

부동산개발 금융의 법적 쟁점

진 홍 기*

목 차

- | | |
|-------------------------------|-----------------------------|
| I. 글머리에 | 3. REITs(부동산투자회사) |
| II. 프로젝트 파이낸스의 하나로서의 부동산개발 금융 | 4. 간접투자자산운용업법상의 부동산 간접투자기구 |
| 1. 프로젝트 파이낸스의 의의와 그 구조 | 5. 명목회사 |
| 2. 프로젝트 파이낸스의 당사자와 그 역할 | V. 부동산개발 금융의 법적 쟁점 |
| 3. 프로젝트의 주요 위험 | 1. 문제의 제기 |
| 4. 부동산개발 프로젝트 파이낸스 | 2. 부동산 ABS |
| 5. 부동산개발 프로젝트 파이낸스의 자금조달 | 3. 부동산간접투자기구와 법적 쟁점 |
| 6. 부동산개발 프로젝트 파이낸스의 위험성 | 4. 위탁형 리츠 등 부동산투자에 대한 대처 방안 |
| III. 부동산개발과 금융의 구조 | 5. 감독기관의 일원화와 관련 법규의 통합 필요성 |
| 1. 실무상 부동산개발 프로젝트 파이낸스의 구조 | 6. 조세에 대한 법적 쟁점 |
| 2. 법적 쟁점의 발단 | 7. 프로젝트 금융회사 |
| IV. 부동산개발 금융의 투자기구(투자도관체) | VI. 맺는말 |
| 1. 들어가면서 | |
| 2. 유동화전문회사 | |

I. 글머리에

토지와 건물로 일컬어지고 있는 부동산은 중요한 자산의 하나이다. 그러나 부동산은 정착성과 고가라는 점 때문에 일반상품처럼 대량으로 거래가 이루어지는 것은 아니다.

그러나 우리나라에서는 1998년 미증유의 IMF라는 외환위기를 맞으면

* 건국대학교 법과대학 교수

서 부실기업이 속출하였고, 특히 부동산을 담보로 제공받고 대출을 실행한 은행의 재무구조도 흔들리면서, 기업이나 은행은 자체적으로 구조조정을 하여야 했는데, 남아 있는 자산이라고는 부동산밖에 없는 경우가 태반이어서 기업이나 은행은 이러한 부동산을 처분하지 않을 수 없었지만 처분방법에 큰 어려움¹⁾이 따랐다. 그리하여 정부는 외국자본을 끌어들이기 위해서,²⁾ 부동산 및 부동산을 담보로 제공받고 대출한 채권을 증권과 연결시켜 시장에서 부동산을 유동화³⁾하기 시작하였다. 부동산을 증권과 결합시켜 유동화하는 법제도가 도입되면서 부동산 금융 기법도 다양화되었고, 이에 따라서 부동산시장은 다수의 투자자들이 참여하는 형태로 변신되었으며, 부동산 거래의 활성화와 투자자 보호를 위한 입법이 필요하게 되었다. 그리하여 「자산유동화에 관한 법률」,⁴⁾ 「간접투자자산운용업법」, 「부동산투자회사법」⁵⁾이 제정되었고, 이러한 법제도를 통하여 부동산을 둘러싼 금융거래도 혁신적인 변화를 가져왔다.

따라서 이 글에서는 부동산개발에서 필요한 자금은 어떤 기구를 통하여 모여지고, 그러한 기구의 법적 형태와 그 기능은 무엇이며 이에 대한 법적 규제 등 쟁점을 알아보고 난 후, 관련법 규정이 가지고 있는 문제를 조명하면서 투자자를 보호하는 동시에 부동산개발 금융을 활성화하는데 좀 더 바람직한 방향이 무엇인지 살펴보는 데 있다. 다만 이 글에서는 지면의 한계로 다수의 투자자들로부터 자금을 모아서 이를 운용하는 투자도관체(conduit)의 법적인 기능과 자금의 운용을 중심으로 하여 법적으로 문제되는 것들에 대하여 중점적으로 살펴보려고 한다.

1) 처분대상이 되는 부동산의 주요 수요자는 대기업이었으나 대기업조차 부동산을 취득할 수 있는 상황에 놓여 있지 않았다.

2) 외국인들은 부실채권(NPL; non-performing loan) 패키지를 매수하면서 부수된 부동산을 거래하게 되었다.

3) 미국에서는 1980년대부터 주택저당채권을 유동화하였다.

4) 1998년 9월 16일 제정되었고, 2000년 1월 21일 대폭 개정되었다.

5) 2001년 4월 7일 법률 제6471호로 제정되어, 2004년 10월 22일 대폭 개정되었다.

이러한 부동산금융의 법적인 쟁점에 대하여 이해를 돕우기 위하여, 부동산금융도 프로젝트 파이낸스의 일종이므로, 먼저 프로젝트 파이낸스의 구조, 위험 등에 대하여 보고, 부동산개발의 금융구조를 살펴보면서, 부동산개발 금융을 소개하고, 자금조달은 어떻게 하며, 어떠한 주체가 하는지, 그리고 부동산금융을 위한 간접투자기구에는 어떤 것이 있는지 알아본 후 이들을 둘러싼 법적인 쟁점에 대하여 살펴보고자 한다.

II. 프로젝트 파이낸스의 하나로서의 부동산개발 금융

1. 프로젝트 파이낸스의 의의와 그 구조

프로젝트 파이낸스가 등장한 것은 1299년경 영국이 은광산 개발을 하면서부터라고 한다. 프로젝트 파이낸스에 대한 고전적 정의는, 대주가 차주에게 대출을 하면서, 차주의 현금흐름과 수익을 대출을 위한 상환재원으로 파악하고, 차주의 자산을 담보로 하여 일으키는 금융의 한 형태라고 할 수 있다. 그러므로 프로젝트 파이낸스(project finance)⁶⁾란 어떠한 프로젝트에 필요한 자금을 지원하고, 당해 프로젝트⁷⁾ 자체의 미래 현금흐름(cash-flow)을 재원으로 이를 우선적으로 상환하되, 부수적으로는 프로젝트의 자산과 다양한 이해당사자의 계약을 상환의 담보로 취득하고, 프로젝트 회사(project company)를 이행의무자(즉, 차주: borrower)로 하여 제공하는 금융형태라고 말하고 있다.⁸⁾

이러한 프로젝트 파이낸스의 가장 중요한 장점으로서는, 기업에 대한

6) 프로젝트 파이낸스에 대한 영미법의 기본서로는 Sweeney의 *International Project Finance*(1976 ed)가 있다

7) 대상 프로젝트는 자원개발사업, 에너지사업, 플랜트사업, 사회간접시설사업, 서비스사업 및 부동산개발사업 등이 있다.

8) 한국수출입은행, 『영문국제계약해설』, 개정증보판, 2004, 207면.

일반적인 대출에 있어서는 사업주 및 그 연대보증인에게 대출 원리금의 상환책임이 있는 데 비하여, 프로젝트 파이낸스에서는 일차적으로 프로젝트로부터 발생하는 예상수입(future cash-flow)으로 상환하고, 사업주는 출자금과 일부 제한된 범위 내에서만 리스크를 부담한다는 점⁹⁾과 기존 사업과 분리된 별도의 법인에 의하여 진행되기 때문에 모기업의 대차대조표에 표시되지 않는다는 점¹⁰⁾ 및 대부분이 장기 만기구조로 금융이 이루어진다는 점¹¹⁾이다.

그러나 프로젝트 파이낸스는 프로젝트를 짜고 대주단(lenders)을 구성하며, 거래 참가자들의 위험배분과 참여조건을 결정하는 데 많은 시간과 비용이 소모되지 않을 수밖에 없다는 단점도 있다.

2. 프로젝트 파이낸스의 당사자와 그 역할

프로젝트 파이낸스에 참여하는 당사자를 대별하면, 우선 사업주(project sponsors), 프로젝트 회사(project company), 차주(project borrower), 대주단이 있고, 그 밖에 주간사 은행, 금융자문사(financial advisor), 정부, 보험회사, 전문가 그룹(expert) 등이 있다.

사업주¹²⁾는 프로젝트를 기획, 개발하고 프로젝트 회사에 출자하며, 프로젝트 회사는 프로젝트의 개발, 운영 및 자금의 조달을 위하여 설립된 특별목적법인(SPV; special purpose vehicle)¹³⁾으로서, 대부분이 합작법인

9) 이것을 부소구 또는 제한소구 방식 금융(non-recourse or limited recourse financing)이라고 한다. 따라서 운영위험이라든가 재무위험 등 각종의 위험을 사업시행자, 관련당사자, 그리고 제3자 사이에 적절하게 배분할 수 있다.

10) 이러한 점 때문에 프로젝트 파이낸스는 이른바 대차대조표 외 금융(off-balance sheet financing)이다.

11) 이러한 이유 때문에 프로젝트 파이낸스와 관련된 각종의 계약서가 작성되면 그 내용 또한 복잡하다.

12) 특정 기업이나 시공사 등이 사업주가 된다.

13) 이를 SPC(special purpose company)라고도 한다.

이 일반적이나 때로는 조합의 형태를 취하는데, 프로젝트 전 과정에서의 권리·의무의 주체가 된다. 다만 차주도 프로젝트 회사가 될 수는 있지만 일반적으로 반드시 그러하지는 않다.¹⁴⁾

3. 프로젝트의 주요 위험

프로젝트는 장기간에 걸쳐서 실행되고, 거액의 자금이 소요되는 경우가 많을 뿐만 아니라, 기간의 장기성으로 인하여 건설위험(공사중단, 미완성 또는 완공지연은 물론이고, 원자재 가격의 폭등 등 경제적 사정으로 비용이 초과되는 경우의 위험), 운영위험(기술위험과 운영위험 등)과 공급위험(가용성위험, 비용위험), 시장위험, 거래구조적 위험과 정치적 위험 등이 산재되어 있다.

Phillip Wood는 프로젝트 위험(project risk)으로서 크게 완성위험(completion risk), 자원위험(resources risk), 운영위험(operating risk), 시장위험(market risk), 외환위험(currency risk)과 정치적 위험(political risk)을 들고 있다.¹⁵⁾

4. 부동산개발 프로젝트 파이낸스

부동산개발이란 토지를 인간이 일하고 생활할 수 있는 공간으로 제공하기 위하여 개량 또는 개발하는 것이라고 할 수 있는데, 우리 주위에서 흔히 볼 수 있는 부동산개발은 시행자가 아파트, 주상복합 상가 등 부동산개발과 관련하여 토지를 매입하고, 건축자금을 지원¹⁶⁾받아 부동산을

14) 건설회사, 원자재 공급자가 차주가 될 수 있고, 프로젝트 회사와 대주 간의 약정에 의하여 설립된 신탁차입기구(TBV; trustee borrowing vehicle)가 차주가 될 수도 있다.

15) Phillip Wood, *Law and Practice of International Finance*, Sweet Maxwell, London, 1980, 313면.

개발하여, 그 분양 수익금으로 차입금을 분할 상환하는 데에서 찾아볼 수 있다.

공공사업의 하나로서의 부동산 프로젝트에서 개발절차에서도 사업 시행자인 기관¹⁷⁾은 사업대상 부동산을 개발하기 위하여, 민간사업자¹⁸⁾들을 대상으로 이들로부터 투자자 신청을 받고,¹⁹⁾ 사업시행자는 민간사업자 중에서 선정된 우선협상대상자와 사업협약을 체결하며, 기관과 민간사업자는 공동으로 프로젝트 회사를 설립하고, 출자도 공동으로 하는 방식을 취하는 경우가 많다. 그 후 사업대상지에 대한 매매계약을 체결하는 데서부터 시작하여, 각종의 수많은 계약서를 작성하여 계약을 체결하고, 인·허가를 거쳐 개발을 완성하게 된다.

부동산개발은 위에서 살펴본 바와 같이 민간사업자인 건설회사 또는 금융기관이 자체적으로 부동산을 개발하는 경우와 국가나 지방자치단체가 주체가 되어 사회간접자본시설 건설을 하는 공공개발로 대별할 수 있다.

위와 같이 부동산을 개발하는 사업을 하는 경우 사업단위의 미래의 현금흐름을 유동화할 필요성이 있는데, 자금조달을 함에 있어서 가장 많이 사용되는 기법이 바로 프로젝트 금융이라고 할 수 있다. 이러한 프로젝트 금융은 우리나라에서 광의의 부동산이라고 할 수 있는 사회간접자본시설의 공급과정에서, 민간자본에 근거한 민간투자사업의 재원 조달방법으로 활용되어 왔다고 할 수 있다.

최근에 정부는 학교시설, 문화시설 등 사회적 인프라시설도 민간투자사업 범주에 포함하기에 이르렀고, 사업추진방식도 건설 후 소유권 이전 및 운영(BTO; build-transfer-operate) 방식에서부터, 건설 후 소유권 이전

16) 현재 부동산개발 프로젝트 파이낸싱의 대부분은 토지매입비와 사업비에 한정되어 있다고 하여도 과언이 아니다.

17) 한국토지공사도 그 하나로, 최근의 성남 판교 복합단지 PF 사업에서 볼 수 있다.

18) 사업이 규모가 클 경우에는 다수의 사업자는 컨소시엄을 구성한다.

19) 이러한 경우 신청자는 사업계획서를 제출하여야 한다.

및 임대(BTL; build-transfer-lease) 방식을 도입하여, 프로젝트 금융기법이 한층 더 확대되기에 이르렀다.

선진국에서 개발된 프로젝트 파이낸스의 기법과 구조를 그대로 우리나라의 부동산개발 프로젝트에 그대로 적용할 수는 없겠지만,²⁰⁾ 우리나라는 OECD국의 일원으로서 경제대국이 되었고, 국토의 70% 이상이 산이어서 택지, 공장용지 등 개발할 만한 부동산이 적기 때문에 부동산은 우리나라 기업의 중요한 자산을 이루고 있다. 따라서 선진국의 우수한 부동산개발 프로젝트 파이낸스 기법과 부동산개발 성공 사례²¹⁾를 거울 삼아 이를 발전시킨다면 우리나라 부동산시장은 더욱 발전되고 확대되리라 믿는다.

부동산개발에서 프로젝트 파이낸싱을 활용하여 개발사업을 하는 경우²²⁾가 대부분이지만, 그러하지 아니한 경우도 있을 수 있다. 그러나 프로젝트 파이낸싱을 활용하지 않고 개발사업을 하는 경우에는 시공자인 건설회사가 홀로 개발대상토지를 매입하고, 필요한 인·허가 등 모든 절차를 밟아야 하므로, 여기에 소요되는 자금을 모두 자체적으로 조달하지 않으면 안 된다. 그 결과 건설회사는 사업진행에 있어서 초기부터 자금압박을 받을 수밖에 없고, 전체 자금을 사업에 모두 투자하여, 결국

20) 조주현, “부동산개발 사업에 있어서 프로젝트 파이낸싱 기법에 관한 연구”, 『주택연구』, 제10권 제2호, 2007, 129면.

21) 건설교통부, 「부동산개발금융 개선을 위한 연구용역 보고서」, 2003, 264면. 미국의 시카고 Heller International Tower Project를 예로 들고 있다. 이 프로젝트는 규모가 약 3억 달러로, 부동산개발 성공요소 중의 하나인 입지적 조건이 우수하고, 사업주 또한 미국 내 5위 안에 드는 회사로 건설경험이 풍부하고 신용도 또한 높았기 때문에 성공할 수 있었다.

22) 최경수, “부동산개발 사업에 있어서의 부동산금융 활성화 방안에 관한 연구”, 중앙대학교, 2006, 65면. 부동산개발 금융에 대한 논문이 그리 많지 않아서 석사학위 논문 중에서 인용하기로 한다. 프로젝트 파이낸싱을 활용하여 개발사업을 한 예를 들고 있다. 시행사인 L사는 울산광역시 중구 ○○동 일대 38,478.68평(127,202.26평방미터) 일반상업지구에서 지하 4층 지상 55층 공동주택 435세대, 오피스텔 88실 및 근린생활시설을 D건설회사를 시공사로 선정하여 사업을 시행하고, 위 사업으로 인하여 세전이익으로 315억 원을 벌어들인 사례를 소개하고 있다.

추가비용이 발생되거나 분양이 예정대로 진행되지 않은 경우에는 회사의 유동성 위기를 불러올 수 있는 위험이 있다.²³⁾

5. 부동산개발 프로젝트 파이낸스의 자금조달

일반적으로 부동산개발을 위한 금융은 크게 직접금융과 간접금융으로 나눌 수 있는데, 직접금융은 기업 또는 개인이 직접금융을 일으키는 것을 의미하고, 간접금융은 일반 상업은행이 부동산 담보 등의 방법으로 사업자에게 금융을 일으키는 것이라고 할 수 있다. 이러한 부동산개발금융을 취급하는 대표적 기관으로서 은행이 있고, 투자기구로서 부동산회사²⁴⁾와 부동산펀드²⁵⁾가 있을 수 있다.

이러한 부동산개발 프로젝트에서 자금을 조달하는 첫 번째 방법, 자금을 가진 자가 부동산 개발사업에 지분투자형식으로 참여하는 방법인데, 법적인 형태는 조합(partnership)과 합작투자(joint venture)이다. 두 번째 방법은, 고정금리로서 장기 무담보채권으로 투자하는 것이다. 이러한 장기무담보자금은 후순위 채무로 투자되는 것으로서 첫 번째의 지분투자 뒤에서 보는 선순위 채무의 중간형태라고 할 수 있다. 세 번째 방법은, 가장 흔히 사용되는 투자방식으로서, 상업은행으로부터 대출받는 것이다. 여기에는 유담보(secured) 또는 무담보(unsecured) 형태가 있다.²⁶⁾

23) 최경수, 앞의 논문, 74쪽.

24) 이른바 리츠(REITs; real estate investment trusts)로서 뒤에서 보는 부동산투자회사가 그 하나이다.

25) 부동산펀드란 넓은 의미로 부동산에 투자하기 위하여 결성된 자금의 집합체이다. 이러한 부동산펀드는 개인들이 사적인 계약을 체결하고 자금을 모으는 경우에서부터 대규모 부동산개발 사업의 사업자금을 조달하기 위하여 여러 금융기관이 신디케이트를 구성하여 만드는 경우도 있다. 부동산펀드는 근거 법률에 의하여 규제를 받는 경우와 그렇지 않을 경우도 있고, 지분의 형태로 참여하는 경우와 대출의 형식으로 참여하는 경우가 있을 수 있다.

26) 조주현, 앞의 논문, 129면.

부동산개발은 상법상 주식회사가 주체가 되어 시행할 수도 있고, 부동산개발을 위하여 만들어진 기금(fund)을 이용하여 할 수도 있을 것이다. 현행 「부동산투자회사법」상의 리츠²⁷⁾가 전자이고, 「간접투자자산운용업법」의 펀드가 후자이다.

6. 부동산개발 프로젝트 파이낸스의 위험성

부동산개발에 있어서의 실제적 쟁점의 하나는, 과연 투자자들이 어느 정도의 리스크를 부담해야 하는 것인가이다. 부동산개발을 하는 자의 시각에서 보면, 투자자는 비소구 형식²⁸⁾으로 금융을 제공받고 부동산개발을 완성하고자 하는 데 반하여, 대출기관은 주어진 자금으로 부동산개발을 완성²⁹⁾하고자 한다. 이러한 상호대립의 관계 속에서 법적인 쟁점이 생길 수 있고, 그러한 법적인 문제를 해소하는 방향으로 발전되어 가는 것이다.

부동산개발도 프로젝트 파이낸스의 하나이기 때문에 프로젝트 파이낸스의 위험성에서 본 바와 같이, 건설위험, 원자재공급위험, 판매위험, 인플레이션 및 금리변동위험 등이 있다.³⁰⁾ 그러나 부동산개발은 투자자의 입장에서 보면 큰 위험이 있지만 높은 수익률 때문에 투자하게 된다.

따라서 부동산개발에 참여하는 투자자는 위와 같은 위험성을 감안하여 적절하게 다양한 위험을 분배 또는 경감시키는 수단 또는 기구를

27) 리츠(REITs)에는 「부동산투자회사법」상으로는 자기관리형, 위탁관리형, 기업구조조정형의 세 가지가 있다.

28) non-recourse financing을 말한다.

29) 대출기관이 개발과정에서 추가로 자본을 투입하지 않으면 건설을 완공할 수 없는 경우, 대출기관과 자본투자자(equity investor)와의 사이에 어느 정도의 비율로 추가자본을 안배하여야 할 것이지가 중요한 현안이다.

30) 부동산개발에서 이러한 위험이 있기 때문에 대출기관은 준공보증에 지급보증을 요구하고 있는 실정이다.

설계하고, 위험의 정도에 따라서 지분투자와 부채투자의 비율을 달리한다. 위험이 높은 사업일수록 지분투자의 비율이 낮아질 수밖에 없다.

Ⅲ. 부동산개발과 금융의 구조

1. 실무상 부동산개발 프로젝트 파이낸스의 구조

부동산개발은 시행자³¹⁾가 개발대상 토지를 물색하고 사업성을 검토한 후, 금융기관³²⁾으로부터의 사업성 심사를 거쳐 프로젝트 파이낸스를 통하여 자금을 조달³³⁾하게 된다. 한편 시행자는 신탁회사의 신탁계정을 이용하여 분양계약 및 분양대금관리 업무를 수행한다.³⁴⁾

이러한 부동산개발 프로젝트 파이낸스에서 각 당사자는 서로 다른 역할을 분담하게 되는데, 시행자(차주)는 사업토지를 확보하고 인·허가를 취득할 뿐만 아니라 신탁회사와 신탁계약³⁵⁾을 체결하면서 신탁수익증서의 수익자를 지정하고, 시공자와 도급계약을 체결하게 된다. 시행자는 부동산개발 사업을 시행하는 데 필요한 자금을 대주들로부터 조달하면서 예금계정, 보험금 청구권에 근질권을 설정하는 계약은 물론이고, 시행자의 주주들이 보유하고 있는 주식 중 총 발행주식의 상당한 부분에 대하여 대주를 위하여 근질권을 설정³⁶⁾하며, 양도담보계약과 담보제공제한 약정을 한다.³⁷⁾ 신탁회사는 대주단과 분양계약관리 및 분양수입

31) 채무자가 된다.

32) 은행 또는 투자증권회사 그리고 보험회사가 여기에 포함되고, 채권자가 된다.

33) 시행자와 금융기관은 금전소비대차 약정을 한다.

34) 이 경우 시행자와 신탁자 사이에 신탁계약을 체결하게 된다.

35) 토지담보 신탁계약이다.

36) 주식근질권 설정계약이다.

37) 실무에서 로펌은 시행자와 대주단 사이에 체결되는 금융계약 체결과정에 적극적으로 참여하여 적절한 의견을 주고 있다. 그러나 이러한 금융계약에 대한 법적인

관리계약을 체결하고, 우선수익자를 대주단으로 하는 수익권 증서를 발급하여 대출채권을 보전하는 역할을 한다.

2. 법적 쟁점의 발단

부동산개발 금융(프로젝트 파이낸스)의 주체는 위에서 본 바와 같이 부동산회사와 부동산펀드로 대별될 수 있는데,³⁸⁾ 현실적으로 부동산개발 금융의 시행자는 명목회사의 형태로 쉽게 탄생할 수 있다.

그러므로 부동산투자회사의 설립과 조직 그리고 자산의 운용방법 등에 여러 가지 차이가 있을 수 있는데, 무엇보다도 부동산개발에 참여한 투자자를 보호하고, 나아가 부동산개발의 법적인 예측가능성, 회계적인 투명성을 확보하면서 부동산시장을 활성화시키기 위하여, 관계 법령을 통하여 부동산회사의 설립, 운영 및 자산의 운용과 부동산펀드의 자산운용에 대하여 어떻게 규제하여야 할 것인가 하는 과제가 있다. 특히 부동산을 투자하는 데 있어서 투자자들을 끌어들이는 요소는 부동산투자로 얻어지는 수익과 이러한 수익에 대한 세금부담이므로 이러한 점을 둘러싼 문제점 또한 적지 않다.

부동산펀드 또한 부동산에 투자하기 위하여 다수의 투자자가 모은 자금의 결합체이기는 하지만, 펀드 자체가 기구가 되어 투자자를 위하여 부동산개발에 투자하는 것이 아니고, 제3의 자산관리기구에 이를 위탁하여 운용하지 않으면 안 된다.³⁹⁾ 투자자의 입장에서는 부동산펀드가 자신들의 이익을 위하여 잘 운용되어 가고 있는지 투자기구를 감시하고자 하지만 수많은 투자자들이 소리를 크게 내어 일일이 간섭하는 경우에

쟁점은 이 글의 대상이 아니다.

38) 현행 「부동산투자회사법」상의 리츠는 주식회사이지만 부동산펀드는 부동산 투자를 목적으로 구성된 자금의 집합체, 즉 투자신탁이다.

39) 부동산펀드는 외부에 있는 자산운용을 전담하는 자산운용사가 투자를 담당하고, 법적 성격은 투자신탁이므로 자본금이 필요 없다.

는 부동산펀드의 목적을 달성할 수 없는 경우가 생길 수 있다.

IV. 부동산개발 금융의 투자기구(투자도관체)

1. 들어가면서

부동산개발사업은 막대한 자금을 필요로 하고 투자의 위험성도 크기 때문에, 다수의 소액투자자가 위험을 분산하여 투자할 수 있도록 소액투자자의 자금을 모으고 이를 운용할 수 있는 투자도관체가 있어야 한다.

민법상 조합은 투자대상 부동산을 조합 앞으로登記할 수 없고, 또 조합은 법률상 합유관계이어서, 부동산을 처분하려면 조합원 전원의 동의를 필요로 하는 번거로움이 따르므로 투자도관체로서 적절하지 않다. 아파트 재건축과 특정한 지구의 도시재개발에서 일반분양에 대하여는 사업소득세가 부과되나 조합원에 해당하는 부분은 이중과세가 회피되므로 투자도관체로서의 기능이 있는 것처럼 보인다. 그러나 재개발과 재건축조합은 부동산개발 프로젝트로서 어느 정도 부합되지만, 대상사업이 제한되어 있고 조합조직도 합리적인 금융기구라고 할 수 없기 때문에 투자도관체로 마땅하지 않다.

따라서 투자자들의 이익을 보장하고, 부동산개발사업을 가능하게 하는 투자기구, 즉 투자도관체가 반드시 필요하다.

2. 유동화전문회사

가. 도입배경

미국은 일찍이 ABS(asset-backed securities),⁴⁰⁾ MBS(mortgage-backed securities),⁴¹⁾ REITs 등 부동산시장과 자본시장을 상호 융합하여 부동산에

묶여 있는 고정자금을 시장에 유입시켜 자산보유자의 유동성을 제고하였다. 우리나라의 자산유동화제도(ABS; asset-backed sensitization)는 IMF라는 외환위기를 거치면서 금융기관의 부실채권 처리를 통하여 금융기관의 건전성을 제고하고, 일반기업들이 보유하는 자산에 대하여 적절한 시기에 유동성을 확보할 수 있도록 하기 위하여 도입되었다. 금융기관이 자금을 회수하는 과정에서 자산유동화제도가 도입되었고,⁴²⁾ 부동산과 유가증권이 결합되어 부동산거래에 혁신적인 제도의 도입이 이루어졌던 것이다. 이러한 자산유동화를 프로젝트 파이낸싱에 접목시킴으로서 부동산개발 사업을 위한 다양한 금융기법이 개발되고 있다.

특히 2004년 한국주택공사는 MBS를 본격적으로 발행하였고, 새로운 성격의 ABS 상품도 시장에서 선을 보이게 되었으며, 부동산분양대금을 상환재원으로 하는 부동산개발금융 ABS의 발행도 확대되었다.⁴³⁾

즉, 대출채권의 유동화를 통하여 금융기관이 보유 중인 개별 대출채권 또는 대출조건⁴⁴⁾이 유사한 채권을 조합하고, 증권발행을 목적으로 설립된 특별목적법인(SPC)이 유동화 자산을 기초로 증권을 발행하여 매각하였다.

나. 자산유동화 전문회사와 신탁회사

자산유동화 업무를 전업으로 하는 유동화전문회사⁴⁵⁾는 자산보유자

40) 금융기관이나 일반기업이 대출채권, 매출채권, 부동산들의 무형·유형 자산을 기초로 하여 자금을 조달하는 방법의 하나이다.

41) 금융기관이 주택저당대출을 통하여 주택저당채권을 보유하고, 이를 기초자산으로 하여 증권을 발행하는데, 이를 주택저당채권 유동화증권이라고 한다.

42) 자산유동화대상 자산도 일반 대출채권에서부터 건설분양대금 및 공사대금 등으로 다양화되었다.

43) 2005년을 기준으로 하여 전체 ABS에서 부동산 ABS가 차지하고 있는 비율은 약 3.6% 수준으로 이는 부동산 ABS 발행에 대한 이점과 간접투자상품의 다양화로 인한 것이다.

44) 만기 상환방식, 이율 등을 말한다.

45) 외국법인을 포함하고, 유한회사로 하고 있다(『자산유동화에 관한 법률』 제17조

로부터 양도받은 유동화자산을 기초로 유동화증권을 발행할 수 있고, 당해 유동화자산의 관리·운용·처분에 의한 수익이나 차입금으로 유동화증권의 원리금 또는 배당금을 지급⁴⁶⁾할 수 있다(자산유동화에 관한 법률 제2조 제1호 가목). 한편, 「신탁법」에 의한 신탁회사도 유동화증권을 발행⁴⁷⁾하는 것을 허용하고 있다(자산유동화에 관한 법률 제2조 제1호 참조).

다만 「자산유동화에 관한 법률」은 「한국산업은행법」에 의한 한국산업은행 등 은행, 종합금융회사, 보험사업자, 증권회사, 상호저축은행, 한국자산관리공사 등과 은행 등 금융기관 및 정부투자기관 등으로 자산보유자를 제한하고 있다(자산유동화에 관한 법률 제2조 제2항 참조).

유동화전문회사와 신탁회사가 자산유동화를 하기 위해서는 유동화자산의 범위, 유동화증권의 종류, 유동화자산의 관리방법 등 자산유동화에 관한 계획을 금융감독위원회에 등록하여야 하고(동법률 제3조), 자산관리자와 자산관리 위탁계약을 체결하고 위탁하여야 한다(동법률 제10조).

다. 자산관리회사

자산관리란 부실채권⁴⁸⁾을 자산관리자가 자산보유자로부터 유동화전문회사로 양도된 유동화자산을 관리하는 것을 말하고, 부동산자산관리란 부동산 소유자의 자산에 대한 목표가 달성될 수 있도록 부동산을 관리하는 것이라고 할 수 있다.⁴⁹⁾ 전문적으로 자산을 관리하는 자산관리회사(AMC; asset management company)는 자산보유자로부터 유동화전문

제1항).

46) 매매방식에 의한 자산유동화이다.

47) 신탁방식에 의한 자산유동화이다.

48) 부실채권이라 함은 담보채권, 무담보채권, 법정관리채권, 화의채권, work-out채권 등 원리금의 회수가능성이 낮은 채권을 말한다.

49) 조주현, 「부동산학 원론」, 건국대학교, 2002, 243-245면.

회사로 양도된 자산에 대한 채권추심업무 등 자산관리업무를 수탁받을 수 있는 기관으로서 자산보유자, 신용정보업자 외에 “자산관리업무를 전문적으로 수행하는 자로서 대통령이 정하는 요건을 갖춘 자”이다(동법률 제10조 제1항 제3호).

라. 자산관리회사의 설립요건

자산관리자는 최소 10억 원의 자본금과 전문인력 5인을 포함한 20인 이상의 관리인력, 변호사, 회계사 또는 감정평가사를 최소 2인 이상 갖추어야 한다(동법률 시행령 제5조⁵⁰⁾ 참조). 이것은 자산관리자의 요건을 엄격하게 함으로써 투자자를 보호하고, 공정하고 투명한 자산관리가 이루어지도록 법적 기준을 설정한 것이다.

자산관리회사는 자산관리(asset management) 외에 투자자산을 평가하며, 유동화자산의 추심은 물론이고 유동화증권을 발행하는 데 지원한다(동법률 제10조 제1항 참조).

마. 특 례

유동화전문회사는 자산유동화계획에 따라서 유동화사채를 발행할 수 있고, 이러한 경우 상법상 사채발행한도에 관한 규정⁵¹⁾의 적용이 없다(동법률 제31조 제2항). 또한 유동화전문회사가 부동산을 매입하는 경우 부동산매매대금의 범위 내에서 자금을 조달하여 레버리지(leverage)를 활용할 수 있다(동법률 제33조).⁵²⁾

유동화전문회사가 부동산을 취득하는 경우에 있어서도 취득세와 등

50) 그 밖에 자산관리자의 임직원이 「신용정보의 이용 및 보호에 관한 법률」상 결격사유에 해당되지 아니하여야 하고, 최대 출자자가 외국인인 경우에는 그 외국인이 자산관리업무를 전문적으로 영위하는 자이어야 한다.

51) 「상법」 제469조 및 470조를 말한다.

52) 「자산유동화에 관한 법률」 제33조는 유동화증권의 발행총액은 양도 또는 신탁받은 유동화자산의 매입가액 또는 발행가액의 총액을 한도로 한다고 규정하고 있다.

록세의 50%를 면제받고(조세특례제한법 제119조 제1항 제13호, 제120조 제1항 제12호), 이에 따라서 면제되는 부분에 대한 농어촌특별세도 부과되지 않으며(농어촌특별세법 제4조 제8호의2 참조), 국민주택 채권매입 의무도 면제된다(동법 제36조의2 참조). 그 밖에 유동화전문회사가 각 사업연도의 배당가능이익의 100분의 90 이상을 배당하는 경우 그 배당금액을 소득공제 받을 수 있다(법인세법 제51조의2 참조).

바. 자산유동화에 관한 법률의 한계

「자산유동화에 관한 법률」에 따라서 부동산을 유동화하는 경우 세제상의 혜택이 있음에도 불구하고 자산보유자를 금융기관과 상장법인에 한정⁵³⁾하고 있고(동법률 제2조 제2호 및 「자산유동화업무 감독규정」 제2조 참조), 또한 유동화증권에 대한 리파이낸싱 및 출자지분 양도를 엄격하게 제한⁵⁴⁾하며, 유동화전문회사로 하여금 부동산개발을 원천적으로 하지 못하도록 하고 있다. 결국 「자산유동화에 관한 법률」에 따라서 유동화할 수 없는 경우에는 「상법」상의 일반회사를 설립하여 이러한 명목회사를 통하여 부동산을 취득하여야만 하였다.

3. REITs(부동산투자회사)

가. 도입의 필요성

1997년 IMF 외환위기⁵⁵⁾는 부동산가격의 하락을 가져왔고, 그 결과

53) 금융감독원은 부동산유동화의 경우 금융기관이 아닌 자산보유자는 구조조정의 목적으로 자산을 매각할 것을 요구하고 이를 위한 매각대금으로 기존 차입금의 50% 이상을 상환하였음을 증명하는 확인서를 제출할 것을 요구하였다.

54) 「자산유동화에 관한 법률」 제30조는 유동화전문회사의 사원의 지분양도와 관련하여 정관에 다른 정함이 없는 경우를 제외하고 유한회사 사원의 지분양도를 허용하는 「상법」 제556조의 적용을 배제하고 있다.

55) IMF는 정부에 고금리, 고환율, 재정긴축을 요구하였다.

기업이 보유하고 있는 부동산을 처분하여야 함에도 불구하고 처분이 어려워져 금융기관도 연쇄적으로 부실채권을 떠안을 수밖에 없었다. 이러한 부동산 디플레이션의 원인 중의 하나는 정부의 규제 위주의 부동산정책과 부동산에 대한 정보가 일반대중에게는 널리 알려져 있지 않았기 때문이다.

그리하여 우리나라는 1998년 9월 ABS 제도를, 1999년 1월에 MBS 제도를 도입하였고, 이들에 대한 주요한 기관투자자이면서 실물투자자인 부동산투자회사제도를 도입하여 부동산 유동화제도를 우리나라에서 뿌리내리도록 한 것이다.

우리나라 부동산시장이 간접투자제도를 필요로 하게 된 배경은 첫째, 일반대중에게도 소액자금으로 부동산에 투자할 수 있는 기회를 제공하고, 둘째, IMF 이후 부실금융기관의 정리와 기업구조조정 과정에서 수많은 기업소유 부동산이 쏟아져 나왔지만 정작 대기업은 여기에 투자할 여건이 안 되었으므로 결국 부동산투자회사가 수요를 창출해야 하였으며, 셋째로, 부동산개발에 필요한 자금을 자본시장을 통하여 일반국민 또는 기관투자자들로부터 직접조달하지 않으면 안 되었고, 넷째로, 부동산시장을 선진화, 효율화하여야 낙후되어 있는 부동산시장에 경쟁력을 불어넣을 수 있으며, 마지막으로, 부동산투자회사제도를 도입함으로써 부동산증권화를 더욱 촉진하여 부동산시장의 투명화, 수익성에 기초한 자산운용 등을 통하여 부동산시장에도 외자도입을 확대할 수 있도록 시장여건을 만들지 않으면 안 되게 되어 있었다.

부동산간접투자는 부동산투자를 목적으로 하는 투자자가 직접 부동산을 매입·운용·처분하여 투자수익을 얻는 것이 아니라, 부동산투자를 전문적으로 하는 투자기구에 자금을 투자하여 투자기구가 하는 투자로부터 발생하는 수익을 얻는 것이다. 부동산의 간접투자는 「신탁업법」⁵⁶⁾

56) 부동산투자신탁은 「신탁법」, 「신탁업법」에 의하여, 부동산투자회사, 즉 리츠는 부동산투자회사법에 의하여 운용되고, 자산운용은 부동산투자신탁에서는 부동산

및 동법 시행령의 개정으로 2000년부터 시중은행이 부동산투자신탁 상품을 판매한 것이 그 효시라고 할 수 있으나, 「부동산투자회사법」이 제정됨으로 말미암아 리츠(REITs), 즉 부동산투자회사의 설립으로 본격적인 간접투자시장이 형성되었다고 하여도 과언이 아니다.

우리나라에서에서 리츠는 부동산투자회사와 은행에서 취급하고 있는 좁은 의미의 부동산투자신탁을 포함하는데, 일반적인 의미의 리츠는 부동산투자회사만을 의미한다. 리츠는 주식을 발행하여 다수의 투자자들로부터 자금을 모집한 후 부동산이나 부동산 관련 대출, 부동산 관련 유가증권에 투자하여 운용한 후, 그 부동산으로부터 발생한 수익을 투자자들에게 배당하는 투자회사 또는 투자신탁회사이다.

리츠의 도입은 소액투자자들이 주식시장에 접근할 수 있는 것처럼 부동산시장에도 쉽게 접근할 수 있도록 해 주었으며, 회사로서 공정한 자산평가와 기업공개를 하여 부동산가격의 계량화와 부동산시장 정보의 투명성을 가져왔다.⁵⁷⁾

나. 부동산투자회사(K-REITs)⁵⁸⁾

부동산투자회사에는 자기관리 부동산투자회사,⁵⁹⁾ 위탁관리 부동산투자회사 외에 기업구조조정부동산투자회사⁶⁰⁾라는 세 형태의 부동산투자회사가 있다(부동산투자회사법 제2조 참조).⁶¹⁾ 자기관리 부동산투

투자신탁사 또는 신탁접입은행이 하고, 리츠에서는 리츠 또는 자산관리회사(AMC)가 한다.

57) 박성수, “REITs 제도의 실태분석과 발전방향에 관한 연구”, 서강대학교, 2004, 11면.

58) 이대규, 「리츠제도의 활성화 방안에 대한 연구」, 2002, 25-28면.

59) 자기관리 부동산투자회사는 「부동산투자회사법」을 2004년 10월 22일 개정하면서 처음으로 사용되었다

60) 2001년 5월 「부동산투자회사법」을 개정하면서 추가로 기업구조조정 부동산투자회사(CR-REITs; Corporate Restructuring Real Estate Investment Trusts)를 도입하였다.

61) 이러한 부동산투자회사가 필요하게 된 이유는, 부동산증권화를 통하여 부동산투자의 소액화·표준화로 대중성을 확보하고, 기업과 금융기관에게는 유동성 위기 해소를 통하여 구조조정을 지원하며, 부동산시장의 투명화와 수익성에 기초한 자산운용

자회사는 자체조직⁶²⁾을 갖추고서 다수의 투자자로부터 자금을 조달, 부동산을 매입·관리·운영하고, 발생한 수익을 투자자에게 배분하는 방식으로 운영된다(동법 제2조 제1호 가목 참조). 부동산투자회사는 최저 250억 이상의 자본을 갖추어야 하고(동법 제6조), 회사 설립시 발기인은 자본금의 30%를 초과하지 않은 범위 내에서 일정한 비율의 주식을 인수하여야 하며(동법 제7조 제2항), 발행주식 총수의 30% 이상을 일반 청약의 방식으로 공모하여야 한다(동법 제9조). 자기관리 부동산투자회사는 그 자산운용의 전문성과 주주의 이익을 보호하기 위하여 감정평가사 등 자산운용 전문인력을 확보하여야 한다(동법 제22조).⁶³⁾

부동산투자회사는 보유하는 자산의 운용을 자체적으로 운용할 수도 있고, 이사회 결의를 통하여 자산의 투자, 운용과 평가업무를 부동산투자자문회사에 위탁하여 관리할 수 있다. 다만 유가증권 등 자산을 자산보관회사⁶⁴⁾에 위탁하여야 한다.

그러나 부동산투자회사는 매 분기말 총 자산의 70% 이상을 부동산으로, 80% 이상을 부동산 및 부동산관련 유가증권으로 구성하여야 하고(동법 제25조 제1항), 투자수익의 안정성을 확보하기 위하여 반드시 배당가능이익의 90% 이상을 현금으로 배당하여야 한다(동법 제28조).

다만 부동산투자회사는 영속성이 있는 상법상의 주식회사이므로 법인세를 면제받지 않지만, 부동산 거래 및 보유와 관련하여 취득세와 등록세의 50% 감면(조세특례제한법 제119조 제6항)과, 종합부동산세와 투자자에 대한 배당소득은 분리과세⁶⁵⁾되는 혜택을 받는다.

을 통하여 국내부동산 시장에 외자도입을 확대하려고 하는 데 있다.

62) 주식회사로서 자산운용 전문인력을 포함한 임직원을 상근으로 두고 있다.

63) 「부동산투자회사법」이 2004년 10월 22일 개정되면서 이와 같은 요건이 추가되었다.

64) 자산보관회사는 신탁회사, 주택공사, 토지공사, 자산관리공사가 있다.

65) 분리과세라 함은 소득세에서 종합소득세가 과세표준에 합산되지 않는다는 것을 말한다.

다. 기업구조조정 부동산투자회사(CR-REITs)⁶⁶⁾

기업구조조정 부동산투자회사⁶⁷⁾는 구조조정용 부동산투자를 전문으로 하는 명목회사(paper company)⁶⁸⁾로서, 펀드의 형태로 구조조정용 부동산을 매입하고, 부동산의 관리 운영의 업무를 자산관리회사(AMC; asset manage company)⁶⁹⁾에 위탁하는 형태로서 운영된다(부동산투자회사법 제2조 제1호 나목 참조).

기업구조조정 부동산투자회사는 명목회사이기 때문에 반드시 자산운용은 외부의 자산관리회사에게 위탁하여 자산을 관리하고, 다만 설립시 자본금의 30% 범위 내에서 현물출자가 허용되며, 1인당 주식한도 10%와 설립시 자본금의 30% 이상을 일반공모하여야 한다는 규정이 배제되어, 채권금융기관 등이 보유자산을 출자하여 회사를 설립하는 데 용이하다. 기업구조조정 부동산투자회사는 법인세를 감면받고, 취득세·등록세는 100% 감면된다.

라. 위탁관리 부동산투자회사

위탁관리 부동산투자회사는 자체조직을 갖지 않고 자산의 투자·운용 업무를 자산관리회사에 위탁하여야 하고(동법 제2조 제1호 다목 참

66) 이대규, 앞의 책, 28-29면.

67) 2007년 7월경 미국의 모건스탠리는 대우센터 빌딩을 국내 빌딩매매 사상 최고가인 9,600억 원에 인수하기로 계약하고, 9월경 모건스탠리펀드인 'AHI Holding B.V.'가 2,940억 원을, 경찰공제회·국민은행·대상홀딩스·대한전선·주식회사 신영 등 국내 6개사가 400억 원 정도의 지분을 각각 출자하기로 하고, 나머지 자금 6,000여억 원은 국내 금융기관으로부터 차입해서 자금을 조성하여 'KR-1 CR리츠' 설립신청을 건설교통부에 냈다.

68) 모건스탠리가 'KR-1 CR리츠' 설립과 관련하여 대우센터빌딩을 매수한 AHI Holding B.V.는 암스테르담에 설립된 직원이나 사업실적이 전혀 없는 명목회사이다

69) 「부동산투자회사법」 제2조 제5호에 의하면, 자산관리회사라는 것은 위탁관리부동산투자회사 또는 기업구조조정 부동산투자회사의 위탁을 받아 자산의 투자·운용 업무를 수행하는 것을 목적으로 동법 제22조의3 규정에 의하여 설립된 회사이다.

조),⁷⁰⁾ 주식발행업무 및 일반사무는 일반사무등위탁기관에 위탁하여 처리하여야 한다(동법 제22조의2).

마. 자기관리 부동산투자회사, 위탁관리 부동산투자회사, 그리고 기업구조조정 부동산투자회사의 주요 차이점

(1) 투자대상 면에서 보면, 자기관리 부동산투자회사 및 위탁관리 부동산투자회사는 모든 부동산 또는 부동산 관련 유가증권을 투자 대상으로 하는 데 반하여, 기업구조조정 부동산투자회사는 기업구조조정 부동산에만 투자할 수 있다(동법 제49조의2 제1항 제1호 가 목 참조).

(2) 회사조직 면에서 보면, 자기관리 부동산투자회사는 회사법상의 실질적 회사인 데 반하여, 위탁관리 부동산투자회사 및 기업구조조정 부동산투자회사는 주식회사의 형태로는 존재⁷¹⁾하지만 명목상의 회사에 불과하다.⁷²⁾ 그러므로 위탁관리 부동산투자회사 및 기업구조조정 부동산투자회사는 자산을 스스로 관리·운용하지 못하고 자산관리회사에 위탁하여만 한다.

(3) 자산의 구성 면에서 자기관리 부동산투자회사 및 위탁관리 부동산투자회사는 부동산, 부동산관련 유가증권 및 현금이 80% 이상(다만 부동산은 70% 이상)인 데 반하여(동법 제25조 제1항 참조), 기업구조조정 부동산투자회사는 기업구조조정 부동산이 70% 이상이다(동법 제49조의2 제1항).

(4) 투자금환수 측면에서 보면, 자기관리 부동산투자회사는 투자자의

70) 2005년 11월 28일 건설교통부는 우리나라 최초의 위탁관리 부동산투자회사로서 코크랩 제7호를 인가하였다. 이 회사는 우리은행, 대한지방행정공제회, 삼성생명 등이 출자한 명목회사로 LG화재 대동빌딩 등을 매입하여 임대사업을 하는 것으로 하였다.

71) 「부동산투자회사법」 제3조 제1항 제2항에서는 부동산투자회사는 주식회사로 하는 것으로 규정하면서 상법의 적용을 받는 것으로 규정하고 있다.

72) 이러한 회사는 명목상의 회사로서 자금을 끌어모으는 도관(conduit)일 뿐이다.

환매권을 인정하지 않고 있지만 상장을 의무화하고 있으나(동법 제20조), 기업구조조정 부동산투자회사의 경우에는 상장이 의무화되어 있고, 또 환매권이 인정되어 투자자의 투자자금환수가 가능하다(동법 제49조의2 제3항).

(5) 회사의 영속성 면에서, 자기관리 부동산투자회사 및 위탁관리 부동산투자회사는 영속적인 데 반하여, 기업구조조정 부동산투자회사는 한시적이다.

(6) 세제혜택 면에서 자기관리 부동산투자회사는 취득세·등록세의 각 50%를 감면(조세특례제한법 제119조 제6항 참조)받는 반면, 위탁관리 부동산투자회사와 기업구조조정 부동산투자회사는 취득세·등록세의 각 50%를 감면받는 것 이외에 배당가능이익의 90% 이상 배당하는 경우 소득공제가 가능하도록 법인세 감면혜택이 있다(법인세법 제51조의2 제1항 제4호).

바. 리츠의 한계

리츠의 부동산시장에서 기능과 역할에 관하여 「부동산투자회사법」은 필요한 경우에는 명목회사를 설립하여 부동산투자를 할 수 있도록 설계하였어야 함에도 불구하고, 기업구조조정 부동산투자회사(CR-REITs) 외에 회사의 형태를 실질회사로 한정함으로써 「간접투자자산운용법」이 나오기 전에는 기업구조조정 부동산투자회사만이 진정한 의미의 부동산 간접투자시장의 명맥을 이어갈 수 있었다. 이러한 리츠의 한계에 관하여는 뒤에서 자세하게 살펴보기로 한다.

4. 간접투자자산운용법상의 부동산 간접투자기구

가. 주 체

「간접투자자산운용법」상의 간접투자기구는, 간접투자자⁷³⁾로부터

자산을 운용할 목적으로 자금 등을 모은 위탁자가 그 재산을 수탁자로 하여금 당해 위탁자의 지시에 따라서 투자·운용하게 하고, 그에 따른 수익금을 투자자에게 취득⁷⁴⁾하게 하는 투자신탁(동법 제2조 제3호)과 회사의 재산을 자산에 운용하여 그 수익을 주주에게 배분하는 것을 목적으로 설립된 상법상의 주식회사로서의 투자회사(동법 제2조 제4호)가 있다(동법 제2조 제2호). 그런데 투자회사는 명목회사이므로 투자회사의 자산보관을 담당하는 자산보관회사를 필요로 한다.

나. 투자신탁

부동산펀드는 부동산에 투자하기 위하여 결성된 자금의 집합이다. 이러한 부동산펀드는 개인들이 사적인 계약을 체결하고 자금을 모으는 경우에서부터 대규모 부동산개발 사업의 사업자금을 조달하기 위하여 여러 금융기관이 신디케이트를 구성하여 만드는 경우도 있다. 전자를 계약형 부동산투자신탁이라고 부르고 있다.

부동산펀드는 근거 법률에 의하여 규제를 받는 경우와 그렇지 않은 경우도 있고, 지분의 형태로 참여하는 경우와 대출의 형식으로 참여하는 경우가 있을 수 있다. 그러나 「간접투자자산운용법」이 제정됨으로써 부동산개발 사업에 투자하기 위하여 다수의 투자자로부터 자금을 모아 부동산투자를 전문으로 하는 기관이 자산을 운용하며 수익을 투자자에게 배당하는 것을 규제할 수 있게 되었다. 「간접투자자산운용법」이 도입되기 전에는 계약형 증권투자신탁은 「증권투자신탁업법」, 회사형 증권투자신탁은 「증권투자신탁업법」, 불특정 금전신탁은 「신탁업법」

73) 「간접투자자산운용법」 제2조 제15호는 투자신탁의 수익자 및 투자회사의 주주를 간접투자자로 하고 있다

74) 간접투자자라 함은 투자자로부터 자금 등을 모아서 투자증권, 장내파생상품 또는 장외파생상품, 부동산, 실물자산 및 그밖에 대통령령이 정하는 것에 운용하고 그 투자수익을 투자에게 귀속시키는 것을 말한다(간접투자자산운용법 시행령 제2조 참조).

이 각 규율하고 있었는데, 여러 법률에 산재하여 있는 자산운용업을 「간접투자자산운용업법」이 통합함으로써, 자산운용에 대한 투자자의 신뢰를 회복할 수 있는 보호장치를 두는 한편, 자산운용업이 활성화되도록 종전의 규제를 완화하였다. 나아가서 자산운용사를 기존의 투자신탁 운용사에서 은행, 보험회사로 확대하고(간접투자자산운용업법 제4조 제2항, 동법 시행령 제11조), 간접투자대상자산도 유가증권⁷⁵⁾ 이외에 부동산, 실물자산은 물론이고 장내파생상품⁷⁶⁾ 또는 장외파생상품⁷⁷⁾으로 확대하였다(동법 제2조 제1호, 동법 시행령 제3조).

부동산펀드는 주로 부동산을 투자대상으로 하지만, 부동산 이외에 부동산 ABS, MBS, 주식, 채권에도 투자할 수 있다.

다. 투자회사

투자회사로 간접투자를 하는 경우, 자산운용회사가 투자회사의 자산운용을 담당하고(동법 제43조 제2항, 제77조⁷⁸⁾), 자산운용회사의 자격 등 요건은 투자신탁의 경우와 같다. 투자회사는 상법상의 주식회사(동법 제36조)이지만 명목회사이므로, 자산보관회사가 투자회사자산의 보관 및 관리를 담당하고, 자산보관회사는 「신탁업법」에 의한 신탁회사 또는 신탁업을 겸영하는 금융기관(간접투자자산운용업법 제23조 제1항)으로서 투자회사의 위탁을 받아서 투자재산의 관리를 업으로 하기 위하여

75) 「증권투자신탁업법」은 투자대상을 유가증권에 한정하여 투자자의 수요에 부응하지 못한 한계가 있었다.

76) 파생금융상품은 채권, 금리, 외환, 주식 등 기초금융자산으로부터 파생된 상품을 말한다. 「간접투자자산운용업법 시행령」 제9조는 장내파생상품을 당사자가 일정한 시기에 미리 정한 가격으로 통화·투자증권·금리·간접투자증권·부동산·실물자산을 수수할 것을 약정하거나, 특정한 지수(금융상품 등의 가격·이자율 등을 지수화한 것)에 대하여 미리 약정한 지수 등과 미래의 일정한 시기의 그 지수 등의 수치와의 차이로부터 산출한 금액의 수수를 약정하는 거래라고 정의하고 있다.

77) 거래소를 통하지 않고 당사자들의 협정에 의하여 거래되는 파생상품을 말한다.

78) 자산운용회사의 이사는 투자회사의 이사로 된다.

금융감독위원회에 등록하여야 한다(동법 제23조 제1항).

라. 자산운용회사

부동산펀드는 기본적으로 위탁자인 자산운용회사, 자산보관관리자인 수탁회사 및 투자자인 수익자로 구성되어 있다. 자산운용회사는 투자신탁의 설정·해지, 투자신탁재산의 운용·운용지시 등의 업무를 하는 부동산 펀드의 구성원이고(동법 제4조 제1항, 제2항), 수탁회사는 투자신탁재산의 보관 및 관리 등의 업무를 영위한다(동법 제23조 제1항). 수익자는 투자신탁의 수익권을 보유하는 자이며, 전체 수익자로 구성되는 수익자 총회에서 일정한 사항을 의결할 수 있다(동법 제69조 제2항). 자산운용회사가 투자신탁을 설정하기 위하여는 수탁회사와 이와 관련된 신탁계약을 체결하여야 하고(동법 제28조 제1항), 당해 신탁계약에서 정한 신탁원본 전액을 현금 또는 수표로 수탁회사에게 납입하여야 한다(동법 제34조)

자산운용회사는 선량한 관리자로서 간접투자자산을 관리하여야 하고, 자산을 운용함에 있어서 간접투자자의 보호나 간접투자재산의 운용을 저해할 우려가 없는 경우로서 대통령이 정하는 경우를 제외하고 간접투자재산의 10%를 초과하여 대통령령이 정하는 자에게 단기 대출하여 줄 수 없고(동법 제88조 제1항 제1호), 간접투자기구 자산총액의 30%를 초과하여 부동산개발사업에 투자할 수 없다(동법 제88조 제1항 제4호 가목).

수탁회사는 자산을 보관하는 수동적인 기능을 수행하는 것이 아니라 자산운용회사가 법령, 정관 및 신탁약관에 위반하여 운용하는 경우에는 자산운용회사에 대하여 적극적으로 변경 또는 시정을 요구하는 등 자산운용회사의 행위를 적극적으로 감시한다(간접투자자산운용업법 제23조 제2항).

마. 리츠와의 비교

부동산펀드와 리츠는 모두 부동산 간접투자시장에서 투자기구로서 역할을 하고 있으나, 법적으로 펀드는 부동산투자를 위하여 결성된 자금의 집합체에 불과하지만, 리츠는 주식회사로서 자산운용 기능을 가지고 있다. 리츠는 「부동산투자회사법」이 규율하고 있고, 부동산펀드는 「간접투자자산운용업법」에 의하여 운용되고 있다. 그러므로 부동산펀드의 경우에는 외부의 자산운용을 전문적으로 하는 기관이 펀드를 운용·관리하며, 이들은 서로 투자신탁관계⁷⁹⁾에 있다.

바. 한 계

부동산펀드의 자산운용회사는 신탁약관에서 부동산개발과 관련된 사업을 영위하는 법인에게 부동산 관련 사업자금을 대여할 수 있다. 이렇게 「간접투자자산운용업법」상의 부동산펀드는 실물부동산에도 투자할 수 있을 뿐만 아니라 대출할 수도 있다는 장점이 있다.⁸⁰⁾ 그러나 대여자금은 부동산 간접투자기구의 순자산총액의 100분의 100을 초과할 수 없고(동법 제143조 제2항, 동법 시행령 제130조 제1항), 자금을 대여하는 경우에도 부동산에 대하여 담보를 설정하여야 하며, 그 담보가액 또는 보증금액은 대여금 이상의 금액으로 채권을 회수하기 위하여 충분한 금액이어야 한다(동법 시행령 제130조 제2항⁸¹⁾ 참조).

79) 투자신탁을 설정하고자 하는 자산운용회사는 수탁회사와 신탁계약을 체결하여야 한다(동법 제28조 제1항)

80) 이와 같이 부동산개발업자에 대한 자금대여를 위하여 설정된 부동산펀드와 실물부동산을 매입하기 위하여 설정된 부동산펀드를 구별하고 있다. 특히 후자를 실물부동산펀드라고 한다.

81) 「간접투자자산운용업법 시행령」상의 담보부 대여 요건을 보면, “부동산에 대하여 담보권을 설정할 것, 신탁법에 따라서 부동산이 신탁된 경우로서 그 신탁의 수익자가 되거나 그 신탁에 대한 질권을 설정할 것, 시공사 등으로부터 대여금 상환액의 지급이 보증될 것”이다.

차입금의 규모와 관련하여, 부동산펀드는 간접투자재산의 순자산 총액의 2배를 초과하지 않는 범위 내에서, 「간접투자자산운용법 시행령」 제6호에 해당하는 금융기관, 보험회사 또는 「기금관리기본법」에 의한 기금으로부터 부동산을 담보로 제공하여 자금을 차입할 수도 있다(간접투자자산운용법 제143조 제2항, 동법 시행령 제130조 제1항).

5. 명목회사

부동산 취득과 개발을 목적으로 설립되는 명목상의 회사로서, 부동산의 관리·운영을 다른 자산관리회사 또는 수탁자 등 제3자에게 자산관리 및 관련 업무를 위탁하여 운영하는 경우도 있다.⁸²⁾

이러한 명목회사를 설립하여 부동산관리를 하는 이유는, 독립적인 계산과 운영을 통하여 투자자의 책임을 유한책임으로 하고, 전문적인 자산관리회사나 수탁자에게 부동산을 관리하게 함으로써 업무를 효율화하는 한편, 무엇보다도 세제상의 혜택 등 조세 설계상의 혜택을 누리고자 하는 데 있다.

V. 부동산개발 금융의 법적 쟁점

1. 문제의 제기

우리나라의 부동산개발과 관련하여 제공되는 자금의 대부분은 전통

82) 위에서 본 「부동산투자회사법」상 기업구조조정 투자회사, 「간접투자자산운용법」상의 사모투자전문회사 및 투자목적회사 모두가 명목회사이다. 그 밖에 「선박투자회사법」상의 선박투자회사, 사회기반시설에 대한 「민간투자법」상의 사회기반시설 투융자회사도 이 범주에 속한다.

적인 기업금융에 의한다. 또한 현재 시행되고 있는 프로젝트 파이낸싱도 대형 건설사의 주거용 부동산개발에 집중되어 있다.⁸³⁾ 더구나 건설회사와 시행자 그리고 금융기관 사이에 위험분담도 적절하게 분산되어 있지 않고 건설회사에게 대부분의 위험이 전가되어 있다고 할 수 있다.

『자산유동화에 관한 법률』은 부동산의 유동화를 촉진하기 위하여 제정되었으나, 부동산을 유동화할 수 있는 동법상의 자산보유자는 일정한 기관⁸⁴⁾으로 제한하고 있고, 유동화전문회사⁸⁵⁾가 부동산을 개발하는 것을 원칙적으로 허용하지 않았다. 더구나 『자산유동화에 관한 법률』은 자산유동화 계획의 개념이나 자산양도와 그 양도방식에 관하여 매우 추상적으로 규정하고 있기 때문에, 이들을 어떻게 적용할 것인지에 대하여 의문이 제기될 수 있다.⁸⁶⁾

부동산투자회사나 『간접투자자산운용업법』상의 부동산펀드 역시 부동산개발과 관련하여 여러 가지 규제나 제한을 받는다. 부동산펀드는 실물부동산을 취득할 수 있을 뿐만 아니라 부동산금융도 제공할 수 있으나, 부동산관련 사업자금의 대여에 제한이 있고, 대외적으로 부동산펀드의 법률행위 능력과 투자기관들이 부동산펀드의 운용에 간여하는 것 등과 관련하여 문제가 있다.

그 밖에 명목회사를 설립하여 부동산투자를 하는 경우가 많이 있으나 이러한 명목상의 회사가 그 설립 근거법이 있는 경우에는 그 근거법에 의하여 규제할 수 있지만, 아무런 근거법이 없는 경우에는 이에 대한 감독은 물론이고 투자자 보호를 위한 많은 문제가 제기될 수 있다.

83) 건설교통부, 『부동산개발금융 개선을 위한 연구용역보고서』, 2003, 4면.

84) 『자산유동화에 관한 법률』 제2조 제2호는 『한국산업은행법』에 의한 한국산업은행 등과 대통령령이 정하는 자라고 규정하고 있다.

85) 『자산유동화에 관한 법률』 제2조 제1호에 의하면, 유동화전문회사는 자산보유자로부터 유동화자산을 양도받아서 이를 기초로 유동화자산을 발행한다.

86) 금융감독원은 이와 관련하여 2006년 11월 29일 “재무보고에 의한 실무의견서, 양도자의 관여가 있는 부동산 등 양도에 관한 회계처리”를 발표한 바 있다.

2. 부동산 ABS

가. 제도의 문제점

지난 30여 년 금융개혁의 물결에서 괄목할 만한 새로운 금융제도는, 통화 및 이자 스왑(swap),⁸⁷⁾ 옵션(option),⁸⁸⁾ 금융선물(financial futures), 유로본드(eurobond),⁸⁹⁾ 주택저당채권담보부증권(mortgage-backed securities)과 최신 파생상품으로서 cap,⁹⁰⁾ floor,⁹¹⁾ collar⁹²⁾ 이외에 유동화자산(securitized assets)이라고 할 수 있다.⁹³⁾

그런데 「자산유동화에 관한 법률」 제2조 제1호는 동법의 적용범위를 정하고 있을 뿐 자산유동화에 대한 개념에 대하여 정의하고 있지 않아서 매우 모호하다고 할 수 있다.⁹⁴⁾ 그러나 자산유동화제도는 「자산유동화에 관한 법률」이 제정되기 이전에 미국 등 선진국에서 이미 획기적인 금융기법의 하나로서 널리 이용되고 있었기 때문에 동법에서 자산유동화에 관한 정의 규정을 둘 필요성이 없었다고 볼 수 있다. 자산유동화란

87) 두 당사자가 일정기간 동안 주기적으로 원금이나 이자 지급 등의 현금흐름을 교환하는 것이다. 1980년대 초 처음 도입된 이래 단시간 내에 자산과 부채를 관리하는 가장 중요한 수단으로 발전하였다.

88) 통화나 채권 등을 일정한 가격으로 팔고 사는 권리를 말한다.

89) 유로본드는 기채자가 유로시장을 통하여 두 개 국 이상의 채권인수업자로 구성된 국제적 신디케이트에 의하여 인수 판매되어 두 개 국 이상의 시장에서 유통되는 채권이다. 유로본드는 주요표시 통화국 이외의 지역에서 모집되고 판매된다.

90) 상한가격이라는 뜻으로, 옵션매도자가 약정된 금리를 초과하는 시장금리부분을 옵션매수자를 대신해서 부담하고, 옵션매수자는 금리상승 위험을 옵션매도자에게 전가시키는 대가로 프리미엄을 지불하는 계약이다.

91) 가격하한이라는 뜻으로, 옵션매도자가 약정된 금리보다 시장금리가 하락하는 경우 그 하락폭만큼의 금리를 옵션매수자에게 보상하고 옵션매수자는 금리하락 위험을 옵션매도자에게 전가시키는 대가로 프리미엄을 지불하는 계약이다.

92) Cap과 Floor를 동시에 반대거래하는 Cap과 Floor의 결합을 Collar라고 한다.

93) Joseph C. Shenker and Anthony J. Colleta, "Asset Securitization: Evolution, Current Issues And New Frontier", *Texas Law Rreview*, 1991, 1370면.

94) 김재형, "자산유동화에 관한 법률의 현황과 문제점", 『민사판례연구』 제23호, 민사판례연구회편, 2001, 706면.

유동화증권 발행자가 소유하고 있는 수익을 창출하는 자산을 기초로 하여 사채 또는 증권을 발행하여 자금을 모으는 금융기법이라고 할 수 있다. 근본적으로 자산유동화는 ① 예측할 수 있는 현금흐름을 일으키는 자산을 한데 모아(take a pool of assets) ② 특별목적법인(SPV)에게 양도하고 ③ 파산위험을 최소화하는 특별목적법인을 조직하여 ④ 특별목적법인이 후원하는(backed) 사채(debt securities)나 다른 종류의 증권(other securities)을 발행하는 금융을 말한다.

『자산유동화에 관한 법률』은 채권양도의 대항요건(동법률 제7조)과 저당권 등의 취득(동법률 제8조)에 관하여 특례⁹⁵⁾를 인정하고, 유동화증권을 발행할 수 있도록 함으로써 자산유동화제도를 확립하였다. 그러나 동법은 새로운 부동산개발을 위한 금융보다도 금융기관과 일반기업이 보유하고 있는 기존의 부동산을 유동화하여 원활한 자금조달을 할 수 있도록 하는 제도적 장치를 제공하는 데 있었기 때문에 다양하게 변화하는 새로운 부동산개발 금융에 따라가지 못하였다. 바꾸어 말하면, 자산유동화제도는 자산보유자와 신용의 분리를 통하여 자금조달의 비용을 줄이고 부의금융효과를 통한 기업의 재무구조 개선을 가능하게 하였으나, 기업으로 하여금 구조조정을 할 수 있도록 하는 데 초점을 맞추어 세제상의 특례를 주는 데 집중되어 있고, 구조화 금융을 통한 새로운 상품의 개발의 여지를 축소하는 결과를 초래하였다.⁹⁶⁾

나. 법적 쟁점

『자산유동화에 관한 법률』에 따르면, 자산양도는 자산보유자 또는 유동화전문회사가 자산유동화 계획에 따라 유동화자산을 동법이 정하

95) 자산보유자 또는 유동화전문회사가 자산유동화 계획에 따른 유동화자산의 양도·신탁·반환이나 유동화자산에 대한 질권 또는 저당권의 설정이 있을 때 금융감독위원회에 등록하기만 하면 권리를 취득하는 것으로 하고 있다.

96) 최성규, “자산관리회사의 활성화 방안에 관한 연구”, 건국대학교, 2006, 56면.

는 방식에 따라서 양도하고 금융감독위원회에 등록하면 된다(동법률 제6조). 그러나 법률적인 측면에서 어떠한 경우에 자산, 즉 부동산의 진정한 양도라고 할 수 있을 것인가 하는 문제가 있다.

프로젝트 파이낸스에서, 장래지불흐름(future payment stream)⁹⁷⁾은 상품이나 서비스에 대한 대가를 받을 권리가 있는 회사, 즉 자산보유자(originator)로부터 법적으로 분리되어 있다. 그러면 비록 자산보유자가 파산(bankrupt)에 이르게 된 경우에도 자산보유자의 채권자(creditors of originators)의 권리의 손은 장래지불흐름에 미칠 수 없다. 따라서 장래지불흐름은 오로지 자본시장에서 투자자에게 발행된 증권의 지불에만 바쳐지게 된다. 이러한 장래지불흐름이 투자자에게 도달할 수 있도록 하기 위해서, 자산보유자는 장래지불흐름의 모든 권리(all its rights), 부동산에 대한 소유권(title), 그리고 이익(interests)을 파산절연 제3자(bankruptcy-remote third party)에게 양도하여야 하고, 이러한 양도에 의하여 장래지불흐름은 자산보유자로부터 완전히 분리되어야 한다.⁹⁸⁾ 이러한 의미에서 자산의 진정한 양도는 자산을 본래의 자산보유자로부터 분리한다는 차원에서 대단히 중요한 의미가 있다.

그러나 2000년 1월 21일 개정된 「자산유동화에 관한 법률」 제13조는 네 가지 요건⁹⁹⁾을 갖춘 경우에는 자산유동화를 허용하고 있을 뿐, 자산의 진정한 양도에 대하여는 명시적인 규정을 두고 있지 않기 때문에, 진정한

97) 미래의 현금흐름이다.

98) Steven L. Schwarcz, "The parts are greater than the whole: how securitization of divisible interests can revolutionize structured finance and open the capital markets to middle-market companies", *Columbia Law Review*, 1993, 143면.

99) ① 매매 또는 교환에 의한 것 ② 유동화자산에 대한 수익권 처분권은 양수인이 가질 것(이 경우 양수인이 당해 자산을 처분하는 때에 양수인이 우선적으로 매수할 수 있는 권리를 가지는 경우에도 수익권 및 처분권은 양수인이 가진 것으로 본다) ③ 양수인은 유동화자산에 대한 반환청구권을 가지지 아니하고, 양수인은 유동화자산에 대한 대가의 반환청구권을 가지지 아니할 것 ④ 양수인이 양수된 자산에 대한 위험을 인수할 것(다만, 당해 유동화자산에 대하여 양도인이 일정기간 그 위험을 부담하거나 하자담보책임을 지는 경우에는 그러하지 아니하다).

양도인지 여부는 구체적인 사안에서 자산유동화과정 전체를 내려다보고 합목적적으로 해석할 수밖에 없다.¹⁰⁰⁾ 미국에서 진정한 매매는 미국 도산법 제541조에 따라서 매도인의 재산(property of the estate)으로부터 유동화자산(securitized assets)을 분리하는 데 중요하고, 나아가서 진정한 매매인가를 결정하는 중요한 두 가지 요소는 ① 당사자의 의사(intention of parties)와 ② 거래의 성격(nature of transaction)¹⁰¹⁾이라고 보고 있다. 그러므로 「자산유동화에 관한 법률」 제13조에서 정한 요건을 갖춘 경우에만 자산유동화가 가능하다고 보는 관점은, 비록 진정한 매매가 아니더라도 자산보유자의 신용등급이 아주 높은 경우에는 유동화증권의 발행을 허용하여야 한다¹⁰²⁾는 점에서, 자산유동화제도의 진정한 목적에서 이탈하는 것이라고 볼 수 있다.¹⁰³⁾

자산보유자가 유동화자산을 유동화전문회사 앞으로 양도한 경우 양도차익에 대하여 법인세를 과세할 것인지 여부도 문제가 된다. 이러한 자산의 양도를 과세목적상 자산의 양도(true sale/transfer)로 처리할 것인가 아니면 담보부 차입에 의한 자금조달로 처리할 것인가에 따라서 소득에 대한 인식과 과세시점이 언제나 하는 관점에서 달라질 수 있기 때문이다.¹⁰⁴⁾ 그러나 「자산유동화에 관한 법률」은 여기에 대하여도 명확

100) 「자산유동화에 관한 법률」 제13조의 해석에 대하여는 지면관계상 줄이고, 자세한 것은 김재형 앞의 논문 참조.

101) 미국에서 논의되고 있는 진정한 매매인가를 결정하는 기준은, ‘① 운용회사(operating company)로부터 특별목적법인으로 자산이 매매나 자본기여(capital contribution) 형태로 이전될 수 있는 완전한 이전(absolute transfer), 즉 이전 이후 운용회사가 자산에 대하여 더 이상 법적인 권리를 가지지 않는다. ② 자산에 대한 손실 위험(risk of loss)이 특별목적법인에게 이전되어야 한다. 즉, 자산매각자(seller)나 그 자회사(affiliates)에 대한 상환청구(recourse)가 제한되어야 한다. ③ 자산매각자나 그 자회사가 이전한 자산에 대하여 직접적인 지배권이 행사되어져서는 안 된다. ④ 작성된 제반서류상의 모든 문언(language of documentation)이 완전한 이전과 부합되어야 한다.’는 것이다.

102) 이미현, “자산유동화와 진정한 매매(True Sale)”, 「법조」 제565호, 2003, 117면.

103) 그러므로 자산유동화의 구조와 조건에 대한 자세한 연구가 있어야 할 것이다.

104) 송요섭, “부동산금융의 발전에 따른 부동산세제 개선에 관한 연구 — 자산유동화

한 규정을 두고 있지 않다. 다만 법률적으로는 「자산유동화에 관한 법률」이 요구하는 네 가지 요건¹⁰⁵⁾만 갖춘다고 한다면, 회계상으로 보아 진정한 양도가 아니더라도 문제가 되지 않는다고 보는 것이 일반적이다.

3. 부동산간접투자기구와 법적 쟁점

가. 투자의 범위와 담보제공

「간접투자자산운용업법」상의 펀드는 실물 부동산에도 투자¹⁰⁶⁾할 수 있다. 이러한 경우 순자산의 200%까지 은행에서 차입할 수 있고, 자기 순자산의 100% 범위 내에서 부동산개발에도 부동산관련 사업을 영위하는 법인에게 프로젝트 파이낸스를 하여 줄 수 있다. 그러나 이러한 경우, 부동산에 대하여 담보권을 설정하는 것 이외에, 「신탁법」에 따라서 부동산이 신탁된 경우로서 그 신탁의 수익자가 되거나 신탁에 대한 수익권에 대하여 질권을 설정할 것과 시공사로부터 대여금 상환액에 대하여 지급 보증을 받을 것을 각각의 요건으로 하고 있다(간접투자자산운용업법 시행령 제130조).

실물부동산에 투자하는 경우 부동산을 담보로 제공받으면 크게 문제가 될 것은 없을 것으로 생각된다. 그러나 부동산펀드가 부동산관련 사업을 영위하는 법인에게 자기 순자산의 100% 범위 내에서 대여하여 줄 경우 부동산 자체를 담보로 잡을 것인가, 수익권을 질권으로 잡을 것인가 하는 문제가 있다.¹⁰⁷⁾ 부동산펀드의 대여에 있어서 그 대여금의 회수가 부동산펀드 투자자들에게는 대단히 중요한 사항이고, 부동산펀드의 효율적인 운용과 대여금의 회수와는 서로 불가분의 관계에 있으므

및 부동산 투자신탁(REITs)을 중심으로 —”, 중앙대학교, 2005, 92면.

105) 「자산유동화에 관한 법률」 제13조 참조.

106) 이를 실물 부동산펀드라고 한다.

107) 금융감독원은 위와 같은 요건을 갖추지 못하면 법 위반으로 문제삼을 수 있다.

로, 부동산펀드 운용사로서는 부동산관련사업을 영위하는 법인이 부동산을 보유하고 있다면 그 부동산을 담보로 제공받는 것 이외에 수익권을 질권으로 잡을 수도 있을 것이다.

나. 간접투자자산운용업법상의 부동산펀드 운용의 주체

「간접투자자산운용업법」의 입법취지는 간접투자이므로 전문화된 자산운용사가 전문지식을 가지고 투자를 결정하고, 그로 인한 수익을 수익자들이 수익증권으로 가지게 되는 것이다. 그런데 부동산펀드를 통하여 투자하는 경우 가장 중요한 결정은 어떤 부동산을 매입하고, 그 부동산을 언제, 어떻게 처분할 것인가 하는 결정과 그 부동산을 취득하여 처분할 때까지 부동산의 관리·보수 등 운영에 대한 결정이라고 할 수 있다. 그러나 「간접투자자산운용업법」상 부동산 취득과 처분을 제외한 나머지 운영·관리 등은 자산운용사가 다른 전문회사에 위탁할 수 있도록 되어 있다. 그러므로 부동산펀드의 운용의 주체는 현행법상 전문화된 자산운용사라는 점을 부인할 수 없다.

그런데 외국인들은 흔히 자기들이 투자¹⁰⁸⁾하여 펀드를 좌지우지하는 경우 세금을 회피¹⁰⁹⁾할 수 있기 때문에 이러한 외국인이 운용하는 부동산펀드의 경우 ‘간접투자자산운용법’상 문제가 된다. 그러나 외국인 투자자도 부동산펀드의 투자자에 불과하므로 전문화된 운용사의 투자 결정에 제동을 걸 수 없다고 보고 있다.¹¹⁰⁾

다. 전문적인 부동산 자산운용회사의 필요성

「간접투자자산운용업법」은 투자신탁 외에 투자회사를 허용하고 있

108) OEM(original equipment manufacturing) fund라고 한다.

109) 증권거래세가 면제될 수 있다.

110) 금융감독원도 수익자 총회 결의사항 중에서 몇몇 사항을 제외하고 수익자가 투자결정에 참여하는 형태는 「간접투자자산운용법」상의 투자신탁으로 받아들일 수 없다는 입장이다.

으나, 투자회사형 부동산간접투자는 「부동산투자회사법」에 따라 규율 받고 있다.

부동산펀드 등 부동산금융상품이 부동산시장에서 투자자들을 끌어들이기 위해서는 무엇보다도 먼저 부동산 상품가격이 정확하게 산출¹¹¹⁾ 되어야 하고, 금융과 부동산 모두에 대하여 전문적인 지식을 가진 전문인력을 갖춘 자산운용회사가 필요하다. 다만 「간접투자자산운용업법」은 자산운용회사가 “업무를 수행함에 충분한 인력과 전산설비 등 물적 시설”(동법 제5조 제1항 제2호)과 투자자를 보호하기 위하여 “운용전문 인력”을 확보할 것을 요구¹¹²⁾하고 있다(간접투자자산운용업법 제9조 제1항, 동법 시행령 제130조).

4. 위탁형 리츠 등 부동산투자에 대한 대처 방안

가. 미국의 리츠 제도

여기서 미국의 리츠 제도를 돌아봄으로써 우리나라에서는 어떻게 도입 활용할 것인지 생각하여 볼 수 있을 것이다. 미국에서도 건전한 가계금융시장이 고이올 때문에 모기지(Mortgage)에는 접근할 수 없고, 이율변동 또한 불확실하여 낭패에 이르게 된 경험을 하였다.¹¹³⁾ 그리하여 가계금융시장에서 가장 중요한 변혁이라고 할 수 있는 저당담보부증권(Mortgage-Backed Security)이 발행되어 부동산시장이 활성화되었다.

한편, 미국에서의 리츠는 다수의 투자자로부터 자금을 모아서 부동산 소유지분(real estate equity ownership)이나 저당담보부증권(MBS)에 투자하거나 부동산관련 대출(mortgage loan) 등으로 운용하여 얻은 수익을

111) 부동산가격을 산출하기 위해서 감정평가사가 있어야 한다.

112) 자기관리형 부동산투자회사의 경우에는 「부동산투자회사법」이 자산운용 전문인력을 확보할 것을 요구하고 있다.

113) Andrew Lance, “Balancing Private And Public Initiatives In The Mortgage-Backed Security Market”, *Real Property, Probate and Trust Journal*, 1983, 426면.

투자자에게 돌려주는 제도¹¹⁴⁾이다. 이러한 리츠 회사의 지분은 주식의 형태로 주식시장에서 자유롭게 거래되고 있다.

리츠는 투자대상에 따라서 분류되는데 총 투자자산의 75% 이상 부동산 소유지분으로 구성된 지분형(equity REITs), 총 투자자산의 75% 이상이 부동산 관련 대출에 운용되거나 저당담보부채권에 투자된 것을 모기지형(mortgage REITs)으로 구분되고, 이들을 혼합하여 운용하는 혼합형이 있다.

미국의 리츠는 주식의 형태로 거래되고 있기 때문에 부동산에 유동성을 가미한 독특한 금융상품의 하나라고 볼 수 있고, 기초자산이 부동산으로 구성되어 있기 때문에 인플레이션을 피해갈 수 있다.

이러한 리츠의 강점은 무엇보다도 리츠가 일정한 요건을 충족하면 법인세가 감면되거나 비과세된다는 점이다. 그리하여 미국은 1960년 세법(internal revenue code)을 수정하여 일정한 자격을 갖추면 리츠로 인정하고 법인세를 면제하는 혜택을 주고 있다.

나. 리츠의 제도상 문제점과 개선방향

‘부동산투자회사법’은 제정될 때부터 정부가 부동산간접투자시장이 과열될 것을 우려하여 부동산투자회사의 설립과 운영에 지나친 규제¹¹⁵⁾를 하였다. 위에서도 보았듯이 명목회사의 형태로 회사를 설립할 수 있도록 하였어야 함에도 불구하고¹¹⁶⁾ 제정 당시에는 부동산투자회사를

114) 미국에서 리츠를 도입한 것은 소액투자자(small investor)로 하여금 대규모 상업용 부동산을 소유할 수 있도록 하기 위함이었다. 뮤추얼펀드, 부동산투자전문회사, 은행신탁, 연금 등 다양한 투자자들이 리츠주식 투자를 하고 있으나 뮤추얼펀드가 50% 이상을 차지하고 있다.

115) 리츠를 실질회사로 제한한 것은, 이를 명목회사로 허가할 경우 자산운용과 관리를 외부의 자산관리회사에 맡길 수밖에 없고, 그러한 경우 관리수수료를 지급해야 하므로 관리비용절감 차원에서 명목회사의 설립을 막았던 것으로 보인다.

116) 그러나 부동산투자회사법은 개정되어 명목회사로 기업구조조정 부동산투자회사를 도입하였다.

실질상의 주식회사로 한정하였다. 그러므로 어떠한 제도상의 문제점이 있는지 살펴보자.

첫째로, 「부동산투자회사법」 제정 당시 부동산투자회사를 설립할 수 있는 최소 자본금을 500억 원으로 한정하였다.¹¹⁷⁾ 그러나 이러한 규정은, 회사의 자본금은 회사의 사업규모에 따라서 달라질 수 있으므로, 부동산 시장의 활성화를 저해한다는 비판이 있었다. 그 밖에 현물출자를 허용하지 않았기 때문에 토지소유자가 투자자와 합작으로 다양한 부동산개발 사업을 하는 데 있어서 장애가 될 수 있다는 비판이 있었다. 다만 2004년 10월 22일 개정된 「부동산투자회사법」에 의하면, 현물출자로 부동산투자회사를 설립하는 경우 그 현물은 부동산이어야 하고, 현물출자로 발행하는 주식의 액면총액은 자본금의 50%를 초과할 수 없다.

둘째로, 리츠 자산운용의 면에서 볼 때, 현행 「부동산투자회사법」에 의하면, 부동산투자회사는 총자산의 70% 이상은 부동산으로, 총자산의 80% 이상은 부동산, 유가증권, 현금으로 구성되어 있어야 한다(동법 제25조 제1항). 또한, 개정 전 「부동산투자회사법」에 의하면, 부동산개발투자 운용의 인가에서도, 개발사업에 대한 건설교통부 인가를 얻은 후 개발사업에 대한 투자비율을 자기자본의 30%까지만 할 수 있도록 제한하고 있었다(동법 제26조 제2항). 그러나 투자제한규정은, 실제 개발사업 진행과정에서 단순한 투자비율 30%는 자산평가시점에서 달라질 수 있고, 부동산가치는 시장과 정부정책, 그리고 주변환경에 따라서 수시로 달라질 수 있으므로 경직된 자산운용이라는 비난을 넘어설 수 없다는 비판이 있었다. 결국 자기자본을 부동산개발에 유입할 경우 자금운용의 탄력성을 떨어뜨려 수익률에 악영향을 미칠 수 있다는 점을 부인할 수 없다.¹¹⁸⁾

셋째로, 「부동산투자회사법」은 부동산 처분을 3년이라는 획일적인 기간으로 묶어 놓았었다. 이러한 제한은 시장상황에 따라서 부동산을

117) 현행 「부동산투자회사법」은 설립자본금을 10억 원 이상으로 하고 있다.

118) 건설교통부, 앞의 책, 196면.

매입한 시점에서 투자수익률에 중요한 영향을 미칠 수 있다는 비판이 있었다. 다만 개정된 「부동산투자회사법」은 ‘3년’에서 ‘5년’으로 연장하였으나 여전히 비판은 있다.

넷째로, 부동산투자회사는 차입을 할 수 없도록 되어 있었다. 따라서 부채를 통한 레버리지 효과(leverage effect)¹¹⁹⁾를 얻을 수 없었다. 그러나 개정된 ‘부동산투자회사법’은 자금차입의 면에서 현재 자기자본의 2배까지 제한하고 있는데,¹²⁰⁾ 그 취지는 ① 부동산투자회사가 부실화되거나 파산위험에 빠질 우려가 있고 ② 부동산투자회사의 이사나 주주의 의사에 의하여 위험한 투자가 결정되는 것¹²¹⁾을 방지함으로써 투자자를 보호하기 위하여 설정한 것으로 판단된다. 그러나 이렇게 차입규모를 제한하는 것은 부동산투자회사의 자본구조를 취약하게 할 우려가 있다. 그러므로 적극적으로 자산을 운용하는 효율성을 제고하는 측면에서 부동산투자자가 개발사업을 하는 경우 시공사의 보증이 가능하면 그렇게 하고 그렇지 않을 경우에는 보증회사의 보증서로 대체하여 차입을 획일적으로 제한하기보다는 다른 방법¹²²⁾으로 이를 가능하게 함으로써 리즈를 활성화하는 것이 바람직하다.¹²³⁾

다섯째로, 「부동산투자회사법」은 원칙적으로 다른 회사의 의결권 있는 발행주식의 100분의 10을 초과하여 이를 취득할 수 없도록 함¹²⁴⁾으로

119) 레버리지 효과는 차입금 등 타인자본을 차입하여 이를 지렛대로 삼아서 자기자본 이익률을 높이는 것으로 이해하고 있다. 이러한 경우 차입금 등의 비용보다도 높은 수익률이 기대될 때 타인자본을 적극적으로 활용하여 투자할 수 있는 것이다.

120) 건설교통부, 앞의 책, 194면. 차입규모 제한규정을 두는 경우 자본금 및 순자산 대비 부채비율을 기준으로 400%가 적당하다는 견해가 있다.

121) 건설교통부, 앞의 책, 191면.

122) 대출기관에 대한 보고의무를 강화하고 대출방법의 규제 등이 방법이 있을 수 있다.

123) 최성규, 앞의 논문, 63면.

124) 여기서 ‘10%’라는 숫자는, 부동산투자회사는 이익배당 가능이익의 90%를 투자자들에게 배당하여야 하기 때문인 것으로 판단된다. 이익배당 가능이익의 계산을 어떻게 하느냐에 따라서 수치는 달라질 수 있다.

써 자산운용에 대하여 법적인 제한을 두고 있다(부동산투자회사법 제27조). 그러나 이러한 제한은 자산운용의 시의성과 운용범위에 제한을 두는 규정이라고 할 수 있다.

여섯째로, 자기관리 부동산투자회사는 실체회사로서 법인세 감면혜택이 없다.¹²⁵⁾

위와 같은 규제의 취지는 부동산투자회사의 견실한 운영을 통하여 투자자를 보호하기 위한 것이었지만, 현실적인 부동산시장의 흐름에 미치지 못하였고, 또 실질적인 투자자 보호를 위해서 법 개정요청이 있어서, 「부동산투자회사법」은 위와 같은 부분적인 문제점을 개선하는 방향으로 대폭 개정되었다.¹²⁶⁾ 그리하여 최소 자본금을 500억 원에서 250억 원으로 인하하고(동법 제6조), 1인당 주식소유한도도 10%에서 30%로 확대하였으며(동법 제15조 제1항), 부동산투자회사 설립 당시 또는 설립 후의 현물출자 가능 한도를 총자본금의 50%로 하였고(동법 제11조 제2항), 차입이나 사채발행한도도 자기자본의 2배까지 가능하도록 하였다(동법 제29조). 투자규모 면에서도 자기자본의 30%로 제한하던 것을 총자산의 30%로 확대하였고(동법 제26조 제2항), 나아가서 「임대주택법」에 의한 임대주택사업, 「도시개발법」에 의한 도시개발사업, 투자자 보호나 자산의 안정적 운용을 해할 우려가 없는 사업투자에는 총자산의 100%까지 가능하도록 하였다(부동산투자회사법 제26조 제2항).

리츠는 투자자로부터 모은 자금을 부동산에 투자¹²⁷⁾하여 거기서 얻은 개발이익이나 임대료 등을 투자자에게 배당함으로써 부동산산업의 전 문화, 부동산가격 안정, 투자위험성의 분산은 물론 자본시장의 활성화에

125) 일반 리츠의 세무상의 불리한 점을 감안하여 2001년 5월 24일 개정된 「부동산투자회사법」에서 기업구조조정 부동산투자회사의 설립을 허용하였다.

126) 2004년 10월 22일 「부동산투자회사법」이 대폭 개정됨으로써 어느 정도 제도적으로 규제가 완화되었다.

127) 투자자는 부동산투자회사의 주식을 사는 방식으로 투자하는 것이고, 투자자금 자체에 투자하는 것이 아니다.

기여한 바가 크다고 아니할 수 없다. 그러므로 부동산투자회사의 존재목적 달성을 위해서 무엇보다 고려하여야 할 점은, 부동산투자회사의 효율적인 운영¹²⁸⁾과 부동산투자회사로 하여금 자산을 시의적절하게 운용하게 함으로써 투자수익을 최대한 올릴 수 있도록 법제도가 도와주어야 한다는 것이다. 따라서 일반리츠, 즉 부동산투자회사에게도 채무상환을 위한 기업구조조정 부동산투자회사¹²⁹⁾와 같이, 회사설립시 발행 총 주식수의 30% 이상을 공모하여야 한다는 규정(동법 제9조)이나 주주 1인과 특별관계자가 발행주식 총수의 30%를 초과하여 보유하여서는 안 된다는 규정(동법 제15조 제1항)을 적절하게 배제할 수 있도록 하여주어야 한다. 또한 부동산투자회사가 취득한 부동산을 획일적으로 5년 안에는 처분할 수 없도록 한 제한은, 부동산투자는 시간을 다투는 경우가 많아서 적절한 시기에 투자할 수 없게 된다면 투자수익률에도 영향을 미치기 때문에, 자산운용전문가가 융통성 있게 언제 부동산을 처분하는 것이 최대의 투자수익을 올릴 수 있는지 판단하여 운용할 수 있도록 하여 주는 것이 바람직하다. 나아가서 부동산투자회사가 자산운용에 있어서 배당가능한 이익의 90% 이상을 투자자들에게 현금으로 배당(동법 제28조)하여 남은 이익¹³⁰⁾이 있고, 또 다른 회사에 대한 영향력이 반드시 필요하다고 판단하면, 다른 회사의 의결권 있는 주식을 취득(동법 제27조)할 수 있도록 주식취득 비율에 제한을 둘 필요성이 없을 뿐만 아니라, 경영상 필요하다고 판단하면 자본금 및 순자산 대비 부채비율을 기준으로 하여 400% 범위 내에서 외부로부터 자금을 차입하거나 사채를

128) 부동산투자의 성공 여부는 투자처는 물론이고 언제 투자하는 것이 수익을 가장 많이 올릴 수 있는가 하는 판단에 달려 있다.

129) 구조조정 부동산투자회사는 오로지 채무상환을 위한 구조조정용 부동산을 취득하여야 하므로 「부동산투자회사법」상의 규제를 최대한도로 줄여주고 있다(동법 제49조의2 제4항).

130) 매년 10%의 이익을 축적한다면 자금을 모을 수 있고, 필요한 경우 자금을 차입하거나 사채를 발행할 수 있을 것이다.

발행할 수 있도록 허용하여 주어야 할 것이다. 마지막으로 투자자에게 최대한 수익이 돌아가게 하기 위해서는 일반 부동산투자회사의 경우에도 부동산투자회사가 취득한 부동산을 재매각하거나 운용함으로써 발생한 수입에 대하여 가능한 한 세금¹³¹⁾을 감면하여 주어야 한다.

5. 감독기관의 일원화와 관련 법규의 통합필요성

부동산투자회사는 건설교통부(동법 제5조)가, 부동산펀드의 경우에는 금융감독위원회(간접투자자산운용법 제4조)가 감독하고 있다.¹³²⁾ 현재 국무총리 소속 금융감독위원회는 ABS, CRF, 기업구조조정 부동산투자회사(CRV), 「간접투자자산운용법」, 「신탁업법」에 의한 자산운용관리를 감독하고 있고, 부동산투자회사를 설립하려면 건설교통부 장관의 인가를 받아야 한다.

그러나 자산운용관리에 관한 업무영역이나 운용기준을 하나로 묶어서 부동산시장에서 예측가능성을 높이기 위해서는 서로 다른 감독기관이 하고 있는 자산운용관리에 대하여 관련규정을 하나의 법에 통합하여, 투자자로 하여금 부동산투자에 관한 법체계를 쉽게 이해할 수 있도록 하고, 자산운용자로 하여금 부동산시장에서 공정한 경쟁을 하게 하여야 한다.¹³³⁾ 하나의 법으로 부동산투자를 규제하는 경우, 전반적인 부동산 자산 운용 및 관리에 대하여는 금융감독위원회로 하여금 감독¹³⁴⁾하게 하고, 실물 부동산의 취득 등 실무적인 부분에 대하여는 자산운용관리자

131) 법인세를 의미한다.

132) 「부동산투자회사법」은 일반 국민이 부동산에 투자할 수 있는 기회를 확대하고 부동산에 대한 건전한 투자를 활성화하는 데 그 목적(동법 제1조)이 있으나, 「간접투자자산운용법」은 투자자를 보호함으로써 자본시장의 간접투자를 활성화하는 것을 목적으로 한다(동법 제1조).

133) 최성규, 앞의 논문, 84면.

134) 금융감독위원회는 주주를 보호하기 위하여 부동산투자회사 등에게 관련 자료의 제출이나 보고를 명할 수 있다(부동산투자회사법 제39조의2 참조).

가 건설교통부 등 관계기관과 협의하도록 한다면 바람직하다고 할 수 있다. 나아가서 설립자본금¹³⁵⁾에 따라서 부동산투자회사를 차별화되도록 점업을 허용하게 하고, 다만 부동산투자회사가 자산운용 관리를 철저하게 하기 위한 제도적 장치를 하여 두어야 할 것으로 생각된다.

6. 조세에 대한 법적 쟁점¹³⁶⁾

가. 부동산금융에 대한 과세

세금은 투자자의 수익을 떨어뜨리는 요소가 된다. 그러므로 투자자로서는 투자시점에서 자금의 조달, 부동산 경기 전망뿐만 아니라 과세문제를 염두에 두고 투자하지 않을 수 없다. 특히 부동산 간접투자를 하는 경우에는 직접투자의 경우와 비교하여 간접투자를 통하여 소득이 생기기 때문에 이중과세의 문제가 제기될 수 있다.

자산보유자가 유동화자산을 유동화전문회사 앞으로 자산을 매각하는 경우 「자산유동화에 관한 법률」에 의한 채권양도를 자산의 매각으로 보는 경우 양도차익에 대하여 자산보유자에게 법인세가 부과될 수 있다.¹³⁷⁾ 또한 유동화전문회사도 사업연도의 소득에 대하여 법인세와 주민세를 납부하여야 할 것이다.

부동산투자회사는 부동산개발사업을 하는 것은 물론이고, 그 자산을 부동산의 취득·관리 개량 및 처분하는 방법으로 투자운용할 수 있다(부동산투자회사법 제21조 제1호, 제2호 각 참조). 부동산투자회사가 부동산을 취득하는 경우에는 취득세·등록세를 중과하는 제도가 있었다.

135) 자본금은 250억 원 이상이어야 한다(동법 제6조 참조).

136) 부동산투자와 관련하여 발생할 수 있는 과세문제에 대하여는 박훈, “부동산간접투자에 따른 과세문제”, 『BFL』, 제21호, 서울대학교, 2007, 55면 이하에 잘 설명되어 있다.

137) 송요섭, “부동산금융의 발전에 따른 부동산세제 개선에 관한 연구 — 자산유동화 및 부동산투자신탁(REITs)를 중심으로”, 중앙대학교, 2005, 92면.

구조조정부동산투자회사(CRR)는 회사가 이익을 배당하면 배당한 만큼 회사의 소득을 줄여 주어 법인세 부담이 줄어든다. 그러나 자기관리 부동산투자회사에는 여전히 소득세제상의 혜택이 없다.

이중과세 문제와 관련하여 자기관리 부동산투자회사는 주식회사이므로 배당세액공제방식으로, 기업구조조정 부동산투자회사는 배당금손금 산입방식의 적용을 받으므로¹³⁸⁾ 자기관리 부동산투자회사가 기업구조조정 부동산투자회사보다 무거운 세금부담을 지게 되어 있다. 여기에 대하여 부분적 법인세 주주귀속방식을 개선하거나 조정방식을 변경하여 이중과세 문제를 해결한다면 자기관리 부동산투자회사와 기업구조조정 부동산투자회사 사이의 법인세 부담의 차이를 해결하여 부동산시장에서 자기관리 부동산투자회사를 활성화할 수 있을 것이라는 견해가 있다.¹³⁹⁾

종합부동산세에 관하여 간접투자기구가 가지고 있는 토지의 경우에는 종합부동산세가 과세되지 않는다. 부동산투자신탁이 별도합산 대상 토지를 보유하고 있는 경우 분리과세가 인정되고 있다(지방세법 시행령 제132조 제4항 23의 2호 참조).¹⁴⁰⁾ 이렇게 재산세가 분리 과세되는 토지에 대하여는 종합부동산세가 과세되지 않는다(종합부동산세법 제11조).

『간접투자자산운용업법』은 투자신탁을 인정(간접투자자산운용법 제2조 제3호)할 뿐 부동산투자신탁 설립과 자산운용단계 및 소득분배단계에서 과세문제에 대하여는 아무런 규정을 두고 있지 않다. 물론 투자신탁의 형태로 부동산펀드를 설립한 경우 설립등기가 필요하지 않으므로 설립과 관련된 등록세의 과세문제는 발생하지 않는다.¹⁴¹⁾

부동산신탁 설립단계에서 투자자가 부동산 또는 자산을 납입하는 경우에 있어서 투자자에게는 양도소득세가, 부동산투자신탁 자체나 자

138) 박훈, “부동산간접투자에 따른 과세문제”, 『BFL』, 제21호, 서울대학교, 2007, 63면.

139) 박훈, 앞의 논문, 64면.

140) 2005년 12월 31일 지방세법 시행령의 개정으로 가능하게 되었다.

141) 자산운용협회, 『간접투자세제(Taxation of Funds and Invests)』, 2006, 252면.

산운용회사 또는 수탁회사에게는 취득세 및 등록세 문제가 발생한다. 투자자가 현물납입을 하고 수익증권을 교부받은 경우 투자자와 수탁회사 사이에 신탁관계가 인정되지 않은 경우¹⁴²⁾에는 양도소득세가 부과될 수 있다. 나아가서 자산운용회사 또는 수탁회사가 신탁으로 부동산을 취득하였으나 신탁등기를 병행하지 않은 경우에는 양도소득세는 부과되지 않으나 취득세·등록세가 과세될 수 있다.¹⁴³⁾

다음으로 부동산투자신탁 자산운용단계에서 부동산신탁이 그 재산을 가지고 부동산을 취득하는 경우에는 취득세와 등록세를 납부하여야 하지만, 2009년 12월 31일까지 취득하는 부동산에 대하여는 ‘조세특례제한법’에 따라서 50% 감면된다. 그리고 부동산펀드가 투자목적으로 취득한 부동산을 그대로 보유하고 있는 경우 지방세인 재산세와 국세인 종합부동산세가 과세될 수 있다.¹⁴⁴⁾ 또한 부동산펀드가 보유하고 있는 부동산을 처분한 경우 양도소득세가 발생한다.¹⁴⁵⁾ 그러나 부동산펀드는 간접투자기구이므로 펀드에 대하여 법인세를 부과하면 직접투자와 비교할 때 큰 불이익이 있고, 그 결과 구조적으로 높은 비용이 발생되므로 부동산시장에서는 퇴출될 수 있다. 그러므로 「간접투자자산운용업법」은 간접투자기구로서 투자회사와 투자신탁을 열거하고 있는데, 투자신탁은 신탁의 법리에 따라서 법인세를 부과하지 않고 있다.¹⁴⁶⁾

「간접투자자산운용업법」상 부동산투자회사를 설립하는 경우에 설립등기에 따른 등록세 및 지방교육세를 납부하여야 하고, 투자자가 현물 출자하는 경우 양도소득세가 부과된다(소득세법 제88조 제1항). 부동산을 취득하는 경우에 취득세와 등록세 50%를 감면받고, 부동산을 처분하는 경우에는 양도소득세에 대한 과세특례 적용을 받는다(법인세법 제55조의2).

142) 신탁관계가 인정되는 경우에는 양도소득세 문제가 없다.

143) 자산운용협회, 앞의 책, 261면.

144) 위의 책, 262면.

145) 위의 책, 263면.

146) 위의 책, 268면.

나. 개선방향

우리나라에서 부동산을 취득하는 경우 취득세는 물론이고, 계속 보유하는 경우에도 재산세, 종합부동산세, 그리고 매도하는 경우의 양도소득세가 다른 나라와 비교하여 대단히 높은 편이다. 이러한 요소는 부동산투자자의 수익률을 떨어뜨리고 있다. 그러므로 자금을 가지고 있는 투자자는 자기가 직접 부동산에 투자하기보다는 간접투자방식을 선호하게 된다.

부동산투자회사를 통하여 간접투자를 하는 경우, 위에서 보았듯이 조세에 대한 이점이 있으나 세계적인 추세에 맞추어 볼 때는 입법론으로 세제를 보완하거나 세제상의 혜택을 주어야 할 것이다. 부동산투자회사, 즉 리츠를 활성화하기 위한 조세제도의 개선점을 살펴본다면, 부동산 취득과 관련된 세금을 대폭 줄이거나 감면하여야 하고, 법인세와 개인소득세의 이중과세를 폐지하여야 하며, 종합부동산토지세¹⁴⁷⁾의 감면 등이 필요하다. 더욱이 외국인들이 우리나라 부동산에 투자할 수 있도록 하기 위해서는 대담하게 세제를 개편할 필요가 있다.¹⁴⁸⁾ 부동산펀드의 경우 「간접투자자산운용업법」에 의하여 투자신탁의 형태를 취하면 법인세가 부과되지 않지만, 위에서 본 바와 같이 현행법제하에서는 종합부동산세, 양도소득세가 부과되므로 관련세법을 과감하게 개정하여 부동산시장에서 부동산펀드가 제 기능을 다할 수 있도록 하여 주어야 한다.¹⁴⁹⁾

7. 프로젝트 금융회사

가. 설립 가능성

「프로젝트 금융회사법안」이 2001년 11월 24일 발의되어 국회에서

147) 재산세 분리과세는 인정되고 있다.

148) 부동산투자에 있어서의 세금의 역할은 매우 중요하다. 그것은 부동산 투자의 수익률에 직접적으로 영향을 주기 때문이다.

149) 이러한 논의는, 외국 투자자가 우리나라에서 부동산투자를 하여 세금혜택을 받는 것을 세금회피라고 주장하는 것과는 무관하다.

표류하다 상정되지 못하고 결국 폐기되기는 하였으나, 「법인세법」은 프로젝트 금융회사의 존재를 인정하고 있다(동법 제51조의2 제1항 제6호, 동법 시행령 제86조의2).

「프로젝트 금융회사법안」에 따르면, 프로젝트 금융회사는 프로젝트를 수행할 목적으로 업무를 영위하여 그 수익을 배분하기 위하여 한시적으로 설립되는 회사를 말하고, 프로젝트 금융이란 프로젝트를 수행할 회사를 설립하고, 그 프로젝트에서 발생할 미래의 현금수입을 주요 상환재원으로 하여 자금을 조달하고 지원하는 금융기법이라고 하고 있다. 다만 프로젝트 금융회사는 당해 프로젝트 수행에 필요한 자산의 매입 취득과 보유하고 있는 자산의 관리 운용 및 처분 업무를 할 수 있으며, 다만 자산운영업무는 자산관리회사에게 위탁하도록 하고 있다.

「법인세법」에도, 프로젝트 금융회사를 회사의 자산을 설비투자, 사회간접자본 시설투자, 자원개발 등 상당한 기간과 자금이 소요되는 특정사업에 운용하여 그 수익을 주주에게 배당하는 주식회사로 정의하고, 배당가능이익의 100분의 90 이상을 배당한 경우에는 그 금액을 당해 사업연도의 소득금액에서 공제하여 주는 외에 취득세 및 등록세의 50%를 감면하여 주는 것으로 되어 있다.

나. 필요성

부동산금융은 자산유동화와 부동산펀드, 부동산투자회사와 같은 특수목적회사를 이용하여 일으킬 수 있으나, 앞에서 보았듯이 자산유동화는 새로운 부동산의 개발보다는 기존의 부동산을 유동화하여 처분하여 이용되는 데 그치고, 부동산펀드나 부동산투자회사를 통한 부동산개발 금융도 자산을 운용함에 있어서 매우 제한적일 수밖에 없다. 그러므로 대규모 부동산개발사업을 하기 위해서는 반드시 프로젝트 금융회사를 설립하여 이를 진행하지 않을 수밖에 없고, 부동산개발을 활성화하기

위해서는 「법인세법」 외에 프로젝트 금융회사에 대한 근거법령의 제정이 절실하게 요구된다.

VI. 맺는말

이 글은 먼저 프로젝트 파이낸스의 하나인 부동산금융에 대해 알아본 다음, 부동산간접투자기구라고 일컬어지는 부동산투자회사와 부동산펀드를 「부동산투자회사법」, 「간접투자자산운용업법」, 그리고 「자산유동화에 관한 법률」 등의 법률적인 조명으로 투자자와 부동산시장의 활성화라는 관점에서 무엇이 법적인 쟁점이 되는지를 살펴보았다.

이렇게 부동산개발과 관련된 법률을 통하여 부동산투자간접기구를 살펴보는 이유는, 우리나라에서는 아직도 부동산투자가 장기적으로는 안정적이고 수익률이 가장 높다는 고정관념이 있고, 최근에 부동산 투자 ‘리츠펀드’라는 이름으로 부동산펀드가 시중에서 대단한 인기를 누리고 있다는 점에서, 과연 관련법이 부동산개발관련 금융을 어떻게 규제하고 있는지 살펴봄으로써 우리나라의 부동산개발과 관련된 제도나 운영상의 기법을 선진국 수준으로 끌어 올려야 한다는 의무감에서 비롯되었다고 하여도 과언이 아니다. 그러나 현실은 위와 같은 법제도와는 별도로 전통적인 방법으로 금융을 일으켜 부동산을 개발하는 경우가 적지 않고, 진정한 의미의 부동산개발금융, 즉 부동산개발 프로젝트 파이낸스가 오히려 적은 편이다. 그것은 아직도 부동산개발금융의 모태가 될 수 있는 「간접투자자산운용업법」, 「부동산투자회사법」이 잘 정비되어 있지 않은 것도 그 이유의 하나라고 생각된다.

최근에는 부동산투자가 국내뿐만 아니라 중국, 캄보디아, 베트남 등 국외 부동산을 개발하는 투자도 늘어나고 있다. 그러나 국외 부동산을 투자하여 수익을 올리는 경우에도 부동산개발 프로젝트 금융의 형식을

가지고 있고, 국내의 기업이 부동산개발의 주체가 되어 이를 개발하여 투자자들에게 수익을 가져다주는 형태이므로, 결국 「간접투자자산운용업법」, 「부동산투자회사법」에서 인정하고 있는 부동산펀드가 주축을 이루고 있는 것이다.

이러한 부동산개발을 통하여 투자자에게 많은 수익을 가져다주고 국가경제에 이바지하기 위해서는, 자산유동화제도를 확장시키고, 리츠를 대표로 하는 부동산투자회사, 즉 자산관리회사제도를 활성화할 필요성이 절실하다.

그렇게 하기 위하여 우선 리츠의 설립에 대하여는 자본금에 따라 단계별로 차등화하고, 자산운용의 면에서는 운용전문가의 요건을 강화하는 한편, 자산운용에 대하여는 대폭 규제를 완화할 필요성이 있다고 생각된다.

다음으로 부동산펀드에 대하여도 이를 단순히 펀드라고 볼 것이 아니라 재단법인에서 기본자산을 운용하는 예에서 보듯이 일정한 경우에는 부동산펀드에 대해서도 법적인 권능을 부여하는 것도 생각하여 볼 수 있다.

마지막으로 투자자가 부동산투자자로 인하여 수익을 올리기 위하여 먼저 생각하는 것이 조세라고 한다면, 투자자와 리츠 또는 부동산펀드로 연결되는 과정에서 발생될 수 있는 조세를 최대한 감면하는 과감한 입법도 필요할 것이다.

(투고일 2007년 7월 2일, 심사일 2007년 8월 10일, 게재확정일 2007년 8월 10일)

주제어 : 대주단, 도관체, 리츠, 부동산개발 금융, 부동산펀드, 부동산투자회사, 사업주, 완성위험, 운영위험, 유동화전문회사, 자산관리, 자산유동화, 자산운용회사, 자산관리회사, 자기관리 부동산투자회사, 장래지불흐름, 장래현금흐름, 종합부동산세, 진정한 매매, 투자신탁, 특별목적법인, 프로젝트 금융회사, 프로젝트 파이낸스

[Abstract]

Legal Issues on the Banking for the Real Estate Development Project Finance

Hong-Ki Jin*

The revitalization of the real property market in Korea had been in full swing when the unprecedented financial crisis of 1997 struck companies and banks, which suffered severe financial difficulties due to currency shortfalls. The situation demanded and facilitated the introduction of asset-backed securities (“ABS”), whereby advanced loans linked with real property could be sold. Such securities were backed and facilitated by the enactment of the Asset-Backed Securitization Act (“Securitization Act”), whose purpose was to contribute to the sound progress of the national economy by the establishment of a system for asset-backed securitization.

In addition, the promulgation of the Act on Business of Operating Indirect Investment and Assets (“Indirect Investment Act”) has enabled a large group of investors to get access to real property funds, which are offered by professional asset management companies, and take part in profits from real property. Furthermore, the Real Estate Investment Act (“Real Estate Act”) has invited small investors to invest their funds in real property and has made it possible for real estate investment companies to raise real estate funds directly from the market when they plan to develop real property.

Project finance is a form of finance for particular projects, such as toll

* Professor, College of Law, Konkuk University

roads, railways, power stations, shopping centers and housing developments, which takes repayment from the present and future cash-flow of the respective project. In contrast to an ordinary borrowing situation, the financier of the project finance has little or no recourse to the non-project assets of the borrower or the sponsors of the project. Even though there are numerous risks, such as completion and resource/reserve risk, the project finance tool is now widely being employed by project sponsors who develop real property by way of securitizing future cash flow.

The Securitization Act allows two types of entities to issue asset-backed securities. One is a special purpose company and the other a trust company which can be established under the Trust Business Act (“Trust Act”). Both vehicles may use securitized assets transferred to them by the originator as the underlying assets. These ABSs have transformed and fostered the market for raising funds for investment in real property. However, the Securitization Act mainly focuses on promoting sound financial institutions and corporations by the facilitation of financing activities, and strictly prohibits refinancing and the transfer of equity shares of special companies. As a result, it has brought about and fostered the establishment of paper companies that were not allowed to asset-backed securities.

As the real property market needs funds directly from a variety of investors, the Real Estate Act was promulgated in order to enable investors at large to have more opportunities to invest in real estate and therefore the sponsors can raise real property funds from the indirect investment market. Under the Real Estate Act, real estate investment companies come in three forms. The first, self-managed real estate companies, have their own company organization and manage assets. However, self-managed real estate companies do not exist because of tax issues. The second type, trust-management real estate

companies, are paper companies that entrust asset management companies (“AMC”) with the management of real estate. The actions of corporate restructuring real estate investment trusts (REITs), the third type of company allowed under the Real Estate Act, are limited to procuring real estate of companies undergoing restructuring. Real estate investment companies enjoy the benefits of a 50% reduction in real property acquisition tax as well as registration tax. However, it is necessary for the Real Estate Act to be revised in order to vitalize the real property market, especially to attract foreign investors.

Indirect investment means collecting funds from investors to operate assets and distribute profits accruing from that operation to investors. The Indirect Investment Act envisages “investment trusts,” indirect investment funds used by a settlor who entrusts management and operation of the investment trust property with a trustee who manages it according to the settlor’s instructions and then distributes beneficial rights to the investor and the investment company. It goes without saying that the Indirect Investment Act has revitalized the real property fund market because it provides a mechanism enabling a wide variety of investors to invest in the real property market.

Under the Indirect Investment Act, real property funds may be invested to procure real property and also make loans to companies that operate real property businesses. However, the Indirect Investment Act limits the scope of loans made by real property funds to companies doing real property-related business to the extent of the net assets of the real property fund, and the same act obliges the real property fund to procure securities at the same time. In addition, for real property funds under the Indirect Investment Act, the raising of funds by borrowing from financial institutions shall not exceed twice the net assets of the real property fund.

On the other hand, under the Real Estate Act REITs are confined to invest less than 30/100 of their own capital in individual real estate development projects, which refers to the amount obtained by subtracting total liabilities from total assets on the balance sheet.

But the limitation on investment scope for REITs and property funds may deteriorate the capital structure of those real property investment vehicles, resulting in the diminution of profits for the investors, too. Therefore, it is strongly recommended that the relevant provisions be amended to the extent that the real property market may prosper and that investors may freely invest in the market.

Regarding supervisory authority over real property management vehicles, real property companies are supervised by the Ministry of Construction and Transportation (“MCT”), whereas AMCs are controlled by the Financial Supervisory Commission (“FSC”), when the license for company establishment is concerned. In light of the need for expediency and harmonization of the relevant provisions for real estate development, it is recommended that the FSC may have an authority for the overall management and operation of real property and real property funds, while AMCs or sponsors for real property development may get access to the relevant authority under the MCT to consult for the procurement of the real property.

Lastly, investors may be concerned about taxes, because while taxes are not the only factor having influence on investors when seeking investments in real property, they take a large portion of profits for the real estate companies and real estate funds. Accordingly, it is required that, real estate acquisition tax and the income tax be adjusted in line with the real property market demands and the double taxation of corporate and individual income should be repealed.

Key Words : ABS, Asset-backed securities, Asset-backed Securitization, Asset Management, Asset Management Companies, Conduit, Real Estate Funds, Real Estate Investment Trusts(REITs), Future Cash-Flow, Indirect Investment, MBS, Paper Company, Project Finance, Project Sponsor, Project Risk, Real Estate Development, Special Purpose Vehicle(SPV), Special Purpose Company(SPC)