

## 国际工程多边融资战略简介

分水岭作为专业工程投资咨询公司，融资是我们主要业务之一，帮助项目获得低成本(利率+还款周期+条件+优先度)的商业信贷融资，是我们投行业务之一；由于国际工程融资设计广泛的国际理念和规则，各个贷款机构有不同的融资规则和产品，需要分水岭投行部门十分及时和准确的了解这些规则并且将现有融资项目进行匹配，才能获得合规的贷款和搭建优质的成本体系。因此，分水岭投行部将一些融资要点关键，在此梳理，展示，并且希望获得工程企业伙伴们的关注，欢迎带问题咨询。



### 融资实施关键

国际工程投融资环境涉及全球化背景下各国政策、法律、文化差异对项目融资的重要影响，以及各多边机构、外资银行在投融资领域的关注点差异。如何进行有效评估、合规管理、风险规避是确保项目顺利实施的关键。

项目融资业务的开展及背后的财务安排和风险管理计划有了清晰的认识。例如一些风电项目中的供电协议、项目经济可持续和国家能源安全问题；

### ESG 与投融资

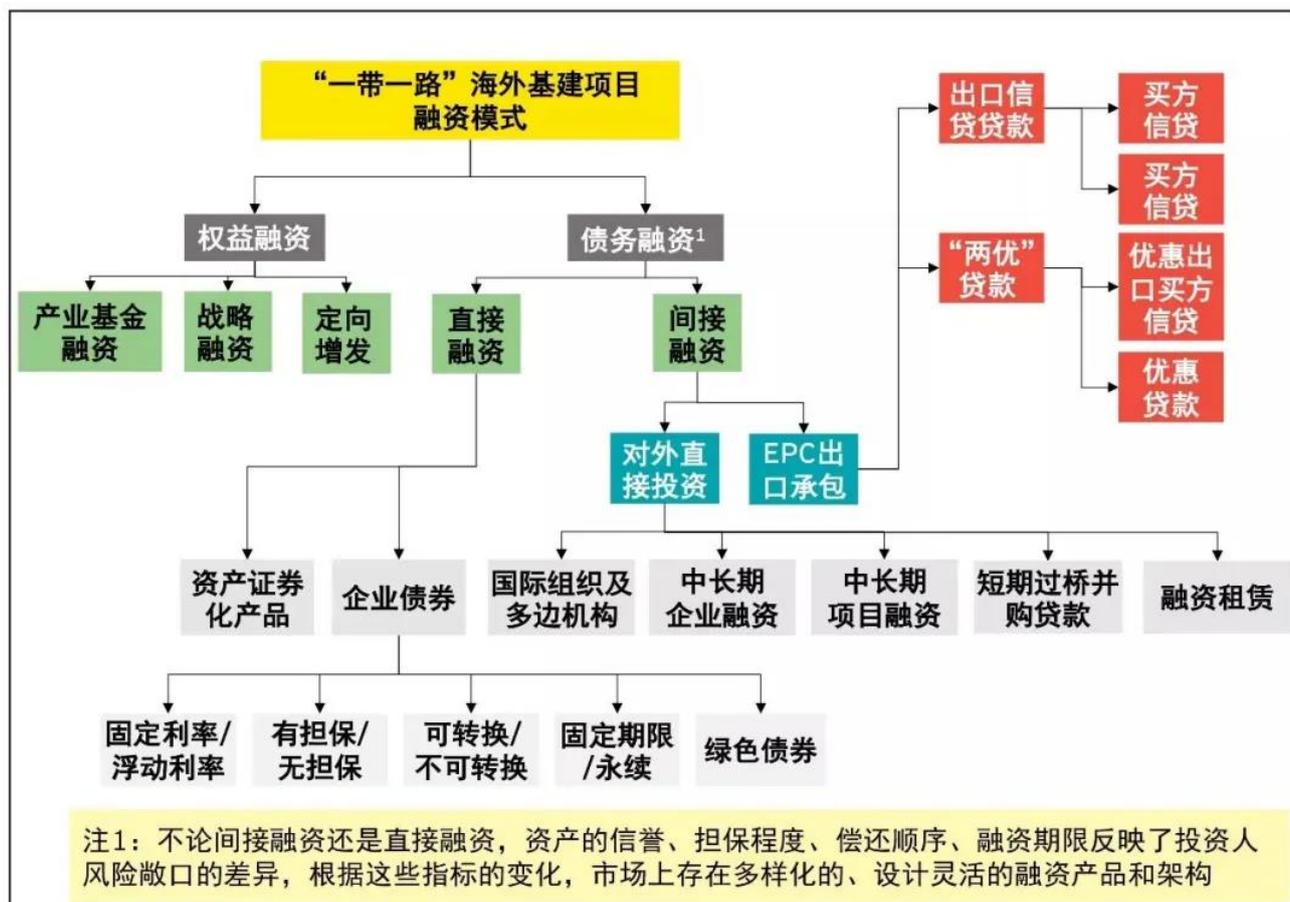
多边融资机构越发关注 ESG、绿色投资。随着巴黎协定和赤道协议的推广以及多边机构关注度的提升，是否“绿色”已成为项目可融资性的重要抓手。此外，劳工及工作条件、文化遗产、土著居民人权问题等对于项目的顺利推动也发挥着重要影响。

### 多边机构发展

目前，分水岭与全球著名的信贷机构保持良好的沟通，比如：多边投资担保机构（MIGA），欧洲复兴开发银行（EBRD）、亚洲开发银行（ADB），亚洲基础设施投资银行（AIIB）等，时刻关注运作模式、融资条件和项目支持范围，多边机构的政策导向、贷款程序和风险评估标准对于定位项目融资方向至关重要。

## 融资风险管控

基于对投融资领域的理解，我们还规避和预测一些融资风险，比如：项目交叉违约的影响、混合融资对于项目可行性的影响、不同“投资+信保”组合的差异、同一机构在项目的不同阶段担任不同身份时的应对、新兴业务发展与金融支持等。



↓

**多元化融资助力中“一带一路”海外布局**

## 海外工程与出口信贷基础模式

银行贷款是基建项目间接融资的常见方式。银行贷款中，成本最优的当属两优贷款：优惠贷款（简称优贷）和优惠出口买方信贷（简称优买）。优贷是中国政府向发展中国家提供的具有援助性质的中长期低息贷款，用途需经两国政府签订的框架协议确定。优买是为配合国家政治外交需要，推动与重点地区和国家的经贸合作而提供的出口买方信贷优惠贷款。两优贷款优点是利息低，年限长；其缺点是贷款操作都在政府层面合作框架基础下进行，审批不确定性高、局限性大且流程长。

跟两优贷款相比，出口信贷是更被广泛应用的融资方式。作为中国政府支持产能输出，增强中企国际竞争的有效融资手段，出口信贷通过利息补贴并提供信贷担保的方法，提供利息较低的贷款，在推动中方产能输出及境外投融资中发挥了重大的作用。出口信贷有两种：买方信贷和卖方信贷，就出口卖方信贷而言，融资手续比较简单，成本较低，但其相对风险较高，会增加中方的负债率和风险；相比卖方信贷，买方信贷被更

广泛应用，也能有效帮助中方实现快速回笼资金的目的。

目前，出口信贷在“一带一路”投融资中发挥着重大的作用，但其对于中方企业的影响跟以往相比已经在悄悄发生着变化。以推进“一带一路”建设的排头兵工程总承包(EPC)类企业为例，在过去传统单一的 EPC 角色下，中企不需要因为买方信贷而影响其授信、财务报表或资金周转，而随着 PPP 模式在“一带一路”国家的推进，纯粹的 EPC 项目资源越来越稀缺，海外基建项目往往要求 EPC 方作为股东投资，参与到项目公司(SPV)的投资及运营中来。在这种情形下，中方企业往往会承担投资人和 EPC 双重的身份，需要完成从工程承包商向财务投资人的角色转换。在 PPP 模式下，SPV 负责偿还债务并产生现金流，而作为 SPV 的投资方，EPC 企业也往往会为相应的企业担保和承担债务偿还义务。

究其原因，是因为海外基建项目的 SPV 公司往往成立时间短，没有什么可以抵押的资产，银行借贷由于习惯，历史或融资条件的原因，仍倾向于利用项目公司身后强大的集团企业的授信和背书，也就是传统的公司贷款，当然，对于项目公司而言，往往更希望做成项目贷款(虽然项目贷款会使得融资利率更高)，那么，我接下来就详细介绍一下公司贷款和项目贷款各自的特点。

### 公司贷款

在公司贷款的模式下，一家公司可能运用自有资金满足投资的部分资金需求，然后通过公司贷款融入剩余所需的资金弥补缺口。这类由公司背书的融资，依赖于公司整体的资产负债表及现金流状况，而非项目自身的情况，从追索的角度，将会追索到公司层面，公司运营产生的现金流和所属资产都实质上作为债务融资的担保，这类融资方式的优点是审批速度较快，适用于投资风险较高的项目。

然而它的缺点也显而易见:将会增加公司的财务杠杆和资本负债比率。这种融资方式通常适用于具有很强的资产负债偿还能力的公司。此外，谈到跨境投资的公司贷款，内保外贷也是大家经常会听到的一个名词。内保外贷实质上是公司贷款的一个变种。通常由境内银行为境内企业在境外注册的附属或参股企业提供担保，由境外银行凭据收到的保函给境外投资企业发放相应的贷款。通过内保外贷，可以有效缩短业务流程，解决海外企业由于成立时间短或规模小而直接得到海外授信的困难。

### 项目贷款

对于基建项目来说，项目融资方式往往是最有效的融资安排。项目融资通常借贷给 SPV，并且对于 SPV 的股东，仅有有限的追索权利。国际项目融资协会(IPFA)对项目融资”的定义如下:“为长期的基础建设工程、工业和公共服务项目提供的融资，该种融资基于无追索或有限追索的形式，通过项目产生的现金流偿付项目的股权/债权融资。”

项目融资通常包含以下特点:收入来源取决于合同的安排或者对终端用户的收费，一般在建设完成后开始运营时，产生收入。项目的可融资性至关重要——融资方会对项目的可行性进行详尽的尽职调查工作，也会对项目风险的分担机制以及相关条款是否给予 SPV 足够的保护进行细取的复核。融资的定价与项目架构、项目合同，现金流的稳定性，以及对手方的资信状况密切相关。例如，项目收入的可预测性(是否锁定收费的合同安排作为支撑);项目的现金流在满足贷款本息的偿付后，有多少安全冗余;赠付不议购买方是否具有足够的资信能力和履约能力，是否有足够担保(包括政府机构担保)支持照付不议购买方的合同责任，等等。项目融资分为“无追索”或“有限追索”融资。通常情况下，无追索的项目融资要项目有较强的长期商业可行性且现金流充沛;项目购买方所在国的主权评级及主要项目参与人的资信能力较高;项目有合理的风险分担机制和缓释措施，有出口信贷结构的介入及足够的保险覆盖。具备这些条件大大增强了融资机构给予无追索项目融资的可能性，但是否一定能够给予无追索的项目融资，融资机构还需结合资金市场的情况，项目的特点，以及银行与项目股东之间的关系等因素综合考虑决定。

### 国际开发金融机构融资

除了公司贷款和项目贷款，“一带一路”投资项目中，国际开发金融机构融资也是另外一种常见的形式。国际

开发金融机构通常会看重所融资项目的社会贡献，所投资的项目多为满足社会发展需要的能源，住房或医疗项目，它们可以为从商业贷款方获取资金后仍有缺口的项目提供资金；世界银行，亚洲开发银行以及近年来成立的亚洲基础设施投资银行，都是这类金融机构，其中亚投行更侧重于基建类项目及其投资可行性。从国际多边银行获取融资，除了融资成本低和期限长的优势，还有很重要一点，是可以利用这些机构的多边性质和政治平衡能力，来有效分散和释缓投资标的国家的政治风险。获得国际多边银行融资背书的项目，也往往能更有效带动国际银团的参与。

### 租赁融资

此外，融资租赁是另外一种基建项目常用的补充流动性的融资方式，它是指出租人在规定的期限将物品租赁给承租人，承租人通过分期付款的方式支付租赁费用。融资租赁可以缓解承租人资金不足的压力，而且往往可以免掉进口设备在签约和入关时的繁多审核，既减少了资金压力，有时也会降低融资的成本，可以作为一种补充流动性的融资方式。

### 并购贷款

上述各种融资方式，其年限通常会匹配基建项目比较长的周期。而在海外投资公开竞标存在紧张的时间表的情况下，并购贷款则往往是企业快速获得收购资金的有效融资方式。

并购贷款通常由投资银行提供，为撮合并购交易迅速达成而提供的贷款。这笔贷款往往在收购完成后，由收购企业后期公开发行的长期债券，或以并购完成后出售部分资产或业务所得资金进行偿还，并购贷款通常额度有限，期限较短，并要求有足额的有效担保。

## 债务性融资分析-直接融资

### 企业债券

除了银行惜债，企业可以通过在证券市场上发行债券的形式，有效利用社会闲散资金，作为银行贷款的补充，形成多样化融资结构。跟银行贷款相比，企业发债审批要求更加严格，审批手续更复杂，额度上限有明确限制。其优点是，虽然发行债券的程序和费用跟银行贷款相比更高，可是经营管理上不会像贷款那样受到银行的制约，某些条件下证券的发行不需要抵押或担保，也有较多的种类可以选择。从担保角度，可以分为抵押债券，信用债券等；从期限角度，可以分为固定期限或永续债券；从利率角度，可以分为无息债券，固定或浮动利率债券等；从可转换性，可以分为普通债或可转债或可交换债券；而近年出现的绿色证券，又为清洁能源类项目提供了新的债券融资方式。出于篇幅原因，笔者就其中可转债、可交换债券及绿色债券稍作介绍。

### 可转换债和可交换债券

可转换债是指在一定的时期内，可以按规定的价格或比例，由债权人选择转为普通股或优先股的债券。公司可以设计不同报酬率和转换溢价的转换债券，以寻求最佳资本结构。由于其可转换的性质，其作为债券的利率会比较低，从而降低公司的债务成本。可转换债券的主要缺点是存在股权稀释的风险。

可交换债券与可转换公司债券有相似之处，也包括票面利率、期限，换股价格和换股比率、换股期等关键要素；二者主要区别在于：第一，发债主体和偿债主体不同，前者是上市公司的股东，后者是上市公司本身。第二，所换股份的来源不同，前者是发行人持有的其他公司的股份，后者是发行人本身未来发行的新股。第三，前者不会导致标的公司的总股本发生变化，也无摊薄收益的影响。与普通的债券融资相比，可交换债券利息成本低，且可溢价减持。绿色债券

“一带一路”投资中有大量新能源及清洁项目机会，而近几年出现在人们视野里的绿色债券，可以为这类项目提供优质的融资，降低融资成本。2015年，金风科技在境外成功发行了三亿美元绿色债券，成为中资企业的首单绿色债券，随后，中国农业银行作为首家中资金融机构也在伦敦证券交易所发行了绿色债券，绿色金

融债券市场的蓬勃发展，也为“一带一路”投资项目提供了新的融资思路和渠道。

### 永续债

企业发债有丰富的产品类型可以选择，应该根据自身融资的需求、用途、币种、成本、期限，以及其他情况综合考量选择发行合理的产品。债券的发行往往会对企业的财务报表产生影响，增加企业的负债率。单从财务并表的角度考虑，永续债不失为企业值得考虑的选择。在满足相关要求的前提下，永续债可以计入权益，从而不对企业的负债率产生影响。

### 资产证券化(ABS)

是指以某些目标资产未来所产生的收益为偿付支持，通过结构化设计进行信用增级，在此基础上发行具有固定收益率的债券来筹集资金的一种融资方式，具备可预见未来收益和持续现金流量的基础设施项目可以考虑利用 ABS 融资方式在海外筹资。资产证券化通常需要多个资产打包，以实现风险分散，同时实现资产盘活。

### 权益性融资分析

权益融资所筹集的资本没有固定的股利负担，但融资成本通常较高，会稀释或转移企业的控制权；同时，因为回报有较高风险，权益类投资者需要对投资项目进行充分的研究和尽调。“一带一路”投资项目常见的权益性融资包括引入产业基金，战略投资人和定向增发等。产业基金

理论上讲，当产业基金作为股权投资者介入到投资项目时，应该是与项目的其他投资者共担风险，共享收益，也因此需要在投资决策过程中对项目未来的风险和回报进行充分的调研和判断。而根据我们对“一带一路”投资项目中产业基金目前参与情况的观察，很多基金的投资还是要求有保底收益，保底条款的存在，使得投资名股实债，因而也会对需要并表的大股东企业的资产负债率产生影响，降低企业未来的融资能力。另一方面，如果不加保底条款，很多基金又担心资产可能流失。资能力。另一方面，如果不应深底杀款，很多基金又担心资产可开失。

如何解决基金对收益保障的需求与企业对负债率的考量之间的矛盾，是目前值得探讨的问题，由于篇幅原因在此不便赘述，可是基金从财务投资角度对项目进行深刻的商业判断和财务税务法律等方面的尽职调查，以及通过对项目投资条款中具体风险点的要求和把控，恐怕是未来解决这个矛盾的关键手段之一。也就是说，主观能动把控住投资的风险点和投资决策流程，而不是依靠保底条款来降低投资风险，恐怕才是基金股权投资未来的方向之一。

### 战略融资

战略合作伙伴的股权投资，与财务型融资不同，通常要参与到投资项目经营管理，并按持股比例享受经营收益。因而，战略协同效应和各方利益诉求的互补很重要，以“一带一路”常见的 PPP 公路项目为例，有的企业擅长工程建设，有的企业擅长维护运营；EPC 强的企业负责公路建设，与擅长运营的企业联手投资，既能获取投资项目全周期最大的回报，也能达到最有效的资源配置，加速联手多方企业的成长。“一带一路”投资项目常见的还有中方企业与标的国家的企业联合投资，中方提供产能和技术，当地合资方提供土地、开发权或特许经营权，双方作价入股并各自提供相应股比资本金，实现投资战略协同效应的最大化。定向增发

此外，如果是上市公司，定向增发也是一种高效且低风险低费用的融资方式。定向增发经常是面对大股东或投资机构，除了能够为上市公司带来珍贵的资金，还经常帮助公司实现外资并购或引入战略投资者。

随着中国企业在海外布局的逐步深入，海外优质平台的重要性益加凸显。这里所提到的海外平台，不是单从税务筹划的角度设立的平台或控股公司，而是指中企通过收购海外具备优质资产和运营能力的企业，从而搭建起来的具备了海外造血和融资能力的平台公司。这种海外子公司可以借助其自身的优质资产、运营及授信，助力中国企业更便捷地以合理的成本在海外市场实现融资，而通过海外的融资，又可以更好地支持中

国企业的海外收购，全球布局，持续增加资产规模，形成正向循环。利用海外平台的融资实现境外收购，资金来源更加多元化，并减少或加速了相关外汇审批的步骤，实现海外资金池的体外循环，从税收、成本和交易时间上有多重收益，

综上所述，目前融资的渠道丰富多样，在“一带一路”国家的投资项目中，企业可以根据自身和标的项目的特点，结合融资的用途、币种、周期、还款等安排债务性间接融资，债务性直接融资或权益性融资等多元化的融资结构。如何融资，如何优化融资结构，还是需要各个公司根据自己及投资标的的特点和优势，量体裁衣，量力而为，以实现合理的资金安排和长期稳健的投资收益。