

对项目融资和公私合作的启示

Dr Alexander Ressos, TEP
Attorney-at-Law (Switzerland), Solicitor (Hong Kong),
Solicitor (England & Wales)

以现代交易律师的眼光来看，戈特哈德铁路几乎具备了当今基础设施融资的所有要素。它有一家特殊目的公司，即戈特哈德铁路公司（Gotthardbahn-Gesellschaft），为单一资产而设立并持有特许经营权。它有发起人，即戈特哈德联合会中的各州和各铁路公司，它们开发了该项目，并提供了部分类似股本的补贴。它有公共出资方，即三个国家，其出资形式为不可偿还的资本补助，与里程碑挂钩并受监督。资本结构由股份和有担保债券组成，通过一个国际承销银团配售。关键部分即顶峰隧道的施工合同是一份固定价格协议，约定了竣工日期、约定违约金和履约保证金。凌驾于整个结构之上的国际条约规范了运价，并保留了东道国的主权权利。戈特哈德唯一缺少的，恰恰是现代项目融资视为不可或缺的要素：一套稳健的成本超支应急安排。

第一个教训涉及概算。1.87 亿法郎这一数字是在坡道详细设计尚未存在、隧道地质情况在很大程度上尚不明了的阶段确定的。补贴、股本和债券发行均以这一数字为基础确定规模。当事实证明这一数字低估了约 55% 时，整个结构已没有吸收差额的余地。此后大型隧道和桥梁的经验表明，此类项目出现这种量级的超支是常见的，其规划者往往低估地质风险和设计风险。因此，贷款人要求对概算进行独立技术审查，并要求设立应急储备、备用融资安排以及

对项目融资和公私合作的启示

发起人针对成本超支的支持承诺。这些工具中的每一种，都是针对戈特哈德公司在 1876 年所陷入的那种局面而作出的回应。

第二个教训涉及公共方与私人方之间的风险分配。1869 年的条约确定了公共出资额，其余部分留给私人方承担。理论上，这一分配将超支风险置于股东和债券持有人身上。实际上，各国不能让项目失败，因为它们已经支付了巨额款项，因为隧道已建成一半，也因为失败会损害它们的政治信誉。危机来临时，风险又回到了公共方，公共方再提供了 2800 万法郎补贴，而新的私人资金仅为 1200 万法郎。这种模式——形式上属于私人的风险，在利害足够重大时转变为公共风险——在许多现代公私合作项目中反复出现。这也是当今政府和贷款人事先就终止和补偿条款进行详细谈判的原因之一，以便在失败发生之前就明确其后果。

第三个教训涉及治理。戈特哈德公司由一个人物主导，他同时是公司总裁、其建设部门负责人、其牵头银行的董事长，以及必须批准其补贴的议会中的一名重要成员。正是这种集中才使项目得以启动，因为只有埃舍尔（Escher）具备将三国政府和三个银行集团聚集在一起的权威。但这也意味着，对概算没有任何独立的核查，也没有人有权及早发出警报。现代项目治理通过独立工程师、贷款人技术顾问、审计委员会和利益冲突规则将这些角色分开。瑞士关于董事独立性和关联交易披露的规则，今天适用于上市公司和银行，其来源众多。戈特哈德的经验是其中较早的来源之一。

第四个教训涉及合同风险转移与风险承受能力之间的关系。法夫尔（Favre）的合同通过高额的每日罚金将延误风险转移给承包商。由于承包商无力承担这一风险，他的破产使公司只能接手未完成的工程。现代贷款人会评估承包商的资信，要求母公司担保、银行和保险公司出具的履约保函，并要求约定违约金设有与承包商能力相称的上限。他们也认识到，一份将承包商推向破产的合同，对项目的损害不亚于对承包商的损害。最后，戈特哈德合同还说

明了严苛的合同制度如何能把压力转嫁到工人身上。现代融资中的劳工与安全承诺条款，以及许多国际银行已签署的赤道原则（Equator Principles），正是对戈特哈德这类项目所造成的人员代价的制度性回应。

在欧洲和亚洲的跨境基础设施融资中，这四个教训仍然是谈判的焦点。今天贷款人律师提出的问题，正是 1877 年戈特哈德会议不得不事后回答的问题：如果概算有误，由谁付费；必须削减计划时，由谁决定；由谁监督承包商；以及当资产易手时，公共出资方的权利将如何处理。正如 1909 年的戈特哈德条约所示，最后一个问题可能比交易的其他所有要素都存续得更久。

仅供一般参考。本文不构成法律或税务意见，不能替代针对个案的专业意见，亦不建立律师与客户关系。本文反映截至 2026 年 9 月的法律状况。

在线版本：cn.helveticaregister.com/zurich-lessons-for-project-finance-and-public-private-partnership