

“东风袅袅泛崇光”——光伏电站项目股权收购常见交易模式

作者：周成曜 | 王艺轩 | 钟怡 | 刘坤

引言

在《“光风霁月明”——光伏行业概览及趋势洞察》中，我们从光伏发电概述、光伏发电行业政策、光伏电站交易概览三个方面展开，对光伏行业的基本情况和发展趋势进行了介绍。本篇我们将聚焦于光伏电站的股权收购，结合法律政策和行业实践，对光伏电站股权收购常见的**交易模式**进行探讨。

一、光伏电站项目股权收购常见交易模式

在光伏电站股权收购交易中，设计交易模式是前期极为重要的环节，交易各方需立足行业实践，综合考量具体项目情况、法律政策以及各方的商业利益诉求，确定适宜的交易模式，从而为后续交易的开展和完成奠定基础。“物换星移几度秋”，光伏电站项目股权收购的交易模式经历了数次更新迭代，从直接收购和夹层收购等早期收购模式，已经发展出预收购、委托开发、合作开发等新型收购模式。

（一）早期收购模式

1. 直接收购模式

直接收购模式是指收购方从光伏电站项目的出售方收购项目公司的股权，以直接取得项目公司控制权，其特征不在于收购标的一般是已建成的光伏电站项目。直接收购模式中通常以项目并网投产作为分界线，出售方和项目公司一般负责完成项目并网投产前的立项和建设工作，收购方则通常在收购项目交割后继续负责项目的运营工作。该等收购模式因不会触发“倒卖路条”的政策红线，因而在早期得以应用。

所谓“倒卖路条”，即指在项目投产前，发生未经备案机关同意擅自变更项目投资主体等主要内容行为。自2013年以来，国家能源主管部门发布了一系列规定和政策，严格禁止倒卖光伏电站项目路条的行为。

规定或政策名称	文号	关于“倒卖路条”的禁止性规定
《光伏电站项目管理暂行办法》	国能新能[2013]329号	项目单位不得自行变更光伏电站项目备案文件的重要事项，包括项目投资主体、项目场址、建设规模等主要边界条件。
《国家能源局关于进一步加强光伏电站建设与运行管理工作的通知》	国能新能[2014]445号	禁止买卖项目备案文件及相关权益，已办理备案手续的光伏电站项目，如果投资主体发生重大变化，应当重新备案。
《国家能源局关于开展新建电源项目投资开发秩序专项监管工作的通知》	国能监管[2014]450号	进一步规范新建电源项目投资开发秩序，坚决制止新建电源项目投产前的投机行为。监管重点之一便是：“电源项目投产前的股权变动等情况”。
《国家能源局关于下达2015年光伏发电建设实施方案的通知》	国能新能[2015]73号	未经备案机关同意，实施方案中的项目在投产之前，不得擅自变更投资主体和建设内容。
《关于完善光伏发电规模管理和实施竞争方式配置项目的指导意见》	发改能源[2016]1163号	光伏电站项目纳入年度建设规模后，其投资主体及股权比例、建设规模和建设场址等主要内容不得擅自变更。已纳入年度建设规模、未进入实质性工程建设阶段的项目不得向其他投资人转让，投资主体无力建设，应向所在省（自治区、直辖市）发展改革委（能源局）申请从年度规模中取消，并向原备案机关申请撤销备案。在建设期确因企业兼并重组、同一集团内部分工调整等原因需要变更投资主体或股权比例的，或者调整建设规模和场址的，项目投资主体应向所在省（自治区、直辖市）发展改革委（能源局）提出申请，获得审核确认后方可实施变更，并向国家能源局派出机构报备，同时在国家可再生能源信息管理平台上重新登记有关信息。在项目投产后变更投资主体，应向原备案机关进行变更登记，抄送国家能源局派出机构和当地电网企业，并在国家可再生能源信息管理平台变更登记信息。

直接收购模式下，收购方一般直至项目并网投产才介入，这使出售方和项目公司面临巨大的现金流压力。同时，收购方进入时间较晚，未曾主导或参与项目前期建设和项目质量管理，对项目 and 项目公司的了解主要基于出售方和项目公司的披露，可能无法充分预见和控制项目运营周期内出现的工程和设备质量缺陷风险¹以及其他风险。然而，受限于“倒卖路条”的禁止性规定，在项目投产之前，如果需要变更投资主体和建设内容等主要内容，需经过一系列繁琐的手续。虽然理论上未建成的光伏电站项目可以作为直接收购模式的收购标的，但受限于各地能源主管部门的口径、地方政策规定等诸多因素，实践中能够成功在项目并网投产之前完成收购的案例少之又少。活跃的交易者们决定开辟一条新的道路，既能避免触碰“倒卖路条”的红线，又能使得买卖双方尽早展交易，夹层收购模式因此登上了舞台。

¹ 根据参见固德威：光伏电站施工中的关键质量控制点，《光伏电站施工中的关键质量控制点》（<https://www.goodwe.com/photovoltaic-system-solutions/2071.html>，）：“除土建基础设施外，光伏电站的建设还包括光伏支架安装和电气设备安装两个重要环节，光伏支架安装的质量控制关系到组件的安装质量和后期的发电收益，而由于电气设备承担光伏系统的能量传输，电气设备的安全性和稳定性也取决于电气设备安装的质量。”

2. 夹层收购模式

夹层收购模式是指在项目公司上层设置一级到二级夹层公司，由收购方从夹层公司股东处受让夹层公司的股权，以间接取得项目公司的控制权。夹层收购的直接参与主体包括夹层公司、收购方和夹层公司股东，但因收购的最终标的是项目公司，故惯常项目公司也会作为签署方被纳入到相关交易文件中。

夹层收购的优势显而易见。一方面，在项目公司作为光伏电站项目备案²主体的情形下，因项目公司层面的股权结构未发生变更，收购时点不会受到项目开发阶段的限制，收购方可基于其商业诉求，选择合适的时点介入对夹层公司进行收购。此外，夹层收购模式中转让的是夹层公司而非项目公司的股权，因而在一定程度上可以避免收购交易需取得融资租赁公司、银行等融资方的同意。另一方面，基于公司独立法人地位的特征，夹层结构具有一定的风险隔离作用，可以避免项目公司的重大风险直接波及到收购方。

虽然夹层收购模式的产生系源于规避“倒卖路条”，但该等模式仍无法完全避免被认定为“倒卖路条”的风险。由上表总结可见，不同规定或政策中对“倒卖路条”中涉及项目投资主体变更情况的表述略有差异，包括“变更项目投资主体”“投资主体发生重大变化”“股权变动情况”和“投资主体及股权比例变更”。但法律政策目前尚未对上述表述的解释形成统一认定标准，例如“投资主体变更”中涉及变更的“投资主体”是指项目公司的直接股东，还是指项目公司的所有直接和间接股东；“投资主体变更”和“投资主体发生重大变化”是否包括投资主体实际控制人发生变化，这给各地能源主管机关留下了自由裁量的空间。

夹层收购模式下，股权变动发生在夹层公司层面，项目公司未发生股权变动，因此在该模式应用之初，监管和裁判实践曾采取了默许态度³。但近年来，光伏项目监管风向有所转变。2022年3月24日，国家发改委、财政部和国家能源局联合下发《关于开展可再生能源发电补贴自查工作的通知》，其中包含对“项目是否依法依规核准（备案）”的核查，这使得此前处于灰色地带的夹层收购引起能源主管机关的关注。部分能源主管机关，例如内蒙古自治区多地发展改革委员会将“项目公司的上层公司的股东发生变更”认定为“投资主体发生变更⁴”，进而将夹层收购认定为“倒卖路条”的行为，并废止了部分项目公司的项目批复上网电价文件。我们理解，出于审慎监管的态度，能源主管机关对“倒卖路条”的认定日趋严格，在实操中可能会进行穿透核查，将夹层收购认定为“倒卖路条”，使得项目遭受核准或备案文件无效、无法获得可再生能源补贴等不利影响。

基于上述直接收购模式及夹层收购模式存在的缺陷，预收购、委托开发、合作开发等新型收购模式在实践中应运而生并广泛应用。

² 《企业投资项目核准和备案管理条例》第十三条：：“实行备案管理的项目，企业应当在开工建设前通过在线平台将下列信息告知备案机关：（一）企业基本情况；（二）项目名称、建设地点、建设规模、建设内容；（三）项目总投资额；（四）项目符合产业政策的声明。企业应当对备案项目信息的真实性负责。”

³ 参见中国能源报《“路条”，还在倒卖！》（<https://mp.weixin.qq.com/s/83V3dA2E6nYuKi7yDPIhRg>）：“2015年，国家能源局曾对新能源发电项目的建设投资开展过专项监管，根据最终监管报告通报的结果，类似的交易并没有被认定为违法违规。而且，在司法实践中，也有具体的判决案例，判定收购行为是合法有效的。”

⁴ 参见《内蒙古自治区发展和改革委员会关于废止部分可再生能源项目上网电价批复文件的通知》（http://fgw.nmg.gov.cn/zfxgk/fdzdgknr/bmwj/202208/t20220803_2097485.html）：杭锦旗新元太阳能发电有限公司、锡林浩特市新元太阳能发电有限公司、察哈尔右翼后旗红牧新元太阳能发电有限公司、卓资县新元太阳能发电有限公司四家项目公司因擅自变更投资主体被主管发改部门废止了项目批复上网电价的文件。经我们核查发现，该四家项目公司层面并未发生股权变动，但该四家项目公司的唯一股东内蒙古新元能源有限公司于2020年发生了股权变更事项，即蒙古大唐国际新能源有限公司经将其持有的内蒙古新元能源有限公司50%的股权转让给另一位股东而退出。

（二）新型收购模式

1. 预收购模式

预收购模式是指收购方在项目前期核准、备案阶段介入并与出售方先行达成预收购协议，在项目并网投产并完成其他交割先决条件的前提下，收购方与出售方完成收购交易，最终由收购方直接或间接取得项目公司的控制权。为防控交易风险，预收购模式的参与主体除收购方、出售方及项目公司外，通常还会纳入出售方的股东或实际控制人，由其提供履约担保。此外，若项目主要资金系由 EPC（Engineering Procurement Construction）承包方垫资提供，为避免 EPC 承包方利益受损，将 EPC 承包方一并纳入作为交易参与主体也较为常见。

预收购协议中一般会对各方之间的权利和义务作出详细和明确的约定，由出售方及 EPC 承包方担任“执行者”的角色，即负责筹措资金、建设工程、办理相关手续；由出售方股东或实际控制人担任“担保者”的角色，即负责为出售方的前述义务承担连带保证责任；由收购方担任“监督者”的角色，即对项目建设和质量控制等方面进行管理和监督。预收购协议的核心条款一般包括：收购价格和调价机制、交割先决条件、陈述与保证、项目融资安排、收购方介入的事项、EPC 承包事项、项目用地、过渡期安排、履约担保、项目运维、收购方式及退出机制等。

预收购模式下，项目公司在投产前不发生股权变动，因而能够避免被认定为属于“倒卖路条”的行为。同时，通过借助和依赖出售方及 EPC 承包方的当地资源、关系和资金，项目可尽快顺利并网投产。此外，由于收购方介入时间较早，收购方既可提前锁定交易机会，也可自行对项目开发建设进行管理、监督，并且有权在交割先决条件未满足的情况下终止交易而无需承担违约责任，以便于更好地控制交易风险。尽管如此，预收购模式仍存在一定风险，例如对于收购方而言，出售方可能在先决条件满足时拒绝向收购方转让股权或故意拖延不完成先决条件；而对于出售方而言，其往往承担较高项目成本，如收购方选择终止交易，其成本可能难以收回。

2. 委托开发模式

委托开发模式是指收购方与出售方（一般是资源方）在项目开发初期签署委托开发协议，约定由收购方提供资金，委托出售方以自身名义设立项目公司、负责办理项目立项、审批手续等事项。项目建设阶段中，收购方一般通过借款的形式向项目公司提供资金，并对项目建设进行监督、管理。委托开发模式下，项目开发主体在外观上是出售方而非收购方，待后续满足项目并网投产及其他交割先决条件后再由收购方完成收购⁵，项目最终的开发成果及风险均由收购方享有和承担。

除不违反“倒卖路条”的限制性规定外，委托开发模式的主要优势在于收购方以债权（而非股权）方式向项目提供资金，一定程度上降低了资金无法收回的风险。其次，收购方与出售方之间形成的是委托关系，而非合作关系，因此收购方仅需向出售方支付开发费用⁶，不涉及股权利润分红，对收购方而言项目收益更可观。而该模式的主要风险在于项目开发主体存在外观形式与实质内容不一致，收购方仅能通过委托开发协议控制项目，对项目的控制和管理力度弱于股权控制，且由于双方为委托关系，项目建设失败的风险最终系由收购方承担。最后，委托开发费用在实践中可能缺乏评估依据，从而面临国有企业内部的审计风险。

⁵ 《中华人民共和国民法典》第九百二十六条：“委托合同项下，受托人可以受托人自己的名义行事。”

⁶ 《中华人民共和国民法典》第九百二十一条：“委托人应当预付处理委托事务的费用。受托人为处理委托事务垫付的必要费用，委托人应当偿还该费用并支付利息。”

3. 合作开发模式

合作开发模式下，收购方与项目的开发方共同设立项目公司并进行项目开发（一般安排合作开发方控股，收购方参股）。其中，双方各自实缴认购的注册资本，并由收购方主要提供资金支持，由项目开发方主要负责开发项目。待项目并网发电后，由收购方购买项目公司全部股权。合作开发模式下，收购方也可能采取分步收购的措施，或为项目设置交割后运营过渡期，以确保项目能够顺利交接。

在合作开发模式中，因收购方从一开始即为项目公司股东，在项目并网投产运营前不会发生股权变动，不存在中途变更项目投资主体的情况，可以有效规避“倒卖路条”的风险。其次，双方通过合资公司形成利益共同体，既可以充分发挥开发方在获取项目开发权、办理项目手续等方面的资源优势，亦可以充分利用收购方的资金支持。此外，收购方作为项目公司股东，享有相应知情权、优先认购权等天然股东权利，可以在一定程度上对项目公司及其股权实施管控，且相比于第三方在股权质押、表决权委托等股权安排的执行上也更为便利。

但是，合作开发模式也存在一定弊端。因收购方介入项目时间较早，项目甚至尚未正式取得备案和指标，收购方就已经与开发方共同设立了项目公司，项目最终能否成功通过申报尚具有不确定性。如果项目最终未能申报成功，收购方作为主要出资方需要就前期发生的费用承担资金损失的风险，甚至作为发起人股东，需对公司债务在其他发起人未出本息范围内承担连带责任⁷。此外，相比于其他新型收购模式，合作开发模式的结构和条款更加复杂。收购方在合作开发伊始即为项目公司股东，因此双方应当就项目公司的治理结构（包括股东会、董事会的议事规则、职权、表决权等）、高管任免及股东权利等重要事项进行提前约定。再者，双方需就开发方未来退出的对价或者定价机制进行明确约定，以免开发方未来退出时待价而沽，对收购交易的完成造成障碍。

（三）收购模式小结

类型	模式	特点	介入时间	收购方入股时间	优势	劣势
早期收购模式	直接收购	收购方从光伏电站项目的出售方处受让项目公司股权（收购标的一般是已建成的光伏电站项目）	一般在项目并网验收后	一般在项目并网验收并满足交割先决条件后入股	节约前期开发精力；转嫁现金流压力	需取得备案机关同意，难度大、案例少；介入时间较晚，收购方无法充分预见项目风险
	夹层收购	间接取得项目公司的控	不受项目建设或运营阶	可在项目并网验收前或	随时可入股夹层公司；通	存在被认定为“倒卖路

⁷ 《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的规定（三）》第十三条：“股东未履行或者未全面履行出资义务，公司或者其他股东请求其向公司依法全面履行出资义务的，人民法院应予支持。公司债权人请求未履行或者未全面履行出资义务的股东在未出本息范围内对公司债务不能清偿的部分承担补充赔偿责任的，人民法院应予支持；未履行或者未全面履行出资义务的股东已经承担上述责任，其他债权人提出相同请求的，人民法院不予支持。股东在公司设立时未履行或者未全面履行出资义务，依照本条第一款或者第二款提起诉讼的原告，请求公司的发起人与被告股东承担连带责任的，人民法院应予支持；公司的发起人承担责任后，可以向被告股东追偿。股东在公司增资时未履行或者未全面履行出资义务，依照本条第一款或者第二款提起诉讼的原告，请求未尽公司法第一百四十七条第一款规定的义务而使出资未缴足的董事、高级管理人员承担相应责任的，人民法院应予支持；董事、高级管理人员承担责任后，可以向被告股东追偿。”

类型	模式	特点	介入时间	收购方入股时间	优势	劣势
		制权	段的限制	并网验收后入股,根据具体项目确定时点	过持股更便于控制;多层次架构起到风险隔离的效果	条”的风险
新型收购模式	预收购	双方签订预收购协议,由出售方负责资金筹措和手续办理;由收购方负责对项目建设进行管理和监督	项目备案、核准阶段	项目并网验收并满足交割先决条件后入股	不违反“倒卖路条”的限制性规定;可借助资源优势;预先介入利于锁定交易机会且控制交易风险	交易的不确定性引发的收购方履约风险及出售方资金损失风险
	委托开发	由收购方委托出售方单独成立项目公司,出售方负责进行项目建设运营,收购方负责提供委托开发资金或借款	项目前期开发阶段(取得项目备案或核准前)	项目并网验收并满足交割先决条件后入股	不违反“倒卖路条”的限制性规定;债权出资,降低资金风险;不涉及股权分红,项目收益更为可观	采取协议控制方式对于项目公司的控制力较弱;由收购方最终承担项目建设失败风险、国企内部审计风险
	合作开发	由双方成立合资公司并实缴注册资本,收购方负责提供资金支持,开发方负责项目建设	项目前期开发阶段(取得项目备案或核准前)	首次入股发生在项目前期开发阶段,股权收购发生在项目并网验收并满足交割先决条件后	不违反“倒卖路条”的限制性规定;可充分利用双方资源优势;收购方可通过股权对项目公司实施有效管控	收购方前期资金损失风险;结构和条款更加复杂

二、结语

国内光伏电站的收购模式与政策导向紧密相关。由于行业自身的特性和法律法规的限制,光伏电站项目股权收购演变出了多种模式。各种模式各有其优点、缺点及风险。如何选择合适的交易模式,取决于相关方的商业需求、风险分担和利益平衡。在本专题后续文章中,我们将继续对光伏收购交易存在的**风险**进行进一

步论述和分析并提出相应的**防范措施**，还会对光伏项目**合规问题**及**上市关注要点**进行讨论，敬请期待。

特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

周成曜

电话： +86 10 8516 4156

Email: aaron.zhou@hankunlaw.com