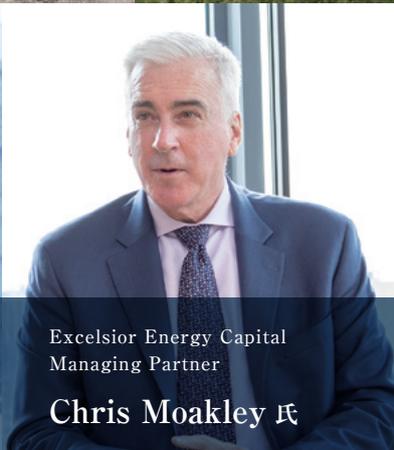




写真提供:EXELSIOR ENERGY CAPITAL

Excelsior Energy Capital  
Partner

Alex Ellis 氏

Excelsior Energy Capital  
Managing Partner

Chris Moakley 氏

株式会社日本政策投資銀行  
ストラクチャードファイナンス部 担当部長

北村 毅生

株式会社日本政策投資銀行  
ストラクチャードファイナンス部 次長

梶 俊輔

日本政策投資銀行  
Development Bank of JapanSCENES  
OF  
SOLUTION

## 北米再生可能エネルギーファンド 「エクセルシオール」初号・2号 出資への道筋を追う

今や世界中で注目を集める再生可能エネルギー市場であるが、特に北米は他国に先行しているといわれている。既に再生可能エネルギーの発電コストは補助金なしで商業ベースの採算確保ができるまでに低下。特に太陽光導入に関しては、連邦、州政府レベルでの再生可能エネルギー導入目標も相まって、継続的な増加見通しが立っている。またバイデン政権における政策目標の一つとして掲げられたInflation Reduction Act(インフレ抑制法、以下IRA)の成立により、再生可能エネルギーの分野に合計267ビリオンドル(約38.7兆円)の導入支援予算が措置された。このような状況の中、昨年12月、(株)日本政策投資銀行(以下DBJ)との共同会社により2号ファンドを立ち上げたExcelsior Energy Capital(以下EEC)。コロナ禍で難航した、再生可能エネルギーに特化した初号ファンドのファイナルクローズを達成させたことで投資家に注目され、次なる2号ファンドも未来への期待が高まるファンドとして熱い視線が送られている。

※当記事は2023年4月12日に取材し構成したものです。

## Chapter

## 1

北米再生可能エネルギーファンド  
への足がかり

DBJは、近年注目が高まっている再生可能エネルギーに関し、2012年の本邦FIT法施行、2016年発効のパリ協定に先駆け、欧州の洋上風力プロジェクトにエクイティ投資を行い再生市場に本格参入していた。さらに北米でも同様に再生エネへの投資機会を模索していたところ、2016年、再生ファンドの構想を持つExcelsior Energy Capitalのメンバーと出会うことになる。

一方、当時現EECの共同創業者である4人のメンバー（Chris Moakley氏、Alex Ellis氏、Anne Marie Denmann氏、Ryan Fegeley氏）は、共に旧TerraForm Power Inc.（以下テラフォーム）よりスピンアウトし、再生可能エネルギー資産を投資対象とするファンド運営会社の設立を模索していた。DBJがEECをパートナーとして選択したポイントには「テラフォームでの4名の実績にある」と語る疊氏。Chris Moakley氏（以下クリス氏）はM&Aおよび再生可能エネルギー業界で25年以上の経験を有し、「広範なネットワークのもと、過去にカバーした取引規模は合計で20ビリオンドルにもなる。他の3名も13〜15年以上の経験を持ち、数々のプロジェクトファイナンス、再生可能エネルギー案件を手掛け、多額の取引を達成している。ではEECがDBJをパートナーとしたポイントは何か。現EECマネージングパートナーのクリス氏は「決定的な理由は幾つかありますが、第一は再生可能エネルギー

ギーの分野においてDBJが深い経験と知識を有していたということ。投資実績のみならずアセットクラスに対しても深い知識を持つている印象を持ちました。第二に今後アメリカ市場に投資し再生可能エネルギーに参入する意向を持っていたことです。その後両社間でパートナーシップが可能か模索した際、両社の価値観や原則に関して共通点が多く信頼関係が構築できるという結論に至りました」と言う。お互いにシンパシーを感じたとする両社であるが「出会いは一枚の名刺から始まった」と疊氏が言う。

DBJは北米の再生可能エネルギー市場が今後成長するという期待感を、オバマ大統領政権であった2009年頃から考えていた。当初プロジェクトファイナンス等の融資分野で参入を検討したが、その取り組みではマージンが低下してしまうことに気づく。そのため2014年頃エクイティ投資戦略に切り替えたがなかなか成功しない。そして「我々には北米でのパートナーが必要」だという結論に達する。そのような状況の中、ある別件のプロジェクトを進めていた疊氏は旧テラフォームの親会社であるSunEdisonとコンタクトを取る機会に恵まれた。

疊氏は続ける。「DBJが北米再生可能エネルギーアセットへの投資機会を模索しているという話をしたところ、SunEdisonの担当者から、一枚の名刺を渡されたのです。そんなにアセット投資に関心があるならテラフォームを訪ねてみたいといと。早速電話を掛けクリス氏とお会いすることになり、テラフォームから資産を取得できないか打診をしました。それがクリス氏を含めた4人のパートナー達との出会いです」。

2016年3月に出会い、他のパートナーも含め協働に関する様々なアイデアが検討された。1年以上の時間をかけた議論を通し、2017年、遂にクリス氏率いるEECとDBJは再生可能エネルギーファンドの運営とファンド立ち上げにかかる共同会社の立ち上げを行うという結論で合意に至り、パートナーシップを確立することとなる。時間をかけた議論の中難しい局面はいくつもあったと両社が振り返る。

「我々DBJにとつて最も難しかったのは、トラックレコードの無い初号ファンドの投資家になる必要があったということです。EECが新たに立ち上げるファンドへの投資可否を判断するために、EECが旧テラフォーム時代に投資してきたアセットのパフォーマンスを確かさせて頂く必要がありましたし、投資を行う上での日照量／風況予測の適用方法、各種機器の劣化率や耐用年数等、各種前提条件の考え方も議論しました。また北米再生エネ資産が投資対象資産としてファンドのLP投



## Chapter 2 有力なパートナーとの邂逅

2012年、クリス氏とRyan Feagley氏（以下ライアン氏）は、最終的にテラフォームとして

資家候補からどのような評価を頂けるかも未知数だったので多くの投資家候補の方々と意見交換をさせて頂きました」と髷氏。

それに対してクリス氏はこのように語る。「我々はデイスカッションにおいて3つのキーワードを共有しなければならぬと考えていました。『Diligence』『Patience』『Trust』です。Diligence（お互いの精査）は、ECCもDBJもお互いのことを精査し、良く分かり合わなければならぬということです。お互いを良く知り共同でどの様な価値を生み出すことができるかを見極めなければなりません。次に、Patience。時間がかかるプロセスにはやり遂げると強い信念と共に忍耐強くあることが必要です。パートナーシップ構築には1年以上かかりましたが、DBJの忍耐強い対応を高く評価しています。急いではならず、お互いにコミットできるまで深く知ることがパートナーシップ構築には重要です。3つ目がTrust（信頼関係）です。詳細を詰めても最後はお互い信じられるか否かです。我々は強固な信頼関係を構築できたことで既に7年間も良い関係を継続しています。当社はDBJに全幅の信頼を寄せています」。



2014年にIPOを遂げる会社の立ち上げを行った。テラフォームにおいて、クリス氏は北米投資チーム責任者として、Anne Marie Demnan氏（以下アンヌ・マリー氏）、ライアン氏、Alex Ellis氏（以下アレックス氏）は資産買取チームの経営陣として活躍しており、在職中に2.5GW相当の稼働済み太陽光・風力発電資産を買収してきた。

親会社であるSunEdisonの清算に伴い、2017年に旧テラフォームはカナダのBrookfield（以下ブルックフィールド）に資本売却を行うことになる。クリス氏は現在のパートナーのアンヌ・マリー氏、ライアン氏、アレックス氏とともに、その売却プロセスを牽引、非常に複雑な売却プロセスを完了させ、同社の現在、将来における株式価値の最大化を図った。ブルックフィールドからはトップマネジメントとして同社に残ることを要請されたが辞退、ECCを立ち上げることを選択した。当時のECC設立の経緯を共同創業者の一人であるアレックス氏はこう語る。

「メンバー4人共に再生可能エネルギーの投資に関する実績を既に持っていることが共同創業

の大きなポイントでした。2017年の立ち上げ当時は、北米の再生可能エネルギー分野の中でもミドルマーケット（※中小規模の再生エネルギー資産を指す）に投資をするファンドという考え方でした。まだこの分野は十分な取り組みが行われておらずサービスも提供されていないことに着目したのです。質

が高く規模の小さいアセットへの複数の投資をまとめていくというもので、当時はそのようなアセットへの投資を行うプラットフォームもなく、投資家も不在という状況でした。かつ北米再生可能エネルギー業界全体の勢力図が変わりつつある時期でもありました。従来の電源と再生可能エネルギーが補助金なしでも十分に競争できるようになる転換点だったと思います。それがこのアプローチで投資することを決定付けました」。

もちろん課題はあったと言う。最大の課題は設立当初に見舞われたコロナ禍である。資金募集をしなければならぬ時期に、メンバーとは対面のミーティングができず投資家とも直接会うことが叶わない。クリス氏は当時を振り返りこう語る。「コロナ禍により資金募集が想定したよりも長期化したことが大きな痛手でした。具体的には当初予定した1年が3年以上掛かりました。それでもDBJというパートナーのおかげで504ミリオンドルの資金調達ができました」。

アレックス氏も「DBJが1号ファンドのアンカー投資家であることから、日本の投資家のみならず日系以外の投資家にも安心して検討頂けたのは

## Chapter

## 3

初号ファンド資金調達への  
難航と成功

大きい。最初の投資家2〜3社は日系の会社でしたが、そこから徐々に非日系の投資家も続くようになる。これが当初の課題とその克服の流れでした」と言う。

2017年、ECCとDBJの共同会社が設立され、DBJは立ち上げにかかるシードキャピタルを提供すると同時に初号ファンドに対しての出資を決定。当ファンドによる再生可能エネルギー事業への出資を通じて、北米における最新の業界動向や新分野における知見を獲得し、エネルギー産業の発展かつ脱炭素社会に貢献したいとの思いで奔走することになる。では初号ファンドとはどういうものなのか、その特徴をクリス氏に聞いた。

「第一の特徴は再生可能エネルギーだけに特化した投資ファンドであるということでした。当時、再生可能エネルギー資産は大きなインフラファンドのポートフォリオの一つとして少しずつ組み入れられていることはありましたが、再生可能エネルギーに特化したファンドは非常に珍しかったのです。そのため競争を回避する形でミドルマーケットにアクセスすることができプロジェクトも大きなリターンを期待できました。第二の特徴は、アセットの種類について、太陽光、風力のみで、企業に対する投資ではなくハードアセットのみを取得するビジネスだ

ということでした。現在、当ファンドでは北米12州において太陽光、風力並びに蓄電池の発電設備を保有しています」。

2020年目標金額504ミリオンドルを獲得し初号ファンドは見事ファイナルクローズを達成するが、決して順風満帆の道ではなかった。資金調達・資金募集の難しさは前述したが、初号ファンドへの投資は見込み投資家にとっても判断が難しい。ファンドの持つ魅力を伝えるためには、数々のアセットを精査のうえ投資を行いリターンを上げる投資チーム自体にどれだけ魅力があるかに掛かっている。DBJが、アンカー投資家であり共同会社のパートナーであるということも魅力的材料の一つになったという。

DBJ側にも難題があった。サポートを継続するか否かの議論である。北村氏は「2年を経た段階で東京サイドでの議論が始まりました。資金調達は成功する見通しなのか、ECCとLP投資家候補とのコミュニケーションは本当に順調に進んでいるのかという問題です。東京の本社にいる人間がサポートを継続するか否かを正しく判断するためには、投資家からの資金調達が順調に進んでいることを確認する必要があります。またサポート継続の是非について、対投資家の観点で我々DBJがアンカー投資家として存在していることの意味や影響も考慮する必要があります。また、我々DBJにとつての再生可能エネルギー分野の重要性や今後の成長期待についても改めて評価することが求められました。DBJにとつて新しい領域の取り組みであるだけに、これらは非常に難しい判断でした」と語る。

## Chapter

## 4

新たな分野への投資資産を  
見据えた2号ファンド

初号ファンドの成功を経て2022年12月ECCとDBJは2号ファンドを立ち上げた。DBJは再生可能投資アセットの拡大、新分野の知見獲得等を目的として、この2号ファンドに対しても出資を決定。2号ファンドもECCとの二人三脚で成功を目指す。では2号ファンドとはどのようなものか。アレックス氏はこう説明する。

「マーケットの変化に伴い戦略も変化させる必要がありませんが、2号ファンドで変化させる部分については2つです。1つはエネルギー関連分野のポートフォリオに対しては厳選して投資を行うこと。今までの太陽光、風力、蓄電池以外の関連分野となるエネルギー関連プロジェクトへの投資を行います。もう1つは開発中のプロジェクトへの投資を行うこと。小さな規模の開発会社や開発中アセット等に対しては厳選して投資していくことです。つまり、これまでは建設や運転が始まっている案件に投資してきましたが、ECCの専門性を活かしてそれよりも前の開発段階の案件も投資対象として検討していくこととなります。ファンドの資金調達については、目標は最低750ミリオンドル、最大で1.25ビリオンドルです。3月中旬に既に500ミリオンドルを調達しており、初号ファンドで3年間かかった金額を2号ファンドでは5か月で達成しています」。

理由の一つとして今回サポートするDBJ証券の貢献も大きいという。潜在的投資家等の紹介による

投資や新しい投資パートナーも参画し始めている。一方DBJ側からは2号ファンドをどのように捉えているのか。北村氏に聞いた。「DBJは引き続き2号ファンドにもアンカー投資家として参加し、初号ファンドから増額も行っていきます。2号ファンドについて少し違った切り口で説明しますと、大きな特徴は投資対象の選定基準がより柔軟になっているということです。これにより今後の市場変化に対して柔軟に対応できるようになっています。2号ファンドの投資期間は4年間ですが、その間に新しい技術への投資機会が立ち上がる可能性は十分に存在し、マーケットは変わっていくと思われれます。例えば、水素やCCS(回収したCO<sub>2</sub>の貯留利用)においての変化が見られるのではないかと考えています。2号ファンドは、その変化にも対応できるファンドの設計となっており、新しい投資機会を迅速かつ柔軟に捉えていくことができる内容となっております」。

さらに追い風もある。米国におけるIRAの成立である。バイデン政権は2030年までに、2005年対比で温室効果ガスの排出量を50〜52%削減する目標を掲げた。またIRAが連邦議会を通過し、再生エネルギー分野については期間が10年延長されるとともに補助金も拡充された。IRAの成立により再生エネルギー導入が追加的に60%程度後押しされ、マーケットは継続的に拡大する見通しが立っている。

「IRAは確実に再生可能エネルギー産業にとって大きな追い風になると考えます。もちろん我々の投資戦略にとっても同様です。特に、現時点において既に再生可能エネルギーの発電コストが従来型の電源と同等レベルに到達していることもあり、再生可能エネルギー市場は今後さらに伸張が期待できると考えています。これは潜在的に大きな投資機会を意味しますが、一方で再生エネルギーの多くのファンドの新規参入とそれに伴う競争激化も視野

に入れなければなりません。しかしながら、我々がフォーカスしているミドルマーケットでは、先行的に開発会社との関係を構築してきていることや大手ファンドと比べ機動的な動きができる点はEECの大きな優位性になっているものと考えています」と、アレックス氏。

さらなる未来の可能性が見込まれるEEC・DBJの共同ファンドであるが、ファンドへの投資を通じて、今後日本の発展にどのように貢献していくのか。北村氏は「カーボンニュートラルは日本だけではなくグローバルな取り組みです。我々としては日本の資金がカーボンニュートラルにしっかりと活かされる流れを作ることが重要との考えの下、EECへのコミットメントを示すことで、触媒のような役割を果たしていきたいと考えています。また、カーボンニュートラルに向けた日本での投資促進に繋げていきたいと考えています。再生可能エネルギーの導入や新分野での取り組みで北米は日本より先行している部分も多い。EECが2017年にファンドを立ち上げた当初、北米には再生可能エネルギーに特化したファンドはありませんでしたが、現在は数も増え競争が激しくなるなど、プレーヤーの裾野も広がっています。EECとの協働により得られる北米市場での経験・知見は、国内でのカーボンニュートラルの取り組みに向き合うにあたって大きな財産となります」と語る。

また、EECの再生可能エネルギーでの実績を日本の投資家に紹介していきたいとも言います。米国市場は、新しい再生可能エネルギーの開発技術分野において他国に先行している。EECと共同で立ち上げたファンドによって、先行して新たな知見を得ることによって日本経済の発展に貢献する。DBJ、EEC並びに再生可能エネルギーファンドには今後ますます大きな期待が寄せられることだろう。

#### 【当ファンドの免責事項】

DBJは現在1号ファンド、2号ファンドの投資家です。

本記事は他の投資家への2号ファンドへの広告、宣伝、勧誘等を目的とするものではなく、DBJは本記事に関連しEECより直接的または間接的な報酬を受領していません。

DBJは1号ファンドおよび2号ファンドのGP会社および投資助言会社等に対して間接的に重要な持分を保有しておりますが、その持分は支配権を伴うものではありません。

