

项目融资

PROJECT FINANCE

★ ★

[英]

CLIFFORD CHANCE 法律公司著

龚辉宏译 程 昀 陈 斌校



华夏出版社

全国Mini-MBA职业经理双证班



精品课程 权威双证 全国招生 请速充电

你可能准备跳槽或者求职, 却为缺少行业经验和专业证书而被用人单位百般挑惕!

你可能目前衣食无忧, 但随着年龄的增长和社会竞争压力的增大, 因为得不到专业的全新培训而失去竞争的机会和面临被淘汰的危机。

美华教育携手中国经济管理大学面向全国举办迷你 MBA 职业经理双证书班, 毕业颁发双证书。

招生专业及其颁发证书

认证项目	颁发双证	学费
全国《职业经理》MBA 高等教育双证书班	高级职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《人力资源总监》MBA 双证书班	高级人力资源总监职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修证书	1280 元
全国《生产经理》MBA 高等教育双证班	高级生产管理职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《品质经理》MBA 高等教育双证班	高级品质管理职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《营销经理》MBA 高等教育双证班	高级营销经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《物流经理》MBA 高等教育双证班	高级物流管理职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育结业证书	1280 元
全国《项目经理》MBA 高等教育双证班	高级项目管理职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《市场总监》MBA 高等教育双证书班	高级市场总监职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《酒店经理》MBA 高等教育双证班	高级酒店管理职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《企业培训师》MBA 高等教育双证班	企业培训师高级资格认证毕业证书+2 年制 MBA 高等教育研修证书	1280 元
全国《财务总监》MBA 高等教育双证班	高级财务总监职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《营销策划师》MBA 双证书班	高级营销策划师高级资格认证证书+2 年制 MBA 高等教育研修证书	1280 元
全国《企业总经理》MBA 高等教育双证班	全国企业总经理高级资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《行政总监》MBA 高等教育双证班	高级行政总监职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育结业证书	1280 元
全国《采购经理》MBA 高等教育双证班	高级采购管理职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育结业证书	1280 元
全国《IE 工业工程管理》MBA 双证班	高级 IE 工业工程师职业资格证书+2 年制 MBA 高等教育结业证书	1280 元
全国《企业管理咨询师》MBA 双证班	高级企业管理咨询师资格证书+2 年制 MBA 高等教育结业证书	1280 元



【授课方式】 全国招生、函授学习、权威双证

我校采用国际通用3结合的先进教育方式授课：远程函授+视频光盘+网络学院在线辅导（集中面授）



【颁发证书】 学员毕业后可以获取权威双证书与全套学员学籍档案

- 1、毕业后可以获取相应专业钢印《高级职业经理资格证书》；
- 2、毕业后可以获取2年制的《MBA研究生课程高等教育研修结业证书》；



【证书说明】

- 1、证书加盖中国经济管理大学钢印和公章（学校官方网站电子注册查询、随证书带整套学籍档案）；
- 2、毕业获取的证书与面授学员完全一致，无“函授”字样，与面授学员享有同等待遇，证书是学员求职、提干、晋级的有效证明。



【学习期限】 3个月（允许有工作经验学员提前毕业，毕业获取证书后学校仍持续辅导2年）



【收费标准】 全部费用1280元（含教材光盘、认证辅导、注册证书、学籍注册等全部费用）

函授学习为你节省了大量的宝贵的学习时间以及昂贵的MBA导师的面授费用，是经理人首选的学习方式。



【招生对象】

- 1、对管理知识感兴趣，具有简单电脑操作能力（有2年以上相应工作经验者可以申请提前毕业）。
- 2、年龄在20—55岁之间的各界管理知识需求者均可报名学习。



【教程特点】

- 1、完全实战教材，注重企业实战管理方法与中国管理背景完美融合，关注学员实际执行能力的培养；
- 2、对学员采用1对1顾问式教学指导，确保学员顺利完成学业、胸有成竹的走向领导岗位；
- 3、互动学习：专家、顾问24小时接受在线教学辅导+每年度集中面授辅导



【考试说明】

1. 卷面考核：毕业试卷是一套完整的情景模拟试卷（与工作相关联的基础问卷）
2. 论文考核：毕业需要提交2000字的论文（学员不需要参加毕业论文答辩但论文中必修体现出5点独特的企业管理心得）
3. 综合心理测评等问卷。



【颁证单位】

中国经济管理大学经中华人民共和国香港特别行政区批准注册成立。目前中国经济管理大学课程涉及国际学位教育、国际职业教育等。学院教学方式灵活多样，注重人才的实际技能的培养，向学员传授先进的管理思想和实际工作技能，学院会永远遵循“科技兴国、严谨办学”的原则不断的向社会提供优秀的管理人才。



【承办单位】

美华管理人才学校是中国最早由教委批准成立的“工商管理MBA实战教育机构”之一，由资深MBA教育培训专家、教育协会常务理事徐传有教授担任学校理事长。迄今为止，已为社会培养各类“能力型”管理人才近10万余人，并为多家企业提供了整合策划和企业内训，连续13年被教委评选为《优秀成人教育学校》《甲级先进办学单位》。办学多年来，美华人独特的教学方法，先进的教学理念赢得了社会各界的高度赞誉和认可。



【咨询电话】13684609885 0451--88342620

【咨询教师】王海涛 郑毅

【学校网站】<http://www.mh.jy.net>

【咨询邮箱】xchy007@163.com



【报名须知】

- 1、报名登记表格下载后详细填写并发送邮件至 xchy007@163.com (入学时不需要提交相片，毕业提交试卷同时邮寄4张2寸相片和一张身份证复印件即可)
- 2、交费后请及时电话通知招生办确认，以便于收费当日学校为你办理教材邮寄等入学手续。



【证书样本】(全国招生 函授学习 权威双证 请速充电)

(高级职业经理资格证书样本)

(两年制研究生课程高等教育结业证书样本)



【学费缴纳方式】(请携带本人身份证到银行办理交费手续，部分银行需要查验办理者身份证)

方式一	学校地址	<p>邮寄地址：哈尔滨市道外区南马路 120 号职工大学 109 室</p> <p>邮政编码：150020 收件人：王海涛</p>
方式二	学校帐号 (企业账户)	<p>学校帐号：184080723702015 账号户名：哈尔滨市道外区美华管理人才学校</p> <p>开户银行：哈尔滨银行中大支行 支付系统行号：313261018018</p>
方式三	交通银行 (太平洋卡)	<p>帐号：40551220360141505 户名：王海涛</p> <p>开户行：交通银行哈尔滨分行信用卡中心</p>
方式四	邮政储蓄 (存折)	<p>帐号：602610301201201234 户名：王海涛</p> <p>开户行：哈尔滨道外储蓄中心</p>
方式五	中国工商银行 (存折)	<p>帐号：3500016701101298023 户名：王海涛</p> <p>开户行：哈尔滨市道外区靖宇支行</p>
方式六	建设银行帐户 (存折)	<p>中国人民建设银行帐户(存折)： 1141449980130106399</p> <p>用户名：王海涛</p>
方式七	农业银行帐户 (卡号)	<p>农业银行帐户(卡号)： 6228480170232416918 用户名：王海涛</p> <p>农行卡开户银行：中国农业银行黑龙江分行营业部道外支行景阳支行</p>
方式八	招商银行 (卡号)	<p>招商银行帐户(卡号)： 6225884517313071 用户名：王海涛</p> <p>招商银行卡开户银行：招商银行哈尔滨分行马迭尔支行</p>

可以选择任意一种方式缴纳学费，收到学费当天，学校就会用邮政特快的方式为你邮寄教材、考试问卷以及收费票据。

作者前言

项目融资是国际融资中的一个专门领域，与其它大多数领域相比，它需要横向思维的能力，需要用更灵活的、富于想象力的途径来解决问题。

项目融资涉及的许多项目的共同特征是需要大量的资金，并且融资风险很大。项目融资的参与方很多，包括政府、开发机构、出口信贷机构、供货商、承包商、项目产品或服务的购买方、以及借款人和贷款人。他们参加项目融资的利益着眼点有所不同，他们接受风险的愿望和能力不仅取决于该项目的预期收益，而且取决于项目所在国的法律、政治和经济环境。例如，有关获取担保和执行契约责任的一些基本假设，必须参照所在国的法律和法制系统进行修改。

有人说，有多少种项目就有多少种项目融资方式。本书第一章阐明了项目融资的基本特征，并且指出了一些由于使用了过于狭义或广义的定义而产生的错误理解。

第二、三、四章阐述项目融资可能采用的一系列结构和方案，以及各参与方都必须解决的风险。第五、六章集中讨论与贷款人有关的问题：贷款人对法律文件的要求是什么，对担保的要求是什么，可能有什么样的支持来抵销项目失败、或不可预见的政治或经济形势变化的风险。

第七章通过考察一些特殊问题领域，说明在实现各参与方都能接受的风险和责任的动态平衡过程中可能遇到的困难。

结束章—第八章讨论项目融资的发展前景，特别涉及了一些有潜力的“发展地区”，如中欧、东欧，中国和东南亚地区。

为了便于参考，列加了一个与项目融资有关的词汇表。

本书不是法律教科书，也不是用于提供法律参考或对项目融资领域给予综合概括。本书的目的是强调项目融资的一些特征，也就是它的风险分布，它对各种环境的适应能力，最重要的，是它所展示无限多样性。

译者前言

近 20 年来的国际金融市场是一个变化和发展中的市场,为了配合国际政治、经济、法律环境和社会因素的变化,已有的融资方式不断变化,许多新的融资方式不断涌现。项目融资就是其中一个新兴的专门领域。

在我国,不论对银行界还是许多在国际市场上展露头角的工程承包公司来说,以 BOT 为代表的项目融资都是一个崭新的、正在开拓的领域。1995 年,国家计委、电力部、交通部联合下发了“关于试办外商投资特许权项目审批管理若干问题的通知”,并批准了广西来宾日电厂作为我国第一个 BOT 试点项目。1996 年 3 月 19—21 日中国对外经济贸易部、中国银行总行和联合国贸易与发展会议秘书处在北京联合举办了“BOT 投资方式国际研讨会”,目的在于在中国介绍和进一步推广 BOT 项目融资方式。

长期以来,交通、能源等基础设施落后一直是我国国民经济发展的“瓶颈”。发展基础设施需要大量资金,仅靠政府投资和对外借款远远不能满足需求,更何况近年我国外债余额年增长 100 亿美元以上,截止到 1995 年底外债余额已近 1066 亿美元,成为世界第三大债务国。项目融资方式向我们提供了既能吸引外商直接投资,又不用增加政府金融性责任的途径。

对于我国的出口市场,由于我国大型成套设备出口市场主要集中在第三世界国家,这些国家和我国一样一方面急需如电站、道路、通讯方面的基本建设项目,另一方面又缺乏资金,很多承包工程项目都是以项目融资(如 BOT)的方式进行的。但由于项目融资方式的复杂性,许多人士还对它缺乏了解,因此,翻译出版有关项目融资的著作将大大有助于推动这一融资方式的运用,进而推动我国成套设备的出口。

本书由总部设在英国伦敦的、国际著名法律公司 Clifford chance 编著,1991 年由国际金融界著名出版商 International Financial Review (IFR) 出版,该书自出版以来,受到广泛好评。

该书系统地阐明了项目融资的基本特征;用大量图表显示了项目融资可能采用的结构和方法,特别是项目融资所特有的或取或付(take or pay)合同,产品支付(product payment)合同等;讨论了项目融资的各个参与方:即,项目发起人、项目建设公司、政府部门、银行、用户、保险公司等在项目融资中的不同作用;例举了项目融资所必要的各种文件;讨论了项目融资所涉及的各种风险;并且从银行的角度,讨论了贷款人对担保(应该特别注意的是,本书中的“担保”一词是泛指贷款所依赖的各种形式的安全保障)的要求是什么,可能有什么样的支持手段来抵销项目失败、或不可预见的政治或经济形势变化的风险。另外,该书还从独特的角度考察了一些特殊问题领域,表明在达到各参与方都能接受的风险和责任的平衡过程中可能遇到的困难。该书的结束章讨论项目融资的发展前景,特别涉及了中欧、东欧、我国和东南亚地区。

为了便于该书的使用者在实际工作中参考,该书在相关章节包括了重要内容“检查表”,如可行性研究、项目文件、融资协议等。在书的末尾还包括两个附录。

附录 1 包括一个与项目融资有关的中英词汇对照表。

附录 2 包括的是本书译者选编的 2 篇有关中国的项目融资文章,一篇是

由英国 SJ Berwin 公司的 G, Haley 先生撰写的, 另一篇是由原普华 (Price Water house) 会计事务所 (北京) 总裁、现任英国能源公司 (British energy Company) 经营部经理的 N. AytOn 先生撰写的。这两篇文章向读者介绍了一些项目融资在中国的近况。

总之, 该书对涉及项目融资的有关政府部门、银行、保险公司, 律师事务所、工程承包公司、外贸公司都有很强的实用参考价值, 也可以作为高等院校金融专业的参考用书。

在此, 我希望向在本书的翻译过程中给予了大量支持的有关各方表示由衷的感谢。

首先衷心感谢中国进出口银行的各位领导, 特别是本人所在的信贷部的领导王克敏总经理、王斌副总经理、张 少林处长和许多同事, 他们给了译者完成这一工作不可缺少的鼓励和支持, 他们对本书的翻译选题、专业术语的运用提出了许多宝贵的意见和建议; 同时特别需要感谢德国德累斯顿银行 (Dresdner Bank) 的程昀先生, 程先生在德累斯顿银行专门从事项目融资工作, 有丰富的实际工作经验, 是他向译者提供了本书的英文原著, 并担任了译文的部分校对工作; 再者, 我应感谢华夏出版社的陆瑜、陈希米、刘力同志, 没有他们的支持, 这样一本非赢利性的专业书就不可能出版; 最后我向原出版商—英国 IFR 出版社的 G·Knibbs, 先生表示感谢, 感谢他在版权事宜方面给予的支持, 使 IFR 和我们达成中国境内中文版独家出版权协议。另外, 我还向 G.Haley 和 N. Ayton 两位先生表示感谢, 感谢他们同意在本书中发表他们的文章。

最后, 应该指出的是由于本人的知识水平有限, 译文中难免有疏漏之处, 还请读者不吝赐教、指正。

译者

1996 年 11 月于北京

中译本序言

项目融资尤其是中长期的项目融资，作为一种融资方式，在国际上日益受到借款人的欢迎。国际性的大投资银行、固项目组建的银团、以及各种投资基金在这种融资方式中担当重要角色。近年来世界银行等国际性、多边性的金融机构，在支持一些国家使用软条件贷款时，也经常采取项目融资方式，普遍受到借款国家的欢迎。金融作为一个行业是随着经济发展水平而出现的，至于各种金融手段和融资方式则是同国际市场的扩大、国际间经济合作的规模联系在一起的。二次世界大战后，特别是冷战后，世界各国在相对安定和平的环境下均致力于发展经济、改善基础设施，西方经济发达国家也需要为其积累起来的资本寻找广阔市场；一些发展中国家，如我国，在努力发展经济中遇到资金短缺的矛盾。项目融资在这一背景下，愈来愈更多地为各国所采用。我们国家在历史上由于客观和主观的原因失去多次发展机会，十分可惜。令人高兴的是我国抓住了 20 世纪 70 年代末 80 年代初这次机遇，乘世界相对和平、经济结构大调整的时机实行改革开放政策。这就使我国经济的发展如沐浴春风高速发展。我们充分利用了外国政府的贷款、充分利用了国外银行和非银行金融机构的条件优惠的贷款，其中主要是项目贷款。改革开放 18 年来，项目贷款帮助我国从根本上改善了我国基础设施状况，铁路、航空、港口的建设都达到更高水平。其中通过我行转贷的项目占有很大比例。实践证明，项目融资是一种行之有效的国际融资方式。项目融资不仅可以作为引进外资的融资手段，也可以作为援外优惠贷款的重要方式。我们承担的国家优惠贷款的任务实质上都是软条件、低利息的项目融资。“项目融资”一书的作者是总部位于英国伦敦的 Clifford Chance，法律公司，该公司是世界上第二大法律公司，在金融、投资业久负盛名。该书详细介绍了项目融资的各种方式、组织结构，明确了项目融资各方的权利和义务，分析了项目融资中的风险要素，澄清了项目融资领域一些常见的误解，指出该种融资方式在世界范围内广阔的前景。尤为可贵的是，该书作者从法律公司的角度对项目融资中的文件准备工作和担保等重要法律问题做了非常具有指导意义的论述。可以说，该书不只是一本系统介绍项目融资的专著，更是一本有实际指导意义的项目融资手册。正因为这样，这本书不仅对一般的读者有吸引力，对有志于利用这种新型融资方式的各界人士也具有很高的实用价值。在这本汉译本出版之前，国内见到有关项目融资方面的材料往往散见于报端，介绍得不系统，难以满足从事这一领域工作的读者更高层次的需求。译本的出版很好地填补了空缺。本书的译者为留学归来的工商管理学硕士，翻译态度十分认真。我国经济发展的速度规模必然导致对外经济合作的增多，金融联系的频繁。熟悉并掌握国际上的通常采用的融资方式就成为经营成败的重要因素，因而，我衷心希望这一项目融资最新的研究成果能够为各界有关人士、特别是金融界、外贸界的同志们所利用，根据实际需要可采用相应融资手段达到预期的经营目标。

中国进出口银行董事长 佟志广

1996 年 11 月于北京

项目融资

第一章 项目融资介绍

什么是项目融资

“项目融资”用于代表广泛的，但具有一个共同特征的融资方式，该共同特征是：融资不是主要依赖项目发起人的信贷或所涉及的有形资产。在项目融资中，提供优先债务的参与方的收益在相当大的程度上依赖于项目本身的效益，因此他们将其自身利益与项目的可行性、以及潜在不利因素对项目影响的敏感性紧密联系起来。

成功融资方式的标志是它在各参与方之间实现了令人满意和有效的项目风险分配。项目发起人和优先债权人承担的风险可能大于或小于原材料、设备供货商、承包商、项目产品或服务的买方和最终用户、保险商和政府代理机构（包括出口信贷机构）所承担的风险。任何一方愿意接受风险的程度都取决于预期的回报。因此，不同的参与方对承担风险索要的报酬大不相同。当然，不管潜在的回报如何，某些风险对一些参与方来说是不可接受的。

以银行为例，在没有发起人一定形式的承诺时，银行极少介入项目融资。在一些例子中，发起人也许采用购买项目股权的形式来支持项目；在另一些例子中，发起人不采用将出现在资产负债表上的担保形式，而是给予与项目的成败有关但不依赖于项目的成败的信贷支持。

尽管对项目融资不存在严格的定义，但项目融资通常包含以下要素：

在一定程度上依赖于项目的资产和现金流量，贷款人对项目的发起人（在一些例子中，即借款人）没有完全的追索权；

贷款人需要对项目的技术和经济效益、项目发起人和经营者的实力进行评估，并对正在建设或运营中的项目本身进行监控；

贷款和担保文件很复杂，并且经常需要对融资结构进行创新；

贷款人因承担项目风险（经常是政治风险）而要求较高的资金回报和费用。

项目融资与其它有限追索权融资的区别

我们可以从使用的担保结构来比较项目融资和其他有限追索权融资的不同。

例如，有时对用来购买或开发房地产项目的贷款结构进行设计，使贷款方仅对出售特定的房地产所得和项目自身收益有追索权，而对借款人没有追索权。这样的贷款将用房地产和租金收益权作担保。

长期航运协议或船舶使用协议通常是船舶项目融资的基础，唯一的担保是把船舶本身作抵押并将航运收益权转让给贷款人。

同样，在项目融资中，担保常采用项目有形资产抵押，以及项目现金流量转让的方式。

但是，与一般的有限追索权融资不同，项目融资还要求考虑项目技术可行性和经济效益的可靠性。在技术测试中，可能涉及比建造船舶和房地产建设更高深的技术，因此项目的竣工风险很大。在经济效益测算中，项目有形资产的价值可能大大小于项目先期使用的资金，因此，准确测算项目经济效益是至关重要的。

此外，必须解决在贷款人和项目的其它参与方之间风险分担的问题，随着项目的进展，从一个阶段到另一个阶段，风险分担可能会不同。

技术评估

为了得到令人满意的技术可行性评估，银行通常依靠独立的专家，例如采矿工程师、油田工程师或建筑顾问，来完成技术可行性研究。项目最好使用成熟的技术。

专家的作用是非常关键的。例如，在道路、桥梁和隧道的建设中，专家将检查设计和建造计划、交通流量预报和交通支线状况。在电站建设中，关键是电站的设计和运行方案，必须检查试运行程序、竣工标准、必要的输电线路和电网能力；预测燃料的供应、用电计划和电网要求。多数大银行拥有自己的技术专家，他们通常是具有在工业界工作经历的工程师。尽管在保护贷款人的利益方面，银行自己的技术专家起很重要的作用，大部分贷款人还是要求有独立的工程师参与项目的评估和控制过程。

经济效益评估

经济效益评估必须表明，以项目现金流量为基础，项目将产生足够的现金来支付所有的运营成本、偿还债务本息、交税、支付特许权使用费和其它费用（并留有足够的余地应付一些意外事件，例如汇率、利率变化、通货膨胀和市场需求变化），同时有足够的盈余使项目公司实现其投资收益目标。

什么项目适用项目融资方式进行融资

项目融资方法被用于包括油气田等自然资源开发项目、豪华饭店的建设以及大型农业发展项目等广泛的领域。

当今的项目融资主要集中在大规模的基本建设项目，如发电站、道路、铁路和机场。尤其是在东南亚这样的新兴工业化国家。这些项目经常采用 BOT（Build—Operate—Transfer，即建设，营运，转让）结构，因此，准确评估远期的政治和经济风险就显得特别重要。

为什么采用项目融资？

由于下列原因，项目融资成本高于一般的融资方式：

- 贷款人的技术专家和律师需要较长时间来评估项目、讨论、拟定通常是非常复杂的项目融资文件；

- 可能要求附加保险，特别是对重大损失和政治风险。

- 在项目的执行期中，需要花额外的费用来监控技术进展、运营以及贷款的使用；

- 按照贷款人或其它参加方的要求，用来评估其它风险所花的费用。

因此，对项目的发起人和运营方来说，项目所带来的利益应足以弥补上述额外的成本。对于借款人，项目融资方式明显的吸引力在于风险分担、政治风险、财务待遇、借款限额和税收减免方面的规定。

(a) 风险分担

当项目贷款人完全或部分丧失对借款人和发起人的追索权时，贷款人必须全部或部分承担在项目不能产生足够的现金流量情况下的风险。风险分担在借款人的实力与项目的规模相比较小时变得十分重要。如项目失败，不至于造成借款人或项目发起人破产。

(b) 政治风险

对海外进行大量投资的投资者希望由提供贷款的贷款人承担一定的政治风险，如价格控制、税收、进出口壁垒、市场竞争、国家征用或国有化。

(c) 财务待遇

与项目融资特别是无追索权融资相比，一般的借款可能对借款人或项目发起人的资产负债表有不利影响。

但在项目融资情况下，项目发起人在或取或付协议 (Take—Or—pay)、收费 (Tolling)、项目使用 (Throughput) 合同中承担的责任 (甚至是担保责任)，并不总是显示在资产负债表或会计附录中。

(d) 借款限额

当项目发起人的公司章程或已存在的信贷协议规定了它的借款限额，他也许希望使用一种法律上不视为借款的融资方式，例如预先购买合同，受托人借款 (trustee borrowing) 或产品支付 (production payment) 合同。

(e) 税收待遇

对资本性投资和新成立的公司的税收减让政策使项目发起人愿意采用项目融资的方式。

为了享受税收减让的好处，必须在项目所在国成立项目公司。通常的做法是，项目公司本身作为借款人，在项目公司中，所有项目资产被孤立起来。这种融资结构的好处是来自税收方面，如美国的产品支付 (production payment) 方式所显示的 (详见第三章第四节)。在英国，对工厂和机器设备的资本性投资的减税 (capital allowance) 政策鼓励人们在项目融资中使用融资租赁 (详见第三章第六节)。

对项目融资的一般误解

认为贷款人应在任何情况下将项目本身作为借款人还款的唯一来源的看法是对项目融资实质的一种误解，这种误解可能使项目发起人、政府和贷款人之间的谈判陷入困难状态。对项目融资的其它一些过于简单化的看法或误解包括：

贷款人并不要求项目发起人大量的股权投资。事实上，贷款人的确要求项目发起人投入相当大的资金，以保证后者对项目承担的责任，并保证发起人从属于贷款人，从而减少了项目总的偿债责任。项目融资并不是风险资产。附属贷款经常可用于代替股权，并且这种方式有利于发起人筹资。

在项目资产中，项目贷款是 100% 抵押贷款。尽管贷款人要求用项目的资产和现金流量作为抵押，但项目资产本身可能难以变现，如道路、隧道、输油管道，它们不能移动，也没有项目以外的其它用途。不能使用的电站或石化工厂的价值远远低于其建设成本。担保和抵押的本意是出于防御性的考虑，用以防止第三方的干扰，而不

是用以提供实际的还款保证；也可能是为了保证项目公司作为连续存在的有价值的实体。

项目的技术和经济业绩将用预先决定的客观标准来衡量。贷款人总是试图按照他们自己的愿望来决定项目业绩的标准，特别是当这些“测试标准”将融资由有追索权转变为无追索权时。借款人将争取客观的衡量标准，不会受贷款人主观意志的影响，以便保证项目的正常交接。

项目失败的风险将由贷款人和项目发起人平均分担。只要项目产生的收益大于运营成本，贷款人就不愿意放弃该项目，尽管对项目的发起人来说，就其所消耗的资源 and 人力，项目是不合算的。

贷款人承担项目融资的政治风险。贷款人总是寻求当地政府的保证（通常是保险和出口信贷机构担保），以消除国家征用和外汇来源的风险。所涉及的费用经常是由项目公司和项目发起人来承担。多边金融机构，如世界银行或地区性发展银行的参与将在一定程度上减轻贷款人对政治风险的担心。

第二章 项目融资的组织

项目融资的参与方

(a) 项目发起人

项目的发起人可以是一个公司或一个由例如承包商、供应商、项目产品的购买方或使用方构成的多边联合体或财团。项目的发起人可以包括对项目没有直接利益的成员，如交通设施项目所占用土地的所有者，和那些期望他们房地产会增值的人。

(b) 项目公司

经营项目的实体，也就是项目公司的身份、注册地址和法定形式取决于许多因素。首要的是，当地政府的法律框架可能规定了外国投资的方式：也许根本不允许外来实体在当地经营；也许必须在所在国建立由本国企业参加的合资企业或新企业。有限责任、合作企业和公有企业的概念可能和发起人所熟悉的有所不同。这些可能影响在合资协议或股东协议中写明的项目所有权结构，以及项目发起人之间的关系。

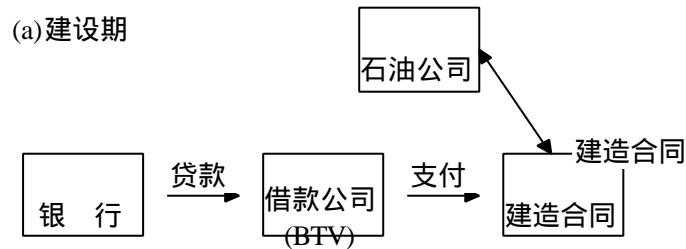
所有权结构也可能受项目所在国的税收制度和外汇条例的影响，以及项目发起人的国家的税收制度和外汇条例的影响。

(c) 借款人

借款人可以是也可以不是项目公司。项目的融资结构和项目的运作将取决于一系列因素，包括税收、外汇管制、担保的取得和对所在国政府强制索偿的可行性。一个项目融资可能有几个借款人，它们分别筹资用来满足各自参加项目的需要，如，建筑公司、运营公司、原料供应商，或生产购买方(off-takers)。

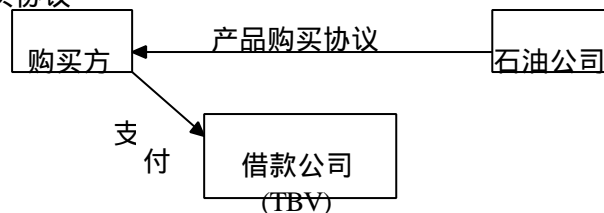
借款人可能是为项目而设立的，如，最近在印度尼西亚的石油项目中，在国有企业的借款和担保能力受到限制的情况下，发展了一种“委托借款公司”(TBV—Trust Borrow Vehicle)。图1显示了一个简化了的TBV结构。

图 1: 简化的 TBV 结构



1. 银行通过给借款公司贷款来向国有石油公司的建设提供资金，银行贷款给借款公司，借款公司向建造公司付款。

(b) 购买协议



2. 石油公司以或取或付 (take—or—pay) 为基础和购买方达成了购买合同，并指示购买方向借款公司付款。

(c) 还款

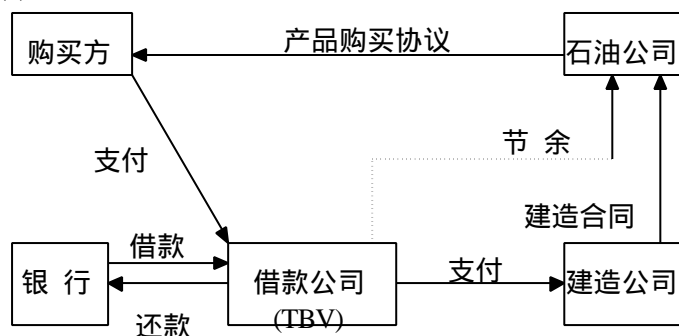


3. 借款公司用项目的收益偿还银行的债务，其余部分付给石油公司。

4. 如果任何原因使石油公司给购买方的指示发生变化，石油公司保证支付借款公司偿债所需的资金。

许多大规模的项目需要银团融资。尽量组成一个由许多国家银行组成的银团，从而避免所在国政府对项目的征用或干涉，因为所在国政府可能不愿意因此破坏与这些国家的经济关系。

(d) TBV 方式的结构



(d) 银行

许多大规模的项目需要银团融资。尽量组成一个由许多国家银行组成的银团，从而避免所在国政府对项目的征用或干涉，因为所在国政府可能不愿意因此破坏与这些国家的经济关系。

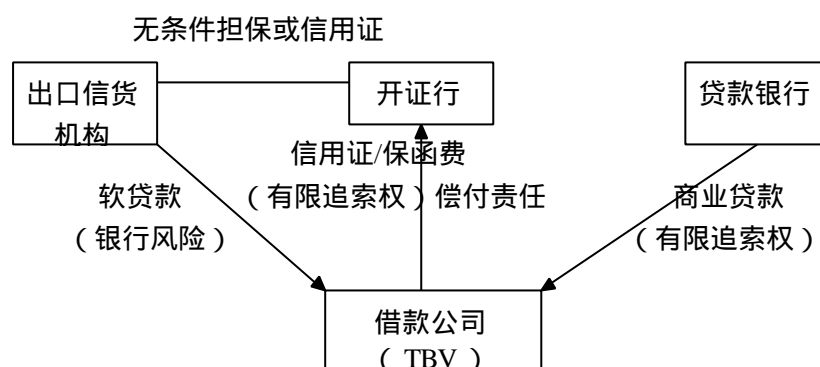
银团可能包括了一些所在国的银行，特别是当不允许外国银行取得项目资产担保权益时。这时，可以安排按比例分担协议，使所在国银行取得的资产担保权益能够对所有贷款人有效。整个融资计划可能分为不同层次的贷款：一些担保的、一些未担保的；一些是短期的和贸易有关的、一些是长期的；部分融资可能是附属贷款，在还款顺序上从属于其它贷款人或债权人的债权。

商业银行可能作为担保银行参加银团。例如，当可能从多边金融机构获得优惠贷款，或有出口信贷机构的参加时，一些或所有的商业银行可能同意以优惠贷款的贷款人为受益人出具担保或开立信用证。对在有限追索权基础上获得优惠贷款的项目发起人来说，由于优惠贷款的贷款人的风险被转移给商业银行，其好处将远远大于在担保费用和管理费上的付出。

在商业银行看来，这种安排的优点在于，它们不需要与出口信贷贷款人分享项目的担保资产（即，项目公司用项目资产作反担保来换取商业银行担保），也不会加速还款或强制实施对担保品的权利时受后者的干涉，因此

出具担保而承受的额外风险是值得的，特别是，当优惠贷款的贷款人要求在任何情况下对担保资产享有优先权时。

图 2：银团融资结构的例子



在一些项目融资中,商业银行可能发现自己站在“前线”(“front” or “conduit”)贷款人的后面起担保人或存款人的作用,前线贷款人的贷款是免征预扣税的,但如果商业银行提供直接贷款就要缴纳预扣税。

(e) 安排行

负责安排融资和银团贷款的安排行通常在贷款条件和担保文件的谈判中起主导作用。但是,所涉及的文件将包含一段明确的声明,表示在银团贷款中的每一个贷款人都是按照自己的判断来参加银团的,不会企图要求安排行为参加行可能的损失负责。

(f) 管理行

在项目的文件和围绕项目的公开场合中,可能指定项目的管理行和主要管理行(lead manager)。管理行的身份反映了对项目的相当程度的参与。但管理行通常不对借款人或贷款人承担任何特殊的责任。

(g) 代理行

代理行的责任是协调用款、帮助各方交流融资文件、送达通知和传递信息。代理行,如同安排行一样将不对贷款人(参加行)的贷款决定负任何责任。

(h) 工程银行(the engineering bank)

通常,一个或一个以上的银行将被指定为工程银行。工程银行的责任是监控技术进程和项目的业绩,并负责项目工程师和独立的专家间的联络。该工程银行很可能是代理行或安排行的分支机构。

(i) 担保受托人

在一个涉及银团贷款的项目融资中,由一个具有信托资格的代理行来保管担保资产是常见的现象。在其它一些项目融资中,可能有不同的贷款人组织或其它债权人对担保资产有兴趣,这将需要指定一个独立的信托公司作为担保受托人。

(j) 财务顾问行

在许多情况下,项目的发起人将设法得到一个商业或商人银行作为财务顾问。该顾问行应熟悉项目所在国的情况,能够就项目结构和当地情况提供参考意见,并且具有向贷款人推销项目所需的专业知识和关系。当然,财务顾问行很可能本身也是一个贷款人。财务顾问行将准备项目情况备忘录

(Information memorandum) 的提纲, 以及项目的特点和经济效益可行性分析, 提出与项目成本、市场价格和需求、汇率等有关的假设, 并报告各项目发起人的情况。

(K) 专家

被项目发起人, 或财务顾问选中的具有国际声望的技术专家将负责准备、或至少检查项目的可行性报告。专家通常继续参加对项目的监控, 并且, 当项目发起人和贷款人对项目文件规定的竣工测试有争议时充当仲裁人。

(I) 律师

大规模项目融资所涉及的项目文件十分复杂, 加上来自不同国家的参与方, 这使律师的作用变得必不可少。按照律师的建议, 项目发起人将把项目所在国法规、税收等体系作为项目初步可行性评估的一个部分。如果项目资产将被作为担保品, 所有有关国家 (包括贷款人、借款人和项目发起人的国家, 以及项目所在国) 的当地律师的意见是贷款的先决条件。贷款人的法律顾问通常负责协调律师的意见。明智的做法是在项目的早期就征求律师的意见, 从而保证形成正确的融资方案, 落实担保品的安排, 并且保证期望的税收利益或其它好处能够实现。项目发起人、贷款人和他们的法律顾问不应认为在一个国家发展起来的、并经过检验的所有制、税收或融资方式将一定适合于任何其它国家。所在国的法律制度很可能不如参与方熟悉的法律制度那么先进, 或者, 所在国的法律制度从政治、经济、文化或甚至宗教信仰方面可能完全不同。这时, 与那些不熟悉西方法律概念和系统的人相比, 著名的国际法律公司能够发现问题, 并运用更灵活的解决方式和渠道。

(m) 国际机构

许多发展中国家的项目是由世界银行及其活跃在私人企业界的商业贷款分支机构, 即国际金融公司 (IFC)、或区域发展银行 (如亚洲开发银行) 共同提供融资。中欧和东欧的项目可能获得新成立的欧洲复兴和发展银行 (EBRD) 的支持。这些国际机构对诸如担保、融资的终止和实施方式有它们自己的政策和标准, 这将影响项目的结构。与援助计划或其它软贷款挂钩的项目总是不可避免地要参考提供优惠贷款机构的意见。有国际机构参与的简例在第三章第八节中表示。

(n) 所在国政府许多情况下, 即使在 BOT 基础设施项目中, 所在国政府都不会作为借款人或项目公司的所有人直接参与项目融资。但是, 所在国政府可能通过一个代理人获得项目的股权利益、成为项目产品的购买者, 或项目所提供的服务的使用者。在 BOI 项目融资中, 项目将在特许期间 (concession period) 结束时转让给所在国政府。

尽管所在国政府很少直接参与项目, 但它起很关键的作用, 譬如, 给予有关的批准或运营特许, 给予项目优惠待遇如税收方面的优惠, 或保证外汇来源。

(o) 保险公司

必要的保险是项目融资的一个重要方面。项目的一个重要的安全保证是用保险权益作担保, 特别是当对借款人和/或项目发起人的追索权是有限的情况下。项目的巨大规模和遭受各种各样损失的可能性使项目建立起与保险代理人 and 承保商的紧密联系, 从而保证正确地确认和抵销风险。是否能得到充分的保险? 价格如何? 以环境损失为例, 将按照所在国的法律所要求的环境保护水平而变化。

(p) 租赁公司

如果对工厂和设备的残值或其它资产有资本减税，项目融资可能有一个或一个以上的租赁公司参与。租赁公司的作用是获得项目公司所需的部分或全部资产，并将其出租给项目公司来换取连续的租金回报，该租金回报应抵销上述资产的成本，并带来利润。

(q) 评级机构

由于税收的缘故或为了达到更好的评级，一些项目在银行的支持下，可能通过发行债券来筹资。如果债券要被评级，应在早期咨询有关的评级机构，因为评级机构的政策可能是以融资结构为基础的。如果是这样，提供支持的银行自身的等级就很重要。

可行性研究

在任何项目被推销给商业贷款人之前，必须提供一个有说服力的、权威性的、包括技术和经济效益的项目可行性研究报告。这将要求技术专家、金融和法律顾问之间的协调，以及对项目各个重要方面进行彻底的探讨。下页的检查表 1 指出了应该考虑的一些方面。

对借款人/项目发起人的限制

下列对借款人或一个或多个项目发起人的限制因素，可能影响项目的组织和融资结构：

- 按照当地法律确定的公司章程或类似的纲领性文件；
- 现有的融资文件中存在的，或适用于它的分支公司的限制性约定（平等条款、借款限额、消极保证条款、交叉违约条款）；
- 借款人和它的共同发起人之间的合资章程、或与有关权威机构间的特许权合同中的条款，包括先买权、消极保证（negative pledge）或同意撤销、放弃已明显不符合贷款人要求的项目的承诺。第五章将讨论贷款人解决这些问题的方法。

对贷款人的限制

项目发起人和他们的顾问应该了解贷款人可能受到下列一些限制，这些限制可能使贷款人不能按照项目发起人所希望的那样对项目提供融资：

- 一些银行按规定不能经营银行以外的业务，并且不能从事商业活动或不能在商业企业中拥有大量的股权；
- 一些国家的法律可能限制外国银行获得担保权益；
- 超过一般银行顾客关系的参与可能给银行带来不希望的责任，如，资产所有者就资产造成的环境损害对第三方所负有的债务（owner's liability）；
- 某些国家的法规限制银行参加涉及国家风险的融资；
- 银行自己具有对顾客、国家和也可能包括行业的授信限额政策。

检查表 1 可行性报告

可行性报告必须包括以下方面：

- 对于自然资源开采项目：储量程度和准确性；
- 对于输油（气）管道和收费（加工）项目：使用协议；
- 对于交通项目：可能的乘客或交通流量；
- 项目的土地成本、建筑成本和发展费用；
- 项目所在地的辅助设施，如能源、水、交通和通讯的可获得性和成本；
- 原材料供应的途径，来自当地或国外；是否存在关税或进口外汇控制；
- 国内或国外对项目提供的产品或服务现有的、可进入的市场和市场需求；
- 所需的技术、设备、管理人才和劳动力的可获得性；
- 项目运营特许权和其它官方特许权的可获得性和可转让性；
- 在考虑了利率、汇率、通货膨胀、税收、延期等其它偶然事件基础上所作的项目成本和利润计划；
- 是否存在增值的可能性，如通过房地产或副产品的销售；
- 项目的环境效应和遵守环境保护法律的需要；
- 货币的可获得性和可兑换性，以及外汇管制的影响；
- 项目风险和国家风险保险的可获得性。

第三章 项目融资结构

融资类型

尽管每个项目融资都具有它自己的特殊结构，但基本结构经常是以下两者之一：

有限追索权或无追索权贷款，依靠项目现金流量来还款；或用被称为“预先购买”或“产品支付”的方式预先支付一定数量的资金来购买项目的销售收益（或项目收益）。

不论在那一种情况下，供货方、购买方或使用方承担的“无条件责任（hell or high water commitments）”将有效的保证贷款人收回他们的资本并获得一定的回报。在另外的方式中，贷款人依赖于在开放市场中的项目产品收益或使用费，承受还款风险。

对适当的项目，可以在上述基本结构中使用以下融资技术：

融资租赁：有时，用租赁方式对部分、甚至整个项目进行融资是很有吸引力的，特别是在对项目的资本性投资有税收减让的国家和地区（租赁结构详见第三章第六节）；

出口信贷：如申请出口信贷，可按照出口信贷机构的要求安排基本融资结构；

发行证券：有时，在商业银行或其它担保人支持下，可以采用发行证券的方法来降低总的融资成本。经营得好的项目能够在没有担保的情况下通过发行证券（如发行商业票据）来融资。

贷款结构

有限追索权或无追索权项目融资的基本结构是十分规范的。如果借款人是一个由项目发起人创立的有限责任公司，公司文件不会规定有对追索权的公开限制，贷款人认为是公司而不是股东对债务负责。如果借款人不是一个专设的项目公司，则对借款人和/或其资产的追索权的限制必须确定得非常清楚。

如果项目公司不是一个融资工具公司，对贷款人来说的好处是，该公司的所有资产，也许甚至公司的其它项目，可能被用于支持这一特定的被融资的项目，或在项目遇到困难时用来偿还贷款人。但是，从另一方面来说，贷款文件里可能包括一定的“保护条款”来保护公司的其它资产。并且，其它贷款人加在借款人身上的消极保证和其它限制条款可能妨碍贷款人施加他们所希望的影响。根据英国法，对一个特殊目的公司融资的优点是，贷款人很可能对该公司的所有资产浮动设押（floating charge）。这时，贷款人不但获得对担保资产的权益，而且避免了根据 1986 年破产法，破产的公司被指定一个管理人的情况，因为这将严重的妨碍贷款人获取作为贷款担保品的资产。

项目的阶段

一般来说，至少两个不同的项目阶段反映在贷款协议中：

建造或开发阶段；
运营阶段。

在第一阶段中，贷款被发放，偿债可能通过两种方式被推迟，即，或者在产生现金流量的运营阶段到来之前采用利息转本；或者在运营阶段之前，允许用新发放的贷款来支付利息。

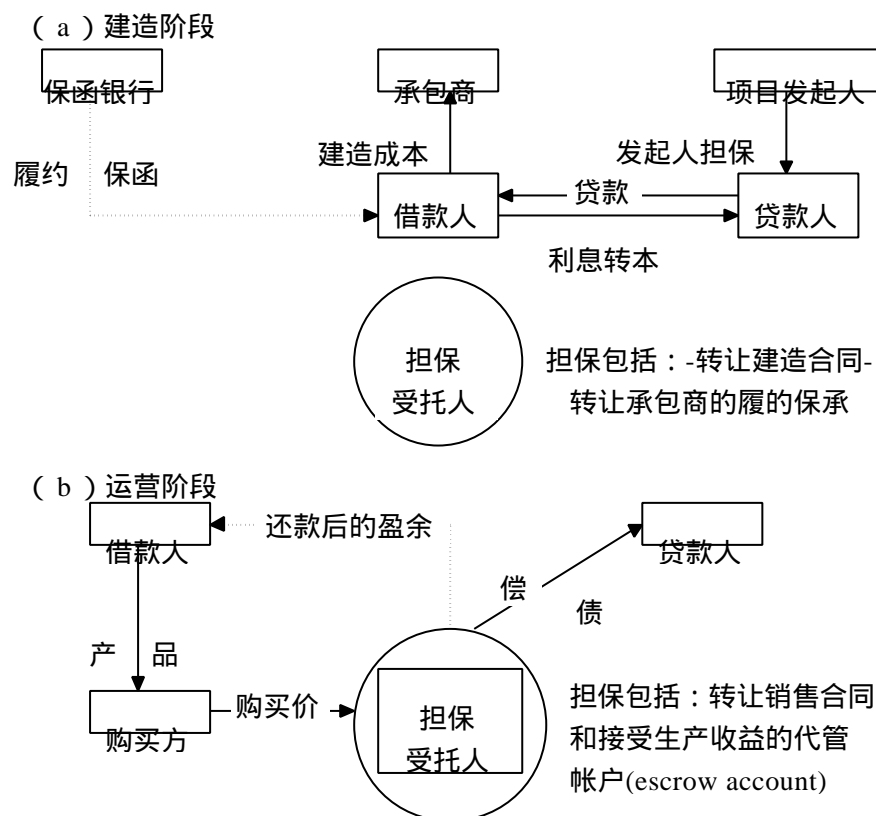
建造阶段对贷款人来说是高风险期，对这一阶段的融资，常常通过获得项目发起人的有法律约束力的担保来使融资具有完全追索权。或者，在建造阶段，贷款人要求比项目其它阶段较高的利率。用建造合同和相关的履约保函作担保也将减少风险。

当项目按照预先决定的、项目文件中的所有各方同意、并经独立的专家审核了的标准被认为是圆满竣工时，对发起人的追索权将不再存在，或者较高的利率将被降低。项目的竣工将是运营阶段的开始，这时项目应产生现金流量，并且开始偿债、分期还款。

在运营阶段，贷款人将用销售收益或项目产生的其它收益作为担保品。偿债的速度通常取决于项目预期产量和应收帐款。现金净流量的上交部分将自动支付给贷款人。如项目产量或市场对产品的需求比预期的低，或贷款人担心项目前景、项目发起人、有关的经济环境或政治气候时，贷款的条款经常写明上交份额将增加直至 100%。

运营阶段中，经常计算的是税后的现金净流量。有时，由于一些原因项目发起人希望计算税前现金净流量。因为与按照税后净流量计算相比，他们将得到更多的贷款；这时，因为可能发生税后的现金流量不足以偿还贷款的情况，贷款人常常要求保留对借款人或担保人的一定程度的追索权。

图 3：贷款结构/项目的阶段



产品支付法

产品支付法是在美国石油、天然气和矿产品项目融资中被证明和接受的无追索权或有限追索权融资方法，它完全以产品和服务收益的所有权作为担保品（而不是采用转让或抵押方式）。

简而言之，这一方法涉及创立一个特殊目的公司（SPV），该 SPV 从有关项目公司购买未分割的石油、天然气、矿产品或其它产品的收益。在一些融资结构中，特殊目的公司（SPV）是由项目发起人创立的。

特殊目的公司可能把任何由天然储藏和产品所有权而带来的潜在责任（如环境责任）与项目发起人隔离开。

典型的产品支付方式的结构特点是：

项目的产品是还本付息的唯一来源；

贷款应在比项目预期可靠经济寿命短的时期内被偿还；

贷款人不对运营成本提供资金。

这种结构的可靠性部分取决于对油气储藏及其相关的权利的拥有。这是一个重要的问题。例如，在英国油田，石油公司的预生产权（pre-production rights）仅限于在特许下经营油田，国家仍然拥有对地下石油的所有权。

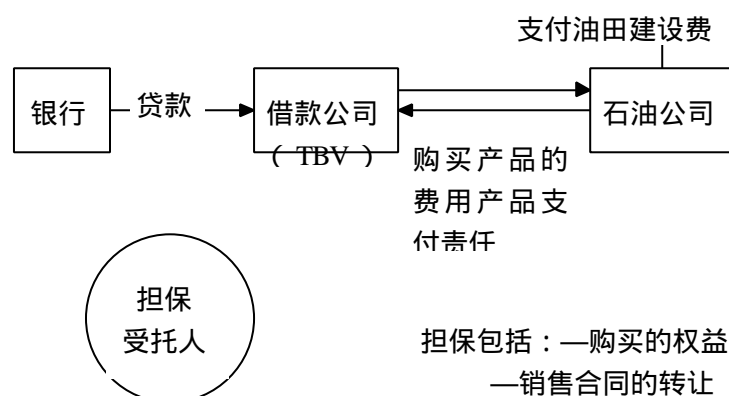
贷款人可以完全拥有、或按一个商定的比例拥有项目产品，直到贷款及相关利息被偿还为止。在这种结构中，债务偿还计划是由贷款人付出的价值来决定的。该价值被视同为将来生产收益的现值（NPV）。

这种结构通常使项目公司有义务去重新购回运给贷款人的产品，或作为贷款人的代理人销售产品，从而使贷款人获得现金收入。这种销售可能是市场销售；或更普遍的是“或取或付”合同或类似“无条件责任”形式下的销售。贷款人将不会真正的收货。融资成本将包括贷款人所付出的对产品的名义所有权可能带来的任何责任的保险费用。

图 4 是一个产品支付法用于油田开发的简明例子。

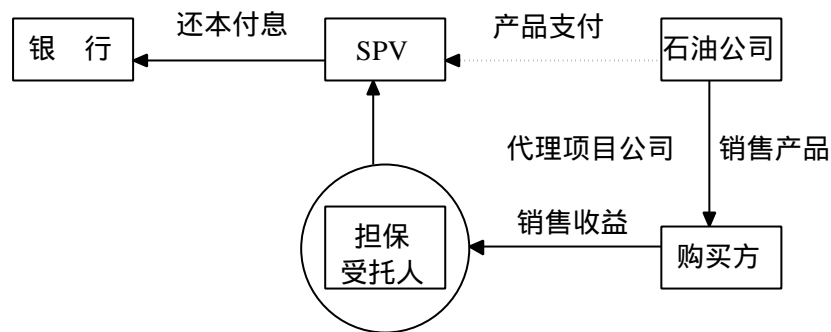
图 4：产品支付结构

（a）开发阶段



1. 特殊目的公司是有限责任公司。银行贷款给特殊目的公司用来向拥有油田的石油公司购买双方商定的产品权益所需的购买费用。石油公司同意通过销售石油来执行“产品支付”，但“产品支付”金额的计算是“购买费用”加上利息。石油公司利用特殊目的公司支付的资金来支付开发成本。银行把特殊目的公司的产品权益和销售合同作为贷款的担保品。

(b) 运营阶段



2. 当开始生产产品时，石油公司代理项目公司将产品销售给购买方。用其收益来履行产品支付的责任。

预先购买协议

预先购买协议具有产品支付法的许多特点，但比产品支付法更灵活。贷款人可以建立一个特殊目的公司来购买规定数量的未来产品和/或现金收益。项目公司交付产品或收益的进度将被设计成与规定的分期付款、偿债计划相配合。

购销合同通常要求项目公司要么买回产品，要么作为贷款人的代理人，或在公开市场上销售，或按照“或取或付”合同等与发起人之间的类似合同将产品卖给第三方。

当使用产品支付法时，贷款人将购买保险来抵销它对产品的暂时所有权所带来的风险。

融资租赁

融资租赁是以资产为基础的融资，涉及船和飞机的融资租赁极为普遍。在美国和英国，相当数量的大型项目是通过融资租赁方式来筹措资金的。与一般的融资方式相比，项目发起人能通过融资租赁方式利用这些国家的对工厂和机器的资本性投资的减税政策，从而降低成本。

在英国，出现了对融资租赁重新感兴趣的现象，特别是几个正在蕴酿中的大型电站项目。这表示尽管最近几年较难得到对资本性投资的减税，但以租金形式（反映出租人对出租资产所提折旧）带给项目发起人的好处还是大得足以抵销在融资租赁中特别复杂的项目文件的麻烦、相关的法律费用及其它费用。

除了税收方面的好处外，还有其它原因使项目发起人和贷款人使用租赁方式来融资。例如，在没有可靠的担保法的国家，对资产兼并提供资金时，租赁方式因其资产所有权归贷款人所有而具有很大优势。项目融资中，当项目公司仅在项目建设或开发的一个特定阶段需要使用特定的资产时，也可以使用短期营运租赁。

租赁或类似融资技术可以在其它领域起更大的作用；如发展中的伊斯兰

融资技术，它试图增加对投资者的回报，而这种回报是与利率变化无关的。

图 5 表示了在英国用融资租赁方式对工厂和设备融资的基本结构。

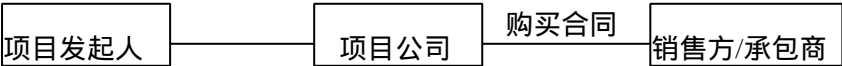
出租人和担保银行间的合同文件规定了违约发生时的租金加速支付、强制执行担保权益、抵押变现。以租赁为基础的项目融资的最困难部分是协调协议的谈判。尽管有银行担保，为了抵销任何可能的损失，出租人要求保留所有权权益和取回出租资产的权利。同时，银行想得到有效的资产担保来抵销它的担保债务。出租人和银行谁对项目资产具有优先权总是通过谈判来决定。出租人一般不会放弃优先权，除非是在与索赔相关的（但与税收相关的索赔除外）情况下。

银行担保范围将通过大量的谈判决定，特别是当出租人坚持要包括环境责任时。该环境责任可能由于租赁期内出租人的所有权而产生，租赁期可能长达 20 或 30 年。总的说来，银行将寻求将担保限制在只包括租金支付和可确定的金融债务。他们至少不情愿为项目公司的所有以租赁合同为基础索赔出具一揽子担保。

对大型项目，图 5 所示结构将变得十分复杂，因为没有一个是租赁机构具有足够的交税能力来承担整个融资。可以由一个租赁公司集团中的各个租赁公司分别取得并出租资产；另一种在最近几年不大常见方法是，可以通过合伙人关系共同拥有资产。当有一个以上的出租人存在时，选出一个特定出租人的资产不是件容易的事，因为该资产必须既符合该出租人的投资限额，又是一个完整的担保品，在变现时可以与集团中的其它出租人的资产分隔开来。在这种情况下，协调协议将规定，在强制执行时，整个工厂根本上将被作为一个连续存在的实体来出售。同时，实施资产变现的程序和分享销售成果的基准应使每个有关的出租人满意。

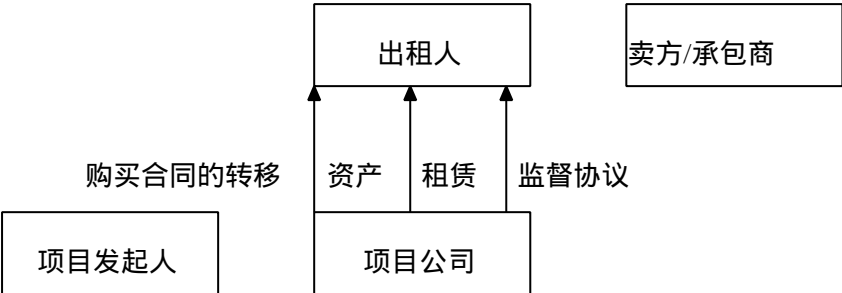
图 5. 融资租赁的结构

(a) 合同阶段



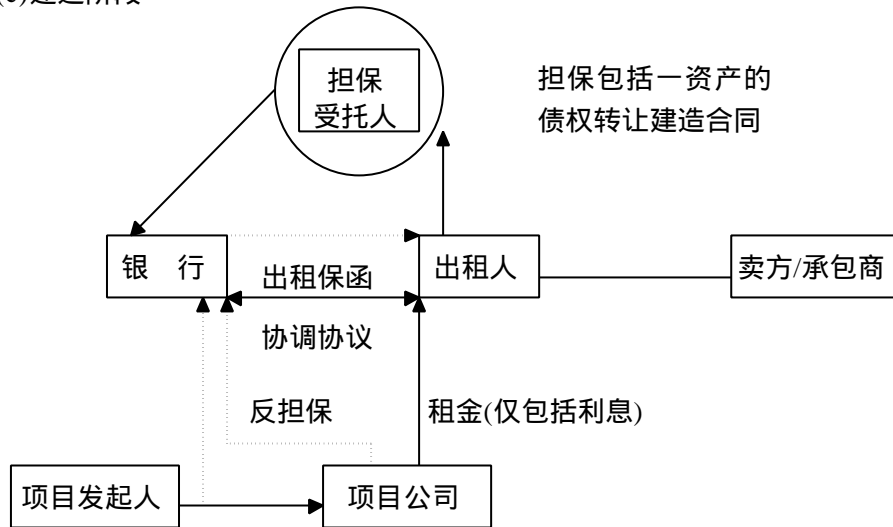
1. 项目发起人确定他们希望获得的工厂和设备，并成立一个股份有限公司，即项目公司；项目公司或其中一个项目发起人可能签订一个合同，用来购买和建造随后将要被转移给融资租赁公司的资产；或者，发起人将不加入该合同直到融资租赁公司本身同意参与到该项交易中。

(b) 租赁阶段



2.融资租赁公司将工厂和设备租赁给项目公司。项目公司（或项目发起人之一）将以监督协议为基础，代表出租人来监督建造合

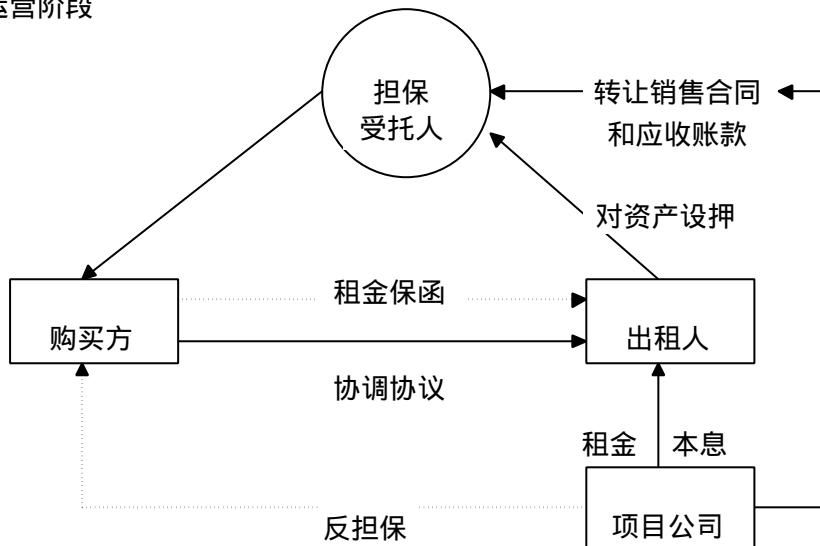
(c)建造阶段



3.在建造阶段中，租金将被限制成一个与获得成本和建设成本的利息相等的数量。租金将由一个或几个银行作担保，比较少见的是由项目发起人作担保（出租人一般不愿接收项目风险）。

4.按照与出租人达成的协调协议，银行将要求用出租人的项目资产和建设合同作贷款担保，在建造阶段，银行很可能要求一个或几个项目发起人的完全或有限的担保来支持项目公司的反担保责任。

(d)运营阶段



5.项目竣工后，在运营阶段中，租约规定重新调整租金，使其包括最初租约期的本息差额。项目发起人的担保可能不再存在。银行将承担项目风险，对银行来说，安全保证来源于受让销售合同或应收帐款，以及对出租资产设押。租约将规定与其它形式的融资文件相类似的竣工试验条款。

6.在最初阶段结束时，当出租人的成本被收回并且实现了理想的商业回报后，租约通常在最低租金水平上延续到相当长的第二、三阶段。租约不会规定项目公司具有购买权，否则，该租约将被认为是雇佣购买，从而将被取

消与融资方式相关税收优惠，租约很可能规定项目公司作为唯一代理人在租约期满时以出租人同意的价格销售资产；大部分销售所得将返还给项目公司作为销售代理费，购买方常常与一个或多个项目发起人有关。

建设-运营-转让 (BOT)

BOT 方式有时被看作是私有化的一种形式，这种看法容易使人产生误解。BOT 方式的一个重要特征是，除非特许期的长度接近项目有用生命期的长度，运营中的项目将被转让给有关政府机构。所以最好认为 BOT 是一种公有部门的项目，但在有限的一段时间（开发期、运营初期）内寻求私人的支持。

BOT 可能特别吸引这样的政府：

既希望尽可能地减小对资本预算的影响，又想实施一个眼下它没有能力提供所需资金的项目，或使有限的资金用于其它不大吸引私人投资的项目；

通过引入私人投资来提高效率；

在发展中国家，鼓励外国投资，吸引新技术。

BOT 方式通常是以一个特许协议为基础的。该协议由政府或政府代理机构与项目发起人创立的项目公司双方签订，由项目公司负责项目建设和运营。但情况并不总是一成不变的，如一个早期的在中国的例子，即沙角壁 (ShajiaoB) 电厂项目 (详见第 8 章第 5 节)。该项目中，特许权被授予一个合作公司 (cooperative joint venture)，该公司是由中国企业和一个外资工具公司共同创立的。

另外，由于项目公司承担很大的债务，而且它是专为获得特许权而成立的公司，项目发起人本身可能被要求对项目公司的运作提供支持，加入特许协议，或者独立承担责任，反之，发起人可能希望确保政府机构在一定情况下不断提供支持。例如，提供必要的基础设施和实现未来（当项目运营时）收益所需的资金。BOT 结构特别适合于提供社会性产品或服务的项目，如交通或能源项目。

对政府在一系列可能影响项目的问题上的态度，项目发起人可能要求政府的保证。政府不太愿意或不能束缚其立法和执法机构的未来行动，因此，发起人可能试图要求政府对因政策改变给项目造成的损失给予足够的补偿。

从政府的观点看 BOT，政府将着重考虑：

被授予特许权的公司特许期提供充足的服务；

被授予特许权的公司遵守有关的安全和环境保护标准；

对消费者的收费合理；

对项目进行必要的维护工作，使其提供足够的服务，满足必要的安全标准和其它要求，并且保证在特许期结束转交时，政府接收的是一个运营中的项目而不只是债务。

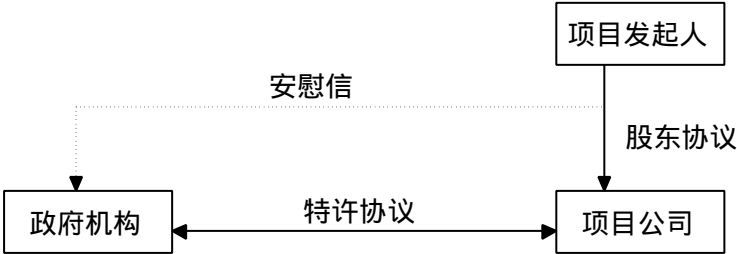
对政府来说，可以有不同的方法（包括制定特别管理规定和维持对项目公司的控制）来实现上述一系列目标。

认识和发挥贷款人的作用对 BOT 融资来说是十分重要的。特许协议本身明显地反映了项目风险分配情况，有关各方对这些问题的谈判应该考虑到贷款人对风险分担情况的反应。另外，在 BOT 项目中，所在国政府不仅起比在

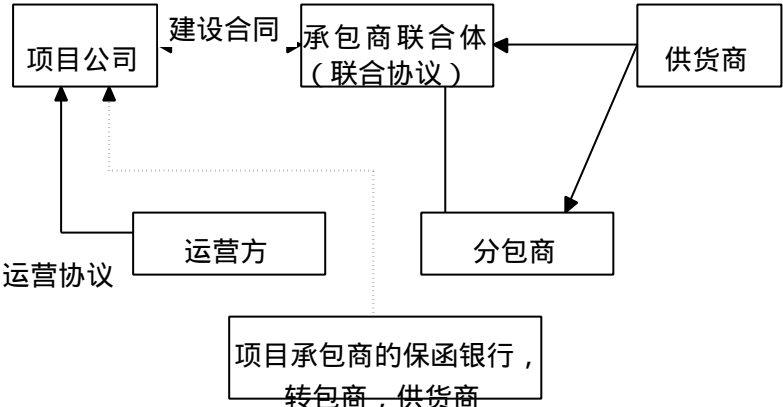
其它项目中重要得多的作用，而且，可能不与贷款人发生直接的接触。因为所在国政府和贷款人的利益可能是不一致的。重要的是发起人和他们的顾问完全了解所有参与方的特殊要求。

图 6：一个 BOT 结构的例子

(a) 特许



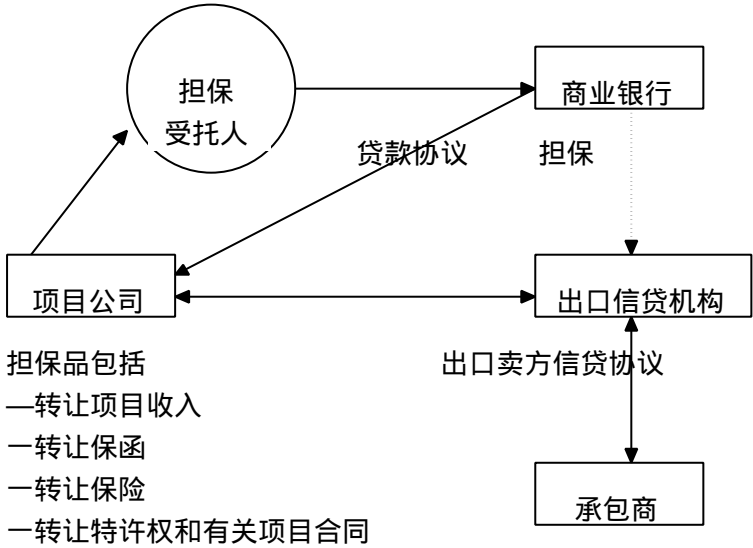
1.项目发起人建立股份有限公司，即项目公司被授予特许权；股东出具给政府的安慰信。



(b)建设

2.项目公司与承包商签订建造合同，接收保函和分包商、供货商转让的保函权益；签订运营协议。

(c)融资



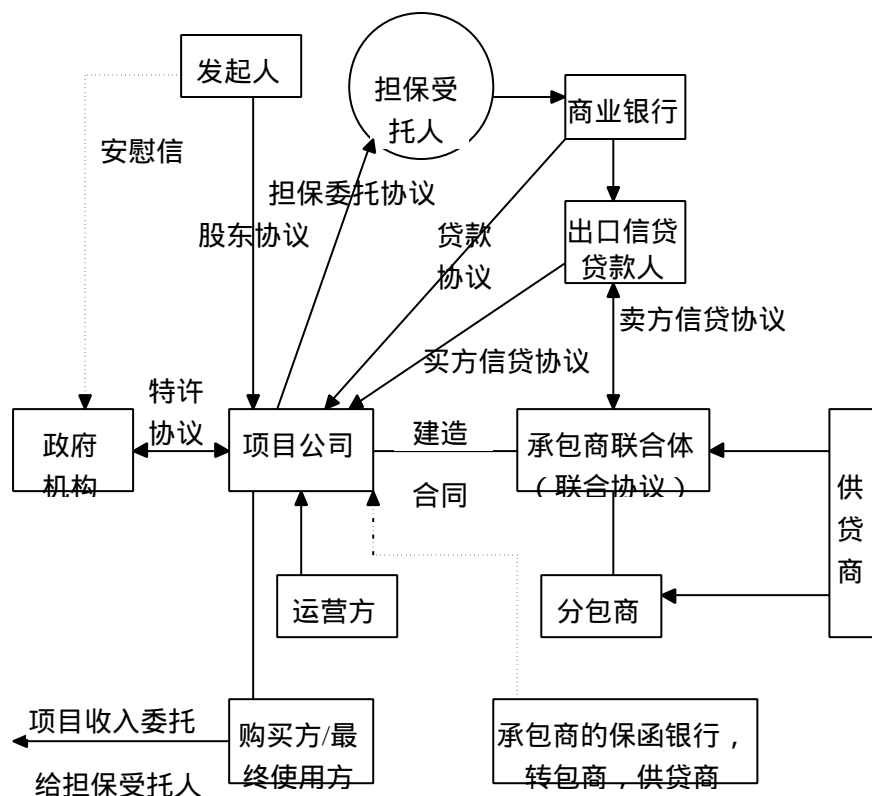
3.项目公司与商业银行签订贷款合同，与出口信贷机构签订买方信贷合同；商业银行以项目资产作为抵押为出口信贷机构的贷款担保。

(d) 运营



4.项目公司将项目收入（如，销售合同项下的收益或道路费、隧道费、桥梁费）委托给担保受托人。

(c)整个结构



世界银行和其它多边金融机构参加的项目融资

许多项目，特别是发展中国家的项目，是由多边金融机构共同融资的。如果项目发起人不是项目所在国的企业，世界银行或它的私有企业贷款机构——国际金融公司（IFC）的参与将减轻项目发起人对所在国政治风险的一些担心。贷款人也可能感到（虽然没有可靠的依据）所在国可能发生动荡，这种可能发生的动荡是一种威胁，如果动荡发生，这将影响提供共同融资的各参与方的利益。

由世界银行支持的公共部门项目，可能获得低息贷款。如果借款人事实上不是政府，世界银行将要求政府担保。

与世行相反，IFC 贷款给私有企业，并且不要政府担保。但 IFC 贷款不是低息的，而且费用可能较高，这表明许多 IFC 的借款人将努力从商业银行

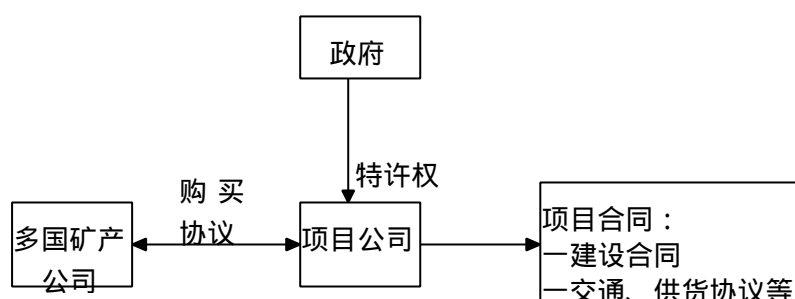
获得市场利率的贷款。高费率和由 IFC 融资带来的对政治风险的“安慰”能吸引商业贷款人加入它们本来不愿参加的共同融资项目。

IFC 对贷款项目的要求是必须有利于所在国的经济；通常与世行或国际货币基金组织（IMF）监督下的结构调整政策相配套，增加所在国的获得硬通货的能力。借款人必须是在当地成立的股份有限公司，但如果所在国法律允许，也可以是 100% 外资公司。

项目的审批必须通过无比严格的环境效应评估；在试图满足其它要求——如世行投标准则、经济效益标准过程中，项目可能遇到问题而被推迟。图 7 表示一个简化的 IFC 共同融资的例子。

图 7 IFC 共同融资结构的例子

(a) 项目结构



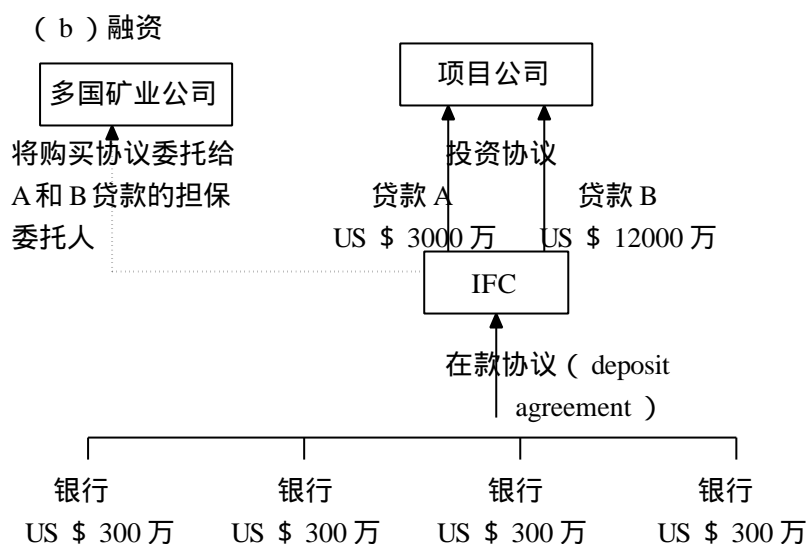
1. 多国矿业公司在当地创立一个子公司/项目公司，来开采发展中国家的矿石/金属储藏；项目公司获得政府特许权，签订项目合同并与母公司签订一个购买合同（off-take agreement）。

2. IFC 与项目公司签订 1 亿 5 千万美元的投资协议，并且为其中 30% 的贷款与商业银行（以参与融资为基础）分别签订“存款协议（deposit agreements）”。

3. 在这种结构中，银行和借款人之间没有直接的合同关系。在文件中，IFC 保留对执行（performance）、加速（accelerate）、和支付（payment）条款的控制，不存在象普通银团贷款协议中有的正式的代理结构。

商业银行和世行或一个地区性发展银行共同贷款给一个国家或一个国家机构时的贷款结构可能不同。可能采用普通的银团贷款结构；政府向世行担保，也为商业银行提

供“第二优先权（second priority）”的担保。

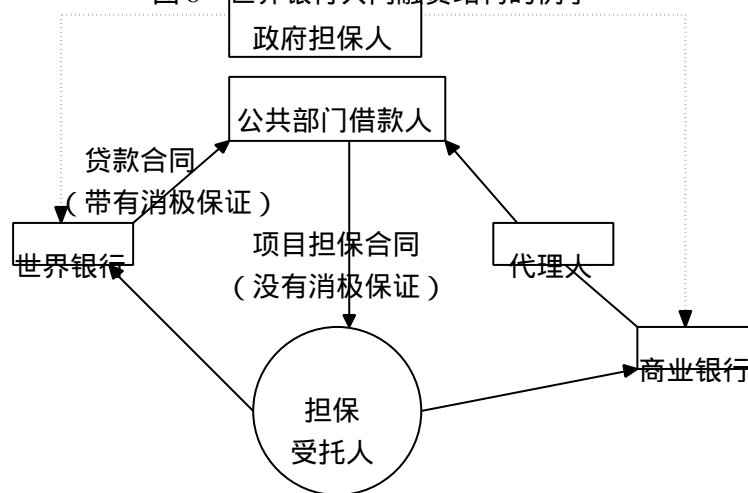


世界银行对它本身的贷款通常不要求担保，但要求借款人接受严格的消极保证条款，并且世行将分享任何商业银行享有的担保权益。如果商业银行享有担保权益，该权益只有在得到世行批准后才能实施。图 8 显示了这样一个例子。

通常贷款文件中将包含一个特殊条款，该条款指明了世行、IFC、或其它共同融资机构的行为将不代表任何国家的政府。

商业银行将被要求声明它们是基于自己的判断才加入相关的交易，不依赖于任何共同融资机构的决定；除了在贷款文件中明确阐明的责任之外，共同融资机构不对商业银行承担任何责任。

图 8 世界银行共同融资结构的例子



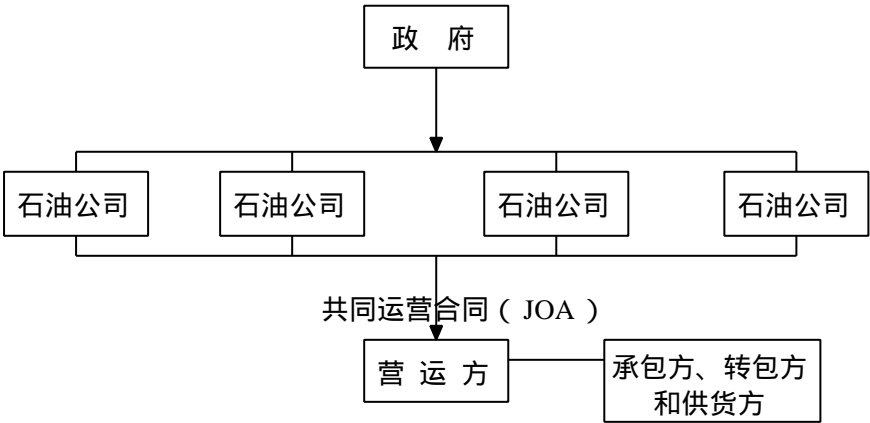
北海油田——融资结构和问题的实例

北海油田融资是一个项目融资的实例。以下通过谨慎地总结这一被认为是“典型”的项目，表明了有限追索权融资的一些特点；并且着重指出了甚至在油田项目融资领域，仍然有一些尚未解决问题，图 9 表明了这一结构。

1. 北海油田的开发和运营是几个大石油公司共同参与的。它们的角色和

责任由共同运营合同(JOA)来协调。该合同提名一个公司作为油田的运营方。该运营方将签署建造钻井和雇佣工人的合同，而且将对该项目的运营负责。JOA 合同决定参加合作的每一方对合作资产（包括按照特许权而开采出的石油）的权利。该合同也将规定决策、决定预算和在油田开发、运营的不同阶段根据运营方要求进行筹资的程序和投票权。

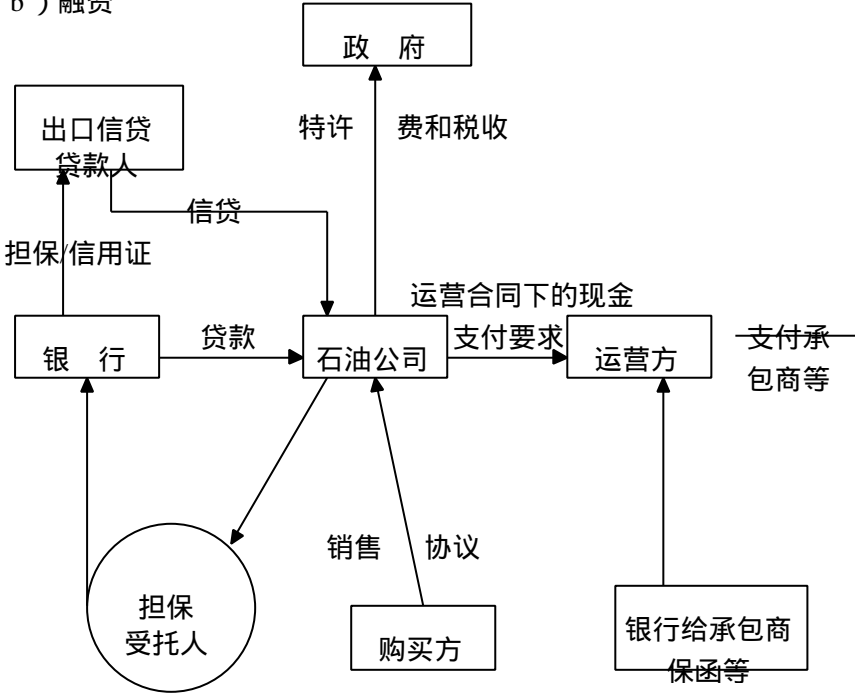
图 9 北海油田融资结构



2. 向授予特许权的政府缴纳石油产地使用费/特许费 ,只有当石油被开采出来后，石油公司才具有对它的产权，只要石油还在地下，就归国家所有。

3. 每个石油公司将对它所拥有的开采出来的石油作出自己的安排。这和天然气项目中的情况形成了有趣的对照。在天然气项目中，由于面对的是受限制的产品处置市场，通常共同运营合同将包含有关天然气的购买和输气管道安排的详细条款。

(b) 融资



4. 参加该项目的每个石油公司将自己筹措运营方所需资金。它们很少对整个油田开发的融资进行协调。一些公司可能在有限公司基础上筹资（即发

售股权来筹资)，另一些在有限追索权基础上借款。如果是借款，通常需要担保品，典型的担保品包括：

- 以公司的特许经营份额作为担保（需要国家授权颁发特许机构的准许）；

- 对公司在共同运营合同中的权益设押；

- 以油田的有形资产作为担保品；

- 以输油管道中的油和公司拥有的油作为担保品，在英国，采用浮动设押（floating charge）的形式；在挪威采用“存货按揭（inventory mortgage）”的形式；

- 转让销售合同和代管帐户（escrow account）中的销售收益；

- 转让项目合同和运输合同；

- 转让保险收益权。

除非项目公司是一个有限公司，贷款人不太可能被允许对借款人的所有资产浮动设押。

5. 如果存在不同层次的贷款人，如出口信贷机构以及商业银行，商业银行可以通过向出口信贷机构出具信用证或担保来避免复杂且可能不令人满意的担保权益分享安排。这样有效地使出口信贷机构承担商业银行风险，同时使商业银行对项目担保品的权利没有任何阻碍。

担保可能涉及的问题是，政府准许石油公司把运营特许权中的份额作为担保不能保证银行能够实现对担保品的权利。以英国政府为例，特许权规定如果银行希望实施对担保品的权利，需要得到进一步的批准。这种做法与挪威人的做法相似。在最近几年，英国政府越来越不愿使这种批准变得容易些。英国政府发布的特许还规定，如果贷款人指定一个接受人来接收石油公司在经营特许权中的份额，特许权将被撤销。尽管面临上述问题，银行实际上寄希望政府能与它们合作。

可以作为担保品的油田设施的形式和特点将部分取决于油田的地理位置：在英国大陆框架区域，可能需要英格兰和苏格兰担保技术。在许多情况下，两者都采用严格地保护措施。挪威担保法只能在挪威境内使用。因为现有法律没有对贷款人提供足够的保护，挪威正在发展新的担保法。

对借款人和/或它的母公司的追索权的大小因项目而异，而且取决于借款人是否是一个特殊目的工具（SPV）公司。还是一个拥有其它项目的英国公司。当贷款给一个有相当规模的公司时，该公司将不允许贷款人对其全部资产进行浮动设押。贷款人对公司管理者的任命无能为力，而后者可以有效地阻碍贷款人实施对担保品的权利。

其它与实施担保品项下权利相关的问题可能是由共同运营合同的条款产生的。使借款人遇到困难的情况包括导致实施“先买权（pre-emption right）”或“枯萎条款（wither provision）”的事件。利用“枯萎条款”，其它公司可以冻结，并且随着项目的继续发展，可以有效地获取任何没能履行现金支付要求的公司的权益。在一些情况下，违约公司将在没有补偿的情况下丧失自己的权益。因此，对银行来说，重要的是在贷款给借款人之前，银行应仔细研究共同运营合同。并且，当上述情况发生时，银行应尽力获得其它合资方豁免或支持。

违约公司的贷款人总处于两难境地，它们要么提供额外的资金来满足现金支付要求，要么面临丧失它们对已发放贷款的担保品的权利。

没有违约的公司的贷款人也将被迫考虑是否承担额外的费用去获得违约公司在项目中的份额。贷款人可能发现在一定程度上自己承担了其它合资公司的风险。

获得特许权的公司可能被要求提供额外的资金的另一种情况是在同一特许地区发现了新的储藏。共同运营合同很可能规定，一旦一个参与方按合同参与一个新的储藏的开采，则它必须为自己的那一部分开发成本筹资，或者承担丧失共同运营合同规定的自己的在现有油田中权益的风险。开发新油田借款人没能履行自己的对新油田的责任可能损害贷款人以及现有油田的利益，即使借款人完全履行了它对现有油田的责任。

第四章 项目融资风险

信用风险

项目融资中，即使对借款人、项目发起人有一定的追索权，贷款人也将评估项目参与方的信用、业绩和管理技术，因为这些因素是贷款人依赖的项目成功的保证：

借款人和任何担保人—在项目的建设和开发期间或以后是否有担保或其它现金差额补偿协议（cash deficiency agreement）；

承包商—是否有一定的保函来保证赔偿因承包商未能履约造成的损失；

项目发起人—项目发起人是否在项目中起重要作用，或提供了股权资本或其它形式的支持；

生产购买方—是否已签订或取或付、且取且付或类似的合同，或其它形式的长期销售合同；

项目供货方—是否将或供或付（supply or pay），或其它形式的长期供货协议作为原材料的来源；

项目运营方—项目是否需要先进的管理技术和方法；

项目使用方—以输油管道为例，是否签订了使用合同（throughput）或收费合同（tolling agreement）；

项目的其它参与方—得到融资的项目发起人的利益小于100%时；

保险公司、再保险公司和保险经纪人—因为他们按保单支付的能力、以及保险经纪人的责任构成了保险协议一部分。

象提供资金的银行一样，项目发起人同样非常关心上述这些不同参与方的可靠性、专业能力和信用。

建设和开发风险

贷款人在评估建设和开发阶段的风险时，将仔细研究可行性报告中使用的方法和假设。贷款人必须考虑以下因素的可能性和影响：

矿藏量不足—如实际油、气储量或矿产量低于勘探报告的数量；

能力、产量和效率的不足—如产量和效率低于计划指标（由于工程、设计或技术方面的缺陷，或不可预见的原材料缺陷，如，不纯的金矿砂将使精炼过程变得复杂）；

成本过高—表现在能源、运输、机器设备、原材料成本，或承包商和劳动力成本；

竣工延期—导致了附加的利息支出，延长了还款期；

土地、建筑材料、燃料、原材料和运输的可获得性—为了项目本身的建设、运营和把产品运到市场的需要；

劳动力、管理人员和可靠的承包商的可获得性；

不可抗力—不可抗力风险不仅在项目的建设和发展阶段，而且在项目的运营阶段都很严峻。“不可抗力”本身涉及参与方无法控制的因素，如自然灾害，火灾、水灾、地震、战争、革命和罢工，这些因素影响了承包商，供货商或产品的市场。

其中一些风险可以通过下述方式来降低到最低程度：

保证项目公司与信用好和可靠的伙伴，就供货、燃料和运输签订了有约束力的、长期的、固定价格的合同；

建立项目自己的供给来源和基本设施，如建设项目专用运输网络或发电厂；

要求供货商、承包商和转包商出具履约保函和竣工担保，并转让给贷款人；

购买商业保险、并确保出口信贷担保支持；

在项目文件中订立严格的条款，涉及承包商和供货商的有延期惩罚、固定成本、以及项目效益和效率的标准。这些好处将通过转让使贷款人受益。

市场和运营风险

可行性研究也将评估与运营阶段相联系的风险，如：

是否存在该项目产品的国内和国外市场；

可能的竞争激烈程度；是否有相似项目竣工；预计的产品国际价格、适用关税和贸易壁垒；

市场准入情况；有形的途径（运输和通讯）或商业途径（潜在的顾客是否能自由购买产品，中央计划部门是否控制市场）；

时效性—当项目到运营阶段时，项目产生的产品或服务是否仍然有市场；项目所用的技术是否可能被超过；

新技术—通常，由于担心项目延期、成本超支和项目完全失败，贷款人将不愿意贷款给未经测试的技术，但需要同时考虑被竞争者的革新取代的风险；

长期的或取或付（take or pay）合同、使用合同（用于油气管道）或收费合同（用于加工工厂）通过在规定的能够抵销运营成本和债务的价格水平上，为产品保证一个市场，可以减小运营风险。对发电项目，消费者常常是唯一的，一个国家或一个当地的电网。在这种情况下，通常是由相关的使用机构来提供最低使用量和价格的保证；或者采用另一种方式，通过容量预定费合同（availability fee arrangement）来收取电力容量费（capacity charge），而对消费纳电力将收取早外的费用。

金融风险

项目发起人和贷款人必须注意金融风险，必须把项目发起人不能控制的金融市场的可能变化、以及对项目的影响包括在可行性研究内，如：

汇率波动；

利率增长；

国际市场商品价格上涨，特别是能源和原材料价格；

项目的产品价格在国际市场价格下跌；

通货膨胀；

国际贸易、贸易保护主义和关税的趋势。

这些风险可以在融资合同中通过多种途径来解决：

在融资协议中包含套期保值 (hedge) 技术来应付汇率和利率风险, 通过货币和利率互换调期 (swaps)、利率封顶 (interest caps)、利率区间 (collars)、和保底 (floors) 以及其它技术;

参考一系列因素来设计偿债计划: 包括市场价格、通货膨胀率、能源费用、税率、和影响上交贷款人的项目收入中“贡献份额”的因素, 或可能存在的有关项目发起人责任的或取或付协议、使用协议; 在融资协议中包括针对产品价格下跌的保护措施, 即套期保值技术 (hedge), 如远期销售 (forward sales)、期货 (future) 和期权 (option) 合同, 但有时会因收到追加保证金通知 (margin call) 而陷入需要进行附加融资的风险。

政治风险

在任何国际融资中, 借款人和贷款人承担政治风险, 如借款人所在国现存政治体制的崩溃, 或颁布新税制、汇兑限制、国有化或其它可能损害项目成功、以及项目投资安全保证、偿债和变现前景的法律。由于下列原因, 政治风险在项目融资中显得特别敏感:

项目本身必需具有和保持政府的批准、特许或同意, 特别当项目是发电站、交通基础设施或开发所在国的自然资源时;

所建项目可能对所在国的基本建设或安全十分重要, 因此更容易受到国有化或兼并的威胁, 电站、机场、港口、道路、铁路、桥梁和隧道是明显的例子;

所在国政府可能对项目生产不可缺少的工厂、机器或原材料进口征收附加税赋; 当地的供货可能不足或是低质量的; 有时整个项目是以加工国外项目发起人供应的进口原材料为目的;

项目产品的出口可能遇到关税, 配额或禁令 (在国内短缺的情况下);

由于所在国的原因, 如所在国政府的经济政策, 或者由于外部原因, 如遵守石油输出国组织 (OPEC) 份额, 所在国政府可能采取控制措施来限制生产速度或项目蕴藏量的消耗速度 (如在石油项目中);

对项目生产可能征收附加税, 如英国政府对开采北海油田征收附加税;

汇出利润和偿债可能被征税或有其它限制;

在项目寿命期中, 严厉的环境保护法将对计划的生产速度和运营成本产生不利影响;

在一定情况下, 政府将拥有项目产品的优先购买权;

项目的成功多半取决于准确预计所在国政治、经济、文化政策的变化; 以许多在中欧和东欧蕴藏的新项目为例, 项目的正确时机是难以或根本不能预知的;

在经济活动是由“指令”制度来组织的国家, 或部分保留这种制度的国家, 对加工或制造项目必备的两个因素 (即燃料、原材料供应, 和国内国外市场的开拓) 可能存在限制;

相反, 当项目的计划是建立在固定价格和市场进入控制将继续存在的基础上时, 开放市场和降低关税壁垒可能损害项目本身。

可以通过以下一些方式来减轻政治风险：

授予项目发起人的特许证书内容如果有模棱两可的情况应交发证机构检查和确认；对特许证书的任何修改、更新、撤销，如果能事先通知贷款人，将在一定程度上保证了贷款人的利益；如果项目公司失败，贷款人可寻求把待许证书转让给自己或由贷款人提名的公司；

将寻求免于征用和国有化、以及在发生这些情况时得到适当的补偿的保证；

如果可能，应从中央银行得到可以获得外汇的长期保证；

如果项目产生“硬通货”，通过销售合同，贷款人可能从海外接受，控制和保留现金流量；

项目发起人和贷款人应熟悉所在国的税收和关税法令，使项目及其融资结构利用避免双重征税条约和双边或国家间贸易协议的有利之处；项目发起人可能求助于转移价格（transfer pricing）方式来避免征税和外汇汇划的限制；

可以向商业保险公司或官方机构（如出口信贷机构或多边发展机构）投保政治风险。第六章第九节将全面讨论这方面的问题。

此外，还有更微妙的方法来减少项目风险。当然这取决于项目的特征：如与地区发展银行，世界银行或援助机构一同安排平行贷款。贷款结构中的具有这样的协调机制将减少所在国政府干涉贷款人利益的风险。同样，如果银团中的贷款人是来自大范围的多个“友好”国家，可能阻止所在国政府采取损害贷款人或实际上是项目发起人利益的行动，因为这时所在国政府将面临损害与这些国家的贸易和其它方面关系的风险。

法律风险

许多项目是在第三世界国家进行的，那里的法律系统落后于北美和西欧这样的工业化国家。一些项目可能发生在经济体制完全不同的国家，那里不是由法律来提供在别的国家常见的保护。如：

担保和强制获得担保品（特别有关动产、现金流量和合同规定的权利，如应收帐款）的法律可能不令人满意；现有的法律可能排除对不动产的所有权。而对项目融资，特别是当追索权是有限的时候，取得有效的担保是非常关键的；

对知识产权的保护（专利权、商标、版权）可能是处在初级阶段或根本不存在，或没能跟上技术发展的步伐，如在计算机软件领域；缺乏有关公平贸易和竞争的法律；在不久前还是指令性经济体制的国家，法律可能还没有考虑这类问题；

“信托”的概念可能还未被意识到，这将对担保品的分享和贷款人权益的可转让性造成困难；

争议可能难以解决；对当地的法律而言，外方可能不具有同等的权利，可能不允许运用外国法律；外国的裁决可能不能实施；通过仲裁来解决争议的途径（尽管通常不为贷款人所接受，但有时是解决生意各方技术上争议的较好的方法）可能受到限制，并且仲裁结论

的地位和效力可能不确定或不令人满意；

当地律师和法院可能对项目中常产生的争议不太熟悉；与贷款人所熟悉的法律相比，当地的法律系统可能是迟缓的、高费用的和难以预料的；上诉权可能受到限制，对位于所在国的资产——特别是对国家经济或安全有重要意义的资产——的强制执行权可能成为问题。

对项目贷款人来说，在早期通过自己的律师对法律风险进行彻底的研究是十分重要的，如果可能，最好征求所在国政府的法律机构的确认，如司法部、司法部长办公室（attorney general's office）或相应的部门。在一些情况下，可能需要修改法律条款，把通过针对本项目的新法案作为融资先决条件。显然，实现这一点的可能性取决于项目的大小、特征和对当地经济的重要性。

环境风险

随着公众愈来愈关注工业化进程对自然环境和在环境中休养生息的人类健康和福利的影响，许多国家颁布了日益严厉的法令来控制辐射、废弃物、有害物质的运输和低效使用能源和不可再生性资源。关于防止臭氧层消失的国际条约（如蒙特利尔公约）和有关气候变化、生物多样性和森林的建议反映了国际社会对全球范围的环境问题的关心。

“污染者负担费用”原则（polluter pays principle）被日益普遍地接受，从而导致有关商业法规和会计方式的发展，使工业的环境成本完全由使用资源和/或造成污染的企业内部承担，并且最终由产品和服务的使用者承担。简而言之，遵守环境保护法规增加了企业的生产成本，但长远来看，将导致高效产品和新技术、新产品的发明，这些发明将成为“最洁净”、“绿色”企业的竞争的法宝。

不遵守环境法规造成的损失是巨大的。在英国国家河流管理机构提出的第一个诉讼中，壳牌英国公司因受到污染梅斯河（River Mersey）的指控而被罚款 100 万英镑。

污染者的损失远不仅限于罚款。事实上，据说壳牌英国公司在梅斯河事件上的损失超过 700 万英镑，包括清除污染、支付第三方索偿和安装新设备的成本。下页的检查表列举了一些在许多现有和被提议的环境法规中涉及的成本。

环境债务首先与项目运营方有关，并且间接地与项目发起人和贷款人有关。项目运营方的额外成本将明显影响贷款人对项目可能的盈利能力的估算。但这不是贷款人应考虑的唯一因素。因为项目融资中贷款人通常把项目场地和项目资产作为担保品，贷款人应意识到如果使用对担保品的权力而接管项目，他们将完全可能对项目及其产品对环境的影响承担直接的责任。

如果项目涉及的土地受到污染，土地的价值将降低，在项目被批准开工前，要花很高的费用才能清除土地污染。这将对项目现金流量和项目可靠性以及贷款人在项目现场的担保品的变现能力产生不利影响。

在英国，1990 年以前，每种环境物质，如空气、土地和水由不同的法律和管理机构来管理。1990 年环境保护法案是走向集中统一管理污染的一个重要步骤。该法案对任何环境排放引入了一个集中管理系统。英国政府还于 1991

检查表 2 环境费用

除了对污染的罚款和惩罚，环境成本可能包括：

- 付给管理和批准机构的费用；
- 为了获得计划部门的批准而对大型项目进行环境影响评估所需的费用；
- 购买环境损害保险和遵守保险商要求的风险管理技术的费用；
- 遵守新的包装和标签要求所需的费用；
- 实行良好的环境管理战略，如环境审计计划所需的费用；
- 使用可获得的最好的技术而不引入过高的成本（best available technology or techniques not entailing excessive cost，BATNEEC）来防止或减小工业过程造成的污染所需的费用；
- 因被迫关闭造成严重污染的工厂而带来的利润损失；
- 污染现场的清洁费用和由于对财产、健康或环境造成损害而负有的公共债务；
- 被污染的土地价值降低；
- 不断增加的废物处置、处理和运输费用；
- 对使用不可再生资源或生产有污染的产品的征税（如英国对含铅和不含铅汽油分别有不同的税收）。

年 7 月宣布了一个提议，建立由单一的环境保护机构来实施控制污染。许多新概念反映了欧洲共同体环境政策的发展，特别是通过 DGXI（EC 委员会的一部分）提出了许多在欧共体范围内协调环境标准、行为和步骤的建议。人们期待着在不久的将来，当新的欧洲环境机构建成时，颁布一个欧共体法令，规定污染者对污染废弃物承担联合和单独的责任。

在北美，立法机构更早地响应保护环境的呼声，许多后来在欧洲出现的环保概念可以说都起源于美国。“综合环境效应赔偿和债务 1980 年法案”（Comprehensive Environmental Response Compensation and Liability Act 1980，简写成 CERCLA；也被称为“超级基金法（Superfund Law）”），和“超级基金修正案（Superfund Amendments）、再授权 1986 年法案（Re-Authorization Act 1986）一起建立了美国环境保护法规的框架。近年来，这些法案对项目融资贷款方提供了参照的法律基准。

“超级基金法”规定，纯粹为保证贷款安全而“拥有”项目利益的金融机构对项目的环境责任享有豁免权。但是，如果银行拥有借款方的企业（即便仅为出售该企业的目的），或象运营方一样参与借款方的日常管理，银行将对环境债务负有责任。在 1990 年的一个案例中，某银行因为参与借款人的金融管理到“能够影响借款人对有害废物的处理程度”，而被认定对造成的环境损害负有责任。

由于担心银行院外活动和超级基金法规定的原则发生根本变化，1991 年 6 月美国环境保护局（EPA）发布了建议的法规，来澄清贷款人享有豁免权的情况。如果该新法规被采用，将规定贷款方在不丧失豁免权的前提下，必须积极地参与项目的管理活动，而不仅仅是拥有管理权利。豁免权适用于在出现坏账时没收抵押物（foreclosure on bad debts），和对借款人的经营和财务状况进行监督和咨询的情况。对借款人使用贷款有一定进一步限制的防止坏账的弥补措施应在可获得豁免权的范围之内。

该建议中的法规规定以下两种情况不能享受豁免权：一种是贷款人承担了造成污染释放的有害废物行为的责任；另一种是贷款人充分参与了借款人的经营管理活动，使贷款人应对维护日常环境标准负有责任。

因为项目融资经常要制定经营行为的规范，如通过特殊帐户控制现金流量，对放弃项目的决定。修改项目开发计划、改变运输和供给安排等行使否决权，所以显而易见，项目贷款人被认为在项目管理中起一定作用。必须注意，由于一般认为银行有钱，为了解决主要环境保护问题，立法机构、当地政府和法院将愿意找到一定理由使银行承担责任。

项目贷款人怎样来保护他们自己，以下是一些通常的建议：

- 熟悉所在国与环境保护有关的法律，并将其纳入项目的总的可行性研究；

- 估计项目的环境责任风险，包括借款人、项目所在地、与项目所在地往来的供应和运输；项目产品、项目将会产生的放射和废弃物；

- 借款人应确保由专家来对收集的材料进行研究；

- 必须将令人满意的环境保护计划作为融资的一个特殊前提条件，并且该计划应留有一定的余地，确保能适用将来可能加强的环保管制；

- 项目文件应包括借款人的陈述、保证和约定，用来确保借款人重视环保并遵守有关法规和提倡的行为；

- 对项目的不断监督应包括环保评估，该环保评估应以环保立法的变化为基础。

项目发起人和贷款人都可以通过投保来降低风险。但保险难以包括除事故以外的风险和损失。由于过去的污染、逐渐变化的污染、或违约造成的损失很难得到保险。罚金和损害将不能被补偿。即便能得到保险，金额是有限的，而重大的环境损害的潜在责任将是无限的。

贷款人的责任

贷款人责任的一个例子是贷款人可能被要求对环境损失承担责任。贷款人责任的概念发展于美国，相对英国而言还是很新的概念。在美国，该概念的基本原则是，贷款人应诚实守信并公正对待它的顾客。

类似于环保问题时的情况，贷款人责任的一个方面是贷款人通过参与拥有或管理企业，“不当控制”借款企业的经营。对借款企业不当控制可能使贷款人对企业破产后果负有责任。对项目融资而言，在“不当控制”和谨慎的信贷监督之间划清界限是非常重要的。对借款人经营活动的限制、对项目进展的报告和监督、对用款和应收账款的控制、坚持总的担保品要求，都增加了贷款人被认为在项目经营中起重要作用的可能性。

如果贷款人被认为“不当控制”借款人，其后果可能不仅限于赔偿借款人的损失。在美国发生的一些例子，法庭认为，贷款人参与的程度事实上使其被作为合伙人，对债权人承担联合的、多项的责任。

“不当控制”只涉及贷款人责任的一个方面。在美国，银行对同意贷款（entering into a commitment to lend）后不能提供贷款的情况负有责任。如果贷款人坚持将第一次贷款报价（original offer）没有提及的条件加入到贷款文件中，贷款人的行为可能被认为没有遵守诚实守信的原则，因而负

有责任。一旦签订贷款文件，如果贷款人没有提供贷款，即便是在按照贷款文件不应提供的情况，贷款人仍可能被认为负有责任。贷款人应该“诚实守信”可能被解释为贷款人拒绝提供贷款是没有理由的。

在美国，贷款人的“诚实守信的责任（a duty of good faith）”原则也被用于因借款人违约贷款人行使加速收回贷款权的情况。贷款人只能基于借款人现在的违约行为加速收回贷款，而不能以过去或将来的违约行为加速收回贷款。

相比之下，在项目融资文件中，只有先满足融资的条件后才能要求贷款，并且，关于加速收回贷款的“违约条款”（events of default）的范围要远远大于一般的流动资金贷款时的情况。所以，“技术违约”或未能满足所有预定贷款条件的范围也比较大。贷款人必须意识到的风险是，法院是试图根据贷款文件条款的用词来判断贷款人加速收回贷款或停止发放贷款的行为是否合法的。

在英国，如上所述，贷款人责任的概念是不同的。英国法院通常更加严格。法院以贷款合同条款的用词为基础，不接受试图将合同规定以外的责任也包括进来的论点。但是，在企业破产时，贷款人和英国借款人借款人的关系将引发贷款人对借款人的“控制”和参与管理问题，贷款人可能被作为不当交易中的“影子股东”（shadow director）或“关联人”（connected person），和欺诈交易中的“知情方”（knowing party）而承担责任。其后果可能包括：

- 推迟对其它债权人的还本付息；

- 贷款人被要求对项目公司提供资产；

- 借款人以优惠或低价交易为由逃避以前的欠款和资产交纳（如浮动设押情况下）

即使是基于英国法，借款人仍然可能声称因贷款人行为不当而造成损失。例如，借款人以“错误陈述贷款条件”指控贷款人。第三方可能基于其它贷款合同中的“消极保证”或“借款限制”条款，指控是贷款人的行动引诱借款人违反涉及第三方的契约性责任。

检查表 3 减少贷款人责任

减小贷款人责任的方法包括：应仔细推敲项目文件条款，确保看起来贷款人没有有效地控制项目：

限制性条款最好表述在“违约事件（events of default）”中，而不应表示成特别的指示；

贷款人要小心对待拥有借款人股权利益、以及在借款人的董事会中派一名名义董事的提议；

借款人应谨慎记录与项目发起人和借款人的会议，减小被指控“错误陈述”或“缺乏诚信”的风险；

在贷款意向中应阐明贷款意向中的条件只是指示性的，并不包括全部的贷款条件，贷款条件将由最终的贷款文件来决定；

应明确限定“违约事件”（仅靠“实质性的不利变化”为理由是危险的），并且使之取决于客观标准，而不是简单依靠贷款人的意愿；

应该避免可能被认为是将“企业计划（business plan）”强加给借款人的融资条款；最好要求借款人自己提供企业计划，然后在贷款文件中规定，未能实施该计划将被认为是一种违约事件；

同样，最好把禁止借款人改变现有的管理人员或董事会成员的条款纳入“违约事件”条款中，即写明“改变项目的管理层是一种违约事件的（change of management constitutes an event of default）”。

以下检查表 3 例举了一系列用来减小贷款人风险的方法，无论这些风险是基于贷款人责任原则或类似的理由。

应特别注意违约或债务重组的情况，这时借款人在讨价还价中处于很不利的地位。如果贷款人实施对担保品权利，实际上接管项目的经营，或停止生产并处理资产，贷款人不应忽略借款人或其它有关方面可能以“贷款人责任”为由指控贷款人有责任赔偿它们因贷款人的行为造成的损失。

第五章 项目融资文件

基本文件

项目贷款人和他们的律师不仅要认真起草贷款和担保文件，还应认真对待物权凭证（document of title），以及贷款人与项目发起人或其它有关方签署的合同。这些文件很可能在申请融资前就存在，它们是项目的基础。下页的检查表 4 列举了有关文件。

在检查基本文件时，贷款人应特别注意：

消极保证条款将影响项目资产和现金流量，而项目资产和现金流量是贷款的担保和还款来源；建设和销售合同很可能包含限制转让的条款；

建设或运营合同要求由承包商或运营公司投保，其后果是项目发起人将不能把保险或保险权益作为担保或将其它直接收益提供给贷款人；

其它融资文件中的交叉违约、消极保证和平等条款（pari passu）阻碍了形成以贷款人为受益人的资产担保/抵押；

项目收入或项目发起人的收入或资产的变化情况；

抵扣（set-off）权可能导致借款人的其它与本项目无关的项目的失败损害本贷款项目的价值；

先买权，一致同意的要求，或者合资方要求平等（pari passu）担保/抵押权利；

按照贷款文件，借款人被认为违约时，由于借款人没能满足现金需要（cash calls）或为放弃成本（abandonment costs）提供担保，或未能运用其它结束权（termination options），借款人权利的丧失或减少；

“不可抗力”条款免除了一个或几个参与方的履约责任；

保密条款限制传播有关项目发起人和项目本身的消息；

强制放弃或接管条款（“take-out” provision）要求当合资方都希望放弃该项目时，其中他们其中的一个应承担其余合资方的责任；

对特许和任何附加条件（包括对转让的任何限制）的满期和撤销条款。

检查表 4 项目文件

以下是可能涉及的项目文件：

- 各项政府特许、批准文件；
- 关于土地所有权（包括获得必要的地表和浅海的所有权）的文件；
- 项目发起人之间的合资文件；
- 股东协议；
- 项目公司的组织文件；
- 项目管理文件和技术顾问合同；
- 项目建设文件和分包合同；
- 承包商和分包商的履约保函和预付款保函；
- 其它保证因素，如销售合同规定的责任；
- 项目的各种保险文件；
- 供货合同—或是通常的商务合同，或是“或供或付”（supply or pay），或收费合同；
- 销售合同—或者是通常的商务合同，或者按照购买（off — take），或“或取或付”（take or pay），或“且取且付”（take and pay）合同；
- 使用（throughput）合同；
- 技术和运营许可证；
- 计划部门和环境部门的批准书；
- 基本设施供应合同—电力、燃气、水；
- 精炼合同（当产品需精炼后才能售往市场时），运输合同；
- 项目发起人的其它融资合同

在某些情况下，如果项目文件的某些规定不利于贷款人保护自己的利益、不利于保证项目不被放弃（项目文件中规定的情况除外），贷款人也许应该坚持修改项目文件，或者使有关方面取消这些规定。为了达到上述目的，贷款人可能被迫同意承担借款人对项目发起人的债务。在有些情况下，贷款人接受这些有风险的规定可能实际上对自己无害。

当商谈项目文件时，项目发起人应及早认识那些项目贷款人和他们自己可能面临的问题。问题发现的越早就越容易解决。例如，在项目文件中加入免责和除外（waivers and exclusions）条款，而不是后来要求改变和批准。

融资文件

融资文件应包括

- 基本融资协议（写明贷款条件、保护条款等如检查表 5 列举的规定事项）
- 担保文件；
- 项目贷款人和担保权益托管人之间的信托、协调或共同贷款人协议；

担保、安慰信和其它支持文件；
 融资文件；当借款不是筹资的唯一或第一来源时，应包括发行债券，商业票据，股票承销报价等文融资产件；
 掉期、期权、封顶和利率区间（caps and collars）等可能涉及一个或几个贷款人、或涉及第三方的附加融资文件。

检查表 5 融资文件

<p>融资协议必须包括以下条款：</p> <ul style="list-style-type: none"> 融资金额和目的； 利率和还本付息计划； 付给安排行、代理行和贷款人的佣金和费用； 贷款前提条件—法律意见书，董事会决议，所有项目合同的副本，担保合同的交接，政府批准文件，弃权信，专家报告和财务报表； 对向借款人和/或其它有关方追索的限制；对现金流量的专门使用； 保护性条款—税收补足条款（gross — ups）增加成本补偿，利率选择，市场干扰，非法监督，罚息（default interest），标准货币，总的免责； 陈述和保证—关于公司的形式和能力，有关文件的正确执行，所有项目和融资文件的准确性，责任的有效期和项目资产的所有权； 项目的约定—项目标准，遵守项目批准书、以及法律和规定；按照发展计划和可行性确定进行建造和运营；投保；交税；

检查表 5（续） 融资文件

<ul style="list-style-type: none"> 还款能力系数（coverage ratio）和其它融资契约； 限制性条款—借款限制，消极保证，平等条款，对分红和资产处理的限制； 违约事件；加速程序；执行对担保品的权利； 项目竣工，转换和放弃试验； 融资信息和项目信息，规划、有关汇报或报告的要求，以及项目的监督机制； 从收益帐户划出资金的机制，保险帐户和其它保管帐户； 代理条款，支付机制，银行间的互相协调和收入的分配； 委托和转让条款；
--

担保/抵押文件

第六章将详细阐述项目融资涉及的担保问题。本节将简单列举一些项目融资中担保所涉及的文件：

- 按揭或对土地、建筑物和其它固定资产固定设押；
- 对动产、帐面债务和产品的固定设押或浮动设押；

项目文件规定的权益转让，如建设合同、承包商和供货商的履约保函、许可证和合资合同；项目保险和经纪人的保证的转让；销售合同、或取或付、使用或收费合同、项目生产收益和经营收入的转让；用代管帐户（escrow account）来控制现金流量（必要时提留项目的现金流量）；长期供货合同的转让，包括“或供或付”（put or pay）合同和能源、原材料的供应合同；项目管理，技术支持和咨询合同的转让；项目公司股票的质押，包括对股息设押；各种设押和委托下产生的有关担保的通知、同意、承认、背书、存档、登记。

支持文件

第六章将讨论有关第三方支持的问题，以下列举了可能需要的文件：

项目发起人的支持：还款担保、竣工保函、运营资本合同、现金差额补偿协议（cash deficiency agreement）、保证书和安慰信；项目发起人的间接支持：或取或付、使用合同和或供或付合同、无条件运输合同、持续供货合同；由一个或多个项目发起人签订的项目经营管理合同。所在国政府的支持文件：许可证、批准、特许、免于没收保函、外汇供应保证；保险：商业保险单，出口信贷保函，多边机构担保文件。

专家的报告和法律意见书

在决定贷款之前，贷款人应坚持得到如下报告：

关于项目技术可行性的工程师报告；环境顾问所作的关于项目对环境的可能影响和适用法律的报告；保险专家关于项目保险是否足够的报告；会计师关于项目发起人财务状况和项目公司股东结构的报告；所在国的法律顾问，和向贷款人提供担保或支持的各方的当地法律顾问针对检查表 6 中的所有或大部分事项的报告。

检查表 6 法律意见书

一份法律意见书应包括：

各参与方行使其项目文件或信贷和担保文件中规定义务时的法律地位和权利；

文件的约束力和强制能力；

项目资产的合法所有权；

需要获得并遵守的营业执照、特许和其它管理规定；

现行的任何外汇管制，预扣税或其它税，如“印花税”；

税收补足（gross — ups）条款，和其它补偿条款的可强制执行性；

借款人责任的平等（pari — passu）地位，和当地法律给予某一贷款人优先地位；

当地法院发布涉及外国货币的判决的可能性；

所选择的用于解决纠纷的法律和法院的有效性 和国外判决和仲裁的有效性；

是否有诉讼或资产扣押的豁免权，以及豁免程度。

第六章 担保和支持

担保和法律体系

在项目融资中，只要资产所在地的法律允许，贷款人经常将项目资产作为担保。尽管贷款人经常使用严格的担保措施，即把任何有关的资产也作为担保，但是对按照英国法的方法、以转让和浮动设押（floating charges）形式建立位于英格兰疆域之外的担保品，在行使对担保品的强制权力时可能由于法律的冲突因而造成困难。

例如，在北海油田项目融资中，担保品位于英国的领海之外，但在英国大陆架的苏格兰部分之内时，通常是按照英格兰法，把借款人资产和按照苏格兰法建立的浮动设押和转让作为固定和浮动的担保。

但是，可能由于一些原因，用这样的方式获得担保是不妥当的。因为，在这种情况下，贷款人必须依赖于消极保证条款。消极保证条款要求借款人保证不使任何第三方对借款人资产有优先权。例如，有几个中国的酒店融资项目，没有一个用酒店作为担保，因为当时在中国用这样的资产作为担保是没有多大实际意义和效力的。但在以后的一个中国酒店的融资中，运用了按揭，即抵押贷款的方式，虽然抵押受益人是中国国内的机构，但该机构是为外国贷款人担保或作为外国贷款人的受托人。

消极保证是一种有法律约束力的保证，它不同于担保受益权。消极保证不会导致对借款人资产的所有权、占有权、控制和销售权，在借款人破产或清算时，也不会给贷款人带来任何优先权。借款人如果违反消极保证条款，以第三方为担保受益人把其资产作为担保品，按照绝大多数法律，这种担保是无效的。虽然借款人因违反合同而负有责任，但由于借款人的资产被作为还款来源，这对贷款人来说仍然是很不利的。如果该第三方知道或应该知道存在消极保证条款，贷款人也许能指控任何使借款人违约的担保的有效性，但这取决于当时的环境和有关的法律系统。

许多项目在贷款人不熟悉的国家发生，贷款人不了解那里的法律和法律系统。因此将迫使当地律师考虑在项目所在国的法律制度下从未出现的问题，该项目可能是同类型项目的第一个，或者，需要对融资结构进行创新。在这种情况下，贷款人不能认为能够用在自己国家或地区同样的方式获得担保品。

浮动设押方式对英国律师是很熟悉的，而且在其它习惯法系国家得到广泛运用。如果担保品是现有的项目资产和在项目建设、开发、运营期间将会被项目公司获得的资产，浮动设押方式提供了获得这些担保品收益的非常便利的方法。对项目发起人来说，浮动设押方式比固定担保品有利的原因是浮动设押方式允许公司获得、加工和处置资产，包括原材料、营业用具、现金和其它动产，而不必要为新获得的资产签订担保合同。或为每一次资产处置请求许可。

对于许多不承认浮动设押概念的法律体系，要想找到类似的担保方法将需要仔细的研究和创造性。位于项目所在国的项目资产形成的担保品，受所在国法律管辖；而在海外的担保品（如销售收益）将受其它法律的管辖。

担保的特征——基本问题

贷款人可能发现当地法律系统没有赋予他们按照自己的法律概念所期望的权利。对英国律师来说，担保意味着创造依附于资产的权利，而不仅仅是对这些资产所有者的强制债权。这些权利赋予担保受益人一定的权利，其中最重要的是：

防止担保品所有人随意处置担保品或给予第三方利益的能力；
在其它债权人和清算人之前占有、操作、销售和变现该资产的权利。

重要的是项目贷款人应预先对所在国有关担保的法律体系等进行研究。担保品的可获得性或有效性对融资结构、整个风险分担和参与方之间的追索权都有很重要的影响下面的检查表列举了一些应该进行调查的领域。

担保在项目融资中的正负作用

有经验的贷款人倾向于接受象交通基本建设、石化工程、电站或石油天然气项目作担保，主要是由于防御性的原因、银行规定或其它要求，而不是因为这些担保品的变现值对银行能够接受的风险程度有所影响。如果担保品的预计变现值大于贷款余额，这将不属于真正的项目融资。

项目融资与其它融资手段的不同点在于，除非第三方接管项目的运营，项目资产价值对第三方来说是极小的。相比之下，象建筑物、船舶或飞机这样具有残值的资产，贷款人能以一个强制销售价格，销售给第三方，使残值变现。

而海底的油气管道如没有油气通过的话，就对任何人都没有价值。同样道理适用于没能吸引足够的交通流量的隧道，或没能高效率地生产符合质量要求的产品的石化工厂。如果运营方没能使项目资产高效地生产出现金流量来偿还贷款，项目只能面临失败。许多实例说明，项目的贷款人将更重视项目运营方的已证实的能力而不是资产的价值，因为是运营方的能力而不是项目资产的价值决定了贷款是否能按时偿还。

以上描述了由于项目失败导致担保品贬值的例子。当然也存在当项目正常时，担保品被强制执行抵押权的可能性，例如借款人因项目以外的原因破产的时候。在这种情况下，现成的一揽子担保品将对贷款人具有很大的价值，因

检查表 7 贷款的担保

贷款人的律师应该知道：

借款人对什么资产有所有权,对什么资产只有使用权(有许可证);
是否能用所有权和使用权担保;
什么项目资产能作为固定担保;
是否能建立浮动设押担保;
是否能把目前还不存在的资产作担保;
是否能把动产作担保而不需要把这些资产转移到抵押权人或质押权人手中;受押人(chargee)对担保品应用多大的控制权才能建立与浮动设押相反的固定设押;
对外国人成为抵押品(特别是土地)的抵押权人是否存在限制;
那些债权人在法律规定下优于享有完全担保的债权人;
是否第三方(包括享受先买权或类似权利的合资方)或清算人能干扰担保的批准或强制执行;

项目融资检查表 7 (续) 贷款的担保

在违约发生时,贷款人是否能够对作为担保品的资产指定接收人;是否银行要对该接收人的行为负责,或是否接受人能作为借款人的代理人;
在强制执行发生时,贷款人是否能够控制资产的销售,或必须由法院销售或拍卖;
如果担保品是对第三方的权利(如,债权、应收款、股权、债券、票据),强制执行对这类担保品的权利的可能性是否取决于获得第三方的同意,或至少第三方知道这些担保情况;
经过什么样的步骤才能完善担保手续:公证,登记,存档和印花税;
是否能由一个代理机构或受托人来为一组债权人保管担保品,尽管这组债权人的构成是由于债权人的权利转让经常变化。

为贷款人可以自己运营该项目,或把项目公司作为连续存在的实体转让给第三方。

有价值的担保和支持

上节讨论了于担保品相关的一些问题,以下描述的是有价值的担保和支持。

(a) 由长期销售协议产生的现金

当存在长期销售协议时,销售协议项下应收账款权利是有价值的担保品。有些合同本身实际上就是一种形式的担保。如或取或付合同或使用(throughput)合同。通过转让来获得这些合同项下的权利而形成的担保是融资结构很重要的一部分。

但是，如果长期合同确定的付款取决于连续的生产收益，如且取且付（take and pay）合同，这种合同不等于一种担保，合同项下的权利转让将是较低价值的担保品。因为如果生产停止，合同规定的付款也将停止，而这时正是需要真正担保品的时候。

纯粹以商务条款为基础。中等期限、价格固定的销售合同形成的担保品的价值较大。特别是在有限的、波动的市场中，这种合同为项目提供了有保证的销售渠道和收益来源。

（b）保险

贷款人通常取得项目资产保险受益权的转让，或取得保险的综合收益权。当项目资产被破坏或损害时，贷款人将获得直接的现金赔偿。然后贷款人必须决定或者用保险收益来重建受损害的项目资产，或者用来抵扣项目的债务。在后一种情况下如果借款人本身不能够重建项目资产，项目就不可能产生明显的经济效益。船舶或飞机的保险收益经常能偿还贷款，但对项目融资来说情况就不同了。

涉及保险的尖锐问题是被保险的损害较小，但却足以拖延项目完工，或中断项目的运营。为了防止在项目中期项目公司不能支付贷款本息，贷款人可能要求投保重大损失险（开工延期、运营中断、或利润损失险）。

项目运营方应确保保险是充分和有效的。不仅要支付保费，而且要充分收集所有与项目风险有关、可能影响投保风险范围的信息。运营方应按照保险公司要求的标准和技能认真管理项目。在项目进行过程中，贷款人应注意保险公司的政策和操作的任何变化。因为在按保单接到赔付要求时，这些未经通知的变化可能被保险公司用作躲避赔付责任的借口。

贷款人通常坚持保单必须包括“损失收款人和撤销通知条款（loss payee and notice of cancellation clause）”，该条款要求保险商按照保单规定直接支付贷款入（或其代理人），并且通知贷款人保单的任何变化、撤销或失效。如果一个运营方代理几个合资公司的保险事务，通常要求将转让通知和向贷款人保险帐户支付赔款（如果发生索赔）的指令一起分别送达保险公司和有关运营方。

当借款人的行为或无行为对保险有所损害时，贷款人可以对作为贷款担保品的项目资产投保按揭收益险（“mortgage interest” insurance），从而在一定程度上保护自己。

一些国家可能规定必须向当地保险公司投保；如果不希望这样做，项目发起人和贷款人可以对一些或所有风险在境外再保险。

贷款人经常要求独立的保险顾问代表贷款人来考虑与保险有关的问题。但是如果保险顾问本身是保险经纪人，必须小心避免任何利益冲突。

（c）特殊有形资产

在许多项目中存在能够和项目分开。在公开市场上销售或被第三方使用的有形资产。但是对大型项目整个债务来说，有形资产的变现值相比之下较小，以下是可能存在的有形资产：

在建设中使用的有形资产：石油钻井平台、油站、输油管道，采矿设备和机器，即项目中使用的所有动产，包括工厂、机器和车辆；
项目公司的土地，建筑物和其它固定物；因为外国贷款人也许不能获得不动产的利益，因此需要形成有当地机构参加的担保结构，该当地机构按照分享协议为银团保管担保品；

特许权和其它准许：如果没有所在国政府的批准，这些特许权通常不能转让，并且一般只有当地机构才能拥有这些特许权；

承包商的履约保函或竣工保函项下的权利，这些权利可以被项目公司转让给银行；

技术和生产专利：通常贷款人期望在行使对担保品的权利时能自由地得到这些专利，从而能把项目公司作为连续存在的实体来销售，因为如果没有运营技术，工厂和机器就没有什么价值。但是，专利权授予人通常强烈反对担保品包括技术和生产专利；

项目生产的产品，取得的销售收益和项目公司的银行帐户；

其它权利：项目合同规定的其它权利，合资合同、建设和供应合同、运营合同、运输合同，以及其它与项目运营相关的能源等供应合同。

发起人的支持——担保和准担保

项目融资谈判成功的关键是在项目发起人和贷款人之间实现各方都能接受的风险分担。贷款人可能要求信誉良好的股东和合资方保证项目能至少达到生产阶段，如果不能，股东应保证偿还所欠的债务。

或者，贷款人希望股东的股本金投资能在贷款之前，或至少与贷款同步。

可以安排融资结构使项目发起人实际上担保在整个项目有效寿命期内偿还贷款，即使这种担保是通过另一安排来实现的。

借款人或项目发起人可能有特殊的税收或会计目标，那将影响他们对项目支持的类型，经常是影响这种支持在法律上的严密程度。

以下描述的是一些支持方式。

(a) 竣工担保

从科学技术的角度来看，在多数例子中，项目不成功的风险来自项目是否能建造竣工和形成生产能力、产生应收款。特别是对具有如下特征的大型基础设施项目或 BOT 项目：

经过很长的建设期和滞后期才能达到产生利润的运营期；

建设期间的利息资本化；

建设期高风险/高成本，运营期低风险/低单位成本；

因此，贷款人可能准备承担项目开始运营后是否能持续运营的风险，同时要求项目发起人保证项目能按期竣工，达到按规定的效率和标准生产的运营阶段。

实现该目的的最简单的方法是，要求项目的一个或几个发起人、以连带责任或个别责任的形式、保证项目按照融资协议中确定的竣工标准、在一个规定的日子竣工，并且贷款人希望发起人保证在不能按时、按质量竣工时偿还贷款。

竣工担保的存在使竣工测试的谈判变得更复杂，并且增加了关于是否满足竣工标准的争论，特别是当竣工是项目从有追索权融资到无追索权（或有限追索权）融资的转折点时。

如果竣工担保没有特别规定偿还贷款，贷款人的地位因必须证明损失（真正的融资损失）的原因是未能竣工而变得复杂。这将需要借助大量的技术和经济证据来精确地显示：如果能按竣工担保规定的条件竣工，项目产生的现金流量将足以偿还贷款。与一个直接了当规定金额的付款保函相比，这将是

一个困难的、费时费力的过程。

(b) 营运资金 (流动资金) 维持协议/现金差额补偿协议 (working capital maintenance/cash deficiency agreements)

营运资金维持协议/现金差额补偿协议在很多方面与竣工协议起相似作用,但营运资金维持协议/现金差额补偿协议在项目竣工后依然起作用。

实质上,该协议规定项目公司的股东或发起人通过购买股票或提供贷款 (通常是以附属债务形式) 的形式,向贷款人保证项目公司将获得足够的资金,或用于项目建设、竣工和营运,或者用于实现商定的融资比例。

如果贷款人提出对该协议的违约赔偿要求,贷款人必须证实实际的融资损失,并且贷款人有责任减小这一损失。为了证实损失,贷款人可能需要先执行对担保品的权利,并且对借款人或其它项目发起人用尽一切可能的补救方式。

(c) 安慰信

贷款人和项目发起人经常认为,融资文件应包括由项目公司的股东或其它有关方面出具的“安慰信”(letter of Comfort),“支持信”(letter of support)或“理解信”(letter of Understanding)。但是贷款人和发起人同样经常误解或有意误解对方在文件中的承诺的法律意义。这些支持文件包含目前意向的声明,表明项目发起人对项目目前利益的所有权,和保证项目得到良好的管理人员。文件中可能包含一个声明,表示从以往来看,子公司遇到财务困难时,母公司给与了支持。

有时这些文件不仅包含目前意向的声明,还包含了当遇到问题时贷款人可以依靠的保证。

如果贷款人期望的不只是“道义”上的支持,他们应在一开始就让发起人明白这一点。贷款人应让自己的律师明白,不存在标准的“安慰信”,相反,如果发起人确实不愿意提供有法律效力的保证,他们必须一开始就说明白;在一些例子中,各参与方都认为他们之间的任何安排都将带来法律上的契约责任。

(d) 或取或付合同和且取且付合同 (take or pay, take and pay contracts)

可以将或取或付合同和且取且付合同定义为限定了最低金额的、定期付款的、提供货物或服务的长期合同。

两种表示方式经常交换使用,在不同的情况下表示不同的意思。无条件付款责任是或取或付合同的真正核心,不管是否进行了服务或交付了货物。

通常认为且取且付合同规定了只有在有服务或货物交付发生的情况下,才有责任付款 (或接受所涉及的货物)。本书提及或取或付和且取且付合同是以上述定义为基础的。

项目是否能获得或取或付合同取决于项目的特征和项目涉及的市场。

真正的、典型的或取或付合同规定的最低支付金额必须至少足够满足全部 (或一部分) 项目融资、运营和其它费用所需。重要的是“无条件责任规定”(hell—and — highwater commitment) 条款必须是明确的,而且或取或付合同是不可撤销的。

或取或付合同项下的权利通常被转让给贷款人。贷款人因此获得了该合同规定的对或取或付有关责任方的直接权利。

如果项目产品带来的收入大于偿付债务和营运资金的需要,购买方还是

必须付款，但是所付的款项被认为是超过偿付债务之外的、未来产品产生的收益，而不支付给项目发起人。

或取或付合同项下的购买方可能是项目发起人之一，项目文件经常给予购买方一定的权利来防范项目失败的风险。如或取或付合同可能规定，如果项目公司没能维持令人满意的生产水平，购买方有权接管项目。

项目发起人之间订立的项目基本文件很可能对购买方规定有其它保护措施。这些措施可能用来保证项目所需原材料的供应，并且最好数量和价格能与偿债计划相配合。从而保证购买方的利益。项目融资文件可能包括了产品运输合同，进一步保护了购买方的利益。

(e) 使用合同 (throughput agreement)

与或取或付合同的概念相类似，使用合同在商务上来说相当于融资保函。该种合同的可获得性取决于项目类型和合同本身的商务条款。

这种融资形式的早期例子是北海石油项目，大型石油公司是该项目的参与方，并且是特许权的共同拥有者。

合资方共同创立了两个输油管道公司来建设和运营一个从北海油田到英格兰的石油管道，和一个从北海油田到德国的天然气管道。石油公司然后与管道公司签订了一个使用合同。该合同规定了石油公司必须在固定的使用费下，通过这些管道运输足够的石油和天然气。管道公司从而能获得足够的收入来满足资金需求。

一旦存在“无条件责任规定”条款，则不管由于任何原因石油或天然气不能通过输送管道，使用方仍然必须支付管道公司履行责任所需的资金。（所支付的款项可被看作是“管道能力维持费”）。管道公司将其在使用合同项下的权益转让给贷款人，因此，在必要时根据使用合同所赋与的权利，贷款人有权要求石油公司付款。

(f) 收费合同 (tolling agreement)

如同使用合同，收费合同应用于提供服务的项目，如冶炼厂或炼油厂。项目公司以一定方式加工付费方的财产，然后还给付费方。付费方应提供项目公司所需加工的原材料，付费方所支付的费用在任何情况下足以负担项目的偿债需要。一些电站项目运用了一种有效的结构，即，电力使用方提供燃料来生产所需电力，同时付给项目公司能源转换费。

(g) 或供或付合同 (supply or pay or put or pay agreement)

该合同着眼点是规定能源、原材料或产品供应方（而不是购买方）或者提供所需物资，或者支付足够的款项，使项目公司能从其它方面获得所需物资。

(h) 预先购买合同 (forward purchase agreement) 和产品支付合同 (production payment)

第三章详细阐述了预先购买合同和产品支付合同。这类合同被用于当税收或会计规定不能使用常见的“贷款人一借款人”模式的项目融资场合。

在这种方式中，通常涉及使用如或取或付合同这样的准担保合同，来确保贷款人在石油、天然气、矿产或其它物资中的利益在规定时间转化为规定数量的现金。

为了防止将来发生因生产不足而不能偿债的情况，可能要求销售方或借款人支付现金差额 (deficiency payment) 来代替交付产品。所支付的款项将足以抵销债务。当然，如果贷款人愿意承担在规定日期项目达到一定生产

水平的风险，现金差额支付将被免除或至少被减少。

承包商的保函

在建设项目中，项目发起人和贷款银行为了确保承包商、分包商和供应商能够履约，将要求银行或担保公司的保函。

保函将包括无条件、见索即付条款，以项目公司作为受益人。保函的形式可以是保函、担保或备用信用证。

贷款人将要求项目公司将保函的受益权转让给贷款人，以确保在担保人被索偿时，所付的款项支付到由贷款人控制的帐户上；同时确保需要时，贷款人自己可以向担保人索偿。

保函可以有以下形式：

投标保函：建设合同的投标人保证当中标时签订建设合同，否则将付相当于合同金额的 1% 或 2% 的罚金；

履约保函：该保函有效地保证承包商履行合同责任，否则承包商将付一定比例（5% 或 10%）的合同金额的罚款；

预付款保函：如果建设合同规定项目公司支付一定的预付款给承包商，使承包商能够买建设所需的原材料和设备。承包商必须提交预付款保函，保证当项目建设失败时，返还项目公司支付的预付款；

保证金保函：项目建设合同可能规定项目公司保留一定比例的进度款，用于纠正未能及时发现的建设缺陷所需资金；承包商因此要求项目公司提供相同金额的保证金保函，确保项目公司不能拖欠这笔款项；

维修期保函：该保函是针对项目竣工后，在合同规定的维修期内发现的缺陷情况。在一些例子中，在竣工后展期和更新履约保函和保证金保函也能起到同样的效果。

所在国政府的支持

许多项目，特别是基本建设项目或关系到国家安全的项目，如道路、铁路、机场、医院、军事基地，所在国政府将参与项目的计划、融资、建设和运营等各个阶段。

BOT 项目就是一个例子，政府计划在最初运营阶段结束后接管项目。

对其它项目，政府可能给予不大直接的支持，但政府的支持对项目的成功与否仍然是至关重要的，提炼自然资源的项目和对公共交通征收费用的项目需要政府的特许。其它项目可能需要政府的支持来保证能源供应和通讯需求，保证获得项目建设所需的土地，允许外方管理人员及其它人员的管理，建立对项目环境效应的谅解。

对上述任何一种情况，项目发起人和贷款人将寻求所在国政府提供帮助来保证项目成功。他们将寻求政府保证不采取任何可能损害项目技术和经济可行性、或发起人和贷款人投资盈利能力的政策和措施。涉及所在国政府的不利因素包括与所在国相关的“政治风险”，如没收、国有化，对汇出红利、利润的限制，以及第四章第五节描述的其它问题。

许可证和特许权

在许多情况下，项目所在国政府颁发的开发、营运的营业执照和特许权是项目的基础。

所在国政府按照法规经常颁发许可证、授予特许权，这些法规同时赋予所在国政府广泛的权利，以便当一定情况发生时撤销许可证和特许权。当涉及合资时，贷款人遇到进一步的风险，不只是任何与特定贷款人相关的借款人的过失和行动可以导致许可证被撤回，而且联合集团中任何其它方的行动或过失也可能导致许可证被撤回。另外可能存在的风险是，另一个发生在同一特许地区的、不相关的项目的违约情况也可能损害本项目的特许权，即使贷款人提供贷款的该特定项目进展顺利。另外，许可证本身可能要求受许可人承担实质性责任，并且要求受许可人限期履行这些责任，否则将视为违约或撤销许可/特许权。

贷款人应在以下各方面寻求所在国政府的支持：

- 所在国政府对项目融资的批准；

- 所在国政府对项目的所有发展和运营计划的批准；

- 所在国政府保证不对项目生产或矿藏的耗减（如油田将被开采完的情况一译者注）施加不利于项目现金流量的直接或间接限制；

- 贷款人是否被允许获得许可证或特许权项下的担保权益，如果可以，这种担保权益是否可以实现或执行，而不需要事先同意或批准；

- 当原有的许可证被撤销时，颁布新许可证的条件；

- 违约发生后，贷款人被通知的权利，和在所在国政府撤销特许权前修正违约的可能；

- 违约发生后，贷款人接管和营运项目的权利，以及是否能将特许权转让给一个新的营运方；

- 与项目税收待遇和融资有关的保证；

- 与政府征收的特许费和其它费用有关的保证；

- 政府对营业执照或特许权持有人施加的任何有益的责任的可能；如在北海油田项目中，英国政府具有统一油田的权利（油田的开发要涉及两个或更多的特许地区）。

这里，贷款人必须经常准备承担一定程度的政治风险。项目发起人和贷款人应记住，由于国家或主权的利益，政府不愿意限制他们自己的行动自由。从根本上讲，让国有部门或单位象项目发起人或贷款人希望的那样灵活也是不现实的，即便这种灵活性将带来政治或经济上的好处。除了咨询和协调之外，所在国政府经常不愿对项目承担其它契约性的责任。

另一个问题是特许权项目只获得了部分资金的情况。这时，贷款人将考虑怎样利用特许权获取资金（如通过寻求合资伙伴）来完成特许权规定的全部责任。

政治风险的保险

项目发起人、供应方和购买方以及贷款人可以通过引入商业机构、政府或所在国的、以推动出口、贸易或发展为目的的多边机构（有时同时借助于援助项目或贸易协定）来减少项目的政治风险。

以下是七国集团中提供这类保险的机构：

加拿大	出口发展公司 (EDC)
法国	Compagnie Francaise d' Assurance pour le Commerce Exterieur (COFACE)
德国	赫尔梅斯保险公司 (Hermes Kreditversicherungen AG and Treuarbeit AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft)
意大利	Sezione Speciale per l'Assicurazione del Credito all'Esportazione (SACE)
日本	国际贸易和工业部所属的国际贸易管理局进出口保险部 (EID/MTI)
英国	出口信贷担保局 (ECGD)
美国	进出口银行 (EXIM)

尽管保护的可获得性因国别有所不同，项目发起人、贷款人及其它相关方可以就以下风险向上列机构申请一定程度的保护：

- 战争、起义或革命；
- 没收、国有化或征用项目资产；
- 货币不可兑换和应用歧视性汇率。

这些机构经常提供保险或担保来保证出口商能供应项目所需的物资，保证承包商能正常履约。

世界银行（专门针对公共企业）、国际金融公司（IFC，专门针对私人企业）和地区发展银行，如欧洲投资银行（European Investment Bank），欧洲重建和发展银行（EBRD，European Bank for Reconstruction and Development），亚洲开发银行（ADB）可以支持在发展中国家和欠发展国家进行的项目。世界银行的多边投资担保机构（MIGA）最近吸收中欧和东欧国家，如匈牙利和波兰为成员国。

第七章 一些问题

本章着重探讨一些经常影响项目融资谈判的问题，要求项目各参与方重新估计他们对项目和融资结构的基本了解，从而有利于达成协议。

基本理解

如第一章第七节所述，各参与方在以下一些问题上的分歧经常会导致谈判破裂：

- 项目发起人对项目承担的股权投资和其它责任的程度；
- “准担保（quasi—guarantee）”确立的对项目发起人的追索权的大小；
- 以项目资产作担保的目的和真正价值；
- 不可抗力和政治风险的确定。

此外，还可能产生其它问题。这是因为只有在谈判和拟定项目文件的过程中才能准确发现风险的程度和特征，而在一开始不容易妥善安排项目贷款人、发起人、供应商、购买商、政府机构以及其它相关方之间的风险分担方式。

转换

“转换”一词用来定义项目融资从有股东支持或有完全追索权，转变成无股东支持（如担保不再存在的情况），或有限追索权（如，贷款人的索偿只限于对项目资产和现金流量有一定程度的追索权）的情况。

丧失股东支持通常导致贷款利率上升。但是，一些情况下，如果项目建造期间的较大风险也反映在利息方面，而不是反映在股东担保方面，利率也可能降低。

需要经过大量的谈判来决定什么时候可以转换，以及多少贷款可以被转换。转换不一定发生在项目竣工时；有时是在建立满意的运营业绩和实现一定的财务比率以后。

在以下方面可能产生与转换有关的争议：

竣工检验 以石油项目为例，将贷款转换为无追索权贷款的时机通常取决竣工检验，而竣工检验至少应符合以下标准：

- 项目经独立咨询公司验证完成了生产设备的建造，并保证建造的设备符合设计要求或符合作为项目基础的发展计划；
- 让项目按照设计或发展计划规定的最大生产能力的一定百分比运营一段时间（如在75%的最大生产能力下运营90天）；
- 在一段时间内生产一定数量的石油，或证明能按一个规定了最低供应量的购买合同供应石油。

对电站项目和石油化工项目将进行同类型的测试。此外对电站来说，可能需要检验电站在设计标准下对电力需求变化的反应能力（如，基本负荷相对于增加的负荷）。对石化项目来说，必须进行关于质量、纯度和效率的测试，并满足标准。不论是电站还是石化项目都必须明确燃料和原料的标准规格。

相比之下，饭店的竣工标准就简单多了，一般在饭店开业时或颁发建筑师的竣工证书时，也就认为项目竣工了。

多少贷款可以是无追索权的估算对于石油或矿产品，贷款人可能同意等于未来生产收益的净现值（NPV）一定比例的部分贷款转换为有限追索权贷款。但是，决定未来生产收益的净现值（NPV）是一个复杂的过程。

原则上，未来收益的净现值（NPV）等于贷款期或项目生命期内的生产的产品预期销售收益减去预期的所有运营和运输成本、专利和税收及不包括偿还贷款在内的其它费用，然后贴现后的现值。贷款人将允许等于一定比例的预期未来收益的净现值（NPV）的部分贷款转换为无追索权贷款。

对一些更复杂的无追索权贷款，借款人将有权在一定的间隔重复这一过程，从而再使一部分贷款转换为无追索权贷款，或延长无追索权贷款的还款期。

计算未来收益的净现值时（NPV）时，有时涉及大量的可能引起争论的假设，例如：

通常由独立顾问决定的已证明的蕴藏量；

石油的价格（或项目的其它产品价格）；

税率；

特许费或其它费用；

运营成本；

生产安排和计划；以及通货膨胀率、汇率和其它经济指标。

专家（包括咨询顾问）

不管独立专家是谁，问题是专家向谁负责，由谁指定专家和支付专家的费用。最重要的问题是项目的所有各方能否一致地对待独立专家的决定，如，对于已探明的蕴藏量。

一般来说，贷款人希望在象项目未来收益的净现值（NPV）测算这类问题上能部分采用自己意见或测算，而借款人出于自身利益的考虑，当然希望确保当贷款人和借款人意见不一致时，双方能采用独立专家的意见。

专家报告的频率和内容也经常引起争论；借款人不喜欢因此带来的干扰、拖延和费用；频繁的报告还使贷款人有机会抓住短期的问题作借口，从长远来看影响了项目的进行。

不管由谁来指定专家，其它各方将要求项目文件规定给予他们对专家意见提出质疑的权利；在极端的例子中，对专家报告有异议的贷款人可能有权收回贷款。

现金流量的使用

一般希望项目产生的现金流量至少显著地超过运营成本和任何特定时刻的偿债需要。一方面，借款人希望确保盈余的现金流量被自己、或者股东及其它参与方得到，而不是被贷款人用来填补项目以后可能出现的赤字。

另一方面，贷款人希望所有的项目收益都能首先用来偿还贷款，任何早期产生的盈余都能被用来弥补以后的赤字。如果要求借款人不分发这些盈

余，则需要通过艰苦的谈判来决定借款人用盈余来投资的权利。从贷款人的观点来看，重要的是借款人投资对贷款人所拥有担保品权益（项目现金流量是担保品）的影响。

可能有几种方法来解决盈余问题。贷款人可能成功地说服借款人，盈余应自动地用来提前偿还贷款（按贷款人的观点，最好是按“倒序还款”的还款计划）；反之，借款人也可能成功地保留了盈余，作为一般有限追索权融资原则的例外情况，妥协的方案是借款人能保留盈余，但有责任在出现违约时，在 6 个月内将这些盈余反还给贷款人。

现金流量的加速运用

在有限追索权融资中经常规定，支付了全部运营成本后，在一段时间内，现金流量盈余部分的一个固定的比例将被用来还债。但是贷款人要求在特殊情况下，如违约、不可抗力、征收新税时，这一固定的比例可以增加至 100%。但是，确定这些特殊情况、并使借款人同意增加还款比例并不是容易的事。

在一定形式的项目中，如果项目生产比计划的要快，贷款人可能要求在规定时间内分期付款的基础上增加提前还款。这样可能防止项目公司不按计划、过快地开采石油、天然气、矿产或其它储藏的自然资源。

有限追索权的改变

为了在有限追索权融资情况下更好地约束借款人，贷款人经常要求规定，如违约是由于借款人可控制或避免的过失造成的，有限追索权贷款转变为完全追索权贷款。

例如，当违约涉及借款人未能按照良好的商业行为规范运营或建造项目，贷款人将因此要求把有限追索权融资转换成完全追索权融资。反之如果违约是因所在国政府撤回特许权造成的，贷款人就不能要求把有限追索权融资改变成完全追索权融资，因为贷款人被认为应承担这种政治风险。

贷款文件很可能规定如果因借款人的行为或因借款人忽视采取防范措施而使做为担保品的项目资产价值降低时，有限追索权融资将变化为完全追索权融资。

经常引起争论的问题是什么样的违约是由不可抗力造成的。特别是当违反约定的情况涉及借款人对资金的使用、借款人可能因此丧失有限追索权的保护时。借款人可能反驳说用这样的约定来得到完全的追索权是非法的。

放弃

除非发起人确信投资能有显著的回报，他们是不会参与到项目中的。反之，一旦贷款人给某个项目贷款，贷款人非常关心项目竣工、运营，直到最终产生的收益超过（尽管可能超过得不多）实现该效益所付出的附加成本/边际成本。

这样可能导致贷款人和借款人对何时应该放弃对该项目追加投资有分歧：除非项目现金流量成为负值，贷款人不希望借款人放弃项目；反之，如

果借款人认为将来的现金投入、人力和管理的付出不能带来足够的净现金流量回报，借款人就希望放弃项目。

上述相对简单的例子可能变得十分复杂。当项目有几个参与方，运营合同或合资合同规定了特定情况下的“自动放弃”时，除非一个项目参与方或几个项目参与方愿意项目继续下去，并同意接受要求放弃的参与方的持有的项目股份，项目就被自动放弃。

当借款人或项目发起人希望放弃项目时，如果贷款人坚持项目继续运营，贷款人应注意他有可能被要求承担相对于借款人和第三方的“贷款人责任”（详见第四章第八节）。

保险

应该对什么样的风险进行保险，以及怎样确定与重置价值相关的保险水平是经常引起讨论的问题。

在油田开发项目中，相对来说保险安排已是标准化的，借款人通常只需要按照一般油田操作要求投保，或按照事先约定的最低标准投保。

借款人可能反对融资文件中的要求借款人将来按照贷款人的要求延长或追加保险的规定。但是，贷款人将试图保留要求借款人这样做的权利，特别是环境损害险别方面，因为环境保护法在发展中国家发展得很快。

在除油田以外的其它领域，对于合适的保险水平和应保的风险的认识是很不一致的。在一个英国大型租赁项目中，存在两个特别有争议的问题领域。其一是按照严格的责任规定，设备拥有者承担的未来的可能责任问题；其二是设备拥有者将来为目前不能获得的险种投保的权利问题。

一种可以接受的妥协方案是指定一个保险专家来判断什么险别是恰当的，和什么险别可能在今后得到。

某些所在国的当地法律可能要求向当地保险公司、和/或以所在国市种投保。为了减少保险商的信誉风险和外汇可获得性风险，项目贷款人可能希望获准在境外投保，或者坚持境外再保险，并把再保险权益作为担保。但是贷款人在实现境外再保险时将遇到商务上和法律上的问题。

共同贷款人和分享担保权益的问题

项目发起人和贷款人不应低估在解决共同债权和分享担保权益方面可能遇到的困难和解决这些困难所需要的时间。当融资是由多个贷款人参与或是银团贷款的情况，以上问题可能变得更加复杂。

贷款人可能不愿把他们自己的权利和补偿让给其它贷款人，因此，某一个贷款人可能坚持自己对担保品的强制权利，即使其它贷款人不愿意该贷款人行使对一个共同担保品的强制权利。

如果所有贷款人不是对所有的担保品享有相同的权利（如，某些而不是所有贷款人得到所在国政府的担保），则强制执行对担保品的权利后所得收益可能较难分配。

贷款人可能希望对贷款的发放或支付条件达成一致，从而避免单个贷款人被迫继续发放贷款的情况。

不同的贷款人可能对有关问题有不同的观点和看法这取决于它们的类

型，是商业银行还是其它有倾向的机构如出口信贷机构、地区发展银行或多边金融机构。

第八章 项目融资前景

新的挑战

在以前的章节中，我们阐述了一些所有项目融资的共同问题：项目融资的风险分担，特别是项目各参与方涉及的政治风险；所在国法律体制的重要性；当所在国的政治、社会、法律、文化与项目发起人或贷款人所熟悉的完全不同时，项目结构适应能力的重要性。

在过去十几年中，世界经济产生了一系列重大变化：

- 八十年代初发生的发展中国家主权级债务危机；

- 日本和东南亚新兴工业化国家的成功；

- 在许多中欧和东欧国家产生的新的政治和经济体制鼓励外国投资、鼓励与西方的新的贸易方式；

- 欧洲一体化进程；

- 不断增长的控制工业化进程对环境的负作用和防止全球气候变化后果的呼声。

以上每一种变化对政府、多边金融组织、企业、银行的观点和看法部产生了巨大的影响，尤其是对如何通过开发一个国家或地区的盈利能力和基本建设来推动经济发展的问题，很少有人怀疑九十年代将发生更大的变化，这些变化将带来更多的挑战和机会。

在结束章，我们将讨论那些许多项目融资专家认为具有巨大潜力、能够通过本书描述的大型项目推动经济发展的地区。

项目融资在中欧和东欧

1988 年中欧和东欧政治变化发生以来，新政府一直努力建立符合新体制要求的法律制度。

为了刺激本国的制造业和服务业、发展国际贸易，西方国家通过提供援助和技术秘密（know — how）、发展双边贸易和避免双重征税协议鼓励在这些国家发生的变化，他们还提供保险、担保来解除投资者的担心。

建立以市场驱动的经济环境和大规模的投资，面临着大量的挑战。

- 必须重新确定房地产和生产工具的所有权；

- 必须创造或更新企业形式；

- 法律应提供足够而有效的担保形式，保护知识产权，从而鼓励新的资本和技术的注入；

- 必须进行股份制的工作，同时考虑到国家利益并且确保向人民提供基本生活必需品和服务；

- 心须解除国家对机器设备供应、制造和销售的控制；

- 在新的市场经济中，应有必要的措施防止滥用职权；

- 必须采取行动来对付在西方国家产生的最严重的环境问题。

匈牙利、捷克斯洛伐克（现已解体为捷克共和国和斯洛伐克共和国一译者注）、波兰和前苏联国家对投资者来说是最具有吸引力国家，因为它们具有广大的市场潜力、丰富的自然资源。基础设施和相对水平较高的劳动力。这些国家私有化进程的重要部分就是外国投资。

在上述国家中，匈牙利具有最好的投资环境。匈牙利从 1972 年开始允许合资企业产生到现在已有超过 2000 个合资企业。1990 年，国有资产机构（State Property Agency）被授权监督该国企业的私有化计划；该计划包括出售国有航空公司 Ma1ev。

捷克斯洛伐克也颁布了新法律，该法律鼓励外国投资。1991 年 4 月颁布了私有化法令。在该法令下成立的合资公司包括最近的 Volkswagen 公司与 Skoda 公司的合资，以及工程公司 Triplex L1oyd ' s 与捷克斯洛伐克首要的飞机发动机制造企业 Motor1et 的合资。

最近波兰的进展还包括提议中的解除对外国投资的规定，从而使返还全部税后利润成为可能，同时废除了需要获得批准才能建立外国所有的企业的规定。但是外国投资仍然需要面对现存的限制。在该国发生的到目前为止最大的私有化项目中，Uni1evel 最近买入了波兰清洁剂制造商 Po11ena Bydogosz0z 的 80%的股份。

图表 10 外国投资的几个方面

国家	外国参与的程度	企业形式	国有企业私有化	利润的返还	不受国有化的保护	税收和税收减免
前苏联	合资企业直到 90%，必须有当地企业的参与；其它情况可以到 100%	合资公司，收购股份有限公司和合股公司	非常有限	限于硬通货，并遵照具体规定	可获得补偿	对外方占主导的企业适用 30% 税率；2 年免税期

图表 10（续）外国投资的几个方面

国家	外国参与的程度	企业形式	国有企业私有化	利润的返还	不受国有化的保护	税收和税收减免
匈牙利	直到 100%	合资公司，责任有限公司，合伙企业	存在转换的法律；最近的细则限制外资拥有能源企业和公共事业	只允许返还外汇收益	赔偿要求必须由法院来裁定	3 百万以内 30% 的税率，超出部分 40%，对重要行业有 5 年免税期，对其它有减税
捷克斯洛伐克	直到 100%	合资公司，责任有限公司，合股公司和合伙企业	1991 年 4 月颁布私有化法令，国有企业开始改革	只允许返还外汇收益	可获得赔偿	20 万本币以下利润为 20% 的税率；以上的 40%；2 年免税期

图表 10（续）外国投资的几个方面

国家	外国参与的程度	企业形式	国有企业私有化	利润的返还	不受国有化的保护	税收和税收减免
波兰	直到 100% 不能低于 20%(该最低要求可能最近被废除)	有限责任公司或合股公司；收购现有的波兰公司的利益	存在私有化法令，外方拥有股份的比例一般限制在 10%	允许返还外汇利润和<15%的当地货币利润；将来可能允许返还所有税后利润	有赔偿担保	40%税率,3 年免税期对优先行业可达 6 年;(可能变为损失结转方式)

前苏联从 1987 年以来允许成立有外资参加的合资企业；几个饭店项目已经开工。其它以项目融资方式筹集资金的项目是：

13600 万 ECU（欧洲货币单位）的铝线圈合资项目，与苏联铝生产商签订或供或付款合同（supply or pay），在境外为合资双方的外汇资本投资和销售收益设立了保管帐户；

14000 万德国马克项目，用来在 Tyumen 地区生产特种橡胶；

改造和发展聚乙烯工厂项目，Union Carbide 公司签订了以世界市场价格购买产品的合同。

西伯利亚油田具有巨大的开采价值，它的石油储量占苏联石油储量的 80%，煤矿和天然气储量占前苏联的 90%。该地区除了自然条件差、气候恶劣等不利条件外，还需要建设大量的经济基础设施（如，交通、电站和住房）。西伯利亚的一系列的大型合资项目的取消或推迟对抱有希望的石化工业来说是很大的打击。其中一个保留下来的项目是 Tobolsk 项目，西方国家公司在这个项目中占有少数股权，该项目的第一阶段将需要 20 亿美元的投资。

图表 10 大体展示了上述 4 个国家的外国投资环境。

欧洲复兴和开发银行（EBRD）的作用

1991 年 4 月，欧洲复兴和开发银行在伦敦成立。今后，在中欧和东欧的公共和私有企业的项目融资领域，它将发挥具有影响力的重要作用。虽然，它最初 100 亿欧元（ECU）的资本金规模并不算大，但是该银行希望除了利用自己的资金（或者用于购买开发型项目的股权，或者作为大型项目的“种子资金”）之外，利用自己的影响力，为潜在的西方投资者和银行家提供信息和技术支持。该银行 60% 的预算将被用于私营企业，其余 40% 用于公共基础设施和环境项目。

欧洲复兴和开发银行的宗旨是通过以下方式“促进向市场经济的转变并在中欧、东欧推动企业家精神”：

提供技术援助和培训：用来解决缺乏会计、管理、银行，销售技能的问题；

使市场环境向有利于私营企业的方向转化：实行结构和行业经济改革，包括打破垄断、权力下放和股份化；

改造公共基础设施：支持现代市场竞争机制、采用鼓励私人投资的

融资结构；

建立高效的银行系统缓和资本市场：把储蓄用于生产效益好的投资；

改造、更新国营企业结构和股份制计划：与政府和投资银行一起参加股权和债权融资，吸引其它投资者，增强他们的信心；

鼓励中小型企业：特别注意生产力在短期大幅增长的行业；

重视地区性项目和环境：推动中欧和东欧国家中的、以及与欧洲其它国家间的贸易和项目，发展环境政策、培养执行政策所需的专业知识和人才。

亚洲 一个不同的途径

亚洲的工业化国家正在进行着它们自己的改革，其方式与欧洲复兴和开发银行以及其它西方国家在中欧、东欧国家倡导的以市场经济为导向的改革形成了鲜明的对照。

一些国家或地区（例如香港）的经济实行的是纯粹的市场经济原则。

相比之下其它一些国家限制进口竞争、对新兴工业给予保护、同时鼓励出口、采用优惠关税来增强竞争能力；此外帮助衰退的工业转型或逐步淘汰，给工人提供职业培训。汇率是按照鼓励出口和吸引储蓄的政策设定的，基本上只有当新兴工业在国外市场打下基础后才同意对货币重新估价。这些新兴工业国家主要是通过顾问、特许协议和仿照西方技术来获得外国技术秘密（know — how）；外国人对新兴工业企业进行股权投资的可能性是较小的。

在这两种极端情况之间，该地区的许多国家，特别是最近取得了惊人发展成绩的国家，一方面允许保护主义政策，保护主义被认为符合国家利益；另一方面允许市场机制在其它领域发挥杠杆的作用。这些国家也准备实行吸引外国投资的优惠政策，因为发展经济需要外资。值得注意的是，在该地区存在着寻求市场经济解决方式的倾向，国有垄断企业也对股份制和私营企业参与产生了兴趣。

这些国家的显著成功是在保护主义、市场力量、对外国和私人投资的优惠条件之间实现平衡。这些国家在大型项目投资方面有巨大和不断发展的潜力。

鉴于中欧、东欧国家的打碎了旧的体制后产生了诸如就业、通货膨胀和外债增加等问题，改革者们可以从亚洲新兴工业国家的发展经验看到不同的发展途径，前亚洲开发银行副行长、现任欧洲复兴和开发银行顾问的 Stanley Katz 先生指出：

亚洲和东欧国家经济结构改革的共同需要是强化和维护公众对改革的支持。亚洲的新兴工业国家（NICs）证明了能够在避免付出巨大的、不可接受的经济和社会成本的情况下实现向市场经济的转变。东欧经济改革可以从亚洲的经验中获得教益（金融时报（Financial Times），1991年4月24日）。

项目融资在中国

从1979年以来，作为开放政策的一部分，中国允许开办有外资参与的合资公司，用以鼓励外国投资和贸易。引进外国资本和技术。

现在外国公司以投资、贷款或提供技术秘密（know — how）等方式广泛参与了核电站、口香糖生产、海上油田开发、饭店管理等多种多样的经济活动。尽管当地的管理体制仍然复杂、并且是多层次的，投资环境还需要进一步的改善，人们仍然认为中国在长期大规模项目投资方面具有不可估量的潜力。

从 1986 年开始“七五计划”规定优先大力发展能源、原材料和半成品、交通和通讯等项目的建设。从 1991 年开始的“八五计划”重申了“七五计划”规定的优先发展领域。目前尽管对项目融资方式的使用还不多见，但是有理由相信项目融资方式将比普通的借款方式受到重视。

中国谨慎地执行开放政策，严格的批准程序和债务登记政策将中国的外债减少到 400 亿美元左右（1990 年 6 月的数据），相当于波兰债务重组和注销前的外债水平。许多境外借款是由非政府拥有的机构进行的。禁止政府机构为外国贷款担保的政策反映了中国政府不愿象其它发展中国家那样陷入债务危机。

有限追索权融资方式适合中国的情况和需要，通过运用或取或付等项目融资特有的方式，贷款人可以获得具有匠似于担保效力的商业合同。

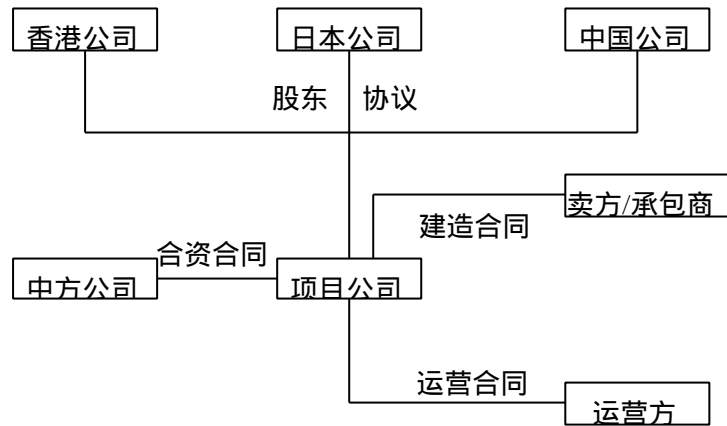
最早在中国完成的有限追索权融资项目是位于深圳的 42 亿港元沙角 B 电站项目。该项目的结构如图 11 所示。

- 1.（见（a））负责深圳特区电力建设的中方公司与一个香港公司合资；该香港公司是由中国、香港和日本公司共同参股组成，起特别工具公司（SPV）的作用。
2. 按照合资合同，SPV 负责签订建造、供应和购买合同，并负责筹集所需的外汇资金。项目完工后 10 年内，由 SPV 负责项目的运营，存留项目利润，并负责筹集项目运营和偿债所需资金。在运营期结束时项目将转交给中方公司。可见该项目事实上是一个 BOT 结构。
- 3.（见（b））一个由日本和香港公司组成的承包商/制造商负责按照“交钥匙”合同方式建造项目设备。日本方面向承包商/制造商提供卖方信贷；根据合同延期支付的进度款由一个商业银行组成的银团提供担保。（注：卖方信贷被再融资，从而降低成本、并使利率固定；另外，再用由商业银行提供的预付承包商的贷款代替银团担保）。
4. 银团还以贷款形式向项目公司提供了所需的其它资金。
5. 项目运营阶段的早期，是由一个在电站管理方面具有国际声望的公司（它的任务之一是培训当地的运营公司）负责的；

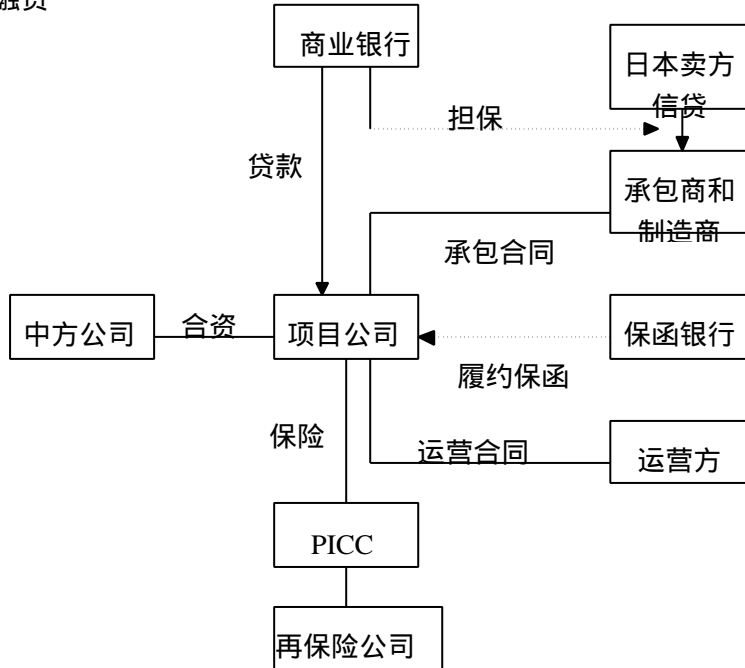
中国人民保险公司提供有形损害（physical damage）及其连带损失的保险。

图 11：深圳沙角 B 电站的项目融资结构

(a) 合资阶段



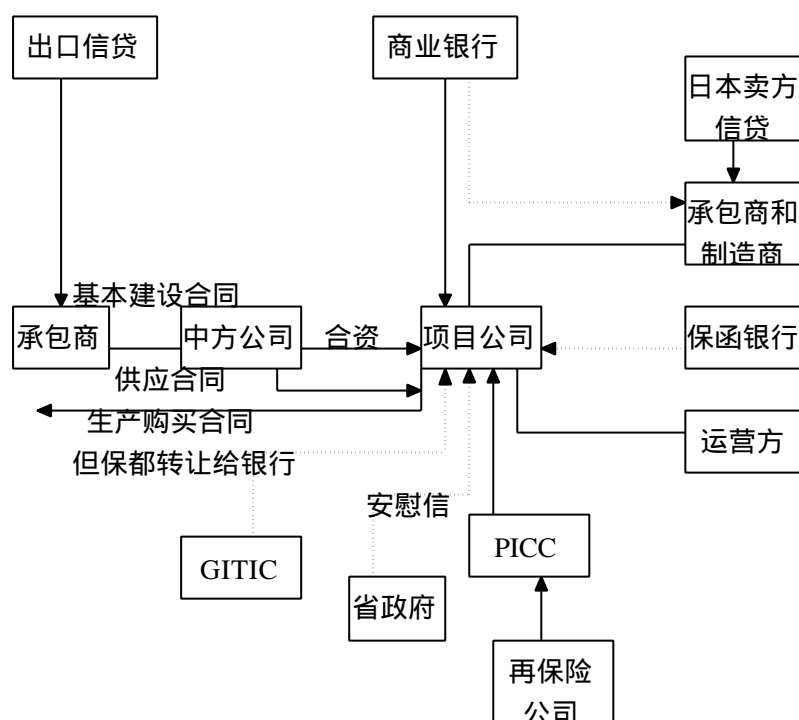
(b) 融资



6. (见(c)) 中方以固定价格向电站提供燃煤, 并与项目公司签订了生产购买 (off—take) 合同, 该合同规定了购买价格和最低购买量, 使得销售收入足够支付项目的成本、偿债, 并满足发起人所期待的投资回报。

7. 广东国际经济信托投资公司 (GITIC) 作为政府指定的担保人为中方在合同中承担的责任担保。该担保项目的权益被转让给商业银行。同时以广东省政府的名义提供了安慰信。

(c) 项目生产的购买 (off — take)、担保和安慰信



8. 中方负责铺设与项目有关的基本通讯线路 (所需资金主要来源于不承担项目风险的出口信贷)。

自从 1986 年该项目的融资文件签订以来 ,中国的法制建设有了巨大的发展 ,但是许多在制定沙角 B 电站项目文件时遇到的问题仍然没有在法律上得到解决。因此 , 沙角 B 项目文件很可能仍将具有参考价值。

东南亚有关项目融资的法律环境

当最近几年 , 中国对发展大型项目的热情稍有降温时 , 东南亚其它国家以更积极的态度显示出在这些国家建设大型项目的良好前景。特别是泰国、印度尼西亚和马来西亚 ; 最近在菲律宾完成了一个大型项目 , 并且出现了有关越南项目建议。

这些国家的经济发展取决于基本建设的发展 , 尤其是交通、通讯、能源、重工业和石化工业。而且 , 这些国家具有大量的有待于开发的自然资源。劳动力价格低、政府对外来投资的优惠政策使它们具有成为制造基地的良好条件 , 从而吸引投资者。它们同时还具有成为旅游胜地的潜力。

这些因素是东南亚有许多建设项目的原由。最近几年内成功地完成的项目包括收费道路、大型中转系统、电站、钢厂、采矿、石油和天然气开发、炼油厂和初级产品工厂、饭店和旅游设施等等。更多的项目正在讨论中 , 其中许多是按照 BOT 方式进行的。

以下描述的是这些国家法律体制的一些特征。

(a) 泰国

(i) 外国所有权

外国人对当地公司的所有权受外国人商务法 (the Alien Business Law) 管辖。对于特定企业 , 如 , 银行、经营商业化交通设施、拥有土地、和制造

业中的特定行业，除非享受由投资委员会（Board of Investment）批准的促进投资优惠待遇，当地股东必须占 51% 的公司股份。其它类型的企业一般说来是允许外国人占有大多数股权的，但是允许外方占多数股权的前提条件是：如泰方占多数股权，则企业难以经营下去。

（ii）对外国投资的优惠政策

BOI 负责推动外国和国内投资，它可能以批准税收优惠、投资保护保函和减免关税等方式来吸引投资者。对外向型出口项目可能有特殊优惠政策，因为这些项目为工业发展打下基础，并且创造了大量的就业机会。此外特别投资区内的企业可能享受特别优惠的待遇。

（iii）外汇管制

泰国银行（the Bank of Thailand）按照外汇管制法对外汇进行管制。虽然对向国外借款没有限制，但规定泰国公民向国外借款都必须在一定时间内通过指定的泰国银行（the Bank of Thailand）兑换成泰国铢；或不经兑换存入特定机构中的外汇帐户。购买用于偿还外债本息所需的外汇必须经过泰国银行的一个特定机构的批准。

（iv）预扣税

预扣税适用于非泰国公民的利息所得、红利和其它可计算的收入。预扣税率是 25%，对银行放款的利息所得预扣税率降至 10%。通过免除双重征税协定也可能获得税收减免。泰国和 25 个国家和地区签订了这类协定，包括法国、德国、日本和英国。

（v）担保

可能有多种形式的担保方式，包括登记的不动产抵押（如土地）及某些动产抵押，如船舶和按“机器登记规定”（the Machinery Registration Act）登记了的机器。但是泰国法律没有用飞机作抵押的规定。抵押品可以是某些动产（如股票、原材料、营业工具、证券和现金）。如果按泰国法律涉及的索偿要求是可转让的，则抵押品权益可以转让。在泰国法中没有浮动债权的概念。

（vi）外国法律和裁决

选择外国法律作为准据法是可行的，除非涉及泰国领土上有战略意义的不动产。外国法院的裁决将不能在泰国实施，但可以在泰国法庭上作为证据引用。

（b）马来西亚

（i）企业的形式

在马来西亚，大多数企业是股份有限公司和合伙人公司（非有限责任公司）。这两种形式的公司受政府的“国家发展政策”（National Development Policy）管辖。尽管法律没有规定，但实际上公司必须遵守“国家发展政策”的指导。

（ii）外国所有权

尽管在一些出口和劳动力密集企业中可能允许 100% 的外国所有权，外国所有权通常受到限制。在一些地方（如采矿业）根本不允许外国所有权。当限制存在时，由当地公司拥有控制权。一般来说外国所有权被限制不超过 30%。当外国公司兼并当地企业从而使一个外国公司拥有 15% 或以上的股权、或与另一个马来西亚公司一起拥有 30% 或以上的股权时，必须得到外国投资委员会（Foreign Investment Committee, FIC）的批准。对外国公司投

资房地产业没有限制。

(iii) 对外国投资者的优惠政策

主要是创新的制造业项目和出口企业的外国投资者享受投资优惠和税收减免期。

(iv) 外汇管制

外汇管制规定，对马来西亚本市的外国贷款和超过 100 万马来西亚元的外国外汇贷款都必须经过马来西亚尼加若银行 (Bank Negara Malaysia, BNM) 的批准。向境外汇出 1 万元以上马来西亚元 (或等值外币) 时，必须经过特殊程序并获得 BNM 的同意。对外担保需事先经 BNM 的同意。

(v) 预扣税

对利息征收 20% 的预扣税。避免双重征税条约能有效地减少预扣税，按照马来西亚和新加坡签订的避免双重征税条约，预扣税减少为 10%。

(vi) 担保

可以利用英国法所允许的担保形式，但同样必须对担保进行登记。委托书 (Powers of attorney) 必须在高等法院进行登记。摘要 (Particulars) 也同样需在公司登记处 (Company Registry) 登记。可以由一个当地的担保代理人来帮助强制执行对担保品的权利，如果项目很复杂，有时委托担保受托人来管理担保品。

(vii) 外国法律和裁决

如合同规定以某外国法作为文件的准据法，除非与马来西亚法律或公共政策相抵触，马来西亚法院一般予以承认。外国法院的判决是否有效取决于两国双边关系，同时，该判决必须在马来西亚高等法院进行登记。对涉及外国货币的判决不存在限制。

(c) 印度尼西亚

(i) 企业的形式

绝大多数企业的形式是有限责任公司，但是有一些其它形式的企业也被作为公司看待。

(ii) 对外国投资者的优惠政策

目前，印度尼西亚鼓励私人投资，包括本国私人资本和外国私人资本的直接投资。投资协调委员会 (Investment Coordinating Board) 负责受理投资申请、制定有关投资的政策。所有的外国投资必须采用与印尼合资的形式。主要规定是，合资 (Joint venture company or PMA) 开始时，合资的当地一方必须在合资公司中至少占有 20% 的股权，到合资 15 年时该比例必须上升到 51%。合资公司享受一定的税收和会计方面的优惠待遇。包括对资本性货物 (主要包括机械、设备和备件) 进口减免税、优惠的折旧率和税率。

(iii) 外汇管制

印尼不存在外汇管制，但是，由于总统命令，外债还是必须向政府报告。这一要求可能有所变化，取决于债务人是完全国有还是部分国有、或是外资企业。

(iv) 预扣税

对在印度尼西亚获得的利息、以利息形式支付的款项、以及其它费用和担保费将征收 20% 的预扣税。如果存在双边协议 (如与日本签订的双边协议)，税率能被减低至 10%。

(V) 担保

最常见的担保形式是土地按揭，股票、存货和其它动产所有权的信托交易，转让应收帐款和其它无形资产，个人或公司出具的担保，设定按揭的授权委托书，出售土地和其它抵押品委托书。在设定担保时，需要在格式、语言、执行合同登记方面符合当地法律的要求。

担保品的权利人可能行使其对担保品的权利。不过，在马来西亚，常见的是指定一个担保代理人或担保受托人作为担保品权利人的代理。

(vi) 外国法律和判决

如合同确定某一外国法律为准据法，法院一般予以承认，除非该法律触犯了公共秩序的基本原则。一些印度尼西亚法律顾问建议，为了使外国法院的判决在当地有效，该法律最好与印度尼西亚法律相关联。与资产相关的担保合同必须受印度尼西亚法律的管辖。

在印度尼西亚，尽管可能认为外国法院的判决具有参考价值，但外国法院的判决是不被承认的。对涉及外国货币的判决不存在限制。

(d) 越南

(i) 外国所有权和投资

1987 年外国投资法（随后在 1990 和 1991 被修改和实施）规定了 3 种允许的投资形式，即：一个由契约形成的公司，一个合资公司，和独资公司。这些公司必须首先被国家公司和投资委员会（State Committee for Cooperation and Investment, SCCI）批准。投资者可以对国民经济的任何领域进行投资。

越南政府最近批准在胡志明市附近建立了西贡出口加工特区，又称 Sepzone。政府希望在该特区集中无污染的轻工装配企业。在该特区建立的出口企业将享受间接的鼓励 每项贸易进行审批，再将外汇分拨给银行。SBV 每隔 48 小时调整一次汇率。原则上，经 SBV 批准企业可以在外国银行开户，但实际上，很少企业获得这样的批准。

企业可以将利润汇出境外。与进口替代体制相比，当局更希望出口企业获得利润。对开立信用证规定有一些附加条件，例如，对用于进口的即期信用证，开证前，开证申请人必须在开证行存入全额保证金。

(iii) 预扣税

适用于外国人的利息收入、红利和其它收入的预扣税通常为 10%。对汇出的利润，预扣税可能被降低到 7% 或 5%，这取决于外国投资的规模和占所有权的比例。

尽管正在与澳大利亚、法国、意大利讨论签订双边税收协议，但到目前为止，越南还未与任何国家签订这样的协议。

(iv) 担保

越南还没有健全的担保法律。目前对不动产的产权没有确定，这意味着不动产不能被作为担保品。因此金融家们无一例外地寻求位于其它国家担保品来确保对越南贷款的安全。例如把海外帐户作为担保（同样需要 SBV 的批准，否则是不可能的）。

(v) 外国法律和判决

对外国法律是否能作为合同的准据法尚无明确的答案。可以认为，对某些特定的合同可以用外国法律作为准据法，如果该合同不包括在经济合同规

范 (Economic, Contract Ordinance) 的范畴中, 如一个合资合同。

(e) 菲律宾

(i) 外国所有权

一般规定外国企业或个人对菲律宾企业的所有权不能超过 40%, 有些领域是不对外国人开放的, 如零售业、自然资源方面的小型企业。但对某些出口企业和在出口加工特区的企业, 100% 外国独资也是允许的。目前, 超过规定比例的外国股权投资必须事先得到投资委员会 (Board of Investment) 的批准。但这一规定在下面提到的新立法中被修改。为了将来收回资本和汇出利润, 所有外国投资必须在中央银行 (Central Bank) 登记。

1991 年 6 月, 菲律宾通过了 1991 年外国投资法, 该法案修订了有关菲律宾企业的外国所有权的規定。该法案制定了限制外国投资领域的名单 (Foreign Investments Negative List)。在该名单指定的领域内, 外国所有权不能超过 40%。对不在名单列举的领域、同时又被归类为“出口企业”或“主要内销企业 (domestic market enterprises, 只要现行法律不限制其外资比例)”的公司, 允许外商拥有 100% 的所有权, 而不需要经投资委员会批准。该法案将于 1991 年下半年被公布于众并生效。

按照 1991 年外国投资法的要求, 菲律宾国家经济和发展管理局 (the National Economic and Development Authority) 将在上述法案实施 18 个月内, 制定并公布对经济发展有战略意义和特殊性的行业, 并确定政府希望的 (而不是法律规定的)、在这些行业中的菲律宾国家和/或当地投资者的所有权比例。

(ii) 对外国投资者的优惠政策

列入政府的“优先投资计划 (Investment Priorities Plan)”的企业、或位于出口加工特区的企业能享受一定的投资优惠。例如, 一个具有优先地位的企业能享受最长达 6 年的所得税免税期、所得税扣减 (扣减企业直接支付的工人工资 50%)、减免对进口资本性货物及备件以及雇用外国雇员的征税。

(iii) 债务转为股权

1986 年, 菲律宾政府制定了一个债务/股权转化计划。在实施中, 只要投资者将政府返还的资金投资于中央银行批准的项目, 菲中央银行将以比索面值买回任何菲律宾外汇债务。最近政府修改了投资指南, 对在国民经济的特定领域投资提供了附加的优惠政策。1990 年 7 月, 政府颁布了 BOT 法案, 该法案制定了私人对基本建设项目进行投资的投资指南。

(iv) 外汇管制

菲中央银行执行严格的外汇管制制度。一般规定, 只有国家社会经济计划规定的优先项目 (如能源项目和出口项目) 需要支付外汇成本时才允许对外借款。外汇收益必须在中央银行指定的银行兑换成菲律宾比索, 但某些外汇收入可以不经兑换存入上述银行。

(v) 预扣税

外国人的利息、红利和其它固定的、可决定的收入必须缴纳预扣税。通过双边税收协议 (如菲律宾与英国、美国和日本签订有协议) 税率可以被降低。

(vi) 担保

有各种形式的担保品，包括对土地和动产的按揭，以及抵押股票。担保文件通常必须经过公证。如涉及土地时，必须在有关机构进行登记。

(vii) 外国法律和判决

如果被选作准据法的外国法律与菲律宾法律有一定的联系，那么该选择一般受到尊重。

其它前景

在世界各地，未来的项目发起人和贷款人所面临的机会和挑战是本章不可能逐一描述的。

用谨慎的观点展望未来，今年以来由于冲突而遭到破坏的中东地区将需要重新建设。颇具机动性的伊斯兰投资人基金将在这一过程中起重要的作用。

拉丁美洲的中等收入国家，在与巨大的债务负担斗争的同时，鼓励债务/股权转换的伯兰迪计划（Brady Plan）和国际债权人的其它倡议带来了新的投资机会。

在上述地区以及世界上其它许多国家，人们认识到必需发展产业基地并使之现代化；必须获得新的、清洁的技术；必须建设足够的能源、服务和机动的基础设施以便尽可能满足企业和社会的需要。但是，需要进行大规模建设的国家本身能力经常不能满足进行这些建设的要求，因此必须从国外引进资本、知识和技术。

如前几章所述，矿藏、石油或潜在市场的存在本身并不足以吸引项目发起人和贷款人。因此，发展健全的法律体系将促进投资。对项目失败和政治或经济变化提供一定的担保是面对风险而建立信心的关键。如果不在早期就意识到在一个陌生法律环境中经营的风险，发起人和贷款人可能浪费许多时间、资源和金钱。

本书同样试图表现：成功的项目融资取决于项目各参与方能重视其它方的利益、问题和局限，并且采用灵活的方式来设计融资结构，从而确保合同的风险、责任和收益分配能够被各参与方所接受。

附录 1

项目融资词汇选

(中英对照)

Amortization	按照借款合同分期还款预付款保函，在一个建造合同（或贸易合同）项下，银行为承包商（或出口商）出具的保函，保证一旦承包商（或出口商）未能履约，承包商（或出口商）将预付款本息退还给业主（或进口商）
Advanced payment guarantee	
Assignment	转让对资产的权利，特别是合同项下的权利、索赔或债权，有时是为了担保的目的
Bareboat charterparty	船舶的长期使用协议投标保函，银行为投保方出具的保函，用来保证如果一旦中标，投标人履行规定的义务
Bid bond	
BOT (build—operate—transfer)	建设—运营—转让，项目融资的一种主要形式。项目公司在一段规定时间内建造并运营项目，最后，通常在不需补偿的情况下，将项目转让给所在国政府
Buyer 's Credit	买方信贷，即当买方和卖方签订购销或服务合同时，卖方国家的银行贷款给买方或买方的银行，使买方能向卖方支付应付的款项
Caps , collars , floors	封顶、利率区间、保底，用于减小利率变化影响的套期保值（hedge）技术
Cash deficiency agreement	现金差额补偿协议，通常由母公司出具给向其子公司贷款的贷款人，用来保证子公司有足够的资金来履行它的责任
Completion	竣工，表示项目令人满意地通过了竣工试验，标志着建设期的结束和运营期的开始
Completion guarantee	竣工担保，通常由母公司或项目发起人出具，保证项目公司将使项目实现竣工
Concession agreement	特许协议，所在国政府与项目公司或项目发起人签订特许协议，允许项目公司建设、开发和运营项目，并且允许项目公司使用项目所在地的水电等设施
Conditions precedent	一般出现在融资文件中的、贷款或用款的先决条件
Covenant	约定，是要求实施某种行为、或禁止某种行为的约定，违反该约定可能被认为是违约
Cross—default	交叉违约，是一种违约现象，当债务人对另一个债权人因欠款不还而违约时，

	无论该债权人与本债权人有无关系，按照交叉违约条款，同样认为该债务人对本债权人违约
Debt/equity swap	一种交易，使外汇债务（通常是发展中国家的债务）的债权人用外汇债权换取以当地货币标价的债权担保品或当地企业股权
Debt service	按照借款合同支付应付的利息、费用、佣金和分期付款本金
Default interest	对逾期未付或未还的欠款所征收的利息；此时，通常是按较高的利率计息的
Depreciation	折旧，即资产价值随时间减少值
Double tax treaty	避免双重征税协议，是两国之间的协议，用来避免或限制双重征税，当一个投资者在国外投资时，可以利用该协议来申请在所在国、或自己国家获得减免税
Drawdown	一个贷款协议规定的提款或用款
EBRD	欧洲复兴和开发银行
EIB	欧洲投资银行
Equity	权益或股本金，一个公司的实收资本和其它股东基金，还可能包括长期的附属债务
Escrow account	代管帐户（又译海外帐户或保管帐户），借款人或其它有关方被要求直接把应收帐款或其它现金支付到该帐户，但却严格限制借款人或其它有关方使用该帐户中款项，并且所述限制条款可能是有利于债权人的
Event of default	违约事件，一种合同规定的事件，按照借款合同条款，在该事件（例如，违约、破产或在借款期间发生实质性的重大不利变化）发生时，贷款人有权措撤销贷款、要求加速还款并实施对抵押品或担保品的权利
Expropriation	没收，被国家或国家机构没收财产，例如，在实行国有化计划时
Export credit	出口信贷，对出口商提供的融资或担保，用来推动制成品的出口或为出口提供服务
Feedstock	原料，用于加工的原材料，如用来精炼的原油
Finance lease	融资租赁，这是融资方式的一种，承租方为了使用资产而在资产的生命期内承

Field	租该资产，出租方按租赁合同获得的租金应等于资产的成本加上投资的回报 一片地区，如矿区等
Floating charge	浮动债权/浮动设押，一种把公司资产（包括未来的资产）和经营收益作为担保并获取收益的担保方式，同时公司具有正常经营这些资产的权利。常见于英格兰和威尔士
Force majeure	不可抗力，不受有关方控制的、由于环境变化造成的风险，它阻止有关方履行其合同规定的责任
Forward purchase	预先购买，这是一种融资结构，其中的一方同意从项目公司购买规定数量的将来生产的产品/服务、和/或项目公司的现金收益，该规定数量的生产/服务、现金收益应至少等于所付的购买价格加上利息
Full recourse	完全追索权，表示一种常用的融资结构，其中借款人（可能还有担保人）承担归还贷款本息的完全责任，不管项目是否成功
Golden share	金边股，是带有特殊权利的股份，该股份的持有人能控制公司的某些经营活动或控制股份的转让，通常是由新近私有公的公司中的国家股东拥有该种股份
Governing law	准据法，合同条款适用的法律，或者在合同中明文规定，如合同中没有规定准据法，则法院根据所在国的冲突法规则（the rules of conflict laws）认为应该适用于该合同的法律
Gross—ups clause	税收补足条款，补足条款规定债务人应补偿、并支付给债权人因缴纳预扣税和其它税赋而少收到的金额
Hell-or-high water provisions	无条件责任规定，按照该规定，不管发生任何情况，合同的一方或几方的责任不能免除
IBRD	国际复兴开发银行（世界银行）
IFC	国际金融公司，是世界银行的私人公司贷款机构
Indemnity	豁免或保护，保护一个人不受特定环境、如任何经济损失的影响
Joint and several liability	共同和个别连带责任，当由二个或几个担保人对一项债务提供担保时，产生一个共同的责任，还产生和担保人数量一

	样的单个责任，因此每个担保人都有责任偿还全部债务，但只要有一个担保人偿还了全部债务，其它担保人的责任就随之解除
Jurisdiction clause	司法审判权条款，该条款规定合同的一方或几方只寻求一个司法机构的规定法院裁决，放弃可能有的任何其它豁免权
Lender liability	贷款人责任，如果贷款人没能履行合同规定的责任，如提供贷款，则将被视违反贷款人责任
License	特许、许可、批准，由国家或国家机构颁发的授权，如在某一地区开采矿藏的授权
Limited recourse	有限追索权，表示一种融资结构的特征，其中贷款人一定程度上地依赖项目资产和 项目现金收益作为还款保证，因为项目公司或项目发起人没有提供完全的担保
Margin	利差，在基础利率，如 Libor 或 Prime rate 上再增加的利率百分比，即贷款的浮动利率与基础利率间的差别
Material adverse change	贷款期内可能发生实质性的重大不利变化，由于该变化可能影响项目竣工、履行合同、或偿还贷款，贷款人有权要求借款人加速还款
Negative pledge	消极保证条款或禁止性誓言，是一种合同约定，要求借款人或担保人保证不对其资产另外设置债权
Non—recourse	无追索权，等同于有限追索权，有时用来表明贷款人对项目资产的依赖达到很高程度
NPV (net present value)	将来收益的净现值，计算方法是先预测项目将来生产的产品价值或现金流量，然后减去成本，再贴现到当前的净现值
Off—balance-sheet liability	表外债务，不在公司的资产负债表上作为债务显示，如租赁合同、或取或付合同项下的债务
Off—take agreement	购买合同，一种长期的购买协议，规定购买方必须按规定价格、至少购买一定数量的项目生产的产品或服务，购买方通常是项目发起人，合同以或取或付方式签订
Operating lease	营运租赁，与融资租赁不同，营运租赁期限较短，承租人只在资产生命期的一

Pari—passu clause	<p>段时间内承租资产</p> <p>平等条款或同步条款，一种合同约定，表示除法律规定优先债权（如某种税赋和工资）外，借款人和/或担保人确保项债务至少与其它所有的非担保债务平等</p>
Participation agreement	<p>参加协议，该协议规定，贷款银行贷款给借款人，另一个银行的按部分或全部贷款金额给予贷款银行再贷款，只有贷款银行收到借款人的还款后，贷款银行才必须偿还再贷款银行的贷款</p>
Performance bond	<p>履约保函，银行为承包商（或供货商）出具的以项目公司（或进口商）为收益人的保函，担保金额为合同金额的一定百分比</p>
Pro—rata sharing clause	<p>按比例分摊条款，出现在一个贷款合同或贷款入内部协议中，该条款规定，银行同意按照它们在银团中参加的份额来享受借款人或担保人的还款金额</p>
Production payment	<p>产品支付，是一种融资方式，购买方购买未分割的矿产或项目公司生产的产品，而在项目生产期，项目公司必须定期地将一定的生产收益支付给购买方</p>
Promissory note	<p>本票，由债务人出具的、书面的、签署的无条件见索即付或在将来规定日于无条件支付一定款项的承诺</p>
Put-or-pay agreement	<p>或供或付合同，其中，供货方保证向项目公司供应一定数量的原材料，如果供货方不能供应规定的原材料，则必须向项目公司支付从其它渠道购买所需的资金。供货方经常是项目发起人</p>
Representations	<p>陈述，是签订合同的一方所作的一系列对事实和/或法律的声明，合同一方所作的陈述是另一方签订合同的基础；在合同有效期内，部分或全部陈述可能被不断重复、或认为被不断重复，如陈述有不实之处，则视同违约</p> <p>Royalty 矿区使用费，项目生产或收益中的保留给授予项目公司特许权的授予人的部分</p>
Set—off clause	<p>抵扣条款，一种合同条款，该条款允许一方（一家银行或其代理）将另一方（债务人）的任何现金存款帐户抵扣它欠银行的贷款</p>
Sovereign immunity	<p>国家豁免权，该权利规定国家或国家机构的资产不能被起诉或扣押</p>

SPV (special purpose vehicle)	特殊工具（或用途）公司，该公司是为特殊目的而设立的，如为了获得表外处理或优惠的税收待遇、或将母公司资产与该特殊工具公司的债权人分离开
Standby letter of credit	备用信用证，是银行按保函形式开立的信用证，使受益人有权在提交申请人未履约的说明时，要求银行付款
Subordinated loan	附属贷款，该种贷款的贷款人同意该贷款的还款责任或顺序次于债务人的某些其它未担保的债务
Supplier credit	卖方信贷，一种融资安排，供货商在同意买方延期付款的同时，在本国银行贴现或出售买方的汇票或本票，从而获得资金
Supply—or—pay agreement	见“put—or—pay agreement” Swap 掉期，是以保值增值为目的的、实现一种债务、货币或利率转换为对应的另一种的手段
Syndicated loan	银团贷款，由多家银行、按预先决定的份额提供融资而构成的贷款
Take—and—pay contract	且买且付合同，该合同由买方和卖方签订，通常是指，当卖方真正提供货物后，要求买方支付货款（但有时被用于指或取或付合同）
Take—or—pay contract	或取或付合同，该合同由买方和卖方签订，买方同意不断地支付预定数量的货款用来购买产品或服务，即使没有得到货物或受到服务
Throughput agreement	使用合同，其中设备一如输油管道一的使用者向管道拥有方保证，将从该管道中通过至少一定数量的石油或天然气、并使所付的使用费足以支付管道拥有方的成本和偿债的需要
Tolling agreement	收费合同，其中设备一如冶炼或精炼厂一的使用方保证至少提供一定数量的原材料用于冶炼或精炼，并使所支付的使用费足以负担设备拥有方的成本和偿债的需要；即使没有使用该设备，使用方可能也必须支付承担费/生产能力预订费（Capacity reservation fee）
Turnkey contract	交钥匙合同，是建造和安装所有设备的合同，合同规定在项目竣工并立即可以运营时移交项目
Tax credit	税收抵免，用来避免双重征税包括抵免

制和免税制 Unitisation agreement

联合协议，当一个油田被授权给多家公司开发时，被授予特许权的各方的利益将通过联合协议一致起来，联合协议将反映各方各自的利益

Withholding tax

预扣税，对利息、费用、回扣或红利征收的税种

Working capital

运营资金（或称流动资金）

maintenance agreement

维持合同，通常由母公司提供其子公司的债权人，母公司保证子公司将有足够的流动资金来履行它的合同责任

附录 2BOT 融资方式文选

中国 BOT 项目的经验和教训

GeOff Haley, Partner,
S.J. Berwin & CO Solicitors London

今天早上，我谈了有关公共部门和私人企业合作以及 BOT 项目在中国的前景，我提到，在过去的五年中，交通部门（包括轻轨铁路、城市铁路和风能设施）、水处理设施、输送管道甚至水泥厂都采用了 BOT 模式中的公共部门和私营企业合作的方式。

这里我首先想要介绍的是中国的几个 BOT 项目；其次，我想尽可能地分析根据现有的经验得到的教训。

一、经验——几个 BOT 项目

1. 广西来宾 B 电站

1995 年 5 月，国家计委选择了广西来宾 B 电站作为 BOT 试点项目。根据国家计委外资利用部外国投资处处长王宏（音译）同志介绍，选择广西作为 BOT 试点项目所在地是基于以下三个原因：首先，该地区经济发展属于中游，既不是很发达，也不是很落后，它作为在全国范围内推广 BOT 融资方式的试点项目，具有很强的代表性；其次，该地区拥有相对独立的电网；第三，电厂将建立在来宾 A 电站基础上，可以节省巨大的基础设施投资。

该项目首先通过广告和公告方式、向对 2X350MW 燃煤电站有兴趣的国际发展商进行了招标。广西省政府可能授予发起人全权负责项目投资、设计、建造、运营和维护的特许权。该项目是来宾综合工程的二期工程。电站离广西的工业城市柳州市 80 公里，离广西的省会南宁市只有 120 公里。由于电站位于广西重要工业城市柳州附近，可以利用现有的、由广西省建设投资和发展有限公司为来宾综合工程建造的基础设施。

由于广西省正在加速开发其矿产资源，八五和九五期间该省的电力需求急剧增加。到 1995 年总发电量需求达到 22,500 兆瓦，到 2000 年则要求达到 41,000 兆瓦。这就使得该地区主要电网在此期间必须从现有的 340 千瓦增加到 2000 年的 655 千瓦。广西省人均电力供应只有全国平均水平的一半，但其国内生产总值在过去的 4 年里保持 17% 的年增长率，比全国平均增长率高 5 个百分点。

大地桥基础设施投资咨询公司作为该项目的招标代理人负责该项目的招标工作。该公司于 1994 年成立，由包括国家计委和电力部在内的五个政府机构组成。

大地桥公司要求投标公司支付 600 美元购买投标资格预审材料，资格预审在 1995 年 9 月 30 日前进行。同年 10 月发布投标邀请。最有竞争力的投标者将同政府就特许协议进行谈判。一旦特许协议谈妥并获得国家计委批准，发起人与政府就可以签署该项协议。项目可以由外方全资拥有，不含任何中资成份。政府将向电力购买协议、燃料供应协议和外汇兑换提供担保。此外，

收入的两篇文章是作者在 1996 年 3 月在北京召开的“BOT 投资方式国际研讨会”上的发言稿。译者作了整理和翻译。

特许中还有一条规定，即，如果中国 B0I 政策变化给投资方造成损失，政府将给予资金补偿。

根据提供给投标者的备忘录，主要电网的平均电价为每度 0.226 元人民币。这个价格由电网价格、电力成本、利润和税收组成，预计到 2000 年价格将进一步上涨。该电站最大的用户将是苹果（音译）铝厂。

2. 大厂水处理厂

大厂一水处理厂是按 BOT 模式建设的。项目公司是 Bovis Thames（上海），该公司建立于英国维君岛（British Virgin Islands），全部由英国 Bovis Thames 水公司拥有。Bovis Thames（上海）获得了有 20 年经营期的特许权。

BovisThames 公司将在中国建立一个特许公司，发展大厂水处理厂并对其提供融资。

1995 年 11 月，为该项目提供融资的银团开始筹集 5,400 万美元银团贷款，这是中国第一笔以有限追索权融资为基础的贷款（即银行向特殊目的公司（项目公司）提供一笔没有母公司担保的贷款）。这项融资包含了两笔贷款。贷款 A 为本金 5,110 万美元，10 年分期偿还；贷款 B 是 250 万美元左右的备用贷款。贷款 A 运用了利率调期，使特许公司固定利率。这项融资占该项目资金需求的 70%。

贷款 B 将被用于弥补贷款 A 的不足，为由于第一阶段建设严重拖期而产生的资金成本提供融资，贷款 A 将在金融市场上以银团的方式提供，贷款 B 是由安排行提供的、以伦敦同业拆借利率为基础的浮动利率贷款。

这笔交易由亚洲巴克利银行投资公司（BZW Asia），里昂信贷银行（Credit Lyonnais），渣打银行投资公司（Standard Chartered Capital Markets）和住友银行（The Sumitomo）按同样份额承购。贷款利率将为 Libor 加 190bp），贷款银行按 10 年直线基础计算的收益预计为 200bp，如按 7 年平均寿命期则略高于 200bp。

在一项与中国人民银行达成的最大限度合作协议（best—endeavors cooperative agreement）下，特许公司可进入上海外汇调配中心、以及相当于银行间外汇市场的中国外汇买卖系统。

特许公司从中国人民建设银行获得不超过等值 300 万美元的人民币运营资金。在项目产品购买方，即上海城市水工程公司（the Shanghai Municipal Water work Company, SMWC）开始支付使用费前，该资金将用于支付工厂每月运营费用和其他成本。

工程的全部成本是 7,300 万美元，其中 30% 为股本，其余为负债。部分股本将以设备的形式投入。

上海城市水工程公司将向特许公司支付使用费，用于支付 A 项融资成本和运营费用，并使发起人获得一个固定的回报。上海城市水工程公司将承担外汇贬值的风险。

上海城市水工程公司的责任由上海市政府独资拥有的上海城建投资发展总公司（Shanghai Urban Construction Investment and Development General Corporation）提供担保。更重要的是市政府已经以“大厂管理方法”的方式对项目提供了支持，这项规则确定了项目接收者和担保人的职责。此外，上海市政府还出具了支持信（letter of support）。

特许合同允许在发生争议的情况下，在瑞典斯德哥尔摩进行仲裁。该合同规定了由于中国法律变化可能带来的经济调整，和使合同终止的突发事件的处理。在所述突发事件发生时，上海城市水工程公司必须支付终止费，该终止费必须足以支付根据合同条款应支付给贷款人的到期应还款项。

由 Bovis Asia—Pacific 公司作为这一固定价格、固定日期、金额巨大的交钥匙合同的承包商，该项目的竣工风险将有所减轻；根据另一项管理协议，泰晤士国际水服务公司（Thames Water International Services）将承担向特许公司提供一定的资金、技术和运营支持的责任。

该项目是一个由政府垄断的工程，因此项目的风险较小。

3. 丁渠火电厂

丁渠 240 万千瓦火电站位于保定附近，河北省政府官员认为，它将开创在中国的能源项目中利用 BOT 融资技术的先河。该项目总投资 11.4 亿美元。河北省有关部门组织了招标，到 1995 年 6 月为止，有多家外国公司表示了参与的兴趣。

由于缺乏政府对收益的担保和外汇可兑换的保证，一些外国公司对投资表示犹豫，河北省政府有关人士表示，按照中国的有关中外合资、合作的法律，政府将不能给外国投资者担保。但是政府将保证使用合资电站产生的电力，并其保证提高电费。

在非用电高峰时期，国营电站将停止供电。将提高电费来弥补增加的成本。在 1994 到 1995 年 7 月，该省的电费从 0.16 元/度增加到 0.25 元/度。河北省计委外资部主任王友杰（音译）表示，可以确保能源项目投资者的回报率为 15—17%。“如果管理得好，回报率不但不会低于以上数字，而且可能会超过 20%”。他估计河北省北部电网需要增加 150 万千瓦的电力，而南部电网需要增加 100 万千瓦的电力。

4. 深圳电站项目

1994 年 4 月，Hopewell 控股公司的子公司亚洲电力公司（Consolidated Electric Power Asia, CEPA）宣布该公司获得了国家计委的批准，在深圳建设 264 千瓦（6x66 千瓦）电站项目。CEPA 于 1994 年 2 月与深圳市政府和深圳电力公司签订了意向书。

CEPA 将和深圳电力公司一起进行该项目的开发工作，深圳电力公司将在项目公司中占多数股份。该项目将花费 27 亿美元。项目建成后生产的电力将由深圳电力公司供应广东省。项目预计在 1995 年中期开工，1999 年将有四个机组投入使用。

CEPA 正从它在沙角 B 电厂的投资中获得一定比率的回报。深圳电站的回报率将只有 16%。电力的价格将为 0.052 美元/度。生产的电力将输入广东省电网。该项目目前只是第一期工程，第二期工程再增加 6 个 66 千瓦机组。

该项目是深圳市政府为其以 BOT 方式建设总容量 660 千瓦发电厂招标的一个部分，许可期将长达 20 年。政府提出了一系列优惠政策，包括在运营的最初两年免除所得税和提前竣工奖励。此外，CEPA 得到燃煤供应的保证。

5. 广州轻轨工程

1994 年 3 月，外国公司收到向广州轻轨铁路第二期工程 BOT 项目投标的邀请。该预计投资为 88.6 亿港元的项目将与轻轨铁路第一期工程相配套。第一期工程是由市政府提供资金的。

第一期工程包括建设 25 公里铁路，第二期工程将建设直到白云机场的 17 公里的延伸段。外国公司应邀对价值超过 2 亿美元的 8 套设备系统的供货合同（包括第一期工程所需的电梯和票务系统）进行投标。来自法国、英国、日本德国和美国的几家外国公司都在为争取中标而努力，广州铁路公司具有决定权。

第一期工程从 1993 年 12 月开始建设，预计将于 1998 年竣工。

6. 武汉都市铁路项目

1994 年 8 月，香港 Hwa Kay Thai 公司（该公司拥有 Tanayong 30% 的股份）与武汉市政府签订了意向书，该意向书涉及在武汉市建造中国第一条利用外资兴建的都市铁路。该耗资 13 亿美元的项目将仿照曼谷的 Tanayong 的高架铁路。

该项目是以 BOT 方式建造的。Hwa Kay Thai 公司将负责承建和运营该项目，特许期长达 50 年。该项目的第一期工程包括穿过市中心的 9 公里铁路；第二期工程包括 7 公里铁路（包括与第二长江大桥的连接部分）。

按照意向书的规定，Hwa Kay Thai 公司将用 6 个月来完成项目的可行性研究，测算项目的客流量，成本和工程量。可行性研究将包括资金、国家和政治风险等其它因素。

二、教训

政府可以采用一些方式承担积极的责任来支持项目。以下是一些方面：

1. 缩短计划和调查所需时间

为加快私人融资的项目，例如收费公路项目，通常要求采用新的审批程序。其主要目标是为了缩短一个基础设施建设项目从计划到开始建设的时间。这有助于降低项目开工前的高成本。

2. 高额投标费用

BOT 项目的投标费用很高，这因此减少了投标者的数量，阻碍了许多项目的进行。一个典型的 BOT 项目，一个投标方可能要花费超过 100 万美元来通过资格预审。如果要中标，就还要花费几百万美元。这样的高额费用无疑减少投标者的数量。

另外，评标标准的不公开性造成投标方及其参与方，以及可能提供支持的银行在前期工作方面的大量重复劳动。其结果是大型的 BOT 项目只能吸引一、两家资金雄厚的公司，这因此减低了市场竞争。

为什么费用那么高

复杂的结构

高额的费用是由于复杂的项目结构和实现无追索权融资所需的无数合同、协议所造成的。完成基本的合同条款需要大量时间，而且需要花费很多经费才能完成整个融资结构。

专家费用比传统的公共部门招标项目要高 15 倍到 50 倍。这些费用是实现基本的项目结构和基本的项目文件所必须的。

能够采取减少费用的措施吗？

文件的标准化

除了改进项目的计划和投标程序外，使项目文件标准化能减少费用。一些项目采取了使文件标准化的努力，但有些没有成功。因为每个项目推广机构有自己的文化和程序，并且都希望按照自己所熟悉的、使用过的形式来构造项目结构。例如，土耳其采用的是使项目文件标准化的措施，其主要原因是由于土耳其国家计划部不愿意修改已经被该部门和其它政府部门接受的以前的文本。这有助于 BOT 文件的标准化，但无助于减少项目谈判所需的时间，并因此导致很高项目前期费用。

1995 年 5 月，Price water house 公司从亚洲开发银行获得一个咨询合同，帮助上海当局构想中国能源部门利用 BOT 融资方式的蓝图。这种积极性是值得欢迎和推广的。

政府的支持

在项目的建造期开始前，私营公司需要政府和公共部门的支持，在投标准备期这种需要尤为明显。明确定义的一揽子项目工作计划将有助于投标公司的工作；同时，在如收费道路这样的交通项目中，向所有投标公司提供的独立完成的交通流量预报也将有利于投标工作，建议向没有中标的公司支付一笔款项，来部分补偿它们为了投标所付出的费用。这笔支出可以由政府承担或由中标公司承担，从项目的收入中支付。

3. 产业政策

政府部门和项目发起人之间的关系经常比较紧张。一个解决这个问题的办法是建立更多的公私合作项目，这也是英国目前正在走的路子。

例如，日本政府和企业一直紧密合作；工业生产和国际贸易密不可分，经济政策是日本政府工作的中心。

大多数私有企业的基础设施建设项目不可避免地要求公众部门的介入，即使有些项目是由私有企业融资的。另外，国家的干涉也是大量的：例如计划的批准，指令性采购/供货，以及有时对私有企业项目进行立法。

4. 风险分担

必须尽早在项目的可行性分析阶段确定 BOT 项目涉及的所有风险，并在参与方之中确定合理的风险分担方式。政府只负担特许合同中所列的明确的责任和风险。在大多数项目中，承包商、贷款人、经营者和特许公司之间的风险分担需要很长的时间的谈判才能决定。承担风险的参与方必须意识到风险并具备承担风险的能力。项目的主要风险首先在于不能保证产生足够的投资回报，因此很少有商业投资公司对大型、长期的基本建设项目投资感兴趣。此外，因为项目贷款人和投资方必须在无追索权基础上依赖项目现金流量，它们必须特别注意项目的复杂法律结构和项目文件。

例如，一个建设承包合同应包括以下几个方面：

- 详细的工程范围

- 所有工作的固定价格

- 有限的变化

- 对履约和竣工方面可能出现的违约情况，应包括估计的平均赔偿和确定的赔偿条款（LADs）

- 不可抗力的有限定义，以及

- 承包商有足够的融资能力

再者，BOT 形式的项目通常对投资方和贷款人来说没有现存的退路（许多投资者和贷款人希望在 5—7 年的项目建造期内找到退路），这使一些潜在的参与方望而却步。

还有，BOT 项目的特征之一是需要大量专业公司参与。投资者可能发现他们在项目中的利益是相互冲突的，如英吉利海峡工程的承包商自身象投资方一样推销工程项目，同时又进行承包谈判、并获得承包合同。

政府经常指望私人企业承担过大比例的风险，这是因为政府没有认识到私人企业已承担的风险。政府应该鼓励主要业务涉及公共基础设施领域（如收费道路和铁路营运）的新公司，可以采用税收优惠和其它鼓励措施。

为了适合某一国家的政治和经济要求，必须采用灵活的方式。在某些情况下，一种解决方式是，在公共基础设施领域创立一个完全、或部分由政府拥有的公司，当项目进入成功运营阶段时，再使该公司股份化。

风险应该由参与项目的金融机构和承包方共同承担；风险应该由适合承担该风险的参与方承担。公共部门应该承担更多一点的风险，或者，从另一方面来说，减少私有企业承担的风险的后果。

5. 商业自由

应给予发起人决定与项目有关的经济、商业因素的一定的灵活性，因为这能加强他们的信心。例如在英吉利海峡隧道项目中，项目发起人欧洲隧道公司（Eurotunnel）具有完全的商业自由，包括决定海底隧道的使用费。

6. 备用的融资和支持

提供从属贷款来保证主要债务的偿还，或者提供用于支持项目的某一阶段的贷款。例如，由于不能保险的不可抗力发生，索赔产生问题时，就需要使用从属贷款。例如，在沙角 B 电站项目中，中国政府帮助筹措紧急贷款资金，用于解决上述情况；在悉尼港口隧道工程项目中，政府提供支持性贷款用于支付最初的建造成本。

7. 外汇担保

如果一个项目产生的收入不是与贷款相同的币种，主办国应提供外汇可兑换性和可获得性的担保。例如，在马来西亚南北高速路项目中，如果马来西亚林吉特（ringgit—马来西亚货币，译者注）与资金投入时相比贬值超过 15%，也就是说发起人将无法偿还债务时，政府承担向发起人提供贷款的责任。实际上，由于该项目所有贷款都以当地货币。在当地筹集的，这项保护规定没有实施。另外，保证收入和利润能自由的汇出的汇款担保也同样能使发起人更加有信心。

8. 利率担保

希望政府能够对利率上涨超过规定的百分比而造成的支付成本的差异，给发起人提供一定的补偿。同样，应将通货膨胀因素包括在决定项目收费的费率公式中。

9. 最小营业收入或需求量

在许多特许权项目尤其是基础设施建设的特许中，现金流量的保证水平是很低的，项目所在国应能以保证最小营业收入或最小需要量的方式对项目提供支持。例如，在广东省的电站项目中，中国政府同意在特许期间购买最低量的电，按固定电价支付发起人电费。

10. 或取或付责任

该种义务能同时运用于使用和供应协议中。这种机制为那些项目产品或

服务的未来需要量不确定的项目提供了一个保证；同时，它也可运用于那些项目所需燃料或原料有短缺或不合格风险的项目。

11. 税收的鼓励

可以采取一些税收方面的措施。例如，免除发起人公司税和那些涉及进口资本性设备方面的税、义务和额外费用。这正是巴基斯坦政府为了吸引私有部门以 BOT 方式投资建设能源生产项目时采用的一项措施。

12. 保管帐户

在项目所在国的合作下开立离岸帐户可以减少对项目现金流量的干涉。操作这一帐户的程序和规则应该有助于在特许期内实现稳定的现金流量和收入。

除了上述的融资方面的鼓励措施，政治的稳定性和法律环境也要考虑在内。这方面的措施应包括以下几个方面：

1) 运营现有设施的特许权能使发起人在建设新项目的同时，从经营现有设施而从中获得收入。例如，在悉尼港口隧道工程中，为了偿还隧道建设借款准备资金，发起人得到政府的特许经营悉尼收费大桥。相似地，在第二期曼谷高速路工程中，也允许发起人从现有的一期高速路中征收路费，尽管必须和政府分享这些路费。

2) 保证没有第二个类似的设施。这种担保将会减少项目之间竞争的风险，而这些竞争会减少对正要建设项目的的需求。在欧洲隧道项目中提供了该项特许条件，即 33 年之内不会再有类似的隧道。但是，在 Dartford 跨河大桥项目中，英国政府没能提供这项担保。因为，根据国家法律，提供该项担保可能会使政府违反它的法律义务。

3) 法律机构。主办政府应建立一个有能力的法律机构来代表它实施鼓励私有企业的政策，该政策允许私有企业发起人提供一定的设施和服务，并因此从用户收取费用，使用特许协议的国家的法律制度应该允许在法庭上保证特许协议能够合法地强制执行。

如果没有这样的立法机构，政府的支持性的法律和管理部門应该能够高效率地从当地政府获得必要的批准并颁发特许。

4) 政治框架。除了法律框架外，主办国政府可以从政治角度促进对特许权的运用。例如，承担对项目进行股本投资的义务和支付可行性研究费用。

中国 BOT 项目融资的前景

Nigel Ayton

英国国际能源公司业务发展经理

1. 简介

近年来，中国经济飞速发展。为了保持这种增长速度，必须加强基本建设领域，例如电力、公路、铁路、航空、供水和电讯设施的建设。由于中国土地广袤、人口众多（12 亿），基础设施的投资需求是巨大的。仅仅在电力工业一个部门，为了满足 8% 的年增长率的要求，每年必须新增 12000—15000MW 装机容量。有些省份的经济增长速度要比这些数字还高。到 2000 年，仅在电力部门的投资将达到 1000 亿美元。

单靠中国国内资源是满足不了投资需求的，因此需要寻求其它更广泛的融资渠道，包括：

- 从多边机构（例如世界银行和亚洲开发银行）取得贷款；
- 从出口信贷机构取得出口信贷；
- 增加合资企业中外方的股本投资；
- 通过中国企业的股票上市获得外国公众的资金；
- 发行债券，增加对外负债；
- 项目融资，包括 BOT。

上述每种方式的实施都有它各自的困难，但是，由于单一方式不能满足大量的资金需求，为了提供必要的资金，必须采用以上多种方式。虽然，项目融资有高贸易成本和高资金成本的缺点，但项目融资是结构融资中很重要的一部分，而结构融资提供了进入巨大的国际商业金融市场的渠道。因此，中国积极地引进项目融资方式，特别是通过 BOT 途径来满足国家对资金的特殊需求，从而吸引外国投资者和贷款人。

2. 项目融资的障碍

项目融资建立在贷款人向项目发起人提供无追索权融资的基础上。项目的现金流量必须足以向贷款人表明债务将在项目寿命期内得以偿还，而且债务的偿还还受来自商业环境、价格、通货膨胀率、汇率或当地管理体制等可能变化带来的不合理威胁。

在中国的大型基本建设项目中，提供无追索权或有限追索权融资的贷款人主要考虑以下几个方面：

外汇的可获得性

大多数基本建设项目的收入是当地货币（人民币），目前仍不可以自由兑换。这些收入要通过中国银行间的外汇市场或经过批准的交易中心进行兑换。由于提供的融资是外汇形式的，贷款方需要得到可获得外汇的保证，或得到进入外汇市场的保证，以满足偿还债务的需要。

收入的保证

银行不愿意承受在中国的市场风险，因此将要求签订长期销售协议或保证最低收入的项目购买协议（offtake agreement）。该最低收入是根据一定的可实现的目标确定的。例如，在修建收费高速公路项目中，体现在要求当

地政府保证最小的交通量；在电站项目中，则要求当地电力局保证最小的电力购买量，或者与电力局（或其它有关方）签订合同，该合同使电力局为电力的可获得性付费，而不是为真正获得的或实际供给的电力付费。这种形式的项目收入保证的有效性与提供担保的有关方面的信用度有直接和密切的关系。由此，银行对政府或有关签约机构的金融实力非常重视。

收费的批准

银行要求项目收入的确定性，希望收费与有关的成本相关并且通过有关合同中的公式加以定义，这些有关成本包括当地的通货膨胀、汇率、投入价格（燃料、劳动力成本）。这使银行相信债务的偿还是有保证的，从而确立了信心。

然而，在中国，传统上收费标准必须经过有关物价局一年一度进行审核批准。作为提高收费的理由，项目公司必须提供过去一年的成本和下一年成本变化的原因。物价局将考虑提高收费的申请，同意或者不同意。物价局的决定权给项目贷款人带来重大的风险。因此，贷款人要求物价局保证接受在合同中列明的公式，批准根据这些公式计算的收费变化，而不考虑更广阔的通货膨胀和其它经济因素。直到今日，上述保证被证明是很难得到的。

回报率

大多数有外资参与的基本建设项目是由潜在投资者和中方通过私下谈判达成的。中方很少采用有竞争的招标方式来挑选有利的外国投资者。由于项目融资引进国际私人资本，与国有资金相比，私人资本要求较高的回报。这不可避免地导致项目产品的最终用户支付较高的价格。在没有采用竞争性的招标方式的项目中，中方缺少评估外国投资方报价的基准点。谈判方式建立在成本加回报率的基础上，强调的是谈妥的股本回报率。这种方法很少对项目业绩起促进作用。股本回报率通常对改善建造和经营技术很不敏感，从而很少鼓励项目公司引进新技术。

如果谈判基于最终用户的价格，而不是基于投资回报率将更有利于促进中国基本建设项目的建设和运营业绩。

审批体系

中国的基本建设项目审批体系是过去形成的，那时所有项目都是由国家出资的。它涉及冗长的批准过程中，该过程包括以下三个阶段：

- 项目建议
- 项目可行性研究
- 最后批准

每一阶段都需要经过许多相关的中央和省级机构审批。在每一个阶段，先要通过地方政府机构的批准，然后报国家计委审批。总投资在 1000 万美元以下的小项目不需要经国家计委批准，但需要经过省级的批准。对一些沿海省份来说，它们的审批权限可达到 3000 万美元。这种体系要求项目的资金安排在可行性研究阶段即得到确认。因此，在项目是否能被批准还不清楚之前的项目建议阶段，项目发展商和潜在的融资者就必须投入可观的资金和努力。这种体系下的资金安排方式同样要求在项目被批准之前即确定外资来源，从而妨碍了采用有竞争的、提供了更多的可选择性的招标方式。

法律制度

中国的法律制度正在迅速地发展，但是在有些领域，法律地位没有得到很好的明确。贷款人可能对中国法人实体的保证/担保的可强制执行性感到担

忧。他们时常不愿意接受由中国法律解释和在中国进行仲裁的合同。缺少按揭法使一些银行担忧重新获得按揭资产的可能性。

3. 项目融资和 BOT 的引进

国家计委负责对每一基础设施行业编撰计划。“九五”计划(1996—2000年)预计经济和投资将持续增长。得到国家计委批准的全部大的基本建设项目将都被包括在“九五”计划中。

另外,国家计委对引进项目融资中的 BOT 方式也进行了研究。作为工作的一部分,它拟定了一些大型合资项目,明确把这些项目作为引进 BOT 方式的试点。电站项目第一个采用 BOT 方式融资的是广西省来宾电站。

收费公路、供水和电站项目将成为 BOT 项目的试点。

国家计委草拟了 BOT 法,用来明确被国家计委指定的用 BOT 融资方式开发的项目的特殊地位。虽然该法律的内容细节尚不被人知晓,但可以预计有关的省政府和 BOT 项目公司之间的特许协议是一个关键部分。同样可预计的是 BOT 公司可以由外商独资(WFOE, Wholly Foreign Owned Enterprises)组成。

特许协议将包括:

项目的排他性的承诺,用以加强项目收入的保证;省政府在项目公司遇到困难时帮助把人民币兑换成外汇的承诺;

省政府保证在特许期间项目购买方(OFFTAKER)或者项目收入担保人有能力履行其义务的承诺。

这些特许协议对没有列在国家计委 BOT 项目表中的项目是不适用的。

因此,成功地进行项目融资的关键在于省政府,尤其是该政府的财政力量与其在特许协议中承担的财政负担的对比。

4. BOT 项目的前景

由新的 BOT 法支持的特许协议的出现,对中国基本建设项目使用项目融资方式是一个有利的因素。这些协议将给贷款人在收入的保证性方面和外汇的可获得性方面提供额外的安慰。这种安慰的程度极大地取决于与项目有关的省份的财力。中央政府不会提供任何担保。

在项目的股本投资中引进竞争性的招标方式是一个新的发展,它将促进项目发展商快速而又有效的建设、运营项目。改善项目的业绩将最终改善项目投资者的回报,因此对项目评估的重点将从回报率转移到项目最终产品的价格上来。国家计委可能将仔细挑选试点项目,对 BOT 采用逐步推广的方式。由于中国有能力对项目融资给予必要的承诺,这种挑选反应了政府方面的希望,即投资在最需要的地区,并引进该地区急需的恰当的技术,只要该地区能够提供必要的支持。

毫无疑问,中国正致力于引进 BOT 这样的项目融资方式。BOT 方式将成为基本建设投资的一种基本融资方式。

同样,国际投资者不能忽视中国基本建设项目市场的巨大的规模和他们投资于该市场的热情。以上这些因素加上中国政府决定吸引必要的资金的决心一起保证了在中国进行 BOT 融资的广阔前景。

图表索引

图 1—简化 TBV 结构	(10)
图 2—银团融资结构的例子	(13)
图 3—贷款结构 / 项目的阶段	(25)
图 4—产品支付结构	(27)
图 5—融资租赁结构	(31)
图 6—一个 BOT 结构的例子	(36)
图 7—IFC 共同融资结构的例子	(40)
图 8—世界银行共同融资结构的例子	(42)
图 9—北海油田融资结构	(43)
图表 10—外国投资的几个方面	(112)
图 11—深圳 / 沙角 B 电站的项目融资结构	(120)

检查表索引

表 1—可行性报告	(20)
表 2—环境费用	(60)
表 3—减少贷款人的责任	(66)
表 4-- 项目文件	(70)
表 5—融资文件	(72)
表 6—法律意见书	(76)
表 7—贷款的担保	(81)

