

## 프로젝트 파이낸스의 자본구조에 관한 법적 고찰

-담보에 관련된 법적 제문제를 중심으로-

### A Study on the Capital Structure of the Project Finance

조재영\*

Cho, Jae-Young

#### 목 차

- I. 서론
- II. 프로젝트 파이낸스의 구조
- III. 프로젝트 파이낸스의 담보
- IV. 결론

#### 국문초록

프로젝트 파이낸스는 금융제공에 따른 신용위험 등 각종 금융위험을 담보의 취득과 같은 전통적인 방법에 의존하던 금융관행에 큰 변화를 일으킨 새로운 금융방식으로 1990년대에 들어서 개발도상국의 예산부족, 외채문제해결 및 공공부문의 효율성 제고 등을 이유로 점차 공공부문과 민간부문이 합동하는 방식으로 발전하게 되었다. 우리나라도 사회기반시설을 민간자본을 통해 확보하고자 하는 정책적 필요에 의해 제정된 사회간접자본시설에 대한 민간투자법에 따라 상당수의 사회기반시설이 민간자본에 의해 운영되고 있다. 최근에는 인프라사업은 물론 광산개발, 통신, 레저사업, 부동산개발 등 다양한 산업분야에서 중장기 금융의 주요 조달수단으로 프로젝트 파이낸스가 광범위하게 이용되고 있다.

프로젝트 파이낸스는 기능별로 분화된 다수의 이해관계자에 의해 이루어지는 구조 금융(structured financing)의 한 형태로 담보대출이 갖는 문제점을 개선하면서 담보의

논문접수일 : 2009.12.30

심사완료일 : 2010.1.29

게재확정일 : 2010.2.1

\* 한양대학교 법과대학 강사, 법학박사.

순기능을 살릴 수 있는 좋은 수단이다. 왜냐하면 그것은 프로젝트로부터 발생할 현금 흐름에 저당권이나 질권 등을 설정하여 신용공여를 하는 수단이라는 점에서는 담보대출과 유사하나 담보물의 가치가 불확실하고 불안정적인 만큼 채권자로 하여금 채무자나 담보물을 상시 감시하고 관리하지 않으면 안되게 유인을 제공한다는 점에서 매우 유인부합적인(incentive compatible) 대출수단이 될 수 있기 때문이다. 다만 담보물의 가치가 불확실하기 때문에 일반적인 담보부 차입거래에서의 담보와 다르게 검토되어야 할 것이다.

프로젝트 파이낸스에서 담보는 프로젝트 회사(사업시행자)의 자산에 한정되기 때문에 대주는 프로젝트 회사의 주식이나 예금계정상 예금채권, 보험금청구권, 해지시지급금 청구권 등에 질권을 설정하고 사업계약상 권리에 대해서는 양도담보를 설정한다. 뿐만 아니라 사업시행자가 보유하는 부동산과 민간투자법상 관리운영권에 대해서도 저당권을 설정한다. 이러한 담보제도의 내용 중 일부는 법이론적 관점에서 의문이 제시되는 것도 있고 국내법체계상 불가피한 경우도 있었다. 최근에 입법예고된 동산·채권 등의 담보에 관한 법률에 따르면 프로젝트 파이낸스 분야에도 새로운 유형의 담보들이 도입되어 이러한 문제점들이 다소나마 해결될 것으로 보인다. 다만 프로젝트 파이낸스는 향후 산업구조 변화에 대응한 새로운 분야로 그 대상영역을 더욱 확대하여 할 것으로 예상되는 만큼 프로젝트 파이낸스의 특성에 맞게 담보대상이나 설정기간 등에 있어 보다 포괄적인 형태의 담보들을 허용하는 입법을 검토해 보는 것도 프로젝트 파이낸스 금융의 활성화에 도움이 될 수 있을 것이다.

주제어 : 프로젝트 파이낸스, 제한적 소구금융, 프로젝트 회사, 후순위대출, 관리운영권

## 1. 서론

프로젝트 파이낸스는 금융제공에 따른 신용위험 등 각종 금융위험을 담보의 취득과 같은 전통적인 방법에 의존하던 금융관행에 큰 변화를 일으킨 새로운 금융방식이다. 초기 자원개발을 중심으로 활용되기 시작된 프로젝트 파이낸스는 1990년대에 들어서 개발도상국의 예산부족, 외채문제해결 및 공공부문의 효율성 제고 등을 이유로 점차 공공부문과 민간부문이 합동하는 방식으로 발전하게 되었다.<sup>1)</sup> 우리나라도 사회기반시

1) 수출입은행, 「개도국의 프로젝트 파이낸스 Project Finance In Developing Countries-IFC Lessons

설<sup>2)</sup>을 민간자본을 통해 확보하고자 하는 정책적 필요에 따라 1994년 사회간접자본시설에 대한 민간자본 유치촉진법이 제정되고, 1998년 사회간접자본시설에 대한 민간투자법으로 전면 개정된 이후 상당수의 사회기반시설이 민간자본에 의해 운영되고 있다. 최근에는 인프라사업은 물론 광산개발, 통신, 레저사업, 부동산개발 등 미래의 현금흐름이 어느 정도 예측 가능하고 확실성이 일정 부분 보장되는 산업분야에서 중장기 금융의 주요 조달수단으로 프로젝트 파이낸스가 광범위하게 이용되고 있다. 현재 프로젝트 파이낸스는 국제금융 업무분야의 중요 상품의 하나이며, 우리나라의 금융시장에서도 사회기반시설사업을 중심으로 전형적인 금융거래의 하나로 자리 잡고 있다.

프로젝트 파이낸스는 기능별로 분화된 다수의 이해관계자에 의해 이루어지는 구조금융(structured financing)의 한 형태로 담보대출이 갖는 문제점을 개선하면서 담보의 순기능을 살릴 수 있는 좋은 수단이다. 왜냐하면 그것은 프로젝트로부터 발생할 현금흐름에 저당권이나 질권 등을 설정하여 신용공여를 하는 수단이라는 점에서는 담보대출과 유사하나 담보물의 가치가 불확실하고 불안정적인 만큼 채권자로 하여금 채무자나 담보물을 상시 감시하고 관리하지 않으면 안되게 유인을 제공한다는 점에서 매우 유인부합적인(incentive compatible) 대출수단이 될 수 있기 때문이다.<sup>3)</sup> 다만 담보물의 가치가 불확실하기 때문에 일반적인 담보부 차입거래에서의 담보와 다르게 검토되어야 할 것이다. 예컨대 프로젝트 파이낸스와 관련된 자산들은 주로 도로, 항만, 공항, 발전소 등 사회기반시설인 경우가 많아 교환가치의 산정이 어렵거나 제3자에게 이를 매각하는 것이 자유롭지 않은 경우가 일반적이고 예금, 주식 등과 같은 다른 자산들 역시 프로젝트 자체의 수익성과 직결되는 경우가 많아서 그 자체로는 담보로서의 가치가 크지 않은 경우가 대부분이다. 따라서 본고에서는 프로젝트 파이낸스의 특성에 맞는 담보의 유형과 실행절차에 있어서 법률상 문제점들을 살펴보고 프로젝트 파이낸스 금융을 활성화하는 데 필요한 개선방안을 제시해보고자 한다.

of Experience 7], 1999. 1~3면 참조.

- 2) 사회기반시설이란 사회간접자본시설이란 용어보다 더 포괄적인 시설범위를 의미하는 용어이다. 예컨대 사회간접자본시설이란 도로, 철도, 항만, 공항, 수자원, 산업단지, 지역개발시설 등을 의미하는 용어로 쓰이지만, 사회간접자본 시설에 추가하여 여타 생활기반시설인 학교, 환경, 국방 등을 모두 포괄할 때 사회기반시설이란 용어를 사용하게 된다.
- 3) 국회재정경제위원회, 프로젝트금융투자회사법안에 대한 공청회, 국회재정경제위원회, 2002. 3면.

## II. 프로젝트 파이낸스의 구조

### 1. 프로젝트 파이낸스의 개념

프로젝트 파이낸스(Project Finance:PF)는 광의로는 특정 프로젝트의 소요자금을 조달하기 위한 일체의 금융방식을 의미하며, 협의로는 프로젝트의 사업성과에서 나오는 현금흐름<sup>4)</sup>을 대출금 상환재원으로 하고 프로젝트 자체를 담보로 제공하는 금융기법을 말한다.<sup>5)</sup>

프로젝트 파이낸스의 구조하에서 차주(Borrower)는 일반적으로 프로젝트를 수행하는 사업주(Project sponsor)<sup>6)</sup>가 아니고 당해 프로젝트의 수행을 위해 별도로 설립된 사업시행회사(project company)<sup>7)</sup>이며, 대주(lender)<sup>8)</sup>가 사업주의 재산이나 신용도가 아니라 프로젝트의 사업성을 보고 자금을 제공하고, 자금의 상환은 당해 프로젝트에서 발생하는 수입을 재원으로 하므로 프로젝트가 실패하더라도 대주는 사업주에 대하여 상환청구권을 행사할 수 없거나 제한된 소구권을 가지게 된다. 따라서 프로젝트 파이낸스를 단순히 “제한적 소구(limited recourse) 금융<sup>9)</sup>”이라고 하기도 한다. 이 점에 있

- 4) 기업을 중심으로 현금의 유입·유출 또는 증감의 흐름과정을 파악하는 것이다. 회계상 현금 흐름은 현금의 유입·지출, 부채의 변동, 수익·비용의 발생과 관련하여 현금이 수반되는 거래를 추적하여 현금이 흐르는 과정을 측정·인식하는 것이다(Stephen A. Ross/ Randolph W. Westerfield/ Bradford D. Jordan, 「Corporate Finance Essentials」 5th. edit., McGraw·Hill, 2007, pp.31~32)
- 5) Peter K. Nevitt & Frank Fabozzi, Project Finance, 6th Editor, Euromoney Books, 1995, p.3.
- 6) 사업주의 형태로는 자연인 또는 하나의 법인이 될 수도 있고 이해집단의 컨소시엄이 될 수도 있는데, 간혹 단순한 투자목적에서 기관투자자 및 공모를 통한 일반투자자가 사업주로 참여하기도 한다.
- 7) 사업주가 사업의 투자를 위하여 별도로 설립한 실체로 프로젝트 사업주와는 회계상·법률상 분리된 구조를 취하는 프로젝트를 위한 특수목적회사(Special Purpose Company)의 성격을 갖는다.
- 8) 대주는 프로젝트에 소요되는 자금을 대출하고 위험을 부담하는 주체로서, 대규모 자금조달의 경우 위험을 분담하기 위해 사업주 또는 프로젝트 회사의 최초 접촉을 가진 주간사은행은 여타 금융기관들로 대주단(Syndicate)을 구성하게 되는데 이에는 Club Loan, Wide Broadcast Syndicate, 전통적인 Syndicate가 있다(이준호, “우리나라 금융기관의 부동산개발 사업 프로젝트 파이낸싱 활용에 관한 연구”, 경기대학교 경영전문대학원 박사학위논문, 2008, 22~23면 참조).
- 9) 본질적 의미의 프로젝트 파이낸스는 사업주에게 보증이나 담보제공을 요구하지 않는 비소

어서 프로젝트 파이낸스는 사업주의 담보나 신용에 근거하여 대출이 이루어지는 전통적인 기업금융(corporate finance)<sup>10)</sup>과 대별되는 자금조달기법을 의미한다.

## 2. 프로젝트 파이낸스의 자본구조

프로젝트 파이낸스에서 중요한 기구는 프로젝트를 개발·완성하는 프로젝트 회사와 사업주들을 포함하여 프로젝트 회사와 은행 사이의 금융계약을 포함하는 금융구조이다. 한편 사업주들에게는 자신들이 투자한 프로젝트 회사를 매개로 하여 금융기관으로부터 어떠한 구조·조건으로 자금을 융통하느냐가 가장 중요한 거래이다. 즉 프로젝트 파이낸스의 핵심은 프로젝트 시행과정에서 위험들을 사업주, 채권자, 정부 등 이해당사자들 간에 어떻게 합리적으로 배분하면서 자금을 조달할 수 있는가 하는 문제라고 할 수 있다. 프로젝트 파이낸스에서 자금조달은 보통 총 소요비용의 20~30%를 프로젝트 당사자 및 이해관계자의 지분에 의존하고, 나머지 70~80%는 외부차입 등으로 구성된다.<sup>11)</sup>

프로젝트에 소요되는 자금은 크게 시설자금과 운영자금으로 나눌 수 있다. 시설자금이란 계획시설을 완공하는데 소요되는 비용으로, 사업성 평가의 기술적 타당성 검토시 산정된 금액을 기준으로 한다. 그리고 운영자금은 프로젝트의 연도별 생산계획, 판매계획을 감안하여 계획사업 완공 후 가동 초년도의 1회전 운전자금으로 계산된다.<sup>12)</sup> 이렇게 시설자금과 운영자금의 규모가 결정되면, 자금조달방식을 결정해야 하는데, 그 방식

구금융(Non-Recourse Financing)이지만 현실적으로 과도한 금융위험을 수반하는 100% 비소구금융이 제공되는 경우는 없다. 따라서 사업주가 프로젝트 파이낸싱에 관련된 제반 위험에 대해 일정한 보증 및 담보를 자신의 자산을 근거로 제공하고 채권자들도 프로젝트 도산시 사업주가 제공한 보증·담보에 의해 채권의 일부가 변제가능하도록 하는 제한적 소구금융이 일반적이다.

- 10) 전통적인 기업금융에서는 상환재원소구금융의 형식으로 자금이 집행되기 때문에 대주 즉, 은행은 자금을 제공받은 차주가 대부금을 변제하지 못하게 되면 차주에 대해 제한없는 상환청구권을 가지고 있다. 결국 차주는 담보를 제공한 경우에는 그 담보물 뿐만 아니라 담보물 처분으로 대부금을 변제하는데 부족한 경우 완제에 이르기까지 차주의 모든 소유재산을 변제에 제공하여야 한다(진흥기, "프로젝트 파이낸스(Project Finance)의 이론적 존립근거와 금융구조에 대한 법적 고찰", 「상사법연구」 제27권 제3호, 한국상사법학회, 2008, 212면).
- 11) 신공항고속도로건설사업의 경우 이 사업에 들어가는 총 자금 약 17,400억원 중 4,400억원(25%에 해당함)은 11개 건설회사의 컨소시엄이 프로젝트 회사에 지분출자하는 방식으로 제공하고, 나머지 13,000억원은 한국산업은행을 비롯한 18개 금융기관이 신디케이션 대출(syndicated loan)로 마련하였다(박원석·최지우, "지역개발사업에서 프로젝트 파이낸싱 활용방안", 삼성경제연구소, 1997).
- 12) 반기로, 「프로젝트 파이낸스」, 한국금융연수원, 2005, 130면.

은 크게 자기자본과 타인자본(외부차입)의 두 방식으로 나누어 볼 수 있다.

### 가. 자기자본

자기자본이란 사업주가 자신의 자금을 프로젝트에 제공하는 것으로 프로젝트 사업주들은 일반적으로 출자 또는 후순위대출의 방식으로 자본지분을 제공한다. 다시 말하면 사업주들은 프로젝트 회사 주식의 일부를 인수하는 방식으로 출자하거나 프로젝트 회사에 대부의 형식으로 자금을 지원하는데, 대부의 방식은 은행보다 후순위채권으로 하는 것으로 합의한다.<sup>13)</sup>

프로젝트에 대한 출자금은 소위 위험자본으로서 창업시, 건설기간 중 또는 개발 초기단계 등 리스크가 높은 시기에 주로 사용된다. 회사 청산시 상환순위가 가장 후순위인 출자금은 대출은행이나 다른 자금 참여자에게 담보와 유사한 것으로 간주된다. 또한 사업주의 프로젝트 회사에 대한 출자는 프로젝트 여건이 불리하더라도 이를 포기하기 못하도록 하는 역할이 있기 때문에 은행은 전체소요자금에서 되도록 사업주의 출자 비율을 높이기를 희망하는 경향이 있다.<sup>14)</sup> 반면 출자자의 입장에서는 출자금의 비중이 낮을수록 레버리지 효과가 크고 자기자본수익률이 높아지기 때문에 최소한의 자금만을 출자하려 한다. 따라서 출자금의 규모와 부채와의 비율은 사업주와 대출은행 사이에 협상으로 결정될 중요한 요소 중 하나이다. 프로젝트 자본구조에서는 일반적인 기업금융에 비해 보다 높은 부채 비율이 허용될 수 있다는 프로젝트 파이낸스의 특성이 고려된다.<sup>15)</sup>

후순위약정은 프로젝트 회사가 채무불이행을 하거나 파산한 경우 은행의 지위를 보장하기 위한 것이다. 따라서 차주는 이러한 후순위약정에 의하여 후순위부채에 대한 변제를 하지 말아야 하고, 후순위채무와 이에 대한 담보의 기한의 이익상실과 채권집행을 막아야 한다. 그리고 은행이 선순위로 새로운 자금을 제공하거나 대출계약을 변경할 수 있도록 허용하고, 만약 담보제공이 실패하거나 또는 부적절한 경우 부채와 그 담보는 후순위로 하며, 그리고 후순위채권자는 파산신청을 하지 못하도록 하여야 한다.<sup>16)</sup>

13) 이를 후순위약정(the subordination agreement)이라 한다. 즉 후순위채권자가 채무자의 선순위채권자들이 채권을 전부변제받기 전에는 변제를 받지 않기로 약정하여 행하는 거래를 말한다. 이 약정의 효력은 당사자 사이에서 계약적 구속력을 발생시킬 뿐이지만, 대형 채권자 사이에서 합의되는 경우에는 실질적인 채권보전수단으로서 물적 담보와 다르지 않은 효용을 지닌다(Philip R. Wood, 「Project finance, subordinated Debt and State Loans」, London : Sweet & Maxwell, 1995, p.37).

14) 진흥기, 전계논문, 249면.

15) 반기로, 전계서, 134면.

사업주들의 후순위대출<sup>17)</sup>은 사업주에게 주식인수에 의한 출자보다 부담이 덜하고 프로젝트 회사에 대한 지원조건 면에서도 융통성이 크며 출자금 규모가 작기 때문에 레버리지 효과를 높일 수 있으며 출자금에 비해 자금회수 및 고정이자 수취 등의 장점<sup>18)</sup>이 있으나 프로젝트의 재무구조가 복잡해지고 재무위험이 증가된다는 단점이 존재한다. 금융기관의 입장에서는 후순위대출은 일반대출금보다 후순위이므로 담보력이 증대된다는 이점이 있다.<sup>19)</sup>

#### 나. 타인자본

타인자본은 금융기관 등 사업주 이외의 제3자가 프로젝트에 자금을 제공하는 것을 말하는 것으로 그 종류가 매우 다양하며, 각 종류마다 다른 특성을 가지고 있다. 사업주가 아닌 프로젝트 참가자들이 자금을 조달하는 과정에서는 관련 당사자들의 상충하는 이해의 조정이 주요 과제이다. 이 과제는 궁극적으로 프로젝트의 위험을 누구에게 어떻게 분담시키느냐의 문제로 귀착된다. 외부자금을 조달하는 방법을 대략적으로 구분하면 상업은행의 대출, 국제금융기관으로부터의 차관, 연기금대출 등과 같은 간접금융방식이 있고, 사모 또는 공모에 의한 채권발행과 같은 직접금융방식이 있으며, 금융리스, 알선리스, 생산물 선도구매약정 등과 같은 자산금융방식으로 구분할 수 있다.

일반적으로 프로젝트에 소요되는 자금은 그 규모가 커서 대출은 주로 신디케이트 대

16) Philip R. Wood, op. cit., p.20

17) 사업주의 입장에서는 후순위대출(subordinated loan)이고, 차주인 프로젝트회사 입장에서는 후순위채무(subordinated debt)이다. 후순위채무와 같이 차입금과 자본금의 양자의 특성을 지닌 자금을 혼합성 또는 중간자본(mezzanine capital)이라고 한다. 중간자본금은 그 속성상 대차대조표의 부채와 자본금 사이에 위치하며, 출자금과 차입금이라는 전통적인 자본구조를 대체하는 것이 아니고 이를 보완하는 요소로 이용되고 있다.

18) 혼합성 또는 중간자본은 선순위 채무에 대해서는 후순위인 반면, 자기자본(equity)에 대해서는 선순위의 차입금 성격을 갖기 때문에 변제 의무의 우선순위, 즉 투자 자금의 안정성과는 반대로 높은 수준의 투자 수익을 기대할 수 있다. 특히 후순위대출은 단순 출자금에 대한 배당 수익과 달리 건설기간 뿐만 아니라 운영기간의 초기 단계에도 일정 수준의 이자 지급이 가능하다.

19) 후순위대출현황을 살펴보면 우리나라의 경우 서울춘천고속도로 민간투자사업 프로젝트의 경우 한국도로인프라투융회사, 한국교직원공제회가 후순위대출을 제공한 바 있고, 서울특별시 도시철도 9호선 1단계구간 민간투자사업 프로젝트의 경우 주식회사 신한은행, 한국도로인프라투융회사, 신한생명보험주식회사, 엘지화재해상보험 주식회사, 중소기업은행이 후순위 대출을 제공한 바 있다. 해외의 경우 영국의 이동통신 DCS1800사업과 관련하여 사업주인 US WEST INC는 기본자본금 408백만 파운드 투입외에 추가로 후순위 대출 592백만 파운드를 제공하였다(김도경, "프로젝트 파이낸스의 자금조달문제 중 후순위대출과 담보확보에 관한 몇가지 법적 문제점", 「상사법연구」 제24권 제2호, 한국상사법학회, 2005, 369면).

출방식(syndicated loan)<sup>20)</sup>으로 이루어지며, 일반 상업은행뿐만 아니라 각종 국제 금융 기구나 수출입관련 금융기관들도 활발하게 참여하고 있다.<sup>21)</sup>

프로젝트 파이낸스에서 대출형태는 일반적으로 건설단계와 운영단계 두 가지로 나뉘어 실행된다. 먼저 건설단계에서는 공사가 완공되지 않았으므로 영업수익이 발생하지 않아 정상운영단계까지 이자를 원금화시키거나 이자지급을 위한 추가차입을 해야 한다. 이 같은 준공리스크 때문에 대주는 전액소구방식의 대출을 실행하며 이율도 운영단계보다 높게 정한다. 그러나 준공리스크가 사라지는 준공시점에 차주인 사업시행자는 보다 나은 조건으로 재차입을 하는 것이 가능하게 되며, 이때 운영기간 동안 장기투자를 목적으로 하는 금융투자자들이 해당 사업의 대주로서, 그리고 경우에 따라서는 출자자로서, 추가로 해당사업에 참여하는 것이 용이해진다.<sup>22)</sup> 즉 운영단계에 있어서는 보다 저렴한 금리로 자금을 조달하게 되며, 완공위험을 부담하고 싶지 않은 새로운 대주단이 참여할 수 있는 기회를 제공한다.

그러나 우리나라에서는 프로젝트 시작 단계에서 이와 같이 분리하는 예는 거의 없고, 운영 단계에 들어가면, 주로 건설출자자들로 구성된 기존 사업주들이 연기금, 보험회사, 펀드 등 재무적 출자자들에게 출자지분을 매각하고, 재무적 출자자들은 투자수익률 제고를 위해 운영단계에 맞는 금융을 일으켜 기존 대출을 상환하는 이른바 자금재조달(refinancing)의 방식<sup>23)</sup>을 취하고 있다.<sup>24)</sup>

- 
- 20) 신디케이트 대출(syndicated loan)이란 다수의 금융기관이 참여하는 채권단(syndicate)에 의하여 이루어진 대출을 말하는 것으로 금융기관은 차주의 신용위험내지 채무불이행위험의 분산효과를 얻을 수 있다. 이는 국제금융시장에서의 보편적 대출형식으로 정착되어 있으며 우리나라에도 어느 정도 정착되어 있다. 다만 최근에는 임대형 프로젝트와 같이 소규모의 자금이 요구되는 프로젝트의 경우에도 여러 금융기관이 간접투자기구 등과 같은 그룹을 형성하여 소규모사업에 최대 출자자로 참여하여 결과적으로 금융기관간의 실질적인 경쟁이 이루어지지 않는다는 지적이 있다(김기수, "프로젝트 파이낸싱에 관한 법적 연구", 『상사법연구』 제26권 제1호 통권54호, 한국상사법학회, 2007, 121면 참조).
- 21) 프로젝트 파이낸스가 주로 개발도상국의 사회기반시설의 건설에 대한 지원의 형태로 이루어지는 경우가 많아서 국제부흥개발은행(International Bank for Reconstruction and Development: IBRD), 국제금융공사(International Finance Corporation: IFC), 아시아개발은행(Asia Development Bank) 같은 국제 금융기구들의 참여가 많았고, 프로젝트에 필요한 시설재나 도급용역의 수출이 이루어지게 되므로 각국의 수출금융기관이 관여해 왔다. 우리나라에서도 과거에 국제 금융기구의 자금지원을 받았던 사례가 있었으나 현재는 거의 대부분의 자금을 일반 상업금융기관들을 통해서 조달하고 있다(허익렬·김규식·김건호, "프로젝트 파이낸스에서의 담보에 대한 검토", 『BFL』 제37호, 서울대학교 금융법센터, 2009, 51면).
- 22) 황호동·황학천·김길홍, "사회기반시설에 대한 민간투자법에 따른 실시협약에 대한 이해", 『BFL』 제37호, 서울대학교 금융법센터, 2009, 48면.
- 23) 자금재조달이란 개념은 사업별로 약간의 차이를 보이고 있으나 "최근 자금차입계약 당시와



직접금융방식은 자본시장에서 여러 가지 채권을 발행하여 자금을 조달하는 방식으로 초기의 간접금융에 대한 효율적인 재차입수단으로 장기저리의 자금을 확보할 수 있으며 간접금융에 비해 약관의 제한이 적고 신속한 금융협상 절차가 특징이다.

프로젝트 파이낸스에서 전체 자금 중 일부를 공모시장에서의 사채발행으로 조달할 수 있는 데, 사채발행이 이용되는 이유는 금리가 대출보다 상대적으로 싸고, 대출에 비해 차주에게 엄격한 제한이나 준수사항을 요구하지 않으며, 사채발행을 통해 일정한 신용등급을 받게 되면 나머지 자금조달을 위한 대주단과의 협상에서도 유리하기 때문이다. 그러나 신용평가사의 신용등급이 필요하므로 프로젝트 자체의 사업성이나 상환가능성이 상당히 높은 경우에만 공모시장에서 사채발행으로 자금조달이 가능하게 된다.

그 외에 대주단이 가지는 대출채권의 전부 또는 일부를 유동화자산으로 하여 자산유동화를 하는 것이나, 사업시행자가 가지는 금전채권(공공부분에 대해 가지는 사용료채권, 프로젝트에서 발생하는 생산품의 매출채권 등)을 기초자산으로 하여 유동화하는 방식도 있다.<sup>25)</sup> 그러나 프로젝트 파이낸스를 증권화하더라도 신용평가의 문제,<sup>26)</sup> 향후 프로젝트 파이낸스 대출자산 담보부 채권발행을 뒷받침할 수 있는 충분한 유동성과 이에 대한 수요가 있는지 여부 등이 문제된다.

실제 시장에서는 이상의 여러 가지 자금조달 수단이 단독으로 이용되기보다는 전통적인 형태에 옵션, 스왑 등 파생상품, 첨단 금융기법을 가미한 변형구조가 많이 활용되고 있다. 이러한 금융공학 기법의 활용으로 위험을 경감하고 금융조건을 개선할 수 있다.

비교하여 사업시행자가 사업시행자의 자본구조변경을 통해 출자자의 기대수익률(Return on Equity:ROE)을 극대화하려는 행위"를 말한다.

24) 허익렬·김규식·김건호, 전계논문, 52면.

25) 파이낸스 대출자산을 기초자산으로 유동화증권을 발행한 국내 최초의 사례는 2001. 2. 발행된 천안-논산간 고속도로 프로젝트의 SOC-ABS채권이다. 이 프로젝트는 1조6천5백억원의 총 소요자금 중 7천 3백억원을 타인자본으로 조달할 예정이었으나 대부분의 금융기관들이 BIS비율 때문에 자금이 장기간 고정되는 것을 기피하여 높은 금리에도 불구하고 신디케이트 구성이 어려운 실정이었다. 이에 금융주선은행인 산업은행은 LG건설, 현대건설, 금호산업 등이 컨소시엄을 구성하고 있는 천안-논산간 고속도로(주)에 7천3백억원 규모의 대출약정을 맺으면서 이 대출 채권이 수취할 원금과 이자를 기초자산으로 하여 유동화증권을 발행하는 방식으로 만기5년에서 15년까지 6종류의 ABS채권을 발행하였다.

26) 자산유동화 실무연구회, 자산유동화의 구조와 실무 금융혁명 ABS, 한국경제신문사, 1999. 173~180면 참조

### Ⅲ. 프로젝트 파이낸스의 담보

#### 1. 서

프로젝트 파이낸스에서 일반적으로 활용되는 담보는 질권과 양도담보이다. 다만 프로젝트회사가 소유하는 물적 자산에 대하여 담보권을 취득할 경우 현행법상 동산에 대한 질권은 점유를 요건으로 하고 있어 실제 프로젝트 파이낸스에 있어서 담보권으로서의 기능을 발휘할 수 없어 그 대안으로 양도담보가 주로 활용되고 있다.

프로젝트 파이낸스에서 담보의 역할은 담보물의 가치가 불확실하므로 일반적인 담보와는 달리 교환가치 또는 담보실행을 통한 자금회수보다는 대주들이 차주의 주요 자산에 대해 선순위담보를 설정함으로써 차주의 다른 채권자들이 그 자산에 대해 권리를 실행할 가능성을 사실상 줄이는 역할을 한다. 즉 선순위담보를 설정함으로써 무담보채권자들이 권리행사를 할 가능성을 사전에 낮춰 프로젝트의 성공적인 수행과 당초 예상했던 수입이 장기간에 걸쳐 발생할 수 만드는 역할을 한다. 또한 프로젝트의 수익성이 악화되는 경우 대주단은 프로젝트의 주요 자산에 설정된 담보의 실행을 통해 사업 자체를 이전함으로써 상환재원을 확보할 수 있다.<sup>27)</sup> 그러나 개개 자산의 담보실행을 통해서 사실상 사업시행자 변경의 효과를 달성하는 것은 포괄적 담보권을 인정하지 않는 우리나라에서는 번거로운 절차로 인하여 그 효용성이 크지 않다. 이하에서는 프로젝트 파이낸스에서 일반적으로 이용되는 담보의 유형 및 내용을 개관하고 관련된 문제점을 살펴보도록 한다.

#### 2. 프로젝트회사 발행 주식에 대한 질권

##### 가. 은행법상 제한

27) 제3자에게 사업의 이전을 추진하는 방안으로 담보권의 실행이외에 당시의 경제적·법적 상황에 따라 개입권(step-in right)을 행사할 수 있다. 개입권은 대주가 프로젝트회사에 대한 자신의 대출채권 담보를 보전하기 위하여 중요 사업계약상 프로젝트 회사의 지위를 인수하는 권리를 말한다. 예컨대 프로젝트회사의 실시협약 위반으로 인하여 해당 사업의 사업권 수여자가 실시협약을 해지할 수 있는 경우, 대주는 프로젝트 회사의 지위에 개입하여 자신이 지정한 대체시행자로 하여금 해당 계약을 이행하도록 함으로써 해당 사업을 완료하고 위 계약의 해지를 막을 수 있다(E. R. Yescombe, Principles of Project Finance, Academic Press, 2002, p.342).

프로젝트 파이낸스의 경우 주로 신디케이트 대출이 많이 이루어지는바, 여러 대출은행은 사업시행회사의 주식에 대해 질권을 취득하게 된다. 이 경우 각 은행들은 자신의 대출비율에 해당하는 만큼의 주식에 대한 질권을 취득하려 할 것이므로 은행법상 주식질권 취득제한이 문제될 수 있다.

은행은 직접·간접을 불문하고 당해 은행의 주식을 담보로 하는 대출이나 다른 주식회사의 발행주식의 100분의 20을 초과하는 주식을 담보로 하는 대출을 할 수 없다. 다만 사회기반시설에 대한 민간투자사업자 등 대통령령이 정하는 사업자에 대한 대출은 제외된다고 규정하고 있다(은행법 제38조 제5호). 여기서 은행법 시행령이 정하는 사업자는 사회기반시설에 대한 민간투자법 제2조 제7호의 규정에 의한 사업시행자를 말한다(은행법 시행령 제21조의3). 따라서 은행이 민간투자법에 따른 사업시행자에게 대출하는 경우에는 위 20%의 주식담보 취득제한은 적용되지 아니한다.<sup>28)</sup>

신디케이트 대출과 관련하여 위 20%의 주식담보 취득제한이 어떻게 적용되어야 하는지에 대하여 논란이 있을 수 있다. 신디케이트 대주단은 주식 전부에 대한 질권을 준공유하고 있으므로 개개의 대주가 주식 전체에 대한 질권을 보유하고 있고, 따라서 위 주식담보 취득제한에 위배된다고 볼 여지도 있게 된다. 그러나 은행법상 주식담보 취득제한은 주식발행회사의 부실화로 인한 위험을 방지하고자하는 취지에 근거한 것임을 고려하면, 위 20%의 주식 취득제한은 각 은행의 준공유 지분비율에 따라 판단하는 것이 합리적일 것이다.<sup>29)</sup>

#### 나. 주식질권 설정자의 구상권

대주단이 주식질권을 실행하는 경우, 주식질권의 설정자<sup>30)</sup>는 몰상보증인으로서 차주

- 28) 민간투자법에 의하지 않고 시행되는 사회기반시설사업(예컨대 항만법에 따른 비관리청 항만공사사업)에 대한 은행의 대출에 있어서는 여전히 20%의 주식담보 취득제한이 적용된다.
- 29) 준공유 지분은 당사자 간에 달리 정하지 않는 한, 피담보채권의 확정 당시의 채권액 비율로 정해진다고 보아야 하고, 피담보채권액이 확정되기 전까지는 준공유 비율을 정할 수 없을 것이다(대판 2008. 3. 13. 선고 2006다31887 판결). 그러나 위 20%의 주식담보취득제한의 적용 목적상 담보취득 시점이 아닌 피담보채권액 확정 시점에 취득제한 위반 여부를 판단하는 것은 실무상 번거롭고 불합리한 결과를 초래할 수 있으므로, 실무상으로는 5개 이상의 은행이 신디케이트 대주단을 이루고 어느 한 은행의 대출약정금이 전체 대출약정금의 20%를 넘지 않으면 전체 대주단이 사업시행자의 주식 전부에 대해서 담보를 설정할 수 있는 것으로 처리하고 있다.
- 30) 주식질권의 설정자는 프로젝트 회사의 주주들 중 해당 시설의 건설 및 운영에 대한 책임을 부담하는 건설출자자(construction investor) 및 운영출자자(operation investor)에 국한되는 것이 보통이며 프로젝트회사에 대한 재무적 지분 출자자(financial investor)의 경우에는 많은 경우 대주와 동일한 기관임을 이유로 또는 기타 관련 법령상 담보제공이 금지됨

인 사업시행자에 대하여 보증인과 유사한 구상권을 가지게 된다. 만약 대주단이 주식질권을 실행함으로써 사업시행자의 주식을 제3자에게 매각하는 경우, 주식을 담보로 제공한 기존 출자자들이 사업시행자에 대해서 가지는 구상권보다 후순위의 권리를 가지게 될 것이다. 따라서 주식질권의 설정자에게 미리 차주에 대해 가지게 될 구상권을 포기하도록 하는 것을 고려해 볼 수 있는데 이러한 구상권 사전 포기 약정이 유효한지 여부가 문제될 수 있다. 이와 관련하여 물상보증인이나 보증인의 구상권에 관한 민법 규정은 채무자와 보증인 또는 보증인 상호간의 부담 부분의 청산절차에 관한 것이므로 당사자 사이에 법이 정한 것과 다른 방식에 의한 구상을 약정하는 것을 허용하지 아니할 이유가 없고, 그런 의미에서 구상관계의 민법 규정은 원칙적으로 임의규정으로 해석할 수 있다. 따라서 주식질권 설정자와 차주 및 대주들간의 약정으로 주식질권의 설정자가 가지는 구상권을 미리 포기하도록 하는 약정은 유효한 것으로 해석함이 타당하다.

### 3. 프로젝트회사가 체결하는 각종 계약상 권리 등에 대한 양도담보

#### 가. 사업계약상 지위에 대한 양도담보

사업계약상 권리에 대한 양도담보는 완전히 이행되지 않은 계약상의 권리를 양도받아 상환재원을 직접 확보하려는 방법으로서, 특히 프로젝트 파이낸스에 있어서 담보의 중심적 역할을 수행하고 있다. 이러한 양도담보는 실시협약<sup>31)</sup>, 공사도급계약, 감리계약, 관리운영계약 등 해당 민간투자사업에서 프로젝트 회사가 당사자인 중요 사업계약상 프로젝트 회사의 권리 또는 지위를 대주가 담보목적으로 조건부로 양수받은 것을 내용으로 한다.<sup>32)</sup>

사업계약상 권리에 대한 양도담보계약서에서 대출약정상 채무불이행사유가 발생한 경우 양도담보권자는 사업계약상 사업시행자의 지위를 양도담보권자나 양도담보권자가 향후 지정하는 제3자에게 이전할 수 있다고 약정한다. 다만 이와 같은 이전을 위한

을 이유로 담보제공자에서 제외되는 것이 일반적이다.

- 31) 실시협약이라 함은 주무관청과 민간투자사업을 시행하고자 하는 자간에 사업시행의 조건 등에 관하여 체결하는 계약을 말한다(사회기반시설에 대한 민간투자법 제2조). 즉 사회기반시설에 대한 민간투자 촉진과 사회기반시설의 확충을 위하여 행정주체와 국민사이에 행정목적의 수행하기 위하여 체결되는 행정계약이라 할 것이다. 이 협약은 사회기반시설의 건설 및 운영에 관한 당사자들의 기본적인 의무와 그에 따른 권리를 규정하는 것으로서 국내 프로젝트 파이낸스에서 가장 중요한 논점 중의 하나라 할 수 있다.
- 32) 김동은·김광열, "프로젝트 파이낸스에 있어서 개입권의 유형과 내용 -민간투자사업을 중심으로-", 「BFL」 제37호, 서울대학교금융법센터, 2009, 34면.

처분행위는 설정시에 이루어지지만 처분의 효력 발생은 이전 절차가 완료되는 경우에 발생하는 것으로 한다. 그리고 설정자는 이와 같은 계약상 지위이전에 관한 사항을 계약 상대방에게 통지하고 상대방으로부터 위 조건에 따른 계약상 지위이전에 관한 사항을 이행하기로 하는 사전승낙을 교부받는다.

다만 계약상 지위 이전에는 채권양도도 포함되어 있으므로 채권양도의 사전 승낙이 인정되는지 여부가 문제될 수 있다. 채권양도가 행해질 경우 양도인이 이를 채무자에게 통지하거나 또는 채무자가 이를 승낙하지 않으면 양수인이 채무자에 대하여 채권을 행사할 수 없다. 여기서 채권양도의 승낙은 양도행위에 대한 사전동의 또는 사후승인을 의미한다. 즉 채권양도의 승낙은 채권양도의 사실을 인식하고 있음을 알리는 관념의 통지로서 채권양도의 통지와 달리 사전승낙도 유효하다는 것이 일반적 견해이다.<sup>33)</sup> 그러나 양수인이 특정되어 있지 않고 불특정 제3자에게 채권양도를 사전승낙하는 것에 대해서는 이중양도의 경우 대항요건을 갖춘 자를 구별해낼 수 없게 된다는 문제를 제기하기도 한다.<sup>34)</sup> 실제로 양도담보권자가 지정하는 제3자에게 양도하는 경우에는 양수인을 사후에 특정할 수 있는 기준이 정해져 있어 대항요건을 갖춘 자의 구별이 가능하므로 채권양도에 대한 사전승낙은 유효하다.

대주가 사업시행자의 변경이 필요하다고 판단하는 경우 대주는 그 취지와 함께 계약상 지위를 이전받을 제3자를 특정하여 설정자와 해당 계약의 상대방에게 통지한다. 이 경우 설정자와 계약상대방은 계약상 지위의 이전에 따른 조치를 신속하게 취하여야 하고 기타 필요한 협력을 제공하여야 한다.

#### 나. 후순위 양도담보

프로젝트 파이낸스에서는 사업시행자가 당사자인 주요 계약상 권리나 사업시행자가 보유한 동산에 대하여 양도담보를 설정하는데, 선순위 대주단에게 양도담보를 설정한 후에 후순위 대주단을 위해 다시 후순위 양도담보를 설정하는 것이 가능한지가 문제된다.

이와 관련해서는 동일한 물건에 대하여 두 개 이상의 소유권이 성립할 수 없기에 소유권이전을 형식으로 하는 양도담보가 설정된 물건에 대하여는 다시 후순위의 양도담보를 설정할 수 없다는 것이 판례의 입장이다.<sup>35)</sup> 즉 동산에 대한 양도담보의 경우 특

33) 채권양도에 있어서 승낙과 같은 채무자에 대한 대항요건은 채무자의 이익만을 보호하기 위한 것이므로, 채무자가 이 이익을 포기하여 채권자와의 특약으로 대항요건없이 대항할 수 있음을 약정하는 것은 무방하다고 하는 것이 학설과 판례의 태도이다(김형배, 「민법학강의」 제7판, 신조사, 2008, 1029~1030면; 대판 1987. 3. 24 선고 86다카908 판결 등 참조).

34) 이은영, 「채권총론」, 박영사, 1999, 620면.

별한 사정이 없는 한 동산의 소유권은 신탁적으로 이전됨에 불과하여 채권자와 채무자사이의 대내적 관계에서는 채무자는 소유권을 보유하나 대외적인 관계에서는 채무자는 동산의 소유권을 이미 채권자에게 양도한 무권리자가 되는 것이어서 다른 채권자와의 사이에 양도담보를 설정할 법적 지위를 갖고 있지 않게 되는 것이다.

그러나 프로젝트 파이낸스에서 설정하는 후순위 양도담보는 선순위 양도담보권자의 동의하에 이루어지며, 후순위 양도담보권자는 선순위 양도담보권자와 담보권 실행절차에 관한 별도의 후순위 약정을 체결한다. 따라서 후순위 양도담보 설정은 선순위 양도담보권자의 동의하에 이루어진 것이라는 점에서 무권리자의 처분행위라고 보기 어렵다. 또한 양도담보는 법률의 규정이 아닌 관습법에 따라 인정되는 비전형담보로서 양도담보를 설정하는 당사자의 의사와 거래관행을 합리적으로 해석하여 판례의 이론 구성에 따라 인정된 담보권이다. 따라서 판례의 판시도 모든 양도담보에 일률적으로 적용된다고 보기보다는 개별 사안에서의 당사자의 구체적인 의사도 고려하는 것이 합리적이라 생각한다.<sup>36)</sup>

#### 4. 민간투자법상 관리운영권의 담보설정

관리운영권이란 특정 방식<sup>37)</sup>에 의하여 추진되는 민간투자사업에서 사회기반시설사업을 시행한 사업시행자가 동 시설을 일정 기간 동안 무상으로 사용, 수익하고 시설사용자로부터 사용료를 징수할 수 있는 권리로서(민간투자법 제26조 제1항) 그 구체적인

35) 대법원은 점유개정의 방법으로 동산에 대한 이중의 양도담보 설정계약이 체결된 경우, 뒤에 설정계약을 체결한 후순위 채권자는 양도담보권을 취득할 수 없다고 판시함으로써 양도담보에 관한 신탁적 소유권이전설을 취하고 있다(대판 2004. 10. 28. 선고 2003다30463 판결, 대판 2004. 12. 24. 선고 2004다45943 판결 등).

36) 정부는 현행법상 동산과 채권의 경우 공시방법이 불완전하고, 지적재산권의 경우 민법상 질권의 방법으로만 담보로 제공할 수 있어 이들을 담보로 이용하는 데 한계가 있으므로 동산·채권·지적재산권을 목적으로 하는 담보제도를 창설하고 자산유동화의 활성화를 통하여 자금조달의 편의를 제공하기 위하여 동산·채권 등 담보에 관한 법률안을 제출하였다(2009. 11). 동 법률안 제7조에 따르면 양도담보를 포함한 동산담보권을 복수로 설정하는 것이 가능한 것을 전제로 그 순위에 대하여 규정하고 있으므로 판례의 태도가 변경될 것으로 보인다.

37) 관리운영권은 민간투자법 제4조 제1호(BTO) 및 제2호(BTL)의 방식으로 추진되는 사업에 국한하여 설정된다. 2005년 사회기반시설에 대한 민간투자법의 개정을 통하여 그동안 추진해 오던 수익형 민간투자사업 방식(Build-Transfer-Operate:BTO) 뿐만 아니라 임대형 민간투자사업 방식(Build-Transfer-Lease:BTL)을 새로 도입함으로써 민간투자사업에 대한 참여자의 폭을 넓히고 참여기회를 다양하게 확대시켰다.

사용·수익의 방법 및 내용은 실시협약에서 정하여진다.

사업시행자는 주무관청이 실시협약을 체결함으로써 지정하게 되어 있는데, 주무관청은 사회기반시설을 완공한 후에 사업시행자에게 사용료를 징수할 수 있는 관리운영권을 설정하게 된다. 관리운영권을 설정하기 위해서는 주무관청에 등록하여야 하며, 구체적인 등록절차는 항만시설관리권등록령을 준용하도록 되어 있다(민간투자법 시행령 제24조).

관리운영권은 민법상 물권으로서 부동산에 관한 규정이 준용되어(민간투자법 제27조 제1항) 관리운영권을 목적으로 하는 저당권의 설정·변경·소멸 및 처분의 제한이 가능하다(민간투자법 제28조 제1항). 다만 이를 분할 또는 합병하거나 처분하고자 하는 때에는 주무관청의 사전승인을 얻어야 가능하다(민간투자법 제27조 제2항).

대주단이 관리운영권에 설정된 저당권을 실행하는 경우<sup>38)</sup> 담보권실행의 경매를 통해 관리운영권의 낙찰자가 사업시행자의 지위와는 별도로 관리운영권만을 취득할 수 있는 것인지 여부가 문제된다. 관리운영권은 사업시행자의 지위에서 발생하는 것이고 사업시행자의 지위는 실시협약의 체결을 통하여 부여되는 것이므로 실시협약의 계약상 지위가 별도로 이전되지 않는 한 관리운영권만을 취득하기는 어렵다. 따라서 관리운영권의 낙찰자는 주무관청의 동의를 얻어 사업시행자의 지위를 이전받는 절차를 거쳐야 한다. 만약 주무관청이 지위이전에 동의를 하지 않는다면 낙찰자가 취득한 관리운영권은 소멸되는지가 문제되는데 이에 관해 민간투자법은 명시적 규정을 두고 있지 않다. 관리운영권은 민법상 물권이므로 물권의 성질상 주무관청의 동의 여부에 따라 관리운영권이 소멸된다고 볼 수는 없을 것이나, 사회기반시설의 공공적 성격을 고려할 때 관리운영권이 다른 물권과 같이 사업시행자의 지위와 분리되어 전전유통되는 것을 허용하는 것은 적절하지 않다.<sup>39)</sup> 이에 대한 입법적 보완과 검토가 요망된다.

## 5. 담보신탁제도

38) 저당권의 실행에 대해서는 실시협약에서도 실행 전에 사전협의하도록 하는 내용을 저당권 설정계약에 포함하도록 요구하고 있을 뿐이어서 대주단의 저당권실행은 주무관청의 동의 없이 가능하다.

39) 민간투자법에 의한 관리운영권의 내용은 민간투자법상 주무관청과 사업시행자 간에 체결된 실시협약에 의하여 구속되는 것으로 규정되어 있으므로 실시협약상 사업시행자의 지위와 운명을 같이 한다. 다른 특수 물권인 광업권, 어업권, 유료도로관리권(유료도로법 제10조 내지 제14조) 등과 그 성격을 달리한다(황창용·홍성필·정민용·권용훈, "사회간접자본시설에 대한 민간투자법과 관련 법률의 체계에 관한 연구", 국토연구원, 2004, 99면).

프로젝트 파이낸스는 장기간에 걸친 차입이 이루어지므로 금융기간 중 수시로 대출채권을 양도할 필요가 있게 된다. 이 경우 담보권의 부종성, 수반성으로 인하여 대출채권과 함께 담보권도 모두 이전해야 하는데 이러한 담보권의 이전은 상당한 시간과 비용이 소요되는 불편이 따른다.<sup>40)</sup> 따라서 채권과 담보권을 분리하여 보유할 수 있는 담보신탁제도를 고려해 볼 필요가 있다.

현행법상 채권과 담보권을 분리하여 양도할 수 있는 방안으로는 담보부사채신탁법에 의한 담보신탁제도<sup>41)</sup>와 담보신탁<sup>42)</sup>이 있다. 담보부사채신탁법에 의한 담보신탁제도는 주식회사가 사채를 발행할 때 활용하는 방법으로 채권자가 불특정다수인 총사채권자를 위하여 개별적으로 담보권을 설정하는 것은 불가능하기 때문에 채무자인 주식회사는 총사채권자를 위탁자로 하여 수탁자인 신탁회사에 담보권을 설정하고 채무자가 사채를 상환하지 아니할 때에 수탁자 담보권을 실행하여 채권자인 수익자에게 변제하는 방법이다. 이는 무보증사채보다 신속하고 저렴한 비용으로 자금조달이 가능하나 사채를 불일 수 있는 물상담보에 많은 제약이 따른다. 예컨대 동산질, 증서가 있는 채권질, 주식질, 부동산 저당, 기타 법령이 인정하는 각종 저당으로 한정되어 있고 유

- 
- 40) 현행 부동산등기실무상 다수의 저당권자가 저당권을 공유할 경우 지분의 등기가 인정되지 않아 일부 대주가 그 대출지분을 제3자에게 양도하면 전체의 저당권에 대한 저당권자의 변경등기가 필요하게 되고 전 저당권자의 채권최고액을 기준으로 등록세를 납부하게 되는 불합리한 결과가 초래된다.
- 41) 담보부사채는 일정한 회사재산을 담보로 하여 모집하는 사채, 즉 정부로부터 인가받은 수탁기관에 담보물건을 신탁함으로써 원리금 지급이 확보되게 하는 사채를 말한다. 사채에 있어서는 사채권자의 수가 많을 뿐만 아니라 변동이 또한 많으므로 개별적으로 담보권을 설정하기가 곤란하다. 따라서 영미법의 신탁법리를 이용하여 신탁회사를 개재시켜 총사채권자에게 공동의 담보를 향수하게 함으로써 사채권자의 이익을 피하는 것이 이 제도이고, 따라서 담보부사채신탁법이 제정되었다. 즉 사채를 발행하는 회사와 신탁회사와의 사이에서 신탁계약을 체결하고, 신탁회사가 물상담보권을 취득하는 동시에 이를 총사채권자를 위하여 보존·실행하는 의무를 진다. 총사채권자는 담보부신탁계약의 수익자로서 그 채권액에 따라서 평등하게 담보의 이익을 받는다. 그 특징은 종된 물상담보권이 주된 권리인 사채성립 전에 효력을 발생시키는 것, 주된 채권과 종된 담보권의 주체가 다르다는 것이다 (담보부사채신탁법 제60조 제1항 및 제62조).
- 42) 담보신탁이란 위탁자가 자신의 채무 또는 책임(저당제도에 있어서의 물상보증인의 경우)의 이행을 보장하기 위하여 특정부동산에 대한 소유권을 신탁회사에 이전하고 신탁회사는 채권자를 위하여 일정기간 신탁부동산의 담보력을 유지, 보전하도록 관리하다가 채무가 정상적으로 이행되면 소유권을 위탁자에게 환원하고 만약 채무를 불이행하게 되면 신탁부동산을 환가하여 그 환가대금으로 채권자에게 채무변제금으로 교부하고 잔액이 있을 경우 위탁자에게 반환하는 신탁제도를 말한다. 이 제도는 신탁의 담보적 기능을 이용한 관리신탁과 처분신탁의 결합형으로서 현행의 저당제도를 대체할 수 있는 새로운 형태의 담보제도이다. (최동식, 「신탁법」, 법문사, 2006, 53면).



질 방식의 담보실행이 허용되지 않으며, 주식질은 금융위원회의 인가를 받도록 되어 있다. 따라서 프로젝트 파이낸스와 같이 다양한 종류의 담보가 필요한 거래에 있어서는 그 실용성이 떨어진다. 반면에 순수한 담보신탁은 몰상담보에 대한 제약이 거의 없으며<sup>43)</sup> 이 점에 있어 담보부사채신탁법에 의한 담보신탁제도와 구별된다. 담보신탁은 수탁자에게 담보목적물의 소유권을 이전하고 수탁자는 소유자로서 수익자인 채권자를 위해서 담보목적물을 관리하고 실행하게 된다. 여기서 채권자가 취득하는 수익권이 피담보채권을 담보하는 담보권인 것이다. 이러한 신탁수익권<sup>44)</sup>을 이전함으로써 담보권의 이전을 간소화할 수 있을 것으로 생각된다.

## 6. 기타 담보 및 신용보강 방안

### 가. 예금채권에 대한 질권설정

프로젝트회사는 대주에게 해당 사업과 관련하여 개설되는 예금계정(Escrow Account)<sup>45)</sup>상 예금채권에 대하여 질권을 설정하고, 해당 사업과 관련하여 가입하는 보험에 따른 보험금청구권에도 질권을 설정한다. 예금채권에 대한 질권설정에 있어서는 질권 설정 이후에 예치된 금원에 대해서도 질권의 효력이 미치는지 여부가 문제될 수 있다. 질권 설정 이후에 이루어진 예금에 대한 채권은 지명채권으로 일종의 장래 채권이라고 볼 수 있으므로, 장래 채권에 대하여 질권을 설정하는 것이 가능한지 여부에 따라 판단할 수 있을 것이다.<sup>46)</sup>

43) 신탁업자는 금전, 증권, 금전채권, 동산, 부동산, 지상권, 전세권, 부동산 임차권, 부동산 소유권 이전등기청구권, 그 밖의 부동산 관련 권리, 무체재산권을 수탁할 수 있다(자본시장 및 금융투자업에 관한 법률 제103조).

44) 신탁수익권은 신탁행위 효력발생과 동시에 그 신탁목적과 내용에 따라 당연히 발생하며, 내용상으로는 신탁재산을 관리·처분함으로써 발생하는 이익과 신탁을 마칠 때 남은 재산을 받을 수 있는 권리라고 해석한다. 그러나 부동산 담보신탁에 있어서 채권자인 수익자에게 귀속하는 수익권은 채무불이행시 채권자가 신탁재산의 환가를 요구하고, 이 환가대금으로부터 자기채권의 변제를 요구할 수 있는 정도의 권리에 지나지 않는다(대판 2005. 7. 29. 선고 2004다61327판결 참조).

45) Escrow Account이란 조건부 지급신탁계정으로 제3은행 또는 대출은행을 수탁자로 지정하여 판매대금 및 프로젝트 관련된 자금의 입출금을 관리하는 특별 예금계좌를 말한다. 이 계정에는 프로젝트 건설을 위해 사업주가 제공하는 출자금과 대주단에 의한 대출금 그리고 해당 프로젝트로부터 발생하는 모든 현금수입이 입금되며, 동 계정으로부터 대주단과 차주가 약정한 항목과 순위에 의거 프로젝트 건설비, 운영비용, 대출원리금, 배당 등이 지출된다.

46) 허근영, "장래 발생할 채권의 특성과 그 양도가능성", 「대법원판례해설」 제29호, 1998, 법원도서관, 99~110면 참조. 국내 판례 중 이 문제를 명시적으로 다룬 판례는 아직까지 없음

우리 판례는 장래 채권의 양도성을 인정하면서 양도의 요건으로 특정성과 발생가능성 내지 발생개연성을 요구하고 있으므로<sup>47)</sup> 장래에 입금될 예금액에 대하여 질권의 효력이 미치도록 하려면, 질권 설정 시점에 예금채권에 관한 기본적 권리관계가 어느 정도 확정되어 있어 해당 예금채권의 특징이 가능해야 하고, 또한 예금액의 입금이 가까운 장래에 발생할 것임이 상당한 정도로 기대되어야 할 것이다.

**나. 자금보충약정, 직접계약(direct agreement)**

사업시행자가 프로젝트를 수행하는데 필요한 자금이 부족한 경우, 출자자들이 그 부족자금을 충당하기 위하여 출자 또는 후순위대출의 방식으로 사업시행자에게 자금보충을 하기로 대주와 약정하는 경우가 있는데 이를 보통 자금보충약정(cash deficiency support)이라고 한다. 이 역시 사업주에 대한 제한적 소구라는 측면에서 프로젝트 파이낸스에서 많이 이용되고 있다.<sup>48)</sup>

한편 대주단은 계약 상대방과의 직접계약(direct agreement)을 통해서 해당 주요 계약상 채무불이행하여 해지사유가 발생하더라도 일정 기간 동안은 해지권 행사를 유보하고 해당 계약에 따른 업무수행을 계속하도록 하고, 만약 대주단이 제3자를 지정하여 계약상 지위를 이전하고자 하는 경우 이에 동의하는 등 필요한 협조를 하도록 요구한다. 이러한 직접계약은 사업시행자의 채무불이행 발생시 대주단의 개입권을 인정하는 것으로 당사자간에 상당한 협상을 필요로 한다.<sup>49)</sup> 차주 입장에서는 직접계약을 사실상 담보의 일환이라고 보아야 하는데 이로 인해 사업 자체에 대한 권리를 필요 이상으로

며, 다만 일본 하급심 판례(金澤地方裁判所 소화 32. 4. 3 판결)에는 예금에 대한 질권의 효력은 질권설정 후에 입금된 예금액에도 미친다고 판시한 경우가 있다.

47) 장래 발생할 채권이라도 현재 그 권리의 특징이 가능하고 가까운 장래에 발생할 것임이 상당한 정도로 기대되는 경우에는 채권양도의 대상이 될 수 있다(대판 1998. 5. 29. 선고 96다51110 판결, 대판 2002. 11. 8. 선고 2002다7527판결, 대판 2000. 4. 21. 선고 99다70716판결 등 참조).

48) 최근에 대한전선은 서울 금천구 시흥동 복합도심개발 및 분양사업과 관련해 시흥동 복합시설개발PFV(주) 선순위와 중순위 채권에 대해 자금보충약정 계약을 체결했다. 자금보충액정 대상금액은 동부증권 750억원, 동양종금증권 900억원, 미래에셋증권750억원 등 총 2400억원이며 사업비가 부족하게 되면 대리금융기관의 요청에 따라 차주에게 후순위대출 등의 방법으로 자금보충의무를 이행하게 된다.

49) 개입권의 내용과 정도는 해당 사업별로 관련 당사자 간의 협상에 의하여 결정되는 것이므로 사업별로 그 내용과 개입권의 수위가 달라질 것이다. 물론 대주는 개입권을 행사하지 아니하거나 일단 개입한 후에도 해당 법률관계로부터 탈퇴할 수도 있는 선택권을 보유한다. 현재 국내에서 채용되고 있는 프로젝트 파이낸스 구조하에서 이와 같은 직접 계약이 체결되는 예는 거의 없는 것으로 보인다.

잃어버려서는 안되고, 적어도 대출금이 모두 상환된 이후에는 프로젝트를 다시 돌려받을 수 있는 권리를 유보할 필요가 있다.<sup>50)</sup>

## N. 결론

프로젝트 파이낸스에서 담보는 프로젝트 회사(사업시행자)의 자산에 한정되기 때문에 대주는 프로젝트 회사의 주식이나 예금계정상 예금채권, 보험금청구권, 해지시지급금 청구권 등에 질권을 설정하고 사업계약상 권리에 대해서는 양도담보를 설정한다. 뿐만 아니라 사업시행자가 보유하는 부동산과 민간투자법상 관리운영권에 대해서도 저당권을 설정한다. 이러한 담보들은 살펴본 바와 같이 몇 가지 문제점을 가지고 있다. 그 내용 중 일부는 법이론적 관점에서 의문이 제시되는 것도 있고 국내법체계상 불가피한 경우도 있었다. 최근에 입법예고된 동산·채권 등의 담보에 관한 법률에 따르면 프로젝트 파이낸스 분야에도 새로운 유형의 담보들이 도입되어 이러한 문제점들이 다소나마 해결될 것으로 보인다. 다만 프로젝트 파이낸스는 향후 사회기반시설 외 통신위성, 휴대폰프로젝트 등 산업구조 변화에 대응한 새로운 분야로 그 대상영역을 더욱 확대하여 할 것으로 예상되는 만큼 프로젝트 파이낸스의 특성에 맞게 담보대상이나 설정기간 등에 있어 보다 포괄적인 형태의 담보들을 허용하는 특별규정을 고려할 필요가 있다. 예컨대 영국의 부동담보제도(floating charge)나 미국의 부동담보제도(floating lien)<sup>51)</sup>같은 포괄적인 담보권을 설정할 수 있도록 한다면 개개의 담보들이 유기적 일체로서 가치는 개개의 재산의 가치를 합한 가치이상의 고유한 재산적인 가치를 가질 수 있을 것이다. 그리고 민간투자법은 담보와 관련해서 관리운영권의 저당권 설정 이외에는 별다른 규정을 두고 있지 않고 있으므로 사업계약상 지위이전 등과 관련한 입법을 검토해보는 것도 프로젝트 파이낸스 금융의 활성화에 도움이 될 수 있을 것이다.

프로젝트 파이낸스 금융의 핵심은 프로젝트 회사의 입장에서는 가능한 모든 자금조달방안을 마련하는 것이고, 대주의 입장에서는 모든 담보를 취득하는 것이라 할 수 있다. 이를 위해서 독립된 프로젝트 회사의 형태·구조와 비소구방식의 금융구조, 비용·이익의 발생과 그 처리과정 그리고 현금흐름에 대한 회계 등에 대한 활발한 연구가 필요하다.

50) 허익렬·김규식·김건호, 전계논문, 55면.

51) 박원일, "미국의 부동담보제도", 『비교사법』 제10권 제4호, 2003; 한기정, "영국의 부동저당권에 관한 연구", 『비교사법』 제10권 제4호, 2003 참조.

## 참 고 문 헌

- 국회재정경제위원회, 프로젝트금융투자회사법안에 대한 공청회, 국회재정경제위원회, 2002.
- 김도경, “프로젝트 파이낸스의 자금조달문제 중 후순위대출과 담보확보에 관한 몇가지 법적 문제점”, 「상사법연구」 제24권 제2호, 한국상사법학회, 2005.
- 김동은·김광열, “프로젝트 파이낸스에 있어서 개입권의 유형과 내용 -민간투자사업을 중심으로-”, 「BFL」 제37호, 서울대학교금융법센터, 2009.
- 김기수, “프로젝트 파이낸싱에 관한 법적 연구”, 「상사법연구」 제26권 제1호 통권54호, 한국상사법학회, 2007.
- 김형배, 「민법학강의」 제7판, 신조사, 2008.
- 박동규, 「프로젝트 파이낸싱의 개념과 실제」, 명경사, 2003.
- 박세화, “프로젝트 금융의 활성화를 위한 법제도 개선에 관한 연구”, 「비교사법」 제13권 제1호, 비교사법학회, 2007.
- 박원석·최지우, “지역개발사업에서 프로젝트 파이낸싱 활용방안”, 삼성경제연구소, 1997.
- 반기로, 프로젝트 파이낸싱, 한국금융연수원, 1998.
- 수출입은행, 개도국의 프로젝트 파이낸싱 Project Finance In Developing Countries-IFC Lessons of Experience 7, 1999.
- 이은영, 「채권총론」, 박영사, 1999.
- 이준호, “우리나라 금융기관의 부동산개발사업 프로젝트 파이낸싱 활용에 관한 연구”, 경기대학교 경영전문대학원 박사학위논문, 2008.
- 이철송, 「회사법」 제15판 박영사, 2008.
- 자산유동화 실무연구회, 자산유동화의 구조와 실무 금융혁명 ABS, 한국경제신문사, 1999.
- 정구익, 부동산개발금융(PF) 실무와 사례, 한국생산성본부, 2007.
- 진흥기, “프로젝트 파이낸스(Project Finance)의 이론적 존립근거와 금융구조에 대한 법적 고찰”, 「상사법연구」 제27권 제3호, 한국상사법학회, 2008.
- 최동식, 「신탁법」, 법문사, 2006.
- 황창용·홍성필·정민용·권용훈, “사회간접자본시설에 대한 민간투자법과 관련 법률의 체계에 관한 연구”, 국토연구원, 2004.
- 황호동·황학천·김길홍, “사회기반시설에 대한 민간투자법에 따른 실시협약에 대한 이해”, 「BFL」 제37호, 서울대학교 금융법센터, 2009.

- 허근영, “장래 발생할 채권의 특성과 그 양도가능성”, 「대법원판례해설」, 제29호, 법원도서관, 1998.
- 허익렬 · 김규식 · 김건호, “프로젝트 파이낸스에서의 담보에 대한 검토”, 「BFL」 제37호, 서울대학교 금융법센터, 2009.
- E. R. Yescombe, Principles of Project Finance, Academic Press, 2002.
- Mansoor Dailami and Danny Leipziger, Infrastructure project Finance and Capital Flows : A New Perspective, Economic Development Institute, World Bank, 1997.
- Peter K Nevitt & Frank Fabozzi, Project Finance, 6th Editor, Euromoney Books, 1995.
- Philip R. Wood, 「Project finance, subordinated Debt and State Loans」, London : Sweet & Maxwell, 1995.
- Stephen A. Ross/ Randolph W. Westerfield/ Bradford D. Jordan, 「Corporate Finance Essentials」 5th. edit., McGraw · Hill, 2007.

[Abstract]

## A Study on the Capital Structure of the Project Finance

Cho, Jae-Young

*Department of Law Hanyang University*

Project Financing means a contract of loans between borrower and debtor for financing as well as includes other commercial transactions accompanying the project. Project Finance requires massive amounts of funding and involve high risks. The range of parties involved can include governments, development agencies, expert credit bodies, suppliers, purchasers and contractor as well as borrowers and lenders. All their interests in making the venture a success might derive from quite different sets of priorities. However the most concerning area of borrowers is extending the credit, and the lenders' is ensuring security.

This study deal with the concept of project finance, the structure of project finance.

it's features of non-recourse or limited recourse and the involving parties. Then I found out the normal methods of extending the credit such as financing of sponsor and subordinated loan as the equity. And I researched the syndicated loan which is used almost all the project finance area and combined system of project financing and ABS. There are many problems of security system in project finance. So I scrutinized the aspect of the current security system. We have partially similar system like gathered movables transferred security and plant mortgage. But they have their own problems so we need to limit the accompaniment of security. Therefore I sought to the possibility of similar effect like security trustee or security agent, and I found the Act Secularized Bonds' Trust, security trust system using the trustee administrator, and issuing the exchangeable bonds. Especially there are a lot of legal issues on the project finance company's gathered bonds transferred security linked to transferring future bonds liquidation procedure. Therefore I researched another issue on the Act on Private Participation in Infrastructure, and show the possibility of using Floating Charge. And credit linked securities can be an option as security and refinance.

In order to develop the theories of the project finance, it needs to study large projects. Large projects are more attractive than small projects because they allow us to observe managers as they make very conscious investment and financing decisions. In addition, it is a challenging task to draft a model contract from for the project agreement and the credit agreement, which will be used when the parties agrees that the banks make loans to this project company on a limited or non-recourse basis.

**Key words** : project finance, financing on a limited or nonrecourse basis, project company, subordinated loan, security trustee