

收购情况下的项目融资：一种战略方法

随着开发商、运营商和投资者寻求重组其投资组合以适应当前的全球大趋势，例如与能源转型目标保持一致以及利用技术转变，项目和基础设施领域的并购活动十分活跃。例如，石油和天然气巨头最近将资产出售给规模较小的独立公司，而基础设施资产作为一个一般类别，对于养老基金和机构投资者仍然非常有吸引力，他们需要部署资金以寻求收益。

基础设施并购的兴起带来了日益复杂的融资结构。基础设施资产的买方可能出于多种原因寻求利用杠杆，包括最大化股本回报（特别是对于金融投资者而言）、释放境外外汇储备（对于中国国有企业而言）或只是筹集资金（对于独立企业而言）。这些收购项目的融资需要将传统的杠杆买断（LBO）收购融资与来自项目融资结构的元素相结合，并带来许多独特的特征。我们研究了这个不断发展的市场中存在的机遇和挑战。

两个截然不同的市场

杠杆买断融资和项目融资各自具有经过数十年发展的完善框架。这些框架涉及各自市场参与者充分理解的规范，并构成特定交易的起点，但必须根据融资的独特特征以及保荐人和贷款方的商业目标进行调整。对于希望为项目收购融资的潜在买方，融资的特征通常来源于两种模式。将这两种方法混合成一个“混合”结构可能会带来机遇和挑战。

确定如何最好地融合这些特征需要熟练掌握这两种方法。当然，被收购项目的性质会在一定程度上影响所采取的方法：例如一个已经建设完工并展示了成功运营历史的西欧基础设施项目，其采用的融资方案包含其他行业部门同等信贷的杠杆买断融资的许多特征。相比之下，在新兴市场中仍在建设的采矿或能源项目可能会具有传统项目融资的更多特征，保荐人和贷款方需要应对诸多问题，包括政治风险、完工风险、技术风险、市场风险以及环境和社会风险。

其他因素也可能在融资方向上发挥重要作用。例如，制定融资结构的团队是否主要由银行和咨询公司的收购或项目融资从业人员组成，或者他们是否具有在这两个领域运作的灵活性？买方及其顾问必须促成资金来源的灵活性，否则融资可能会因任一领域的场外方法而受阻或无法实现。贷款是否由银团提供？如果由银团提供，是在杠杆融资市场还是在项目融资市场出售？精明且明智的买方可以战略性地确定其债务发售的对象，以确保其从可能进行发售的特定市场当时可以提供的最大可用流动性、优惠定价或其他优惠条件中受益。借款方也越来越多地针对特定类别的非银行投资者的单独债务部分，这些投资者可以提供定制的融资解决方案，虽然成本通常较高且数量有限。

这两个市场有截然不同的优势和劣势。收购融资者将习惯于按照收购时间表快速行动，预计运营承诺会较宽松，并且可能会为某些资产（至少在商业银行市场）获得更大的流动性。项目融资者通常更善于了解和接受技术风险、市场风险和政治风险，并且通常能够提供更长的债务偿还期限。需要进行慎重的平衡考量，并清楚地了解买方的目标以及所收购的资产的基本方面，以确定最佳方法或要采取的方法组合。

保荐人还可能希望考虑项目公司和控股公司层面的融资，收购对价分别与杠杆买断和项目融资市场中的项目层面债务进行分开融资。例如，当一家由五矿资源有限公司（MMG）牵头的中国财团从嘉能可收购秘鲁的 Las Bambas 铜矿项目时，融资涉及一项为期 7 年的 9.69 亿美元收购贷款，

用于为部分收购对价提供资金，另外还涉及 59.88 亿美元为期 18 年的项目融资，用于为持续产生的项目成本提供资金。这两项融资授信均由一组中资银行提供。

其他高度结构化的融资安排正变得越来越普遍，通常涉及针对特定投资者类别的不同条款的多笔债务。

	传统项目融资	杠杆买断收购融资	典型的混合模式
对保荐人的追索权	如果有保荐人完成保证，则在完成前有追索权，否则无追索权	无追索权	一般无追索权（完成后）
实施时间	相对较慢	相对较快（基于收购时间表）	需要满足收购时间表
担保	所有资产担保组合（包括结构性项目账户），几乎没有协商的例外情况	基于商定的担保原则对特定重大资产提供担保。在交割时或交割前授予的担保可能仅限于收购工具	担保组合仅限于买方控制范围内的行为，以作为首期提款的条件，并规定在交割后通过合理努力完成惯常项目融资担保公示登记的义务
运营契约承诺	详细的运营和报告承诺	运营和报告承诺相对较少	基于项目融资的承诺组合，但通常可以调整以满足买方的合理商业目标
财务承诺	各不相同，但关键承诺是偿债备付率（通常仅基于发生时），有时采用贷款期备付率	各不相同，但是除了循环信贷的弹性杠杆比率以外，很少采用任何财务承诺	各不相同，但关键承诺通常是偿债备付率（如有）
还款期	长期债务：通常为 10-15 年	中短期债务：最长 7 年	取决于融资的定位
交割时提款的条件 / 承诺	范围广泛，包括所有资产担保和项目 / 业务相关条件	某些资金；仅限于买方在交割时可以控制的条件，无需参考项目公司	某些条件有限的资金
尽职调查	详细的尽职调查流程，以及针对某些关键领域的独立贷款方顾问报告	更有限的尽职调查，主要基于卖方报告以及（如适用）买方报告。完备的披露和信赖流程	更有限的尽职调查，主要基于卖方和买方的报告（虽然有些贷款方可能会寻求独立报告）

现有项目债务

甚至在考虑与收购有关的新融资的性质之前，一个前提问题是：是否存在项目层面的现有债务；如果存在，买方是否愿意在收购完成后保持该债务或打算再融资。许多因素将影响此决定，包括：

- 市场上是否有更好的经济条件；
- 鉴于买方对项目的意图，现有融资条款是否提供足够的运营灵活性；
- 债务期限、还款情况以及买方是否希望延长贷款期限；以及

- 提前偿还此类债务所涉及的成本。

虽然银行贷款授信中的提前还款费（除违约金以外）并不常见，但某些出口信贷机构（ECA）贷款方（通常是绿地开发项目的融资方）要求支付提前还款费。此外，有些 ECA 要求预先支付一定比例的保证金作为溢价；如果提前还款，该保证金将不予退还。债券融资通常有一个“不可赎回期”，在此期间，债券的赎回需要支付全额，该金额根据基于预定利息和本金支付的净现值公式计算。在任何这些情况下，为现有债务再融资可能会非常昂贵，除非可以协商替代安排。

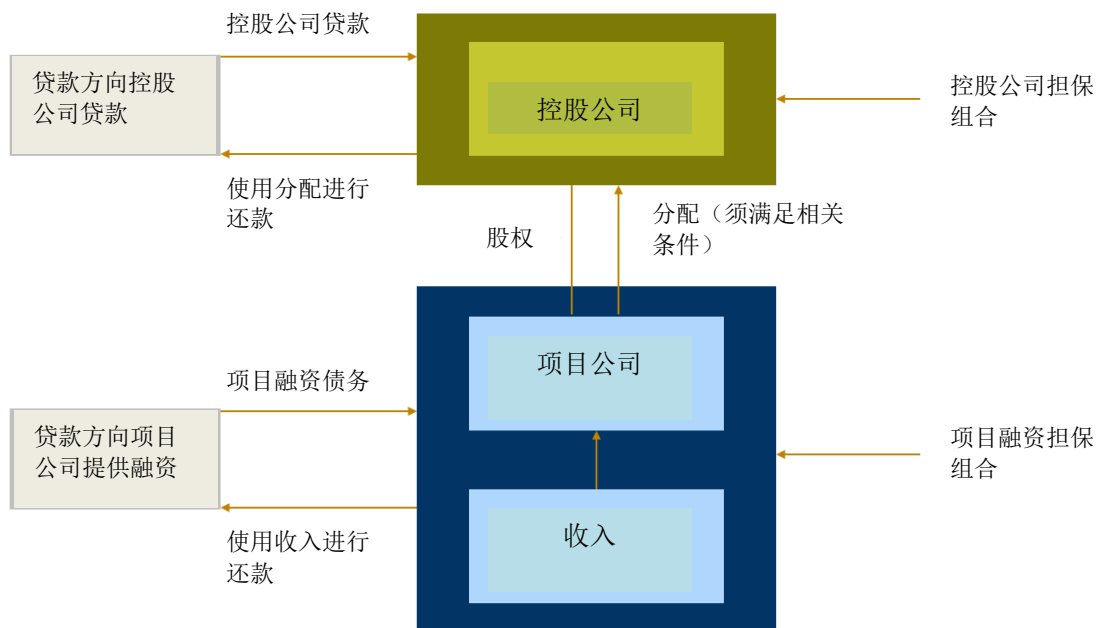
许多项目融资（与许多杠杆融资一样）包含控制权变更条款或转让限制（特别是在完成测试满足相关要求之前）；而且，贷款方通常有权要求提前还款，除非可以与银行商定豁免或者贷款方选择不行使提前还款权。与现有贷款方的早期接触对于了解其将采取的方法至关重要。如果 ECA 是银团的成员，鉴于其不同的目标，特别是在最初以出口挂钩的基础上（即，为从本国出口的商品或服务提供融资，通常是工厂和建设服务的采购）和建设已经完成时提供融资的情况下，或者来自其本国的股权参与者正在退出项目的情况下，与商业银行相比，他们对收购完成后继续参与的兴趣可能较小，但他们的方法可能会有所不同。

如果对现有债务进行再融资，应注意确保再融资过程顺利进行，特别是使现有贷款方受益的赔偿保证条款将在完成后继续生效的情况下。同样，在涉及 ECA 的情况下，还适用其他考虑因素，因为作为政府或准政府实体的这些贷款方控制公共资金，因此可能比商业银行更加保守。ECA 通常还需要更长的内部批准流程，这意味着它们可能无法像买卖双方希望的那样迅速做出反应。与这些实体打交道的经验是一个显著优势，这方面的经验使买方能够预测和解决可能导致延误的潜在问题和要求。如果在交割前无法获得维持现有项目融资的同意，买方可能会考虑安排保底融资，或许作为一种过渡融资工具，该融资可以在需要时用于为现有项目债务提供再融资。

控股公司融资

大多数杠杆买断涉及通过为签订收购协议而设立的特殊目的公司（竞标公司）筹集债务融资，或者在较少的情况下，由目标公司或项目公司自身筹集债务融资（在有些司法管辖区，禁止使用目标公司的资产为购买其股份提供融资（“财务援助”））。

控股公司贷款（也称为夹层贷款或反向杠杆）涉及由在公司结构中位于项目公司之上的实体筹集的融资，该实体在结构上对于项目公司层面的任何债务承担次级责任。在美国，控股公司贷款经常用于旨在利用某些基础设施投资可用的税收股权融资的结构中，但由于其他原因，此类贷款变得越来越普遍。如果希望最大限度地提高杠杆作用、从最佳条款中受益或将收购对价与项目层面的债务分开融资，则以这种方式将融资分成两部分可能会具有吸引力。



控股公司融资模式也被用于欧洲和亚洲的离岸风电项目，例如在资产轮换模式中，开发商可以为其资产负债表上的资本支出份额进行融资，而获得项目权益的机构投资者则使用其股权筹集无追索权的项目融资。

无论买方计划保持现有项目层面的债务还是进行再融资，都可以利用控股公司融资。但是，现有的项目融资债务，尤其是传统基础设施领域以外的债务，可能会带来挑战，需要仔细分析以确定是否可以对控股公司融资进行分层处理。

在控股公司融资中，融资方主要从项目公司的现金分配中获得偿还。大多数项目融资规定了进行分配的条件，在这些条件未满足的情况下，则适用完全锁定。对于某些资产，现金结算很常见，并且在某些情况下，需要使用全部或大部分可分配现金以加速偿还项目融资债务。这可能导致分配的现金不足以偿还控股公司的债务。

如果将控股公司贷款作为项目公司和控股公司层面协调融资工作的一部分，通常有可能就最低分配和现金分红安排达成协议，以使控股公司融资方受益。但是，如果保留现有融资，则不太可能在交割之前重新谈判条款以实现此目标（并且保荐人在与现有贷款方进行谈判中的影响力有限）。如果没有使控股公司能够获得银行融资的安排，可能需要某种形式的有限保荐人支持，至少作为以令人满意的条件对项目层面的债务获得再融资的桥梁。

在项目层面有单独融资的控股公司融资通常不会从项目公司的股份或其权利和资产的担保中受益（这将是抵押给项目融资方的抵押物的一部分），相反，将通过此类融资的借款人（控股公司）及其银行账户获得担保。至关重要的是，在违约后能够强制执行此担保，同时规定项目融资方不能在项目层面强制执行其担保（在没有保荐人支持的情况下，这可能会禁止进行分配，而此类分配是偿还控股公司贷款的唯一手段）。大多数项目融资的条款包含转让限制，如果违反这些转让限制，可能会引发违约事件或强制提前还款。控股公司的融资方通常希望其采取的任何强制执行行动是项目融资条款所明确允许的，但这是一个需要协商的问题，并且在保荐人（作为项目管理

人或运营商)的专业知识具有显著价值的情况下,可能会引起争议。在没有项目层面债务的情况下,将有更大的灵活性,购买项目权益的投资者能够将其在项目公司的股权质押给其贷款方。

尽管现有项目融资会存在潜在挑战(以及超出本文探讨范围的某些其他问题),但控股公司融资是保荐人工具包中的一个有用工具。

承诺

项目资产的大部分处置通过竞价拍卖方式完成。竞价拍卖的中标参与者通常被迫接受一项不以获得融资为条件的完成义务。卖方现在通常希望债务承诺函成为投标书的一部分,并将详细分析承诺的条件。债务承诺对于交易的确定性至关重要(对于卖方和买方而言),将影响中标者的最终选择,并且未能确保在交割时获得融资可能导致灾难性后果。

因此,买方通常坚持要求其银行提供贷款承诺,以便所有情况在买方的控制中。此承诺被称为“融资确定性”承诺(在美国有时称为“SunGard”条款)。在采用这种方法的情况下,承诺函将提供融资基本条件的综合清单;如果满足这些条件,则不会限制借款方提取资金。

这需要项目融资方的思维方式发生重大转变,项目融资方习惯于接受在详细的尽职调查过程中验证和完善的繁杂先决条件,尽管这在很大程度上取决于资产的性质及其发展阶段。项目融资方对“融资确定性”条款感到不安的状况通常因拍卖过程相关的更加有限且快速进行的尽职调查而加剧。虽然贷款方通常可以通过其自己的顾问出具详细的报告以及有几个月的时间考虑和讨论这些问题,但通常会要求他们在此流程的初期快速提供承诺函。更重要的是,如果贷款方发现问题,收购协议(SPA)通常会限制借款方以后添加其他条件的能力。由于难以通过项目融资方获得有约束力的承诺,这可能会导致买方转向杠杆买断市场,尽管这种方式有时可能成本更高或者仅适用于偿债期限不足的项目。能够提供混合产品的银行将受到青睐并从该领域的机会中受益。有趣的是,这些难题会影响买家在拍卖中的出价,因此会降低卖家收到的对价,因为卖家非常重视最大限度地提高交易确定性。

虽然没有简单的答案,但买方可以在流程中尽早与贷款方团体进行接触,以顺利推进流程,确保顾问报告可以在做出最终承诺之前及时提交给贷款方团体,而且顾问可以在此过程中尽早回答疑问和解决问题。虽然可以理解买方在中标之前不愿在此过程上花费时间和金钱,但如果为了增强投标力度需要出具有力的承诺函,则可能有必要提供该承诺函。

尽职调查

需要进行尽职调查过程,以便让买方及其贷款方对透彻了解项目及其风险,使其能够对项目和风险进行有效评估、分配和定价。虽然杠杆买断融资的尽职调查范围因业务和交易的性质而有很大差异,但可以肯定地说,此类融资的尽职调查范围比典型的项目融资更为有限。卖方的报告通常构成尽职调查的大部分,买方的尽职调查相当有限,而且贷款方的尽职调查则更有限。相比之下,在项目融资市场中,通常由为贷款人的利益而聘请的顾问出具报告。获取此类报告可能既耗时又昂贵,而且至少就技术报告而言,通常需要实地考察。在收购方已取得其自己的项目报告的收购中,聘请第二位顾问代表贷款方进行效果相同的尽职调查通常没有吸引力。聘请第二位顾问进行尽职调查时,也可能难以确保卖方给予全面合作,因为这可能对卖方管理的时间和资源产生干扰和消耗。

在项目收购的情况下，根据我们的经验，大多数贷款方最终会采取务实的态度，并接受卖方和买方的报告作为其自己尽职调查的依据，但前提是这些报告的覆盖范围足够广泛并且贷款方信赖这些报告。我们曾经遇到一些贷款方坚持要求其自身利益制作单独的报告，特别是其认为项目的技术风险较高的情况下，其要求制作单独的技术报告。买方应考虑在流程的初始资格预审阶段就报告范围达成一致，以避免在流程后期出现这些问题。在聘请顾问提供任何买方报告的情况下，确保融资来源可以依赖这些报告也很重要。

这在很大程度上取决于收购的时间表以及出售流程的竞争性。如果要取得成功，紧迫的时间表和高度竞争的流程将要求买方及其贷款方接受更有限的尽职调查。每个项目的复杂性和发展阶段都会落在某个范围内，这将决定必要和适当的尽职调查程度，而且各方都需要务实。

担保

杠杆买断融资和项目融资通常都涉及对目标公司的股份、资产和现金流进行担保。在项目融资的情况下，此类担保往往被非常严格地适用，“全部资产”担保是范式，担保组合中的排除事项需要特别协商。对于杠杆买断融资，担保组合通常基于一套商定的担保原则，这些原则反映了基本成本/收益分析，因此有更多的限制规定（虽然类似的限制也可能适用于与强大且资信良好的保荐人进行的某些项目融资）。强大的保荐人通常会尽力将担保组合限于股份担保以及银行账户和公司间贷款担保。

这往往是一个需要激烈谈判的领域，没有一刀切的方法，但根据我们的经验，买方通常能够获得银行融资承诺，而这些融资承诺的条件是提供买方控制范围内的担保，这些担保只需在交割时通过合理努力设定，而且其他担保（包括任何间接协议）只需要在收购完成后尽快设定。虽然交割后担保组合的确切性质需要进行协商，但起点往往是项目融资的蓝图（控股公司融资存在明显例外）。

在杠杆买断融资中，收购工具上的担保通常在交割日设定，对于重大子公司的股份及其他资产上的担保，最长可以在交割后三个月内完成公示登记。这对项目的收购可能产生一个难题。首先，项目通常由单一的主要资产（例如矿山、液化天然气工厂或风电场）组成，项目的全部或绝大部分现金流根据少数关键合同产生。贷款方可能会担心交割后此类关键资产和合同上的担保存在巨大差距。其次，项目融资贷款方习惯于在交割时授予所有或几乎所有资产的担保，因此与精通收购融资的贷款方相比，未能从完全担保中受益的未偿还贷款使其更加困扰。为了解决此问题，在某些情况下，银行会寻求次级担保，该担保在交割时会自动升级为最优先担保。在我们看来，这种方法只能在极少数情况下通过成本效益分析。由于控股公司融资没有在项目层面授予的担保，因此更加简单。

替代融资方案

筹集有限的追索权融资并非在所有情况下都是正确的方法。企业买方可能希望在自己的资产负债表上筹集债务融资或者用现金准备金为收购提供资金。如果买方是一个资信良好的实体，该债务可能具有较低的费用和保证金，是无担保的并且有更多限制性承诺，尽管它通常对于买方业务和资产具有完全追索权（与项目层面的融资相反，项目层面的融资仅对项目具有交易完成后的追索权）。

保荐人也可能希望考虑过桥融资，无论是否有公司担保，以期望之后进行再融资。此举的一个动机是，由于尽职调查过程更加有限，并且基于保荐人资信的承诺事项谈判更加简单，因此可以显著加快交易执行速度。

也可能设立“项目债券”（例如，规则 144A / 法规 S 结构），为项目收购提供资金，或许在银行承诺的支持下，如果在收购交易结束时没有可用的债券市场（至少没有更具吸引力的条款），则提供更高的确定性。作为替代方案，交易的结构也可能旨在迅速为资本市场上的过桥银行债务提供再融资。

虽然为收购融资发行项目债券的时间问题可以通过使用交割托管账户结构得到解决，但其他需要考虑的问题（如有可能，应纳入到 SPA 融资合作条款中）将由卖方/目标公司要求的尽职调查事项方面的高层合作进行推动，尤其是为了达到所要求的财务披露标准。出于法律和营销目的，满足债券市场披露标准所需的尽职调查程度很可能会超过并购过程中通常的尽职调查程度。虽然确切的披露事项将作为反复进行和特定交易流程的一部分制定，但是（举例而言）目标公司管理层可能需要协助尽职调查流程，包括准备业务描述，回答承销商及其法律顾问就目标公司的财务和运营情况提出的尽职调查问题，而且可能制作备考财务报表。除了要求的财务报表（经审计的报表和管理账目）以外，目标公司的审计师还需要同意披露审计意见并按要求的形式提供安慰函，并在项目债券结算时进行核销。

结论

为收购项目及其他基础设施资产进行融资需要保荐人和贷款方采取灵活务实的方法。保荐人应考虑如何以最佳方式确定其融资对象，并准备好纳入项目融资和收购融资市场的特点，并积极预测现有贷款方和新贷款方的要求，以实现及时、顺利的交割。参与该行业的贷款方及其顾问需要了解投标流程的要求，并准备好推进收购融资时间表。

虽然收购融资的时间线通常比项目融资的时间短（因为在项目融资中，银行同意与买方使用相同的尽职调查报告），但确实没有理由为什么不能压缩此过程以适应典型的收购融资时间表。

这不是一个所有贷款方都乐于经营的市场。但是，我们继续看到贷款机构中出现了新的参与者，他们看到了良好的商机。更灵活的私人信贷运营商在评估项目风险方面变得更有经验，且能够提供定制产品，以满足保荐人和投资者的要求，这是项目和杠杆买断领域的传统银行市场无法做到的。

根据我们的经验，在保荐人和贷款方双方以正确的心态处理交易的情况下，贷款方和保荐人建设性地合作可以就出现的问题达成务实的解决方案。随着越来越多的交易完成，各方的期望都得到了更好的理解，从而导致流程更加精简。

本文中表达的观点仅是作者的观点，不应视为苏利文·克伦威尔律师事务所的观点。