

# 参透项目收益风险

为有效防控项目收益风险，企业应理顺特许权协议中的收益机制，探索多元化的投融资结构，积极运用相关金融产品和服务。

文/孙晔 李洁 编辑/章蔓菁



随着“一带一路”倡议的深入实施，中国企业迎来了难得的发展机遇。其中，凭借丰富的技术经验，能源和基础设施项目成为中国企业在“一带一路”建设中的突出亮点。而随着国际市场竞争的加剧，能源和基建项目的管理模式正逐渐从传统的EPC模式向“EPC + Equity（投资）”和“EPC + Financing（融资）”转变。与之相应，项目的收益来源也从原先EPC模式下的一次性工程款结算，变为项目在运营期内的持续性现金流。这使影响项目收益的因素更加多元、复杂。如何清晰地梳理影响项目收益的风险因素，并制定有效的管控措施，成为众多中国企业面临的一项重要课题。

## 影响项目收益的内部因素

在“EPC + Equity”或“EPC + Financing”模式下，外国投资者通过与东道国政府签订特许权协议（根据相关程序和文件要求的不同，在实际项目中可能为特许权协议、实施协议或单一的购电协议，本文以“特许权协议”统一指代），获得规定期限内的项目收益权。特许权协议会规定项目收益的构成及其基本边界，并在特定情况下对收益进行调整（增加、减少或补偿）。此类收益机制安排是影响项目收益的重要决定因素，企业在谈判过程中需要仔细梳理协议中有关

收益机制的规定，尽可能增强对项目收益的掌控力。

一是价格回顾机制。能源和基建项目通常为长期项目，合同各方虽然会在特许权协议签订之初就确定价格，但可能会嵌入一定的价格回顾机制，以便为未来的价格调整留出空间。例如罗马尼亚布加勒斯特的供水与卫生项目，会每隔五年进行一次费率回顾，根据事先约定的资产性能指标，考察项目的实际执行效果，并据此调节费率。实务中，启动价格回顾的条件既可以基于特定的时间点，也可以基于特定事件。对于项目公司而言，价格回顾机制会给项目收益带来一定的不确定性，因此需要注意价格回顾机制启动事件的具体规定，以及机制本身对各方权利行使的限制。

二是收益与性能指标的挂钩机制。特许权协议通常会对设施性能指标做出明确规定，要求项目满足一定的性能要求，否则可能降低费率。此外，协议通常还会规定最低性能要求，如果项目未能实现最低性能要求，项目公司可能还需要支付性能违约金。

三是特许权期限。特许权期限关系着获取收益的期限。如果特许权期限是确定的，企业需要根据期限倒推确定最低费率。部分项目也会采取可变期限，约定在项目净现值达到事先所约定的目标时，特许权终止。此外，特许权协议还会对项目完工期限做出明确规定，如果未能在约定的期限内完工，项

目公司则可能需要支付误工违约金。

四是延期及成本补偿机制。当发生政府方违约、不可抗力或者法律变更等非归咎于项目公司的事件，并且影响到项目公司对义务的履行时，根据情况可能允许延长特许权协议期限，并向项目公司补偿由此增加的成本。而这些事件及其后果的界定，会对合同履行及项目收益产生直接影响，故项目公司在特许权协议的谈判过程中应对此予以高度关注。

自然类不可抗力。在传统的风险分配模式下，特许权协议通常会规定，如果自然类不可抗力仅影响项目场址以外的区域，则项目公司可以在不可抗力的持续期间免于履约、相应顺延特许权期限，在部分项目中承购方可能仍需要支付一定项目收益；如果自然类不可抗力影响到项目场址，并导致设备不可用时，则除了允许项目公司在不可抗力持续期间免于履约、相应顺延特许权期限外，还可能要求通过保险来补偿实际损失/恢复原状的费用，通过业务中断险来维持债务清偿，且项目公司在损害严重或在不可抗力持续达到特定天数时，还有权终止协议。然而，由于各方的谈判地位不同，也可能出现偏离传统风险分配的方式。例如规定在不可抗力持续时，项目公司无权终止合同，甚至可能要求项目必须恢复原状，且无最低回报率的保障。

政治类不可抗力。政治类不可抗力通常包括战争和封锁、叛乱和暴动、

“政治原因”的罢工、恐怖主义、国家法律变化等。传统的救济措施包括延长特许权期限、项目公司在不可抗力持续期间免于履约、认定容量付款（deemed availability payments）等。但近年来，实务中也开始出现一些新问题，需要企业在谈判中加以关注，并尽可能在协议中做出明确约定。例如邻国发生的战争是否应视为政治类不可抗力事件、东道国政府是否必须对相关不可抗力事件实施控制，以及因罢工或制裁活动而对项目公司实施的救济是否应仅限于建设阶段等。

法律变更。对于因法律变更造成的成本增加，项目公司通常有权获得救济或赔偿，包括对增加资本开支的直接赔偿（如环境法变更）、因法律变更造成持续财政影响时调整费率（如税务变更），以及免于履行合同责任等。特许权协议通常会“法律变更”做出明确定义，项目公司需要留意协议所定义的“法律”具体是指哪些法律（例如是否包括税法，是否包括不与项目直接相关但会对项目产生影响的法律）、什么时间点之前的法律以及变更的具体含义等。有时，东道国政府/项目承购方也可能提出偏离传统模式的风险分配方法。例如：不保护项目公司及其股东因税务变更而受到的影响；在发生行业重组时，对于项目承购方的信用不做保证或承诺；对于因法律变更导致的成本上升，仅在妨碍项目公司履约时才进行补偿；东道国政府/购电方有权选择调整费率、支付直接赔偿和/或延长购电协议期限等赔偿方式。此外，还可能对因法律变更造成的项目公司的救济权设置期限，例如项目公司在回收投资成本之后，就不再享有该等权利。

五是提前终止补偿机制。对于项目公司而言，一旦特许权协议提前终止，就意味着项目终止，从而无法继续

持有项目相关权益并获得收益。针对项目提前终止，特许权协议通常会区分不同情形，并规定特许权人回购项目时应支付的终止补偿。终止情形不同，可获补偿的计算方式也不同，具体计算方法常以协议附件的方式予以细化规定。企业在谈判过程中，应注意有关终止情形的具体规定、是否有相应补救期以及终止补偿的计算公式。

关于终止补偿的计算。一些项目特许权协议会根据不同情形，在公平市场价值的基础上设置一定的溢价或折扣价，并对有权确定公平市场价值的主体、确定原则甚至公式予以明确规定。还有一些特许权协议会对终止补偿数额直接予以明确规定。例如马来西亚某光伏电站招标投标项目中，特许权协议就约定：如果因项目公司违约导致项目提前终止，则购电方有权收购项目，收购价格主要以项目未偿还债务和项目公司的剩余资金为依据（其中未偿还债务部分，还会进一步根据投资人资金到位的具体情况设定不同偿还比例）；如果因购电方违约导致项目提前终止，则在前述补偿的基础上，购电方还必须补偿项目投资人已投入的股权投资及其利息。

### 影响项目收益的外部因素

除了受到特许权协议规定的收益机制的影响外，项目收益还会受到多方面外部因素的影响。其中，承购方的信用风险、汇率及汇兑风险、通货膨胀及利率风险、竞争风险以及政策变动风险是常见的几类风险。

一是承购方的信用风险。承购方的信用和支付能力是确保项目收益得以实际支付的重要前提。在项目前期开发阶段，企业必须审慎评估承购方的信用等级，即使承购方是当地的国有企业或上市公司，也不可掉以轻心。以巴基斯坦为例，该国的电力行业一直深受“三

角债”问题的困扰，严重影响了巴基斯坦国家电网公司以及其他公用事业单位的支付能力。如果企业仅仅因为购电方的国有背景而忽视信用评估，往往会给日后埋下风险隐患。

二是汇率及汇兑风险。在“一带一路”项目的投融资阶段，投资款和贷款多以美元或欧元发放，但是等到运营期产生项目收益时，部分项目的承购方可能会以当地货币进行支付，从而形成币种错配，导致汇率风险。此外，部分“一带一路”沿线国家存在外汇管制，会给项目收益的汇出带来一定障碍；还有些国家虽然不会对资本汇出施加限制，但是政府并不担保100%的外汇兑换和汇出。例如越南政府虽然对外汇汇出没有限制，但其只提供30%的外汇兑换，剩余70%必须由项目公司通过商业银行进行兑换。

三是通货膨胀及利率风险。“一带一路”沿线的许多国家普遍存在通货膨胀问题，而通货膨胀和利率变动会直接影响项目的物资、原料、人员等成本以及融资成本，进而影响到项目收益。

四是竞争风险。能源和基础设施项目的收益在很大程度上取决于项目在特定区域的稀缺性以及垄断程度。以公路项目为例，如果在项目附近建造相同用途的公路，就可能会影响当前项目的车流量，进而影响项目的收益。因此，保障项目在特定区域、特定期限内的排他性就十分重要。

五是政策变动风险。政策变动，特别是投资保护措施、投资激励是否继续存在，以及健康、安全和环境相关标准放宽等，都会对项目收益产生重要的影响。对于政策变动风险，虽然一般可以通过法律变更条款予以解决，但是法律变更中的“法律”可能未必能涵盖所有的政策，特别是以通知、政策形式出台的临时性投资保护措施、投资激励

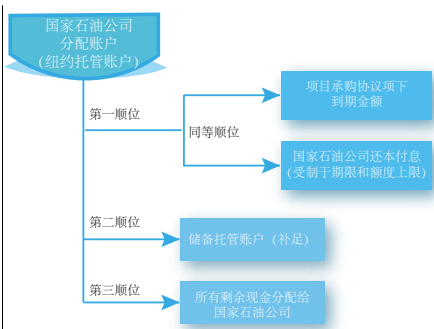
等。此外，当项目收益来源包括监管价格和自由竞争价格时，法律变更条款可能无法保障自由竞争价格的部分。

## 收益风险的防范

在项目的实施过程中，各项风险因素并非相互独立，而是互相作用、共同影响项目的收益。企业需要在对东道国的法律环境和项目协议相关对象进行尽职调查的前提下，采取“多管齐下”的措施，防范收益风险。

一是积极探索多元化的投融资结构，适时引入其他参与方。为防范政策变动风险、汇兑风险以及竞争风险，企业在早期的项目研究阶段应尽可能探索不同的结构，必要时可考虑与政府、国有企业或者国际多边融资机构在投融资的不同层面开展合作，通过引入政府或国有企业来为项目的推进以及收益的保护提供支持，通过引入国际多边融资机构来对东道国政府施加影响，从而降低潜在风险。

二是厘清项目收益的架构，做好财务测算，并在协议文本中落实。在项目建设初期，企业首先需要准确掌握当地项目的收益来源和收益结构（不同类型的项目有着不同的收益来源，即便是相同类型的项目，由于合同模式的差异等原因，其收益构成也不尽相同）；然后，梳理特许权协议的具体规定，并建立财务模型对项目收益进行测算。其核心原则是满足成本回收以及合理的投资回报。在此基础上，企业应将项目收益的合理架构落实到协议文本中，特别是要注意关于收益构成、性能要求、特许权期限、成本补偿机制、终止补偿机制等方面在协议中的表述，能适当限制政府或业主权利，合理分配风险，最大程度地保障项目收益。此外，结合当地的法律规定，企业还应考虑东道国政府在特许权协议中承诺排他性和保证投资激



某非洲项目的信托账户设计

励的可能性。

三是通过各类项目文件，实现有效的风险传导。对于项目性能不达标，超支、超期等带来的收益风险，企业应结合技术方案，尽量通过EPC合同、运维合同、燃料供应合同、土地合同等项目文件，将风险传导至EPC承包商、运维承包商、燃料供应方等最能有效管理风险的主体，以减少项目公司在特许权协议项下承担的剩余风险。值得一提的是，信用良好的EPC承包商、运维承包商、技术顾问等的参与，以及合理有效的风险传导可以为项目增信，使项目更具有可融资性，为项目进一步吸引第三方投资人和融资人奠定基础。

四是灵活运用各类协议条款以及金融产品和服务。针对汇兑风险和通货膨胀风险，企业可在特许权协议中探索项目收益全部或部分以美元或欧元计价，并争取将项目收益与指数/利率相关联；同时，还应充分运用掉期、远期等金融工具来防范汇率波动的风险。此外，也可以适当通过使用当地银行贷款或当地银行与国际银行组合贷款的方式，来减轻汇兑风险。

针对承购方的信用风险，企业可考虑采用监管账户/信托账户等方式，将相关项目收入与承购方相对隔离，以监督项目收益的现金流向。例如在某非洲项目中，该国的国家石油公司承诺购

买项目所生产的天然气，但是其自身以及下游公用事业公司的信用状况欠佳，引发了企业对承购方支付能力的担忧。对此，企业在设计担保解决方案时引入了信托账户，要求项目的回款直接付至纽约的信托账户，并优先支付项目承购协议项下的到期金额，以降低承购方的信用风险（见附图）。

五是发挥出口信贷保险机构的功能。出口信贷保险机构可以帮助覆盖项目的部分政治风险。例如中国出口信用保险公司提供的股权保险（被保险人为投资者）和债权保险（被保险人为银行），可覆盖的风险类型包括征收/国有化、汇兑、战争/政治暴乱、政府/政府性机构的违约等，且针对基本政治风险的最高赔付比例可达95%，针对违约的最高赔付比例可达90%。此外，一些国际性或区域性保险机构（例如MIGA、非洲贸易保险机构、非洲开发银行等）和私营保险公司，也可以承保政治风险。

六是审慎应对主权担保。中国企业和融资机构在“一带一路”项目中通常较为依赖主权担保；但近年来各国对于提供主权担保的限制开始逐渐增多，获得当地政府主权担保的难度正逐渐加大。对此，企业需要设计更加复杂的融资和担保架构，尽可能确保政府提供必要的支持。特别需要注意的是，即使东道国政府提供了所谓的“主权担保”，企业也必须准确了解担保的具体范围。例如是在购电协议项下电网公司的支付义务、汇兑承诺、股东协议项下国有公司的出资义务、贷款协议项下的还本付息义务，还是承诺财政拨款等。此外，企业还要了解主权担保的程度，例如担保的比例是否为100%，是否属于连带担保，以及担保执行的触发时间等。■

作者单位：史密夫斐尔律师事务所