

YieldCo 融资模式与境内新能源电站融资

一、YieldCo 概念

YieldCo 全称 Yield Corporation，中文一般表述为收益性公司。YieldCo 代表了一种收益导向（yield-oriented）的融资模式，其本质上是一种收益型融资工具。具体而言，YieldCo 是由母公司（Sponsor）发起创设、持有一定规模营运资产（operating assets）、并将该资产产生的部分现金流以股息（dividend）形式按照一定频率（如按年或按季）支付给股东、并通过上市来公开募集资金的实体。

作为一种新兴的新能源融资工具，YieldCo 源于美国，继而传播至欧洲。最近一年，国内新能源公司也在尝试使用这一工具。YieldCo 与早先出现的 MLPs（业主有限合伙）和 REITs（不动产投资信托基金）类似，都是收益导向的融资方式，且实体均可在美国公开上市。与传统上市公司不同，YieldCo 公司并不特别强调盈利能力和扩张速度。虽然投资者获得的是股权，但现金流稳定、可期，使之又具有类似债权的可靠性。YieldCo 的投资者更关注公司现金流的稳定、可靠与适度增长，而非盈利能力或市场规模的快速扩张。设立 YieldCo 的核心目标是募集低成本资金。

正是因为具有以上特点，YieldCo 模式被广泛用于解决新能源行业的融资难题。YieldCo 把质量高、风险小、有稳定长期现金流的运营资产打包上市，然后把大部分（根据成长性需求，通常在 75%-95%）运行现金流按期分配给股东。因为其收益是稳定、有保障和可持续的，还有成长性溢价和上市流动性溢价，因此 YieldCo 通常比它的母公司自己单独融资成本要低很多。另外，YieldCo 母公司通常负责开发、投资、运营，而其子公司 YieldCo 则作为融资平台，可以为母公司降低资本成本并循环资金，支持企业进一步发展。

理论上，所有满足前述基础条件的各类资产都可以通过 YieldCo 进行融资。实践中，除了以纯新能源资产进行配置外，还有一些 YieldCo 为了分散风险、确保现金流平稳而对资产组合进行了多元配置。例如，NGR Yield 的资产组合就囊括了传统能源（火电）、新能源（光伏、风电）和供热资产。

依据我们的研究，YieldCo 能够实现低成本融资的原因也是其产生的背景，具体而言：

1、YieldCo 的低风险属性能够满足风险厌恶型投资者的投资需求。相对不确定性较大的开发期

资产而言，YieldCo 的资产多处于营运阶段，理论上能够产生长期、稳定、可靠的现金流，且其股息目标增长率大致在 8%-15%之间，具有较高的投资安全边际，容易获得保险、银行等风险厌恶型投资者的青睐。

2、YieldCo 的独特税务处理增加了对投资者的吸引力。如前所述，YieldCo 中“Co”的“Corporation”属于美国法上的 C-corporation。虽然，C-corporation 在公司和股东层面均需缴纳所得税，面临双重征税问题，但在实践中，可通过税务处理化解这一问题甚至实现一定程度的税收优待。该问题属于美国税法问题，在此不作分析。

3、从新能源行业的角度，母公司在运营、收购兼并、产业战略方面的优势给 YieldCo 公司未来的扩张、发展及未来保持持续盈利能力提供较强的保障。

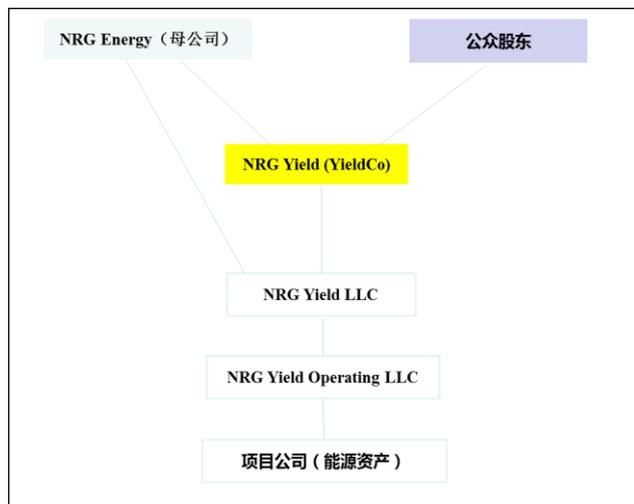
4、YieldCo 以上市公司形式公开募集资金，降低了流动性溢价。目前，几乎市场上所有 YieldCo 均为上市公司，公众股东除享有股息收益外，还可以在证券交易所公开转让持股。YieldCo 股权极强的流动性显著降低了投资者的流动性溢价要求，有效降低了融资成本。

二、YieldCo 基本模式

YieldCo 从产生至今在新能源领域（主要包括光伏发电和风力发电领域）已经得到广泛发展和应用。市场实践中最具代表性的 YieldCo 公司为 TerraForm Power、NextEra Energy Partners、NRG Yield 及 Abengoa Yield。

根据市场实践，YieldCo 主要模式之一为 NRG Yield 模式，其基本架构见下图¹：

NRG Yield 模式（以 C-corporation 为基础）



三、YieldCo 在中国新能源领域发展的背景

随着国内新能源领域的快速发展，新能源建设项目需要大量的资金支持。根据某国际会计师事务所此前发布的报告，从 2014 年到 2017 年中国太阳能发电的投资需求大约在 7370 亿元，对不少民营光伏电站运营商而言，融资难是一个相对普遍的问题，而传统的银行贷款和发行债券的融资方式，并不能完全满足光伏电站运营商的需求。此外，纯独立发电商（Independent Power Producer）的模式也会导致公司资金链紧绷，项目开发速度缓慢，公司估值持续低迷。

由于 YieldCo 融资成本比母公司成本要低，通过资本循环不但会大大提高母公司的每股收益，同时可把母公司在快速成长时的股份稀释到最低，对于降低资金成本、循环资金，支持企业进一步发展成长都非常有利。根据统计，按照目前的市场情况，国内太阳能电站通过母公司股权融资，融资成本要达到 10-12%，但是在 YieldCo 平台上国内太阳能电站股权融资成本有望在 8% 左右。在项目开发上，YieldCo 更有望把整个电站的加权平均资金成本降低到 7% 以下。比如，长期贷款的融资成本是 6% 乘以 75%（即项目的贷款比例），而 YieldCo 的融资成本是 8% 乘以 25%（即项目的资本金比例），那么整个项目的加权融资成本就可以降低到 6.5%，这会大大降低公司投资回报率的要求、增加公司在项目开发、收购的竞争优势。

¹ 本文中的结构图来自以下网站 <http://www.wusuobuneng.com/archives/19987>

四、YieldCo 适用于境内新能源电站项目的相关问题和挑战

鉴于 YieldCo 融资模式的种种优势，中国能源类企业在境外投资或开发建设新项目时可以考虑选择适用 YieldCo 方式进行融资。但是，对主要资产在中国境内的能源企业而言，在中国现行法律监管环境及能源行业现状下采用该模式进行境外融资会遇到一定的挑战和限制。

(一) YieldCo 模式对基础资产要求较高：

首先，出于上市需要，YieldCo 持有的资产组合要求具备一定的规模，且资产组合的质量较高，理论上要求项目签署长期的销售合同（如售电合同）以保证相当长一段时间的稳定现金流。若资产组合规模较小且无法有效保证长期现金流，将对这一融资模式造成负面影响。而在中国，根据我们的项目经验，国内能源项目特别是新能源电站项目存在的下列问题，可能影响资产的收益稳定性和合规性：

- (1) 资产在运营所需的资质许可及土地利用方面存在合规性瑕疵；
- (2) 限电情况存在，部分地区部分时期内限电较为严重。例如我国西北地区，该地区发电条件优厚但就地消纳能力严重不足，跨省输电需要搭建特高压电网，建设成本高且限制较多；
- (3) 购售电合同通常一年一签，除少数特定情况下的电站项目签署了长期的购售电合同外（此类项目通常是以项目融资为融资模式的传统燃煤发电项目），依照电网企业的惯例，新能源电站很少能获签长期的购售电合同；
- (4) 相关补贴支付的周期可能较长。目前，为促进可再生能源的发展，国家制定了包括电价补贴在内的一系列优惠政策，该等补贴通常随电费支付。实践中，与对应标杆

电价部分的电费的支付周期相比，补贴支付的周期往往更长，大大晚于标杆电价部分的电费。

(5) 部分电站建设质量不高。

其次，为了达到目标股息增长率，YieldCo 需要向母公司或第三方滚动收购符合条件的基础资产并及时补充到资产组合中。能源项目中，每个项目的开发耗时费钱且有较高的投资开发风险，YieldCo 能否有能力满足资产组合补充需求也是一个问题，实质是对其母公司在基础资产收购及整合方面的能力的很大的挑战。

(二) 境内电站资产境外融资

在境外设立 YieldCo，以境内资产境外融资时可能遇到的常规法律问题，如新设/并购主体选择，并购中的政府审批、资金流向、反垄断审查、国家安全审查等合规性问题，在该等模式中同样存在。

此外，该等模式下，如何降低境内收益汇至境外时的税务等相关成本也值得研究，可探讨的方式有利用跨境人民币资金池、境内企业对境外股东放款等方式。如果纯粹以分红方式则通常情形下会有 5%-10% 的预提所得税。

(三) YieldCo 模式在国内直接适用的法律障碍

首先，以 C-Corporation 为基础的一般 YieldCo 模式，均采用双重股权结构方式在美国上市²，但我国公司法恪守同股同权原则，禁止双重股权结构³。也就是说，YieldCo 无法符合在中国上市的条件，无法达到融资目的，这是目前我

² 双重股权结构 (Dual Share Class Structure)，是一种通过分离股票收益权和公司控制权而对公司实行有效控制的手段。区别于同股同权（即一股一票）的制度，在双重股权结构中股份被划分为高、低两级投票权的股份，即 B 级股和 A 级股。此种结构在上市公司中较为常见，通常为公众股东持一票一股的 A 级股，而公司高管或实际控制人则持有一股数票的 B 级股。如此一来，实际控制人虽然会因公司上市而导致股份被稀释，但对公司的实际管理权却不会被弱化。举例：根据公开报道，采用双重股权结构的 Facebook 经过 10 轮融资后，创始人马克·扎克伯格持有 28% 的股权但却代表着 58.9% 的投票权，仍实际控制 Facebook。

³ 《中华人民共和国公司法》第一百二十六条规定，“股份的发行，实行公平、公正的原则，同种类的每一股份应当具有同等权利。”

国适用 YieldCo 模式的合规性障碍。其次, YieldCo 在美国独特的税务处理方式并不能适用于中国的现行税收监管制度中。不能达到税收优待这一目的, YieldCo 模式对投资者的吸引力将大大降低。

(四) 建设期新能源项目的融资

此外还需注意, YieldCo 融资模式只适用于已运营的成熟的新能源项目, 对于同样有融资需求且处于在建期的新能源资产, 国际上正在探索采用一种仓库融资工具 (Warehouse Line of Credit, WHL) 进行融资。仓库融资工具是指授予借款人一个循环贷款来购买抵押投资组合 (如新能源项目) 用于将来的资产证券化。这类投资组合将被质押给贷款人作为仓库融资工具的担保品, 并被

注入到项目公司中用于资产证券化。将来资产证券化产生的收益将给予贷款人, 贷款人再用该收益补充进仓库融资工具进行后续使用。

五、君合的深度参与

君合是国内最先接触并深入了解 YieldCo 融资模式且具备法律实践经验的中国律师事务所。2015 年, 君合作为某著名国际投资机构的法律顾问深度参与了国内新能源领域第一个采用 YieldCo 模式的项目, 并深度参与了另外一家率先采用 YieldCo 模式进行新能源电站开发的美国能源开发商在中国的新能源项目。近期, 君合还将参与以 WHL 为融资模式的某新能源电站融资项目。

程 远	合 伙 人	电 话: 86 10 85192538	邮 箱 地 址: chengyuan@junhe.com
周 辉	合 伙 人	电 话: 86 21 22086284	邮 箱 地 址: zhouh@junhe.com
覃 宇	合 伙 人	电 话: 86 10 85192542	邮 箱 地 址: qiny@junhe.com
葛傲雪	律 师	电 话: 86 10 85191227	邮 箱 地 址: geax@junhe.com
丁兴镇	律 师	电 话: 86 10 85192492	邮 箱 地 址: dingxzh@junhe.com
赵 洋	律 师	电 话: 86 10 85191398	邮 箱 地 址: zhaoyang@junhe.com
李作鹏	实 习 生	电 话: 86 15600918126	邮 箱 地 址: lizp@junhe.com

本文仅为分享信息之目的提供。本文的任何内容均不构成君合律师事务所的任何法律意见或建议。如您想获得更多讯息, 敬请关注君合官方网站“www.junhe.com”或君合微信公众号“君合法律评论”/微信号“JUNHE_LegalUpdates”

