프로젝트 파이낸스의 이론과 실무*
— 대형프로젝트 실례를 중심으로 —

진 홍 기**

목 차

Ⅰ. 머리말
Ⅱ. 프로젝트 파이낸스의 개념
1. 프로젝트 파이낸스의 정의
2. 프로젝트 파이낸스는 과연 어떠한 근거 또는 토대 위에 존재할 수 있는가?
Ⅲ. 프로젝트 파이낸스의 배우들과 프로젝트에 관한 위험
1. 프로젝트에 참여하는 배우들
2. 프로젝트를 실패하게 만드는 위험
Ⅳ. 프로젝트 파이낸스의 문제점
Ⅴ. 결론

I. 머리말

프로젝트[1] 파이낸스[2](Project Finance: PF)라는 용어는 학계에서보다 산업계 실무에서 더 많이 쓰이고 있다. 역사를 거슬러 올라가 보면 기원전 6세기 페르시아 제국의 다리우스 1세가 수도인 수사(Susa)에서 터키 반도의 사르디스(Sardis)까지 이르는 왕의 길(Royal Road) 건설 사업에서

* 본 논문은 2008. 9. 26. 실시된 건국대학교 법과대학 제2회 사회인프라개발사업법 국제심포지엄에서 발표한 것을 정리한 것이다.

** 건국대학교 법과대학 교수, 변호사

1) 프로젝트의 뜻은 많은 시간과 노력을 요하는 어떠한 행동이나 일의 일부분이라고 할 수 있다.

2) 한편, '파이낸스'라는 개념은 매우 다양하게 쓰이고 있지만, 보통 '개인이나 사업가(businesses) 또는 기관이 어떠한 프로젝트의 위험을 감안하여 화폐자원(monetary resources)을 조달하고(raise), 배분하며(allocate), 이를 이용하는(use) 방법을 연구하고 가르치는 것'이라고 할 수 있다.

부터 로마제국 시대 트라야누스 황제의 도로와 수로, 교량 공사와 같은 사업도 원시적이기는 하나 프로젝트 파이낸스 기법에 의하여 이루어졌다고 할 수 있다.

그러나 현대적 의미의 프로젝트 파이낸스의 기법을 이용하여 대규모 사업을 한 것은 미국이 1930년경부터 유전개발을 하기 시작한 것이라고 할 수 있다. 즉, 유전개발 사업을 하려는 중소기업들은 자본도 없었을 뿐만 아니라 은행으로부터 개발자금을 대출받기 위해 은행에 제공하기에 충분한 담보도 없었기 때문에 결국 은행은 이에 대한 대안으로서 프로젝트에서 생산되는 물건으로 대출금을 변제(production payment)[3] 하는 새로운 금융기법을 고안하게 되었다.

그렇지만 법적·경제적·경영적인 관점에서는 1970년대 초반 1차 석유파동이 일어나 세계 각국이 발전·천연가스·석유 등 자원개발에 관심을 가지게 되었고, 국제금융기구를 비롯한 세계 금융시장을 이끌어 가는 선진국의 매가뱅크들도 이러한 개발에 참여하게 되었다. 한편 이러한 자원개발과 사회간접자본[4] 건설에 막대한 자금이 소요되지만 국가재정만으로는 이를 충당하기에 부족할 뿐만 아니라 개발된 후의 경영에도 민간기업의 발전된 경영기법이 필요하였다. 그 결과 프로젝트 파이낸스는 공공부분과 민간부분이 합동하여 즉, 공공-민간 합동방식[5]으로 발전하게 되었다. 뿐만 아니라 1990년대에 들어와서는 선진국이 아닌 국가도

3) Production payment financing이란 프로젝트의 생산물의 매각으로부터 실현되는 특정한 비율의 수입으로 부채를 상환하는데 사용되는 자산베이스의 비소구 파이낸스 방법을 말한다(A method of nonrecourse asset-based financing in which a specified percentage of revenue realized from the sale of the project's output is used to pay debt service); http://www.advfn.com 참조.

4) 사회간접자본(social overhead structure)이란 기업이 생산 및 기타 활동을 영위하기 위한 토대가 되는 도로, 항만, 철도, 항공 등의 군수 및 전력을 비롯한 동력, 그리고 산업발전의 기반이 되는 공공시설을 말한다.

5) 그 하나의 예로서 미국은 1978년 「공공사업조정정책법」(Public Utility Regulatory Policy Act)을 제정하여 발전 산업분야 등에서 민간 기업을 참여시켜 많은 사업을 시행하였다.

대규모 프로젝트 사업에 적극적으로 나서게 되었는데, 1993년 아르헨티나의 부에노스아이레스의 상하수도설비사업, 1994년 헝가리의 디지털 네트워크개발사업, 1997년 중국의 현대식 제조공장설비사업, 1998년 모잠비크의 알루미늄제련공장건설사업 등이 그 대표적인 예라고 할 수 있다.[6] 특히 최근에 실시된 대형 프로젝트들은 중국 싼샤(三峽)댐, 러시아의 카스피해(Baku-Tbilsi-Ceyhan: BTC) 가스관건설,[7] 필리핀의 파그빌라오 전력발전소, 베네수엘라의 페트로주아타 석유유전개발사업[8] 등을 들 수 있다.

대형 프로젝트 중 성공한 프로젝트로서 주목할 만한 것으로 페트로주아타 프로젝트가 있다. 듀퐁(DuPont)의 계열회사인 코노코(Conoco)와 베네수엘라 국유석유회사인 페트롤레오스 드 베네수엘라 에스에이(Petróleos de Venezuela S.A.: PDVSA)의 자회사인 마레반(Maraven)의 합작회사(a joint venture)가 프로젝트 회사로 위 프로젝트를 추진하였다. 이 프로젝트는 베네수엘라의 석유부분을 외국인 투자에 다시 개방하는 것을 목적으로 시행된 일련의 개발 프로젝트의 하나였다.

다음, 필리핀의 전력플랜트를 개발하는 파그빌라오 프로젝트에 대하여 보기로 한다. 이 프로젝트는 총 공사비 9억3천3백만 달러의 전력플랜트를 개발하는 사업으로서 1993년 4월 시작되었는데, 플랜트는 두 개의 대형 석탄 화력발전기로 구성되어 있고, 필리핀 정부의 국유전력회사인 나포코(Napocor)를 위하여 홍콩의 호프웰 그룹(Hopewell Group), 일본의

---

6) 한국수출입은행, 「개도국의 프로젝트 파이낸스(PROFECT FINANCE IN DEVELOPING COUNTRIES-IFC Lessons of Experience 7-)」, 1999, 1-3면.

7) 국제금융공사(International Finance Corporation: IFC) 외에 세계 유수의 은행들이 대거 참여한 26억 달러 규모의 카스피해(Baku-Tbilsi-Ceyhan: BTC) 가스관건설 프로젝트는 환경문제(특히 적도원칙을 위반하였다는 문제)를 야기함으로써 국제적으로 프로젝트 파이낸스에서 환경에 관한 주목을 받았다. 뒤에서 살펴보기로 한다.

8) Benjamin C. Esty, “Petrozuata: A Case Study of the Effective Use of Project Finance”, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.12, No.3, Fall 1999, 27면.

미쓰비시 회사가 주 건설자로서 참여하여 플랜트를 개발하는 것이었다.[9] 파그빌라오 프로젝트에서 프로젝트 회사는 호프웰 국제에너지주식회사(Hopewell Energy International Ltd.: HEIL)가 대략 87%의 지분을 보유한 호프웰전력(필리핀)회사(Hopewell Power(Philippines) Corporation: HPPC)였다.[10] 이러한 딜 구조에 따라서 HEIL은 필리핀 정부의 국유전력회사인 나포코(Napocor)에게 그 자신이 HPPC의 모든 채무에 대하여 각자 그리고 연대하여 책임을 질 것이라고 약속하였다. 그리고 발전소를 건설하는 수급인은 일본의 미쓰비시를 주 수급인으로, Hopewell 그룹의 한 회사인 슬립폼엔지니어링주식회사(Slipform Engineering Ltd.)를 다른 수급인으로 하였고, 미쓰비시는 또한 열후(후순위)대주였다.[11] 발전소가 운영되면, 호프웰틸레만주식회사(Hopewell Tileman Ltd.)가 기술을 제공하는 특별한 회사의 지원을 받아서 이를 경영하기로 하였다. HPPC가 건설공사 기간 동안과 그 후 25년 동안 발전소를 소유하면서 이에 대한 일차 책임을 지기로 하였다. 나포코(Napocor)는 발전소를 가동하는데 들어가는 연료를 공급하고 합의된 관세에 따라서 발전소가 발전한 전기를 매수하기로 합의하였다. 필리핀과 나포코(Napocor)는 또한 토지를 공급하였다. 파그빌라오 프로젝트는 이른바 BOT방식에 의한 발전소 개발·운영 사업이었다.

필리핀의 파그빌라오 프로젝트에서 어떠한 금융이 어떠한 조건으로 제공되었는지 살펴보기로 한다. 파그빌라오 프로젝트 파이낸스는 자본(equity, 미화 2억3천5백만 달러)과 상환제원소급금지 부채(non-recourse debt, 미화 8억9천8백만 달러)로 이루어진 형태이다. 이 프로젝트에서 금융제공은 상환제원소급금지로 실행되었다. 스폰서인 HEIL은 HPPC

9) Hal S. Scott, *International Finance: Law and Regulation, 2nd. edit.,* Sweet & Maxwell (London), 2008, 643면.

10) Scott(2008), 위의 책, 648면.

11) Scott(2008), 위의 책, 648면.

주식의 86.95%를 보유하고 나머지는 세계은행(the World Bank)의 자회사인 국제금융공사(IFC: the International Finance Corporation), 아시아개발은행(ADB: the Asian Development Bank), 그리고 영연방개발은행(CDC: the Commonwealth Development Corporation)이 같은 비율로 보유하고 있다. HEIL은 예비지출 자본화에 의하여 그 부분의 주식을 인수하였다.[12] 미화 6억9천8백만 달러의 선순위(상급)부채(senior debt)는 일본수출입은행(JEXIM: the Japanese Export-Import Bank)(미화 2억2천만 달러), 그와 함께 참여한 일본은행들의 컨소시움(미화 1억4천7백만 달러), 운영이 시작되면 미국수출입은행(US EXIM)으로부터의 대출금으로 대체할 시티코프(Citicorp)가 주도한 은행들의 신디케이트로부터 대출받은 건설자금(미화 1억8천5백만 달러), 그리고 다국적 금융기관(multi laterals)으로부터의 대출금(미화 1억4천4백만 달러)이다. 모든 대출금은 10년 만기로 되어 있다. 추가로, 수급인들과 스폰서(HEIL)는 완공 전 추가공사비와 자금조달부족액을 조달하기 위하여 HPPC에게 후순위(하급)로 미화 2억2천만 달러를 제공하기로 합의하였다. 일본의 대주그룹은 5개의 일본은행과 2개의 독일은행의 일본지점은행을 포함하고 있다. 일본은 미쓰비시가 주수급인이므로 이러한 자금을 제공하였다. JEXIM의 미화대출은 8%의 고정금리로 소구함이 없이 이루어졌다. JEXIM은 또 일본은행 신디케이트(부채인수단체)의 대리인으로 역할을 하였고, 그 미화대출은 LIBOR[13] 변동금리(당시 약4.5%)에 2.15%를 더한 조건으로 이루어졌다. 은행들의 신디케이트 대출은 일본국제통상성으로부터 한정적 보험을 가지고 있었다.[14]

---

12) Scott(2008), 앞의 책, 653면.

13) LIBOR(London inter-bank offered rate)는 런던 금융시장에서 일류 은행들이 다른 은행에 대출할 때 적용되는 이자율이나 일류 은행의 자금담당자들이 자기 은행의 자금사정을 고려하여 자금을 대여하기도 하고 자금을 예입하기도 하는데, 전자에 적용되는 이자율을 'offered rate'라고 하고 후자에 적용되는 금리를 'bid rate'라고 한다.

14) Scott(2008), 위의 책, 654면.

한편, 우리나라에서 시행된 대형 프로젝트로서 먼저 정부가 주도한 것으로서는 새만금간척종합개발사업, 경부고속철도공사와 인천국제공항철도사업[15]이 있다.

1994년 「사회간접자본시설에 대한 민간자본유치촉진법」(이하 "민자유치법")의 시행으로 프로젝트 파이낸스 기법에 의한 최초의 사회간접자본시설 프로젝트는 1995년의 1조3천억 원 규모의 영종도신공항고속도로사업으로서 국내 18개 금융기관이 참여하여 사업을 완성하였다. 여기서 영종도신공항고속도로 프로젝트[16]에서는 어떠한 구조로 금융이 제공되었는지 비교하여 살펴볼 필요가 있다. 신공항고속도로건설사업은 민자유치법이 시행된 후 프로젝트 파이낸스 기법으로 사회기반시설을 건설한 첫 케이스라고 볼 수 있는데, 여기에서의 사업시행자 즉, 프로젝트 회사는 신공항고속도로주식회사였다. 이 사업에 들어가는 총 자금 중 4천4백억 원(25%에 해당함)은 11개 건설회사의 컨소시엄이 프로젝트 회사에 지분출자하고, 나머지 1조3천억 원은 한국산업은행을 비롯한 18개 금융기관이 신디케이션 대출(syndicated loan)을 하였다.[17] 그러나 금융구조를 자세하게 살펴보면, 금융기관은 사업시행자·출자자가 보유하는 주식 전량과 자금관리계좌 및 보험금청구권에 대한 질권을 취득하고, 출자자의 연대보증 그리고 부채상환률(Debt Service Coverage Ratio: DSCR)[18]을 1.0 유지하며, 나아가서 관리운영권에 대해서도 근저

15) 인천 국제공항철도 사업은 2009년 완공계획으로 되어 있는 총 소요예상자금이 4조1천1백4십9억 원인 초대형 철도사업프로젝트이다. 이 사업에서 사업시행자는 인천국제공항철도주식회사이고, 서울역과 인천공항간 총 61Km의 복선전철을 건설하여 정부에 이를 기부체납한 후 30년간 운영하는 이른바 BTO 방식 민간투자사업이다.

16) 박원석·최진우, 「지역개발사업에서 프로젝트 파이낸싱 활용방안」, 삼성경제연구소, 1997

17) 박원석·최진우, 위의 책 참조.

18) 부채상환률(Debt Service Coverage Ratio: DSCR)란 하나의 투자 부동산에 대한 부채변제에 대한 순운영수입 비율(the ratio of net operating income to debt payments on a piece of investment real estate)을 말하고, 이것은 매달 모기지론 변제를 하기 위해

당권을 설정함으로써 금융기관으로써 대출금회수에 관하여 차주에게 취할 수 있는 모든 법적 수단을 확보하였다.

그러므로 이 글에서는 프로젝트 파이낸스 기법을 이용하여 성공적으로 프로젝트를 완성한 대형 프로젝트 중에서 연구할 만한 가치가 있는 프로젝트를 자료로 하여, 프로젝트 파이낸스의 개념과 그 근거가 무엇인지, 프로젝트가 직면하는 위험, 그리고 프로젝트 파이낸스의 문제점에 대하여 논의하고, 앞으로 프로젝트 파이낸스 연구에 대한 전망을 살펴보고자 한다.

II. 프로젝트 파이낸스의 개념

1. 프로젝트 파이낸스의 정의

프로젝트 파이낸스의 정의에 대해서 일반적으로 합의된 것은 단 하나도 없다. 다만 Wall Street Journal은 최근의 기사에서 프로젝트 파이낸스의 정의에 관하여 '발전소 또는 석유정제시설을 건설하기 위하여 제공된 자금을 일컫는 용어'라고 소개하고 있다.[19] 이러한 평가는 진정한 의미의 프로젝트 파이낸스는 자원의 개발과 사회간접자본시설의 건설

충분한 수입을 창출할 수 있는 수입창출 부동산의 능력을 측정하는데 널리 이용되는 벤치마크이다(a poplar benchmark used in the measurement of an income-producing property's ability to produce enough revenues to cover its monthly mortgage payments); http://en.wikipedia.org 참조. 그러므로 이러한 부채탕감비율이 1보다 작다는 것은 부동산에 의하여 창출되는 수입이 모기지론 변제와 운영비용을 모두 지불하는데 부족하다는 것을 의미한다(a debt coverage ratio of less than 1 indicates that the income generated by a property is insufficient to cover the mortgage payments and operating expenses); www.invest-2win.com 참조.

19) Benjamin C. Esty, "Why Study Large Projects? An Introduction to Research on Project Finance", *European Financial Management,* Vol.10, No.2, June 2004, 213면.

과 같이 대규모 프로젝트 사업에서 이용되는 금융기법이라는 점을 암시하고 있는 것처럼 보인다.

그런데 Nevitt과 Fabozzi는 프로젝트 파이낸스란 대주가 처음에는 대여금이 상환되는 자금의 출처로서 그 경제주체의 현금흐름과 소득(cash flow and earnings) 및 대부에 대한 담보로서 그 경제주체의 자산(the assets of the economic unit as collateral for the loan)에 의지하는 하나의 특정 경제주체의 금융(a financing of a particular economic unit)이라고 잠정적으로 정의하였다.[20] 이러한 정의에 따르면, 프로젝트 파이낸스의 핵심은 '프로젝트 파이낸스 아래에서 은행은 한 개별 프로젝트에 금융을 제공하고, 그 프로젝트 대부분의 성공과 실패의 위험을 부담하는 것'[21]이라고 말할 수 있다. 결론적으로 프로젝트 파이낸스는 상환재원소급금지금융 또는 상환재원소급제한금융이라고 할 수 있고, 이러한 속성을 가진 금융기법이 바로 진정한 의미의 프로젝트 파이낸스[22]라고 할 수 있다. 그런데 실무에서는 상환재원소급금지금융과 상환재원소급제한금융을 혼용하여 사용하고 있으나 이들은 서로 엄격하게 구별되는 개념이라는 점에 유의하여야 한다.[23] 이 점에 대하여는 이하에서 살펴보기로 한다.

한편, 전통적인 기업금융에서는 소구금융의 형식으로 자금이 집행되기 때문에 대주 즉, 은행은 자금을 제공받은 차주가 대여금을 변제하지 못하게 되면 차주에 대하여 제한 없는 소구권을 가지고 있다. 이 의미는

---

20) Peter K. Nevitt & Frank J. Fabozzi, *Project Finance,* Euromoney Books(London), 2000.

21) Philip R. Wood, *Project Finance, Subordinated Debt and State Loans,* Sweet & Maxwell(London), 1995, 3면.

22) 프로젝트 파이낸스에 의하여 프로젝트가 개발되었다고 하더라도 이러한 금융구조를 갖추지 못한 경우에는 이를 진정한 의미의 프로젝트 파이낸스로 볼 수 없고 다만 이름만 그렇게 보일 뿐이다.

23) Graham D. Vinter, *Project Finance: A Legal Guide,* Sweet & Maxwell(London), 1998, 56-57면. 다른 점에 대하여는 이하에서 자세하게 살펴본다.

결국 차주는 담보를 제공한 경우에는 그 담보물뿐만 아니라 대여금을 모두 변제하는데 이르기까지 차주의 모든 소유재산을 변제에 제공하여야만 한다는 뜻이 된다. 그러나 프로젝트 금융에서는, 상환제원소급제한일 경우에는 은행은 특정의 금원과 기간에 한정하여 소구할 수 있고, 소구금지의 경우에는 오직 당해 프로젝트, 보다 구체적으로 표현하면, 그 프로젝트가 창출할 현금 흐름 및 프로젝트가 형성할 자산에 한정하여 소구권을 행사할 수 있다. 환언하면, 프로젝트 파이낸스에서 대주는 프로젝트를 위한 대부의 전제로서 스폰서의 전반적인 재정능력과 대차대조표를 고려하지 아니하고,[24] 우선적으로 프로젝트 자체가 생산하는 수익흐름을 신뢰한다. 따라서 프로젝트 파이낸스에서는 이러한 목적을 달성하기 위해서 하나의 자기 스스로를 담고 있는 프로젝트 회사 안에서 프로젝트를 실현하기 위하여 이른바 차주의 역할을 수행하는 특별목적법인(SPV: Special Purpose Vehicle)이 설립되어야만 한다고 생각할 수 있다.

2. 프로젝트 파이낸스는 과연 어떠한 근거 또는 토대 위에 존재할 수 있는가?

그런데 프로젝트 파이낸스는 최근에 발견되어 이용되고 있는 금융기법은 아니므로 금융혁명을 가져온 것은 아니지만 프로젝트 개발에 있어서 가장 많이 이용되고 있기 때문에, 그렇다면 프로젝트 파이낸스를 지탱하고 있는 기본적 원리 또는 그 아래 있는 근본적 구조는 무엇인가라는 질문에 대하여 답변할 수 있다면 그것이야 말로 프로젝트 파이낸스를 뒷받침하는 토대가 아닐까 생각된다.

먼저 프로젝트 파이낸스를 경제학적·경영학적으로 접근하였을 때

24) Henry A. Davis, *Project Finance: Practical Case Studies,* Euromoney Books(London), 2003, 6면.

그 근거가 무엇인지에 대하여는 학자들 사이에 의견이 분분하다. 여기에서 이들이 주장하고 있는 것들이 무엇인지 살펴보기로 한다.

그러나 프로젝트 파이낸스의 이론적 근거를 설명하기 위해서는 먼저 기업들이 프로젝트를 개발하는데 전통적인 대차대조표 기업금융(traditional, on-balance sheet corporate finance) 대신에 왜 이러한 프로젝트 파이낸스를 이용하는가 하는 질문에 대한 대답에서부터 출발하여야 한다고 본다. 프로젝트 파이낸스를 이용하는 이유에 대하여 대체적으로 교과서나 실무가들과 학자들은, 프로젝트 파이낸스가 이를 이용하는 회사로 하여금 프로젝트 위험으로부터 절연시키고, 자본수익(equity returns)을 증가시키며, 부채능력(debt capacity)을 유지하거나 확장시킬 뿐만 아니라 나아가서 주권위험(sovereign risk)도 감소시킨다는 주장을 하고 있다.[25)]

그러나 이러한 주장에 대하여 좀 더 자세하게 살펴보면, 이들이 가지는 흠을 발견하는 것이 어렵지 않다. 첫 번째 이점이라고 하고 있는 위험 격리(isolation of risk)는 전용할 수 있는 부채(convertible debt)를 사용함으로써 얻는 "공짜점심" 궤변("free lunch" fallacy)과 유사하다는 비판을 받을 수 있다. 즉, 스폰서들은(sponsors) 프로젝트가 성공하면 이익을 얻고 실패하더라도 보호를 받는 그러한 것이 되어버린다는 것이다. 그러나 이러한 주장은 전통적인 기업금융에서 한 회사의 다른 영업 단위들(different business units)이 상호보험(보증)(co-insurance)을 이용하여 얻는 이익을 경시하는 것이라고 한다. 마찬가지로 프로젝트 파이낸스가 자본수익(equity returns)을 증대시킨다는 주장도 부채의 증가는 자본에 부정적인 영향을 준다는 위험을 경시한다고 할 수 있다. 마지막으로 부채능력을 증대시키고 주권위험을 줄여준다는 것도 좀처럼 드문 분명한 가정(explicit assumptions)을 필요로 한다. 부채능력의 증대라고 하는 이점은 자산구성(asset composition)의 변화와 회사지배의 증대 그리고

25) Peter K. Nevitt, *Project Financing, 4th Edit*., Euromoney Publication Ltd.(London), 1983.

효율성 증대의 결과라고 할 수 있다.[26] 마지막으로 주권위험의 감소 이점도 부채가 넓은 협조융자(broadly syndicated) 때문보다 프로젝트의 고율의 부채자본 의존(the projects highly-leveraged)과 독립구조(stand-alone structure)가 주권간섭으로 인한 채무불이행과 가치파괴(default and value destruction)를 유발할 가능성을 초래할 것이라는 점 때문에 일어난다는 것이다.

John Kensinger과 John Martin[27]에 의하면, 프로젝트 파이낸스는 회사로 하여금 거래비용(transactions costs), 비대칭정보(asymmetric information),[28] 동기(유발)갈등(incentive conflicts), 재정적 곤궁(financial distress), 그리고 세금과 같은 시장 불완전성(market imperfections)과 관련된 순비용(net costs)을 최소화하도록 하는 금융기법이라는 것이다. 동시에 이것은 회사로 하여금 위험을 좀 더 효과적이고 효율적으로 관리할 수 있도록 하여 준다는 것이다. 마찬가지로 Shah와 Thakor도, 프로젝트 파이낸스는 경영자와 투자자 간의 비대칭적 정보구조(asymmetric information) 아래에서 경제적 비용을 감소시킴으로써 최적 자본구조를 형성할 수 있다고 주장한 바 있다.[29] 이러한 요소들이야말로 프로젝트 파이낸스가 전통적인 대차대조표 기업금융에 대해 좀 더 비용을 줄이는 대안이 될 수 있도록 한다.[30] 위와 같은 견해에 따르면, 프로젝트 파이낸스는 거래비용 등 관련비용을 획기적으로 줄여주고, 프로젝트 회사의 투명성 때문

---

26) Benjamin C. Esty(1999), 앞의 논문, 27면.

27) J. Kensinger and J. Martin, "Project Finance: Raising Money The Old-fashioned Way", *Journal of Applied Corporate Finance,* Vol.9 No.3, Fall 1998, 69-81면.

28) 비대칭적 정보구조란 프로젝트 기간 동안의 위험성을 사업주만 인식하고 있고 채권자에게는 알려져 있지 않아서, 위험성 정보에 있어 사업주와 채권자가 비대칭적 구조에 놓여있다는 것을 말한다.

29) S. Shah & A. V. Thakor, "Optimal Capital Structure and Project Financing", *Journal of Economic Theory,* Vol. 42 No.2, Academic Press(New York), 1987, 209-243면.

30) Benjamin C. Esty(1999), 위의 논문, 27면.

에 회사지배가 가능한 것은 물론이며, 회사 내부자와 외부자 사이의 정보에 대한 접근을 거의 같은 수준에 놓게 함으로써 이른바 순비용을 감소시켜 최적 자본구조를 가능하게 하는 금융기법이라고 할 수 있다. 이러한 이유로 프로젝트를 개발하는데 있어서 출연자들은 프로젝트 파이낸스의 딜 구조와 금융구조를 가지고 협상하고 또 이러한 금융구조를 통하여 프로젝트를 실현하는 것이다.

그렇다면 다음으로 검토하여야 하는 문제는 과연 프로젝트 파이낸스가 법적으로 존재할 수 있는 근거는 무엇인가에 대한 답변을 찾는 일이다. 과연 프로젝트 파이낸스에 내재한 원리는 당사자를 당연히 구속하는 규범인가? 아니면 국내 또는 국제 상관습으로서도 존재할 수 있는 것인가? 당사자의 합의야말로 바로 프로젝트 파이낸스의 법적 존재이유인가? 이것이 바로 프로젝트 파이낸스의 법적 근거를 찾는 순서가 될 것이다. 그런데 프로젝트 파이낸스가 가지는 원리가 국내 또는 국제 상관습이라고 주장하는 학자를 발견하지는 못하였다.

먼저 우리나라 법제를 살펴본다. 프로젝트 파이낸스의 법적 근거에 대하여 직접적으로 규정하고 있는 법률은 없다. 다만 실정법으로서 민간자본투자를 촉진하기 위해 제정된 「사회기반시설에 대한 민간투자법」[31]과 프로젝트 금융회사에 대하여 일부 조세혜택을 주고 있는 「법인세법」[32]이 있으나 이들 법들이 프로젝트 파이낸스의 법적 존재이유를 설명하는 이론적인 근거를 제시하지는 못하고 있다. 그러면 프로젝트 파이낸스를 이용한 국내 부동산개발과 관련된 금융에서 과연 어떻게 처리하고 있는지 여부가 또 하나의 쟁점으로 나타날 수 있다. 그러나 아깝게도 프로젝

31) 이 법은 사회기반시설(이는 각종 생산 활동의 기반이 되는 시설, 당해 시설의 효용을 증진시키거나 이용자의 편의를 도모하는 시설 및 국민생활의 편익을 증진시키는 시설이라고 정의하고 있다: 「사회기반시설에 대한 민간투자법」 제2조 제1항 참조)에 대한 민간의 투자를 촉진하기 위하여 1998. 12. 31. 제정되어 2006. 9. 27. 법률 명칭이 「사회간접자본시설에 대한 민간투자법」으로부터 현재의 이름으로 개정되었다.

32) 「법인세법」 제51조의2 제1항 제6호, 「법인세법시행령」 제86조의2 각 참조.

트 파이낸스를 이용한 부동산개발에서 나타나고 있는 프로젝트 파이낸싱 약정서 표준안[33]과 개발신탁 방식에 의한 프로젝트 파이낸스 약정서[34]에 어느 곳에도 프로젝트 파이낸스의 법적 존재를 인식시켜 주는 조항이 하나도 없다.[35] 그렇다면 실정법상의 프로젝트 파인낸스에 대한 근거는 아직까지 찾아볼 수 없다고 하여도 무리가 아니라고 생각된다.

마지막으로 생각할 수 있는 것은 '계약은 당사자를 구속한다'는 법리에 따라서, 프로젝트 파이낸스에서도 마찬가지로, 금융계약의 당사자가 서로 프로젝트 파인낸스가 전통적인 기업금융과 비교하여 위에서 본 바와 같은 경제적·경영적으로 기타의 점에서 우위에 있으므로 상환제원소급금지 또는 상환제원소급제한으로 금융을 제공하는데 합의하였기 때문에 진정한 의미의 프로젝트 파이낸스가 존재한다고 보는 것이다. 이러한 논리에 따르는 경우, 프로젝트 파이낸스가 법적으로 존재할 수 있도록 하는 근거를 뒷받침하고 있는 기구는 바로 금융기관과 스폰서(기타 관련당사자 포함)가 스폰서로부터 독립한 법적주체 즉, 프로젝트 회사에 대하여 상환제원소급금지 또는 상환제원소급제한(제한된 상환청구)로 금융을 제공한다는 거래를 한 계약에 있다고 해도 무리는 아닐 것이다. 이하에서는 여기에 대해서 차례로 상세하게 살펴보기로 한다.

가. 독립한 법적주체

---

33) 정구익, 부동산개발금융(PF) 실무와 사례, 한국생산성본부, 2007, 98-105면.

34) 정구익, 위의 책, 106-115면.

35) 일반적인 대부계약서와 그렇게 많이 차이가 나는 점을 발견할 수 없다. 다만, 프로젝트 파이낸싱 약정서(표준안) 제7조는 분양수입금 관리에 대하여, 제11조는 사업시행자의 부도, 금융거래정지 등의 사유가 발생하여 정상적으로 사업을 수행할 수 없는 경우 또는 위 약정서 및 은행과 사업시행자 사이에 체결한 금융계약에서 정한 기한의 이익을 상실한 경우에 사업과 관련된 제반 권리 및 인허가 등을 조건 없이 금융기관에게 이전한다고 하고 있다. 한편 개발신탁방식에 의한 프로젝트 파이낸스 약정서 제4조는 프로젝트 금융이라는 제목을 사용하고 있으나 프로젝트 파이낸스의 의의나 기본적인 구조를 기술하고 있지 않다(정구익, 위의 책, 98-115면 참조).

프로젝트를 개발하기 위해서는 프로젝트에 참여하고자 하는 당사자가 투자할 수 있도록 하여 주는 투자도관체(conduit)가 반드시 있어야 한다. 이러한 역할을 하는 법적 주체가 바로 프로젝트 회사로서 프로젝트 파이낸스의 중심에 있다.

파그빌라오 프로젝트에서 보면, 위에서 본 바와 같이 프로젝트 회사는 HEIL이 대략 87%의 지분을 보유한 호프웰전력회사(필리핀)(HPPC: Hopewell Power Corporation(Philippines))였다.[36] 그렇다면 프로젝트 회사는 어떠한 지위에 있는가?

프로젝트 회사는 홀로 서 있는 회사이다. 그리하여 기업금융에서 그 예를 볼 수 있는 공동투자보다도 자산만을 분리하여 여기에 금융을 제공하는 조직적 결정이 있다. 프로젝트 회사는 고비율의 채무구조를 가지고 있고(보통의 프로젝트 회사는 상장회사에서 볼 수 있는 30%의 비율과 비교하여 볼 때 전체 자본에 대하여 70%의 부채비율을 가지고 있다), 소유권이 집중된 구조이며(전형적인 프로젝트에서는 상장회사에서와 같이 수많은 주주들로 구성되어 있는 것과 비교하여 프로젝트 회사는 둘 또는 셋 주주를 가지고 있다), 마지막으로 여기에는 수많은 계약들이 연관되어 있다. 전형적인 프로젝트를 보면, 투입물 공급자에서부터 산출물 매수자에 이르기까지 40 또는 그 이상의 계약을 통하여 5인 또는 그 이상의 당사자가 수직 사슬로 결합되어 있다.[37] 이러한 이유로 어떤 사람들은 프로젝트 파이낸스를 '계약 파이낸스'라고 부르고 있다.

프로젝트 회사의 독특한 구조적 특징의 한 예는 바로 높은 비율의 채무자본(high leverage)이다. 이것은 부채금융에 관하여 새로운 통찰을 제공한다.[38] 프로젝트 회사에서는 차입자본의 이용(leverage)이 중요한

36) Scott(2008), 앞의 책, 648면.

37) Benjamin C. Esty(2004), 앞의 논문, 216면.

38) 벤처캐피탈에서의 이러한 통찰에 관하여는 Steven N. Kaplan & Per Stromberg, "Financial contracting theory meets the real world: Evidence from venture capital contracts", *Review of Economic Studies,* Vol. 70, 2003, 32-80면 참조.

규율적인 역할을 한다. 왜냐하면 그것은 경영자로 하여금 자유현금흐름을 낭비하거나 그릇된 배분을 못하게 하고, 프로젝트 주최 국가를 포함하여 관련 당사자가 마음대로 이를 사용하는 것을 방지한다. 차입자본의 이용(leverage)은 자본제공자, 경영자, 그리고 딜 참여자 사이의 이러한 비용이 들어가는 동기갈등(incentive conflict)을 완화하기 때문에 그것은 자본제공자에게 이용되는 예측된 현금흐름(expected cash flows)을 증가시키고 그렇게 함으로써 금융구조와 자산가치의 연계를 구축하게 할 수 있는 것이다.

그러므로 프로젝트 회사를 어떻게 설립하여 운영할 것인가가 프로젝트의 운명을 결정한다고 볼 수 있다. 프로젝트 회사의 형태는 조합, 주식회사, 유한회사, 합자회사 등 여러 가지가 있을 수 있다. 어떠한 형태의 회사가 프로젝트 회사로서 적합한 것인지는 프로젝트의 성격과 구조, 참여자들의 특별한 사정 등 모든 여건을 검토하여 결정하는 것이 가장 현명한 것이라고 할 수 있다.

다음으로 진정한 의미의 프로젝트 파이낸스를 가능하게 하는 또 다른 토대는 이러한 프로젝트 회사에게 상환제원소급금지 또는 상환제원소급제한의 방식으로 금융을 제공하는 구조로서 여기에는 또 다른 의미가 있다.

나. 상환제원소급금지 또는 상환제원소급제한이란 어떠한 의미가 있는가?

상환제원소급금지 또는 상환제원소급제한(제한된 상환청구) 거래 배후의 일반원리는 대주가 오직 대출금의 원금변제와 이자지급을 받기 위해서는 차주의 어떤 자산만을 찾아보아야 한다는 것이다.[39] 대출조건만 생각하는 것은 중요하지 않다. 왜냐하면 상환제원소급금지 또는 상환

39) Graham D. Vinter, *PROJECT FINANCE : A LEGAL GUIDE,* Sweet & Maxwell(London), 1998, 111면.

제원소급제한 개념은 예컨대 리스금융의 경우와 같이 다른 형태의 금융에도 적용될 수 있기 때문이다. 그러나 상환제원소급금지 또는 상환제원소급제한 거래는 대출에 관한한 대주에게 문제의 자산에 대한 담보권이 주어져 있을 경우에만 가능하다는 것이다. 담보가 없다면 다른 채권자들도 대주가 의지하고 있는 자산에 접근할 수 있고, 만약 이러한 위험이 현실화 되는 경우가 생긴다면 대주가 거래를 하게 된 기초가 파괴될 것이기 때문이다. 프로젝트 파이낸스에서 담보객체는 프로젝트와 프로젝트 관련 자산이라고 할 수 있다.

스폰서가 상환제원소급금지 또는 상환제원소급제한 기반 아래 금융을 조달받게 될 수 있는 가장 단순한 방법은 프로젝트를 위하여 오직 단 하나의 목적회사(자회사이거나 자회사가 아닐 수도 있다) 즉, 위에서 본 프로젝트 회사를 설립하여, 그 회사를 통하여 프로젝트를 위한 모든 자금을 조달하고 그 회사가 소유하고 있는 모든 자산을 대주에게 담보로 제공하는 것을 허락하는 것이다. Vinter는 이것이 바로 사실상 상환제원소급금지 또는 상환제원소급제한(de facto non or limited recourse)으로 알려져 있다고 설명하고 있다.[40]

비록 이러한 사실상의 상환제원소급금지 또는 상환제원소급제한이 현재 특별히 프로젝트에 참여한 스폰서가 다수인 경우에는 다소 '규범(the norm)'이 되어 있지만, 언제나 그렇지는 않다. 대주에게 단지 프로젝트 자산에 대하여 담보권을 부여하는 것이 이러한 목적에 충분하지 않을 것으로 보이나 한편, 스폰서는 차주로서 프로젝트 대출금을 상환하겠다는 개인서약을 하기 때문에 반드시 그렇지만은 않다는 것이다. 차주가 대출금을 갚지 않으면, 프로젝트 대주는 프로젝트 자산에 대한 채권집행을 할 수 있을 뿐만 아니라 스폰서에게도 상환한다는 서약에 따라서 소송을 제기할 수도 있고, 또 법원을 통하여 서약을 집행함으로써 스폰서의 다른 자산에도 접근할 수 있을 것이다. 그러나 차주의 이러한 서약

40) Vinter(1998), 앞의 책, 111면.

에 관하여 대주가 프로젝트 자산만을 찾을 수 있도록 하기 위해 그러한 서약의 집행에 당해서도, 이를 제한할 수 있다. Vinter는 이것이 법적 상환제원 소급금지 또는 제한 소구(de jure non or limited recourse)라는 결과를 가져 온다고 설명하고 있다.[41] 그러므로 진정한 의미의 프로젝트 파이낸스의 토대에는 프로젝트의 성공을 위하여 금융기관과 스폰서를 포함하여 프로젝트 회사 사이에 상환제원소급금지 또는 상환제원소급제한의 형식으로 금융을 제공한다는 합의가 있다는 것이라고 할 수 있다.

대형 프로젝트로서 성공한 케이스의 하나인 필리핀의 파그빌라오 프로젝트에는 자본과 상환제원소급금지 부채로 이루어졌다. 이렇게 상환제원소급금지로 금융이 제공되었던 점이 바로 필리핀의 파그빌라오 프로젝트가 진정한 의미의 프로젝트 파이낸스에 의하여 이루어졌다는 것을 증명하여 주는 것이다.

그러나 국내의 대형 프로젝트의 하나로 소개한 영종도신공항고속도로 프로젝트의 금융구조를 자세하게 살펴보면, 은행이 사업시행자?출자자의 보유주식 전량에 대해서 질권을 취득하고, 출자자로부터 연대보증을 징구하였을 뿐만 아니라 부채탕감률을 1.0로 유지하는 것으로 되어 있다. 그러므로 이러한 금융구조는 진정한 의미의 상환제원소급금지의 프로젝트 파이낸스에 의한 프로젝트 개발이 아니라고 보아야 한다.

프로젝트 파이낸스에서 상환제원소급금지 또는 상환제원소급제한은 필요불가결한 것인가? 아니면 반드시 계약서에 이를 명시하여야만 그 효력이 있는가? 즉, 대출계약은 반드시 상환제원소급제한이어야만 하는가?

만약 차주가 금융을 제공받는 자산이 오로지 프로젝트인 하나의 독립한 회사인 경우에는 상환제원소급제한 조항은 그 금융계약서(대부계약서)에 포함될 필요가 없다고 생각하는 유혹이 있을 수 있다.[42] 회사가

41) Vinter(1998), 앞의 책, 112면.

42) Vinter(1998), 위의 책, 116면.

대출금을 상환하지 못하는 경우에 그러면 대주가 소구할 수 있는 자산은 오로지 한정에 의하여 문제된 프로젝트에 포함된 자산뿐이라고 생각할 수도 있을 것이다. 그러나 이것은 만약 프로젝트 회사가 스폰서의 하나의 자회사일 경우 프로젝트 회사가 대주에게 상환하여야 할 금액을 변제하기 못하게 되면 이는 그 모회사의 대출계약의 교차(상호)채무불이행에 이르게 되기 때문에 매우 위험하다. 프로젝트 회사의 대출계약서에 들어가 있는 상환제원소급제한 조항을 포함하여 변제할 수 있는 프로젝트 현금 흐름이 있지 않는 한 대출계약서상의 그 금액은 변제기에 도달하지 않는다고 규정함으로써 어느 정도 여기에 대한 보호조항을 두어야 한다.[43] 그러나 이것은 완전한 보호가 아니다. 이러한 종류의 문제로부터 모회사를 보호하기 위한 유일한 안전한 방법은, 프로젝트 파이낸스가 다른 그룹의 구성 회사의 재정 후원을 받지 않고 오로지 하나의 목적을 가진 자회사에 의하거나 또는 다른 그룹의 구성회사에 의하여 명시적인 상환제원소급제한 아래 대출을 받는 방식으로(모회사 자신을 포함하여) 그 회사가 대출을 받으려고 교섭할 때, 그 교차채무불이행 조항은 "프로젝트 대출"(project borrowings)에는 적용하지 않도록 확실하게 하는 것이다.[44]

III. 프로젝트 파이낸스의 배우들과 프로젝트에 관한 위험

1. 프로젝트에 참여하는 배우들

프로젝트는 다수의 당사자가 참여하여 프로젝트의 성공적인 완성을

43) Vinter(1998), 앞의 책, 117면.

44) Vinter(1998), 위의 책, 117면.

위하여 각자의 역할을 수행한다. 프로젝트에서 주요한 역할을 하는 당사자는 물론 이를 설계하고 추진하는 스폰서와 금융을 제공하는 금융기관과 프로젝트에 투자하는 투자자들이다. 프로젝트 파이낸스에 참여하는 당사자를 대별하면, 우선 사업시행자 또는 스폰서(Project Sponsors)[45], 프로젝트 회사(Project Company)[46], 차주(Project Borrower)[47], 대주단

45) 프로젝트의 사업주는 프로젝트를 기획, 개발하고 프로젝트 회사에 출자하고 보증을 제공하는 등 프로젝트의 모든 진행단계에서 중심적 역할을 수행한다. 사업주는 특정 기업이 될 수 있고, 시공자, 원자재 공급자, 장비 공급자, 프로젝트 생산물의 구매자 등 프로젝트의 이해관계자들이 결합된 컨소시엄도 사업주가 될 수 있다. 사업주는 프로젝트의 시공, 운영등과 밀접한 관계를 가지고 있는 이해당사자가 되는 경우가 많은데, 사업주가 시공자, 공급자, 생산물 구매자 등을 겸하는 경우가 많이 있다. 국내 사회기반시설 민자사업의 예에서 보면, 대부분 건설회사가 컨소시엄으로 사업주로 참여하고 해당프로젝트의 건설을 담당하고 있다. 한편 프로젝트의 투자목적으로 기관투자가가 사업주로 참여하는 경우도 있고, 공모를 통하여 일반투자자가 참여하는 경우도 있는데, 기관투자가는 주로 사회간접자본 부문에 투자하기 위한 인프라기금(infrastructure fund)을 조성하여 투자하는 경우가 많다. 예를 들면, 신공항고속도로 민자사업에서 고속도로를 운영하고 있는 신공항하이웨이㈜에 한국도로인프라투융자회사가 지분을 출자하여 투자하였다.

46) 프로젝트회사는 사업주가 주체가 되어 당해 프로젝트의 개발, 운영 및 자금조달을 위해 설립한 특별목적법인(SPV: Special Purpose Vehicle)을 말한다. 그 형태는 합작법인이 일반적이지만 경우에 따라서는 법인의 형태가 아닌 조합의 형태를 취하는 경우도 있다. 프로젝트회사는 사업주의 여타 기업과 법적, 경제적으로 분리된 독립법인으로서 시공, 운영, 자금조달 및 상환 등 프로젝트 전 과정에서의 모든 권리 및 의무의 당사자가 된다. 독립적인 프로젝트회사를 설립하는 이유는 다수의 사업주가 단일회사를 통하여 투자하게 되므로 프로젝트의 자산 및 부채관리가 용이하고, 프로젝트의 위험을 분리할 수 있으며, 정부의 조세감면 혜택을 누릴 수 있고, 제3자의 참여가 용이하다는 점 때문이다. 일반적으로 프로젝트회사의 법적 형태 및 설립지 등은 현지 정부의 법제도, 조세제도 등 여러 가지 규제에 의해 정해진다.

47) 프로젝트 파이낸스에서의 차입 주체 즉 차주는 일반적으로 프로젝트회사가 되지만 반드시 그러한 것은 아니다. 예를 들면 건설회사, 운영회사, 원자재 공급업자 등이 프로젝트의 차주가 될 수도 있다. 또한, 프로젝트 회사와 대주간의 약정에 의해 설립된 신탁차입기구(TBV: Trustee Borrowing Vehicle)가 차주가 될 수도 있다. TBV가 설립되는 경우, 대주는 TBV에 대출하고 TBV를 통하여 시공, 구매, 운영 등 제반 비용의 대금지불이 이루어진다. 한편 TBV는 세금감면, 결제의 투명성을 확보하기 위해 설립

(Lenders)[48]이 있고, 그 밖에 주간사 은행, 금융자문사(Financial Advisor)[49], 정부, 수출신용기관(ECAs: Export Credit Agencies)[50], 보험회사, 전문가 그룹(Expert), 신용등급 평가기관(Credit Rating Agency)[51] 등이 있다. 프

되는 경우가 대부분인데, 일부 개도국에서 볼 수 있는 바와 같이 정부 혹은 국영기관이 주체가 된 차입이나 지급보증 등이 국제금융시장에서 어려울 때, 이들을 대신하는 기구로 사용되는 경우도 있다.

48) 프로젝트 파이낸스는 투자금액이 거액이고 위험수준이 높기 때문에 거의 대부분 대주단(syndication)을 구성하여 자금을 제공한다. 사업주 또는 프로젝트 회사와 최초 접촉을 가진 주간사은행이 금융지원과 관련된 위험을 분담하기 위해 여타 금융기관들로 대주단을 구성하는 것이 일반적이다. 대주단의 구성 은행은 가능하면 다양한 국가의 은행들로 구성되는데, 그 이유는 여러 나라의 은행들이 참여할수록 각 국과의 경제관계, 외교관계의 악화를 고려하여 현지 정부가 국유화 등의 조치에 신중해지기 때문이다. 대주단에는 현지의 은행들이 포함되기도 하는데, 특히 현지법상 외국은행들이 담보를 소유하지 못하도록 되어있는 경우에는 현지의 은행들을 참여시켜 대주단을 위해 담보를 소유, 관리하는 Security Bank의 역할을 담당하도록 하는 것이 필수적이다. 이외에도 대주단은 지급보증을 제공하기도 한다. 예를 들면, 다자간 국제협력기구나 각국의 수출입은행 등을 통한 소위 “soft-loan”이 가능한 경우, 프로젝트에 참여하고 있는 상업은행들은 국제협력기구나 수출입은행에게 지급보증을 제공하거나 신용장(Letter of Credit)을 개설해주고, 국제협력 기구나 수출입은행은 이 지급보증이나 L/C를 근거로 대출을 집행하게 된다. 국제적 대규모 사업의 대주단에는 주로 국제적인 명성을 가진 상업 은행·국제금융공사(International Finance Corporation: IFC) 등의 국제개발금융기관·아시아개발은행 (Asian Development Bsnk: ADB) 등이 참여하는 경우가 일반적이다(박동규, 「프로젝트 파이낸싱의 개념과 실제」, 명경사, 2003, 9면 참조).

49) 금융자문사는 사업주의 입장을 대변하여 프로젝트의 초기 단계에서 완공에 이르기까지 제반 자문, 계약서 작성, 대주단 및 발주국 정부와의 협상 지원 등의 역할을 하는 주체를 말한다. 구체적으로는 금융자문은 프로젝트의 타당성 분석, 대주단의 구성, 금융계약의 작성 등 모든 금융과정에 대해 자문을 제공하는데, 보통 금융기관 또는 컨설팅회사 등이 맡는 경우가 일반적이다.

50) KEXIM(Korea Export Import Bank), USEXIM, JEXIM 등 각국의 수출입은행은 자국의 수출을 증대시키기 위하여 해외 프로젝트에 사용되는 자국산 기자재 및 설비의 제작과 설치비용에 대해 보증이나 대출형태로 금융을 제공한다. 보통 수출입은행이 기자재 비용의 85%의 자금을 융자해주고 나머지 15%는 상업은행들에 의해 금융이 제공되고 있다.

로젝트 금융은 이렇게 현실적으로 이해관계가 다른 다수의 당사자가 직·간접적으로 관여하게 된다. 프로젝트를 추진하는 사업주와 직접 수행하는 프로젝트 회사를 비롯하여, 자금공급을 담당하는 제3의 대주(보통 금융기관임)[52]·공사 자재의 공급자나 생산물의 구매자·프로젝트 회사의 보증인(Guarantor)·사업이 진행되는 현지의 정부나 지방자치단체[53] 등 많은 당사자 들이 각각 다른 이해관계를 가지고 프로젝트 금융에 참여하게 된다.

2. 프로젝트를 실패하게 만드는 위험

프로젝트는 장기간에 걸쳐서 건설되고, 거액의 자금이 소요되는 경우가 많기 때문에 이로 인하여 여러 가지 위험에 직면한다. 주요한 위험을 보면, 건설위험(construction risk)[54], 운영위험(operating risk)[55]과 공급위

51) 프로젝트 추진 시 채권(bond) 발행이나 금융기관 등의 부분 보증을 통해 소요자금을 조달하는 경우가 있는데, 이런 경우 발행하는 채권이나 프로젝트 자체에 대한 신용도를 평가하는 신용평가기관이 참여한다.

52) 프로젝트 파이낸스는 통상적인 사업에 비해 소요되는 자금규모와 위험수준이 높은 프로젝트를 대상으로 이루어지므로 일개의 금융기관만으로는 위험 부담이 지나치게 과중한 경우가 많아서, 여타 금융기관과 대주단(syndication)을 구성하는 것이 일반적이다(박동규, 앞의 책, 9면). 그리고 프로젝트 금융에 있어서 프로젝트의 내재 위험의 분석과 소요자금 검토 등의 금융자문서비스를 제공하는 금융자문기관(financial advisor)의 역할은 대단히 중요한데, 대주단의 주간사은행이 금융자문기관의 역할을 동시에 담당하는 것이 보통이다(이장영, "민간베이스 프로젝트파이낸싱의 활성화 방안",「정책조사보고서」, 한국금융연구원, 1997, 11-12면).

53) 프로젝트 사업 소재지의 정부나 지방자치단체는 프로젝트 사업을 규제하는 당사자이지만, 경우에 따라서 당해 프로젝트 계약의 상대방이 되는 경우도 있다.

54) 건설위험에는 공사 중단 / 미완공 또는 완공지연은 물론이고, 원자재 가격의 폭등 등 경제적 사정으로 비용이 초과되는 경우의 비용초과(cost over-run)위험과 효율 즉 기술부족위험(performance / technology risk)이 있다.

55) 운영위험에는 기술위험과 운영위험, 운영·유지비용 위험(Operation and Maintenance risk), 마지막으로 시설투자 위험(capital expenditures risk)이 있다.

험(supply risk)[56], 시장위험(market risk), 거래구조적 위험(transaction structure risk)과 정치적 위험(Political Risk) 등이다. 이러한 위험에 대하여 Wood는 완성(completion), 양허(permitting), 가격(price), 자원(resource), 운영(operating), 재난(casualty), 기술(technology), 정치적(political) 위험을 주요한 요소로 들고 있다.[57]

프로젝트 위험의 종류와 이를 관계 당사자에게 어떻게 배분하는 것이 가장 효율적인가? 프로젝트의 성공여부는 위와 같은 위험을 어떻게 적절하게 당사자에게 배분하고 또 이를 법적·경영적 측면에서 이를 완전히 제거하거나 최소화하는 방향으로 관리하느냐 하는데 달려 있다고 하여도 과언이 아니다. 그렇기 때문에 프로젝트 파이낸스의 가치를 창출해 내는 방법 중 가장 중요한 것은 바로 이러한 위험에 대한 효율적 관리·유지 방법을 개량하는 것이다.

위험관리(Risk management)는 비용을 절감하고 적절한 동기를 보장하는 목표와 함께 위험을 확인하고 평가하며 배분하는 것으로 구성되어 있다. 일반적으로 스폰서가 금융자문기관들과 협력해서 프로젝트 위험을 확인하고, 그 위험이 얼마나 통열한가에 대한 측정을 하고 있다.[58] 그 다음 절차는, 위험확인과 측정과정의 신뢰성을 돋우기 위해, 위험과 관련된 주요한 가정들을 독립적인 전문가로 하여금 입증하도록 하게 한다.

실제로 페트로주아타 프로젝트에서도, 스폰서들은 석유비축, 프로젝트 설계, 건설일정, 운영비, 합성석유의 수요 및 가격을 분석하기 위하여 세 부류의 전문가들을 고용하여 이를 확인하고 어떻게 위험을 통제할 수 있는가에 대하여 면밀하게 검토하였다. 또한 스폰서들은 가능한 채권

56) 공급위험에는 가용성 위험(availability risk), 비용 위험(cost risk), 품질 위험(quality risk)이 있다.

57) Philip R. Wood(1995), 앞의 책, 6면.

58) Benjamin C. Esty(1999), 앞의 논문, 30면.

발행을 위한 투자등급비율을 매기는 시도로서 전문적인 평가기관과 함께 프로젝트의 성공을 위해 여러 가지의 딜 구조를 검토하였던 것이다.

그 다음 단계는 결과에 가장 영향을 미치고 또한 이를 조절할 수 있는 지위에 있는 당사자에게 계약에 의하여 위험을 배분하는 것이다. 이렇게 하는 것이 가능하고 또 그렇게 하는 데 비용효과가 있는 경우 모든 위험은 계약적으로 배분[59]되어야만 한다. 비록 완전한 계약서에 서명하는 것이 불가능하거나 비용이 과다하게 든다고 하여도, 동일한 원칙이 적용된다. 즉, 그것은 잔존위험과 수입을 결과에 가장 영향력을 미칠 수 있는 당사자에게 배분하는 것이다. 이렇게 위험과 수입을 결합함으로써 당사자들이 능률을 극대화하는 방법으로 행동하도록 하는 가능성을 증대시킬 수 있다. 이러한 프로젝트 위험과 수입 특히 잔존위험과 수입을 분리하고 분배하는 것이 프로젝트 파이낸스로 하여금 전통적인 기업금융과 구별되게 하는 큰 차이점이라고 할 수 있다.

실제로 페트로주아타 프로젝트는 프로젝트에 내재하거나 부닥칠 위험관리 면에서 대단히 모범적인 것이었다. 스폰서와 금융기관 그리고 참가자들은 위에서 본 바와 같은 모든 위험에 대하여 일정한 가정을 세우고 이러한 가정에 대하여 실증적·수리적으로 검증을 하였다. 그 중에서 가장 우려되는 것은 이른바 주권위험이었다. 그러나 스폰서와 참여자들은 베네수엘라 정부도 프로젝트에 스폰서로 참여시킴으로써 이를 최소화하는데 성공하였다. 따라서 베네수엘라 정부는 주권위험을 경감하는 책임을 져야만 했고, 만약 정부가 이들 위험을 경감하는데 실패하게 되면, 정부는 고용증가 이익뿐만 아니라 그 밖에 세금, 로열티 그리고 배당에서 발생하는 금전적 이익까지 잃고, 나아가서는 석유 정제기술에 대한 접근조차도 못하게 될 것이었기 때문에 정부로서도 이러한

59) 이러한 위험은 프로젝트 계약 또는 프로젝트 파이낸스 금융계약(Project finance Credit Agreement)을 매개로 하여 프로젝트 스폰서 회사 금융기관이 적절하게 배분한다(Wood(1995), 앞의 책, 195면)

위험이 현실적으로 발생하지 않도록 최선을 다하였던 것이다.

IV. 프로젝트 파이낸스의 문제점

프로젝트 파이낸스에 의한 사업이 언제나 성공하는 것은 아니다. 먼저 경제적·경영적 측면에서 수많은 대형 프로젝트들이 어떤 형태로든 그 원인이 하나든지 아니면 다수든지 재정적 곤궁에 직면하여 실패한 사례가 많이 있다는 점을 부인할 수 없다. 예를 들면, 그러한 이유 때문에 실패한 프로젝트로 거론되고 있는 유로터널, 유로 디즈니, 엔론의 답홀 발전소, 이리디움, 글로벌스타, 글로벌 크로씽 등[60]을 연구하여 보면 위 주장이 타당하다는 점을 발견할 수 있기 때문이다. 그리고 우리나라의 경부고속철도와 인천 국제공항철도 프로젝트도 사전계획미비로 인하여 공사시간 중 여러 번 기본계획이 변경되었음은 물론이고 공사기간도 예상보다 수년이 더 길게 걸려 대표적인 비효율적 공공사업이라는 비판[61]을 받고 있다.

이렇게 프로젝트의 적정성, 수익성, 예상비용에 대한 잘못된 판단과 프로젝트 위험에 대한 법적·경영적 관리 부족·부재로 결국 실패하였다는 평가를 받고 있는 대형 프로젝트가 있는 한편, 프로젝트가 완성된 후 이윤은 내고 있지만 그 프로젝트로 인하여 프로젝트가 건설된 외부환경을 악화시키는 결과를 초래한 대형 프로젝트도 많이 있다. 그러한 프로젝트들로서 중국 싼샤(三峽)댐, 사할린 I. II LNG 설비, 챠드-카메룬의 송유관, 우루과이 프레이 벤토스의 종이펄프공장, 에콰도르 송유관, 남미 금광, 아이슬란드 수력발전 프로젝트 등을 들고 있다.[62] 이러한

60) Benjamin C. Esty(2004), 앞의 논문, 214면.

61) 강정규·조성배, "공공사업의 문제점 해결을 위한 PFI도입에 관한 연구", 「주택연구」 제11권 제1호, 88면.

62) Paul Watchman, "Banks, Business and Human Rights," *Butterworths Journal of*

프로젝트가 제기하고 있는 문제가 바로 프로젝트로 인하여 발생되는 환경에 대한 부정적인 영향이라고 할 수 있다. 환경문제는 금융기관의 관점에서 보면, 만약 환경에 부정적 영향을 주는 프로젝트에 금융을 제공하는 등 투자하는 경우 그러한 프로젝트로 인하여 환경에 회복할 수 없는 침해를 가하여 예상치 못한 손해배상책임을 지거나 아니면 환경단체 등의 반발에 부딪혀 사업완공을 앞두고 프로젝트 계획을 좌절시키는 위험이라 할 수 있다.

그리하여 국제금융공사를 비롯한 세계의 지도급 은행들이 프로젝트의 환경 및 사회적 리스크를 평가하고 이를 관리·감시하는 일련의 정책과 절차, 나아가서 분명하고도 측정 가능한 환경침해에 기준을 제시하고 있는 적도원칙(The Equator Principles)[63]이 주목받는다. 그러나 이러한 원칙은 비록 사회 환경정책 및 절차를 수립하는 금융기관이 준수하여야 한다는 준칙으로서 존재할 뿐 현재까지 관련 당사자에게 어떠한 권리나 의무를 부여하는 규범으로 변화된 것은 아니다. 그러나 프로젝트 파이낸스에서의 환경문제는 미래에도 지금의 지구를 보전한다는 공통의 인식 아래에서 계속 제기될 것이다.

한편, 국내의 새만금사업도 프로젝트 파이낸스에서 환경문제[64]가 얼마나 중요한 것인지 다시 한 번 그 중요성을 일깨워 주는 사업이었다. 환경 파괴를 이유로 환경단체(NGO)가 새만금공사 중단을 신청하여 4년 7개월 끌어온 새만금사업사건[65]에 관하여 대법원은 국책사업으로서의

International Banking and Financial Law, Butterworths & Co. (Publisheis)Ltd.(London), Feruary 2006, 47면.

63) Suellen Lazarus, "Banking on the future: The Equator Principles and the project finance market", *Equator Principles*, IFC.

64) 환경문제는 은행이 자금을 제공한 사업이 외부환경에 회복할 수 없는 손해를 가한 경우 예상치 못한 손해배상책임 소송을 제기 당하거나 환경단체 등의 반발에 부딪혀 사업이 좌절될 수 있는 위험요인이라 할 수 있다.

65) 대법원 2006. 3. 16, 선고 2006두330 판결

대규모 공공사업에 대한 사법심사의 기준을 제시하면서 그 무효사유를 엄격하게 판단함으로써 프로젝트 파인낸스에서 환경문제[66]보다 국가정책의 안정성을 존중[67]하는 것이 더 중요하다는 입장을 보여주었다. 그러나 이러한 판결은 프로젝트 파이낸스에서 환경문제가 범지구적·세계적인 문제일 뿐만 아니라 비록 경제적으로는 이익을 가져다 줄 수 있기 때문에 성공한 프로젝트라고 볼 수 있지만 장기적인 관점에서 보면 사회적 비용을 증가시키고 결국 다시는 회복할 수 없는 귀중한 자연을 파괴하는 것이 될 수 있다는 점에 대하여 충분한 검토를 하지 못하였다는 비판을 받을 수 있다.

V. 결론

프로젝트 파이낸스를 이용한 투자는 세계적으로 점점 더 증가하는

66) 특히 미국에서는 환경보호법(Comprehensive Environmental Response, Compensation, and Liability Act of 1980: CERCLA, 일명 "슈퍼펀드법")에 따라서 채권자인 은행이 자금을 대출해 준 대상 사업체가 환경오염 사고를 일으켰을 때 대주로서의 책임(lender liability)을 져야 하는 경우가 종종 일어난다고 한다(Christopher Wright, "Conservation You Can Bank On", *Ecosystem Marketplace,* January 31, 2006).

67) 대법원은 "공공사업의 경제성 내지 사업성의 결여로 인하여 행정처분이 무효로 되기 위하여는 ① 법규위반의 하자가 중대하여야 할 뿐만 아니라, ② 그러한 사정이 객관적으로 명백한 경우라야 한다"는 기존 판례를 재확인하였다. 하자가 중대한지의 여부는 "공공사업을 시행함으로 인하여 얻는 이익에 비하여 공공사업에 소요되는 비용이 훨씬 커서 이익과 비용이 현저하게 균형을 잃음으로써 사회통념에 비추어 행정처분으로 달성하고자 하는 사업목적을 실질적으로 실현할 수 없는 정도에 이르렀다고 볼 정도로 과다한 비용과 희생이 요구되는" 경우라는 기준을 제시하였다. 그리고 "위와 같은 공공사업에 경제성 내지 사업성이 있는지 여부는 공공사업이 그 시행 당시 적용되는 법률의 요건을 모두 충족하고 있는지 여부에 따라 판단되어야 함은 물론, 경제성 내지 사업성 평가와 관련하여서는 그 평가 당시의 모든 관련 법률의 목적과 의미, 내용 그리고 학문적 성과가 반영된 평가기법에 따라 가장 객관적이고 공정한 방법을 사용하여 평가되었는지 여부에 따라 판단되어야 한다"고 지적하였다.

추세에 있다. 미국의 예를 보더라도, 대략 평균적으로 전체 자본투자의 20-25%가 프로젝트 베이스로 이루어지고 있고, 비용이 5억 달러가 넘게 드는 자본자산(capital assets)의 반 이상이 프로젝트 베이스로 금융이 이루어졌다고 한다. 이러한 투자는 자연자원개발과 사회간접자본시설부분에 가장 흔하게 적용되었다.

투자에 대한 수요와 금융기법으로서 프로젝트 파이낸스의 중요성이 커지게 됨에 따라서 기업의 대표, 은행가, 법률가, 그리고 정부 관리들은 프로젝트 파이낸스가 무엇인지, 그것이 어떻게 가치를 창출하여 내는지, 그리고 프로젝트 운영·재정 면에서 성공 가능성이 높은 거래구조를 설계하는 것이 좋은지 그 방법에 대하여 잘 이해할 필요가 있다. 그럼에도 불구하고 불행하게도 프로젝트 파이낸스에 대한 학문적인 이론이나 연구가 현재의 실무(practice) 상태에서 멀리 떨어져 있다. 그러므로 실무세계에서의 프로젝트 파이낸스를 지도할 뿐만 아니라 기존의 이론을 정제하고 새로운 이론을 정립하는 것이 분명히 필요한 것이다.[68]

프로젝트 파이낸스에 대한 연구는 법학, 경제학, 경영학, 회계학 등이 참여하는 복합적이고 종합적인 부분이라고 생각된다. 그리고 규모나 비용 측면에서 기업의 인수합병과 필적할 만하다. 프로젝트 파이낸스에 대한 학문적 접근은 반드시 프로젝트 파이낸스 사례를 실증적으로 탐구하여 그 속에 있는 금융기법, 법적·경영학적 요소 등 학문적 연구에 필요한 원리를 찾아내어 이를 분석하는 것이 절대적으로 필요하다고 본다.

(투고일 2008년 10월 10일, 심사일 2008년 10월 23일, 게재확정일 2008년 10월 30일)

주제어 : 프로젝트 파이낸스, 진정한 의미의 프로젝트 파이낸스, 상환제원소급금지 또는 상환제원소급제한 금융, 프로젝트 회사, 사실상의 법률상의

68) Benjamin C. Esty(2004), 앞의 논문, 214면.

상환제원소급금지 또는 상환제원소급제한 금융, 법률상의 상환제원소급금지 또는 상환제원소급제한 금융

[Abstract]

The Theory and Practice of Project Finance -focussing on larger projects finance-

Hong-Ki Jin

In project finance(the “PF”), sponsors create project company(“PC”), to develop, manage, and finance the project. Although PC borrows the funds from banks on the basis of the non-recourse or the limited recourse, projects are highly leveraged entities. Normally the debt to total capitalization ratios is average 60-70%, but can reach as high as 95% in some deals.

As Nevitt correctly described, the PF in the real sense can be defined as 'a financing of a particular economic unit in which a lender is satisfied to initially look to cash flow and earnings of that economic unit as the source of funds from which a loan will be repaid, and to the assets of the economic unit as collateral for the loan'. The PF scheme in the real sense has been realized in the international PF such a big project as Petrozuata. But the banks in Korea are still relying on the conventional corporate finance scheme even in the development of the project when we have surveyed the practice of the domestic PF.

In order to develop the theories of the PF, studying large projects is highly recommended. Because they are more attractive than small projects in terms of allowing us to observe managers as they make very conscious investment and financing decisions. It is also a challenging task for us to draft a model contract form for the project agreement as well as the credit agreement in

order to lead the banks and sponsors when they need proper terms and conditi ons in the projects.

Key Words : project finance, project finance in the true sense, financing on a limited or non-recourse basis, project company, de facto non- or limited recourse project finance, de jure non- or limited recourse project finance