

## 對項目融資和公私合作的啟示

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

以現代交易律師的眼光來看，戈特哈德鐵路幾乎具備了當今基礎設施融資的所有要素。它有一家特殊目的公司，即戈特哈德鐵路公司（Gotthardbahn-Gesellschaft），為單一資產而設立並持有特許經營權。它有發起人，即戈特哈德聯合會中的各州和各鐵路公司，它們開發了該項目，並提供了部分類似股本的補貼。它有公共出資方，即三個國家，其出資形式為不可償還的資本補助，與里程碑掛鉤並受監督。資本結構由股份和有擔保債券組成，通過一個國際承銷銀團配售。關鍵部分即頂峰隧道的施工合同是一份固定價格協議，約定了竣工日期、約定違約金和履約保證金。凌駕於整個結構之上的國際條約規範了運價，並保留了東道國的主權權利。戈特哈德唯一缺少的，恰恰是現代項目融資視為不可或缺的要素：一套穩健的成本超支應急安排。

第一個教訓涉及概算。1.87 億法郎這一數字是在坡道詳細設計尚未存在、隧道地質情況在很大程度上尚不明瞭的階段確定的。補貼、股本和債券發行均以這一數字為基礎確定規模。當事實證明這一數字低估了約 55%時，整個結構已沒有吸收差額的餘地。此後大型隧道和橋樑的經驗表明，此類項目出現這種量級的超支是常見的，其規劃者往往低估地質風險和設計風險。因此，貸款人要求對概算進行獨立技術審查，並要求設立應急儲備、備用融資安排以及

## 對項目融資和公私合作的啟示

發起人針對成本超支的支持承諾。這些工具中的每一種，都是針對戈特哈德公司在 1876 年所陷入的那種局面而作出的回應。

第二個教訓涉及公共方與私人方之間的風險分配。1869 年的條約確定了公共出資額，其餘部分留給私人方承擔。理論上，這一分配將超支風險置於股東和債券持有人身上。實際上，各國不能讓項目失敗，因為它們已經支付了鉅額款項，因為隧道已建成一半，也因為失敗會損害它們的政治信譽。危機來臨時，風險又回到了公共方，公共方再提供了 2800 萬法郎補貼，而新的私人資金僅為 1200 萬法郎。這種模式——形式上屬於私人的風險，在利害足夠重大時轉變為公共風險——在許多現代公私合作項目中反覆出現。這也是當今政府和貸款人事先就終止和補償條款進行詳細談判的原因之一，以便在失敗發生之前就明確其後果。

第三個教訓涉及治理。戈特哈德公司由一個人物主導，他同時是公司總裁、其建設部門負責人、其牽頭銀行的董事長，以及必須批准其補貼的議會中的一名重要成員。正是這種集中才使項目得以啟動，因為只有埃舍爾（Escher）具備將三國政府和三個銀行集團聚集在一起的權威。但這也意味著，對概算沒有任何獨立的核查，也沒有人有權及早發出警報。現代項目治理通過獨立工程師、貸款人技術顧問、審計委員會和利益衝突規則將這些角色分開。瑞士關於董事獨立性和關聯交易披露的規則，今天適用於上市公司和銀行，其來源眾多。戈特哈德的經驗是其中較早的來源之一。

第四個教訓涉及合同風險轉移與風險承受能力之間的關係。法夫爾（Favre）的合同通過高額的每日罰金將延誤風險轉移給承包商。由於承包商無力承擔這一風險，他的破產使公司只能接手未完成的工程。現代貸款人會評估承包商的資信，要求母公司擔保、銀行和保險公司出具的履約保函，並要求約定違約金設有與承包商能力相稱的上限。他們也認識到，一份將承包商推向破產的合同，對項目的損害不亞於對承包商的損害。最後，戈特哈德合同還說

明了嚴苛的合同制度如何能把壓力轉嫁到工人身上。現代融資中的勞工與安全承諾條款，以及許多國際銀行已簽署的赤道原則（Equator Principles），正是對戈特哈德這類項目所造成的人員代價的制度性回應。

在歐洲和亞洲的跨境基礎設施融資中，這四個教訓仍然是談判的焦點。今天貸款人律師提出的問題，正是 1877 年戈特哈德會議不得不事後回答的問題：如果概算有誤，由誰付費；必須削減計劃時，由誰決定；由誰監督承包商；以及當資產易手時，公共出資方的權利將如何處理。正如 1909 年的戈特哈德條約所示，最後一個問題可能比交易的其他所有要素都存續得更久。

---

僅供一般參考。本文不構成法律或稅務意見，不能取代針對個別情況的專業意見，亦不建立律師與客戶關係。本文反映截至 2026 年 9 月的法律狀況。

網上版本：[hk.helveticaregister.com/zurich-lessons-for-project-finance-and-public-private-partnership](https://hk.helveticaregister.com/zurich-lessons-for-project-finance-and-public-private-partnership)