



毕马威前哨观察系列

“一带一路”项目
成功融资关键环节

kpmg.com/cn

核心提示：

- 01 综合评估融资需求和贷款条件，多渠道选择潜在融资机构
- 02 金融机构提前介入商业谈判，确保交易条款满足融资要求
- 03 积极配合金融机构完成尽职调查等工作，争取最优融资方案



案例背景

征延公司¹（买方）为中国某大型地方国有企业，涉及基础设施建设、城市投资、能源、电力、地产等多个行业领域。近年来，电力及清洁能源发电成为征延公司重点发展业务，在国内已完成资产布局并形成一定规模，但在海外运营规模仍较小，仅在某发达国家投资一个装机容量较小的光伏电站，海外运营经验较为有限。

2013年中国政府提出的“一带一路”倡议为企业在沿线国家开展投资与运营带来了历史性机遇。2015年，征延公司制定了海外业务发展策略，将“一带一路”沿线国家和地区的电力行业确定为主要投资目标。

格雷德公司（卖方）为境外某资产管理和金融服务集团旗下专注于电力投资的分支机构，在亚洲、欧洲持有众多电力资产。在“一带一路”倡议的推动下，域内国家能源基础设施投资需求出现井喷式增长。为抓住市场机遇、完善全球资源配置，格雷德公司拟引入投资人共同投资、开发和运营位于“一带一路”沿线林纳弗德国的风力发电项目。

经过初步调研，征延公司认为该项目与公司国际化战略目标高度契合，有助于加强公司在清洁能源行业的竞争力，且项目风险可控，最终征延公司决定与格雷德公司就此项目开展合作。鉴于格雷德公司已就该项目成立了项目公司，征延公司计划通过增资扩股的方式参与项目的建设及运营。

考虑到该项目投资额较大，征延公司跨国运营经验不足，而且对“一带一路”沿线金融市场缺乏了解，征延公司决定聘请毕马威服务团队为项目融资工作提供支持。

通过进一步分析，毕马威团队与征延公司明确了该项目面临的主要风险和不确定性因素：

- **电价及项目收益存在不确定性：**

根据林纳弗德电力市场信息以及权威机构对于未来电价的预测，毕马威团队认为该国电价面临下调压力；此外，有消息称政府将对现行新能源政策进行调整，通过逐步下调新能源电价补贴，最终由电价补贴机制转化为绿色证书交易机制²。目前，具体改革举措还在讨论阶段尚未出台。这些因素使得未来林纳弗德电价走势面临较大的不确定性，这会对项目收益带来较大影响；

¹ 本案例以中国企业对外投资过程中常见问题为主线，综合毕马威专业服务团队的多个案例经验创作而成，旨在从真实案例呈现的管理矛盾出发，就中国企业在“一带一路”沿线开展业务时面临的主要问题与挑战进行深入分析，提出应对策略，并与读者分享毕马威独到的专家见解和行业最佳实践。本案例中的中外企业名称和投资地国均为虚拟。

² 绿色证书交易机制：指政府对企业的可再生能源发电业务核发绿色交易证书，是政府对发电企业每兆瓦时非水可再生能源上网电量颁发的具有唯一代码标识的电子凭证。绿色交易证书可以在能源企业间买卖，价格由市场竞争决定。在国际市场上，绿色证书交易制度通常是可再生能源配额制的配套政策。

- **电力销售存在不确定性：**

虽然目前项目已获得开发许可证，但接入电网的申请还没有得到批复，关键的购电协议（PPA）也仍在谈判中；

- **竞争对手运营经验丰富：**

除征延公司外，格雷德公司还在与其他新能源电站投资商进行接洽。与征延公司相比，这几家潜在竞争对手在海外拥有多个电站资产，项目运营经验丰富；

- **对融资能力要求较高：**

在初步商谈中，格雷德公司希望由征延公司负责项目融资且要求较高，包括无追索权³、低利率、期限长、融资比例⁴高、资金快速到位等。根据毕马威团队判断，能否以具有竞争力的条件为项目争取到融资将成为格雷德公司选择合作伙伴的决定性因素之一；

- **卖方希望保留对项目的长期控制权，这给中国金融机构贷款审核带来不确定性：**

格雷德公司希望征延公司和项目引入的其他战略投资人同意在股权收购协议（SPA）中设置优先购买权⁵等条款，以实现在未来通过重组或回购等方式对项目进行控股的目标。在这样的情况下，项目控股权有可能发生变化，这将在一定程度上影响中国金融机构的贷款审核决定。

³ 无追索权的项目融资：是指以特定项目作为融资对象，以项目未来收益作为还款来源，以项目公司股权、项目相关资产、收益权等的抵押或质押作为担保方式，贷款的还本付息完全依靠项目的经营效益。如果该项目由于种种原因未能建成或经营失败，其资产或收益不足以清偿全部贷款时，贷款银行无权向该项目的借款人或其股东追索。

⁴ 融资比例：债权融资金额占项目总投资比例。

⁵ 优先购买权：又称先买权，是指特定人依照法律规定或合同约定，在出卖人向第三人出售标的物时，享有在同等条件下优先于第三人购买的权利。

综合评估融资需求和贷款条件， 多渠道选择潜在融资机构

此前征延公司开展过的唯一一个海外项目投入较小，资金来源全部为自有资金，因此公司海外项目融资经验不足，仅在香港某银行申请过以港币计价的流动资金贷款。因此，征延公司对于林纳弗德风电项目可选择的融资渠道并不是很了解。然而，多渠道了解并比较各融资机构的贷款条件，可以为制定最优融资方案、降低融资成本打下良好的基础。

在毕马威团队进驻前，由于不熟悉林纳弗德融资市场情况，征延公司还没有与可能提供贷款的境外商业银行进行过接触；虽然曾与中资银行有过联系，但并未深入了解境外融资成本、贷款条件、审批要求、尽职调查及审批周期等情况；此外，由于对主权基金股权融资运作并不了解，征延公司并没有考虑过这一融资渠道。

为初步确定潜在融资机构，在毕马威团队协助下，征延公司主要开展了三方面的工作：准备融资文件、与各类金融机构建立初步联系、分析比较融资方案。

• 准备融资文件

全套中英文项目融资文件主要包括：项目背景情况介绍、项目进展及证照获取情况、公司基本情况介绍（包括经营范围、财务状况、电站运营资质及经验等）、合作方格雷德公司背景及财务经营情况介绍、项目计划时间表、项目经济可行性分析、商务谈判进度计划、SPA和PPA等主要协议文本等。

• 与金融机构建立初步联系

借助毕马威海外业务网络优势，征延公司与多家林纳弗德当地及境外银行建立了初步联系并进行项目推介。此外，毕马威团队还带领客户拜访了中国政策性银行及大型商业银行的国别及行业负责部门、在该地区开展投资业务的中方主权投资基金以及中国出口信用保险公司（中信保）等金融机构，与业务负责人面对面沟通项目情况，了解金融机构贷款条件及其对项目的整体要求。

• 比较融资方案、初步确定融资方

在收集了多家金融机构提供的融资意向函及意向性条件清单后，毕马威协助征延公司综合分析了各金融机构的利率、期限、担保和保险要求等贷款条件以及资金到位情况等因素，根据毕马威估值团队搭建的财务模型，就不同融资条件对项目收益带来的影响进行了初步分析与测算。

经综合比较，各金融机构的基本贷款条件对比如下：

	融资条件	优势	劣势
当地某商业银行	成本较低，期限长，要求“内保外贷” ⁶ ，项目公司股权质押，项目收益权质押等	了解当地电力市场及未来行业政策走向	要求“内保外贷”，融资性保函费用将使融资成本上升
某中国政策性银行	成本较低，期限长，要求投保中信保，项目公司股权质押，项目收益权质押等，股东担保	沟通便利，充分认可征延公司国企背景	尽职调查及评审流程耗时较长
某中国商业银行	成本较高、期限较短、要求投保中信保，项目公司股权质押，项目收益权质押等，股东担保	沟通便利，充分认可征延公司国企背景	贷款成本较高
某中国主权投资基金	作为财务投资人，投资期限一般不超过五年，要求优先级受益，退出时要求其他股东回购股权	满足格雷德公司引入战略投资人的需求	需支付较高的优先级收益
在香港发行外币公司债券	成本低，期限短	相对于项目融资，发债资金流向限制相对较小，可用于并购类融资，放大杠杆效应	发债时间点存在不确定性；债权发行期限明显短于项目融资期限，易出现期限错配情况

最终，在综合考虑了项目融资需求和金融机构贷款条件后，毕马威团队协助征延公司初步选定了某中方政策性银行、某中方大型国有商业银行和林纳弗德国某商业银行作为潜在债权融资机构，某主权投资基金作为潜在股权投资人参与项目融资。

⁶ 内保外贷：指境内银行通过开立融资保函或备用信用证的形式，为境内企业在境外注册的附属企业或参股投资的企业提供担保，由境外银行向境外投资企业发放相应贷款。

金融机构提前介入商业谈判，确保交易条款满足融资要求

在海外项目融资过程中，很多中国企业不了解不同国家、不同背景的金融机构，对于不同类型项目的交易结构与交易条款有不同的要求。如果金融机构能够提前介入商业谈判，对交易条件进行全面审查，就可以有效避免项目的商业条款、合作模式、执行方案等存在金融机构无法接受的问题或风险，从而为金融机构按照融资时间表要求完成项目尽职调查工作、发放项目资金创造条件。

在本案例交易磋商过程中，征延公司初步选定的融资机构就股权架构、PPA、关键运营条件和政府审批等事项充分发表了意见。毕马威团队从买方、卖方、金融机构等利益相关者角度出发，积极开展交易结构设计、交易文件准备、商业谈判支持等工作，在确保项目融资可行性的前提下，实现了多方利益最大化。



交易结构设计

根据初步沟通结果，征延公司将收购项目51%的股权，格雷德公司与其他财务投资人共同持有49%的股权。然而，由于格雷德公司看好林纳弗德电力市场未来发展，希望能够在一段时间后持有项目的多数股权，因此要求在SPA中设置重组机制，即当某股东（财务投资人或征延公司）退出、其他股东行使回购权利时，格雷德公司拥有优先购买权。在综合考虑了未来境外资产配置需求和林纳弗德市场潜在风险之后，征延公司同意了格雷德公司提出的要求。

这时，一个潜在的融资机构提出了异议。某中方政策性银行表示，该行对征延公司经营能力、财务状况、偿付能力的认可是其为该项目提供贷款的重要原因之一，如征延公司无法确保在贷款周期内对项目的控股权，该行将无法为项目提供无追索权的融资支持。

经多轮讨论，买卖双方与该政策性银行无法达成一致，在慎重考虑之后，征延公司与格雷德公司最终决定放弃向该政策性银行申请贷款。

最终，该项目交易方案确定为：

- 买方征延公司拥有51%股权，其余49%股权由原股东格雷德公司及财务投资人——某主权投资基金——持有；
- 项目投入运营三年后，财务投资人退出该项目，格雷德公司将根据SPA中设置的重组与回购条款行使回购权和优先购买权，回购财务投资人持有的全部股份；
- 项目后续运营中，格雷德公司可根据SPA条款，优先回购征延公司或其他股东（如有）所持股份。



购电协议谈判

当提供无追索权项目融资时，金融机构对各股东无追索权，项目产生的现金流为单一还款来源，因此融资机构对于能够锁定项目现金流的关键协议十分重视。在电力类项目中，此类协议即为购电协议（PPA）。金融机构通常会对PPA中的电价、购电方、购电量、期限和担保等关键条款进行严格审核。

根据林纳弗德国现有新能源政策，两年后并网的项目可享受的新能源电价将比两年内并网项目降低10%。此外，据了解，林纳弗德国新能源政策有可能会进行改革，尽管政策尚未出台，但根据业内专家分析，电价及补贴的进一步下调基本已成定局。本项目潜在购电方为林纳弗德国某国有电力公司，目前签署的PPA拟采用固定电价定价机制，林纳弗德国新能源委员会将为该电力公司支付电费提供担保。根据现有政策，如果项目无法于两年内完工并网，所享受电价将下调，且存在无法采用固定电价模式的风险。

考虑到这些情况，融资机构认为项目收入面临较大不确定性。为此，征延公司与格雷德公司根据项目模型测算保底电价，与当地政府、新能源委员会、电力公司、保险机构、金融机构等就电价保证及其他担保等问题进行了多轮磋商，最终采取购买保险、当地政府回购电站资产等措施，建立了金融机构认可的担保机制。



关键建设、运营条件审核和风险应对

在审查项目重要运营条件过程中，金融机构主要针对相关证照、土地协议、设备运输、监管部门审核和汇兑风险应对等问题提出具体建议。

- 环境评价审批、并网协议及接入许可

尽管该风电项目已获得开发许可，但项目环境评价审批工作尚未完成，并网协议、接入许可等重要证照也仍在办理过程中。金融机构认为这些工作没有完成，将会给项目运营带来较大的不确定性。在了解了上述证照的办理流程及所需时间后，为降低风险，毕马威团队建议在SPA中明确上述证照及审批文件将由格雷德公司负责办理，在限定期限前完成上述工作将作为项目交割的前提条件之一。

- 土地租赁协议

该风电项目运营期限超过20年，土地的合规性、产权归属、租赁条件等成为金融机构重点评估内容。本项目拟租赁建设及运营场地25年，协议尚在谈判中。为降低项目风险，征延公司及金融机构要求场地租赁协议需经审核，协议的签署也将作为项目交割的前提条件之一。

- 设备运输

由于风机设备庞大，技术尽职调查报告明确提出，设备运输需充分考虑场地、当地交通基础设施和交通工具是否具备满足大型设备运输的条件。为确保项目进度不会因为设备运输遇到困难而出现拖期的情况，融资机构建议在采购协议中明确由供货方负责将风机运送到指定地点，同时增加拖期赔偿条款。

- 监管部门审核

自2014年跨境担保外汇管理改革以来，“内保外贷”业务呈现较快增长，一些中国企业利用“内保外贷”进行境外融资并开展境外直接投资业务。然而在实际操作中，部分企业将“内保外贷”作为规避对外直接投资审批的手段，导致项目存在合规风险⁸。

近年来，随着越来越多中资企业“走出去”，中国对外投资政策进一步细化，境外金融机构和企业对中国监管体系也有了更多了解。在本项目商务谈判过程中，格雷德公司和当地融资机构都明确提出，SPA中需规定征延公司完成中国监管部门审批将作为项目交割的前提条件之一，也是该金融机构发放贷款的必要条件。

- 完工担保与运维担保

由于本项目的EPC⁷项目签约方为征延公司的关联公司，为确保项目能够按时完工并投入运营，融资机构要求征延公司为项目完工和运营后两年内的运维提供担保。

- 汇兑风险及套期保值

在“一带一路”国家开展项目运营时，考虑到项目现金流与借款所使用的货币可能并不一致，投资者需重点关注项目可能产生的汇兑风险。

远期结售汇或外汇掉期⁹等衍生金融工具为常见的汇率风险管理工具。然而，一般金融机构的掉期或套期保值产品期限不超过五年，且成本较高，因此估值和财务模型需充分考虑各类对冲工具对项目收益产生的影响。当汇率波动方向不利于将收入币种转换成美元或欧元汇回国内时，中国可选择将现金流在当地进行再投资，待汇率波动方向有利于换汇时，再择机将当地币种换汇并汇出。

在本案例中，考虑到项目周期相对较长、现金流与借款币种不同以及征延公司已制定了在当地进行其他投资的计划，毕马威与当地金融机构联合运用衍生金融工具、再投资等手段，为征延公司设计了完善的汇兑风险应对方案。

⁷ EPC (Engineering Procurement Construction) 是指公司受业主委托，按照合同约定承包工程建设项目的的设计、采购、施工、试运行等全过程或若干阶段的工作。

⁸ 《国家外汇局：部分企业利用内保外贷方式规避投资监管》，中宏网，2018年1月19日

⁹ 外汇掉期 (Foreign Exchange Swap): 交易双方约定以货币A交换一定数量的货币B，并在未来的约定日期以约定价格用货币B反向交换同样数量的货币A。通过掉期业务可按约定的即期汇率和起息日进行人民币和外汇的转换，并按照约定的远期汇率和起息日进行反方向转换，可以起到防范汇率风险和货币保值的作用。

积极配合金融机构完成尽职调查等工作，争取最优融资方案

在取得某中国商业银行、当地商业银行及中国主权基金的最终融资条件清单后，毕马威通过尽职调查支持、财务模型测算、贷款协议审核及谈判等工作，协助征延公司与贷款银行及基金签署并落实融资协议，实现了项目的融资关闭。

尽职调查支持

完成贷款审批、签署贷款协议前，征延公司需回应各机构提出的问题清单，全力配合金融机构针对项目协议的审核工作。本项目涉及多家金融和保险机构，在尽职调查过程中，各方围绕财务模型、项目运营、项目经济性和核心协议等关键点提出了多轮问题清单。

为回应问题清单，毕马威团队与征延公司一起深入分析了项目风险因素，涵盖政策、履约、合规、运营、电网接入、电价等领域，提出了合理的风险应对方案。此外，毕马威团队还多次与金融机构沟通，针对财务模型与项目经济性、可行性等问题进行了充分解释，为尽职调查工作的顺利完成扫清了障碍。

因为融资机构已提前介入SPA及PPA谈判，在这个过程中，融资机构针对两份核心协议的修改意见已全面反映到协议条款中，为本项目关键协议审核与内容调整节约了大量时间。除SPA与PPA外，为判断项目是否存在建设与运营风险，融资机构对于EPC总承包协议和运维协议也进行了全面审核，覆盖各运营团队资质与履约能力、EPC价格、工期、施工计划等内容。

在这里需要提醒中国企业注意的是，国际咨询工程师联合会（FIDIC）编制的《土木工程施工合同条件》具有结构严密、逻辑性和可操作性强等特点，在国际市场上受到广泛认可。因此，无论融资方是中资还是外资银行，毕马威团队都建议中国企业以FIDIC国际合同条款为基础编制EPC合同，以减少不必要的沟通环节，缩短审批时间。

测算融资成本，为融资协议谈判提供支持

本项目的融资估算模型主要考虑三大成本因素：债权与股权、“内保外贷”和保险成本。

- 债权与股权

通常情况下，融资模型仅考虑债权融资对于项目收益产生的影响。但由于本项目拟引入股权投资人，因此模型中的融资成本需包括债权与股权两方面参数。

此外，除债权名义利率及股权投资人享有的优先固定收益外，估算模型还需纳入贷款管理费率、承诺费率¹⁰、贷款期限、提款期、宽限期¹¹、融资比例、偿债覆盖率¹²、还款准备金账户余额等成本参数。

- “内保外贷”成本

在本项目中，由于境外商业银行要求中方通过“内保外贷”模式开立融资性保函，因此财务模型需测算保证金比例、保函费率等与融资性保函相关的成本总额。

- 保险成本

本项目的保险成本包括：金融机构要求投保的建筑工程一切险、财产一切险、综合损失险等商业保险成本；中方银行额外要求投保的、覆盖投资风险中股权与债权部分的政策性险种成本，即中信保海外投资险成本。

此外，毕马威团队还对贷款协议中的贷款金额、利率、费率、贷款期限、提款期、宽限期、还款期限和方式、提前还款等条款进行了逐一核实，将有关参数代入财务模型，最终估算了在给定融资条件下的项目收益率。

在融资协议谈判过程中，毕马威专家还提醒征延公司注意“前提条件后置”和适用法律等问题。

- “前提条件后置”

通常情况下，金融机构会将签署SPA、PPA、EPC和运维等协议作为贷款协议签署的前提条件，也可能将征地完成、EPC协议生效等条款设置为贷款协议签约、生效或放款条件。在这样的情况下，项目推动进度和银行内部流程有可能使项目放款滞后。为保证贷款资金及时到位，根据以往项目经验，毕马威建议征延公司与银行协商将各类前提条件尽量后置，缩短放款所需时间。

在本案例中，根据金融机构要求，并网协议与部分土地租赁协议的签署将作为贷款协议的签约条件。但考虑到签署并网和土地租赁协议有可能需要较长时间，将使金融机构放款延后，在毕马威团队建议下，征延公司与银行协商，对方最终同意将并网协议与土地协议签署后置为贷款协议生效条件，这样贷款协议的签署就可以提前进行，从而缩短了放款前流程所需时间。

- 适用法律

在签署贷款协议前，征延公司与法律顾问及融资机构共同探讨了贷款协议适用法律、仲裁地等法律相关问题。最终，考虑到金融机构与借款人适用性等因素，在法律顾问建议下，贷款协议确认使用香港法律。

¹⁰ 贷款承诺费：指银行对已承诺贷款给借款人、而借款人尚未提款的资金收取的费用。即银行已经与借款人签订了贷款协议，并为此作好资金准备，但借款人并没有实际从银行贷出这笔资金。承诺费是对这笔已经做出承诺但没有贷出的款项所收取的费用。

¹¹ 宽限期：贷款发放后，在合同约定的宽限期内，借款人只需每月支付利息，暂不归还贷款本金。待宽限期结束后，对贷款发放金额按合同约定的方式还本付息。

¹² 偿债覆盖率：又称偿债备付率，是指项目在借款偿还期内，各年可用于还本付息的资金与当期应还本付息金额的比值。贷款发放后，在合同约定的宽限期内，借款人只需每月支付利息，暂不归还贷款本金。待宽限期结束后，对贷款发放金额按合同约定的方式还本付息。

结束语

在“一带一路”建设中，能源、交通和电信基础设施项目是优先发展领域，而这些项目投入大、周期长，因此能否获得融资支持是项目顺利开展的关键因素。

在本案例中，我们分析了“一带一路”项目融资过程中企业需要注意的关键点，包括多渠道选择融资机构、确保交易条款满足融资要求、测算融资成本、争取最优融资方案等内容并分享了案例成功经验，希望能够为在“一带一路”沿线开展投资、运营的中国企业提供有益的参考和借鉴。

联系人



江立勤

毕马威“一带一路”工作组主管合伙人
北方区咨询业务主管合伙人
毕马威中国

电话: +86 (10) 8508 7077

邮件: michael.jiang@kpmg.com



张淼

投资并购服务经理
毕马威中国

电话: +86 (10) 8553 3156

邮件: alicia.m.zhang@kpmg.com

感谢毕马威“一带一路”工作组协调人陈剑虹
对本报告做出的贡献。

如需获取更多毕马威“一带一路”专题信息，请扫描二维码或登陆网站：
<https://home.kpmg.com/cn/zh/home/insights/2017/11/belt-and-road-initiative.html>



kpmg.com/cn/socialmedia



如需获取毕马威中国各办公室信息，请扫描二维码或登陆我们的网站：
<https://home.kpmg.com/cn/en/home/about/offices.html>

本刊物所载资料仅供一般参考用，并非针对任何个人或团体的个别情况而提供。虽然本所已致力提供准确和及时的数据，但本所不能保证这些数据在阁下收取本刊物时或日后仍然准确。任何人士不应在没有详细考虑相关的情况及获取适当的专业意见下依据本刊物所载资料行事。

© 2018毕马威企业咨询(中国)有限公司 — 中国外商独资企业，是与瑞士实体 — 毕马威国际合作组织(“毕马威国际”)相关联的独立成员所网络中的成员。版权所有，不得转载。中国印刷。

毕马威的名称和标识均属于毕马威国际的商标或注册商标。

刊物编号：CN-MARKETS18-B&R-0011c

二零一八年十月印刷