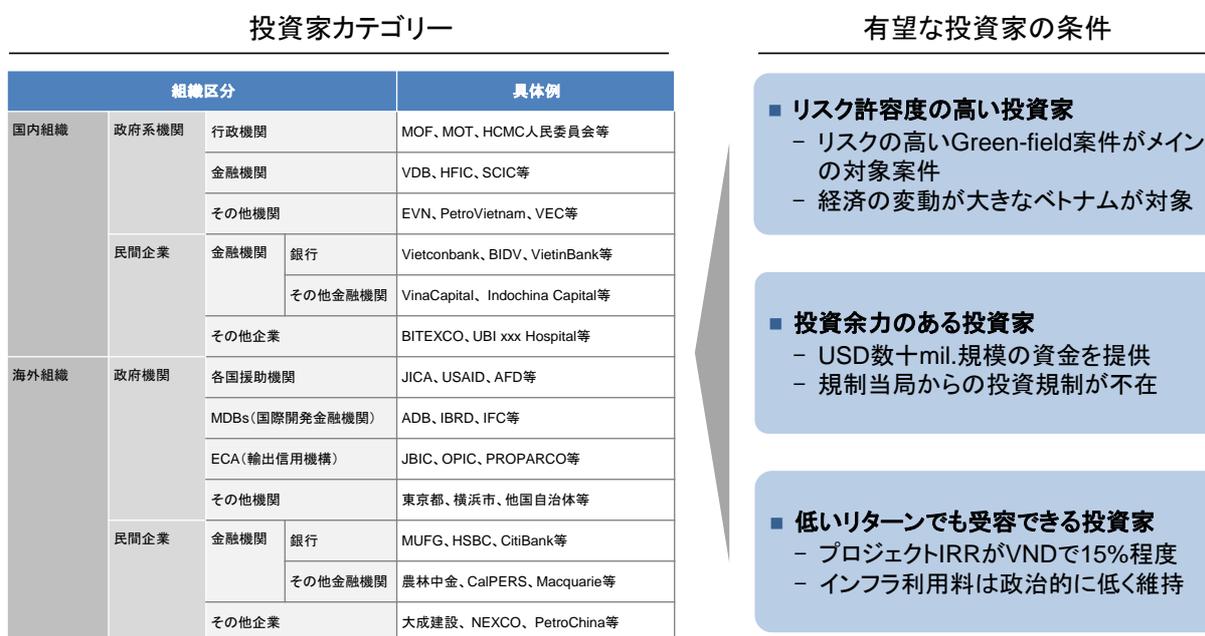


図 6.1.1. 有望な投資家カテゴリーの特定

これら3つの条件を考慮した結果、各国援助機関、MDBs（国際開発金融機関）及びECA（輸出信用機関）といった政府系金融機関を、有望な投資家カテゴリーと特定した。

表 6.1.1. 有望な投資家カテゴリーの特定

組織区分			評価	理由	
国内組織	政府系機関	行政機関	×	慢性的に資金がひっ迫しており、IFFには投資困難	
		金融機関	△	投資余力はあまりないが、IFFのファンドマネージャーになるのであれば、一部出資も可能	
		その他機関	×	サブプロジェクト自体の運営主体となるケースが多く、IFFには投資可能性低い	
	民間企業	金融機関	銀行	△	子会社であるファンド運営会社がIFFのファンドマネージャーになるのであれば、一部出資も可能
			その他金融機関	△	投資余力はあまりないが、IFFのファンドマネージャーになるのであれば、一部出資も可能
		その他企業	×	サブプロジェクト自体の運営主体となるケースが多く、IFFには投資可能性低い	
海外組織	政府機関	各国援助機関	○	ベトナム経済発展を目的としたインフラ開発の主旨に賛同できる投資家でありリスク許容度が高いため、リターンは少なくともIFFに投資可能	
		MDBs（国際開発金融機関）	○	ベトナム経済発展を目的としたインフラ開発の主旨に賛同できる投資家でありリスク許容度が高いため、リターンは少なくともIFFに投資可能	
		ECA（輸出信用機構）	○	ベトナム経済発展を目的としたインフラ開発の主旨に賛同できる投資家でありリスク許容度が高いため、ある程度のリターンが得られればIFFに投資可能	
		その他機関	×	リスク許容度が低く、ベトナムのインフラ開発には投資困難 また、IFFからは当該地域住民や企業への裨益効果が得づらい	
	民間企業	金融機関	銀行	×	高いリターンを要求する投資家のため、高リスク低リターンのIFFには投資困難
			その他金融機関	×	高いリターンを要求する投資家のため、高リスク低リターンのIFFには投資困難
		その他企業	×	リスク許容度が低いため、高リスク低リターンのIFFには投資困難 ただし、ベトナムへのエントリーチケットとして戦略的に投資する可能性はある	

6.1.2. 投資家候補のロングリスト作成

有望投資家カテゴリーとして特定した政府系金融機関について、個別機関名を調査し、これを投資家候補のロングリストとして作成した。

6.2. 投資家候補ショートリストの作成

IFFの投資家となるためには、投資家候補期間が出資又は融資する機能を有している必要がある。さらに、IFFの投資対象がベトナムのインフラ案件であるため、ベトナムに拠点を融資、ベトナムへの知識やコミットメントがある必要がある。この観点から、前項のロングリストに掲載されている候補のうち、出資・融資機能を有し、かつ、ベトナムに拠点を有するものを抽出し、ショートリストを作成した（投資家候補ショートリストは非公開）。

6.3. ショートリストに掲載されている投資家候補（中核出資者候補）間の合意文書案

出資契約といった合意文書は、ファンドマネージャー及び投資家のそれぞれの意思・意向を反映した交渉の結果として作成されるのが一般的である。従い、ファンドマネージャー及び（アンカー）投資家が決定していない本調査の段階では、本調査による検討結果として、以下に示すこととする。

1. Memorandum of Discussion（ドラフト）：アンカー投資家間で、IFF のコンセプト合意及び検討の継続について、合意するもの。
2. IFF タームシート（ドラフト）：本調査の検討結果の集約である、IFF の各種ターム（案）。ファンドマネージャーに対する、及び、アンカー投資家に対する協議・交渉のたたき台になるもの。
3. 投資事業有限責任組合モデル契約（「モデル契約」）：ファンドマネージャーと投資家間（アンカー投資家に限らず全投資家）で締結する契約書のたたき台。上記2「Summary of Terms of Infrastructure Financing Fund（DRAFT）」を、ファンドマネージャー及びアンカー投資家間の協議・交渉を経て確定した段階で、それをモデル契約に反映し、最終的な出資契約文書とする。

7. ファンド運用に向けたアクション

7.1. ファンド運用に向けた関係者のアクション

ファンド運用に向けた JICA、ファンドマネージャー及び JICA 以外の投資家のアクションについて、次ページのようなものを想定している。

まず、JICA において、①IFF へのコミットを決定し、並行して、②他投資家への意思決定支援や、③ファンドマネージャー選定方法の検討を行う。その後、④ファンドマネージャーの公募を開始し、4 か月目 (M4) を目途に選定。⑤ファンドマネージャーのデューデリと、⑥投資家合意文書の締結作業を行うとともに、⑦ファンド及びファンドマネージャーのモニタリングの仕組み作りを、他のアンカー投資家とも協議しながら進めることとする。

また、ファンドマネージャーからの提案により、IFF と類似したインフラファンドへの投資を行うこととなった場合には、③ファンドマネージャー選定方法の検討と、④ファンドマネージャー選定 (公募) のアクションが省略されることになる。また、⑤ファンドマネージャーのデューデリが前倒しで行われるため、①IFF へのコミット決定と、②他投資家への投資意思決定支援と同時並行で進んでいくことになる。

一方で、ファンドマネージャーのアクションとしては、4 か月目 (M4) に選定されてすぐに、ファンドレイズの準備と投資対象案件発掘・選定をスタートさせることとなる。JICA 以外の投資家においては、この時期に投資の意思決定と、投資合意文書の締結手続きを行う必要がある。

順調に作業が進んだ場合、本調査終了から 10 か月目 (M10) を目途にファーストクローズをする。ファンドマネージャーはファンドの管理・運営を行い、JICA 及び他の投資家は、⑧諮問委員会への参画を通して案件への投資検を提案していく。

なお、ファンド立ち上げと直接関係はないが、インフラ開発案件の収益性を高めるため、⑨ベトナム政府支援の拡大に向けた働きかけは、不断に実施していくことが重要と考える。「5.1.2. PPP インフラ整備に対する政府支援の違い」でも記したように、民間投資家を呼び込むためには、インドネシアやインドと同等レベルの政府保証や補助を PPP 法等に盛り込んでいくことが必要なためである。

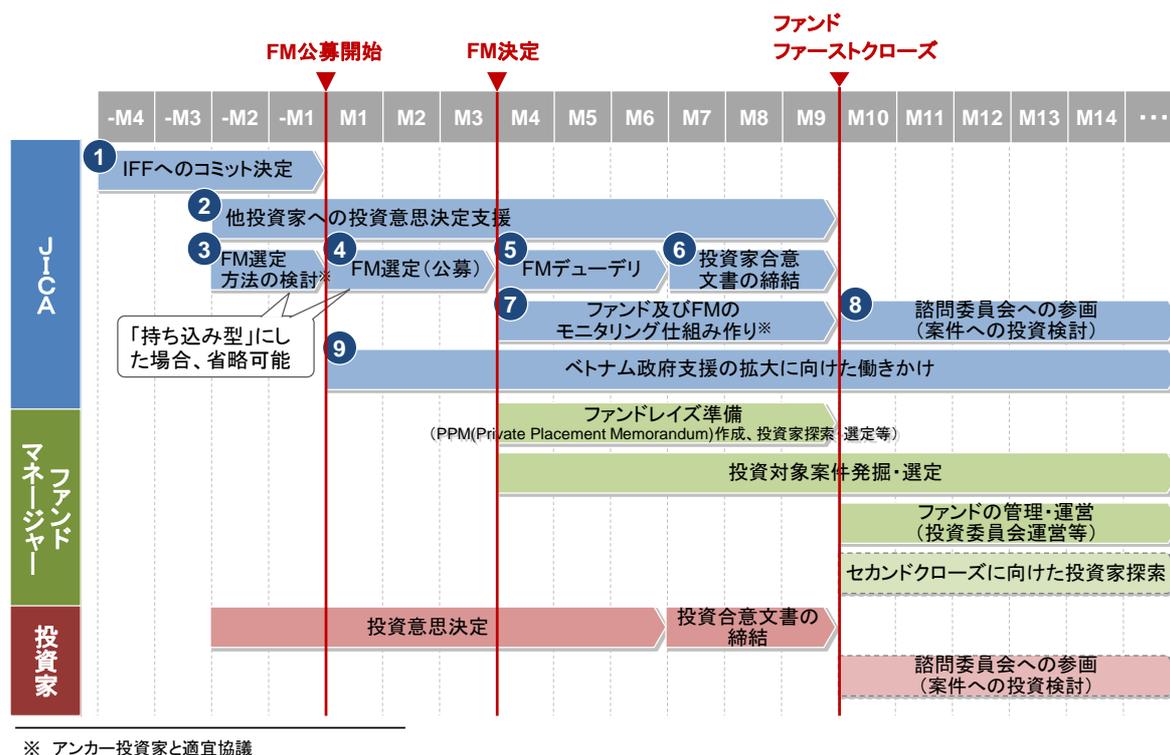


図 7.1. ファンド運用に向けた関係者のアクション

7.2. ファンド運用に向けた JICA の詳細アクション

ファンド運用に向けたアクションの中でも、特に、ファンドのファーストクローズに向けた JICA のアクションを詳細化したものを、次ページに記載した。

「①IFF へのコミット決定」に当たっては、まず JICA 内で IFF に出資する方針を固めた上で、他投資家と IFF の組成に向けた正式な協力提携を結び（表 7.2.2.参照）、関係省庁からも同意を獲得することとする。

「②他投資家の投資意思決定支援」に当たっては、他の投資家に対しても IFF に参画するよう働きかけを行うこととする。

「③FM 選定方法の検討」に当たっては、「4.3.6. ファンドマネージャー公募手続書類案」で作成した文書をベースに、公募手続書類の原案を作成する。これをベースに他のアンカー投資家と公募方法を詳細に調整することとする。

「④FM 選定（公募）」に当たっては、公募手続書類の発出から、第一次審査、第二次審査と経て最終選定結果の通知までを行うこととする。

「⑤FM デューデリ」では、ファンドマネージャーへの直接のインタビューや、関係者へのインタビュー、さらに書面確認などを通じて、選定したファンドマネージャーに IFF の運営を託してよいか最終的な審査を行うこととする。

「⑥投資家合意文書の締結」に当たっては、ファンドマネージャーが策定する PPM（Private Placement Memorandum）案をレビューし、投資家合意文書（Fund Management Agreement）への合意と決裁作業を行うこととする。

「⑦ファンド及びFMのモニタリングの仕組み作り」に当たっては、投資委員会の運営ルールと、投資案件のモニタリングルールの策定を行うものとする。

「⑧諮問委員会への参画」に当たっては、ファンドマネージャーから提示される諮問委員会の議案を事前にレビューし対応方針を策定した上で、諮問委員会に参画して意見を述べることで、JICA側の投資方針をIFFに浸透させることとする。

「⑨ベトナム政府支援の拡大に向けた働きかけ」に当たっては、インフラ投資へのベトナム政府支援を拡大すべきとの提言をまとめ、各種ルートでベトナム政府側に提言を伝達する。ベトナム政府においてその必要性が理解された場合、制度創設のために技術支援することも考えられる。

これらのアクションは、インフラ開発やファンド設立に関する専門知識が必要で、かつ、多くの工数がかかるものと想定される。外部の知見や工数も活用しながら、JICAが要所要所で意思決定を行い、ファンド運用に向けて着実にアクションを積み重ねていくこととする。

表 7.2.1. ファンド運用に向けた JICA の詳細アクション (案)

アクション	詳細アクション
① IFF へのコミット決定	JICA 内での IFF コミット決定
	関係省庁からの同意獲得
② 他投資家の投資意思決定支援	IFF 参画の意向聴取
	IFF 参画への働きかけ
③ FM 選定方法の検討	公募手続書類原案の作成
	アンカー投資家との RFP 調整
④ FM 選定 (公募)	RFP の発出
	FM 候補の第一次審査
	FM 第一次審査結果の通知
	FM 候補の第二次審査
⑤ FM デューデリ	FM デューデリの実施 (FM インタビュー)
	FM デューデリの実施 (関係者インタビュー)
	FM デューデリの実施 (書面確認)
⑥ 投資家合意文書の締結	FM 策定の投資家合意文書案 (PPM [※] 含む) のレビュー ※ Private Placement Memorandum
	投資家合意文書の合意・決裁
⑦ ファンド及びFMの モニタリング仕組み作り	投資委員会の運営ルールの策定
	投資案件のモニタリングルールの策定
⑧ 諮問委員会への参画	諮問委員会の議案レビュー
	諮問委員会の議案への対応方針策定
	諮問委員会への参画
⑨ ベトナム政府支援の拡大に向け た働きかけ	政府支援の拡大に関する提言の策定
	政府支援の拡大に関する提言の発信
	政府支援の拡大に関するベトナム政府への技術支援

表 7.2.2. アンカー投資家間によるファンド組成検討に向けた協力提携に係る同意書（案）

<p style="text-align: center;">Collaboration Agreement among Investor A, <i>represented by a representative A</i>; Investor B, <i>represented by a representative B</i>; and Japan International Cooperation Agency (JICA), <i>represented by a representative C</i> to discuss in setting up an infrastructure fund in Vietnam</p> <p>1. Purpose</p> <p>Investor A, Investor B and Japan International Cooperation Agency, together hereinafter referred to as the “Parties”, desire to enter into this Collaboration Agreement (the Agreement) to formalize the intention to collaborate for establishing an infrastructure fund in Vietnam.</p> <p>2. Nature of Collaboration</p> <p><u>Objective:</u> The objective of the collaboration is to assist Vietnam to meet infrastructure development needs and contribute to an increase in the economy’s competitiveness and growth.</p> <p><u>Rationale:</u> While public sector budget resources and official development assistance (ODA) are making significant contributions to the development of infrastructure in Vietnam, it is also important to leverage domestic and international capital markets to attract private investment, as well as, private management and technical expertise to assist in building, operating and managing world class economic and social infrastructure and services.</p> <p><u>Intention of the Parties:</u></p> <p>Investor A, Investor B and JICA intent to work together to:</p> <ul style="list-style-type: none">- Develop fund terms, select a fund manager, and identify other LP candidates than the Anchor investors, to establish an infrastructure fund in Vietnam.

3. Legal Effect

The purpose of the Agreement is to set forth the understandings and intentions of the Parties with regard to the shared objective stated above. The Parties enter into the Agreement while wishing to maintain their own separate and unique missions and mandates, and their own accountabilities. Unless specifically provided otherwise, the cooperation among the Parties as outlined in the Agreement shall not be construed as a partnership or other type of legal entity or personality. Each Party shall accept full and sole responsibility for any and all expenses incurred by itself relating to the Agreement. Nothing in the Agreement shall be construed as superseding or interfering in any way with any agreements or contracts entered into among the Parties, either prior to or subsequent to the signing of the Agreement. Nothing in the Agreement shall be construed as an exclusive working relationship. The Parties specifically acknowledge that the Agreement is not an obligation of funds, nor does it constitute a legally binding commitment by any Party or create any rights in any third party.

4. Designated Points of Contract

Investor A:

Investor B:

JICA:

5. Entry into Effect and Termination

The Agreement will enter into effect when signed by each Party. This Agreement will remain in effect unless terminated by one of the Parties upon written notice to the other Party with such termination becoming effective thirty (30) days after the date of the notice. The Agreement may be amended at any time if all Parties agree in writing.

Investor A:

Investor B:

Japan International
Cooperation Agency:

Date:

Date:

Date:

付録

候補案件ロングリスト Long List of Candidate Projects

#	案件名 Project Name	セクター Sector	立地 Location
1	Van Don Airport	Airport	Quang Ninh Province
2	Cat Bi International Airport New Runway	Airport	Hai Phong City
3	Lao Cai Airport	Airport	Lao Cai Province
4	Phu Bai International Airport	Airport	Thua Thien-Hue Province
5	Chu Lai International Airport	Airport	Quang Ngai Province Quang Nam Province
6	Cam Ranh International Airport	Airport	Khanh Hoa Province
7	Long Thanh International Airport Passenger Terminal	Airport	Dong Nai Province
8	Long Thanh International Airport Cargo Terminal	Airport	Dong Nai Province
9	An Giang Aripport New Construction	Airport	An Giang Province
10	Cai Lan Port No.2 Pier	Port	Quang Ninh Province
11	Cai Lan Port Three Terminals	Port	Quang Ninh Province
12	Hai Phong New International Gate Port (Lac Huyen Port) PhaseB	Port	Hai Phong City
13	Dinh Vu Port	Port	Hai Phong City
14	Son Tay Port	Port	Hanoi City
15	Da Nang Port TienSa Port Phase 2	Port	Da Nang City
16	My Thuy Port	Port	Quang Tri Province
17	Hon La Port	Port	Quang Binh Province
18	Nghi Son Port	Port	Thanh Hoa Province
19	Dong Hoi Port	Port	Nghe An Province
20	Son Duong Port	Port	Ha Tinh Province
21	Vung Ang Port No.3 Pier	Port	Ha Tinh Province
22	Van Phong New International Transhipment Port	Port	Khanh Hoa Province
23	Van Phong Petroleum Industry Service Base	Port	Khanh Hoa Province
24	Quy Nhon Port Upgrade	Port	Binh Dinh Province
25	Nhon Hoi Port Phase1	Port	Binh Dinh Province
26	PVTrans International Port	Port	Quang Ngai Province
27	Dung Quat Shipyard Phase 2	Port	Quang Ngai Province
28	Phuoc An Port	Port	Dong Nai Province
29	Nhon Trach Shipyard	Port	Dong Nai Province
30	Hiep Phuoc Port	Port	HCMC
31	Sao Mai Ben Dinh Port	Port	Ba Ria-Vung Tau Province
32	Vung Tau Maritime – Petroleum Services Complex	Port	Ba Ria-Vung Tau Province
33	SP-SSA International Port Phase2	Port	Ba Ria-Vung Tau Province
34	SP-PSA International Port	Port	Ba Ria-Vung Tau Province
35	Cai Mep International Port	Port	Ba Ria-Vung Tau Province
36	Ha Long – Mong Cai Expressway	Road	Quang Ninh Province
37	Ha Long – Hai Phong Expressway	Road	Quang Ninh Province Hai Phong City
38	Hanoi - Ha Long Expressway	Road	Hanoi, Quan Ninh
39	Hanoi - Lang Son Expressway	Road	Hanoi City Bac Ninh Province Bac Giang Province Lang Son Province
40	Hanoi - Hai Phong Expressway	Road	Hanoi City/Hai Phong City
41	Mai Dich - Noi Bai Expressway Upgrading	Road	Hanoi City
42	Hanoi Rapid Bus Transit	Road	Hanoi City

#	案件名 Project Name	セクター Sector	立地 Location
43	Phap Van - Cau Gie Expressway	Road	Hanoi City
44	Ninh Binh - Thanh Hoa Expressway	Road	Ninh Binh Province Thanh Hoa Province
45	La Son - Lang Co Upgrading National Road 1	Road	Thua Thien-Hue Province
46	Cam Lo – La Son Section Ho Chi Minh Highway	Road	Quang Tri Province Thua Thien-Hue Province
47	La Son - Tuy Loan Expressway	Road	Quang Tri Province Thua Thien-Hue Province Da Nang City
48	Quang Ngai - Quy Nhon Expressway	Road	Quang Tri Province Thua Thien-Hue Province Da Nang City
49	Quy Nhon - Nha Trang Expressway	Road	Quang Tri Province Thua Thien-Hue Province Da Nang City
50	Lam Dong Province Road	Road	Lam Dong Province
51	Dau Giay – Lien Khuon Expressway	Road	Dong Nai Province Lam Dong Province
52	Dau Giay - Da Lat Expressway	Road	Dong Nai Province Lam Dong Province
53	Dau Giay-Phan Thiet Expressway	Road	Dong Nai Province Binh Thuan Province
54	Phan Thiet - Nha Trang Expressway	Road	Dong Nai Province Binh Thuan Province
55	Bien Hoa-Vung Tau Expressway	Road	Dong Nai Province Ba Ria-Vung Tau Province
56	HCMC Ring Road #2	Road	HCMC
57	HCMC Ring Road #3	Road	HCMC
58	HCMC Ring Road #4	Road	HCMC
59	Hoc Mon - Cu Chi of HCMC, Extension of Ring National Road No.22	Road	HCMC
60	Elevated highway No.1(HCMC - Tan Son Nhat)	Road	HCMC
61	Ben Luc – Hop Phuo Expressway	Road	Long An Province HCMC
62	Thung Luong-My Thuan Expressway	Road	Tien Giang Province Vinh Long Province
63	Can Tho - My Thuan expressway	Road	Can Tho City Tien Giang Province
64	Can Tho - Phnom Penh Expressway	Road	Can Tho City An Giang Province
65	Ngoc Hoi bridge and approach ramps on both ends on 3.5 road	Road(Bridge)	Khanh Hoa Province
66	Nguyet Vien-Thanh Hoa Bridge	Road(Bridge)	Thanh Hoa Province
67	Hanoi Urban Railway Line 4	Railway	Hanoi City
68	Hanoi Urban Railway Line 5	Railway	Hanoi City
69	Hanoi Urban Railway Line 6(Hanoi-Noi Bai)	Railway	Hanoi City
70	Hanoi Hai Phong Railway	Railway	Hanoi City Hai Phong City
71	Hai Van railway tunnel	Railway	Thua Thien-Hue Province
72	Bien Hoa-Vung Tau railway	Railway	Dong Nai Province Ba Ria-Vung Tau Province
73	Ho Chi Minh Elevated Railway Project Between Hoa Hung-Trang Bom Section	Railway	HCMC
74	HCMC Urban Railway Line 3	Railway	HCMC
75	HCMC Urban Railway Line 4	Railway	HCMC
76	HCMC Urban Railway Line 6	Railway	HCMC

#	案件名 Project Name	セクター Sector	立地 Location
77	PPP Duong River Water Supply System	Water Supply	Hanoi City
78	Hanoi Da River Water Supply System	Water Supply	Hanoi City
79	Dung Quat Water Supply to Industrial Park	Water Supply	Quang Ngai Province
80	Song Hau Industrial Park Water Supply System	Water Supply	Hau Giang Province
81	Nghê An Water Supply to a Small District Town	Water Supply	Nghe An Province
82	Hue The Ceramic Membrane Filtration System for Small Water Purifying plant	Water Supply	Thua Thien-Hue Province
83	Ho Chi Minh City Water Purification Plant	Water Supply	HCMC
84	Thu Duc Water Plant Phase 3	Water Supply	HCMC
85	Can Tho City Water Supply Improvement Project	Water Supply	Can Tho City
86	Song Hau River Water Plant No. 1	Water Supply	Can Tho City
87	Song Hau River Water Plant No. 2	Water Supply	An Giang Province
88	Song Hau River Water Plant No. 3	Water Supply	An Giang Province
89	Da Nang City Wastewater Management and Solid Waste Management	Water/Sewerage	Da Nang City
90	Phu Quoc Water Supply and Sewerage System Development	Water/Sewerage	Tien Giang Province
91	HCMC Water/Sewerage	Water/Sewerage	HCMC
92	Long An Province Utility Management of Environment-Friendly Industrial Parks A	Water/Sewerage	Long An Province
93	Long An Province Utility Management of Environment-Friendly Industrial Parks B	Water/Sewerage	Long An Province
94	Long An Province Utility Management of Environment-Friendly Industrial Parks C	Water/Sewerage	Long An Province
95	Luc Nam 1 Thermal Power Plant	Thermal Power Plant (coal)	Bac Giang Province
96	Na Duong 2 Thermal Power Plant	Thermal Power Plant (coal)	Lang Son Province
97	Mong Duong 2 Thermal Power Plant	Thermal Power Plant (coal)	Quang Ninh Province
98	Hai Duong 1 Thermal Power Plant	Thermal Power Plant (coal)	Hai Duong Province
99	Thai Binh 2 Thermal Power Plant	Thermal Power Plant (coal)	Thai Binh Province
100	Thai Binh 2#2 Thermal Power Plant	Thermal Power Plant (coal)	Thai Binh Province
101	Nam Dinh Thermal Power Plant	Thermal Power Plant (coal)	Nam Dinh Province
102	Nghi Son 2 Thermal Power Plant	Thermal Power Plant (coal)	Thanh Hoa Province
103	Quynh Lap 1 Thermal Power Plant	Thermal Power Plant (coal)	Nghe An Province
104	Vung Ang 2 Thermal Power Plant	Thermal Power Plant (coal)	Ha Tinh Province
105	Quang Trach 1 Thermal Power Plant	Thermal Power Plant (coal)	Quang Binh Province
106	Quang Tri Thermal Power Plant	Thermal Power Plant (coal)	Quang Tri Province
107	Van Phong 1#1 Thermal Power Plant	Thermal Power Plant (coal)	Khanh Hoa Province
108	Son My 1 Thermal Power Plant	Thermal Power Plant (coal)	Binh Thuan Province
109	Vinh Tan 1 Thermal Power Plant	Thermal Power Plant (coal)	Binh Thuan Province
110	Vinh Tan 3 Thermal Power Plant	Thermal Power Plant (coal)	Binh Thuan Province
111	Song Hau 1 Thermal Power Plant	Thermal Power Plant (coal)	Hau Giang Province
112	Hau Giang River 1 Thermal Power Plant	Thermal Power Plant (gas turbine)	Hau Giang Province
113	Duyen Hai 2 Thermal Power Plant	Thermal Power Plant (coal)	Tra Vinh Province
114	Long Phu 1 Thermal Power Plant	Thermal Power Plant (coal)	Soc Trang Province
115	Long Phu 3 Thermal Power Plant	Thermal Power Plant (coal)	Soc Trang Province
116	Formosa #2 Thermal Power Plant	Thermal Power Plant (coal)	HCMC
117	O Mon 2 Thermal Power Plant	Thermal Power Plant (gas turbine)	Can Tho City
118	Nam Na Hydro Power Plant	Hydro Power Plant	Lai Chau Province
119	Nam Na 3 Hydro Power Plant	Hydro Power Plant	Lai Chau Province
120	Huoi Quang Hydro Power Plant	Hydro Power Plant	Lai Chau Province
121	Son La Hydro Power Plant	Hydro Power Plant	Lai Chau Province

#	案件名 Project Name	セクター Sector	立地 Location
122	Ngoi Phat Hydro Power Plant	Hydro Power Plant	Lao Cai Province
123	Yen Son Hydro Power Plant	Hydro Power Plant	Tuyen Quang Province
124	Kuong No Hydro Power Plant	Hydro Power Plant	Kuong No District
125	Quang Tri Hydro Power Plant	Hydro Power Plant	Quang Tri Province
126	Hoi Xuan Hydro Power Plant	Hydro Power Plant	Thanh Hoa Province
127	Ba Thuoc 1 Hydro Power Plant	Hydro Power Plant	Thanh Hoa Province
128	Sre Pok 4A Hydro Power Plant	Hydro Power Plant	Dak Lak Province
129	Dakrinh Hydro Power Plant	Hydro Power Plant	Kon Tum Province
130	Thuong Kon Tum Hydro Power Plant	Hydro Power Plant	Kon Tum Province
131	Dong Nai 2 Hydro Power Plant	Hydro Power Plant	Dong Nai Province
132	Phu Tan2 Hydro Power Plant	Hydro Power Plant	Dong Nai Province
133	Dong Nai 5 Hydro Power Plant	Hydro Power Plant	Lam Dong Province
134	Dong Nai 6 Hydro Power Plant	Hydro Power Plant	Lam Dong Province
135	Da Nhim Hydro Power Plant	Hydro Power Plant	Lam Dong Province
136	Da Mi Hydro Power Plant	Hydro Power Plant	Lam Dong Province
137	Ham Thuan Hydro Power Plant	Hydro Power Plant	Lam Dong Province
138	Ninh Son Pumped Storage Power Plant	Pumped Storage Power Plant	Ninh Thuan Province Lam Dong Province
139	Don Duong Pumped Storage Power Plant	Pumped Storage Power Plant	Lam Dong Province
140	Rice Huck Biomass Power Plant	Biomass Power Plant	Can Tho City
141	Phuong Mai 1 Wind Power Plant	Wind Power Plant	Binh Dinh Province
142	Phuong Mai 2 Wind Power Plant	Wind Power Plant	Binh Dinh Province
143	Quang Tri Wind Power Plant	Wind Power Plant	Quan Tri Province
144	Greta Wind Power Plant	Wind Power Plant	Ninh Thuan Province
145	An Vien Wind Power Plant	Wind Power Plant	Ninh Thuan Province
146	Huong Dien Wind Power Plant	Wind Power Plant	Ninh Thuan Province
147	Ninh Thuan Wind Power Plant	Wind Power Plant	Ninh Thuan Province
148	Binh Thuan Wind Power Plant Phase 2	Wind Power Plant	Binh Thuan Province
149	Hoa Thang Wind Power Plant	Wind Power Plant	Binh Thuan Province
150	Tien Thanh Wind Power Plant	Wind Power Plant	Binh Thuan Province
151	Phuoc The Wind Power Plant	Wind Power Plant	Binh Thuan Province
152	Binh Thuan - Sai Gon Wind Power Plant	Wind Power Plant	Binh Thuan Province
153	Thuan Nhien Phong Wind Power Plant	Wind Power Plant	Binh Thuan Province
154	Phu Lac Wind Power Plant	Wind Power Plant	Binh Thuan Province
155	Vinh Hao Wind Power Plant	Wind Power Plant	Binh Thuan Province
156	Tien Thanh Wind Power Plant	Wind Power Plant	Ben Tre Province
157	Duyen Hai Wind Power Plant	Wind Power Plant	Tra Vinh Province
158	Dai An Industrial Park Rental Factory	Industrial Park	Hai Duong Province
159	Nhon Trach 3 Industrial Park Rental Factory	Industrial Park	Dong Nai Province
160	(非公表)	Hospital	HCMC

Vietnam Infrastructure Financing Fund

Selection of Fund Manager

Request for Proposal (Draft)

ファンドマネージャー公募手続書類案

XXXX, 2013

Japan International Cooperation Agency

XXX

XXX

Table of Contents

1. Introduction.....	2
2. Purpose	2
3. Service to Be Provided	3
4. Minimum Qualifications.....	4
5. Proposal Requirements	5
6. Submission of Proposal	7
7. Evaluation Process.....	10
8. Other Provisions	12
9. Forms	13

1. Introduction

Currently, Vietnam needs to improve domestic infrastructure based on the PPP method to maintain its growth. In this regard, the Japan International Cooperation Agency (JICA) plans to establish a funding mechanism (Infrastructure Financing Fund; hereinafter referred to as the IFF) to promote capital inflow from domestic and overseas private sectors.

JICA has conducted studies on IFF establishment and identified potential infrastructure development projects for IFF application, fund manager selection criteria, fundamental structural elements of the fund, and potential investors to provide money to the IFF.

JICA, xxx (xxx), and xxx (xxx) (hereinafter referred to as the ANCHOR INVESTORS) agreed to consolidate their resources to establish an IFF dedicated to financing domestic infrastructure development projects in Vietnam. The ANCHOR INVESTORS expect to invest significant amounts (JICA: USD xx million, xxx: USD xx million, and xxx: USD xx million) to the IFF. The IFF is expected to be the size of USD 100 million at the first close.

It is expected that the development of infrastructures in Vietnam will create better conditions for the business activities of companies that are considering entering into Vietnam, which in turn will promote the entry of private companies and contribute to increased business opportunities for these companies.

2. Purpose

The ANCHOR INVESTORS shall, through the issuance of this Request for Proposal (RFP), select a fund manager (hereinafter referred to as the MANAGER) who has a proven ability and operational expertise in the infrastructure business.

The MANAGER will be given a mandate to manage the IFF in accordance with the rules, terms, and conditions specified herein. The said mandate may be increased subject to the availability of domestic projects and the performance of the investment portfolio.

Proposers shall submit application forms and related materials following the conditions defined by this RFP.

3. Service to Be Provided

The services to be provided by the MANAGER include the evaluation, acquisition, management, and disposal of infrastructure projects in accordance with a Fund Management Agreement (FMA).

The MANAGER is expected to obtain a target net IRR of approximately 12% (USD basis) and approximately 20% (VND basis) from the IFF.

The MANAGER shall propose and implement a fund management structure that is both operationally efficient and tax efficient for the ANCHOR INVESTORS and other investors based on the Summary of Terms of Infrastructure Financing Fund (Attachment 1).

The MANAGER shall provide monthly and quarterly reports to the ANCHOR INVESTORS and other investors regarding the financial and operational status of the investments made by the IFF.

The MANAGER shall be required to have in-person meetings, at least semi-annually, with representatives of the ANCHOR INVESTORS.

The MANAGER shall attend Board and/or Committee meetings and will make appropriate presentations regarding the IFF and its performance, as requested by the ANCHOR INVESTORS.

The MANAGER shall complement the rest portion of the IFF capital beyond the capital portion of the ANCHOR INVESTORS with capital sources of private/public sector investors .

The MANAGER shall be required to invest a certain amount of capital sources to the IFF and declare its commitment when submitting the application to this RFP.

The MANAGER shall comply with environmental/social standards designated by ANCHOR INVESTORS when the MANAGER invests in any infrastructure projects.

4. Minimum Qualifications

To be considered in the selection process, the Proposer must meet all of the following minimum qualifications to the ANCHOR INVESTORS' satisfaction. Failure to satisfy any of the minimum qualifications will result in the immediate rejection of the proposal.

The Proposer must certify that as of xxxx 2013:

- i. The Proposer has invested in infrastructure development projects or infrastructure development companies directly.
- ii. The Proposer has an office (full branch/representative office/sales office, etc.) located in Vietnam or is willing to set up an office in Vietnam within the next six (6) months from the time of engagement to service IFF investment concerns and related issues.
- iii. The Proposer is duly registered and authorized by the appropriate regulatory agency of its country to perform the functions of a fund manager.
- iv. The Proposer shows clear expectations to raise capital from private/public sector investors besides the ANCHOR INVESTORS with commitment letters from these investors.
- v. The Proposer has the intention to inject its own capital into the IFF when it is finally selected as the MANAGER.

5. Proposal Requirements

Proposals must describe the Proposer's qualification and expertise in the format outlined in this RFP. A proposal will not be considered complete unless it contains all of the items described below.

- i. Cover Letter: A cover letter, which will be considered an integral part of the proposal, must be signed by an individual who is authorized to bind the Proposer contractually. The cover letter must state that the individual is so authorized and must identify the title or position that the individual holds in the Proposer's firm. An unsigned cover letter shall cause the proposal to be rejected. The cover letter must contain all of the following:
 - a) A statement expressing the Proposer's willingness to perform the services as described in this RFP.
 - b) A statement expressing the Proposer's willingness to inject its capital into the IFF when it is finally selected as the MANAGER.
 - c) A statement expressing the availability of staff and other required resources for performing all services and providing all deliverables as described in this RFP.
 - d) A brief description of the investment strategy that the MANAGER intends to implement for the IFF.
- ii. Project Investment Experience: The Proposer must complete the Project Investment Experience sheet (Form 1), describing its exited and ongoing investment experiences of infrastructure projects. The Proposer shall additionally describe potential infrastructure projects, if any.
- iii. Manpower: The Proposer must complete the Manpower sheet (Form 2), describing its investment team member profiles.
- iv. Fund Management Experience: The Proposer must complete the Fund Management Experience sheet (Form 3), describing its exited and ongoing fund management experiences.
- v. Commitment to the IFF: The Proposer must complete the Commitment to the IFF sheet (Form 4), describing names of potential investors (including the Proposer itself) which show intentions to provide capital sources to the IFF. The Proposer must attach a copy of commitment letters from these potential investors (including the Proposer itself).

- vi. General Information: The Proposer must complete the General Information sheet (Form 5), describing its company information and contact information.
- vii. Project Investment Plan: The Proposer **who is nominated to the second evaluation** must complete the Project Investment Plan sheet (Form 6), describing its potential projects for investment.
- viii. Financial Model: The Proposer **who is nominated to the second evaluation** must complete the Financial Model sheet (Form 7). The financial model should show:
 - a) Timing and quantum of management fee components defined in the Summary of Terms of Infrastructure Financing Fund (Attachment 1).
 - b) Timing, form, and quantum of infrastructure project cash-flows including:
 - ✓ Drawdowns during construction period; and
 - ✓ Repayment profile during operational period.
 - c) Timing, form, and quantum of the cash-flows of ANCHOR INVESTORS / other investors, including drawdown and repayment profiles.
 - d) The cash-flow waterfall reflecting the ranking of payments by the IFF to its investors and the MANAGER.
 - e) The investor IRR (net and gross of management fees, etc.) both at the infrastructure project and the IFF level.

6. Submission of Proposal

The Proposer must submit four (4) hard copies of the proposal documents, which include the Cover Letter, Form 1-5, and commitment letters issued by potential investors and the Proposer itself.

The proposal documents at the first evaluation must be bound and organized in the following order to facilitate review by evaluators:

- i. Cover Letter
- ii. Project Investment Experience (Form 1)
- iii. Manpower (Form 2)
- iv. Fund Management Experience (Form 3)
- v. Commitment to the IFF (Form 4)
- vi. General Information (form 5)
- vii. Commitment Letters issued by potential investors and the Proposer itself

In addition to the four (4) hard copies of the proposal documents, the Proposer must submit one (1) CD or USB stick containing a softcopy of all proposal documents, including image files of the signed cover letter and commitment letters.

The proposal documents must be written in the English language.

The proposal package must be contained in a sealed envelope clearly marked as “RESPONSE TO REQUEST FOR PROPOSAL ON INFRASTRUCTURE FINANCING FUND”. Failure to clearly mark the proposal package may result in the rejection of the proposal. The ANCHOR INVESTORS are not responsible for receipt of any proposal which is not properly labeled and accepts no responsibility for lost and/or late delivery of proposals.

The proposal package must be addressed to:

Mr./Ms. xxxxxx

Vietnam Office

Japan International Cooperation Agency (JICA)

16th Floor, Daeha Business Center 360 Kim Ma Street, Ba Dinh District, Hanoi, Vietnam

Email: xxx.xxx@jica.go.jp

TEL: +84-4-3831-5005~8

The proposal package must be received by JICA no later than xxx 2013, 6:00 p.m. (Japan time). All proposal packages will be date- and time-stamped upon receipt by JICA. Proposals received after the above mentioned deadline will be rejected.

The ANCHOR INVESTORS will use their best efforts to adhere to the time schedule indicated below. However, the ANCHOR INVESTORS reserve the right to amend the time schedule, as they deem necessary.

Time Schedule (Tentative)

Event	Expected Date
Sending of RFP to prospective proposers	xxx 2013
Final date for proposal submission	xxx+20days 2013
Notice of primary evaluation result	xxx+30days 2013
Interview	xxx+60days 2013
Notice of second evaluation result	xxx+70days 2013
Formal contract signing	xxx+100days 2013 (tentative)
First fund close	TBD

At any time before the final submission date, the ANCHOR INVESTORS may, for any reason whatsoever, whether on their own initiative or in response to a clarification requested by a Proposer, amend the RFP by issuing a bulletin, which shall be posted at www.jica.go.jp, the official website of JICA, and/or sent to the Proposers by facsimile or email. To ensure that all Proposers are informed of any amendments to the RFP, the Proposers should make sure that they are properly registered with JICA as such so that any bulletin may be promptly sent to them.

All questions or clarifications that the Proposers may have regarding the information presented in this RFP must be received by JICA in writing via e-mail at xxx.xxx@jica.go.jp no later than xxx 2013, 6:00 p.m. (Japan time). JICA will answer all questions received by this date in writing without divulging the source of the query. Copies of all questions and corresponding ANCHOR INVESTORS' responses will be sent to all RFP recipients and will also be available at the JICA's official website at www.jica.go.jp.

Proposals submitted must be for the performance of all services described herein. Any deviation from the work specifications in this RFP will not be considered and will cause a proposal to be rejected.

Upon submission, all proposals shall become the property of the ANCHOR INVESTORS and are subject to public inspection. Proposals that contain proprietary information should have a statement to that effect (please put the label "Proprietary Information" in the upper right hand corner of any pages so designated). The ANCHOR INVESTORS will use reasonable efforts to exempt such pages or items from public disclosure except to the extent provided in any resulting contract or the extent required by law or constitutional documents. The ANCHOR INVESTORS make no representations or warranties that such efforts will be successful. Please note that the entire proposal cannot be considered proprietary. Proposal packages may not be returned.

The ANCHOR INVESTORS reserve the right to reject any or all proposals and to annul the competitive proposal process prior to the award of the contract, without thereby incurring any liability to the affected Proposer/s or any obligation to inform the affected Proposer/s of the grounds for the ANCHOR INVESTORS' action.

A proposal may be rejected if it is conditional or incomplete, deemed non-responsive, or contains any alterations in form or other irregularities of any kind. The ANCHOR INVESTORS may reject any or all proposals and may waive any immaterial deviation in a proposal. The ANCHOR INVESTORS' waiver of immaterial deviation shall in no way modify the RFP document or excuse the Proposer from full compliance with all requirements if the Proposer is awarded the contract.

The costs for the development and submission of proposals to the ANCHOR INVESTORS of the same are entirely the responsibility of the Proposer and shall not be charged to the ANCHOR INVESTORS.

7. Evaluation Process

Primary Evaluation of Proposal

Submitted proposals will undergo an evaluation process conducted by the joint evaluation working group of the ANCHOR INVESTORS. The working group will independently evaluate and score the proposals based on the evaluation criteria below.

(Second Evaluation) Final Interview/Presentation

The top three (3) Proposers in terms of the cumulative score obtained from the primary evaluation of the proposal will be invited for an interview and oral presentation to the joint working group of the ANCHOR INVESTORS.

At the discretion of the ANCHOR INVESTORS, the interview may take place in Japan or at the offices of the Proposers. In addition, the ANCHOR INVESTORS, in their discretion, may send representatives to perform ocular inspection of the offices and operations of the Proposers.

The second evaluation score will be evaluated independently from the primary evaluation score.

Additional interviews may be required by the corresponding boards/committees of the ANCHOR INVESTORS as they deem necessary.

Evaluation Criteria and Maximum Score

Criteria	Maximum Score	
	Primary Evaluation	Second Evaluation
<p>Infrastructure project investment capability</p> <p>The Proposer has:</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Capability of investment in the Vietnamese market ✓ Capability of investment in IFF's main target sector (transport, water/sewage, energy) and sub-sector (industrial park and hospital) ✓ Capability of project investment (not investment in listed company's equity) ✓ Better average IRR of past investments in the infrastructure sector in Vietnam ✓ Well matured investment team ✓ Profitable investment pipelines (second evaluation only) 	10	10

Fund management and administrative capability The Proposer has: ✓ Well-established qualities and readiness for establishing fund management functions ✓ Capability in co-working with the Vietnamese government and other donor investors ✓ Capability in reporting investment results and outlooks to the domestic/international investors ✓ Reliable and realistic financial model (second evaluation only)	10	10
Capital procurement capability The Proposer has: ✓ Capability in managing large-sized funds ✓ Capability in reaching to the various investors ✓ Capability in complementing the rest portion of the IFF volume with other investors' capital sources	10	10
Proposer's commitment to the IFF The Proposer shows clear intention to provide capital sources to the IFF.	10	10
Chemistry with ANCHOR INVESTORS The Proposer has: ✓ Capability in responding to the interview ✓ Good working atmosphere amongst its leaders and team members ✓ Members as business partners	-	10
Total	40	50

[Any score of zero (0) for a criterion will automatically result in a total score of zero (0).]

Notice of Award

The Proposer scoring the highest total score will be awarded the contract at the ANCHOR INVESTORS' discretion.

If a contract is awarded, the contract will be made to the Proposer having the highest evaluation score, subject to final negotiations and after satisfaction of all requirements.

If at any time during or at the conclusion of this RFP process, the ANCHOR INVESTORS determine that, in their opinion, the results of this process are unsatisfactory, the ANCHOR INVESTORS reserve the right to discontinue this process and decline to award a contract.

If the ANCHOR INVESTORS are unable to execute an agreement with the apparent successful Proposer, the ANCHOR INVESTORS reserve the right to award the agreement to the next highest scoring responsive Proposer.

All Proposers will be notified of the outcome of the ANCHOR INVESTORS' evaluation.

8. Other Provisions

Terms of the IFF, including fees and expenses, are defined in the Summary of Terms of Infrastructure Financing Fund (Attachment 1). The summary of terms, including fees and expenses, is negotiable between the selected MANAGER and ANCHOR INVESTORS.

The contract between the selected MANAGER and investors will be executed through a fund management agreement.

News releases pertaining to the award resulting from this RFP shall not be made without prior written approval from the ANCHOR INVESTORS

Financial Model (Form 7)

Financial Model

Form 7

(Any Format)

独立行政法人国際協力機構調査
ベトナム PPP インフラ事業への資金メカニズム具体化に係る調査
ファイナル・レポート

発行日 平成 25 年 1 月
編集 アクセンチュア株式会社
〒107-8672 東京都港区赤坂 1-11-44 赤坂インターシティ
電話：03-3588-3000（代表）
