

부동산금융의 최신 동향

이 석* · 오지현**

I. 서문

부동산금융은 크게 상업용 건물에 대한 매수 시의 인수금융 및 개발과 관련한 개발금융으로 분류할 수 있을 것이다. 인수금융의 측면에서는 기존에 이미 광범위하게 사용되고 있는 (근)저당권설정부대출 또는 담보신탁의 우선수익자 지위 부여를 전제로 한 대출형태는 여전히 많은 부분을 차지하고 있는 것으로 보이며, 최근 총수익스왑 또는 총수익 교환약정으로 불리는 TRS(Total Return Swap)를 이용한 형태도 나타나고 있다. 개발금융은 관리형 토지 신탁구조를 이용한 기존 구도에서 최근 몇 년간은 차입형 개발신탁의 비율이 높아지고 있는 것을 알 수 있다. 또한 은행이나 보험회사 등 제1금융권 금융기관들이 진입하기 어려운 개발사업이나 충분한 담보가 제공되지 않는 프로젝트 파이낸싱(Project Financing, 이하 'PF대출')의 경우, 유동화구조를 이용한 다양한 형태의 대출방식이 활용되고 있으며, 이에 추가하여 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 '자본시장법')에 따른 전문투자형 사모집합투자기구에 대해 직접적인 대출이 허용됨에 따라 투자자의 입장에서 선택폭은 더 넓어지게 된 것이 사실이다.

한편 국내 저금리기조의 일반화를 피하여 투자자들은 유럽이나 미국 등 주요 선진국 우량 상업용 건물을 담보로 하여 선순위상업용 부동산담보대출 또는 이른바 메자닌대출(mezzanine loan)^{1, 2}을 하는 사례가 증가하였고, 그 형태도 집합투자기구를 통하여 직접적으로 대출을 실행하거나 이러한 대출을 전문적으로 수행하는 현지 외국법에 따라 설립된 특수목적법인(Special Purpose Company, SPC)의 지분을 취득하는 형태로 대출에 참가하는 등 다양해지고 있다. 특히 그동안의 투자 경험에 비추어 한국 투자자들이 선호하는 안정적이면서도 비교적 높은 수익을 향유할 수 있는 미국 상업용 부동산에 대

* 법무법인 세종 변호사

** 법무법인 세종 변호사

1 선순위담보대출의 다음 순위인 후순위대출·금융을 subordinated debt / financing이라고 하며, mezzanine loan, preferred equity, A / B-Note, second mortgage가 subordinated debt의 가장 일반적인 형태이다(<https://www.crefc.org/crefcdocs/CREFCPrimerInvestinginUSCREDebtProducts.pdf>).

2 뒤에서 설명하는 미국에서의 전형적인 mezzanine loan을 '중순위대출'이라는 다소 포괄적인 개념으로 칭하기보다는 '메자닌대출'로 표기하는 것이 설명의 취지에 부합하는 것으로 보여 이하에서는 메자닌대출로 표기하기로 한다.

한 후순위대출(subordinated debt)의 대출구조 및 채권자구제방안 등은 이미 큰 관심의 대상이다.

부동산금융의 최근 동향과 관련하여 위에서 언급한 각각의 대출방식에 대한 개략적인 설명과 그에 따라 발생할 수 있는 실무적인 법적 쟁점을 알아보기로 한다.

II. 저당권설정방식과 부동산담보신탁방식의 비교

1. 부동산담보신탁의 활용

부동산금융 거래의 담보로서는 전통적으로 저당권이 가장 많이 활용되어 왔다. 그러나 대규모의 자금이 투입되는 각종 부동산개발사업을 추진하는 과정에서 이용되고 있는 PF대출 등을 비롯하여 새로운 금융기법들이 활성화되면서부터 전통적인 저당권으로는 이러한 금융기법들이 요구하는 다양한 요소를 충족시키기 어렵게 되었고, 저당권을 대체할 만한 새로운 담보방법의 필요성이 커졌다.³ 이러한 측면에서 부동산담보신탁은 새로운 유형의 담보방법으로 PF대출 등에서 적극 활용이 되기 시작하였다.⁴ 이하에서는 우선 부동산담보신탁의 개념 및 법적 근거를 살핀 후 저당권설정방식과 담보신탁방식의 비교를 통하여 부동산담보신탁의 유용성 및 활용방안에 대하여 알아보기로 한다.

2. 부동산담보신탁의 개념 및 법적 근거

(1) 부동산담보신탁의 개념

최근 PF대출 등에서 부동산담보신탁이 흔히 활용되고 있음에도 불구하고, 신탁법 등의 법령이나 판례에서 부동산담보신탁의 개념에 대해 명확히 정의하고 있지는 않은 것으로 보인다. 다만 현재 신탁

관련 문헌^{5·6}이나 신탁계약서 등의 실무서류에서 정의하고 있는 부동산담보신탁의 개념을 종합하여 보면, 대체로 '(i) 담보의 목적으로 (ii) 채무자인 위탁자가 채권자를 수익자로 하여 수탁자에게 부동산의 소유권을 이전하고, (iii) 채무자의 채무불이행 시 수탁자가 담보목적 부동산을 처분하여 그 매각대금으로 채권자인 수익자의 채무를 상환하는 것을 내용으로 하는 신탁'이라고 볼 수 있다.

이와 관련하여 채권자를 수익자로 하는 '타익신탁' 이외에 위탁자인 채무자 자신이 수익자가 되는 '자익신탁'도 부동산담보신탁의 개념에 포함시킬지 여부 등 부동산담보신탁의 정의에 대해 학설상 견해가 나뉘고 있는 것으로 보이며,⁷ 그에 따라 부동산담보신탁의 성질이나 각종 법적 효력의 설명방식에도 차이가 생긴다. 자익신탁의 경우에는 신탁설정 후 채권자에게 수익권을 담보로 제공하는 별도의 행위가 있어야 하는데, 실무적으로는 신탁설정 당시부터 채권자를 우선수익자⁸로 지정하는 내용의 '타익신탁'으로 설정하는 경우가 대부분이므로, 이 글에서는 '타익신탁' 형태의 부동산담보신탁을 전제로 살펴보기로 한다.

3 양진섭, "부동산담보신탁에 관한 소고," BFL 제52호(2012. 3), 서울대학교 금융법센터, 74면

4 신영수 / 윤소연, "부동산신탁의 쟁점," BFL 제62호(2013. 11), 서울대학교 금융법센터, 48면

5 김상용, "부동산담보신탁제도 개발의 필요성과 법적 문제점 검토," 경영법률 제5집(고 이윤영 박사 추모논문집, 1992), 한국경영법률학회, 663면

6 윤진수, "담보신탁의 도산절연론 비판," 비교사법 제25권 제2호(2018. 5), 비교사법학회, 699면

7 양진섭, 앞의 논문(주 3), 75면

8 '우선수익자'는 신탁법상 '수익자'에 해당하며, '우선수익자'라는 용어는 신탁법상 용어는 아니나, 금융기관 등의 채권자들은 자신의 채권이 우선적으로 상환되어야 하는 채권이기에 때문에 상환순서상 선순위수익자임을 부각시키는 의미로 '우선수익자'라는 용어를 사용한다(오상민, "신탁법상 유한책임특약의 효력에 대한 고찰," 변호사 제48집(2016. 1), 서울지방변호사회, 54면).

(2) 법적 근거

2011년 7월 25일 법률 제110924호로 전면개정된 신탁법(이하 II에서 '개정 신탁법') 이전의 신탁법(이하 II에서 '구 신탁법') 제1조 제2항에서는 신탁의 정의에 대하여 “...그 재산을 관리·처분하게 하는 법률관계”라고만 명시하고 있어서 위 조항이 ‘관리 신탁’ 및 ‘처분신탁’ 이외에 담보신탁의 근거가 될 수 있는지 여부가 명확하지 않은 측면이 있었다. 그러나 개정 신탁법 제2조에서는 신탁의 정의에 대하여 “...그 재산의 관리, 처분, 운용, 개발, 그 밖에 신탁 목적의 달성을 위하여 필요한 행위를 하게 하는 법률관계”라고 명시하여 수탁자의 신탁재산의 관리범위를 확대하는 한편, 새로운 유형의 신탁에서 필요한 관리방법을 모두 포함할 수 있도록 하는 포괄적인 내용을 추가하고 있어,⁹ 현재는 개정 신탁법 제2조를 담보신탁의 명시적인 법적 근거로 볼 수 있다.

3. 저당권설정방식과 부동산담보신탁방식의 비교

(1) 신탁재산의 독립성(강제집행 등의 금지)

저당권의 경우에는 대주와 차주의 여신거래계약 등에 별도로 규정하는 것은 별론으로 하더라도, 설정자인 차주의 후순위권리(임차권·저당권 등)설정을 원칙적으로 금지할 수 있는 법상 규정이 없고,¹⁰ 차주의 일반채권자 등으로부터 강제집행을 당할 위험이 존재한다.

그러나 신탁재산에 대하여는 개정 신탁법상 신탁 전의 원인으로 발생한 권리¹¹ 또는 신탁사무의 처리상 발생한 권리에 기한 경우를 제외하고는 강제집행·담보권 실행 등을 위한 경매·보전처분 또는 국세 등 체납처분을 할 수 없도록 규정되어 있어서,¹² 부동산담보신탁 방식의 경우 신탁부동산이 위

탁자나 수탁자의 일반채권자 또는 과세관청 등으로부터 강제집행을 당하거나 경매·보전처분 또는 체납처분의 대상이 될 위험성이 존재하지 않는다.

(2) 도산절연의 효과

신탁재산이 위탁자나 수탁자의 도산으로부터 절연되어 독립된 재산으로 취급되는 도산절연의 효과는, 저당권에는 존재하지 않는 신탁제도의 고유한 효과로서, 부동산담보신탁방식을 이용하게 되는 가장 큰 이유 중의 하나이다.

즉 신탁법상 신탁재산은 수탁자의 고유재산으로부터 구별되어 관리될 뿐만 아니라 위탁자의 재산권으로부터도 분리되어 독립성을 갖게 되는 것이어서 앞에서 살펴본 바와 같이 강제집행 등이 금지되며, 이를 보장하기 위하여 신탁법은 (i) 수탁자는 신탁재산을 수탁자의 고유재산과 분별하여 관리하여

9 법무부, 신탁법 해설(초판), 2012, 10-12면.

10 실무상으로는 통상 대주와 차주 간의 여신거래약정서에 대주가 인정하는 선순위권리를 명시하는 한편, 차주의 후순위권리설정을 제한하는 규정을 두고, 이를 위반할 경우 기한이익 상실사유가 되는 규정을 두는 방법으로 차주의 후순위권리설정을 제한하고 있기는 하나, 차주가 이를 위반하여 후순위권리를 설정할 경우 해당 후순위권리를 무효로 할 방법이 없고, 차주의 일반채권자로부터 강제집행을 당하는 것을 막을 수 없다는 근본적인 한계가 있다.

11 대법원은 “신탁 전의 원인으로 발생한 권리라 함은 신탁 전에 이미 신탁부동산에 저당권이 설정된 경우 등 신탁재산 그 자체를 목적으로 하는 채권이 발생되었을 때를 의미하는 것이고, 신탁 전에 위탁자에 관하여 생긴 모든 채권이 이에 포함된다고 할 수 없고...”라고 판시하거나(대법원 1987. 5. 12. 선고 86다545, 86다카2876 판결), “신탁대상 재산에 대하여 부과된 국세라 하더라도 신탁법상의 신탁이 이루어지기 전에 압류를 하지 아니한 이상, 그 조세채권이 신탁법 제21조 제1항 소정의 ‘신탁 전의 원인으로 발생한 권리’에 해당된다고 볼 수 없다”고 판시함으로써(대법원 1996. 10. 15. 선고 96다7424 판결), “신탁 전의 원인으로 발생한 권리”를 “신탁재산”에 대하여 “저당권, 압류, 가압류, 가처분 등 등기부상 공시”가 되어 있는 경우로 한정하고 있다.

12 신탁법 2014년 3월 18일 개정, 법률 제2420호, 2015년 3월 19일 시행, 제22조 제1항

야 하고,¹³ (ii) 신탁재산임을 등기하여公示하도록 하며,¹⁴ (iii) 신탁재산은 수탁자가 도산절차에 들어가도 “수탁자의 파산재단, 회생절차의 관리인이 관리 및 처분권한을 갖고 있는 채무자의 재산이나 개인회생재단”을 구성하지 아니하도록 규정하고 있다.¹⁵ 위와 같은 신탁재산의 독립성의 결과 신탁에는 일반적으로 도산절연의 효과가 인정된다고 설명되고 있는데, 도산절연의 효과는 위탁자의 도산과 수탁자의 도산의 두 측면에서 구체적으로 검토될 필요가 있다.

1) 수탁자의 도산으로부터의 절연

앞에서 살펴본 바와 같이, 신탁법은 “신탁재산은 수탁자의 파산재단, 회생절차의 관리인이 관리 및 처분권한을 갖고 있는 채무자의 재산이나 개인회생재단을 구성하지 아니한다”¹⁶고 규정함으로써 신탁재산이 수탁자의 도산으로부터 절연된다는 점에 관하여 명시적으로 규정하고 있다. 다만 신탁재산의 소유권은 법률적으로 수탁자에게 이전되지만 수탁자는 사실상 수익자의 이익을 위해 관리하는 것에 불과하다는 점, 신탁재산에 대해서는 원칙적으로 강제집행 등이 금지되어 있다는 점¹⁷ 등에 비추어 보면 위와 같은 신탁법 규정이 없더라도 해석상 위조항과 같은 내용이 도출될 수 있을 것이다.

2) 위탁자의 도산으로부터의 절연

신탁법상 명시적 규정이 있는 수탁자의 도산과 달리 위탁자가 도산할 때에 대하여는 별다른 규정이 없으나, 학설¹⁸ 및 판례^{19·20}는 일치하여 진정신탁²¹의 경우 신탁법상의 신탁을 통하여 위탁자 소유의 재산을 신탁목적으로 수탁자에게 처분하는 행위를 거치면 신탁재산은 대내외적으로 위탁자로부터 수탁자에게 완전히 이전되고 신탁된 재산은 위탁자의 재산을 구성하지 아니한다는 점에서, 위탁자에 대하여 파산절차 또는 회생절차가 개시되더라도 신탁재산은 동 절차에 구속되지 아니한다고 하

여 위탁자의 도산 시에도 도산절연의 효과를 인정한다.

다만 담보신탁의 경우에는 진정신탁과 달리 단지 위탁자가 그 소유재산을 특정 채권자에게 담보로 제공한 것에 불과하여 위탁자에 대하여 도산절차가 개시되는 경우 수익자의 권리는 도산절차에서 단지 담보권으로 취급되어야 하는 것이 아닌지가 문제될 수 있다. 그러나 담보신탁의 경우에도 대법원판례²²는 담보목적으로 타익신탁을 설정하여 수익권

13 신탁법 제37조.

14 신탁법 제4조.

15 신탁법 제24조.

16 신탁법 제24조.

17 양진섭, “부동산담보신탁에 관한 연구,” 서울대학교 법학석사 학위논문, 2012, 122-123면.

18 오영준, “신탁재산의 독립성,” 민사판례연구 제30권(2008), 한국민사판례연구회, 40면.

19 대법원 2002. 3. 15. 선고 2000다52141 판결.

20 대법원 1996. 10. 15. 선고 96다 17424 판결.

21 위탁자의 수탁자에 대한 신탁재산이 담보목적이 아닌 통상의 관리처분을 위한 것이고 담보거래로 재구성되지 않는 신탁을 의미한다.

22 대법원은 (i) 위탁자가 채무담보를 위하여 자기소유의 부동산에 대하여 수탁자와 담보신탁용 부동산관리·처분신탁계약을 체결하고 채권자에게 신탁원본 우선수익권을 부여한 사안에서, 수탁자 앞으로 신탁을 원인으로 한 소유권이전등기를 경료하였다면, 위탁자의 신탁에 의하여 신탁부동산의 소유권은 수탁자에게 귀속되었다고 할 것이고, 그 후 신탁자에 대한 회사정리절차가 개시된 경우 채권자가 가지는 신탁부동산에 대한 수익권은 회사정리법 제240조 제2항(현 채무자회생법 제250조 제2항 제2호)에서 말하는 ‘정리회사 이외의 자가 정리채권자 또는 정리담보권자를 위하여 제공한 담보’에 해당하여 정리계획이 여기에 영향을 미칠 수 없다고 할 것이므로 채권자가 정리채권 신고기간 내에 신고를 하지 아니함으로써 정리계획에 변제의 대상으로 규정되지 않았다 하더라도, 이로써 실현되는 권리는 채권자가 신탁자에 대하여 가지는 정리채권 또는 정리담보권에 한하고, 수탁자에 대하여 가지는 신탁부동산에 관한 수익권에는 아무런 영향이 없다고 하였고(대법원 2001. 7. 13. 선고 2001다 9267 판결), (ii) 위탁자가 분양형 토지신탁계약을 체결하면서 채무를 담보할 목적으로 타익신탁방식으로 채권자에게 1순위 수익권을 부여한 사안에서 그 수익권은 정리절차 개시 당시 정리회사인 위탁자 회사의 재산이 아니므로 정리담보권이 아니라고 하였으며(대법원 2002. 12. 26. 선고 2002다 49484 판결), (iii) 위탁자가 부동

을 채권자에게 제공한 때 또는 채권자에게 신탁재산에 대하여 직접 담보권을 설정하여 준 때, 이러한 수익권이나 담보권은 채무자 회생 및 파산에 관한 법률(이하 '채무자회생법') 제250조 제2항 제2호에서 말하는 '채무자 외의 자가 회생채권자 또는 회생담보권자를 위하여 제공한 담보'에 해당하여 회생담보권에 해당하지 아니하므로, 위탁자에 대하여 회생절차가 개시되더라도 해당 절차와 무관하게 그에 관한 권리를 행사할 수 있는 것으로 보고 있다. 이와 같은 대법원판례에 대해 학계에서는, 채무자가 회생할 수 있음에도 불구하고 회생의 기회를 박탈하여서는 안 되고, 담보신탁은 기능 면에서 채무자 회생법이 회생담보권으로 규율하고 있는 양도담보와 차이가 없으므로 유추에 의하여 회생담보권으로 취급되어야 한다는 유력한 반론이 제기되고 있다.²³

(3) 수익권의 유통성 측면

PF대출 등의 경우, 대주는 저당권의 유통을 통하여 투하자본을 회수하거나 신규자금을 조달할 필요성이 있으나, 현행 우리나라의 민법상 저당권은 피담보채권의 존재를 전제로 해서만 존재하고(부종성),²⁴ 피담보채권과 분리하여 타인에게 양도하거나 다른 채권의 담보로 하지 못하며(수반성), 등기의 공신력이 인정되지 못하고 있기 때문에 저당권 자체의 유통은 어려운 상황이다.²⁵

이에 반하여 부동산담보신탁에서 위탁자의 채권자인 우선수익자가 보유하고 있는 수익권은 민법상 저당권처럼 강한 부종성 및 수반성을 요하는 것이 아니어서²⁶ 반드시 피담보채권이 존재하여야 할 필요가 없으며,²⁷ 피담보채권과 분리하여 수익권만 타인에게 양도하는 것이 가능하고,²⁸ 부동산등기법상 수익권 자체가 등기되어야 하는 것도 아니므로²⁹ 수익권의 유통이 가능한 측면이 있다. 특히 개정 신탁법에서는 수익증권을 발행하는 신탁(이른바 수익증권발행신탁)에 대한 규정을 전면적으로 도입³⁰하

여 수익증권의 발행, 수익자명부, 수익증권발행신탁 수익권의 양도, 수익증권의 권리추정력, 수익증권발행신탁 수익권에 대한 질권 등에 관한 구체적인 규정을 두어 수익권을 유통할 수 있는 법적 근거 및 방안을 마련하였다. 이와 같은 수익증권발행신탁의 도입 전에도 실무적으로는 우선수익자에게 수

산을 수탁자에게 신탁하고 수탁자가 위탁자의 채권자에 대한 채무의 담보를 위하여 신탁부동산에 근저당권을 설정해 준 사안에서 동 부동산은 신탁의 수탁자가 소유한 재산이므로 그 부동산에 설정된 저당권은 제3자가 제공한 담보에 해당한다고 함으로써 채권자가 위탁자에 대한 회생절차에서 대출원리금채권을 정리채권이나 정리담보권으로 신고하지 않았다고 하더라도 신탁의 수익권이나 신탁부동산에 대한 근저당권은 실권되지 아니하고 정리절차와 관계없이 행사할 수 있다고 하였으며(대법원 2003. 5. 30. 선고 2003다18685 판결), (iv) 신탁자가 그 소유의 부동산에 자신의 채권자를 위하여 저당권을 설정하고 저당권 설정등기를 마친 다음, 그 부동산에 대하여 수탁자와 부동산신탁계약을 체결하고 수탁자 앞으로 신탁을 원인으로 한 소유권이 전등기를 경료해 준 사안에서, 수탁자는 저당부동산의 제3취득자와 같은 지위를 가지므로 그 후 신탁자에 대한 회생절차가 개시된 경우 채권자가 신탁부동산에 대하여 갖는 저당권은 채무자 회생법 제250조 제2항 제2호의 '채무자 외의 자가 회생채권자 또는 회생담보권자를 위하여 제공한 담보'에 해당하여 회생계획이 여기에 영향을 미치지 않고, 회생절차에서 채권자의 권리가 실권되거나 변경되더라도 이로써 실권되거나 변경되는 권리는 채권자가 신탁자에 대하여 가지는 회생채권 또는 회생담보권에 한하고, 수탁자에 대하여 가지는 신탁부동산에 관한 담보권과 그 피담보채권에는 영향이 없다고 판시(대법원 2017. 11. 23. 선고 2015다47327 판결)한 바 있다.

23 윤진수, 앞의 논문(주 6), 697-742면.

24 다만 근저당권의 경우에는 성립 및 소멸에서의 부종성이 완화된다.

25 양진섭, 앞의 논문(주 3) 84면.

26 대법원 2017. 6. 22. 선고 2014다225809 전원합의체 판결.

27 즉 피담보채권의 소멸만으로 수익권이 소멸하는 것이 아니라 담보신탁계약의 목적 달성이 불가능해졌거나 담보신탁계약의 신탁기간이 만료하는 등 담보신탁계약이 정한 바에 따라 담보신탁계약이 종료되어야 수익권이 소멸한다.

28 물론 담보신탁계약에서 당사자들이 수익권의 양도를 제한하거나 질권설정을 제한하는 특별한 약정을 두는 것은 가능하다.

29 즉 부동산등기법상 신탁원부에 수익자의 성명 및 주소, 수익자를 지정하거나 변경할 방법을 정한 때에는 그 방법, 수익권의 발생 또는 소멸에 관한 조건이 있는 때에는 그 조건 등을 등기하도록 되어 있으나, 수익권 자체가 등기되어야 하는 것은 아니다.

30 신탁법 제78조 내지 제86조.

익권증서를 발행하고 있었고, 현재에도 이와 같은 방식이 주로 사용되고 있는데, 이와 같은 수익권증서는 단순히 증거증권에 지나지 않아 수익권증서의 교부만으로는 수익권이 이전될 수는 없다.³¹

그러나 실무적으로는 부동산담보신탁이 주로 PF 대출에서 활용되고 있는 관계로 피담보채권인 여신 거래약정과 분리하여 수익증권을 양도할 필요성이 없고, 피담보채권과 분리하여 수익증권을 양도할 수 있게 하면 오히려 관련 당사자 간 권리·의무관계에 혼란을 야기할 수 있기 때문에 아직까지는 부동산담보신탁에서 수익증권발행신탁이 활용될 필요성은 낮은 것으로 보인다. 특히 개정 신탁법상 수익증권발행신탁이 도입되었음에도 불구하고, 자본시장법상으로는 금전신탁계약에 의한 수익권³² 및 투자신탁의 수익권³³의 경우에만 수익증권 발행에 관한 규정을 두고 있어서, 자본시장법상으로는 부동산신탁계약에 의한 수익권의 수익증권 발행이 제한되는 것으로 볼 여지가 있다는 점에서 입법상 보완이 필요한 상황이다.

(4) 기타 절차적 측면 및 사업적 측면

부동산담보신탁의 경우 신탁재산의 환가사유 발생 시 신탁회사에서 공개경쟁을 통한 임의매각의 방식으로 환가절차를 진행하므로 저당권의 경우에 비해 절차가 상대적으로 간편하며, 단기간 내에 신속하고 비교적 저렴한 비용으로 시장가격에 근접한 매각대금의 확보가 가능하며, 이로 인하여 우선수익자인 채권자는 대출금을 빠른 시간 내에 상대적으로 많은 금액을 상환받을 수 있는 장점이 있다.

또한 PF대출을 이용하는 개발사업의 경우 다수의 이해관계자가 관여하는데, 부동산담보신탁을 활용하면 수익권을 계층화하여 선순위·중순위 및 후순위 간의 이해관계를 반영할 수 있고, 피담보채권자가 복수인 때에도 신탁부동산의 일원적인 관리·처분이 가능하도록 할 수 있는 등 수익권자들의 복잡

한 이해관계를 적절히 조율할 수 있으며, 신탁회사를 통하여 신탁부동산과 관련된 현금흐름을 일괄적으로 통제할 수 있어서 궁극적으로는 원활하고 안정적인 개발사업의 진행을 가능하게 하는 장점이 있다.³⁴

III. 차입형 개발신탁의 구조 및 현황

1. 국내 차입형 개발신탁의 역사 및 현황

국내 부동산신탁시장은 1991년 자산관리공사의 대한부동산신탁(코레트신탁)과 한국감정원의 한국부동산신탁이 전업 부동산신탁사로 출범³⁵한 이후, 1990년대 말 외환 위기로 인한 시공사 부도, 신탁사업장의 급격한 부실화 등으로 일부 신탁사들이 퇴출³⁶되기도 하였으나, 2018년 5월 말 현재 부동산신탁사(자본금 100억 원 이상)는 11개 사가 영업 중에 있다.³⁷

2015년 이후 신탁사들의 수익성이 급격히 좋아졌는데, 이는 높은 수수료구조를 갖고 있는 차입형 개

31 오창석, “개정신탁법이 신탁실무에 미치는 영향,” BFL 제39호 (2010. 1), 서울대학교 금융법센터, 75면.

32 자본시장법 제110조.

33 자본시장법 제189조.

34 신영수 / 윤소연 앞의 논문(주 4), 48면.

35 연합뉴스 1991. 4. 13.자, “부동산신탁전문 2개사 설립인가.”

36 2000년대 초반 한국부동산신탁과 대한부동산신탁은 국제통화 기금 관리체제 이후 분양시장 침체와 과도한 차입금 부담 등으로 워크아웃에 돌입했고, 각각 2001년 3월과 7월에 부도처리되어 한국부동산신탁은 2003년 6월 2일 파산선고되어 2009년경에 파산종결되었고, 대한부동산신탁은 2002년 12월 30일 파산선고되어 2011년 7월 7일 파산종결되었다. 신탁업계는 당시 피해 규모를 최소 1조 7,000억 원에서 최대 2조 원으로 추산하였고, 위탁자, 아파트와 상가의 분양자, 임대계약자 약 2만 명이 이로 인한 손해를 보게 되었으며, 채권단 및 대한주택보증도 채권을 회수하지 못하는 피해를 보게 되었다(더벨 2018. 3. 16.자, “신탁사 부도, 조 단위 손실로 이어진다” 참조).

37 금융투자협회 www.kofia.or.kr.

발신탁 사업이 확대됨에 따른 현상이라고 한다.³⁸ 그러나 부동산 경기변동에 따라 사업변동성이 크게 확대되었고, 신청부가 들어서면서 부동산규제가 강화되는 가운데 분양경기가 하락할 경우 신탁사, 특히 차입형 개발신탁사의 재무 부담이 가중될 가능성이 높아지고 있다.³⁹

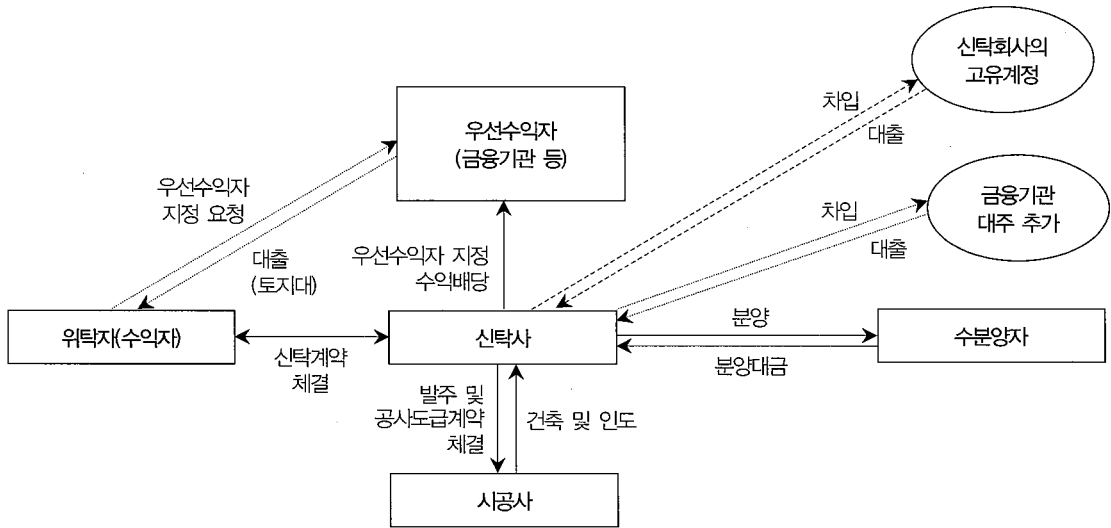
2. 개발신탁의 거래구조

부동산신탁은 신탁목적 및 신탁회사의 업무범위에 따라 개발신탁(토지신탁) 및 비개발신탁으로 구분되며, 개발신탁은 차입형 및 관리형으로, 비개발신탁은 담보신탁·관리신탁 및 분양형 관리신탁으로 세분화된다.

차입형 개발신탁은 수탁자인 신탁회사가 위탁자를 대리하여 또는 위탁자와 협의하여 부동산개발 관련 사업계획 도출, 개발자금 조달, 시공사 선정,

건축인허가 명의자로서의 인허가 신청업무, 분양 또는 임대, 기타 관련 업무를 수행한다. 다만 개발신탁으로 부동산개발사업 진행 시 개발에 소요되는 자금을 신탁회사가 고유계정으로 조달하여 개발사업(신탁계정)에 투입하는 것을 특징으로 하는데, 분양률이 저조하다거나 기타의 사유 등으로 사업실적이 저조할 때 신탁회사의 손실은 커지게 된다. 이에 따라 차입형 개발신탁은 성공 시에는 수탁고(신탁원본)규모 대비 높은 신탁수수료(신탁보수)와 함께 자금대여(신탁계정대여금)에 따른 이자수익이 발생하게 되지만,⁴⁰ 실패 시에는 신탁수수료는 물론 자금대여에 따른 원리금상환도 받지 못하게 될 가능성이 존재하는 것이다.

차입형 개발신탁을 설정하는 경우 전문적인 신탁회사가 토지개발에 관한 모든 과정을 수행한 후 수익을 토지 소유자 또는 그가 지정하는 수익자에게 반환하게 되므로 위탁자로부터 사업시행 주체인 신탁

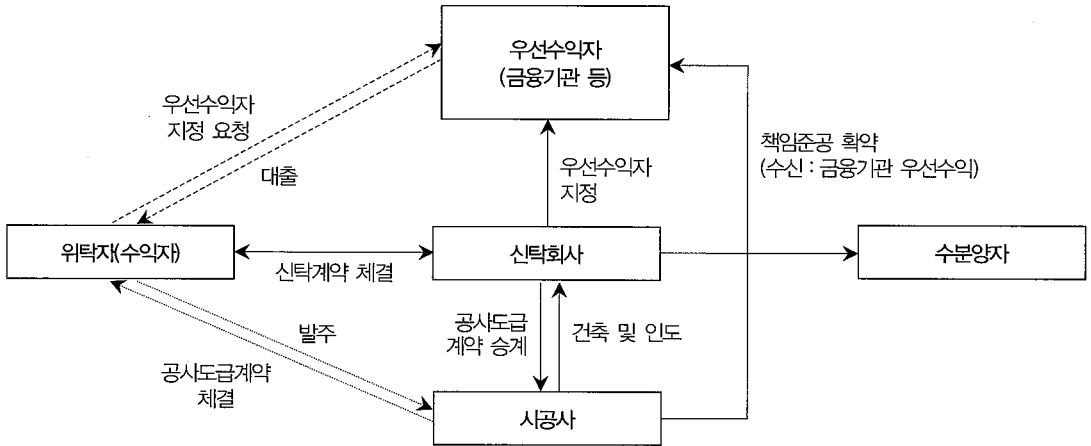


(그림 1) 차입형 개발신탁의 구조

38 조성근/박춘성, “차입형 개발신탁의 명과 암,” 한국신용평가 (2017. 9), 3면.

39 조성근/박춘성, 앞의 보고서(주 38), 5면.

40 정호섭, “리스크 커진 부동산신탁회사, 시험대에 오르다,” 한국 기업평가 Issue Report(2017. 11), 15면.



[그림 2] 관리형 개발신탁의 구조

탁회사의 안정적 지위 유지, 금융회사의 PF대출채권의 상환안전성 도모, 사업 수행의 객관성, 이해관계자들의 조정 용이 등의 장점이 있다.⁴¹⁾

차입형 개발신탁은 앞의 [그림 1]과 같은 구조를 갖는다.

반면 관리형 개발신탁은 차입형과 같이 신탁회사가 사업시행자가 되어 개발사업을 진행하지만, 위탁자가 자금조달 및 사업진행의 일정 부분을 담당한다는 점에서 차입형 개발신탁과는 다른 특성을 가지며, 차입형에 비하여 부동산 경기변동에 따른 리스크가 제한적이며, 신탁보수도 낮은 수준이다.

관리형 신탁에서는 사업시행 주체가 아닌 위탁자가 개발사업에 필요한 자금을 조달하는데, 구체적으로는 대주는 대출금을 위탁자 명의의 계좌에 입금하는 방식으로 대출을 실행하고 위탁자는 이와 같이 입금된 대출금은 신탁회사 명의의 계좌로 이체하여 신탁회사로 하여금 자금을 관리하는 방식을 취한다. 따라서 신탁회사는 위탁자가 신탁한 관리형 신탁재산으로 대주에게 제1순위 우선수익권⁴²⁾을 부여하며, 위탁자는 대주의 우선수익권보다 후순위인 수익권을 부여받아 추후 관리형 신탁사업이 완료되면 신탁비용(신탁보수 포함), 대주의 대출금 및 시공사 공사대금을 모두 지급하고 남은 이른바 시

행이익을 수취할 수 있게 된다.

관리형 개발신탁의 구조는 위 [그림 2]와 같다.

이외에도 차입형 개발신탁과 관리형 개발신탁에서의 차이점을 간략히 정리하면 뒤의 <표 1>과 같다.

이러한 개발신탁방식은 주택법에 따른 부동산개발사업에서 선분양을 할 때 주로 이용되는데, 그 이유는 다음과 같다. 즉 비개발신탁방식에서는 사업주체인 시행사(또는 지역주택조합)가 금융기관 대출에 대한 담보제공목적으로 소유토지를 신탁회사에 담보신탁하여야 하는데, 담보신탁에 따라 해당 주택건설대지의 소유권이 위탁자인 지역주택조합에서 수탁자로 이전된 경우, 해당 지역주택조합이 주택법⁴³ 제21조 제1항⁴⁴⁾ 본문에 따라 사업계획승인을 받을 수 있는 요건으로서의 소유권을 확보한 것

41) 양기진, “신탁을 활용한 부동산 금융의 쟁점연구,” 토지법학 제29권 제2호(2013. 12), 한국토지법학회, 268면.

42) 통상 시공사가 대주에 대해 책임준공 및 조건부 채무인수 또는 조건부 손해배상에 관한 협약을 할에 따라 전체 공사비 상당금액을 우선수익금액으로 하는 제2순위 우선수익권을 부여받는다.

43) 주택법 2017년 12월 26일 개정, 법률 제15309호.

44) 제21조

① 제15조 제1항 또는 제3항에 따라 주택건설사업계획의 승인을 받으려는 자는 해당 주택건설대지의 소유권을 확보하여야 한다.

〈표 1〉 차입형 개발신탁과 관리형 개발신탁의 차이점

	차입형 개발신탁	관리형 개발신탁
신탁재산에 관한 권리의 우선순위	(i) 비용상환청구권으로서의 신탁회사인 고 유계정대주(신탁계정에 대한 대여금) 또는 신탁계정에 대한 금융기관대주 (ii) 우선수익자(위탁자의 대주) (iii) 수익자(위탁자)	(i) 우선수익자(대주, 시공사) (ii) 수익자(위탁자)
분양보증계약 ⁴⁵ 체결 후 보증사고 발생 시	(i) 주택도시보증공사 (ii) 고유계정대주 또는 금융기관 신탁대주 (iii) 우선수익자 (iv) 수익자(위탁자)	(i) 주택도시보증공사 (ii) 우선수익자(대주, 시공사) (iii) 수익자(위탁자)
수분양자와의 분양계약서 체결 주체	신탁회사(통상 위탁자가 공동날인함) ⁴⁶	좌동 ⁴⁷
공사도급계약 등 용역계약 체결 주체	신탁회사	위탁자 및 신탁회사(위탁자가 체결하고 신탁회사가 승계하는 경우) 또는 신탁회사(처음부터 신탁회사가 용역계약의 주체가 되는 경우)
분양대금 입금계좌	신탁회사 명의로 개설된 분양수입금계좌	좌동
분양물 저조 시 리스크	· 공사원료를 위한 추가 자금투입 위험 · 준공 후 합인분양 또는 임대관리 위험	시공사의 재무상황 및 신용도에 따라 책임준공확약 불이행 및 시행사와 시공사의 도산 위험 ⁴⁸

으로는 보기에는 어려울 뿐만 아니라⁴⁹ ‘선분양’을 할 경우 주택건설사업에 의하여 건설된 주택 및 대지에 대하여 주택법 제61조 제1항⁵⁰ 및 제61조 제

(수익자)도 분양계약에 동시날인하는 경우가 통상적이다. 다만 분양자인 신탁회사가 분양계약에 따른 분양의무, 해제 시 계약금반환의무 등을 부담한다.

47 차입형 개발신탁과는 달리 관리형 개발신탁의 경우, 통상적으로 분양자(매도자 또는 공급자)인 신탁회사의 분양계약상 의무는 위탁자가 책임을 진다는 ‘책임제한조항’을 규정한다.

48 미분양임에도 시공사가 책임준공의무를 이행하는 경우에는 관리형 개발신탁은 준공된 건물을 담보로 하는 담보신탁으로 전환되고, 위탁자가 이러한 담보신탁 대주로부터 차입한 대출금으로 관리형 개발신탁의 대출금을 상환한다.

49 법제처 법령해석 안건 13-0284.

50 제61조

① 사업 주체는 주택건설사업에 의하여 건설된 주택 및 대지에 대하여는 입주자 모집공고승인 신청일/주택조합의 경우에는 사업계획승인 신청일을 말한다) 이후부터 입주예정자가 그 주택 및 대지의 소유권이전등기를 신청할 수 있는 날 이후 60일까지의 기간 동안 입주예정자의 동의 없이 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 하여서는 아니 된다. 다만 그 주택의 건설을 촉진하기 위하여 대통령령으로 정하는 경우에는 그러하지 아니하다.

1. 해당 주택 및 대지에 저당권 또는 가등기담보권 등 담보물권

45 개발신탁사업에서 주택도시보증공사와의 분양보증계약 체결을 위하여는 수분양자의 분양보증을 위하여 주택도시보증공사, 위탁자, 신탁계정의 금융기관대주, 신탁계정의 고유계정대주 및 위탁자의 대주 등이 주택도시보증공사에서 제공되는 서식의 ‘프로젝트 파이낸싱 대출 관련 협약서’를 체결하여야 하며, 이에 따라 위 대주들의 우선수익자의 지위는 등기상 여전히 보장된 것을 전제로, 주택도시보증공사는 해당 사업부지 및 그에 관한 일체의 권리에 관하여 다른 대주보다 선순위지위를 부여받고, 분양보증 사고가 발생하는 경우 대주들의 담보권은 주택도시보증공사의 동의를 얻은 경우에 한하여 실행하도록 하는 등 분양보증인으로서의 주택도시보증공사의 권한을 최대한 보호하고 있다.

46 차입형 개발신탁의 분양자(매도자 또는 공급자)는 신탁회사로서 단독으로 체결하는 것이 가능하지만, 위탁자(수익자)가 수탁자의 대리인의 지위에서 수행하기로 한 의무(예를 들어 중도금대주 주선업무나 입주 관련 통지업무 등)를 규정하거나 차입형 개발신탁의 종료와 동시에 신탁회사는 매도자로서의 지위를 위탁자(수익자)에게 이전한다는 취지의 조항이 규정되므로 위탁자

3항⁵¹에 따라 ‘저당권 등 설정 금지 및 금지사항의 부기등기’를 하여야 하는데, 비개발신탁 방식에서는 대주 대출금에 대한 담보를 위한 담보신탁을 하여야 하므로, 주택법 제61조 제1항 및 제3항에 따른 ‘저당권 등 설정 금지 및 금지사항의 부기등기’를 이행하는 것과 상충되기 때문이다.⁵² 다만 최근에는 금리 측면에서 비개발신탁 방식의 대출금리와 차입형 개발신탁 방식의 대출금리를 비교하여 차입형 개발신탁 방식의 금리가 유리한 경우 주택법에 의하지 아니한 부동산개발사업의 선분양의 경우에도 이러한 차입형개발신탁 방식이 사용되고 있는 것을 볼 수 있다.

3. 실무상 쟁점

(1) 차입형 개발신탁의 비용

차입형 개발신탁은 신탁계정대여금 보유로 인해 자산규모가 크고, 신탁계정대여금 자금을 조달하는 과정에서 차입부채에 일정 부분 의존함에 따라 부채규모가 크게 나타나게 된다.

차입형 개발신탁의 수탁자인 신탁회사는 (i) 신탁사무 처리에 관한 각종 제 비용⁵³을 수익자를 위하여 대지급하는 경우의 대지급금 및 (ii) 신탁회사의 고유계정으로부터 신탁계정으로 대여하는 ‘신탁계정대(여)금’의 청구권을 보유하게 된다.

신탁사무 처리에 관한 제 비용에 대하여는 원칙적으로 신탁재산에서 지급하고,⁵⁴ 신탁재산이 신탁사무의 처리에 필요한 비용을 충당하기에 부족해질 우려가 있는 경우에는 수익자⁵⁵에게 그 비용을 청구하거나 미리 수익자에게 상당한 담보의 제공을 요구하게 할 수 있다.⁵⁶ 그러나 위와 같은 방식에 따르더라도 자금이 부족한 때 수탁자의 고유계정으로부터 대여하여 지급하게 되는데,⁵⁷ 이에는 신탁사 내부규정에 따른 이율⁵⁸에 의하여 산정한 이자를 신탁재산에서 받고, 받을 수 없는 경우에는 수익자

에게 청구한다.

특히 수익자에 대한 비용상환청구권에 대하여는 채권자 보호 및 수익자 보호의 가치가 충돌하는데, 수익자는 신탁재산으로부터 이익을 취득하는 자로서 신탁재산과 관련하여 발생한 비용 등을 부담하는 것이 공평하다는 점, 신탁법은 투자신탁과 같은 금융신탁·영업신탁뿐만 아니라 일반 민사신탁도

을 설정하는 행위.

2. 해당 주택 및 대지에 전세권·지상권(地上權) 또는 등기되는 부동산임차권을 설정하는 행위.

3. 해당 주택 및 대지를 매매 또는 증여 등의 방법으로 처분하는 행위.

51 제61조

...

③ 제1항에 따른 저당권설정 등의 제한을 할 때 사업주체는 해당 주택 또는 대지가 임주예정자의 동의 없이는 양도하거나 제한물권을 설정하거나 압류·가압류·가처분 등의 목적물이 될 수 없는 재산을 소유권등기에 부기등기(附記登記)하여야 한다. 다만 사업 주체가 국가·지방자치단체 및 한국토지주택공사 등 공공기관이거나 해당 대지가 사업 주체의 소유가 아닌 경우 등 대통령령으로 정하는 경우에는 그러하지 아니하다.

52 오상민, 앞의 논문(주 8), 50면.

53 차입형 개발신탁의 계약에서 이러한 비용은 위탁자(수익자)가 부담하기로 정하며, 통상적으로 이러한 비용은 다음의 사항을 포함한다.

(i) 신탁재산에 대한 조세, 공과금 및 등기비용

(ii) 설계·감리비용 및 공사대금

(iii) 차입금·임대보증금 등의 상환금, 분양계약해제로 인한 계약금 등 반환채무 및 그 이자

(iv) 신탁부동산의 수선·보존·개량비용 및 화재보험료

(v) 분양(처분) 및 임대사무 처리에 필요한 비용 및

(vi) 신탁사무 수행과 관련하여 과실 없이 받은 손해(해당 사업과 관련하여 부담하는 변호사보수 및 패소 시 지급할 판결원리금 포함)

(vii) 기타 이에 준하는 비용

54 신탁법 제46조 제1항.

55 부동산신탁 실무상 차입형 신탁의 신탁계약에서 신탁회사가 비용을 청구할 수 있는 수익자의 범위에 위탁자에게 자금을 대출한 대주인 우선수익자는 포함되지 않는 것으로 규정하고 있다.

56 신탁법 제46조 제4항.

57 신탁법 제46조 제2항.

58 조달금리·조달비용·리스크비용·교육세비용 등을 합산하여 결정하며, 신탁계약 체결일 현재 고유계정 대여이율을 명시하고, 이율이 변경될 경우 수익자에게 통보하도록 한다.

규율하고 있고 수탁자가 보수를 받지 않는 신탁을 원칙으로 하고 있는 점, 간접투자상품·퇴직연금 등의 영업신탁의 경우 신탁행위로 수익자에 대한 비용상환청구권을 배제하면 되는 점⁵⁹ 등을 고려하여 개정 신탁법은 신탁사가 수익자에게도 비용상환청구권을 행사할 수 있도록 하되, 수익자 보호를 위하여 신탁재산으로부터 상환받을 수 없는 때에 한한다는 보충적 권리로 규정하고 있다.⁶⁰

(2) 신탁계정대여금과 신탁설정 이전 위탁자의 대주대출금의 상환 우선순위 문제

한편 신탁계정대여금 채권의 경우에는 신탁사의 신탁계정을 차주로 하고 신탁사의 고유계정을 포함하여 채권자들로부터 차입을 할 수 있으나, 통상 차입형 개발신탁의 경우에는 신탁사의 고유계정으로 부터 신탁사의 신탁계정에 대하여 대여하는 것을 전제로 하게 된다.

이러한 경우 토지의 신탁 전에 위탁자가 (예를 들어) 토지매입을 위하여 대주(이하 '제3대주')로부터 자금을 차입하는 경우 제3대주는 차입형 개발신탁에서 수익자인 위탁자보다 상환순위에서 앞선 우선수익자의 지위를 부여받을 수 있을 것인데, 이러한 제3대주대출금과 신탁계정대여금의 상환순서를 따져 보면, 우선수익자도 수익자의 범주에 포함되고 신탁 이후의 신탁사무처리비용⁶¹이 우선적으로 지급되어야 하므로 신탁계정대여금의 후순위가 되어야 할 것이다.⁶²

IV. 총수익스왑약정을 이용한 대출방식

1. 총수익스왑약정의 의의 및 활용형태

총수익스왑약정(Total Return Swap, 이하 'TRS')은, 총수익지급인(Total Return Payer, 이하 'TRS매도인')이

총수익수취인(Total Return Receiver, 이하 'TRS매수인')에게 준거자산(은행대출, 신용위험이 있는 유가증권 등)에서 발생하는 총수익을 지급하고, TRS매수인으로 부터 리보(libor)와 관련된 금액을 지급받는 약정이다.⁶³ 준거자산으로는 주식, 신용, 상품, 외환 등 다양한 자산이 활용되며, TRS매수인(long position party)은 기초자산을 보유하지 않고 그 자산에 투자한 것과 같은 효과를 얻을 수 있고 TRS매도인(short position party)은 이러한 계약에서 정한 이자 등의 수취를 취할 수 있다.⁶⁴

국내에서는 주식 등의 지분증권을 기초자산으로 하는 TRS가 자금조달이나 지분조정 등의 목적으로 활용되고 있다. 최근까지 이루어진 TRS를 활용한 자본구조화(capital restructuring) 거래는 대부분 기업이 TRS매수인에 해당하고, 재무적 투자자가 TRS매도인에 해당한다. 따라서 기업 측은 TRS매수인으로서 재무적 투자자에게 일정한 약정이자를 지급하지만, 경제적 실질은 기초자산에 대한 의결권을 간접적으로 보유하면서 지분조정 등의 기타 목적을 달성하고자 한다.⁶⁵

이 글에서는 자본시장법상 전문투자형 사모집합투자기구의 수익증권을 기초자산으로 하여 TRS가 자금조달의 한 수단으로서 활용되고 있는 실무상 사례를 중심으로 거래구조 및 법적 쟁점에 대해 살펴보고자 한다.

59 신탁법 제46조 제6항.

60 법무부, 앞의 책(주 9), 385면.

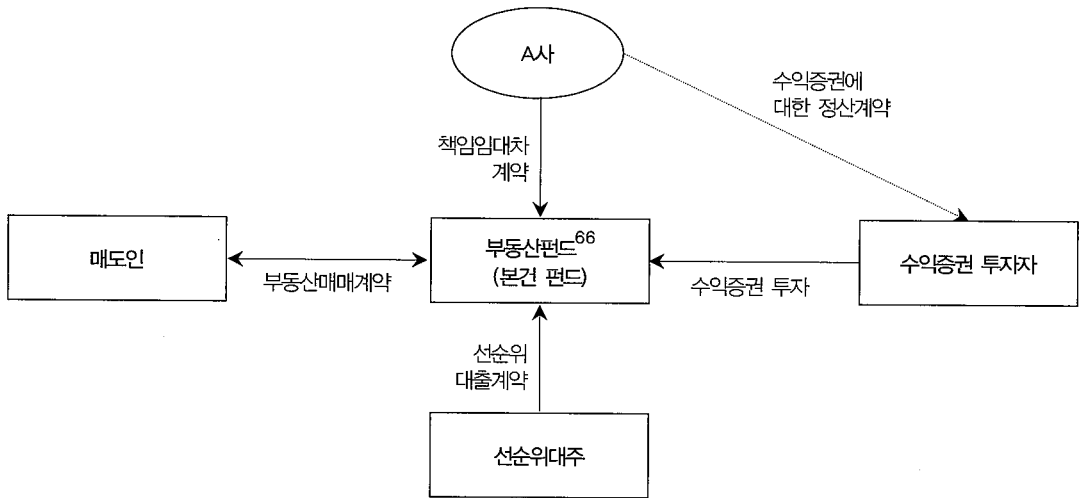
61 주 53 참조.

62 실무상 이러한 제3대주가 차입형 개발신탁의 구조에 동의하지 않는 경우 위탁자는 차입형 개발신탁에 동의하는 대주로 리파이낸싱을 하거나 신탁사와의 협의를 거쳐 차입형 개발신탁 구조의 신탁계정대여금으로 제3대주의 대여금을 상환하는 방식을 취하게 될 것으로 예상된다.

63 서울중앙지방법원 2012. 4. 13. 선고 2009가합46335 판결.

64 이정두, "주식 관련 장외파생거래의 제반 문제에 관한 문제에 관한 연구," 증권법연구 제17권 제호(2016), 한국증권법학회, 208면.

65 전 규/김수명, "TRS활용 자본구조화 사례분석," 삼성증권, 2016. 10. 10면.



(그림 3) 수익증권 자금조달구조

2. TRS거래의 자금조달적 성격

TRS매수인은 일정 기간 동안 기초자산에서 발생하는 모든 현금흐름을 TRS매도인으로부터 이전받는 것에 대한 상환으로, TRS매도인에게 기초자산의 명목가치에 일정한 약정이자를 지급하는데, TRS매수인은 마치 기초자산의 명목가치에 상응하는 금전을 TRS매도인으로부터 대출받은 것과 같은 대가를 지급하는 것이 된다. 반면 TRS매수인이 기초자산에서 발생하는 모든 현금흐름을 받는 것은 경제적으로는 TRS매수인이 기초자산의 소유자와 동일하다는 점을 의미하는 것이다.⁶⁷

익증권을 기초자산으로 하는 정산계약을 체결하였다. 이를 그림으로 표현하면 위 [그림 3]과 같다.

수익증권 투자자는 A사와의 사이에 다음과 같은 내용의 정산계약을 체결하였다.

1. 정산방식은 기본정산, 신규정산 및 조기정산의 방식을 따른다.
 - ① 기본정산은 정산만기일 도래 시 제3자 매각에 의한 정산으로서 정산계약이 종료된다.
 - ② 신규정산은 만기시점의 기초자산에 대한 공정가액을 평가한 후 그 차액에 대한 정산을 하고 다시 신규정산계약 체결을 합의하는 방식이다.

3. TRS를 활용한 자금조달의 실제 사례

(1) 거래구조

자본시장법에 따른 전문투자형 사모집합투자기구(이하 '본건 펀드')는 매도인으로부터 신축한 부동산(이하 '본건 부동산')을 매입하면서 A사와의 사이에 책임임대차계약⁶⁸을 체결하고, 본건 펀드의 수익증권 투자자(이하 '수익증권 투자자')는 A사와의 사이에 수

66 본건 펀드는 매도인으로부터 부동산을 취득하기 위한 목적으로 설정되었고, 부동산은 본건 펀드의 유일한 자산이다.

67 정성규, "TRS와 지급보증, 신용공여 및 보험규제의 접점," BFL 제83호(2017. 5), 서울대학교 금융법센터, 51면.

68 책임임대차계약은 임대인이 책임임차인에게 임대차목적물 전체를 임대하여 공실 발생의 위험을 제거하고, 책임임차인은 임대인의 동의하에 임대차목적물의 전부 또는 일부에 대해 전대차계약을 체결하여 전차로 수익을 실현하는 임대차방식을 의미하며, 대형 오피스건물이나 대규모 유통시설의 임대차계약에서 주로 이용된다.

③ 조기정산은 만기 이전 시점에 일정한 조기정산 사유⁶⁹가 발생하는 경우 해당 사유의 치유기간이 경과하는 날에 정산이 이루어진다.

2. 정산은 원금과 배당에 대해 이루어진다.

① 원금에 대한 정산은 기초자산의 매각가격이 수익증권 투자자의 투자원금보다 큰 경우 수익증권 투자자가 A사에게 그 초과금을 지급하고, 반대인 경우 A사가 수익증권 투자자에게 그 초과금을 지급한다.

② 배당에 대한 정산은 배당기일별 실제 배당금수령액이 배당기일별 수익증권 투자자들의 목표배당금(수익증권 인수금액에 본건 투자자들의 배당기간별 목표수익률을 곱한 금액)보다 큰 경우 수익증권 투자자가 A사에게 그 초과금을 지급하고, 반대인 경우 A사가 수익증권 투자자에게 그 초과금을 지급한다.

3. 수익증권 의결권은 수익증권투자자가 그의 권한과 책임으로 기초자산의 가치를 극대화할 수 있도록 선관주의 의무에 따라 행사하기로 한다.

위 구조는 TRS의 구조를 취하고 있는 것을 알 수 있다. 즉 A사는 TRS매수인으로서 정산기간 만료 시의 원금뿐만 아니라 정기적인 배당까지 정산기간 동안 기초자산인 본건 펀드의 수익증권에서 발생하는 모든 현금흐름을 TRS매도인인 수익증권 투자자로부터 이전받는 것에 대한 상환으로, 수익증권 투자자에게 기초자산의 명목가치에 일정한 약정자금을 지급하는 구조가 되는 것이다.⁷⁰

이러한 구조를 취하게 된 과정을 보면, 당초 매도인은 A사가 책임임차를 한다는 사전 합의하에 본건 부동산을 신축하여 본건 펀드에 매각하고 동시에 A사가 본건 펀드와의 사이에 책임임대차계약을 체결하기로 하였는데, 이는 A사 입장에서 직접 자기자본 및 타인자본을 조달하여 부동산을 취득하는 데에 아무런 제약이 없었지만, 차입금을 보태서 고정자산인 부동산을 취득하는 방식보다는 타인 소유 부동산을 대상으로 책임임대차계약을 체결하고 임대

료를 비용 처리하는 방식이 재무적으로 유리하다는 상업적 판단에 따른 것이었고, 사전적 책임임대차 계약 체결의 합의 또한 본건 펀드로 하여금 본건 부동산 매수자금을 원활하게 조달하도록 하기 위한 목적에서 비롯된 것으로 보인다. 그러나 본건 펀드의 수익증권 판매금액이 전액 모집되지 않았는데, 이는 본건 펀드의 수익증권은 최종적인 자기자본금(equity)의 성격을 가지므로 수익배당 우선순위 및 수익률 측면에서 매력적이지 않았을 가능성이 높다. 이에 금융기관 투자자들로 구성된 수익증권 투자자들은 자본금 성격의 일반적 수익증권보다는 파생금융거래 성격의 TRS구조가 결합된 수익증권 투자를 수익률이나 리스크 관리 측면에서 더 선호할 것이라고 판단하여 본건 펀드의 집합투자업자와 A사가 TRS의 구조를 이용하여 본건 펀드의 투자금액을 모집하게 된 것으로 추정된다.

(2) TRS매수인의 간접취득으로 볼 것인지 여부

이러한 TRS구조에서는 TRS매수인의 입장에서 TRS의 자금조달기능을 이용하여 사실상 기초자산을 취득한다고 볼 수 있는데, 이는 자기의 계산으로 기초자산을 취득하는 것으로 볼 수 있는지가 문제될 수 있을 것이다.⁷¹

이에 관하여는 아시아나항공이 소유하고 있는 금호산업 주식(이하 판결에서 '이 사건 주식')을 대신증권

69 임대차계약 해지사유가 발생하는 경우 또는 A사의 신용등급에 문제가 발생하는 경우 등이다.

70 구체적으로는 정산방식에서 보듯이 원금의 경우 실제매각가격과 투자원금(즉 기초자산인 수익증권의 명목가치)의 차액을 정산하는 방식으로, 그리고 배당의 경우 실제배당금액과 목표배당금액(기초자산인 수익증권배당금의 명목가치)의 차액을 정산하는 방식으로 구현된다.

71 주식의 경우 의결권은 사실상 TRS매도인에게, 경제적 이해관계는 TRS매수인에게 분리하여 귀속함으로써, 주식의 의결권과 경제적 이해관계가 분리하는 디커플링(decoupling)현상이 있다고 하며 이에 관하여는 임정하, "TRS와 의결권 행사," 기업법연구 제31권 제1호(2017. 3), 한국기업법학회, 332면.

에 매도하면서 TRS계약을 체결한 사건에 관한 서울남부지방법원 2015. 6. 11. 선고 2014가합4256 판결을 참고할 수 있다. 위 판결에서는 (i) TRS매도인인 대신증권이 시간 외 대량매매방식으로 매수한 후 이 사건 주식의 매매대금을 실제로 지급하였고, 아시아나항공이 주식 매매대금에 대한 대여나 연대보증 등의 방법으로 기여한 바도 없으며, (ii) TRS계약에 따르면 대신증권은 이 사건 주식을 보유하는 동안 의결권 및 이익배당을 받을 권리를 가지며, 이 사건 주식을 임의로 아시아나항공 이외의 제3자에게 처분할 수 있고(실제로 대신증권은 거래소시장에서 불특정 다수인에게 이 사건 주식 전부를 매도하였고, 피고회사는 대신증권에 지급해야 할 고정이자비용을 제외한 금액 상당의 정산차익을 얻었다), 아시아나항공은 이 사건 주식을 우선 매수할 권리를 갖지 아니하며, 대신증권에 이 사건 주식의 의결권의 위임 등을 요청할 수도 없었고, (iii) TRS계약이 종료될 때 이 사건 주식을 다시 아시아나항공에 매도하는 등의 방식으로 아시아나항공으로부터 주식 매매대금을 그대로 회수할 수 있는 절차가 마련되어 있지 아니하다는 점 등을 들어 결국 이 사건 주식을 아시아나항공이 더 이상 자기의 계산으로 보유하고 있다고 보기 어렵다고 판시하였다.^{72·73}

본건 사례에서도 본건 펀드의 수익증권을 A사가 TRS거래를 통하여 사실상 자기의 계산으로 기초자산을 취득한 것으로 볼 수 있는지가 문제 될 수 있을 것이나, 수익증권 투자자가 실제로 본건 수익증권의 매매대금을 지급하였고 A사가 연대보증 등을 제공한 바 없으며, 수익증권 투자자가 수익증권을 보유하는 동안 실제 의결권⁷⁴ 및 이익배당을 받을 권리를 가지며, TRS계약 종료 시 A사에게 매각하기로 하는 등의 합의가 없었으므로 위 판결에 따른 경우 최소한 법적으로는 A사가 자기의 계산으로 기초자산인 수익증권을 취득한 것으로 볼 수는 없을 것으로 보인다.⁷⁵

(3) 자본시장법상 문제

본건 펀드는 자본시장법의 규율을 받으므로 집합투자업자는 본건 부동산을 매입하면서 책임임차인인 A사의 신용도를 기초로 투자자를 모집하면서 A사와 투자자 간의 합의에 따라 TRS구조를 활용하게 된 것으로 보인다.

금융투자업자는 수익자에게 일정한 수익을 보장하는 행위를 할 수 없는데,⁷⁶ 수익증권 투자자에게 목표수익률에 해당하는 금액을 지급하도록 하는 것이 위 수익보장금지 위반에 해당하는 것이 아닌지 여부가 검토되어야 하나, 집합투자업자의 개입 없이 수익자인 수익증권 투자자와 A사 간의 합의에 따라 TRS계약이 체결된 것이므로 집합투자업자의 수익보장금지 위반에는 해당하지 않을 것으로 판단된다.

72 이 사건은 제1심에서 원고가 패소한 후 항소를 포기하여 확정되었다.

73 위 판결에 대한 비판은 임정하, 앞의 논문(주 71), 342면 이하.

74 자본시장법 제6조 제5항에서 집합투자자는 “2인 이상의 투자자로부터 모은 금전 등 또는 국가재정법 제81조에 따른 여유자금을 투자자 또는 각 기금관리 주체로부터 일상적인 운용지시를 받지 아니하면서 재산적 가치가 있는 투자대상 자산을 취득·처분, 그 밖의 방법으로 운용하고 그 결과를 투자자 또는 각 기금관리 주체에게 배분하여 귀속시키는 것”이라고 정의하므로 주식에 비하여 수익증권 투자자가 집합투자기구의 운용에 개입하는 정도는 낮다고 할 것이다.

75 위 판결은 학자들의 비판을 받고 있을 뿐만 아니라(주 73), 상호주의 의결권 행사의 맥락에서 판단한 것이므로, 다른 법령(예컨대 세법)의 해석에도 원용할 수 있는 것은 아닐 것으로 판단된다. 예를 들어 세법상으로는 A사가 TRS구조를 이용하여 실질적으로 수익증권을 취득한 것이라고 판단될 수도 있고, 나아가 부동산펀드의 유일한 투자자산인 본건 부동산을 취득한 것으로도 보아야 하는 것이 아닌가라는 문제가 제기될 수 있을 것이다. 지분증권인 주식양수도 거래의 회계처리 및 세무상 쟁점에 대한 논문은 이한상, “종수익물스왑의 회계처리 및 세무상 쟁점” BFL 제83호(2017. 5), 서울대학교 금융법센터, 60면 이하 참조.

76 자본시장법 제55조.

V. 자본시장법 개정에 따른 전문투자형 사모 집합투자기구의 대출

1. 자본시장법 개정 내용 및 의의

기존의 자본시장법에 따른 사모펀드는 일반 사모
집합투자기구·전문사모집합투자기구·사모투자전문
회사 및 기업재무안정 사모투자전문회사의 네 종
류로 구분되었으나, 개정된 자본시장법(2015. 7. 24.
법률 제13448호로 개정되어 2015. 10. 25 시행된 것을 말하
며 이하 V.에 한하여 '개정 자본시장법', 개정 자본시장법 이
전의 자본시장법은 이하 '종전 자본시장법')에 따른 사모
펀드는 (i) 전문투자형 사모집합투자기구와 (ii) 경영
참여형 사모집합투자기구의 두 종류로 단순화되었
다. 개정 자본시장법은 경영권 참여, 사업구조 또는
지배구조의 개선 등을 위하여 지분증권 등에 투
자·운용하는 투자합자회사인 사모집합투자기구를
'경영참여형 사모집합투자기구'로, 경영참여형 사모
집합투자기구를 제외한 사모집합투자기구를 '전문
투자형 사모집합투자기구'로 정의하고 있다.⁷⁷

개정 자본시장법에서는 전문투자형 사모집합투
자기구의 경우에, 집합투자기구의 경우 금전의 대
여를 제한하는 규정⁷⁸과 부동산 집합투자기구에 한
하여 부동산개발사업 법인에 대한 대출을 허용하는
규정의 적용을 배제하고 있어서, 개정 자본시장법
하에서 전문투자형 사모집합투자기구는 부동산개
발사업 법인을 포함하여 그 외의 자에 대해서도 특
별한 제한 없이 대출할 수 있는 가능성이 열리게 되
었다. 따라서 어느 집합투자기구의 상업용 부동산
인수 시, 다른 전문투자형 사모집합투자기구가 인
수금융을 제공하는 것도 가능해지는 등 집합투자기
구를 통한 투자방법이 다양화되었다.

그러나 전문투자형 사모집합투자기구가 특별한
제한 없이 대출할 수 있게 허용되면, 일정한 자격을
갖춘 자만이 금전을 대여할 수 있도록 제한하고 있
는 기존의 여신거래 관련 법령들을 잠탈할 가능성

이 크고, 기본적으로 '집합투자'란 투자(investments)
의 성격을 가져야 하는데, 어느 범주의 대출까지를
투자의 성격을 가진 집합투자자로 보아 허용할 것인
지에 대한 해석이슈가 제기될 가능성이 있어 왔
다.⁷⁹ 이와 같은 문제점들을 보완하기 위하여 금융
감독원에서는 2016년 7월 26일부터 '전문투자형 사
모펀드의 금전대여업무 가이드라인'(이하 '본건 가이
드라인')을 시행⁸⁰하여 개정 자본시장법에 따른 전면
적 대출허용규정에도 불구하고, 전문투자형 사모집
합투자기구의 금전대여업무에 관한 내용을 제한하
고 있는바, 이하에서는 본건 가이드라인의 주요 내
용을 살펴보기로 한다.

2. 금융감독원 가이드라인의 시행 및 그 내용

본건 가이드라인은 형식상 '가이드라인'에 불과하
여 법적 구속력이 있는 것은 아니나, 금융감독원이
집합투자기구 및 집합투자업자들의 감독기관임을
고려할 때 실무적으로 집합투자기구 및 집합투자업
자들에게 사실상의 구속력을 가지고 있는 상황인
다. 이와 관련하여 자본시장법상 허용하는 사항을
금융감독원의 지침으로 제한하는 것은 국회의 입법
권을 침해하는 것이라는 실무계의 비판도 있다. 본
건 가이드라인에 따른 주요 내용은 다음과 같다.

(1) 금전 대여대상의 제한(제3조)

전문사모집합투자업자가 전문투자형 사모집합투
자기구의 집합투자자금을 운용함에 있어 금전을 대
여하는 때(해당 사모집합투자기구를 이하 '대출형 전문사

77 개정 자본시장법 제9조 제19항.

78 개정 자본시장법 제94조 및 제229조 제2호.

79 박삼철/차태진/송상우/김 건, 사모펀드 해설, 자원출판사, 2015, 128면.

80 동 가이드라인은 2016년 7월 26일자로 1년간의 유효기간을 두고 시행되었으나, 2018년 7월 25일까지 1년 간 연장시행되고 있다.

모펀드) 그 차주는 개인이어서는 안 된다.

(2) 투자자의 제한(제4조)

전문사모집합투자업자가 전문투자형 사모집합투자기구의 집합투자재산을 운용함에 있어 금전을 대여하는 경우 그 집합투자기구의 집합투자증권은 국가, 한국은행, 개정 자본시장법 시행령 제10조 제2항 제1~18호 또는 제10조 제3항 제1~14호 및 제18호(이하 '대출형 전문사모펀드 투자자') 중 어느 하나에 해당하는 자에게만 발행할 수 있으나, 금전을 대여한 차주의 목적이 국내외 부동산의 취득·개발·임대·운영·관리 및 개량 등과 이에 준하는 사업인 때 또는 국내외 특별자산의 취득·신설·증설·개량 또는 운영 등과 이에 준하는 사업인 때에는 대출형 전문사모펀드 투자자 이외에도 개정 자본시장법 제249조의2에 따른 적격투자자에게 집합투자증권을 발행할 수 있다.

즉 전문투자형 사모집합투자기구에 참여할 수 있는 적격투자자 중 개인이나 일반법인(주권상장법인 포함)의 경우에는 적격투자자 또는 전문투자자요건을 갖추더라도 원칙적으로 대출형 전문사모펀드의 투자자가 될 수 없으나, 차주의 사업목적이 부동산 및 특별자산과 관련되는 경우에는 대출형 전문사모펀드의 투자자가 될 수 있다. 이는 여신거래 관련 법령상 금전대여업을 영위할 수 없는 개인이나 일반법인이 집합투자기구를 통하여 사실상 금전대여업을 영위하는 경우를 제한하면서도 자금조달의 필요성이 큰 일정한 사업목적에 한하여 위와 같은 제한을 풀어 줌으로써 실무상 요구를 일부 반영하고 있는 것으로 보인다.

(3) 전문투자형 사모집합투자기구의 운용제한(제5조)

전문사모집합투자업자는 본건 가이드라인 제4조 제1항 본문에 따라 투자자가 제한되는 다른 하나의

전문투자형 사모집합투자기구가 발행하는 집합투자증권에 집합투자재산의 100분의 90을 초과하여 투자하는 전문투자형 사모집합투자기구를 설정·설립하여서는 아니 된다.

VI. 해외 상업용부동산을 대상으로 한 메자닌대출

1. 해외 상업용부동산에 대한 투자증가 및 그 원인

최근 국내 기관투자자들은 국내 투자처의 대안으로 해외 상업용부동산으로 투자방식을 다각화하고 있으며, 자본시장법상 전문투자형 집합투자기구의 형태로 실물부동산을 직접매입하는 방식과 대형 부동산에 대한 후순위대출에 투자하는 방식이 많은 부분을 차지하고 있다.⁸¹ 이는 (i) 국내 금리수준의 저하로 기관투자자들의 목표수익률을 맞추기 위한 대안적 투자방안의 모색과정에서, (ii) 금리뿐만 아니라 환율의 강세가 예상되는 지역에 투자하여 추후 회수 시에 환차익까지 얻기 위하여⁸² 전통적 상업용부동산금융 강국인 미국으로 눈을 돌리게 된 데다가, (iii) 마침 미국의 상업용부동산대출 만기가 2012~2017년까지 집중되어 있어 차환(refinancing) 물량의 공급증가 등이 종합적으로 영향을 미친 결과이다.⁸³

특히 미국, 유럽, 호주 등에서는 상업용부동산금융에서 후순위대출시장의 발전은 (i) 상업용부동산의 증권화(Commercial Mortgage-Backed Securities, CMBS)의 발달, (ii) 차입구조상 다층적인 대출종류(tranche)

81 김도선/조병준, “상업용 부동산 담보대출의 구조와 채권자 구제방안 Part II : 해외 부동산 투자동향과 미국의 사례 및 시사점,” 한국신용평가(2016. 12), 4면.

82 환헤지계약을 체결하지 않는 경우에 한한다.

83 김도선/조병준, 앞의 보고서(주 81), 4면.

의 일반화로 인하여 계층화된 대주들의 권리행사방식 및 채무불이행사유(Event of Default, 이하 'EOD') 발생 시 구제방법에 대한 오랜 논의과정이 축적됨에 따라 각 대주의 '합리적 선택'에 대한 대주 간 합의가 대주 간 합의서(intercreditor agreement)⁸⁴의 형태로 반영되어 순위별 대주의 권리행사 및 구제책이 서식화⁸⁵에 이르게 되었고, (iii) 이로 인하여 대출종류별 투자자들의 적절한 보상수준이 일정 수준 사전적으로 예측 가능해졌기 때문인 것으로 보인다.⁸⁶

2. 후순위대출의 종류 및 구조

후순위대출은 금융계약의 성격, 제공된 담보의 종류, 선순위대주와의 잠재적인 상충 가능성에 따라 비노트(B-Note),⁸⁷ 메자닌대출, 우선주(preferred equity), 2순위 저당권(2nd mortgage)으로 나눌 수 있을 것이다.⁸⁸

그중에서 메자닌대출의 구조를 살펴보기로 한다 ([그림 4]).

메자닌대출의 특징은 다음과 같이 정리될 수 있다⁸⁹(이하의 명칭은 뒤의 [그림 4]에서 사용된 용어를 따른다).

- 선순위대주가 적용하는 담보인정비율(Loan-to-Value, 이하 'LTV')과 차주인 부동산 소유 법인(SPC 1)이 원하는 LTV의 차이를 메우기 위한 금액에 대한 메자닌대출이 발생한다.
- 담보부동산의 실질적 부동산 소유자가 설립하는 파산절연법인인 독립적 메자닌차주(SPC 2)와 메자닌대주 간에 (선순위대출계약과는) 별도의 메자닌대출계약을 체결한다.
- 메자닌대출금은 부동산 소유자인 선순위담보대출의 차주(SPC 1)에 대한 출자금으로 사용된다.
- 메자닌대주에게는 선순위대주에 대한 담보와 구별되는 선순위차주(SPC 1)에 대한 지분이 담보로 제공된다. 이는 메자닌대출에 대한 EOD가 발생하는 경우, 메자닌대주는 담보부동산을 소유한 선순위차주 지분질

〈표 2〉 후순위대출의 분류

종류	내용
우선주(preferred equity)	순수 지분참여자에 대해서만 선순위우선권 보유
메자닌대출(mezzanine loan)	선순위담보대출계약과는 다른 별도의 메자닌대출계약 체결, 선순위차주의 지분에 대한 질권(pledge)을 담보로 확보
에이·비노트(A / B-Note) 구조	선순위담보대출의 계층화구조로서 별도의 대출계약이 체결되지 않음
2순위 저당권(2 nd Mortgage)	담보부동산에 대한 후순위저당권 설정 및 이로 인한 선순위저당채권자에 대한 잠재적 위험요인 높음

84 <https://www.dechert.com/knowledge/publication/2002/3/mezzanine-debt-suggested-standard-form-of-intercreditor-agreement.html>

85 2002년에 다수의 선순위대주와 후순위대주의 회의를 통해 선순위대출과 메자닌대출 간 'Suggested Standard Form'에 대한 초안에 합의하였고, 이는 CMSA(Commercial Mortgage, Securities Association)에 공시되어 있으며, 대주 간 계약의 표준인 'CMSA Form'으로 알려져 있다(김도선 / 조병준, 앞의 보

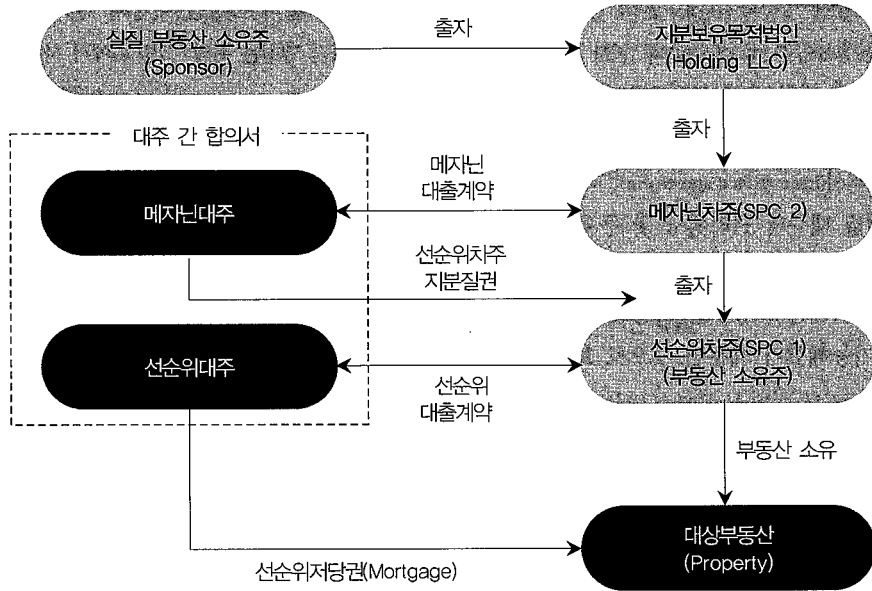
고서(주 81), 6면).

86 김도선 / 조병준, 앞의 보고서(주 81), 5면.

87 선순위담보대출 내에서 후순위로 구분되는 부분을 비노트(B-Note), 선순위담보대출 내에서 선순위로 구분되는 부분을 에이노트(A-Note)라고 한다.

88 김도선 / 조병준, 앞의 보고서(주 81), 7면.

89 Arthur D. Robinson / Igor Fert / Daniel N. Webb / Simpson Thacher / Bartlett LLP, Mezzanine Finance : Overview, 6



[그림 4] 메자닌대출구조

권을 행사함으로써 메자닌차주(SPC 2)의 지위를 획득하여 기존 부동산 소유주를 대체하여 지분투자자로서의 지위를 이전받는 효과를 누리기 위함이다.

- 대규모 부동산금융거래에서는 다층적인 메자닌대출이 다층적인 메자닌차주들에게 제공될 수 있으며, 각 메자닌대출의 담보는 각 그보다 선순위대출의 차주의 지분질권이다.
- 대주 간 이해상충을 최소화하고 순위선언 및 담보구분을 명확히 하기 위하여 대주 간 합의서를 체결하는 것이 통상적이다.
- 대주 간 합의서의 주요 내용은 필수적으로 다음 사항을 포함한다.
 - 각 대출의 관계(특히 메자닌대출의 선순위담보대출에 대한 후순위선언)
 - 선순위대출의 EOD 발생 시 이에 대한 메자닌대주의 하자치유권한 및 선순위대출 채권매입권한 부여⁹⁰
 - 메자닌대주가 별도 담보(즉 메자닌차주가 보유하는 선순위차주(SPC 1)발행 지분)를 실행할 때 전제가 되는 조건들

3. EOD 발생 시의 메커니즘

EOD 발생의 경우 대주 간 계약서에서 정한 바에 따라 다음과 같은 순서로 진행된다.⁹¹

(i) 선순위대출의 EOD 발생 시 메자닌대출과의 교차채무불이행(cross-default)조항⁹²에 따라 메자닌대출계약에서도 EOD가 발생하게 된다.

Practical Law Company (2013).

90 선순위대주의 선순위 인정 및 메자닌대출의 후순위선언에 의하여 선순위대주를 최선순위 담보채권자로서 보호하는 한편, 메자닌대주는 그 반대급부로서 선순위대출의 EOD 발생 시 선순위대주로부터 선순위대출의 치유권한 또는 선순위대출채권의 매입권한을 부여받아 선순위대주의 담보권 행사 이전에 메자닌 투자포지션을 보호받을 수 있게 되므로 호혜적 성격을 띤다(김도선 / 조병준, 앞의 보고서(주 81), 12면).

91 EOD 발생의 경우 담보권 실행 메커니즘에 대하여는 필자가 처리한 실제사례의 대주 간 계약서의 내용을 참고하였음을 밝혀 둔다.

92 메자닌대출의 EOD가 발생한 경우에 선순위대출의 EOD도 함께 발생하는 것으로 하는 교차채무불이행(cross-default)조항은 선순위대출 대주의 이익에 반하는 것이므로 통상 규정하지 않는다.

(ii) 선순위차주가 EOD를 치유하지 않는 경우, 선순위대주는 메자닌대주에 대한 통지으로써, 선순위EOD를 치유하거나 선순위대출채권을 매입할 것인지를 문의하게 된다.⁹³

(iii) 대주 간 합의서에 따라 메자닌대주는 메자닌차주가 제공한 담보, 즉 선순위차주의 지분을 실행하여 이를 보유하는 것을 전제로, 선순위EOD를 치유하거나 선순위대출채권을 매입할 것인지를 결정할 수 있는 권리를 가진다.

(iv) 메자닌대주가 선순위EOD를 치유하거나 선순위채권을 매입⁹⁴하는 방안을 선택하면, 선순위EOD는 치유되거나 선순위대주는 메자닌대주에게 선순위채권을 매각하고 그 매각대금으로 대출원리금을 상환받게 된다. 이 경우 메자닌대주가 이러한 방안을 선택하는 것은 현재 시점에서 부동산경기 등의 영향으로 담보부동산의 저당권실행에 이를 때 메자닌채권의 회수율이 낮아질 것이지만, 향후 담보부동산의 가치상승을 기대해 볼 수 있을 것이라는 전망에 따른 것이다.⁹⁵

(v) 메자닌대주가 선순위EOD 치유 또는 선순위채권매입을 선택하지 않는 경우 메자닌대주는 선순위대출이 전액상환될 때까지 메자닌차주 및 / 또는 선순위담보물 등으로부터의 지급을 수령할 수 없다.

(vi) 선순위대주는 부동산담보권 실행을 하여 채권의 상환을 받는다.

한편 메자닌대주는 다음 조건의 충족을 전제로 선순위차주에 대한 지분질권을 실행할 수도 있다.

(i) 신용평가기관의 확인 및 메자닌대주 중에서 선순위메자닌대주가 존재하는 경우 후순위메자닌대주는 선순위메자닌대주의 동의를 얻어야 한다. 다만 지분담보의 양수인이 일정한 신용도와 재무적 능력을 갖춘 적격양수인(qualified transferee)이고, 담보 실행 후 일정 기간 내에 부동산이 해당 메자닌대주 또는 지분담보의 양수인이 지정한 적격관리자(qualified manager)가 부동산을 관리하며, 선순위대출 또는 선순위메자닌대출의 금전적 및 비금전적

EOD가 지분담보권 실행 전 또는 담보권 실행과 동시에 치유되는 경우에는 예외로 한다.

(ii) 일정한 자격을 갖춘 제3자로 하여금 선순위대주를 위한 보증이나 손해 발생 시 손해배상을 위한 보증계약을 체결하도록 하여야 한다.

메자닌대주가 유일하게 보유한 담보인 메자닌차주가 보유하는 선순위차주 지분에 대한 질권을 실행할 때조차 이와 같이 엄격한 요건을 갖추도록 하는 이유는 다음과 같다. 메자닌대주가 선순위차주 지분에 대한 질권을 실행하여 선순위차주의 모회사가 되는 경우,⁹⁶ 메자닌대주는 사실상 지분질권 실행 이전의 메자닌차주의 모회사인 지분보유목적법인(holding company) 및 그 주주이자 실질적인 부동산 소유자인 사업소유자(sponsor)의 지위를 취득하는 결과가 된다. 이 경우 선순위대주의 지위가 메자닌대주의 선순위차주 지분에 대한 질권 실행 이전보다 불리하게 됨으로써 선순위대주에게 매우 불합리한 결과가 초래되는 것을 방지하기 위한 정책적 고려에서, 메자닌차주 또는 그가 지정한 양수인이 사업소유자와 동일한 정도의 신용도와 재무능력을 갖출 것을 요구하고, 나아가 선순위대출계약에서 선순위대주에게 기존의 보증인이⁹⁷ 제공한 보증도 선순위차주의 지배주주가 교체되는 경우 기존 보증인과 동일한 정도의 신용도와 재무능력을 갖춘 보증인의 보증으로 교체될 것을 요구하는 것이다.

93 메자닌대주 중에서도 선순위메자닌대주와 후순위메자닌대주가 있고 두 메자닌대주가 선순위대출채권을 매입하겠다고 통지하는 경우에는 원칙적으로 후순위메자닌대주의 매수선택통지가 유효한 것으로 본다.

94 선순위대출금액의 매수가격은 매수 시 미상환된 원금잔액 및 이자금 등 기타 관련 비용의 합산액으로 결정되며, 중복계상되지 않는다.

95 김도선 / 조병준, 앞의 보고(세주 81), 13면 이하.

96 또는 메자닌대주가 양수인을 지정하여 그 양수인으로 하여금 선순위차주의 모회사가 되도록 하는 경우도 포함한다.

97 통상 선순위대출계약에서는 사업소유자 또는 사업소유자가 지정하는 자로 하여금 선순위차주의 선순위대주에 대한 채무에 대해 보증인의 역할을 하도록 하고 있다.

VII. 마치며

이상에서는 최근 활용되고 있는 부동산의 인수 및 개발과 관련 금융방식 및 관련 법적 쟁점들을 개략적으로 다루면서, 부동산금융의 최신 동향을 살펴보았다. 즉 기존의 신탁제도가 담보신탁, 관리형 토지신탁, 차입형 개발신탁 등의 방식으로 활발하게 이용되면서 다양한 이해관계자가 개입되는 개발 사업 등에 있어서 각 당사자의 이해관계를 조율해 나갈 수 있는 금융기법으로 재조명되고 있으며, 기존의 단순한 대출형태의 방식에서 나아가 TRS구조와 같은 새로운 금융기법이 등장하고, 자본시장법상 전문투자형 사모집합투자기구를 통한 대출 등의

방식도 활용할 수 있게 되었다. 나아가 국내 부동산 이외에도 유럽이나 미국 등의 우량 부동산 자산을 담보로 하는 대출 관련 투자도 증가하고 있는 상황이다. 부동산금융은 전통적인 저당권 담보부 대출에서 출발하여 이와 같이 다양한 형태로 활용되고 있고, 이와 같은 동향을 반영한 자본시장법·신탁법 등 관련 법령의 개정도 꾸준히 이루어지고 있는 것으로 보인다. 실무가의 입장에서는 아직 제도적으로 미흡한 부분은 있으나 이와 같은 최신 동향을 반영한 법 개정이 지속적으로 이루어지고 있는 것은 바람직한 것으로 보며, 이와 같은 법 개정을 통해서 부동산금융이 보다 활성화되고 발전할 수 있을 것으로 기대한다.

