creative commons

COMMONS DEED

저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:

저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.

비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.

변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 이용허락규약(Legal Code)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

Disclaimer

dCollection

법학전문석사 학위논문

부동산개발금융의 시행규제에 관한 공법적 연구

2022년 2월

서울대학교 대학원

법학과 법학전공

한 소 은

부동산개발금융의 시행규제에 관한 공법적 연구

지도교수 김 종 보

이 논문을 법학전문석사 학위논문으로 제출함
2021년 11월

서울대학교 대학원
법학과
한 소 은

한소은의 전문석사 학위논문을 인준함
2022년 2월

위 원 장 박 정 훈 (인)

부위원장 최 계 영 (인)

위 원 김 종 보 (인)

국문초록

부동산금융법은 건설법과 금융법이 중첩되는 분야이다. 부동산개발업자들은 건설법 분야의 공법적 규제를 바탕으로 개발사업을 추진한다. 하나의 건물이 완공될 때까지 건축법부터 시작하여 도시계획법, 기타 사회간접자본에 관한 다양한 공법적 규제가 적용된다. 부동산개발사업은 나대지를 매입하여 거대한 상업용 시설이나 주거용 건물을 생산하여 개발이익을 향유하는 것을 목적으로 한다. 여기에 막대한 자본과 비용, 노력이 투입된다. 이러한 대규모 자금조달을 위하여 부동산개발금융, 즉 프로젝트 파이낸싱이라는 금융기법이 발전하였다. 금융기관 기타 투자자들은 금융법에 따라 다양한 투자기구를 통하여 개발사업에 참여한다.

부동산개발금융은 부동산개발사업에의 자금을 대출하는 PF 대출에서 시작하여 집합투자기구, 부동산투자회사 등 각 개별법에 근거를 둔 자금조달기구를 이용한 간접금융 중심으로 변모하였다. 현재 한국 금융법상 자금조달기구에는 자본시장법상 부동산집합투자기구, 부동산투자회사법상 부동산투자회사 그리고 법인세법상 프로젝트금융투자회사가 있다. 동일한 기능을 담당하는 세 가지 형태의 기구가 각각 별개의 법률에 근거하여 다른 행정청의 감독을 받는다는 점이 특징이다. 이러한 점으로 인하여 동일한 목적의 부동산개발금융에 관한 규제의 공백 또는 규제의 중첩이 존재할 수 있다. 예를 들면 자본시장법의 금융위원회와 부동산투자회사법의 소관 행정청인 국토교통부가 각 감독권한을 지니며, 부동산투자회사와 집합투자기구가 중첩되는 부분에 관하여 공동 감독권을 행사하는 경우도 있다.

규제의 중첩 및 공백의 여지는 예측가능성과 명확성, 일관성과 통일성을 목적으로 하는 전통적 규제원칙에 반한다. 비합리적 규제는 규제완화가 사회적 합리성에 부합한다는 비판에 힘을 싣는다. 양질의 규제를 추구하는 규제개혁을 위해서라도 지양되어야 한다. 최근 자본시장법 개정 과정에서 사모집합투자기구의 개념 정의를 변경하면서 자본시장법상 조항을 준용하는 부동산투자회사법의 규정을 개정하지 않아, 부동산투자회사에 사모집합투자기구의 규제가 적용될 가능성이 생겨난 것도 행정청 간 협조 미비에 기인한다.

본 연구는 건설법적 관점에서 부동산개발금융의 유형을 분류하여 금융회사의 참여도에 따라 투자형태를 분석하고자 한다. 금융회사는 PF대출을 이용한 직접금융 또는 집합투자기구 등 자금조달기구를 통한 간접금융의 형태로 부동산개발사업에 투자한다. 그런데 금융회사가 단순 재무적 투자자의 지위에 그치지 않고 직접 실질적 시행주체로서 행위하게 된다면 이에 관하여 적절한 규율이 필요하다. 금융법은 투자자보호의 관점에서 정보비대칭 완화, 금융회사의 건전성 제고 등을 목적으로 한다. 금융법적 규제목적 하에서 금융회사의 부동산개발사업 직접 시행이라는 형태를 어떻게 규율해야 할 지는 중요한 문제가 된다. 특히 부동산개발사업이 좌초될 경우 시행자는 일차적 책임의 귀속주체가 되므로, 자금조달기구를 지배하는 금융회사에게 시행권한이 인정될 경우 이는 금융회사에 대한 위험요소가 될 수 있다.

금융규제법은 은행·보험회사의 실물 부동산 취득을 금지하고, 금융회사의 고수익·고위험투자를 제한하고 있다. 이러한 관점

에서 금융회사의 간접투자기구를 통한 부동산개발사업의 시행을 주시할 필요가 있다. 투자도관체의 절연효과로서 금융회사의 최대 손실액은 원칙적으로는 지분투자 범위 내로 한정될 것이다. 그렇지만, 금융회사가 단순 재무적 투자자에 그치지 않고 직접 시행자로 평가될 수 있는 경우라면 부동산개발사업의 좌초 등으로 발생한 위험부담은 다르게 평가될 수 있다.

부동산개발금융은 행정규제법이 전통적 분업구조에서 복수의 행정기관이 함께 행정작용하는 구조로 나아야 함을 보여준다. 금융회사의 부동산개발사업 시행 참여에 대하여 건설법 및 금융법 양쪽의 규제법이 적용되어야 하며, 그 전제로 각기 다른 행정기관 간 긴밀한 공조가 필요하다. 복잡화·전문화된 행정입법과정에서 행정기관 간에 부동산투자회사법과 같이 복수의 행정기관이 중복하여 담당하는 업무 범위가 생겨날 수 있고, 한편 그 불확실한 법적 성질로 인하여 공백으로 남아있는 업무 범위가 발생할 수 있다. 이러한 점을 염두에 두고 부동산개발금융을 통한 금융회사의 부동산개발사업 참여에서 자금조달기능을 넘어선 금융회사의 시행 간여에 관하여 인식하고 그로 인하여 발생할 수 있는 복잡·다양한 법률관계를 구명할 필요가 있다.

주요어: 부동산개발금융, 부동산집합투자기구, 부동산투자회사, 프로젝트 금융투자회사, PFV, 리츠, 부동산펀드, 시행
학 번: 2019-25673

목 차

제 1 장 서론 ····· 1

제 1 절 연구의 목적 ····· 1

제 2 절 연구의 방법과 범위 ····· 3

제 2 장 부동산 간접투자기구 ····· 4

제 1 절 부동산개발금융의 의의 및 유형 ····· 4

Ⅰ. 금융의 기능과 부동산개발금융 ····· 4

Ⅱ. 부동산개발금융의 유형 ····· 6

Ⅲ. 부동산개발금융의 당사자 ····· 11

Ⅳ. 부동산개발금융 관련 법률 ····· 14

Ⅴ. 한국 부동산개발금융의 발전 ····· 15

제 2 절 자본시장법상 부동산집합투자기구 ····· 17

Ⅰ. 부동산집합투자기구 제도 ····· 17

Ⅱ. 부동산집합투자기구와 부동산개발사업 ····· 22

Ⅲ. 부동산집합투자기구와 전문투자형 사모집합투자기구 27

제 3 절 부동산투자회사법상 부동산투자회사 ····· 29

Ⅰ. 부동산투자회사 제도 ····· 29

Ⅱ. 부동산투자회사와 부동산개발사업 ····· 36

Ⅲ. 부동산투자회사의 감독주체 ····· 38

제 4 절 법인세법상 프로젝트금융투자회사 ····· 41

Ⅰ. 프로젝트금융투자회사 제도 ····· 41

Ⅱ. 프로젝트금융투자회사의 설립절차 ····· 41

Ⅲ. 프로젝트금융투자회사의 활용 ····· 45

제 3 장 부동산개발사업의 시행 ····· 50

제 1 절 건설법상 시행과 시공 ····· 50
Ⅰ. 시행과 시공의 의의 ····· 50
Ⅱ. 시행자의 법적 지위 ····· 53
Ⅲ. 시공자와 건설사업자 등록제도 ····· 54
제 2 절 민간 시행자로서 부동산개발업자 ····· 58
Ⅰ. 부동산개발업법의 적용범위 ····· 58
Ⅱ. 부동산개발업자 등록제도 ····· 60
Ⅲ. 부동산개발업자에 대한 영업규제 ····· 62
제 3 절 부동산개발사업의 재무적 투자자 ····· 64
Ⅰ. 재무적 투자자의 개념 ····· 64
Ⅱ. 재무적 투자자와 부동산개발사업 ····· 65

제 4 장 금융회사의 시행과 금융규제 ····· 68
제 1 절 금융규제법과 부동산개발금융 ····· 68
Ⅰ. 한국 금융규제법 체계 ····· 68
Ⅱ. 부동산개발금융시장과 금융규제 ····· 78
제 2 절 금융회사의 부동산개발사업 참여 ····· 84
Ⅰ. 금융회사별 부동산개발사업 참여형태 개관 ····· 84
Ⅱ. 금융회사의 PF대출 ····· 85
Ⅲ. 금융회사의 지분투자 ····· 89
Ⅳ. 금융회사의 사업시행 ····· 93
제 3 절 최근 자본시장법 개정과 영향 ····· 96
Ⅰ. 자본시장법의 개정 ····· 96
Ⅱ. 주요 개정내용 ····· 96
Ⅲ. 부동산투자회사법에 미치는 영향 ····· 99

제 5 장 결론 ····· 103

참고문헌 ····· 105
Abstract ····· 107

표 목 차

[표 1] 직접금융 방식의 PF대출 기본 구조 ····· 7
[표 2] 자산유동화를 통한 부동산개발금융 기본 구조 ····· 10
[표 3] 집합투자의 기본 구조 ····· 19
[표 4] 부동산투자회사의 유형별 비교 ····· 30
[표 5] 구 법인세법상 프로젝트금융투자회사 근거조문 ····· 43
[표 6] 조세특례제한법상 프로젝트금융투자회사 근거조문 · 44
[표 7] 종합공사업의 등록요건 ····· 56
[표 8] 부동산개발의 분류 ····· 59
[표 9] 부동산개발에 관한 단계별 규제 ····· 60
[표 10] 자본시장법상 금융투자업의 종류 ····· 70
[표 11] 현행 금융정책 및 금융감독 체계 ····· 74
[표 12] 금융업권별 부동산PF대출 잔액 변화 ····· 79
[표 13] 부동산간접투자 비교 ····· 81
[표 14] 기관전용 사모펀드의 투자자 범위 ····· 99
[표 15] 개정 전·후 리츠의 자본시장법상 분류 ····· 101

제 1 장 서론

제 1 절 연구의 목적

부동산금융은 건설법적 공법 규제와 금융법적 공법 규제가 중첩적으로 작용하는 영역이다. 이러한 특성으로 인하여 부동산개발사업에서 시행과 시공의 양상에는 개발 측면에서 참여한 시행자, 시공자뿐만 아니라 자금조달 측면에서 참여한 금융회사 등 다수 당사자간 복잡한 법률관계를 형성한다.

부동산개발업자들은 건설법 분야의 공법적 규제를 바탕으로 개발사업을 추진한다. 건축법부터 시작하여 도시계획법, 기타 사회간접자본에 관한 다양한 공법적 규제가 그것이다. 그리고 금융회사 등 투자자들은 금융법에 따라 다양한 투자기구를 통하여 개발사업에 참여한다. 통칭 프로젝트파이낸싱이라는 금융기법은 과거 단순 개발자금 대출에서 나아가 펀드, 리츠 등 다양한 명칭의 투자기구를 이용한 복잡한 금융공학으로 진화하였다.

주목할 점은 금융시장을 통하여 자금이 부동산개발시장으로 흘러들어오는 과정에서 금융법과 건설법 간 경계가 불명확한 회색지대가 존재한다는 사실이다. 부동산개발사업 참여주체인 시행자와 시공자들은 부동산개발사업을 위한 다양한 자금조달수단들이 어떻게 차이가 있고, 또한 개발사업이 좌초되었을 때 책임의 귀속주체나 시행권의 향방 등 법적 쟁점에 대하여 정확히 이해하지 못할 수 있다. 나아가 은행, 저축은행, 자산운용사 등 다양한 금융회사들은 투자기구를 통하여 부동산개발사업에 투자하는데 그치지 않고 직접 시행주체가 되는 경우도 존재한다.

본 논문은 먼저 부동산금융법이라는 공법분야에 대하여 개괄한

후 부동산개발사업의 시행과 부동산개발금융을 통한 자금조달이라는 두 가지 커다란 주제를 접목하여, 부동산개발금융의 유형과 자금조달에 참여하는 다양한 금융 이해관계자들이 어떠한 역할을 수행하며 이들 간에 어떠한 법률관계가 형성되는지, 그리고 이에 대하여 어떤 공법적 규제가 행해지고 있고 마지막으로 투자자보호 관점에서 규제의 공백을 규명하고자 한다.

제 2 절 연구의 방법과 범위

본 연구는 부동산개발금융의 유형을 분석하고 건설법과 금융법이라는 두 영역의 공법적 규제의 중첩되는 부분을 '시행규제[1]'의 측면에서 접근하여 규명한 후 현재의 부동산개발금융에 얽힌 다양한 법률관계를 살펴보고자 한다. 구체적으로 부동산개발사업의 시행자로서 참여하는 건설회사와 부동산개발금융의 자금조달기구(투자기구)를 통해 참여하는 금융회사, 그리고 때로는 이들이 컨소시엄을 구성하여 직접 시행자가 되어 행하여지는 다양한 부동산개발금융의 시행 형태를 살펴본다. 자금조달기구를 통한 부동산개발금융에 관하여는 「자본시장법과 금융투자업에 관한 법률」(이하 '자본시장법')상 부동산집합투자기구, 부동산투자회사법상 부동산투자회사, 그리고 법인세법상 프로젝트금융투자회사에 중점을 두고 살펴볼 예정이다.

그에 따라 본 연구는 다음과 같은 내용으로 전개된다. 먼저 제2장에서 부동산금융법을 규율하는 건설법과 금융법의 각 규제들을 살펴본 뒤, 먼저 건설법상 부동산개발사업의 시행규제를 살펴본 후, 부동산개발금융의 유형별로 근거법률에 따른 형태와 특징을 살펴본다. 다음으로 금융회사의 참여형태에 따른 부동산개발금융을 금융회사가 시행에 개입정도에 따라 대출방식과 지분투자방식, 직접시행방식으로 분류하고 각 유형별 참여자들의 법률관계 양상을 들여다본다. 부동산신탁과 유동화증권을 통한 부동산금융은 금번 연구의 범위에서 제외하였다. 이를 바탕으로 건설법이 추구하는 국토의 합리적 이용과 금융규제법의 주된 목적 중 하나인 투자자보호가 부동산개발금융 분야에서 어떻게 조화될 수 있을지를 논하면서 끝맺고자 한다.

---

1) 부동산개발사업의 시행(implementation)에 관한 규제를 약칭한다.

제 2 장 부동산 간접투자기구

제 1 절 부동산개발금융의 의의 및 유형

I. 금융의 기능과 부동산개발금융

1. 금융의 기능

금융이란 자금의 공급자와 수요자 사이에서 일어나는 자금의 융통을 말하며, 금융이 행하여지는 시장을 금융시장이라고 한다.[2] 이러한 금융의 기능은 크게 투자, 위험관리, 그리고 지급결제기능으로 나눌 수 있다. 일반적으로 투자는 특정한 이익의 취득을 목적으로 시간이나 자본 등을 투입하는 것으로 정의할 수 있다. 위험관리는 금융을 통하여 다양한 재무적 또는 비재무적 위험에 따른 손실을 회피하기 위해 대응하는 것을 말한다. 마지막으로 지급결제는 경제주체들이 경제활동에 따른 채권채무관계를 지급수단을 이용하여 해소하는 행위를 말한다.[3]

금융시장은 금융회사의 중개 여부에 따라 직접금융시장과 간접금융시장으로 나뉜다.[4] 직접금융시장은 중개기관의 개입이 없는 금융시장으로 주식, 채권 등 금융투자상품이 거래되는 자본시장(capital market)으로 대표되는 시장이다. 직접금융시장에서는 투자자라는 용어가 흔히 사용되며, 투자자는 발행인이 발행한 증권을 직접 매입함으로써 발행인의 위험을 부담한다. 이 거래에 증권회사 등 금융회사가 계약의 체

---

2) 김건식·정순섭, **새로 쓴 자본시장법** 제3판, 두성사, 2013, 33면
3) 한국은행홈페이지 - 금융안정 - 지급결제 - 지급결제제도 - 지급결제제도 개요 https://www.bok.or.kr/portal/main/contents.do?menuNo=200345
4) 김건식·정순섭, 앞의 책, 33면

결을 보조하나 계약 주체로는 개입하지 않으며, 법률적으로 투자자와 발행인이 직접 계약 당사자가 되어 투자자가 오롯이 위험부담주체가 된다. 반면, 간접금융시장은 중개기관인 금융회사가 직접 발행인과 거래 계약을 체결하는 동시에 금융소비자(투자자)와도 거래 계약을 체결하는 시장을 말한다.

2. 금융시장의 규제

금융시장의 근본적 존재의의는 실물경제에 필요한 자금의 원활한 공급이며, 금융시장의 순기능이 원활하게 작동하기 위해서는 공법상 적절한 규제가 필수적으로 요구된다. 이러한 금융시장의 규제는 직접금융시장의 경우와 간접금융시장의 경우가 각각 다른 형태로 규율되어 있다. 직접금융시장은 자금공급자인 투자자와 자금수요자의 직접 거래가 이루어지는 시장이므로, 정보의 비대칭성 교정과 불공정거래 방지에 규제의 초점을 두게 된다. 반면, 간접금융시장은 투자자가 자금을 필요로 하는 수요처를 중개하는 금융회사와 거래하므로 규제의 주된 목적이 금융회사의 건전성 확보에 맞추어져 있어, 금융회사의 적절한 위험관리와 과도한 위험부담을 방지하여 금융회사의 건전성을 확보하고 나아가 금융시장 전체의 건전성을 도모하고자 한다.

3. 부동산개발금융과 금융규제

금융의 본질적 기능은 부동산개발금융에 있어서도 대규모 부동산개발사업에 필요한 자금의 공급 등을 위해 동일하게 작동한다. 그런데 부동산개발금융은 부동산개발사업에 필요한 자금 공급 역할을 하는 조력자에 불과한 금융회사가 직접 시행에 참여하는 길을 열어 둔다는 점에 그 특징이 있다. 과거 부동산개발금융은 주로 시행자가 시공자의 신용보강을 바탕으로 금융회사로부터 사업자금을 대출받는 형태였다면, 최근 금융기법의 발달로 성장한 자금조달기구를 활용하는 경우에는 금융회사

가 단순 금융중개기관의 역할을 넘어서 직접 시행자로 참여할 수 있다.

그렇다면 금융회사가 사업시행주체로 참여하게 될 때, 기존의 금융규제가 이러한 형태의 부동산개발금융을 포섭할 수 있는지, 불가능하다면 이에 대한 새로운 시행규제 등의 도입이 필요한지 여부에 대해 검토해볼 필요가 있다. 또한 현재의 건설법상 시행규제가 금융회사가 자금조달기구를 통한 시행참여를 어떻게 규제할 수 있는지 등에 대한 법적 조명도 필요하다. 특히 부동산개발사업이 좌초되었을 때 그 책임부담 등은 법률적으로 중요한 문제가 될 수 있다.

II. 부동산개발금융의 유형

1. 개관

부동산개발금융(Project Financing, 이하 'PF')이란 부동산개발 프로젝트의 사업성과 미래의 현금흐름을 담보로 하여 자금을 조달하는 금융기법으로, 다양한 방법을 활용하여 자금을 조달하며 개발사업의 실패위험을 참여자들이 나누어 갖는다.

부동산개발금융은 부동산 개발사업을 시행하려는 시행주체의 위험부담을 참여자들에게 적절히 배분하려는 목적의 금융기법이다. 한국에서 행해지는 부동산개발금융은 크게 직접금융과 간접금융에 의한 조달로 나눌 수 있다. 직접금융은 가장 기본적인 구조로 금융회사로부터 직접 개발자금을 차입하는 PF대출을 말하며, 간접금융은 집합투자기구 등의 자금조달목적의 특수목적기구(간접투자기구)를 통한 PF를 말한다. 실무상 PF는 그 유형을 별도로 구분하지 않고 하나로 통칭하는 경향이 있으나, 세부 유형별로 다양한 금융기법이 활용되며 그 근거법령, 당사자간 법률관계, 위험부담구조 등에 차이가 존재한다. 따라서 부동산 PF를 이해하기 위해서는 먼저 근거법령에 따른 공법적 규제를 살펴본 뒤, 자금

이 조달되고 회수되는 과정에서 각 당사자들의 위험부담을 중점으로 살펴볼 필요가 있다.

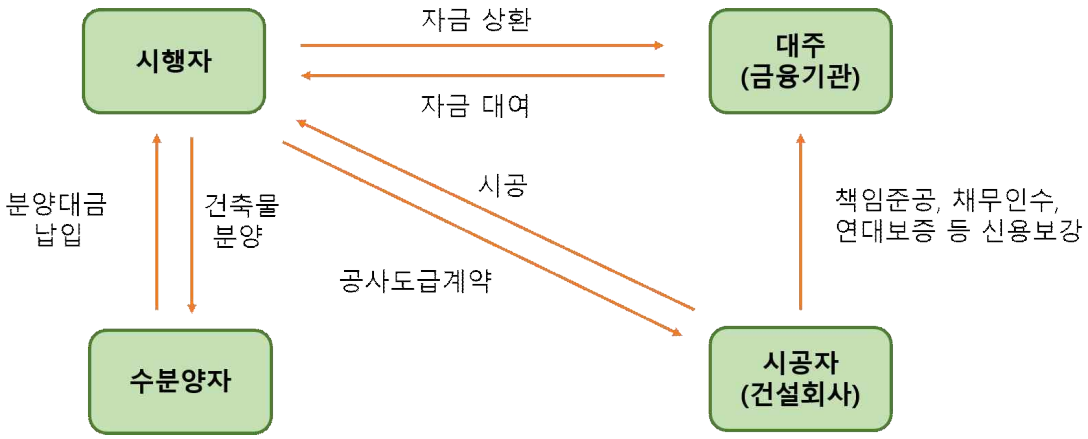
2. 부동산개발금융의 유형

부동산개발금융의 유형은 앞서 설명한 직접 부동산개발사업에 자금을 대출하는 PF대출, 간접투자기구를 통한 자금지원 이외에도, 넓은 의미로는 PF대출을 다시 한번 유동화하여 다수 투자자들에게 매각 후 자금을 회수하는 리파이낸싱 기법인 자산유동화나 신탁구조를 활용한 부동산신탁 방식 등도 포함된다.

가. 직접금융 방식의 부동산개발금융

시행자가 은행, 증권사 등 금융회사로부터 약정을 맺고 자금을 차입하는 전통적인 PF 방식이다. 주로 개발사업의 대상 부동산이 담보의 형식으로 제공되며, 시공자가 보증 등으로 신용보강을 하는 경우가 많다. 시공자가 신용보강으로 인하여 최종적인 채무부담을 인수하는 경우, 시공사는 전체 사업의 시행권을 함께 인수하게 되는 경우가 많다.

<표 1> 직접금융 방식의 PF대출 기본 구조



나. 간접투자기구를 통한 부동산개발금융

간접투자기구를 통한 PF는 세 가지 유형이 있다. 자본시장법에 의한 부동산집합투자기구(부동산펀드), 「법인세법」에 의한 프로젝트금융투자회사(PFV), 「부동산투자회사법」에 의한 부동산투자회사(REITs)를 활용한 방식이 그것이다. 모두 다수의 투자자로부터 투자자금을 모아 실물 부동산이나 부동산 개발사업에 투자·운용하고 발생한 손익을 투자자에게 돌려준다는 점에서 구조가 유사하다. 즉, 간접투자기구가 투자자로부터 자금을 모집하여 부동산개발사업에 투자하는 투자도관체 역할을 하는 것이다. 실무상 부동산집합투자기구는 부동산펀드, 부동산투자회사는 리츠(Real Estate Investment Trusts, REITs), 프로젝트금융투자회사는 PFV(Project Financing Vehicle)로 약칭된다.

1) 자본시장법상 집합투자기구를 이용한 부동산개발금융

2003년 「간접투자자산운용업법」 시행으로 도입되었다가, 자본시장법이 제정되며 통합되었다. 집합투자기구를 통하여 다수의 투자자로부터 개발자금을 조달하여 부동산개발사업에 투자한 후 발생한 수익을 투자자에게 배분한다. 실무상 부동산펀드로 불리는 것으로 구체적인 투자대상에 따라 임대형 펀드, 경매 펀드, 해외투자형 펀드, 직접개발형 펀드 등 다양한 종류가 있다.

2) 부동산투자회사(REITs)를 통한 부동산개발금융

2001년 4월 「부동산투자회사법」 제정으로 도입된 유형으로, 부동산투자회사(REITs)를 통해 다수의 투자자로부터 자금을 조달하여 부동산개발사업 수행 후 수익을 투자자에게 배분하는 구조이다. 부동산펀드와 운용방식, 투자대상 등에 차이가 있으나, 근본적으로 같은 구조이다.

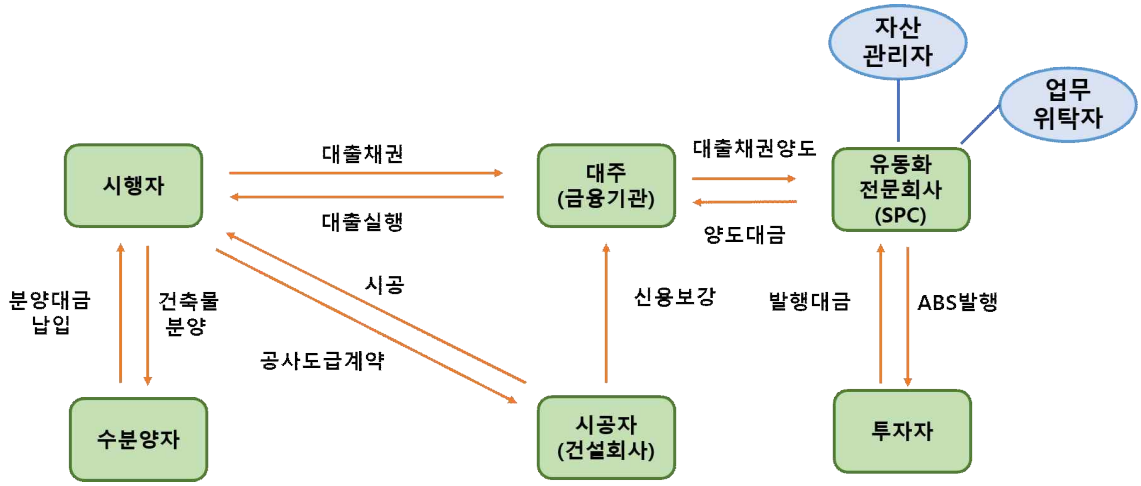
3) 프로젝트금융투자회사(PFV)를 이용한 부동산개발금융

별도의 영업법이 아닌 「법인세법」상 근거조문을 마련하여 도입된 프로젝트금융투자회사(PFV)는 요건을 충족할 경우 이중과세를 면할 수 있는 특례를 받는다. 과세의 원칙대로라면 자금조달목적기구가 투자한 개발사업으로 이익을 얻으면 먼저 법인의 형식을 취한 자금조달목적기구에 세금이 부과되고, 또 여기에 주주로 참여한 실체적인 자금주들이 얻은 배당수익에 대하여 이중으로 부과된다. 법인세법은 이에 대하여 특례를 마련하여, 특정한 요건을 충족하는 프로젝트금융투자회사에 대해서는 그 법인의 배당가능이익의 90% 이상을 배당한 경우 사업연도의 소득금액에서 공제하여 소득세를 부과하지 않고 있다.

다. 자산유동화를 통한 부동산개발금융

금융회사 또는 일반기업이 보유하는 비유동성 자산을 유동성 확보 목적으로 시장에서 판매하기 용이하게 유동화하여 자금을 확보하는 방식을 말한다. 주로 유동화증권(Asset Based Securities, ABS) 또는 유동화기업어음(Asset Based Commercial Paper, ABCP)을 발행하여 그 발행대금으로 부동산 개발사업의 자금을 제공하는 형태가 있다. 「자산유동화에 관한 법률」에 따라 유동화전문회사라는 명목상 회사(paper company)를 통하여 유동화증권을 발행한다. PF대출로 실행된 PF대출채권을 유동화전문회사를 통하여 다수의 투자자에게 매각함으로써 사실상 부동산 개발사업에 대출하는 금융회사의 위험을 분산하기 위해 이러한 방식을 활용한다. 이는 부동산개발사업을 위한 자금조달이 일차적으로 완료된 이후 대주의 위험을 다수의 투자자들에게 이전하는 구조로서 자금조달을 완료한 사업주체의 입장에서는 큰 관심사가 아닐 수 있다.

<표 2> 자산유동화를 통한 부동산개발금융 기본 구조[5]



실무적으로 자산유동화를 통한 유동화증권을 발행할 때 증권사가 채무보증을 추가하여 유동화증권의 신용을 보강하는 경우가 많다. 이때 유동화증권의 신용등급은 주로 신용보강을 제공하는 증권사의 신용도에 연계되어 결정된다.

라. 부동산신탁 방식의 부동산개발금융

부동산신탁은 신탁구조를 활용하여 부동산을 신탁재산으로 하여 토지 소유자인 위탁자로부터 부동산을 수탁받아 관리, 운용, 개발하여 이익을 상환하고 수수료를 받는 형태이다. 신탁업을 수행하기 위하여는 자본시장법에 따른 인가를 받아야 한다(제12조). 2019년 금융당국이 부동산신탁업 경쟁력 제고를 위해 신규인가를 추진하며 3개의 신규회사가 인가를 받았고, 그리하여 2021년 5월 총 14개의 부동산신탁회사가 영업을 하고 있다. 2016년 도시및주거환경정비법 개정을 통해 부동산신탁사도 정비사업에 단독 시행자로 참여할 수 있게 되었는데, 주목할 만한 변화가 예상된다.[6]

5) 이석훈·장근혁, “국내 증권업 부동산PF 유동화시장의 추이와 위험 분석”, 이슈보고서 19-17, 자본시장연구원, 3면의 표를 바탕으로 재구성
6) 신탁법상 신탁 구조를 이용한 부동산신탁 또한 부동산PF의 유형으로 포함되나,

3. 부동산개발금융에서의 신용보강

부동산개발금융은 불투명한 부동산개발사업의 사업성 및 장래 현금흐름을 바탕으로 자금조달이 이루어진다. 이러한 대주의 위험을 낮추기 위해 차주의 신용에 시공사의 연대보증 등이 더해져 신용보강이 이루어져 왔으며, 시공사의 연대보증 이외에 증권회사가 시공사 대신 신용보강의 주체가 되는 채무보증상품도 등장하였다. 증권회사는 보증료를 수령하는 대신 부동산개발사업의 PF대출에 대주인 시행자의 신용을 보완하는 신용보강을 제공한다.

III. 부동산개발금융의 당사자

1. 부동산개발금융을 둘러싼 복잡한 법률관계

부동산개발금융에서는 다양한 분야의 당사자들이 복잡한 법률관계를 구성한다. 구체적으로 사업주체인 시행자, 명목상 회사인 자금조달목적기구(SPV), 시공을 담당하는 시공자, 자금을 빌려주는 금융회사, 개발사업의 결과물을 분양받는 수분양자 등이 주요 당사자라고 할 수 있다. 이밖에 개발사업의 인허가를 담당하는 정부, 개발사업의 위험을 대비하기 위한 보험상품을 판매하는 보험회사 등도 관련된다.

2. 부동산개발금융의 당사자

가. 시행자

시행자는 사업주체로서 프로젝트를 실질적으로 추진한다. 프로젝

본 글에서는 연구대상에서 제외하였다.

트에 따라 하나의 시행자가 단독으로 시행하는 경우가 있고, 다수간 합작투자계약이나 조합을 결성하여 공동으로 시행하는 경우도 있다. 공동시행의 경우 합작투자계약, 주주간계약 등 약정을 통하여 이익배분 등을 정한다. 인허가를 요하는 개발사업의 경우 시행자가 인허가의 주체가 된다.

시행자가 누구로 확정되는지는 부동산개발사업 전반에서 큰 의미를 지닌다. 시행자는 개발사업과정에서 인허가의 주체가 되며, 나아가 개발사업의 최종적 손익주체가 된다. 특히 개발사업이 좌초되었을 때 시행자는 일차적인 책임부담주체가 된다.

나. 부동산 간접투자기구(Special Purpose Vehicle, SPV)

부동산 간접투자기구[7]는 명목상 회사에 불과하지만 프로젝트와 관련한 계약의 형식적 당사자가 된다. 이러한 투자도관체의 의의는 프로젝트를 수행하는 시행자의 위험부담을 해당 기구에 출연한 투자금 범위로 감축하는 것이다. 즉, 이 명목상 회사(paper company)의 설립으로써 시행자는 출자금을 초과하는 범위에서 개발사업의 위험과 단절된다(이른바 '도산절연').

앞서 살펴본 바와 같이, 현행법상 이용 가능한 부동산 간접투자기구는 ① 법인세법 제51조의2에 의한 프로젝트금융투자회사(PFV), ② 자본시장법상 집합투자기구(투자신탁, 투자회사, 투자유한회사, 투자합자회사, 투자유한책임회사, 투자합자조합, 투자익명조합), ③ 부동산투자회사법상 부동산투자회사(REITs)가 있다. 이후 유형별로 상세히 살펴볼 예정이다.

---

7) 금융 실무상 용어를 직역하면 특수목적기구(Special Purpose Vehicle)이지만, 자금조달의 도관체라는 점을 직관적으로 이해하기 위해서는 간접투자기구가 더 적합한 용어일 것으로 사료된다. 이하에서는 간접투자기구로 통일한다.

다. 시공자

시공자는 개발사업의 설계, 감리, 공사 등 시공 관련 업무를 담당한다. 높은 자금력과 신용도를 갖춘 건설회사인 시공자는 연대보증, 채무인수 등으로 시행자의 신용을 보강하기도 한다. 이때 시공자가 일정 부분 개발사업의 공동시행자 역할을 겸할 수 있으며, 시공자가 일정기간 내 준공을 확약하는 책임준공 약정을 체결하는 경우도 있다.

라. 금융회사

금융회사는 부동산개발사업에 필요한 자금을 조달하는 차주 역할을 비롯하여 다양한 역할로 부동산개발사업에 참여한다. 금융회사 중 일부는 프로젝트에 대한 자문을 수행하거나 부동산 간접투자기구를 통하여 부동산개발사업에 투자하는 경우도 있으며. 펀드가 프로젝트회사가 되는 경우 펀드 운영을 담당하는 자산운용사가 개입하는 경우도 있다. 또, 보험회사는 부동산개발사업의 위험관리를 위한 다양한 보험상품을 제공한며, 민간보험사뿐만 아니라 보증보험을 제공하는 주택도시보증공사(HUG) 등의 공공기관도 비슷한 역할을 수행한다.

마. 수분양자(구매자)

수분양자는 부동산개발사업의 결과물로 건설되는 부동산의 구매자로, 최종적 현금흐름 유입의 근원이다. 수분양자에게로 결과물을 최종적으로 판매함으로써 부동산개발사업은 성공적으로 완결된다. 일반적으로 우리나라의 주거용 부동산의 경우 자금조달상의 어려움을 이유로 건축물의 완공 전 분양하는 선분양제도가 주를 이루고 있으며, 상업용 부동산의 경우에는 부동산개발금융을 통한 후분양제도도 활용되고 있다.

바. 정부 또는 행정청

부동산개발사업은 지자체 등 행정청으로부터 「건축법」, 「국토의 계획 및 이용에 관한 법률」(이하 '국토계획법'), 「도시 및 주거환경정비법」(이하 '도시정비법') 및 기타 건설법상 인허가를 수반하며, 대규모 건설회사업의 특성상 위험관리를 위한 각종 관련법상 규제도 존재한다. 또한, 증권화를 통한 투자자 모집이 이루어지는 경우, 투자자보호를 위한 자본시장법 등 금융법상의 규제 및 관련 행정청(금융위원회 등)의 감독을 받는다.

IV. 부동산개발금융 관련 법률

1. 민사법

민법 등 민사법 일반과 부동산 관련 사인간 법률관계를 규율하는 특별법인 주택임대차보호법, 상가건물임대차보호법, 집합건물의 소유 및 관리에 관한 법률 등이 있다. 특히 도시정비사업 중 재건축사업의 경우에는 임대차보호법이나 집합건물법과 긴밀한 관계가 있으며, 부동산개발금융의 경우에는 개발사업을 추진하는 사업주체간 약정, 협약, 그리고 완성된 부동산의 분양계약 등에서 민사법상 사적자치의 원리를 바탕으로 계약 유형별로 각 특별법이 적용된다.

2. 건설법

부동산개발을 규율하는 건설법은 「건축법」과 「국토계획법」을 기본법으로 하며, 그 외 재건축, 재개발 등 정비사업에 대하여 규율하는 「도시정비법」, 「택지개발촉진법」, 「주택법」, 「역세권의 개발 및 이용에 관한 법률」, 「도시재생 활성화 및 지원에 관한 특례법」, 「빈집 및 소규모주택 정비에 관한 특례법」 등이 있다. 또, 부동산개발업과 부동산개발업자를 규율하는 「부동산개발업의 관리 및 육성에 관한 법률」

(이하 '부동산개발업법')이 있다. 사업주체는 개발사업별로 해당 개발사업을 규율하는 건설법에 따른 제반 요건을 구비하여 인허가 등 행정절차를 진행해야 한다. 사업주체는 최초의 개발사업 허용 여부에서 시작하여 개발사업 시행자 및 시공자의 요건, 개발사업의 내용적 규제 등 개발사업의 각 단계에 따라 충족해야 하는 건설법적 규제와 마주하게 된다.

3. 금융법

개발사업의 종사자들이 가장 생소하고 미지의 분야가 바로 금융법적 규제일 것이다. 부동산개발금융을 규제하는 금융법의 가장 큰 특징은 자금조달기구를 활용한 다양한 형태에 대하여 여러 개별법상 근거를 달리 두고 있다는 점이다. 제4장에서 이에 대해 상세히 논할 예정이다.

V. 한국 부동산개발금융의 발전

1. 직접금융 중심의 초기 부동산개발금융

한국의 부동산개발금융의 시작은 시행과 시공의 분리와 연관지을 수 있다. 시공을 담당하는 건설회사와 개발사업의 주체인 시행사가 분리되면서, 시행사는 시공사의 지원으로 금융비용을 절감하고, 시공사는 시행사를 지원함으로써 적극적으로 부동산개발금융에 참여하였다.

2. 금융공학의 발달과 자금조달목적기구의 등장

2000년대 초기에는 은행을 중심으로 부동산개발사업에 직접 대출을 실행하는 PF대출이 성장하였다. 이후 부동산 경기 호조로 은행 외 금융회사의 PF대출로 직접금융의 영역이 확대되었으며, 더 나아가 REITs, 집합투자기구 등을 이용하여 투자자로부터 간접적으로 자금을

차입하는 간접금융을 활용하는 방식으로 확대되었다. 부동산개발금융의 자산유동화는 은행 등이 보유한 대출채권이 증권사 등 금융회사를 통해 금융상품화된 것이다. 즉, 은행 등 대주인 금융회사가 여러 개발사업의 대출채권을 하나로 묶어(pooling) 다수 투자자에게 매각함으로써 개발사업의 실패 리스크를 분산시키는 것으로, 차주인 시행자가 대출채무를 지는 것은 동일하다. 과거 미국 서브프라임모기지 사태의 원흉으로 지목당했던 것이 바로 이 주택담보대출채권의 자산유동화이다.

2010년 이후의 부동산개발금융시장은 저축은행 부실사태 등에 따른 제2금융권의 PF대출에 관한 금융당국의 규제강화와 금융회사의 수익처 다각화 수요와 맞물려 간접투자기구를 활용한 부동산개발금융이 가파르게 성장하였다.

제 2 절 자본시장법상 부동산집합투자기구

I. 부동산집합투자기구 제도

1. 자본시장법의 제정과 부동산 집합투자기구의 등장

2009.2.4. 기존 「증권거래법」, 「선물거래법」, 「신탁업법」 등 금융 관련 6개 법령이 통합된 자본시장법이 제정되면서 구 「간접투자자산운용업법」 상 부동산간접투자기구였던 부동산투자신탁이 부동산집합투자기구(실무상 용어는 '부동산펀드')가 되었다.

자본시장법은 운용대상에 따라 총 5가지 집합투자기구를 규정하고 있는데[8], 이 중 단기금융집합투자기구를 제외한 나머지는 부동산에 투자할 수 있다. 집합투자재산의 50%를 초과하여 부동산 관련 상품에 투자하는 경우 부동산집합투자기구에 해당한다(법 제229조 제2호, 시행령 제240조 제2항). 실무상 부동산펀드라고 하면 부동산집합투자기구를 말하나, 원칙적으로 증권집합투자기구 등 다른 펀드들도 비중의 제한이 있지만 부동산 관련 상품에 투자할 수 있다.

2. 집합투자 및 집합투자기구의 개념

자본시장법상 집합투자란 2인 이상의 투자자로부터 모은 금전 등을 투자자로부터 일상적인 운용지시를 받지 아니하면서 재산적 가치가 있는 투자대상자산을 취득, 처분 그 밖의 방법으로 운용하고 그 결과를 투자자에게 배분하여 귀속시키는 것을 말한다(자본시장법 제6조 제5항).

---

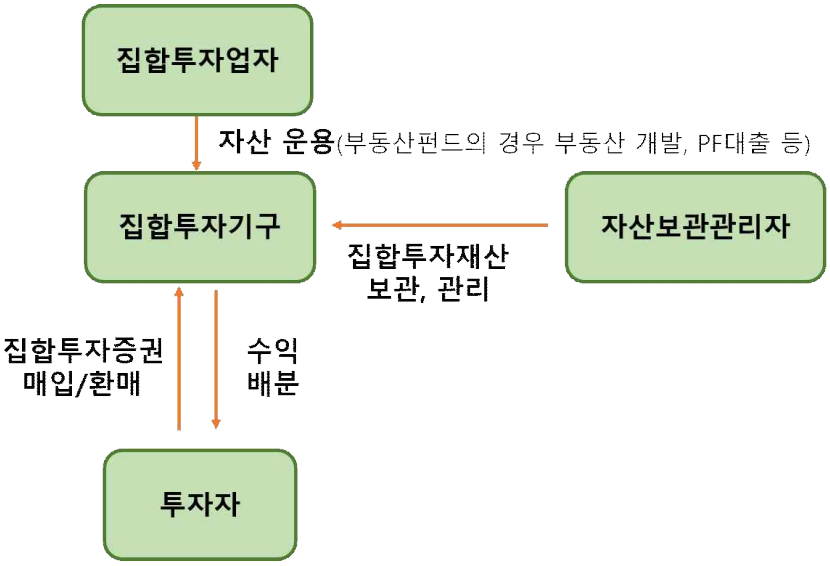
8) 자본시장법(법률 제18128호, 2021. 4. 20., 일부개정, 2021.12.9. 시행) 제229조는 집합투자재산의 운용대상에 따라 집합투자기구를 증권집합투자기구, 부동산집합투자기구, 특별자산집합투자기구, 혼합자산집합투자기구, 단기금융집합투자기구로 구분하고 있다.

집합투자기구란 집합투자를 수행하기 위한 기구로서 신탁법상 신탁 형태의 투자신탁, 상법상 주식회사 형태의 투자회사, 상법상 유한회사 형태의 투자유한회사, 상법상 합자회사 형태의 투자합자회사, 상법상 유한책임회사 형태의 투자유한책임회사, 상법상 합자조합 형태의 투자합자조합, 상법상 익명조합 형태의 투자익명조합의 총 7가지 형태가 있다. 집합투자기구는 실무상 펀드로 일컬어진다.

구 자본시장법은 투자자 권유 대상의 기준 하여 50인 이상의 경우 공모(公募)집합투자기구로, 49인 이하의 경우 사모(私募)집합투자기구로 구분하였다. 그런데, 2021.4.20. 개정된 자본시장법에 따르면 100인 이상의 투자자로부터 금전 등을 모집하는 경우 공모집합투자기구가 되며 펀드 운용이나 공시 등 관련하여 사모집합투자기구에 비하여 보다 엄격한 규제를 적용받게 되었다. 반면 99인 이하의 투자자로부터 자금을 모은 경우로서 일정 요건을 충족한 경우 사모집합투자기구로서 상대적으로 완화된 규제를 적용 받는다.

집합투자재산은 집합투자기구의 재산으로 투자자로부터 모은 투자금을 바탕으로 운용하여 취득한 재산이다. 집합투자증권은 집합투자기구에 대한 출자지분으로써 투자자들은 집합투자증권을 취득함으로써 집합투자기구에 투자하고 운용수익을 배분받을 권리를 획득한다. 집합투자업자는 실질적으로 집합투자재산을 바탕으로 투자 결정을 내리는 자산운용사를 말한다.

<표 3> 집합투자의 기본 구조



3. 부동산집합투자기구의 관련 금융규제

가. 부동산집합투자기구의 투자대상

자본시장법상 부동산집합투자기구의 부동산 투자대상은 ① 부동산 취득, ② 부동산을 기초자산으로 한 파생상품에 투자, ③ 부동산 개발과 관련된 법인에의 대출, ④ 그 밖에 대통령령으로 정하는 방법으로 부동산에 투자, ⑤ 대통령령으로 정하는 부동산과 관련된 증권에 투자로 나뉜다(법 제229조 제2호).

이 중 ④ 그 밖에 대통령령으로 정하는 방법으로 부동산에 투자하는 경우는 i) 부동산의 개발, ii) 부동산의 관리 및 개량, iii) 부동산의 임대 및 운영, iv) 지상권, 지역권, 전세권, 임차권, 분양권 등 부동산 관련권리 취득, v) 채권금융회사가 채권자인 부동산담보부 금전채권 취득으로 정의하며(동법 시행령 제240조 제4항), ⑤ 대통령령으로 정하는 부동산과 관련된 증권은 다시 i) 부동산, 부동산 관련 권리(지상권, 지역권, 전세권, 임차권, 분양권 등), 채권금융회사가 채권자인 부동산담보부 금전채권 중 어느 하나

의 자산이 신탁재산, 집합투자재산 또는 유동화자산의 50% 이상을 차지하는 경우의 그 수익증권, 집합투자증권 또는 유동화증권, ii) 부동산투자회사법에 따른 부동산투자회사가 발행한 주식 iii) 시행령 제80조제1항제1호 라목부터 사목까지의 증권[9]이 있다(동법 시행령 제240조 제5항).

나. 부동산집합투자기구의 투자제한

자본시장법은 집합투자기구의 부동산 투자를 제한하는 규정을 두고 있다. 크게 부동산 의무보유기간 설정, 부동산 개발사업 시행 전의 토지 처분행위 금지가 바로 그것이다.

1) 부동산 의무보유기간

집합투자기구는 국내 소재 부동산을 취득한 후 1년 이내에 이를

---

9) 자본시장법 시행령(대통령령 제30525호, 2020.3.10. 개정, 2022.4.1. 시행)
제80조 ① 법 제81조제1항 각 호 외의 부분 단서에서 "대통령령으로 정하는 경우"란 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 하는 경우를 말한다.
라. 특정한 부동산을 개발하기 위하여 존속기간을 정하여 설립된 회사(이하 "부동산개발회사"라 한다)가 발행한 증권
마. 부동산, 그 밖에 금융위원회가 정하여 고시하는 부동산 관련 자산을 기초로 하여 「자산유동화에 관한 법률」 제2조제4호에 따라 발행된 유동화증권(이하 "유동화증권"이라 한다)으로서 그 기초자산의 합계액이 「자산유동화에 관한 법률」 제2조제3호에 따른 유동화자산(이하 "유동화자산"이라 한다) 가액의 100분의 70 이상인 유동화증권
바. 「주택저당채권유동화회사법」 또는 「한국주택금융공사법」에 따른 주택저당채권담보부채권 또는 주택저당증권(「주택저당채권유동화회사법」에 따른 주택저당채권유동화회사, 「한국주택금융공사법」에 따른 한국주택금융공사 또는 제79조제2항제5호가목부터 사목까지의 금융회사가 지급을 보증한 주택저당증권을 말한다)
사. 다음의 요건을 모두 갖춘 회사(이하 "부동산투자목적회사"라 한다)가 발행한 지분증권

처분하는 행위가 금지된다. 다만, 부동산개발사업(토지를 택지·공장용지 등으로 개발하거나 그 토지 위에 건축물, 그 밖의 공작물을 신축 또는 재축하는 사업)에 따라 조성하거나 설치한 토지·건축물 등을 분양하는 경우와 집합투자기구가 합병·해지 또는 해산되는 경우는 예외가 인정된다(자본시장법 제81조 제1항 제2호 가목).

2) 부동산개발사업 시행 전의 토지처분 금지

집합투자기구는 건축물, 그 밖의 공작물이 없는 토지로서 그 토지에 대하여 부동산개발사업을 시행하기 전에 이를 처분하는 행위가 금지된다. 다만, 집합투자기구의 합병·해지 또는 해산, 부동산개발사업을 하기 위해 토지를 취득한 후 관련 법령의 제·개정 또는 폐지 등으로 인하여 사업성이 뚜렷하게 떨어져서 부동산개발사업을 수행하는 것이 곤란하다고 객관적으로 증명되어 그 토지의 처분이 불가피한 경우는 예외가 인정된다(자본시장법 81조 1항 2호 나목).

다. 부동산집합투자기구의 투자특례

자본시장법은 부동산집합투자기구의 부동산투자에 관하여 다른 집합투자기구에게 금지되는 일부 행위를 허용하여 특례를 두고 있다.

1) 부동산집합투자기구의 금전 대여 및 차입 제한적 허용

자본시장법은 부동산집합투자기구가 집합투자재산으로 부동산을 취득하는 경우 그 운용에 대한 특례를 두고 있다. 원칙적으로 집합투자업자는 집합투자기구의 재산으로 금전 차입이나 대여를 할 수 없다. 그러나 부동산집합투자기구가 집합투자재산으로 부동산을 취득하는 경우 자금을 차입할 수 있고, 부동산개발업자에 대한 자금 대여도 허용되어 있다. 이는 간접투자기구에 불과한 부동산집합투자기구가 금융회사로부터 차입을

하거나, 직접 개발사업에 PF대출을 할 수 있도록 허용하는 것이다.

2) 금전 차입의 허용

일반적인 개념의 펀드, 즉 집합투자기구는 금전 차입이 금지되어 있다(자본시장법 제83조 제1항). 펀드는 원칙적으로 투자자로부터 모집한 자금으로 투자하고, 투자자들은 운용손실을 감수하고 운용이익을 향유한다. 펀드가 차입을 한다는 것은 일부 투자자들에게는 이자율이라는 확정수익을 제공하는 것이므로 허용될 수 없다. 그러나, 부동산집합투자기구가 부동산을 취득하는 경우에는 부동산을 담보로 제공하는 등의 방법으로 금융회사나 연기금, 또는 다른 부동산집합투자기구로부터 자금을 차입할 수 있다(자본시장법 제94조 제1항, 시행령 제97조 제1항). 물론 차입한 금전은 불가피한 경우를 제외하고는 원칙적으로 부동산 투자 및 운용에 사용하여야 한다.

3) 금전 대여의 허용

집합투자업자는 금융회사에 대한 30일 이내의 단기대출을 제외하면, 집합투자재산 운용에 있어 금전을 대여하는 것이 원칙적으로 금지된다(자본시장법 제83조 제4항). 그런데, 집합투자업자가 부동산개발사업을 영위하는 법인(REITs, 집합투자기구 등)에 대여하는 경우에는 ①집합투자규약에 정해진 사항이 있고, ②부동산에 대한 담보권을 설정하거나 시공사 등으로부터 지급보증을 받는 등 적절한 회수조치를 마련하는 조건으로 금전을 대여할 수 있다(자본시장법 제94조 제2항, 시행령 제97조 제3항). 대여 한도는 순자산 총액 이내이다(시행령 제97조 제4항).

II. 부동산집합투자기구와 부동산개발사업

1. 집합투자기구 유형의 선택 및 등록

집합투자기구를 자금조달목적기구로 이용하여 부동산 개발사업을 추진하려면, 먼저 유형을 선택해야 한다. 앞서 본 바와 같이 자본시장법이 정한 유형은 신탁법상 신탁형과 상법이 정하는 6가지 형태의 회사형(주식회사, 유한회사, 합자회사, 유한책임회사, 합자조합, 익명조합)가 있다. 실무상 신탁형이 선호된다고 알려져 있는데, 회사형의 경우 법인격이 존재함에 따라 상법 등 단체법적 규제가 적용되기 때문이다.

집합투자기구 유형을 선택하여 설립한 경우, 금융위원회에 등록해야 한다(자본시장법 제182조). 등록업무는 산하기관인 금융감독원에 위탁되어 있으므로 실질적으로 등록의 상대방은 금융감독원이 된다. 다만, 전문투자형 사모부동산집합투자기구의 경우 등록 대신 설립된 날로부터 2주 이내 보고만 하면 된다(자본시장법 제249조의6 제2항).

2.. 부동산집합투자기구에의 투자(출자)

부동산집합투자기구에의 투자는 원칙적으로 금전의 납입을 통해 행하여진다(자본시장법 제188조 제4항, 제194조 제7항, 제207조 제4항, 제213조 제4항, 제217조의2 제4항, 제218조 제2항, 제224조 제2항). 다만, 전문투자형 사모집합투자기구에 한하여 객관적으로 가치평가가 가능하고, 다른 투자자의 불이익이 없고, 집합투자평가위원회가 정한 가격으로 납부할 경우 현물로 투자가 가능하다(자본시장법 제249조의8 제4항). 집합투자기구의 수익자는 출자금의 반환 및 이익의 분배를 균등하게 하는 것이 원칙이나, 전문투자형 사모부동산집합투자기구의 경우 집합투자규약에 따라 투자자에 대한 손익의 분배에 차등을 두고나 순위의 우열을 정할 수 있다(자본시장법 제249조의8 제8항).

일반 펀드의 경우 자유롭게 환매가 가능한 경우가 대부분이나, 부동산펀드는 환매금지형으로만 설립할 수 있다(자본시장법 제230조 제5

항, 동법 시행령 제242조 제2항 제1호). 부동산 투자의 경우 일반 증권투자 등과 달리 유동성이 떨어지고, 상대적으로 장기 투자이므로 운용의 안정성을 확보하기 위함이다. 따라서 투자자는 자신의 수익증권을 환매, 즉 집합투자기구에 매입할 것을 요구할 수 없고, 다른 투자자에게 양도함으로써 투자금을 회수할 수 있다.

3.. 부동산집합투자기구의 투자(운용)

투자신탁형 부동산집합투자기구는 공모의 경우 금융위원회에 등록한 후에 부동산 취득 등을 할 수 있으며, 사모의 경우 설정 시부터 바로 투자가 가능하고 사후에 보고하는 것으로 갈음된다.

부동산 집합투자기구는 집합투자재산의 50%를 초과하여 지정 투자대상에 투자해야 하며(자본시장법 제229조 제2호. 동법 시행령 제240조 제3항), 설립 후 1년 이내에 동 기준을 충족해야 한다.(자본시장법 제81조 제4항). 사모의 경우에는 이러한 제한이 없다(자본시장법 제249조의8 제1항).

4. 부동산집합투자기구의 부동산개발사업 수행방식

가. 직접투자

부동산집합투자기구는 부동산의 취득뿐만 아니라, 부동산개발사업에 직접 투자할 수 있다. 자본시장법은 '부동산개발사업'의 정의에 대하여 "토지를 택지, 공장용지 등으로 개발하거나 그 토지 위에 건축물, 그 밖의 공작물을 신축 또는 재축하는 사업"으로 정의하고 있다(자본시장법 제81조 제1항 제2호 가목).

해당 정의는 금융법적인 시각에 입각하며, 건설법적인 이해의 결

여를 보여준다고 판단된다. 부동산개발업법상의 정의를 보면, 동법 제2조 제1호는 부동산개발을 ① 토지를 건설공사의 수행 또는 형질변경의 방법으로 조성하는 행위(가목) ② 건축물을 건축・대수선・리모델링 또는 용도변경 하거나 공작물을 설치하는 행위(이 경우 "건축", "대수선", "리모델링"은 「건축법」 제2조제1항제8호부터 제10호까지의 규정에 따른 "건축", "대수선" 및 "리모델링"을 말하고, "용도변경"은 같은 법 제19조에 따른 "용도변경"을 말한다)(나목)로 나누고 있다. 해당 정의는 여러 관련된 타 건설법상의 용어와 일맥상통하며 법적인 근거가 명확하다. 이러한 양 법의 정의를 비교해보면, 건설법상 부동산개발의 정의는 자본시장법상 부동산개발사업의 정의와 원론적으로 유사한 개념이 보다 구체적으로 표현되어 있는 것으로 볼 수 있다. 이에 따라 부동산집합투자기구가 수행할 수 있는 부동산개발사업의 범주는 부동산개발업법상의 부동산개발과 거의 유사한 범주로 해석할 수 있을 것이며, 장기적으로 법 규정을 재정비하여 자본시장법상 부동산개발사업의 정의를 건설법상 용어와 일치시킴이 바람직할 것이다.

부동산개발사업에 투자하려는 부동산집합투자기구는 추진 일정, 추진 방법, 그 밖에 대통령령으로 정하는 사항이 기재된 사업계획서를 작성하여 감정평가업자로부터 적정 여부에 대한 확인을 받은 뒤 이를 인터넷홈페이지 등에 공시하여야 한다(자본시장법 제94조 제4항). 또한, 일정한 연면적 이상의 부동산개발을 업으로 영위하기 위해서는 부동산개발업법에 따른 광역자치단체의 장에게 부동산개발업자로 등록을 하여야 하는데, 집합투자기구와 같이 상근 임직원이 없는 특수목적법인을 설립한 경우에도 마찬가지이다(부동산개발업법 제4조 제1항 및 제3항). 그런데, 동법 시행령 제6조는 부동산개발업자로 등록할 수 있는 특수목적법인에 자본시장법상 부동산집합투자기구 중 투자회사만을 정하고 있다.[10] 그러

10) 부동산개발업법 시행령(대통령령 제31444호, 2021.2.17. 타법개정) 제6조(특수목적법인의 등록 등)① 법 제4조제3항에서 "대통령령으로 정하는 상근 임직원이 없는 특수목적법인"이란 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 법인을 말한다.

므로 투자회사 형태가 아닌 부동산집합투자기구의 경우 부동산개발업 등록을 할 수 없다.

이에 실무상 차선책으로는 부동산개발업법 제4조 제4항의 '지주공동사업' 형태가 이용된다.[11] 이 경우 토지소유자와 등록사업자가 공동으로 부동산개발을 할 수 있는데, 토지소유자와 등록사업자가 공동사업주체가 된다. 지주공동사업 형태로 부동산개발사업에 투자하는 부동산집합투자기구는 토지소유권을 취득한 후 등록사업자와 공동사업협약을 체결하여 공동사업주체로서 개발사업을 영위할 수 있다.[12] 이때 공동사업협약에 관한 표준을 정하는 국토교통부고시('부동산개발 공동사업의 협약에 관한 규정', 국토교통부고시 제2016-213호, 2016.4.19. 일부개정)에서는, 공동사업의 수행방식을 공동수행방식과 분담수행방식으로 나누고 있다.[13]

먼저 공동수행방식은 공동사업주체가 출자비율에 따라 연대하여 공동으로 사업을 수행하는 것이다. 이 경우 양자가 동등한 책임을 지니며, 공동으로 '시행'한다고 볼 수 있다. 분담수행방식은 공동사업주체가 역할을

---

1. 「부동산투자회사법」 제2조제1호나목 또는 다목에 따른 위탁관리부동산투자회사 또는 기업구조조정부동산투자회사
2. 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제229조제2호에 따른 부동산집합투자기구 중 투자회사
3. 「법인세법」 제51조의2제1항제9호에 따른 투자회사

11) 노상범·고동원, **부동산금융법 이론과 실무** 제4판, 박영사, 2020, 492면

12) 노상범·고동원, 위의 책, 494면

13) 부동산개발 공동사업의 협약에 관한 규정(국토교통부고시 제2016-213호, 2016.4.19. 일부개정, 2016.4.19. 시행) 제3조(공동사업수행의 유형) 공동사업협약은 공동사업주체가 공동사업을 수행하는 방식에 따라 다음 각 호와 같이 구분한다.
   1. 공동수행방식 : 공동사업주체 구성원이 토지평가액과 개발사업비 등을 기준으로 일정 출자비율에 따라 연대하여 공동으로 사업 수행
   2. 분담수행방식 : 공동사업주체 구성원이 일정 분담내용에 따라 각각 책임을 지고 공동으로 사업 수행

분담하여 그 내용에 따라 각각 책임을 지는 방식이다. 이 경우 등록사업자가 건설업자인 경우 시공의 역할로 한정하고 시행에 대한 책임은 부동산집합투자기구가 단독으로 부담하는 방식이 일반적이다.

나. PF대출

부동산집합투자기구는 앞서 본 바와 같이 부동산개발사업을 영위하는 법인에게 금전을 대여할 수 있다. 금전대여의 한도는 집합투자기구의 총자산, 즉 자산에서 부채를 뺀 금액의 100분의 100으로 한다(자본시장법 시행령 제97조 제4항). 부동산집합투자기구의 PF대출 허용은, 대출의 기능이 없는 기관투자자들의 우회 대출수단으로 활용될 수 있다. 즉 기관투자자가 집합투자기구에 출자한 후 해당 집합투자기구가 직접 개발사업에 대출하는 형식이다.

또한, 부동산집합투자기구가 부동산개발 관련한 대출채권을 매입하는 간접적인 방식으로 대출을 할 수도 있다. 자본시장법은 부동산을 담보로 한 금전채권을 취득하는 방식의 운용을 허용하고 있다(자본시장법 제229조 제2호, 동법 시행령 제240조 제4항 제5호).

III. 부동산집합투자기구와 전문투자형 사모집합투자기구

2015년 7월 신설된 제도인 전문투자형 사모집합투자기구는 1억원 이상을 투자하는 투자자나 전문투자자로서 대통령령으로 정하는 투자자, 즉 일반 투자자보다 전문성이 높고 자금력이 있다고 인정되는 '적격투자자'를 대상으로 하여 투자자 총수가 49인 이하인 사모펀드를 말한다(구 자본시장법 제249조의2). 전문투자형 사모집합투자기구는 다양한 특례를 적용받는데, 예를 들면 부동산개발사업자에게 금전대여를 해줄 경우 적절한 수단을 확보할 필요도 없고, 금전을 차입할 경우 순자산의 4

배까지 차입 가능하다. 또한, 공모펀드와 달리 투자자에 대한 손익의 분배나 순위를 차등을 둘 수 있고, 투자금을 현물로 수령할 수도 있다. 이외에도 자산운용, 공시, 보고 등 다방면에서 규제가 배제되거나 완화되어 있다.

2021년 6월 자본시장법은 또다른 주요한 개정을 거쳤다. 그 주된 내용은 후술하겠지만, 기존 사모집합투자기구의 투자자 총수 기준을 49인에서 99인이하로 확대된 것과, 기관투자자만이 투자할 수 있는 기관전용 사모펀드의 신설 등이다. 또한 기관전용사모집합투자자에 대한 특례도 강화되었다. 부동산집합투자기구 역시 요건을 충족할 경우 이러한 혜택을 누릴 수 있을 것으로 보인다.

제 3 절 부동산투자회사법상 부동산투자회사

I. 부동산투자회사 제도

1. 부동산투자회사법의 연혁

부동산투자회사에 관련한 제도는 2001.4.7. 제정되어 같은 해 7.1. 시행된 「부동산투자회사법」에 따라 마련되었다. 이는 IMF 외환위기 이후 침체된 경기회복을 위해 도입한 것으로, 이 법의 주된 목적은 부동산투자회사의 설립과 자산운용 방법 및 투자자 보호 등에 관한 사항을 정함으로써 일반 국민이 부동산에 투자할 기회를 확대하고 부동산에 대한 건전한 투자를 활성화하여 국민경제의 발전에 이바지하기 위함이다(부동산투자회사법 제1조). 이 법에서는 부동산투자회사를 자산을 부동산에 투자하여 운용하는 것을 주된 목적으로 부동산투자회사법에 따라 적합하게 설립된 회사로 정의하고 있다(부동산투자회사법 제2조 제1호). 부동산투자회사는 일종의 집합투자기구이며, 미국의 부동산투자신탁(Real Estate Investment Trusts, REITs)와 유사하다. 편의상 우리나라도 리츠(REITs)라고 부르지만, 한국 부동산투자회사는 상법상 회사의 형태로 설립됨을 요건으로 한다는 점에서 차이가 있다. 최초 부동산투자회사는 자기관리부동산투자회사만을 규정하고 있었으나, 이후 기업구조조정부동산투자회사, 위탁관리부동산투자회사가 각각 도입되었다.

부동산투자회사법은 제정 이후 2021.1월 현재까지 총 20차례 개정을 거쳤다. 그 중 주요한 개정 내용을 살펴보면 2001월 5월 1차 개정에서는 기업구조조정수단으로서 부동산투자회사를 활용하기 위한 '기업구조조정부동산투자회사'제도를 도입하였다. 2004년 10월 4차 개정에서는 부동산투자에서도 명목회사를 이용한 위탁관리부동산투자회사가 도입되었다. 2007년 7월 5차 개정에서는 부동산개발전문부동산투자회사가 도입되었다. 위탁관리부동산투자회사의 도입은 실체가 있는 회사인 자기관리부

동산투자회사의 설립이 저조하자, 제도 활성화를 위해 법인세 감면이 가능한 명목회사로의 설립을 허용하기 위함이 주된 이유이다. 이후 부동산투자회사법은 필요에 따라 법령 개정을 통해 설립요건(최저자본금 등) 및 감독(공시의무, 운용규제 등)의 완화 및 강화를 반복해왔다.

2. 부동산투자회사의 구조 및 특징

가. 개관

부동산투자회사는 상법상 주식회사의 형태로 설립되며, 그 유형은 자기관리부동산투자회사, 위탁관리부동산투자회사, 기업구조조정부동산투자회사로 나뉜다(부동산투자회사법 제2조 제1호). 먼저 자기관리부동산투자회사는 자산운용 전문인력을 포함한 상근 임직원을 두고 자산의 투자 및 운용을 직접 수행하는 회사로서, 명목회사(paper company)가 아닌 실체가 있는 회사에 해당한다. 다음으로 위탁관리부동산투자회사는 자산의 투자 및 운용을 자산관리회사에 위탁하는 명목회사이다. 마지막으로 기업구조조정부동산투자회사는 회생절차에 따라 매각되는 부동산 등을 투자대상으로 하여 기업구조조정에 기여한다는 특수목적의 부동산투자회사로서 명목회사이다.

나. 부동산투자회사의 유형

앞서 설명한 것처럼 자기관리부동산투자회사는 그 실질이 존재하는 회사이며, 위탁관리부동산투자회사와 기업구조조정부동산투자회사는 명목회사이다. 각 유형에 따른 공통점과 차이점은 아래의 표와 같다.

<표 4> 부동산투자회사의 유형별 비교[14)]

14) 노상범·고동원, 앞의 책, 508면-512면의 표를 바탕으로 재구성한 것

		자기관리 부동산투자회사	위탁관리 부동산투자회사	기업구조조정 부동산투자회사
투자대상		부동산, 부동산 사용에 관한 권리, 부동산 신탁의 수익권, 증권 등	부동산, 부동산 사용에 관한 권리, 부동산 신탁의 수익권, 증권 등	기업구조조정 관련 부동산
회사의 성격		실질회사	명목회사	명목회사
회사의 형태		주식회사	주식회사	주식회사
설립 요건	설립자본금	5억원 이상	3억원 이상	3억원 이상
	인가·등록 6개월이내 자본금	70억원 이상	50억원 이상	50억원 이상
	주식공모	인가·등록으로부터 2년 이내 발행주식총수 100분의 30 이상 일반공모의무	인가·등록으로부터 2년 이내 발행주식총수 100분의 30 이상 일반공모의무	-
	주식분산	발행주식총수 100분의 50 이내 소유 가능	발행주식총수 100분의 50 이내 소유 가능	-
	자산운용 전문인력	인가시 3인 이상, 인가후 6개월 경과시 5인 이상	자산관리회사에게 위탁	자산관리회사에게 위탁
설립방식		발기설립 (현물출자설립 불가)	발기설립 (현물출자설립 불가)	발기설립 (현물출자설립 불가)
배당		당해연도 이익배당한도의 100분의 90 이상 배당의무	당해연도 이익배당한도의 100분의 90 이상 배당의무 (단, 이익초과 배당 가능)	당해연도 이익배당한도의 100분의 90 이상 배당의무 (단, 이익초과 배당 가능)
세제 혜택		-	배당가능이익의 90% 이상 배당시 배당금액 소득공제	배당가능이익의 90% 이상 배당시 배당금액 소득공제
주식상장의무		O	O	O

먼저 자기관리부동산투자회사는 실체회사로서 일정한 자격 요건을 갖춘 자산운용 전문인력을 확보하여 직접 부동산관련자산에 투자하고 그 수익으로 주주에게 배당을 한다. 법인세 감면혜택이 없어 다른 유형의 부동산투자회사에 비하여 그 선호 유인이 낮다.

위탁관리부동산투자회사와 기업구조조정부동산투자회사는 명목회사이므로 반드시 자산관리회사에게 자산운용업무를 위탁하여야 한다. 자산관리회사는 자본금 70억원 이상, 자산운용 전문인력 5인 이상 등 요건을 구비하여 국토교통부장관의 인가를 받은 회사이어야 한다(부동산투자회사법 제22조의3 제1항). 위탁관리부동산투자회사와 기업구조조정부동산투자회사는 다른 사무처리 업무도 위탁하여야 하는데, 주식발행 및 판매업무의 위탁을 받는 회사는 자본시장법상 투자매매업 또는 투자중개업의 인가를 받은 회사, 즉 증권회사이어야 하며 일반적인 사무를 위탁받는 회사는 자본시장법상 일반사무관리회사이어야 한다.

3. 부동산투자회사에 관한 규제

가. 인가·등록요건

부동산투자회사(이하 이 절에서 '리츠')는 설립의 형태가 주식회사로 제한된다(부동산투자회사법 제3조 제1항). 리츠는 그 상호에 부동산투자회사 또는 리츠 명칭을 사용하여야 하며, 리츠가 아닌 회사는 동 명칭을 사용할 수 없다(부동산투자회사법 제3조 제3항, 제4항). 나아가 상법상 주식회사의 설립에는 모집설립과 발기설립의 방식을 정하고 있지만, 부동산투자회사법은 발기설립 방식의 설립으로만 하도록 정하며(부동산투자회사법 제5조 제1항), 상법에도 불구하고 현물출자에 의한 설립을 할 수 없다(부동산투자회사법 제5조 제2항).

설립자본금 요건은 자기관리 리츠의 경우 5억원 이상, 위탁관리 리츠 및 기업구조조정 리츠의 경우 3억원 이상이다(부동산투자회사법 제6조). 설립 후 최저자본금 준비기간이 지나면 자기관리 리츠는 자본금 70억원 이상, 위탁관리 리츠 및 기업구조조정 리츠는 자본금 50억원 이상을 유지해야 한다(부동산투자회사법 제10조 제2호). 리츠는 발기인의 자격에 관하여도 규정하고 있는데, 미성년자 등 제한능력자와 관련 법률에 따라 일정한 형량 이상의 형을 선고받은 자 등이 발기인이 될 수 없도록 정한다. 마지막으로 리츠는 설립시 국토교통부장관의 인가를 원칙으로 하되(부동산투자회사법 제9조), 위탁관리 리츠와 기업구조조정 리츠가 일정 요건을 충족하면 국토교통부장관에게 등록으로 인가를 갈음한다(부동산투자회사법 제9조의2).

나. 업무범위

리츠의 투자대상은 부동산, 부동산개발사업, 지상권·임차권 등 부동산 사용에 관한 권리, 부동산신탁 수익권, 증권, 채권, 현금으로 제한된다(부동산투자회사법 제21조 제1항). 그리고 그 업무는 위의 투자대상 자산을 ① 취득, 관리, 개량 및 처분하거나 ② 관리(시설운영을 포함), 임대차 및 전대차, ③ 다른 부동산투자회사나 부동산집합투자기구, 부동산신탁업자 등 부동산개발사업을 목적으로 하는 법인에 대출, 예치하는 방법으로 제한되며(부동산투자회사법 제21조 제2항) 그 외 업무는 할 수 없다(부동산투자회사법 제4조). 여기서 부동산개발사업은 ① 토지를 택지·공장용지 등으로 개발하는 사업, ② 공유수면을 매립하여 토지를 조성하는 사업, ③ 건축물이나 그 밖의 인공구조물을 신축하거나 재축하는 사업, ④ 그 밖에 이와 유사한 사업으로 대통령령으로 정하는 사업[15]으

15) 부동산투자회사법 시행령(대통령령 제32091호, 2021.10.21. 타법개정, 2021.10.21. 시행) 제2조(정의) ④ 법 제2조제4호라목에서 “대통령령으로 정하는 사업”이란 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 사업을 말한다.
1. 건축물이나 그 밖의 인공구조물을 연면적의 100분의 10 이상의 범위에서 증축하거나 개축하는 사업으로서 증축 또는 개축되는 면적이 3천제곱미

로 정의된다(부동산투자회사법 제2조 제4호)

다. 위탁관리 리츠에 관한 별도 규정

위탁관리 리츠의 경우 명목회사이므로 본점 외 지점을 설치할 수 없고 직원을 고용하거나 상근 임원도 둘 수 없다(부동산투자회사법 제11조의2). 또한 자산의 투자 및 운용 업무는 자산관리회사에 위탁해야 하고, 기타 일반적 사무는 사무위탁기관에 위탁하여야 한다(부동산투자회사법 제22조의2 제1항)

라. 기업구조조정 리츠에 관한 별도 규정

기업구조조정 리츠는 총자산의 100분의 70 이상을 ① 기업이 채권금융회사에 대한 부채 등 채무를 상환하기 위하여 매각하는 부동산, ② 채권금융회사와 재무구조 개선을 위한 약정을 체결하고 해당 약정 이행 등을 하기 위하여 매각하는 부동산, ③「채무자 회생 및 파산에 관한 법률」에 따른 회생 절차에 따라 매각하는 부동산, ④ 그 밖에 기업의 구조조정을 지원하기 위하여 금융위원회가 필요하다고 인정하는 부동산에 투자하여야 한다(부동산투자회사법 제49조의2 제1항).

다만, 기업구조조정 리츠에 해당할 경우 주식의 공모에 관한 규제, 주식의 분산에 관한 규제, 부동산 취득 후 5년간 처분제한 규정, 매분기 말 총자산의 100분의 70 이상을 부동산, 100분의 80 이상을 부동산, 부동산 관련 증권 및 현금으로 구성해야 하는 자산 구성의 제한을 적용받지 않게 된다(부동산투자회사법 제29조의2 제2항).

마. 공모의무 부과

터를 초과하는 사업

2. 건축물이나 그 밖의 인공구조물을 이전하는 사업

리츠는 영업인가를 받거나 등록을 하기 전(총자산 중 부동산개발사업에 대한 투자비율이 100분의 30을 초과하는 리츠의 경우 투자하는 부동산개발사업에 관하여 관계 법령에 따른 시행에 대한 인허가 등이 있기 전)까지는 발행하는 주식을 일반의 청약에 제공할 수 없다(부동산투자회사법 제14조의8 제1항). 그러나 영업인가를 받거나 등록을 한 날(총자산 중 부동산개발사업에 대한 투자비율이 100분의 30을 초과하는 부동산회사는 투자하는 부동산개발사업에 관하여 관계 법령에 따른 시행에 대한 인허가 등이 있은 날)부터 2년 내에 발행하는 주식 총수의 100분의 30 이상을 일반의 청약에 제공하여야 한다(부동산투자회사법 제14조의8 제2항).

한편, 주식의 공모의무가 면제되는 경우로는 ① 부동산투자회사가 영업인가를 받거나 등록을 한 날부터 2년 이내에 국민연금공단이나 그 밖에 시행령 제12조의3에서 정하는 주주가 단독이나 공동으로 인수 또는 매수한 주식 합계가 발행주식총수의 100분의 50 이상인 경우 ② 부동산투자회사의 총자산의 100분의 70 이상을 임대주택으로 구성하는 경우가 있다(부동산투자회사법 제14조의8 제3항). 리츠는 주식을 일반청약에 제공할 경우 청약에 관한 정보를 부동산투자회사법 제49조의6에 따른 리츠정보시스템에 공개하여야 한다(부동산투자회사법 제14조의8 제4항).

바. 상장의무 부과

리츠는 자본시장법 제390조 제1항에 따른 상장규정의 상장 요건을 갖추게 된 때는 지체없이 같은 법 제8조의2 제4항 제1호에 따른 증권시장에 주식을 상장하여 그 주식이 증권시장에서 거래되도록 하여야 한다(부동산투자회사법 제20조 제1항). 국토교통부장관은 리츠가 정당한 사유 없이 상장을 이행하지 않는 경우 기간을 정하여 상장을 명할 수 있는데(부동산투자회사법 제20조 제2항), 그에 앞서 금융위원회의 의견을

들어야 한다(부동산투자회사법 제20조 제3항). 부동산투자회사는 그 실질이 금융회사에 가까우나, 부동산개발업과의 연관에 따라 국토교통부의 감독을 받고 있다. 따라서 금융위원회의 업무범위와 중첩되는 부분에서 이처럼 국토교통부장관의 처분에 앞서 금융위원회의 의견을 청취하거나 금융위원회와 협의하도록 하는 조항을 두고 있다.[16]

II. 부동산투자회사와 부동산개발사업

1. 투자대상으로서 부동산투자회사

주식시장에 상장되어 거래되는 공모 리츠는 일반 주식투자와 함께 실물 부동산에 대한 간접투자라는 성격을 지니고 있다. 저금리 시대의 돌입에 따라 기관투자자들의 대체투자자산에 대한 수요가 증대되어 부동산간접투자상품에 대한 투자 수요도 크게 증가하였으며, 리츠에 대한 투자 규모 역시 증가세에 있다. 리츠는 다수의 투자자로부터 모은 자금을 부동산개발사업에 투자하고 얻은 수익을 투자자에게 배분하는 실체가 있는 주식회사이면서, 부동산의 증권화를 통하여 일반인의 부동산에 대한 투자를 대행하는 간접투자기구로서 부동산 임대 및 개발사업을 수행하는 부동산전문기관인 동시에 대규모 자금모집 및 투자이익의 배분을 목적으로 하는 금융회사의 특성을 함께 가지는 복합적 성격의 회사이다.[17]

리츠는 원칙적으로 해당 연도의 이익배당한도의 100분의 90 이상을 주주에게 배당하여야 하며, 이때 상법상 이익준비금 적립의무는 면제된다(부동산투자회사법 제28조 제1항). 리츠의 탄생 목적이 일반국민의 부동산간접투자 활성화와 그로 인한 이익의 향유에 있으므로 이익의 대부분을 배당을 통해 주주에게 환원하도록 강제한 것으로 볼 수 있다.

---

16) 부동산투자회사법(법률 제17740호, 2020.12.22. 일부개정, ,2021.6.23. 일부시행) 제20조 제3항, 제39조의2, 제49조의2 제2항, 제49조의3 제2항

17) 이진효, “부동산투자회사의 설립 및 공모·상장에 대한 연구”, 서강법률논총 8(1), (2019.2.), 158면

2. 부동산투자회사의 투자

가. 부동산개발사업에 대한 투자

리츠는 먼저 주주총회 결의를 통하여 총자산 중 부동산개발사업에 대한 투자비율을 정해야 한다(부동산투자회사법 제12조 제1항 제4호의2). 이때 총자산은 부동산개발사업에 대한 투자비율을 결의한 주주총회 개최일 전날을 기준으로 하여 직전 분기 말 대차대조표상 자산총액을 말하며(부동산투자회사법 제26조 제1항), 건축물을 신축하거나 재축하는 부동산개발사업의 경우 부동산투자회사가 소유한 토지의 가액은 총자산에는 포함하되 투자액에서는 제외된다(부동산투자회사법 제26조 제2항). 리츠가 부동산개발사업에 투자하려면 개발대상 토지, 개발 방법, 그 밖에 대통령령으로 정하는 사항이 포함된 사업계획서를 작성하여 부동산투자자문회사의 평가를 거쳐야 하며, 부동산투자자문회사가 작성한 평가서를 부동산개발사업에 투자하기 1개월 전에 국토교통부장관에게 제출하여야 한다(부동산투자회사법 제26조 제3항).

한편 대토보상권에 따라 보상받기로 한 토지를 개발하는 목적으로 설립된 리츠의 경우에는 최저자본금의 100분의 80 이상을 현물출자받은 대토보상권으로 구성하는 사업계획을 갖추고, 개발사업이 가능한 토지를 공급받을 수 있는 권리를 「공익사업을 위한 토지 등의 취득 및 보상에 관한 법률」(이하 '토지보상법') 제2조 제3호의 사업시행자로부터 확보할 것을 요건으로 하여 국토교통부장관에게 특례등록을 할 수 있고(부동산투자회사법 제26조의3 제1항), 이 경우 주식의 공모의무, 주식의 상장의무 등이 면제된다(부동산투자회사법 제26조의3 제2항).

나. 증권에 대한 투자

리츠는 합병이나 영업양수 등 특수한 상황을 제외하면 다른 회사의 의결권 있는 발행주식의 100분의 10을 초과하여 취득할 수 없다(부동산투자회사법 제27조 제1항). 또한, 리츠는 동일인이 발행한 증권(국채, 지방채, 그 밖에 대통령령으로 정하는 증권은 제외)을 총자산의 100분의 5를 초과하여 취득하여서는 아니 된다(부동산투자회사법 제27조 제3항). 위의 규정에도 불구하고 투자한도를 초과한 경우 초과취득한 날로부터 6개월 이내에 투자한도에 적합하도록 해야 한다(부동산투자회사법 제27조 제2항, 제4항).

다. 부동산의 처분 제한

리츠는 원칙적으로 부동산을 취득 후 1년 이내에는 부동산을 처분할 수 없다. 다만, 부동산개발사업으로 조성하거나 설치한 토지·건축물 등을 분양하는 경우나 그 밖에 투자자 보호를 위하여 대통령령으로 정하는 사유가 있는 경우는 그러하지 아니하다(부동산투자회사법 제24조 제1항). 부동산투자회사는 합병, 해산 등 투자자 보호를 위한 경우를 제외하면 건축물이나 그 밖의 공작물이 없는 토지, 즉 나대지의 경우 토지에 부동산개발사업을 시행한 후가 아니면 처분하여서는 안된다(부동산투자회사법 제24조 제2항). 리츠는 부동산을 취득하거나 처분할 때 해당 부동산의 현황, 거래가격 등이 포함된 실사보고서를 작성하여 국토교통부 장관에게 미리 제출하고 이를 본점에 갖추어 두어야 한다(동조 제3항).

III. 부동산투자회사의 감독주체

부동산투자회사법은 국토교통부 소관 법률로서 다수의 투자자로부터 모은 자금을 부동산에 투자한 후 그 수익을 투자자에게 배분하는 부동산투자회사의 설립을 통하여 소액투자자가 부동산에 간접적으로 투자할 수 있는 기회를 확대하고 건전한 부동산투자를 활성화하려는 것을

목적으로 한다(부동산투자회사법 제1조). 이러한 목적 및 부동산투자회사의 역할에서 알 수 있듯이 부동산투자회사의 구조 및 그 기능은 자본시장법상 부동산집합투자회사와 상당부분 중첩된다. 그럼에도 상이한 소관 행정주체의 관리·감독을 받고 있다. 부동산투자회사법은 부동산투자회사법의 금융회사로서의 기능을 고려하여 금융위원회의 관리·감독 여지를 두고 있다.

부동산투자회사법에서는 주된 감독주체인 국토교통부에 더하여 금융위원회의 감독권한을 보충적으로 인정하고 있다. 예를 들면, 금융위원회가 공익을 위하여 또는 부동산투자회사의 주주를 보호하기 위하여 필요한 경우 부동산투자회사에 자료 제출이나 보고를 명하거나, 금융감독원장으로 하여금 그 업무에 관하여 검사하게 할 수 있다(부동산투자회사법 제39조의2 제1항). 또한, 금융위원회는 부동산투자회사가 법령이나 명령·처분을 위반한 경우 국토교통부장관에 조치를 요구할 수 있고, 국토교통부장관은 특별한 사유가 없으면 요구에 따라서 조치한 후 금융위원회에 조치내용을 통보해야 한다(부동산투자회사법 제39조의2 제2항).

이밖에도 부동산투자회사가 상장의무에 따라, 증권시장에 주식을 상장할 때는 자본시장법상 절차에 따라야 하며(부동산투자회사법 제20조 1항), 국토교통부장관은 부동산투자회사가 상장의무를 이행하지 않을 때 이행명령을 내리기 앞서 미리 금융위원회의 의견을 들어야 한다(부동산투자회사법 제20조 3항). 또한, 부동산투자회사는 사업연도별로 분기마다 투자실적에 관하여 투자보고서를 작성해야 하고, 국토교통부와 금융위원회에 동시에 투자보고서를 제출해야 한다. 그리고 국토교통부장관은 공모부동산투자회사의 영업인가·등록 또는 자산관리회사의 인가를 할 때 미리 금융위원회와 협의하여야 한다(부동산투자회사법 제49조의3 제2항).

금융위원회와 국토교통부 모두 「정부조직법」제2조 제2항에 따

른 중앙행정기관으로, 국토교통부는 대통령 통할하에 있는 행정각부이며, 금융위원회는 「금융위원회의 설치 등에 관한 법률」에 따라 설치된 행정기관이다. 부동산투자회사는 건설법과 금융법의 규율을 동시에 받으므로, 부동산금융에 관한 효율적인 행정을 위하여 양자간 긴밀한 협업과 공조가 요구된다.

제 4 절 법인세법상 프로젝트금융투자회사

I. 프로젝트금융투자회사 제도

부동산개발금융이 활성화되면서 시행사와 금융회사가 공동출자 후 프로젝트회사를 설립하여 사업을 수행하는 방식이 일반화되었다. 그런데, 이 경우 프로젝트회사가 법인세를 납부하였음에도, 프로젝트회사의 출자자인 시행사 등이 배당에 대한 소득세를 납부해야 했다. 이러한 이중과세의 부담을 면제하고 부동산시장 활성화를 위하여 2004년 1월 29일 법인세법 및 조세특례제한법을 일부개정하여 특수목적회사인 프로젝트금융투자회사(Project Financing Vehicle, PFV)의 설립요건 및 특례 등을 규정하게 되었다.

프로젝트금융투자회사는 자본시장법에 따른 집합투자기구, 부동산투자회사법에 따른 부동산투자회사와 성질상 유사하나, 법인세법에서 요건 등의 상세내용을 규정한다는 점이 특이하다. 일반적으로 세법은 조세부과목적의 법률이며, 조세 관련 법률에서 세금과 관련되지 않은 제도를 창설하는 것은 이례적이다. 또한, 유사한 다른 자금조달목적기구에 비하여 규율하는 조문이 매우 단순하며 조문의 개수도 많지 않아, 주무관청의 유권해석이나 실무에 의존하여 프로젝트를 진행하는 경우가 많았다.

II. 프로젝트금융투자회사의 설립절차

1. 설립요건

구 법인세법(2020.12.22. 법률 제17652호로 개정되기 전의 것) 제51조의2 제1항 제9호와 동법 시행령 제86조의2 제4항 및 제5항은 프로젝트금융투자회사의 요건을 정하고 있었다. 구체적으로 ① 부동산개발사업

등 특정사업에 자산을 운용할 것, ② 본점 외의 영업소를 설치하지 않고 직원과 상근임원을 두지 아니할 것, 즉 명목회사(paper company)의 형태로 설립될 것, ③ 존립기간이 2년 이상일 것, ④ 기타 상법상 발기설립 및 발기인, 이사, 감사의 요건을 충족할 것, ⑤ 자본금 50억원 이상 및 기타 시행령상 요건을 충족할 것 있다.

현행 법인세법은 프로젝트금융투자회사의 요건으로 '회사의 자산을 설비투자, 사회간접자본 시설투자, 자원개발, 그 밖에 상당한 기간과 자금이 소요되는 특정사업'에 운용하여 그 수익을 주주에게 배분할 것을 요구한다. 이 '특정사업'의 범위에 관한 명확한 규정이 없어 실무상 혼란이 있었으나, 통상 아파트나 주상복합건물 등 주택개발사업이나 상업부동산 개발사업 등을 포함하는 것으로 이해되고 있다.

또한, 프로젝트금융회사는 본점 외의 영업소를 설치해서는 안되고 직원과 상근임원을 두어서는 안되며, 명시적으로 프로젝트금융회사가 명목회사의 형태로 설립되어야 함을 규정하고 있다. 그 외에도 프로젝트금융투자회사는 존립기간이 2년 이상일 것과 법인설립방법은 상법상 주식회사로서 발기설립의 방법에 따를 것을 요구하며, 자본금이 50억원 이상일 것을 요구한다. 그 외에도 발기인의 최소 출자요건, 발기인과 이사 및 감사의 자격요건을 정하고 있다.

2. 세법상 특례와 그 폐지

2022.12.31. 이전까지 설립된 프로젝트금융투자회사는 구법에 따라 자본시장법상 집합투자기구나 부동산투자회사법에 따른 부동산투자회사(REITs)와 마찬가지로 배당가능이익의 90% 이상을 배당한 경우 그 금액을 해당 사업연도의 소득금액에서 공제하는 방식으로 이중과세의 적용을 면제받는 특례를 부여받았다.[18]

---

18) 구 법인세법(법률 제17476호, 2020.8.18. 일부개정, 2021.1.1. 시행) 제51조의2 ①

해당 특례는 2020.12.22. 법인세법 개정을 통하여 삭제되었고, 동법이 시행되는 2021.1.1.부터 프로젝트금융투자회사는 법인세법상 근거규정을 상실하게 되었다.[19] 또한 법인세법 개정과 함께 2019.12.29. 조세특례제한법 및 동법 시행령 개정을 통해 프로젝트금융투자회사에 대한 소득공제 특례를 2022.12.31.까지 한시적 적용하는 조문을 신설함과 동시에 조세특례법으로 이관하였다. 프로젝트금융투자회사에 대한 소득공제 규정 이관을 두고 조세특례제한법에서는 그 개정이유를 조세특례 성격을 감안한 것으로 밝히고 있으나, 적용기한을 신설함으로써 사실상 프로젝트금융투자회사 제도는 공제 혜택의 일몰제 적용과 함께 폐지수순이 검토될 것으로 보인다. 이중과세를 면제받는 법인세 특례가 없다면 여전히 특례를 적용받는 다른 부동산 간접투자기구에 비하여 프로젝트금융투자회사를 이용할 유인이 없기 때문이다. 다만, 공제 혜택의 일몰제 적용에 따른 불확실성에도 불구하고, 일몰기한이 연장될 가능성 등에 따라 실무상 프로젝트금융투자회사는 여전히 선호되는 경향도 존재한다.

<표 5> 구 법인세법상 프로젝트금융투자회사 근거조문

구 법인세법(법률 제17476호, 2020.8.18. 일부개정, 2021.1.1. 시행) **제51조의2(유동화전문회사 등에 대한 소득공제)** ① 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 내국법인이 대통령령으로 정하는 배당가능이익의 100분의 90 이상을 배당한 경우 그 금액은 해당 배당을 결의한 잉여금 처분의 대상이 되는 사업연도의 소득금액에서 공제한다. (중략) 9. 제1호부터 제8호까지와 유사한 투자회사로서 다음 각 목의 요건을 갖춘 법인일 것 가. 회사의 자산을 설비투자, 사회간접자본 시설투자, 자원개발, 그 밖에 상당한 기간과 자금이 소요되는 특정사업에 운용하고 그 수익을 주주에게 배분하는 회사일 것 나. 본점 외의 영업소를 설치하지 아니하고 직원과 상근하는 임원을 두지

19) 법인세법(법률 제17924호, 2021.3.16. 일부개정, 2021.7.1. 시행) 제51조의2 ① 9. 삭제 <2020.12.22.>

아니할 것 다. 한시적으로 설립된 회사로서 존립기간이 2년 이상일 것 라. 「상법」이나 그 밖의 법률의 규정에 따른 주식회사로서 발기설립의 방법으로 설립할 것 마. 발기인이 「기업구조조정투자회사법」 제4조제2항 각 호의 어느 하나에 해당하지 아니하고 대통령령으로 정하는 요건을 충족할 것 바. 이사가 「기업구조조정투자회사법」 제12조 각 호의 어느 하나에 해당하지 아니할 것 사. 감사는 「기업구조조정투자회사법」 제17조에 적합할 것. 이 경우 "기업구조조정투자회사"는 "회사"로 본다. 아. 자본금 규모, 자산관리업무와 자금관리업무의 위탁 및 설립신고 등에 관하여 대통령령으로 정하는 요건을 충족할 것

<표 6> 조세특례제한법상 프로젝트금융투자회사 근거조문

조세특례제한법(법률 제17799호 2020.12.29., 일부개정, 2021.4.1. 시행) **제104조의31(프로젝트금융투자회사에 대한 소득공제)** ① 「법인세법」 제51조의2제1항제1호부터 제8호까지의 규정에 따른 투자회사와 유사한 투자회사로서 다음 각 호의 요건을 모두 갖춘 법인이 **2022년 12월 31일 이전에 끝나는 사업연도에 대하여** 대통령령으로 정하는 배당가능이익의 100분의 90 이상을 배당한 경우 그 금액은 해당 배당을 결의한 잉여금 처분의 대상이 되는 사업연도의 소득금액에서 공제한다. 1. 회사의 자산을 설비투자, 사회간접자본 시설투자, 자원개발, 그 밖에 상당한 기간과 자금이 소요되는 특정사업에 운용하고 그 수익을 주주에게 배분하는 회사일 것 2. 본점 외의 영업소를 설치하지 아니하고 직원과 상근하는 임원을 두지 아니할 것 3. 한시적으로 설립된 회사로서 존립기간이 2년 이상일 것 4. 「상법」이나 그 밖의 법률의 규정에 따른 주식회사로서 발기설립의 방법으로 설립할 것 5. 발기인이 「기업구조조정투자회사법」 제4조제2항 각 호의 어느 하나에 해당하지 아니하고 대통령령으로 정하는 요건을 충족할 것 6. 이사가 「기업구조조정투자회사법」 제12조 각 호의 어느 하나에 해당하지 아니할 것

7. 감사는 「기업구조조정투자회사법」 제17조에 적합할 것. 이 경우 "기업구조조정투자회사"는 "회사"로 본다. 8. 자본금 규모, 자산관리업무와 자금관리업무의 위탁 및 설립신고 등에 관하여 대통령령으로 정하는 요건을 갖출 것 ② 「법인세법」 제51조의2제2항 각 호의 어느 하나에 해당하는 경우에는 제1항을 적용하지 아니한다. ③ 제1항을 적용받으려는 자는 대통령령으로 정하는 바에 따라 소득공제신청을 하여야 한다.

기획재정부는 과거에도 프로젝트금융투자회사 제도를 폐지하려고 시도한 바 있다. 2008년에는 프로젝트금융투자회사 제도를 폐지하는 법인세법 개정안을 입법예고하였다가(2008.9.2.), 업계 등의 반발로 철회한 사례가 있다.[20] 금번 법인세법 개정은 10년 이상 존속되어 온 프로젝트금융투자회사 제도의 실질적인 폐지를 시사하는 중요한 법률 개정임에도 불구하고, 그 개정이유에서 취지 등을 밝히지 않고 진행된 점은 다소 수긍하기 어려운 측면이 있따. 이러한 제도의 변화에 따라 특히 프로젝트금융투자회사가 활발하게 이용되어 온 공모형 부동산개발사업에 상당한 영향을 줄 것으로 예상된다.

III. 프로젝트금융투자회사의 활용

1. 프로젝트금융투자회사의 활용 사례

프로젝트금융투자회사를 통한 부동산개발사업을 시행하는 경우, 프로젝트금융투자회사는 직접 프로젝트를 수행하고 이로부터 수익을 얻게 된다. 프로젝트금융투자회사는 시행자로서 시공자와 도급계약을 맺는 주체가 되며, 프로젝트금융투자회사는 출자자들에게 개발사업으로 인한 수익을 배당한다.

20) 노상법·고동원, 앞의 책, 126면

프로젝트금융투자회사는 주로 대규모 부동산개발사업에서 건설회사와 금융회사가 컨소시엄 형식으로 공동출자하여 설립하는 경우가 많다. 최근의 사례로는 2021년 1월 르메르디앙호텔이 현대건설-마스턴자산운용 컨소시엄을 주축으로 한 프로젝트금융투자회사에게 매각된 경우가 있다.[21] 또한, 건설회사, 금융회사, 다양한 재무적 투자자 등이 「사회기반시설에 대한 민간투자법」에 따라 정부 또는 지방자치단체가 추진하는 민간투자사업의 사업시행자로 선정되기 위해 프로젝트금융투자회사를 한시적 조직으로 설립하는 사례가 활발하였다. 이러한 방식을 실무상 '공모형 부동산개발사업'이라고 한다.

공모형 부동산개발사업(공모형 PF사업)이란 공공이 보유한 특정부지를 대상으로 개발사업을 수행할 민간 시행자를 공모해 선정하고, 공공부문과 민간부문이 공동으로 출자하여 명목회사를 설립한 후 사업을 시행하는 민관 합동방식의 개발사업을 뜻한다.[22] 최근에 있었던 광명역세권 복합단지PF사업, 인천대 이전 및 도화지구개발사업, 파주운정복합단지개발사PF사업 등이 모두 공모형 부동산개발사업 방식으로 진행되었다. 민간부문은 주로 자금을 조달하는 금융회사, 시공을 맡는 건설회사 등으로 구성된다. 공공부문은 보통 사업부지의 매도인이자 동시에 매수인인 PFV의 지분투자자로서의 지위를 겸한다. 이렇게 다수당사자들이 참여하는 만큼 사업좌초 시 책임분담이 중요한 문제로 대두된다. 이를 단적으로 보여주는 것이 2009년 용산국제업무자구 사업 좌초 사례라고 할 수 있다.[23]

---

21) 이상균, "현대건설 컨소, PFV로 르메르디앙서울 인수", 팍스넷뉴스, 2021.1.22. https://paxnetnews.com/articles/70101 (2021.11.4. 확인)
22) 법무법인(유한) 지평 건설부동산팀, 부동산PF개발사업법, 박영사, 2019, 43면
23) 강건택, "<무너진 단군이래 최대 '용산사업' 남은 절차는>(종합)", 연합뉴스, https://news.naver.com/main/read.naver?mode=LSD&mid=sec&sid1=101&oid=001&aid=0006144273 (2021.11.4. 확인)

2. 공모형 부동산개발사업 절차와 컨소시엄협약

가. 공모형 부동산개발사업의 절차

공모형 부동산개발사업은 주로 2000년대 중반에 활발하게 등장하였는데 그 구체적 절차는 다음과 같다. 공기업이 특정지역에서 개발사업을 기획하여 사업자공모지침을 발표하는데, 해당 사업자공모지침에서는 가급적 다양한 민간사업자들이 컨소시엄을 구성하여 공모절차에 참여하도록 요구한다. 이에 민간사업자들이 컨소시엄을 구성하여 사업계획서를 작성한 후 경쟁입찰에 참가하면, 공기업은 사업계획서의 타당성 심사절차 등을 거치게 된다. 이에 따른 가장 우수한 컨소시엄을 사업자로 선정 공표하며, 선정된 컨소시엄과 공기업은 사업협약을 체결한다.[24]

이렇게 체결된 사업협약에 따라 공동으로 출자한 회사(대부분 PFV의 형식)를 설립하여 그 회사가 사업시행주체가 되도록 하고, 그 사업시행주체는 사업이 원활하게 진행되도록 필요한 업무를 수행한다. 이때 주된 업무는 출자금과 금융회사 차입금을 통하여 개발사업에 필요한 자금을 조달하는 업무, 공기업으로부터 사업대상부지를 매입하여 취득하고 추가로 매입할 토지가 있으면 토지보상법상 협의취득 또는 수용재결을 통하여 취득하는 업무, 각종 부동산개발사업법상 인허가 절차 수행 및 시공사와의 시공계약 체결 업무, 마지막으로 사업이 완료한 후 회사를 청산하여 출자자들에게 수익을 분배하는 업무 등이다.

나. 컨소시엄협약

공동출자에 참여하는 민간회사들은 입찰을 준비하는 단계에서 컨소시엄을 형성한다. 이때 참여자들을 실무상 '건설투자자', '전략적 투

---

24) 김형두·변동열, "부동산개발사업에 대한 법적 조명 -공모형 대규모 부동산개발사업에서의 시사점을 중심으로-", BFL 제52조(2012.3), 9면

자자', '재무적 투자자'로 구분한다. 건설투자자는 향후 부동산개발사업의 시공을 담당하는 데 주된 목적을 두는 건설회사이며, 전략적 투자자는 개발이익이나 개발사업으로 건축되는 건축물의 운영 등 사업상 목적을 위해 참여하며, 재무적 투자자는 사업비를 대출하여 이자수입 등을 얻을 목적으로 참여하는 금융회사를 말한다. 「사회기발시설에 대한 민간투자법」 제7조에 따라 기획재정부가 수립하여 공고하는 민간투자사업기본계획에 따르면 사업신청자는 건설법인, 시설운영법인 및 재무적 투자자 등으로 구성될 수 있고, 주무관청은 사업계획을 평가할 때 재무적 투자자의 출자에 대한 평가상 우대조치를 부여할 수 있다.[25] 이처럼 컨소시엄의 구성은 공기업이 미리 배포한 평가기준 중 주주구성의 적정성 기준에서 요구되는 다양성을 충족하는 방식으로 구성된다.

이렇게 모인 민간회사들은 각자의 목적을 달성하기 위해 컨소시엄 협약서를 체결한다. 컨소시엄의 구성원들은 법적으로 프로젝트금융투자회사의 주주가 된다. 따라서 이들은 원칙적으로는 주주총회를 통하여 간접적으로만 회사에 영향력을 끼칠 수 있다. 그러므로 컨소시엄협약의 목적은 프로젝트금융투자회사의 주주인 민간기업들의 역할분담 및 상호협력의무 등을 미리 결정하는 데 있다.

다. 사업협약

사업협약은 공모형 부동산개발사업의 사업자로 선정된 컨소시엄과 공기업 간 협상을 걸쳐 체결하는 최종적 협약이다. 실무상 '공동사업약정'으로도 불린다. 그 법적 성질은 민법상 조합계약과 유사하다.

관련 유사 판례를 살펴보면, 대법원은 환경관리공단이 발주하는 한강수계 하수관거정비공사 시공에 관하여 공동수급협정에 따른 공동수

25) 「민간투자사업기본계획」(기획재정부 공고 제2021-120호 2021.7.13. 일부개정) 제75조 제1항, 제124조 제3항 제1호

급체를 구성하여 환경관리공단과 계약을 체결한 사안에서, 공동이행방식의 공동수급체는 기본적으로 민법상 조합의 성질을 갖는 것이며, 공동수급체가 공사를 시행함으로 인하여 도급인에 대하여 가지는 채권은 원칙적으로 합유적으로 귀속되는 것이라고 보았다. 그러나, 공동이행방식의 공동수급체와 도급인이 공사도급계약에서 발생한 채권과 관련하여 개별 구성원으로 하여금 그 지분비율에 따라 직접 도급인에 대한 권리를 취득하게 하는 약정을 하는 경우와 같이 공사도급계약의 내용에 따라서 개별 채권이 공동수급체의 구성원 각자에게 그 지분비율에 따라 구분하여 귀속될 수도 있다고 판시하였다(대법원 2012.5.17. 선고 2009다105406 전원합의체 판결).

사업협약에 따른 프로젝트금융투자회사의 설립은 별도의 주식회사를 설립하는 경우이므로 반드시 위의 공동수급체와 같이 볼 수는 없을 것이다. 대법원은 당사자 쌍방이 현금과 토지를 출자하여 공동으로 주식회사를 설립하여 그 회사의 공동경영에 따르는 이익과 비용의 분배를 지분비율에 따라 약정한 동업계약에서, 동업계약 해지에 따른 잔여재산 분배에 관하여는 주식회사의 청산절차를 따르되, 여전히 민법상 조합계약에 따른 정산절차가 보충적으로 적용될 수 있다고 보았다(대법원 2004.3.26. 선고 2003다22448 판결). 즉 조합체가 아닌 회사를 설립하여 공동사업을 수행하기로 약정한 경우에도 민법상 조합계약에 따른 정산절차가 보충적으로 적용될 수 있음을 명시한 것이다.

이처럼 공모형 부동산개발사업 참여나 여타 컨소시엄에 따른 사업시행주체 설립에서 프로젝트금융투자회사의 활발한 이용은 법인세법상 법인세 감면혜택 등 상대적으로 완화된 규제와 집합투자기구나 부동산투자회사가 각각 금융위원회와 국토교통부의 인허가가 필요한 데 비하여 별도 인가절차를 요하지 않는 간편함에서 기인된다고 보인다. 향후 법인세 특례에 대한 일몰기한 도래 등에 대해 시장이 어떤 식으로 대응할지 추이가 주목된다.

제 3 장 부동산개발사업의 시행

제 1 절 건설법상 시행과 시공

I. 시행과 시공의 의의

민간 주도로 진행되는 부동산개발사업은 시행과 시공의 범위에 있어서 공공에 의한 정비사업과 본질적인 차이가 없다. 따라서 도시정비법에 따른 재건축, 재개발 등 정비사업에서의 시행과 시공의 의의, 참여자의 역할과 책임을 먼저 살펴본 후 민간 부동산개발사업에 적용 가능한 시행과 시공의 개념에 대해 정리해보고자 한다.

1. 시행과 시공의 변천

과거 시행과 시공이 엄격히 분리되지 않던 시기에는 건설회사가 법적 시행주체인 조합의 설립 이전부터 정비사업에 개입하여 실질적으로 사업시행을 주도적으로 추진해왔다. 조합설립 이후에도 주민들로 결성된 조합은 전문성이나 자금 측면에서 월등한 건설회사에 의존하게 되었고, 이는 조합과 건설회사의 공동협약, 지분제 등 공동시행과 유사한 형태로 이루어졌다. 민간주도의 부동산개발사업 역시 종합건설업자(건설회사)가 시행과 시공을 전담하여 진행하는 형태가 보편적이었다. 그러나, 2003년 도시정비법의 제정에 따라 시공자 선정시기가 조합설립 이후로 제한되자 법적으로 건설회사의 개발사업에 대한 초기 개입이 일부 제한되었다. 이는 재건축의 정책적 억제를 위하여 의도적으로 시공과 시행의 기능을 분리한 조치로, 이로서 건설회사의 역할이 시공자로서의 역할로 한정되게

되었다. 그러자 건설회사도 내부의 개발사업부문을 분리하여 별도의 시행사를 설립한 후 해당 시행사를 통해 신규 개발사업을 추진하게 되었다.

그러나 현행 법제나 실무상으로 시행과 시공의 엄격한 구분은 어려운 측면이 존재한다. 도시정비법상 시행과 시공의 분리는 시공자인 건설회사의 조기개입을 방지하는 시공자 선정시기의 제한을 활용하여 도입되었다가, 정비사업에서 건설회사의 공동시행을 허용하면서 다시 통합되기도 하는 등 개정을 반복하였다. 현재는 시공자와 공동시행자라는 중첩되는 개념을 남겨둔 채 실무관행과 주무관청의 유권해석을 통하여 그 구별기준을 대략적으로 제시하고 있다.[26]

과거 2000년대 초반 시행과 시공의 분리가 도시정비법 개정으로 도입되기 전에는 건설업자가 아닌 소위 디벨로퍼라 불리는 시행사들이 부동산개발사업을 주도하는 경우도 있었다. 이들은 건설회사와 결탁하거나 때로는 독자적으로 개발사업 시행을 주도하였다. 이러한 디벨로퍼에 대한 규제 필요성이 인정되어 부동산개발업이 법제화되었고 이후 부동산개발금융의 발달로 인하여 금융회사들이 부동산투자회사, 부동산집합투자기구 등 자금조달기구를 통하여 부동산개발사업에 참여하기 시작하였다.

2. 시행의 개념

부동산개발관련법을 관통하는 사업시행의 개념을 발견하기는 어려우며, 개별법마다 편의에 따라 사업시행이라는 용어를 사용하고 있다. 단적으로 도시정비법은 '사업시행자란 정비사업을 시행하는 자를 말한다'고 간단하게 정의할 뿐(도시정비법 제2조 제8호), 그 핵심표지나 요소에 대하여는 별도로 정하고 있지 않다. 예를 들어, 나대지에 건물을 짓는다

26) 김종보, **건설법의 이해**(제6판), 피데스, 2018, 426-448면

고 가정할 때 건축주의 권한과 책임을 사업시행의 개념으로 포섭할 수 있을 것이다. 이 경우에 대해 사업시행의 범위를 세부적으로 획정해보면, 건축주의 사업 기획 및 토지소유권 확보 등 개발사업의 진행과 자금조달, 주택의 분양까지 개발사업 전반을 건축주의 책임하에 주도적으로 진행하는 일체의 행위로 정의할 수 있을 것이다.[27] 다시 말해, 시공을 제외한 대부분 부동산개발사업 단계는 시행의 영역에 속한다고 볼 수 있다. 이에 따라 사업시행자는 개발사업으로 인한 이익과 손실의 최종 귀속 주체가 되며, 필요시 여러 공법적 인허가의 당사자가 된다. 시행자가 누구인지 확정하는 것은 특히 개발사업이 좌초되었을 때 중요한 문제로 대두된다.

3. 시공의 개념

부동산개발사업에서 시공은 물리적으로 시설물을 설치하기 위한 공사 등 제반 작업을 통칭한다. 건축법은 시공자를 「건설산업기본법」에 의한 '건설공사를 하는 자'로 정의하고 있는데(건축법 제2조 제16호), 이는 건설업 면허를 가지고 있는 자들의 물리적 시설 설치행위를 시공이라 보는 것이라 할 수 있다. 원칙적으로 시공자는 사업시행자와 도급계약을 체결하고 수급인으로서 공사를 담당한다. 건설산업기본법은 건설업 등록을 한 자에게만 시공능력을 인정하는데, 예외적으로 주택법상 등록사업자제도에 따른 등록사업자들도 주택건설사업의 시공을 수행할 수 있다(주택법 제4조, 제7조).

4. 시행사

'시행자'와 혼동하기 쉬운 실무상 용어로 '시행사'가 존재한다. 민간 부동산개발업에서 시행사라는 이름으로 개발사업을 주도하거나 보조하는 업체들이 있다. 2007년 국토교통부는 부동산개발업법을 제정함으로

27) 김종보, 앞의 책, 427면

써 등록요건과 의무조항을 비교적 느슨하게 규정하는 민간 부동산개발업자의 등록제도를 도입하였다. 이에 따라 민간 부동산개발사업을 시행하기 위하여는 부동산개발업 등록이 필요하다.

II. 시행자의 법적 지위

1. 개발사업의 주체

개발사업의 원형인 건축허가를 예로 들면, 사업시행자는 건축법상 건축주에 해당한다고 할 수 있다. 건축주는 토지를 확보하고 행정청에 건축허가를 신청하여 허가를 받은 이후 건축물을 축조한다. 민간 부동산개발사업에서 사업시행자는 행정청의 상대방으로서 민간주체이지만, 재건축·재개발과 같은 정비사업에서는 조합이 사업시행자가 되면서 행정청의 지위를 겸하기도 한다는 점에서 차이가 있다.

개발사업을 시행하기 위해서는 먼저 토지의 소유권을 확보하거나 확보할 예정이어야 한다. 도시정비법상 정비사업은 이를 위하여 토지소유자의 의사에 반하여 소유권을 박탈하는 규정(토지수용 또는 매도청구소송)을 마련하고 있으며, 사업의 공공성이 인정되지 않는 민간 부동산개발사업에서는 원칙적으로 사업시행자는 매매 등 거래를 통하여 토지소유권을 확보하여야 한다.

2. 개발사업의 최종적 위험부담자

개발사업의 시행자는 개발사업과 관련된 위험부담의 최종 주체가 된다. 개발사업이 성공하여 많은 이익이 발생할 경우, 도급비 등의 비용을 공제한 나머지 이윤을 향유하며, 반대로 개발사업이 중도에 실패하거나 사회적 물의를 빚을 때 그에 대한 책임이 최종적으로 귀속되는 주체이다. 시행자와 시공자의 구분을 할 때 개발사업의 최종적 손익의 귀

속 여부는 하나의 중요한 개념표지가 된다.

3. 시행권의 귀속주체

시행자의 개념은 시행자가 갖는 권한, 즉 시행권과 긴밀이 연결되어 있다. 시행권이란 단어 그대로 시행자가 갖는 개발사업의 시행과 관련된 광범위한 권한을 의미하는데, 공법상 권한과 사법상 권한을 포괄한다. 실무상 시행권은 사업과 관련하여 시행자가 갖는 공법상 인허가 명의(예컨대 건축주 명의)와 개발사업의 대상부지 소유권 등에서 비롯된다. 그 밖에 시행자가 민법상 계약의 주체로서 여러 이해관계자와 체결한 계약 역시 사법상 시행권 발생의 근거가 될 수 있다.

개발사업이 상당 부분 진척된 상황에서 좌초될 경우 이 시행권의 인수가 중요한 문제로 대두된다. 대규모 개발사업을 주도하던 시행자가 자금난 등으로 파산할 경우 경제성 여부를 판단한 새로운 인수자가 나타나 개발사업을 마무리하는 경우가 많다. 이러한 상황을 대비하여 부동산 PF대출 시 대출약정서에 파산 등의 경우에 시행권을 포기하고 양도하는 규정을 삽입하는 경우가 많다. 이러한 상황에서는 PF대출에 신용보강의 형식으로 보증을 제공한 건설회사(시공자)가 시행권을 양수하여 개발사업을 마무리하기도 한다. 이때 시공자는 시행권을 양수한 시점부터 시행자를 겸한다. 다만 공법상 인허가 명의자 변경에는 행정청의 협조가 필요하며, 사안에 따라 인허가 절차를 처음부터 다시 진행해야 할 수 있다.

III. 시공자와 건설사업자 등록제도

1. 시공자의 법적 지위

부동산개발사업에서 시공자는 수급인으로서 건설공사를 수행한다. 시공자는 공사도급의 완공의무를 지니며, 시공자는 도급인인 시행자를 상대로 계약에 따른 책임을 청구할 수 있다. 시공의 역할만을 담당한 시공자는 시행자에 대한 도급계약상 권리의무만을 부담하며, 정비사업 등 부동산개발사업이 좌초될 경우 포괄적 책임을 지지 않는다. 건설회사는 주로 시공자의 역할을 수행하지만, 건설회사의 역할이 반드시 시공자에만 제한되는 것은 아니며, 건설회사가 시공과 시행을 겸하거나 정비사업의 공동시행자로서 참여하기도 한다.

앞서 살펴보았듯이, 부동산개발사업 중에는 공공부지를 대상으로 선정된 민간사업자와 공공기관 등이 공동으로 출자 후 SPC를 설립하여 사업을 시행하는 공모형 PF사업이 있다. 이때 공모형 PF사업에 참여하는 민간사업자인 건설회사는 재원조달, 설계, 운영, 시공계획 등 전반적 절차를 총괄하게 되는 공동시행자로서 역할을 담당한다. 이처럼 개발사업에 참여하는 건설회사의 지위는 형식적 명칭이 아닌 실질적으로 수행하는 역할에 따라 판단되어야 한다.

2. 시공자의 자격으로서 건설사업자

건설산업기본법은 건설사업자를 이 법 또는 다른 법률에 따라 등록한 자로서 건설공사, 즉 시설물을 설치·유지·보수하는 공사(부지조성공사 포함) 및 구조물의 설치 및 해체공사를 업으로 하는 자로 정의한다(건설산업기본법 제2조 제2호, 제4호, 제7호). 건설사업자만이 연면적 200m^2을 초과하는 주택과 연면적 200m^2 이하의 건축물 중 공동주택, 다가구주택, 학교, 병원 등의 대통령령으로 정한 공공건물의 건설공사를 할 수 있다(건설산업기본법 제41조 제1항 본문). 또한, 이에 해당하지 않는 연면적 200m^2이하의 건축물의 경우에도 건축주가 직접 시공하거나 건설사업자에게 도급해야 한다고 정함으로써, 건설사업자로 등록하지 않은 자의 건설공사를 원천 봉쇄하였다(건설산업기본법 제41조 제1항 단서).

3. 건설사업자 등록제도

가. 건설업의 종류

건설업의 종류는 종합공사업과 전문공사업으로 나뉜다(건설산업기본법 제8조). 먼저, 종합건설업은 토목공사업, 건축공사업, 토목건축공사업, 산업·환경설비공사업, 조경공사업으로 나뉜다. 전문공사업은 지반조성·포장공사업, 실내건축공사업 등 종합공사의 일부에 해당하는 공사업이 29종으로 세분화되어 있으며 등록요건도 종합공사업에 비하여 완화되어 있다.

나. 등록요건

건설업의 등록요건은 종류에 따라 기술능력(전문인력), 자본금, 시설요건으로 나뉘며(건설산업기본법 제10조), 가장 등록요건이 엄격한 토목건축공사업의 경우 전문인력 11인 이상과 8억 5천만원 이상 자본금, 사무실 등 시설설비를 요한다(동법 시행령 [별표2]).

<표 7> 종합공사업의 등록요건[28]

구분	전문인력	자본금 (개인인 경우 영업용 자산평가액)		시설
토목 공사업	토목 분야 건설기술인 6명 이상	법인	5억원 이상	사무실
		개인	10억원 이상	
건축 공사업	건축 분야 건설기술인 5명 이상	법인	3억 5천만원 이상	사무실
		개인	7억원 이상	

토목 건축 공사업	건설기술인 11명 이상	법인	8억 5천만원 이상	사무실
		개인	17억원 이상	

다. 건설업 종류에 따른 도급제한

건설산업기본법은 등록 건설사업자만이 건설공사를 시공할 수 있도록 규정하는 동시에, 건설공사를 도급받기 위하여 해당 건설공사의 업종을 등록할 것을 요구하고 있다(건설산업기본법 제16조). 이에 따라 원칙적으로 토목공사를 시공하기 위해서는 토목공사업으로, 건축공사업을 시공하기 위해서는 건축공사업으로 등록된 건설사업자이어야 한다. 건설공사의 시공자가 되지 못하는 건설사업자들은 시공자로부터 하도급을 받는 형식으로 시공을 일부 수행할 수 있다.

28) 건설산업기본법 시행령(대통령령 제31608호, 2021.4.6. 일부개정, 2022.6.1. 시행) [별표2]

제 2 절 민간 시행자로서 부동산개발사업자

I. 부동산개발업법의 적용범위

1. 연혁

부동산개발업법은 2000년대 초반 난개발 문제와 기획부동산 사기 등이 사회적 물의를 일으키자 소위 디벨로퍼라고 불리던 개발업자, 시행사들을 규율하기 위하여 제정된 영업법이다. 당시 시행사들은 영세하고 전문성이 결여되어 있었으며, 주로 시공사의 지급보증에 의존하여 금융회사로부터 PF대출을 받아 사업을 진행하였다. 또한, 설립과 해산이 손쉽게 가능하여 분양 이후 소비자들이 시행사에 법적 책임을 묻기 어려웠다. 이러한 점들을 보완하기 위해 정부는 2007년 5월 부동산개발업법의 제정을 통해 건전한 부동산개발산업을 육성하고, 개발업자들의 전문성 제고 및 운영의 투명성을 강화하기 위하여 민간 시행사를 규제하는 부동산개발업 등록제를 도입했다.[29]

2. 부동산개발업의 정의 및 범위

부동산개발업법에서는 부동산개발을 토지형질변경행위나 건축행위로 정의하고 있으며(부동산개발업법 제2조 제1호), 부동산개발업을 '타인에게 공급할 목적으로 부동산개발을 수행하는 업'이라고 규정하고 있다(부동산개발업법 제2조 제2호). 또한, 부동산개발업법 제정 당시 국회 건설교통위원회는 부동산개발업을 '토지를 택지・공장용지・상업용지 등으로 조성하거나 토지에 건축물을 건축하여 해당 부동산을 일반에게 판매・임대 등의 방법으로 공급하는 업종[30]'으로 지칭하였다.

---

29) 건설교통위원회, "부동산개발업의 관리 및 육성에 관한 법률안 심사보고서", 2007년 4월, 7-8면

또한, 부동산개발업의 범위에 대하여, 국회 건설교통위원회는 이 법의 제정 당시 민간주체의 사익추구형 부동산개발뿐만 아니라, 국가나 지자체의 공공개발, 민관합동의 부동산개발까지 포함하여 규정하고자 하는 취지를 분명히 드러내었다. 이러한 점을 고려하면, 부동산개발업은 모든 부동산 개발행위의 공통분모인 토지의 형질변경과 건축물의 건축행위(공작물의 설치 포함)를 통해 만들어진 부동산을 타인에게 공급하는 영업을 말한다고 할 수 있다.

<표 8> 부동산개발의 분류[31)]

구 분		내 용
개발주체	공적주체	국가나 지자체 등 공익추구 목적의 개발
	사적주체	토지소유자나 기업 등의 사익추구 개발
	제3섹터	공적주체와 사적주체의 공동개발
개발형태	유형적 개발	지표나 지하에서의 건축, 토목 등과 같이 직접적으로 토지의 물리적 변형을 초래하는 행위
	무형적 개발	용도지역·지구의 지정·변경 등 토지의 물리적 변형은 초래하지 않으나 이용상태를 변경하는 행위
	복합적 개발	택지개발사업, 도시개발사업 등 토지의 유형적·무형적 개발행위가 동시에 이루어지는 행위
개발내용	조성에 의한 개량	택지개발사업 등 토지 자체를 개량하는 행위
	건축에 의한 개량	토지 위에 주택이나 빌딩 등 건물을 건축하는 행위

부동산개발업은 건설과 금융이 결합된 산업으로, 부동산개발의 기획, 부지매입과 인허가 취득, 자금의 조달, 시공, 분양 및 사후관리 등

30) 건설교통위원회, 위의 글, 4면
31) 건설교통위원회, 위의 글, 10면

여러 분야를 아우른다. 부동산개발의 각 단계별로 각기 다른 공법상 규제가 적용되며, 이를 표로 요약하면 다음과 같다.

<표 9> 부동산개발에 관한 단계별 규제[32]

개발의 단계	법 률
기획·토지취득	국토의 계획 및 이용에 관한 법률, 농지법 등
설계	건축법, 건축사법
자금 조달	부동산투자회사법, 법인세법, 자본시장법
인·허가	주택법, 도시개발법 등 개발에 관한 개별법
시공	건설산업기본법
분양 및 관리	건축물의 분양에 관한 법률, 주택법 등

II. 부동산개발업자 등록제도

1. 등록대상

부동산개발업법은 일정 규모 이상의 부동산개발업을 영위하려는 자(이하 '부동산개발업자')가 특별시장·광역시장·특별자치시장·도지사 또는 특별자치도지사에게 등록을 하도록 요구한다(부동산개발업법 제4조 제1항). 다만, 국가나 지자체, 한국토지주택공사 등 공공기관은 등록대상에서 제외된다(부동산개발업법 제4조 제1항 단서). 도시정비법상 정비사업 역시 앞서 살펴본 부동산개발업에 포함되지만, 조합 등 정비사업의 시행자는 등록대상에서 제외된다(동법 시행령 제3조 제3항). 부동산개발업법은 그간 공법상 규제에서 상대적으로 자유롭던 민간 개발업자를 규율하는 것이 주목적이기 때문이다.

32) 건설교통위원회, 위의 글, 11면

등록대상 규모는 구체적으로 연면적 2,000m^2 또는 연간 5,000m^2 이상의 건축물, 또는 토지의 면적이 3,000m^2 또는 연간 10,000m^2 이상의 부동산 개발을 업으로 영위하는 경우이다(부동산개발업법 제4조 및 동법 시행령 제3조). 주상복합건물의 경우에는 주거용 외의 용도로 사용되는 비율이 30% 이상인 주상복합건물 중 주거용 외의 용도로 사용되는 부분의 연면적 합계가 3,000m^2 또는 연간 5,000m^2 이상의 건축물을 지으려면 등록을 해야 한다.

등록대상 규모 기준은 법 제정 당시 「건축법」상 판매시설 규모, 「건축물의 분양에 관한 법률」의 적용범위 등을 종합적으로 검토하여 결정된 기준인데, 「건축법」상 판매시설이 바닥면적 합계가 1,000m^2 이상인 건축물을 대상으로 하고 있고, 「건축물의 분양에 관한 법률」은 바닥면적의 합계가 3,000m^2 이상인 건축물에 대하여 적용하고 있음을 고려한 수치이다.[33]

2. 등록요건

등록요건은 자본금 요건, 부동산개발 전문인력 요건, 시설요건으로 나뉘어 있다. 법인의 경우 자본금 3억원 이상(개인의 경우 영업용자산평가액 6억원 이상), 부동산개발 전문인력 2인 이상, 사무실 구비가 구체적인 요건인데(동법 시행령 제4조), 이는 건설산업기본법상 건설업 등록기준과 유사하다.

또한, 상근 임직원이 없는 명목회사(paper company)에 의한 부동산개발사업에 대하여는 개별 규정을 마련하여 별도의 등록기준을 적용하고 있다. 뒤에서 살펴볼 부동산투자회사법상 부동산투자회사, 자본시장법상 부동산집합투자기구 중 투자회사, 법인세법에 따른 투자회사가 부

33) 건설교통위원회, 위의 글, 14-15면

동산개발업을 영위하고자 할 경우에는 해당 명목회사는 자본금 5억원 이상의 요건만 적용받게 된다. 전문인력 요건과 시설 요건에 대해서는 해당 특수목적법인을 운영하는 실질적 주인인 자산관리회사나 집합투자업자에게 부동산개발 전문인력 5명 이상과 사무실을 갖출 것을 요구한다(동법 시행령 제6조).

3. 부동산개발업 등록의 법적 성격

부동산개발업법은 시공자를 규율하는 면허법인 건설산업기본법에 대응하여 만들어진 법이다. 건설산업기본법상 건설업 등록과 부동산개발업법상 부동산개발업 등록은 양자 모두 강학상 허가에 해당한다. 강학상 허가란 질서유지를 위해 일정 행위를 일반적으로 금지하되, 법에서 정한 요건을 충족시키는 경우 허용하는 행위로 영업법상 허가(면허)의 대부분은 이에 속하여 기속행위로의 성격을 지니며, 행정청의 등록거부는 처분성을 지니므로 취소소송의 대상적격을 지닌다.

III. 부동산개발업자에 대한 영업규제

1. 표시·광고의 제한

부동산개발업법은 기획부동산 사기 등을 방지하고 소비자를 보호하기 위해 등록 부동산개발업자가 표시·광고를 할 경우 등록사실과 기타 소비자보호를 위해 필요한 사항을 반드시 포함시키도록 강제한다(부동산개발업법 제8조). 미등록자가 등록사업자로 표시하거나 기타 오인할 수 있는 표시를 한 경우 형사처벌에 처해지며, 등록업자가 표시해야 할 사항을 표시하지 않은 경우 과태료에 처해진다.

2. 보고의무 등

부동산개발업법은 등록사업자가 매년 사업실적, 자본금의 변경, 임원 및 부동산개발 전문인력의 변경현황 등을 국토교통부장관에게 보고하도록 규정하고 있다. 이는 등록 이후 등록기준 미달 시 등록취소처분 등을 효과적으로 수행하고 사업실적 등에 대한 정보를 주기적으로 확보하여 부동산개발업 경기동향 등을 파악하기 위함이다.

3. 금지행위

부동산개발업법은 일반 소비자의 피해 예방을 위해 부동산개발업자의 일정 행위를 금지하고(부동산개발업법 제20조 제1항), 위반 시 형벌·과태료 등 제재수단을 두고 있다(부동산개발업법 제36조, 제38조 및 제40조). 먼저 허위·과장된 사실을 알리거나 속임수를 써서 타인으로 하여금 부동산을 공급받도록 유인하는 행위를 금지한다(부동산개발업법 제20조 제1항 제1호). 다음으로, 부동산개발에 대한 거짓정보를 불특정 다수인에게 퍼뜨리는 행위를 금지한다(부동산개발업법 제20조 제1항 제2호). 마지막으로 상대방의 반대의사에도 불구하고 전화, 이메일 등 부동산 공급을 강요하는 행위를 금지하고 있다(부동산개발업법 제20조 제1항 제3호). 제1호 및 제2호를 위반한 경우에는 영업정지 또는 형사처벌, 제3호를 위반한 경우에는 과태료를 부과한다. 이와 같은 금지행위는 부동산개발업자로부터 업무를 위탁받아 처리하는 대행하는 자와 그 임직원에게도 준용된다(부동산개발업법 제20조 제2항).

제 3 절 부동산개발사업의 재무적 투자자

I. 재무적 투자자의 개념

1. 실무상 용어로서 재무적 투자자

재무적 투자자(Financial Investor)란 금융시장 일반에서 주로 배당과 이자를 통해 수익을 추구하는 투자자로 경영권 확보 등 사업 관여 목적으로 하는 전략적 투자자(Strategic Investor)에 대응하는 개념이다. 이 개념이 부동산개발사업에서는 부동산개발사업에 참여하는 금융회사를 일컫는 용어로 사용되면서, 「사회기반시설에 대한 민간투자법」에 규정한 내용에 따라 민간투자사업의 추진을 위하여 필요한 세부 절차와 방법을 정하는 기획재정부 공고인 민간투자사업기본계획에서도 그 개념을 찾아볼 수 있다(민간투자사업기본계획 제75조, 제124조).

재무적 투자자들이 부동산개발사업에서 등장한 것은 기존의 주식, 채권으로 대표되는 전통적 투자수단에 기댄 수익성의 한계를 돌파하고자 금융회사가 투자대상으로 대체투자(Alternative Investments)의 비중을 적극적으로 늘렸기 때문이다. 대체투자는 투자처의 다변화를 통한 위험분산, 금융시장의 변동성에 대한 헤지, 실물자산에 대한 투자를 통한 인플레이션 대비 등의 기능을 지닌다. 부동산투자는 금융회사가 발굴한 대체투자의 대표적 대상 중 하나이다.

2. 재무적 투자자의 유형

재무적 투자자는 종사하는 금융업 종류에 따라 크게 은행, 보험사, 연기금 등으로 나눌 수 있다. 먼저 은행은 지분출자보다는 주로 대출약정에 의한 투자에 참여하고 있다. 대부분 개발대상 부동산을 담보로 한 PF대출 유형으로, 지분형 PF사업 참여는 활발하지 않은 편이다. 다

음으로 보험사는 보험업법 제19조 및 동법 시행령 제14조에 따라 자산운용방식의 규제를 받는데, 보험회사는 자산운용 방식으로 대출, 부동산의 취득 및 이용 등이 가능하다. 이에 보험사는 부동산개발사업에 지분참여를 하거나 대출을 하는 대주로 참여하는데, 보험가입자의 보험료를 안전하게 운용해야 할 의무가 있기에 상대적으로 안정적인 자산에 투자하는 경향이 있다. 한편 상대적으로 조달 금리가 높은 저축은행, 캐피탈 등은 고금리 대체투자를 선호한다. 다음으로 연기금은 각 기금의 설치 근거법령에 따라 기획재정부의 관리감독 하에서 자금을 운용하는데, 여유자금 운용에 있어서 대체투자의 방식이 활발히 이용되고 있다. 대표적으로 국민연금의 경우 2020년 말 기준 총 운용자산 558조원 중 약 11%에 해당하는 64조원 상당을 대체투자로 운용하고 있다.[34)]

II. 재무적 투자자와 부동산개발사업

1. 시행과 금융투자

앞서 살펴보았듯이 시행자는 개발사업을 시행하는 사업주체로서 그 이익과 손실의 최종적 부담주체가 된다. 건설법에서 예정한 부동산개발사업의 시행자는 등록된 건설업자나 기타 개발사업자일 것이다. 부동산개발사업에서 시행자와 재무적 투자자는 분리되는 것이 아니라 그 역할이 중첩될 수 있는 것이며, 따라서 금융회사가 단순히 투자의 범주를 넘어서 직접 시행주체로 등장하는 경우를 배제할 수 없다. 그 경우 건설법이 예견하지 않는 금융회사라는 새로운 민간 시행주체의 등장에 대하여 어떻게 바라보아야 할지, 그리고 그에 앞서 단순한 투자와 시행을 구별할 기준의 획정이 선행되어야 할 것이다.

---

34) 국민연금관리공단, '2020년 12월말 기준 국민연금 통계', 29p, https://www.nps.or.kr/jsppage/info/resources/info_resources_03_01.jsp?cmsId=statistics_month

시행과 구별되는 투자의 개념은 다양하게 정의할 수 있을 것이나, 자본시장법상 투자의 개념은 '이익의 취득 또는 손실 회피를 목적으로 하는 금융분야에서 이루어지는 활동'으로 정의된다.. 즉, 금융투자는 금융시장 내에서 이루어지는 이익 취득 목적의 매매로 볼 수 있다. 자본시장법은 금융투자상품을 '이익을 얻거나 손실을 회피할 목적으로 현재 또는 장래의 특정 시점에 금전, 그 밖의 재산적 가치가 있는 것을 지급하기로 약정함으로써 취득하는 권리로서, 그 권리를 취득하기 위하여 지급하였거나 지급하여야 할 금전등의 총액이 그 권리로부터 회수하였거나 회수할 수 있는 금전등의 총액을 초과하게 될 위험(이하 '투자성')이 있는 것'이라고 정의한다(자본시장법 제3조 제1항). 반면 시행은 단순히 금융분야에서의 투자를 넘어서 실물경제의 직접 사업주체가 되어 행위하는 것이다. 즉, 부동산개발사업의 시행은 경영, 또는 사업영위의 수식어가 적절하게 대응되는 실물경제의 활동이라고 할 수 있다.

재무적 투자자의 역할을 단순히 금융투자로 한정한 것은, 금융회사의 자금투입은 금융시장의 투자자적 입장에 그칠 것이라는 전제에 있다. 그런데 금융회사, 또는 다수의 금융회사가 지배력을 발휘하는 컨소시엄이 단순히 투자자에 그치지 않고 부동산개발사업의 시행주체가 된다면 이때 재무적 투자자는 단순히 투자자로서만 볼 수 없을 것이다. 특히 간접투자기구를 이용한 개발사업의 시행에 있어서 명목상의 시행주체는 간접투자기구가 되지만, 이러한 경우에는 그 간접투자기구를 실질적으로 지배하는 대상이 그 사업의 시행자가 된다고 볼 수 있으며, 간접투자기구를 지배하는 배후 주주가 금융회사, 즉 재무적 투자자일 경우에는 해당 금융회사가 시행자가 된다고 보아야 할 것이다. 특히 공동사업약정을 통하여 컨소시엄을 구성할 때 금융회사의 참여형태가 단순한 대주를 넘어서 공동시행의 형태로 볼 수 있다면, 금융회사(재무적 투자자) 역시 시행자로서 사업시행의 권리의무를 최종적으로 부담하는 주체가 될 수 있다.

2. 금융회사의 시행과 금융규제

금융회사에 대한 금융규제는 금융시장의 안정성 유지를 중점으로 한 투자자 보호와 금융회사의 건전성 유지에 그 초점을 두고 있다. 간접금융시장의 규제에는 금융회사의 건전성 확보를, 직접금융시장의 규제에는 투자자보호를 위한 정보의 비대칭성 교정과 불공정거래 방지에 초점을 두는 기존 금융규제의 틀로는 금융회사의 부동산개발사업 시행이라는 투자의 범주를 넘어선 행위를 적절하게 규제하기 어렵다. 이러한 금융회사의 시행 참여를 앞으로의 금융규제가 어떻게 규율해야 할지, 보다 근본적으로는 금융회사의 시행 자체가 금융회사의 본질에 비추어 허용될 성질의 것인지를 함께 살펴보아야 할 것이다.

제 4 장 금융회사의 시행과 금융규제

제 1 절 금융규제법과 부동산개발금융

I. 한국 금융규제법 체계

1. 금융규제법의 종류

우리나라 금융법은 크게 금융거래법과 금융규제법으로 나눌 수 있다. 먼저 금융거래법은 금융거래의 사적자치 원칙을 바탕으로 개별 거래를 규율하는 상법의 특별법적 위치에 있으며, 금융규제법은 각 금융업의 영업자와 그 거래를 규제하는 공법이다. 금융업은 개별 업권별 인허가제도를 골자로 한 강학상 특허제로 운영된다. 구체적으로 은행업, 보험업, 금융투자업, 카드회사 등 여신전문금융업 등으로 나뉘며, 각 업권을 규율하는 금융규제법이 존재한다.

가. 은행법

「은행법」상 은행업은 예금을 받거나 유가증권 또는 그 밖의 채무증서를 발행하여 불특정 다수인으로부터 채무를 부담함으로써 조달한 자금을 대출하는 업을 의미하는데(은행법 제2조 제1항 제1호), 자금중개를 본질적 기능으로 수행하며, 가계경제의 핵심적인 역할을 하는 공공성 높은 산업이므로 특별법에 별도 규정이 있는 경우를 제외하면 금융위원회의 인가를 받아야 한다(은행법 제8조 제1항). 은행의 고유업무는 수신업무, 여신업무, 외국환업무 등 자금중개와 직접 관련되는 업무이며, 부수업무로는 지급보증, 장외파생상품거래, 금융상품의 판매대행, 기업구조조정 관련업무 등이 있다. 이에 더하여 금융위원회 신고를 통해 신탁업무,

신용카드업무 등 겸영업무를 영위할 수 있다.[35] 은행은 국내은행과 외국은행 국내지점으로 나뉘며 국내은행은 시중은행, 지방은행, 특수은행이 있다.

나. 보험업법

보험업은 동질의 경제상 위험에 노출된 다수인이 통계적 방법으로 산정된 보험료를 지급하여 공동자금을 만들고 위험보장의 목적으로 우연한 사건이 발생 시 급여(보험금)를 수령하는 보험상품을 만들어 취급하는 영업을 말한다(보험업법 제2조 제1호, 제2호). 「보험업법」은 보험의 종류를 생명보험, 손해보험, 제3보험으로 분류한다. 과거 보험회사는 생명보험 또는 손해보험 중 하나만을 영위할 수 있었으나 2003년 보험업법 개정을 통하여 질병보험, 상해보험, 간병보험 등을 제3보험으로 묶어 이전까지 생명보험업 또는 손해보험업 허가를 받은 자가 제3보험업을 영위할 수 있도록 하였다.

보험회사는 보험업이라는 고유업무 외에도 소득세법에 의한 연금보험, 근로자퇴직급여보장법에 의한 퇴직연금보험 등의 취급이 가능하며, 그밖에 유동화자산의 관리업무, 투자자문업, 투자일임업 및 신탁업도 겸영업무로서 영위할 수 있다. 한편, 우체국보험, 새마을금고, 공제 및 조합 등이 영위하는 공제보험은 보험과 유사한 상품으로 취급되지만 보험업법의 적용을 받지 않고 민간보험사보다 완화된 금융규제를 받는다고 평가된다.

다. 자본시장법

금융투자업은 2009년 제정된 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 '자본시장법')의 시행으로 기존의 증권거래법, 선물거래법, 간접

35) 금융감독원, **금융감독개론**, 금융감독원, 2021, 22면

투자자산운용업법, 신탁업법 등이 통합된 단일 법률의 규제를 받게 되었다. 이러한 자본시장법 제정은 금융투자업 분야에서 기능별 규제를 도입하여 동일한 금융상품에는 동일한 규제를 적용하려는 데 그 취지가 있었다. 그러나 부동산투자회사법 등 일부 영역이 독립적으로 존재함으로 인해 완전한 기능별 규제의 도입에는 실패하였다. 자본시장법의 규율대상인 '금융투자상품'은 이익을 얻거나 손실을 회피할 목적으로 현재 또는 장래 특정 시점에 금전, 그 밖의 재산적 가치가 있는 것을 지급하기로 약정함으로써 취득하는 권리로서 투자성(원본손실 가능성)이 있는 금융상품이다(자본시장법 제3조 제1항).

자본시장법은 이러한 금융투자상품을 바탕으로 투자매매업, 투자중개업, 집합투자업, 투자자문업, 투자일임업, 신탁업의 6개 금융투자업의 각 기능별로 진입규제, 건전성규제, 영업행위규제를 차별화하는 기능별 규제를 마련하였으며, 금융투자회사가 각 진입요건을 갖춘 경우 겸업을 허용하여 대형 금융투자회사의 출현기반을 조성하였다. 진입규제의 경우 각 금융투자업의 위험 정도를 바탕으로 투자자와 직접 채권채무관계를 맺거나 투자자의 재산을 수탁하는 투자매매업, 투자중개업, 신탁업 및 집합투자업은 인가제, 그 외의 금융투자업 및 집합투자업 중 전문사모집합투자업에 대하여는 등록제를 채택하였다.

<표 10> 자본시장법상 금융투자업의 종류[36)]

36) 금융감독원, 위의 책, 26면

구분	설명	금융회사
투자매매업	자기의 계산으로 투자자와 금융상품을 매매하거나 증권의 발행, 인수 또는 그 청약의 권유, 청약, 승낙을 영업으로 하는 것	증권회사 선물회사
투자중개업	타인의 계산으로 금융투자상품을 투자자와 매매하거나 그 청약의 권유,청약,청약의 승낙 또는 증권의 발행, 인수에 대한 청약의 권유, 청약, 청약의 승낙을 영업으로 하는 것	증권회사 선물회사
집합투자업	2인 이상의 투자자로부터 모은 금전 등을 일상적인 운용지시를 받지 아니하면서 재산적 가치가 있는 투자대상자산을 취득, 처분, 그 밖의 방법으로 운용하고 그 결과를 투자자에게 배분하여 귀속시키는 것을 영업으로 하는 것	자산운용회사
신탁업	신탁법에 의한 신탁을 영업으로 하는 것	신탁회사, 증권회사, 자산운용회사
투자자문업	금융투자상품의 가치 또는 투자판단에 관하여 자문을 하는 것을 영업으로 하는 것	투자자문회사, 증권회사, 자산운용회사
투자일임업	투자자로부터 금융상품에 대한 투자판단을 일임받아 투자자별로 구분하여 자산을 취득, 처분 그 밖의 방법으로 운용하는 것을 영업으로 하는 것	투자일임회사, 증권회사, 자산운용회사

라. 기타 금융규제법

1) 상호저축은행법

상호저축은행은 1972년 상호신용금고법에 의해 설립된 서민금융회사이다. 상호저축은행 제도의 도입취지는 은행 이용에 제약을 받는 중소서민가계가 의존하던 사금융을 제도권 금융으로 흡수하기 위함이다. 상호저축은행의 주요 업무는 예적금의 수입업무, 자금의 대출 및 어음의 할인업무 등이다. 2002년 3월 상호저축은행으로 변경되었으며 현재는 상호저축은행법상의 요건에 따라 인가를 받아야 한다(상호저축은행법 제6조).

2) 여신전문금융업법

여신전문금융회사는 신용카드회사, 리스회사, 할부금융회사, 신기술사업금융회사를 포함하는 금융회사로, 과거에는 각자 별도 법률의 규율을 받았으나 1997년 8월 여신전문금융업법 제정되면서 4개의 금융업이 여신전문금융업으로 통합되었다. 현재 신용카드업의 경우에만 강학상 특허에 해당하는 허가제를 운영하고 있고, 이외의 업은 등록만으로 사업을 영위할 수 있는 등록제로 운영되고 있다.

3) 농업·수산업·신용협동조합법, 새마을금고법 등

상호금융조합은 동일한 경제활동 영역에 종사하는 등 공동유대를 지닌 조합원들이 여유자금을 예치하고 해당 자금을 필요로 하는 조합원에게 대출함으로써 공동체 내부에서 자금을 해결하는 호혜금융을 영위하는 기관이다. 농업협동조합법, 수산업협동조합법, 신용협동조합법 그리고 새마을금고법에서 각 협동조합을 규율한다. 새마을금고는 행정안전부가 감독업무를 담당하며 그외 상호금융조합은 금융감독당국의 감독을 받는다.

4) 금융지주회사법

금융지주회사는 2000년 제정된 금융지주회사법에 근거하여 주식 또는 지분의 소유를 통해 금융회사 또는 금융업의 영위와 밀접한 관련이 있는 회사를 지배하는 것을 주된 사업으로 하여 1개 이상의 금융회사를 지배하는 회사로서 금융위원회의 인가를 받은 회사이다. 금융지주회사는 직접 금융업에 종사하는 금융회사는 아니지만, 금융회사의 대형화 및 겸업화를 통한 경쟁력 확보를 위하여 도입되었다.

5) 금융소비자보호법

최근에는 기능별 규제의 원칙을 강화하기 위해 개별 금융업법상 소비자보호와 관련한 판매규제 등을 통합한 금융소비자보호에 관한 법률(이하 '금융소비자보호법')을 제정하였다.[37]

이처럼 한국 금융규제는 개별 금융업별로 별도의 금융규제법의 규율을 두되 그 감독은 금융위원회 및 산하 무자본 특수법인인 금융감독원으로 일원화하고 있다. 본장에서는 부동산개발금융과 직접 연계된 자본시장법을 위주로 부동산개발금융을 살펴볼 예정이다.

2. 금융규제행정의 체계

여기에서는 공적 규제의 체계를 분석하기 위한 방법론으로 규제목적-규제원칙-규제기관-규제기준-규제수단의 구성요소로 나누어 금융규제행정의 체계를 살펴본다.[38]

가. 금융규제기관(금융감독당국)

공법에서 규제기관은 해당 규제제도를 집행할 포괄적 권한을 가진 조직체계를 의미한다.[39] 1997년 외환위기 이전에는 우리나라에 은행,

---

37) 금융소비자 보호에 관한 법률(법률 제17112호, 2020.3.24. 제정, 2021.9.25. 시행) 제2조(정의) 이 법에서 사용하는 용어의 뜻은 다음과 같다.

1. "금융상품"이란 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 것을 말한다.
   가. 「은행법」에 따른 예금 및 대출
   나. 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」에 따른 금융투자상품
   다. 「보험업법」에 따른 보험상품
   라. 「상호저축은행법」에 따른 예금 및 대출
   마. 「여신전문금융업법」에 따른 신용카드, 시설대여, 연불판매, 할부금융
   바. 그 밖에 가목부터 마목까지의 상품과 유사한 것으로서 대통령령으로 정하는 것

38) 이원우, "변화하는 금융환경 하에서 금융감독체계 개선을 위한 법적 과제", **공법연구 제33집 제2호**, 2005, 37면

39) 이원우, 위의 글, 38면

증권, 보험의 각 금융권역별로 별개의 금융감독기구가 존재하였다. 그러나 IMF 외환위기 이후 금융의 자유화, 탈규제화 등을 모토로 하여 권역별로 분산되어 있는 다원적 금융감독체계를 통합하여 조직운영의 자율성을 보장하고 금융감독의 사각지대를 없애자는데 사회적 공감대가 형성되었다. 이에 따라 1997년 12월에는 '금융감독기구의 설치 등에 관한 법률'이 제정되었으며, 1998년 4월에는 금융감독위원회가 발족되고, 1999년 1월에는 금융감독원이 출범하였다. 그 후 '금융감독기구 설치 등에 관한 법률'은 '금융위원회 설치 등에 관한 법률'로 개정되어 금융감독위원회를 금융위원회로 개편하였다. 금융위원회는 이로써 종전 재정경제부의 금융정책기능과 금융감독위원회의 감독정책기능을 통합하여 수행하게 되었다.

<표 11> 현행 금융정책 및 금융감독 체계[40]

금융위원회는 금융관련 정책 및 제도 수립, 금융회사 감독 및 검사, 금융회사 인허가 등 금융감독 관련 주요 사항을 심의·의결한다. 금융위원회는 위원장 1인, 부위원장 1인, 기획재정부 차관, 금융감독원 원장, 한국은행 부총재, 예금보험공사 사장, 금융위원회 위원장이 추천하는 금융전문가 2인, 대한상공회의소 회장이 추천하는 경제계대표 1인의 총 9인으로 구성된 합의제 기구이자, 정부조직법에서 정하는 중앙행정기관이다.

금융감독원은 정부조직의 일부가 아닌 독립된 공법인으로 설립

40) 김경신·이수환, "우리나라 금융감독 체계 개편 필요성 및 입법과제", NARS 현안분석 제173호, 2020, 2면

되어 금융감독 업무를 담당하는 무자본 특수법인이다. 이는 금융감독기구가 소위 관치금융, 즉 정치적 압력에 휘둘리지 않고 독립성을 갖추게 하기 위함이다. 금융감독원은 금융위원회의 지도감독을 받아 금융회사의 검사 및 제재, 금융소비자 보호업무 등을 수행한다.

나. 금융규제의 목적

금융위원회의 설치 등에 관한 법률(이하 '금융위원회법') 제1조에서는 이 법의 목적이 금융산업의 선진화와 금융시장의 안정을 도모하고 건전한 신용질서와 공정한 금융거래 관행을 확립하여 금융 수요자를 보호함으로써 국민경제의 발전에 이바지하는데 있다고 명시하고 있다.

금융규제법의 일반적인 규제목적으로는 공정성(공정한 거래질서 확립), 건전성(금융시장의 안정), 투명성(정보비대칭 제거) 등이 있다. 이러한 각 규제목적은 각 금융업의 특성에 따라 중요성이 커지거나 작아질 수 있다. 단적인 예로 가계재정과 직결되는 은행업에는 금융업보다는 높은 수준의 건전성 달성이 요구될 수 있으며, 반면 금융투자업에는 고도화된 복잡다종한 금융상품의 판매로 인한 정보비대칭을 우려하여 투명성 및 공정성 달성이 더욱 강조될 수 있다.

이러한 규제목적 중 가장 중요한 두 가지로는 ① 투자자 보호, ② 금융회사 건전성 유지를 생각해볼 수 있다. 양자는 금융규제법의 거대한 두 개의 축으로, 금융규제법은 영업행위규제와 건전성감독이라는 각 규제기준을 통하여 이를 실현하고자 한다.

다. 금융규제의 원칙

규제원칙은 규제목적의 달성을 위한 구체적 지침에 해당한다. 금융위원회법 제2조는 금융위원회와 금융감독원의 감독 원칙으로 업무수행

의 공정성, 투명성, 그리고 금융회사의 자율성 보호를 들고 있다. 그밖에 규제의 효율성, 혁신성 등도 규제원칙에 포함될 수 있다[41]. 또한, 금융감독기구가 금융감독의 효과적 수행과 그 집행을 위하여 포괄적 감독권을 가져야 한다는 것이 BIS(국제결제은행) 등 국제금융감독기구가 권고하는 원칙이다.

라. 금융규제의 기준

규제기준은 규제목적을 개별적 제도와 관련하여 구체화한 세부기준을 의미한다[42]. 금융규제를 크게 규제의 대상별로 나누면 시스템 규제, 건전성 규제, 그리고 영업행위 규제의 세 가지로 나눌 수 있다. 먼저, 시스템 규제는 금융시장 전반에 악영향을 미칠 수 있는 리스크 관리를 위한 규제로 금융시스템의 안전성 확보에 초점을 둔다. 다음으로 건전성 규제는 개별 금융회사의 건전성 확보를 목적으로 하여 재무건전성, 특히 충분한 자본을 확보하였는가를 중점적으로 규제한다. 구체적 지표로는 자본적정성, 신용위험, 시장위험, 운영위험 및 기타 건전성 관련 지표들이 있다. 마지막으로, 영업행위 규제는 금융회사가 금융소비자와의 거래에서 지켜야 할 원칙 내지 행위규범을 말한다. 예를 들어 금융소비자보호법으로 통합된 영업행위 규제를 살펴보면 금융회사의 신의성실의무, 고객차별금지, 금융소비자의 성향에 맞는 상품의 판매(적합성원칙, 적정성원칙), 판매하는 상품에 관한 중요한 사항 설명의무, 불공정한영업행위 금지 등의 세부기준이 있다.

마. 규제수단

규제수단은 규제목적을 달성하기 위하여 규제기관이 고권적 지위에 기하여 활용할 수 있는 다양한 도구를 말한다. 규제의 시점에 따라

41) 한기정, “금융감독원칙으로서 효율성에 대한 법적 연구”, **법학논집**, 제6권 제2호, 2001, 115면
42) 이원우, 앞의 글, 39면

사전규제와 사후규제로 나눌 수 있으며, 구체적으로 금융회사 진입·퇴출 제도, 자기자본에 관한 건전성 규제, 자산 보유·운용에 대한 제한, 금융회사 경영공시제도, 금융회사에 대한 검사 등으로 나뉜다.

금융규제법상 사전규제의 대표적인 예가 일정한 자격을 갖춘 자에게만 금융업 영위를 허용하는 진입규제인 인허가제도이며, 이는 그 명칭에도 불구하고 강학상 특허에 해당한다고 볼 수 있다. 금융회사 설립에 따른 인가 시에는 신설회사의 경영진과 대주주의 자격요건, 건전성 및 자본조달능력 등을 감안하여 설립 인가를 실시한다. 한편, 금융회사의 해산, 합병 등 퇴출의 경우에도 금융감독당국의 인가를 받도록 하고 있다. 금융회사에 위험관리, 소비자보호 등에 관한 내부통제기준을 마련할 의무를 부과하는 것도 사전규제의 일종으로 볼 수 있다. 사후규제로는 규제기관의 일반적 감독 및 검사권, 위반 혐의 발생 시의 조사권, 금지행위에 대한 시정명령, 영업정지나 인허가취소처분, 행정벌, 형사처벌 등 다양한 규제수단이 있다. 이러한 규제수단의 행사는 행정청의 '처분'에 해당하여 행정소송법상 항고소송의 대상이 된다.

자기자본규제는 금융회사가 지나친 고수익을 추구하여 예금주와 투자자에게 위험을 전가하는 도덕적 해이를 막기 위한 일종의 완충장치이다. 대표적으로 은행, 증권, 보험산업의 자기자본규제는 국제금융감독기구에서 권고하는 수준의 건전성규제를 받아들여 재무건전성지표를 도입하는 것으로 법제화를 하였다. 이는 일련의 글로벌 금융위기를 겪은 후 금융산업의 안정성과 투자자의 신뢰보호를 위하여 도입 및 강화된 장치로 한국 금융규제법에서 은행은 자기자본비율(BIS 비율, Bank for International Settlement ; 국제결제은행의 기준에 따른 자기자본비율), 보험회사의 경우 지급여력비율(RBS 비율, Risk-baced Capital Ratio), 금융투자회사의 경우 영업용순자본비율(NCR, Net Operating Capital Ratio) 이라는 규제기준이 적용되고 있다. 각자 명칭이나 산출방식에는 차이가 있지만 그 공통개념은 금융회사가 보유한 위험에 상응하는 자기

자본을 일정 비율 이상 확보하도록 요구하는 것이다. 기준치를 준수하지 못하면 단계별로 적기시정조치를 발동하여 부실의 심화를 방지한다.

규제수단을 대상범위에 따라 나누어보면, 개별금융회사를 대상으로 한 규제수단과 일반소비자중심 규제수단, 그리고 금융업 전체에 대한 규제수단으로 나누어볼 수 있다. 개별금융회사중심 규제수단은 특정 금융회사를 대상으로 하는 인허가, 시정명령, 행정벌 등 가장 전통적이고 널리 사용되는 규제수단이다. 상당한 감독자원 투입을 요구하여 감독자원의 효율적 배분을 중시하는 효율성 원칙에 따를 때 선호되지 않는 규제수단이다. 일반소비자중심 규제수단은 소비자교육 강화, 분쟁조정절차 마련, 공시 등이며, 금융산업전반에 대한 규제수단은 금융회사종사자에 대한 교육 및 훈련, 시장감시, 감독정보 공유체계 마련 등이다.[43]

II. 부동산개발금융시장과 금융규제

1. 부동산개발금융시장 현황

가. 개관

부동산개발금융은 프로젝트의 사업성과 프로젝트에서 발생하는 미래 현금흐름을 담보로 부동산개발사업에 필요한 자금을 조달하는 고도의 금융기법이다. 부동산개발금융은 실물경제와 금융경제를 연결하여 금융시장에서의 여유자금이 실물경제의 적재적소에 효율적으로 배분하도록 하는 역할을 하는 반면, 경기 변동으로 인한 위험이 금융시장에 전이되도는 것을 매개할 수도 있다. 따라서 적절한 위험관리와 수익성 분석이 필히 병행되어야 한다.

---

43) 이원우, 앞의 글, 40면

과거 한국 부동산PF는 은행 등 금융회사가 개발자금을 대출하는 PF대출 위주로 이루어졌던 반면, 2010년 이후에는 증권사의 PF 채무보증, 그리고 간접투자기구를 이용한 리츠와 부동산펀드 위주로 높은 성장세를 보이고 있다.

나. PF대출 및 PF 채무보증

2013년 이후 부동산PF대출은 금융투자회사 등 비은행권을 중심으로 꾸준히 증가하고 있다. 과거 저축은행 사태에 일조한 PF대출의 경우 고위험 대출은 줄었으나 여전히 그 규모가 증가하고 있으며, 특히 보험회사를 중심으로 부동산PF대출 취급이 증가하였다. 은행권 부동산PF대출 규모 축소는 바젤III 시행에 따라 부동산PF대출에 대한 위험가중치가 상향조정되어 은행이 부동산PF대출을 취급할 경우 요구되는 완충자본이 높아진 점 등에 기인한 것으로 보인다.

<표 12> 금융업권별 부동산PF대출 잔액 변화[44]

(단위:조원)	은행	보험	증권	여전	저축은행	상호금융	합계
2013년말	21.5	5.6	2	2.6	2.1	0.7	34.5
2019.6월말	18.9	24.3	4.9	9.2	5.6	3.3	66.2

과거 시공사를 중심으로 이루어지던 신용보강이 증권사 등 금융회사 중심으로 변화하면서 증권사의 PF 채무보증 규모도 확대되고 있다. 금융감독원이 수집한 통계에 의하면 2019년 6월말 기준 전 금융권의 부동산PF 채무보증 규모는 28.1조원이며, 그중 증권사 취급규모가 26.2조원으로 대부분을 차지하였다.[45] 이러한 증권사의 채무보증 증가는 시공사 신용보강이 감소하고 이를 대체하여 증권사 신용보강 수요가 증대하였기 때문으로 보인다. 증권사 역시 상대적으로 고수익을 얻을 수 있

44) 금융위원회, “부동산PF 익스포져 건전성 관리방안”, 2019.12. 3면
45) 금융위원회, 위의 글, 2면

는 PF 채무보증 수수료수익 확대를 추구하였다.[46]

증권사의 유동화증권 채무보증은 크게 두 가지 유형이 있다. 먼저 유동화증권 차환발행 시에 유동성만 제공해주는 매입보장 유형이 있고, 시행사가 PF대출을 갚지 못하거나(기초자산 기한의 이익 상실), 투자자 이탈로 인하여 유동화증권의 부실 발생 시 증권사가 대신 대출을 상환하거나 차환 부족분 전체를 매입하는 형태의 신용공여를 제공하는 매입확약 유형도 있다. 유동화 구조에서 PF대출 상환이 순조롭게 이루어진다면 채무보증을 제공하는 증권사는 위험에 노출되지 않지만, PF대출에 연체 등 문제가 발생하면 증권사는 유동화증권을 매입하여 손실을 지게 된다.

다. 부동산간접투자시장의 성장

앞서 살펴본 부동산투자회사(리츠), 부동산집합투자기구(부동산펀드), 프로젝트금융투자회사(PFV)는 부동산간접투자에 속한다. 이 세 가지 부동산간접투자 유형은 그 방식 및 작동원리가 유사함에도 각기 다른 법률의 적용을 받고 있다. 부동산집합투자기구의 경우 금융위원회 소관법인 자본시장법에 따른 규율을 받는 반면, 부동산집합투자기구와 사실상 거의 동일한 기능을 수행함에도 프로젝트금융투자회사와 부동산투자회사는 각 기획재정부, 국토교통부의 소관으로 남아있다.

프로젝트금융투자회사가 부동산개발금융의 간접투자기구로 선호되었다는 점은, 유사한 부동산간접투자기구에 대한 규제 정도에 따른 활용 선호도의 차이가 반영된 결과라고 할 수 있다. 공모 리츠와 공모 부동산펀드는 일반 국민의 투자대상으로 이용되고 있으며, 프로젝트금융투자회사는 기관투자자들의 합작투자를 위하여 설립되는 경우가 많다.

---

46) 증권사 신용공여형 채무보증의 수수료율은 2%~4% 내외로 높은 수준이다.

<표 13> 부동산간접투자 비교

구분	리츠	부동산 펀드	PFV
감독기관	국토교통부	금융위원회	기획재정부
형태	주식회사	투자신탁/투자회사	주식회사
법령	부동산투자회사법	자본시장법	법인세법
심사	국토부 리츠 인가	금융감독원 등록	관할 세무서 신고
최소 자본금	위탁: 50억원 자기관리: 70억원	제한 없음	50억원 (금융회사 5%이상 출자)
투자대상	부동산 및 부동산관련 유가증권 최소 80%	부동산 및 부동산관련 유가증권 최소 50%	
개발사업	총자산의 30% 이내 개발리츠는 70% 이상	제한 없음	제한없음
자금차입	순자산의 10배 이내	순자산의 200%이내	제한없음
자금대여	불가	순자산의 100%이내	제한없음
세재해택	90%이상 배당시 법인세 비과세 (자기관리리츠 제외)	90%이상 배당시 법인세 비과세	90%이상 배당시 법인세 비과세

1) 부동산투자회사

리츠(부동산투자회사)란 주식회사 형태로 다수 투자자로부터 자금을 모아 부동산에 투자하고 이익을 배당하는 부동산간접투자기구이다. 리츠는 국토교통부로부터 영업인가를 받은 날로부터 2년 이내 발행하는 주식 총수의 30% 이상을 일반청약에 제공해야 하는 공모의무가 있다.

국토교통부가 발표한 통계에 따르면 2020년말 총 31개의 자산관리회사에 총 294개의 리츠가 존재하며, 그 자산 총계는 약 63조원이다. 이는 2010년말 7.6조원에 비하여 비약적으로 성장한 수치이다. 자산관리회사 중 가장 큰 규모를 차지하는 회사는 약 20조의 수탁규모로 전체의 시장의 30%를 차지하는 한국토지주택공사와 그 뒤를 이어 코람코자산신탁(10조원, 16%), 대한토지신탁(6조원, 10%) 등이 있다.[47]

47) 국토교통부 리츠정보시스템-리트통계-월간 현황통계
http://reits.molit.go.kr/stack/stack/openStackMasterAsset.do

과거 주택시장 상황에 따라 정부에서는 여러 정책적인 목적으로 리츠를 활용하기도 하였다. 대표적으로 미분양주택 해소를 목적으로 리츠가 미분양주택에 투자할 경우 LH의 매입확약 및 세제혜택을 부여하는 미분양리츠, 공익사업 시행으로 조성한 토지로 보상하는 경우 보상을 목적으로 제공받는 토지의 개발사업에 투자할 목적으로 만들어진 대토개발리츠, 한국토지주택공사의 미분양된 땅 해소를 목적으로 리츠가 미분양된 땅에 주택투자를 할 경우 LH의 매입확약으로 만들어진 주택개발리츠, 하우스푸어 해소에 따른 부동산 안정화 대책으로 리츠가 하우스푸어 주택에 투자할 경우 LH의 매입확약으로 만들어진 하우스푸어리츠, 민간임대주택 공급을 목적으로 리츠가 임대주택에 투자할 경우 1인 주식한도 및 공모의무 배제 등 혜택을 부여하는 임대주택리츠, 리츠가 사업시행자로서 LH로부터 택지를 매입하여 10년 공공임대주택을 건설, 임대하는 공공임대리츠, 리츠가 LH 분양용지를 매입하여 임대주택을 건설, 공급한 후 시장여건에 따라 분양전환하는 수급조절입대리츠 등이 그것이다.[48]

2) 부동산집합투자기구

부동산집합투자기구는 자본시장법상 설립된 집합투자기구 유형 중 하나로 펀드 운용자산의 50% 이상을 부동산에 투자하는 집합투자기구이다. 부동산집합투자기구는 대부분 사모펀드로 조성되며, 기관투자자 중심으로 빠르게 성장해왔다. 2021년 6월말 기준 전체 부동산집합투자기구 순자산총액 121조원 중 96%에 해당하는 117조원이 사모펀드로 발행되었으며, 부동산집합투자기구 판매금액은 2018년 말 기준 71조원에서 2021년 6월말 기준 110조원으로 약 55% 가까이 증가한 규모이다.[49] 부동산집합투자기구는 실무상 투자전략에 따라 다음 네 개로 나뉜다. 오피스나 상가를 사서 임대료를 받거나 시세차익을 노리는 임대형 부동산펀

48) 권주안·황은정, “임대주택리츠 활성화 방안”, 주택산업연구원, 2015, 7면
49) 금융투자협회 종합통계서비스-펀드-유형별판매규모
http://freesis.kofia.or.kr/

드, 부동산개발사업하는 시행사에 자금을 대출해주고 대출이자를 받는 대출형 부동산펀드, 그리고 법원이 실시하는 경매나 자산관리공사의 공매 등에 참가해 부동산을 매입한 후 임대하거나 매각하여 수익을 올리는 경매 및 공매형 펀드, 마지막으로 펀드자금으로 펀드가 직접 주택을 짓거나 부동산개발사업을 진행하여 분양 및 임대를 통해 수익을 올리는 개발형 부동산펀드가 그것이다.

3) 프로젝트금융투자회사

프로젝트금융투자회사는 2004년 프로젝트금융투자회사법으로 입법발의되었으나, 결과적으로 법인세법에 근거규정을 마련하여 도입된 제도이다. 프로젝트금융투자회사에 대한 법인세법상 근거조문이 단 하나에 불과하여 다른 간접투자에 비하여 설립이 용이하고 규제 수준이 낮아 널리 이용되었다. 기획재정부는 과거 2008년 이미 프로젝트금융투자회사의 과세특례제도를 폐지하려고 추진하였으나 보류한 바 있으며, 2014년 다시 법인세법상 특례 폐지논의 끝에 또다시 보류하여 연장된 바 있다. 2020년 12월 법인세법 개정에 따라 법인세법상 프로젝트금융회사의 근거규정이 삭제되었고, 조세특례제한법 및 동법 시행령 개정을 통해 프로젝트금융투자회사에 대한 소득공제 특례를 2022년 말까지 한시적으로 적용하는 조문을 신설하여 조세특례법으로 이관하였다.

제 2 절 금융회사의 부동산개발사업 참여

I. 금융회사별 부동산개발사업 참여형태 개관

금융회사와 부동산개발금융과의 접점을 찾아보면, 먼저 은행업상 인가를 받은 은행 또는 저축은행 등 여신(與信)기능을 갖는 금융회사의 경우 PF대출을 통한 부동산개발사업 자금 공급을 할 수 있다. 다음으로 자본시장법상 금융투자업자 중 투자매매중개업자, 즉, 증권회사의 경우 자기자본투자(PI, Principal Investment), 펀드 자금모집 및 자산유동화를 통한 리파이낸싱(Refinancing) 등을 한다. 자기자본투자는 증권사가 자신을 수익자로 하여 직접 투자를 하는 것을 의미하며, 펀드 자금모집은 증권사가 자산운용사, 리츠를 대신하여 공모 또는 사모로 투자자를 모집하는 것을 말한다. 리파이낸싱은 증권사가 부동산개발사업의 시행자에게 PF대출을 해준 후 다시 자산유동화를 통해 자산유동화증권(ABS, ABCP)를 투자자에게 매각하여 자금을 재조달하는 것을 말한다. 또한, 자본시장법상 집합투자업자, 즉 자산운용사는 부동산펀드상품을 직접 출시하여 투자자들로부터 자금을 조달하여 운용하는 역할을 수행한다.

이러한 금융회사의 부동산개발사업 참여형태를 살펴보면, 크게 대출방식과 지분투자방식으로 나눌 수 있다. 대출방식은 금융회사가 금전소비대차계약을 통해 시행사에게 자금을 대출해줌으로써 이자수익을 얻게 된다. 지분투자방식은 금융회사가 개발사업의 투자자, 즉 지분권자로서 참여하는 것이다. 만약 별도의 법인을 세워서 시행한다면 해당 법인의 주주로서, 시행주체가 조합이라면 조합원으로서 참여하는 것이다. 이 경우 금융회사는 단순 정해진 이자수익이 아닌, 개발사업의 결과로 발생할 손익을 지분에 따라 향유함으로써 차입방식에 비하여 위험성과 수익성이 높은 방식이다. 지분투자방식은 금융회사가 지분을 취득함으로써 계열회사 관계가 생길 수 있고, 은행업법 등 각종 금융법상 지분취득 제한을 받는다. 이외에도, 단순 지분투자에 그치지 않고, 사실상 금융회

사가 시행의 주도권을 쥐는 형태인 직접시행방식을 별도로 살펴보도록 한다.

II. 금융회사의 PF대출

1. 개관

금융회사의 대출방식 참여는 부동산PF대출의 형태로 이루어지는 것이 일반적이다. 은행 등 금융회사가 시행사와 약정을 통하여 자금을 대여하고, 사업부지가 담보로 제공되는 경우가 대부분이다. 또한, 시행사 대표이사의 연대보증, 시공사의 연대보증, 채무인수 등의 신용보강을 병행한다는 점이 특징이다. 본래 프로젝트 자체의 수익성과 현금흐름으로 상환이 전제되는 통상의 프로젝트 파이낸싱의 개념과 비교하면 추가적 신용보강을 요구하는 것이 일반적이라는 점에서 차이가 있다. 이는 한국 부동산개발사업에서 시행사의 전문성 및 자금력 부족으로 실질적으로 시공사의 신용 및 자금력이 담보기능을 해왔다는 점과 연결된다.

2. PF대출의 종류

부동산PF대출은 자금의 용도에 따라 계약금대출, 브릿지론, 본PF대출로 나뉜다. 또한 금융회사 여럿이 대주단을 구성하는 대주단대출도 있다.

가. 브릿지론 및 본PF대출

브릿지론(bridge loan)은 일시적 자금조달을 위해 비교적 고금리로 이루어지는 부동산PF대출 상품이다. 주로 사업 초기에 사업부지 매입을 위한 계약금, 중도금 및 잔금 등 일시적 자금수요를 대비하기 위한 자금차입을 이야기한다. 시행사가 아직 사업부지 소유권을 확보하지 못

한 단계에서 이루어지므로, 사업부지의 담보제공이 불가능하기 때문에 시공사로 참여할 회사의 연대보증, 채무인수 등으로 신용보강이 이루어진다. 아직 부동산개발사업이 구체화되기 이전 단계이므로 상대적으로 고위험으로 제2금융권이 취급하는 경우가 많다.

본PF는 사업진행이 가시화된 단계에서 주로 기존 브릿지론을 상환하거나 공사비를 조달할 목적으로 대출이 이루어진다. 사업부지를 담보로 사업부지매매대금 및 공사대금을 조달하므로 브릿지론에 비하여 금액이 크고, 대출기간도 장기간이다.

나. 대주단 대출

금융회사가 단독 대주로 등장하는 경우도 있지만, 복수의 금융회사이 대주단(신디케이트)을 구성하여 채무자에게 자금을 융자하는 경우도 있는데, 이를 대주단 대출, 또는 신디케이티드 론(syndicated loan)이라고 한다. 주로 대규모 자금이 요구되는 대형 개발사업에 활용되며, 위험을 대주단이 분담할 수 있다는 장점이 있다. 대주단이 구성되는 경우 참여금융회사들을 대리하여 자금관리를 감독하고 대출관련 제서류를 관리하며, 문제 발생 시 대주단을 소집할 대리금융회사을 선임한다. 대리금융회사는 신디케이티드 론 계약의 대리조항에 의하여 명시적으로 위임받은 사무의 범위 내에서 위임 본지에 따라 선량한 관리자의 주의로써 위임사무를 처리할 의무를 진다(대법원 2012.2.23.선고 2010다83700 판결).

3. 금융회사의 PF대출 위험관리 방법

가. 시행자에 대한 채권보전조치

금융회사는 PF대출의 대주로서 차주인 시행자의 부도 등 신용위험을 회피하고 자금회수가능성을 높이기 위하여 사업부지 등 개발사업

대상 부동산과 사업으로 인하여 발생할 채권에 대한 담보권을 설정하며, 일정 사유 발생시 시행권 포기조항을 대출약정서에 삽입한다.

1) 부동산 담보설정

부동산 개발사업에서 시행자가 취득하는 사업부지와 시행자가 시공자와의 도급계약을 통하여 건설할 건물은 가장 중요한 담보물이 된다. 금융회사는 시행자가 취득한 사업부지에 근저당권을 설정하거나, 사업부지를 신탁함으로써 시행자의 다른 채권자가 강제집행 등을 할 수 없도록 한다. 신탁은 주로 부동산담보신탁과 관리형 토지신탁이 이용된다. 또한, 대주인 금융회사는 건설 중인 미완성 건물이나 완공된 건물에 대하여도 담보권 설정을 요구할 수 있다.

2) 자금 관리 통제

금융회사는 시행자가 차입한 자금을 적절하게 사용하는지 관리하기 위하여 시행자에게 다양한 프로젝트계좌를 개설하도록 하여, 이에 대하여 근질권을 설정하고 시행자가 임의로 대출금을 인출하여 사용하지 못하도록 통제한다.

3) 사업시행권 포기 및 양도

대주인 금융회사는 대출금에 대한 기한의 이익이 상실되는 경우, 사업부지에 대한 소유권, 수분양자에 대한 권리, 사업 시행과 관련된 인허가권 등 사업과 관련하여 시행자가 가지는 권리 일체를 포기하고 대주가 지정하는 자에게 시행권을 양도하는 내용의 약정을 대출약정에 포함시키는 경우가 많다. 만약 시행자가 부동산투자회사의 형태라면, 영업 전부의 양수도에 있어서 국토부장관의 인가를 받거나 등록을 할 것을 요하므로(부동산투자회사법 제40조 제1항 제3호), 사업시행권의 포기 및 양도

는 영업의 양도에 해당하여 제한될 것이다.

나. 시공자의 신용보강

금융회사는 시행자의 신용을 보완하기 위하여 상대적으로 자금력이 좋은 시공자에게 신용공여를 요구한다. 시공자의 신용공여는 시공자의 연대보증, 시행자 부도 시 시공자의 채무인수, 책임분양 등이 있다. 그밖에 금융회사는 시공자에게 예정된 공사기간 내에 공사를 완료할 책임준공의무를 부과하며, 시공자 부도 등으로 시공이 어려워질 상황에 대비하여 시공자가 시공권 및 유치권을 포기하도록 요구한다.

다. 주택도시보증공사 등의 PF보증 이용

주택도시보증공사(HUG)와 한국주택금융공사(HF)는 대주인 금융회사의 PF대출 위험성을 낮출 수 있는 보증상품을 제공한다. 먼저 주택도시보증공사가 제공하는 PF보증은 ① 차주가 일정 비율의 자기자금을 선투입하는 것을 요건으로 ② 시공자는 평가등급 BB+이상 및 시공능력평가순위 500위 이내 또는 최근 3년간 주택건설실적 300세대 이상으로서 시공자가 책임준공의무를 부담하는 것을 조건으로 하여 ③ 총 분양사업비의 50% 이내, 임대사업비의 70% 이내를 보증하는 보증상품이다.[50] 한국주택금융공사의 PF보증은 시공능력평가순위 200위 이내 및 회사채 또는 기업신용등급 BBB- 이상인 시공자가 연대보증을 제공할 것을 요건으로 하여 주택건설회사업의 대출금액의 90%를 한도로 보증을 제공한다.[51] 이처럼 공사에 의한 PF보증에 있어 시행자의 신용보다 시공자의 시공능력 및 신용등급이 더욱 중요한 고려요소가 된다는 점에서 시공자 중심인 한국 PF대출의 특징을 잘 보여준다.

---

50) HUG홈페이지 기업보증 - PF보증 - 상품개요
http://www.khug.or.kr/hug/web/cg/pf/cgpf000001.jsp
51) HF홈페이지, 주택보증 - 주택사업자보증 - PF보증
https://www.hf.go.kr/hf/sub02/_sub02_070301.do#/jwxe_main_content

4. 부동산PF대출에 대한 규제 강화

2011년 16개 저축은행이 영업정지되며 촉발된 '저축은행사태'는 08년 글로벌 금융위기로 촉발되었다고 하지만, 그 주된 원인은 PF대출 부실화에 있었다. 당시 저축은행은 제2금융권으로서 주로 브릿지론을 통해 초기 부동산개발사업의 자금을 공급하는 역할을 하였다. 그러나, 저축은행은 부동산개발사업의 사업타당성을 평가할 역량이 부족한 가운데 수익성 확보를 위해 무분별하게 PF대출을 실행하였으며, 부동산 경기 침체로 개발사업의 자금회수가 어려워지자 이는 저축은행의 부실화로 이어졌다. 그 결과 2011년 1월 삼화저축은행 영업정지를 시작으로 제일, 토마토 프라임 등 총 16개의 저축은행이 영업정지되었고, 2012년 8개, 2013년 5개, 2014년과 2015년 각 1개씩 총 31개의 저축은행이 영업정지되었다.

이후 금융당국은 금융회사가 취급하는 PF대출이 금융회사의 건전성에 미칠 수 있는 악영향을 인식하였고, 대손충당금 적립기준을 강화하고 PF대출을 총 대출의 30% 이내로 제한하며 규제하는 한편, 저축은행의 PF대출채권을 한국자산관리공자가 매입하는 방식으로 정상화를 추진하였다. 그 결과 금융회사의 PF대출에 대하여는 리스크관리 모범규준을 도입하는 등 리스크관리 차원의 감독강화가 상당부분 이루어졌다고 볼 수 있다. 나아가 2019.12월 금융위원회는 '부동산PF 익스포져 건전성 관리 방안'을 발표함으로써 금융회사의 PF채무보증 관련 취급한도 설정을 도입할 것임을 발표하였다.[52]

III. 금융회사의 지분투자

1. 개관

52) 금융위원회, "부동산 PF 익스포져 건전성 관리, 금융시장 안정상 필요한 조치", 대한민국 정책브리핑, 2019.12.12.
https://www.korea.kr/news/policyNewsView.do?newsId=148867481

금융회사의 지분투자는 금융회사가 사업시행자의 지분증권을 취득하는 방식으로 사업시행자의 출자지분을 보유함으로써 그 지분비율에 따른 개발이익을 배분받아 향유하는 방식의 투자를 말한다. 즉, 금융회사는 사업시행주체가 되는 회사가 발행하는 지분증권을 취득함으로써 단순히 PF대출보다는 상대적으로 고수익 고위험의 방식으로 부동산개발사업에 투자하게 된다.

2. 지분증권의 취득

지분증권은 자본시장법상 금융투자상품의 한 종류로 주권, 신주인수권이 표시된 것, 법률에 의하여 직접 설립된 법인이 발행한 출자증권, 「상법」에 따른 합자회사·유한책임회사·유한회사·합자조합·익명조합의 출자지분, 그 밖에 이와 유사한 것으로서 출자지분 또는 출자지분을 취득할 권리가 표시된 것으로 정의된다(자본시장법 제4조 제4항).

한편 자본시장법은 집합투자기구에 대한 출자지분(투자신탁의 경우에는 수익권)의 경우 일반적인 지분증권과 구별하여 별도로 집합투자증권으로 정의하고 있다(자본시장법 제9조 제21항). 이러한 집합투자증권 역시 넓게는 지분증권에 속하며, 다만 투자대상인 회사가 일반적인 상법상 주식회사, 합자회사 등이 아니라 자본시장법상 집합투자기구로 설립된 주식회사, 합자회사 등이라는 점에서 차이가 있어 별도로 규율을 받는다. 만약 이때 사업주체가 부동산펀드나 부동산투자회사법에 따른 공모리츠라면, 집합투자증권으로 보아 집합투자증권의 취득이 된다. 한편, 사업주체가 사모리츠라면 지분증권의 취득이 된다.[53]

이렇게 취득한 지분증권이나 집합투자증권이 상장된 것이라면 금융회사는 거래소에서의 자유로운 매매를 통해 언제든 환매가 가능하다. 따라서 상

53) 금융위원회·금융감독원 법령해석 회신문(180337), “해외 리츠 또는 부동산투자회사가 지분증권인지 집합투자증권인지”, 2019.3.5.

장된 회사나 부동산펀드, 상장리츠의 지분증권을 취득할 경우 금융회사는 유연한 수익실현이 가능하다.

3. 금융회사의 지분투자 제한

금융회사는 그 유형에 따라 투자제한을 적용받는다.

가. 은행의 투자한도 규제

먼저 은행의 부동산개발사업에 대한 지분투자는 여타 지분증권에 대한 투자와 마찬가지로 은행의 지분증권투자 한도 규제를 적용받는다. 은행법상 은행의 지분증권, 상환기간 3년을 초과하는 기타 유가증권(국채, 통안채 등 제외)에 대한 투자는 은행법상 자기자본의 100% 이내로 제한된다(은행법 제38조). 다음으로 은행은 신용공여한도 규제를 받는다. 은행법상 신용공여란 대출, 지급보증 및 자금지원 성격의 증권매입 기타 금융거래상 신용위험을 수반하는 직·간접적 거래를 말한다(은행법 제2조). 지분증권 또는 집합투자증권의 매입이 자금지원적 성격의 증권매입에 해당한다면 지분증권 투자한도 제한과 함께 신용공여한도 규제를 적용받을 수 있다.

은행은 동일인 또는 동일차주에 대한 신용공여 제한, 그리고 거액신용공여의 총량 제한, 대주주에 대한 신용공여 제한, 자회사에 대한 신용공여 제한 등의 규제를 받는다. 먼저 동일인에 대한 신용공여는 자기자본의 20% 내로 한정되며(은행법 제35조 제3항), 동일차주[54]는 25%(은행법 제35조 제1항), 은행의 자기자본의 10%를 초과하는 거액 신용공여의 총액은 자기자본의 5배로 한정된다(은행법 제35조 제4항). 또한, 대주주에 대한 신용공여는 자기자본의 25%와 대주주의 출자비율 중 작은 비율을 한도로 하며, 대주주 전체

54) 동일차주란 동일한 개인·법인 및 그와 신용위험을 공유하는 자(독점규제 및 공정거래에 관한 법률에서 규정한 기업집단에 속하는 회사)를 말한다(은행법 35조 제1항, 은행법 시행령 제20조의4).

에 대하여는 자기자본의 25%를 초과하는 신용공여를 할 수 없다(은행법 제35조의2). 자회사의 경우 개별 자회사의 신용공여는 자기자본의 10%를 넘지 못하며, 자회사 전체에 대한 신용공여는 은행 자기자본의 20%를 넘지 못한다(은행법 제37조 제3항, 동법 시행령 제21조 제5항). 한편 은행의 모은행에 대한 신용공여는 원천 금지된다(은행법 제37조 제6항).

나. 보험회사의 투자 규제

보험회사의 자산운용(투자)은 장래에 있을 보험금 지급에 충당하기 위한 재원을 확보하기 위함이므로, 보험계약자를 보호하기 위해 엄격하게 제한될 필요가 있다. 그 때문에 보험업법은 자산운용에 관한 기본원칙과 그 방법 및 비율에 관하여 상세히 규정하고 있다.

보험업법은 보험회사의 자산운용한도를 두고 있는데, 동일한 개인 또는 법인에 대한 신용공여는 총자산의 3% 이내, 동일한 법인이 발행한 채권 및 주식 소유의 합계액은 총자산의 7% 이내, 동일차주에 대한 신용공여 또는 그 동일차주가 발행한 채권 및 주식 소유의 합계액은 총자산의 12% 이내, 동일한 개인·법인, 동일차주 또는 대주주에 대한 총자산의 1%를 초과하는 거액 신용공여의 합계액은 총자산의 20% 이내, 대주주 및 대통령령이 정하는 자회사에 대한 신용공여는 총자산의 2%를 한도로 한 자기자본의 40% 이내, 대주주 및 대통령령이 정하는 자회사가 발행한 채권 및 주식 소유의 합계액은 총자산의 3%를 한도로 한 자기자본의 60% 이내, 동일한 자회사에 대한 신용공여는 자기자본의 10% 이내이다.

다. 증권회사, 자산운용사 등 금융투자업자의 투자한도 규제

자본시장법 역시 은행법과 유사한 신용공여한도 규제를 두고 있다. 자본시장법상 신용공여란 투자매매중개업자(증권회사)가 금전·증권 등 경제적 가치가 있는 재산의 대여, 채무이행의 보증, 자금 지원적 성격의 증권 매입,

그 밖에 거래상 신용위험을 수반하는 직간접적 거래로서 대통령령으로 정하는 거래를 말하며, 자본시장법은 금융투자업자의 대주주 및 그 특수관계인에 대한 신용공여를 원칙적으로 금지한다(자본시장법 제34조 제2항).

IV. 금융회사의 사업시행

1. 지분투자와 사업시행의 구별

금융회사가 금융상품에의 투자를 넘어서 사업시행의 목적을 가지고 있다면 시행, 단순 금융시장에서 수익을 목적으로 한 금융상품에 대한 매매 목적에 그친다면 지분투자로 대략적으로 나눠볼 수 있을 것이다. 그러나 이러한 분류는 명확한 기준을 세우기 어려우며, 개별 부동산개발사업의 특성을 고려하여 해당 부동산개발사업의 주도적 역할을 금융회사가 수행하여 실질적 사업주체라고 평가될 수 있다면 부동산 사업시행에 해당한다고 할 수 있을 것이다.

2. 금융회사의 사업시행과 금융회사의 부동산투자

가. 금융회사의 사업시행

금융회사의 사업시행은 지분투자의 형태로 금융회사가 부동산집합투자기구의 지분증권이나 부동산투자회사 또는 부동산프로젝트회사의 지분을 취득하지만, 시행자이자 명목상 회사에 불과한 투자도관체를 지배하여 실질적으로 부동산개발사업의 시행을 주도하는 것을 말한다. 이러한 사업시행은 단순한 금융투자와 실무상 구별이 쉽지 않다.

금융규제법은 금융회사의 투자도관체를 통한 부동산개발사업의 직접시행에 관하여는 직접적으로 이를 금지하거나 제한하는 별도의 규정을 두고 있지 않다. 대신, 앞서 본 바와 같이 금융회사의 지분투자가 금

융회사의 자기자본 등의 일정비율 내로 제한되는 투자제한을 적용받게 된다. 그런데 이러한 금융회사의 투자 규제는 금융회사의 자산건전성 측면에서 일정한 범위 내로 제한하거나, 여타 대체투자를 합한 위험액의 총량규제로 접근할 뿐이다.

나. 금융회사의 부동산투자

일부 금융규제법은 금융회사의 부동산 보유에 관하여 제한을 두고 있다. 금융회사의 본질적 기능이 자금중개를 통해 금융시장의 발전과 국민경제에 이바지하는 것이어야 하기 때문이다. 구체적으로 은행은 업무용부동산을 자기자본의 60% 한도로 보유할 수 있으며, 비업무용부동산의 소유는 원칙적으로 금지된다(은행법 제38조). 이는 은행의 실물자산에의 직접투자를 제한하려는 취지로 해석된다. 여기서 업무용 부동산은 영업소, 사무소 등 영업시설, 연수시설, 복리후생시설 및 위 시설용도로 사용할 토지·건물 및 그 부대시설을 말한다. 보험회사 역시 대통령령으로 정하는 업무용 부동산이 아닌 부동산의 소유, 상품이나 유가증권에 대한 투자를 목적으로 하는 대출 등이 금지된다(보험업법 제105조). 그리고 업무용 부동산의 소유도 총자산의 25%로 제한된다. 또한, 타인을 위하여 소유자산을 담보로 제공하거나 채무보증을 할 수 없다.

금융회사의 비업무용부동산의 직접투자와 금융회사의 부동산개발사업 직접시행은 본질적인 면에서 실물재산의 취득을 통해 투자수익을 얻는다는 점에서 차이가 없다. 오히려 부동산개발사업의 시행은 그 사업이 좌초될 위험을 고려하면 금융회사의 부동산 직접취득보다 한층 위험성이 높은 것으로 평가될 수 있다. 이러한 점을 고려하면 금융규제법이 금융회사의 부동산개발사업 시행에 관하여 인식의 공백이 있을지 모른다는 점은 우려스럽다.

3. 금융회사의 부동산개발사업 시행에 대한 규제의 공백

금융규제법은 금융회사의 투자에 대해 금융상품 매매를 상정할 뿐, 금융회사가 부동산개발사업의 직접시행을 하는 것에 대하여는 상정하고 있지 않다고 보인다. 비업무용부동산 취득금지 등 투자제한규정을 통하여 금융회사가 부동산을 직접 투자하는 경우만을 고려하고 있으며, 이 외에는 지분증권 등 금융상품투자를 제한하는 데 초점을 둔다.

한편 금융회사의 부동산소유 등 실물자산 취득을 제한하고 있는 금융규제법의 취지를 살펴보면 부동산개발사업의 시행행위 역시 금융회사의 본질적 기능에서 벗어나 있는 부동산취득행위와 마찬가지로 평가되어 금지 또는 제한의 필요성이 제기된다. 금융회사의 새로운 수익처 발굴의 일환인 대체투자로서의 성질을 고려하여 전면적 금지는 불가능할지라도, 최소한 금융 또는 건설법적 규제를 관할하는 행정청의 인식과 대비가 필요한 상황이다.

제 3 절 최근 자본시장법 개정과 그 영향

I. 자본시장법의 개정

최근 라임투자자문 등 일련의 사모펀드 부실사태로 인하여 금융당국은 사모펀드 시장에서의 투자자 보호 강화를 위한 사모펀드 제도 전반을 개선하는 절차에 착수하였고, 이에 대한 법률안이 통과됨에 따라 2021.4.20. 법률 제18128호로 일부개정된 자본시장법 및 하위 법령이 2021.10.21.부터 시행된다. 대대적 사모펀드 개념 변화와 제도개편으로 인하여 이와 밀접한 관련이 있는 부동산펀드 및 리츠에도 상당한 영향이 있을 것으로 예상된다.

II. 주요 개정내용

금번 자본시장법 개정의 주요 내용은 사모펀드 개념 및 분류의 변경, 전문투자자가 아닌 일반투자자가 투자하는 사모펀드에 대한 투자자 보호장치 강화, 운용사의 사모펀드 설정 및 운용에 관한 설명의무 및 보호장치 강화, 펀드 판매사의 판매절차 강화 및 운용사 견제의무 도입, 수탁사의 운용감시 및 자산대사 의무 신설 등이 있다.

1. 사모펀드 개념 및 분류 변경

기존 운용목적에 따라 전문투자형과 경영참여형으로 구분되는 사모펀드 분류체계를 투자자 유형에 따라 일반과 기관전용으로 재편하고 사모펀드의 투자자 총수를 현행 49인에서 100인으로 확대하였다(제9조 제19항). 구체적으로는 기존의 일반투자자 49인 이하 기준은 그대로 적용하되, 금융회사 등 전문성을 갖춘 전문투자자만으로 구성된 경우 최대 100인까지 투자자를 유치할 수 있게 된다. 또한, 사모펀드의 구분도 운용목적별로 전문투자형 사모펀드, 경영참여형 사모펀드로 나누던 것에서

나아가 사모펀드의 구분을 투자자별로 분류하여 기관투자자만을 대상으로 한 기관전용 사모펀드와 기관투자자를 제외한 투자자들로 구성된 일반 사모펀드로 구분하게 된다. 일반 사모펀드는 전문투자자 또는 3억원 이상을 투자하는 개인 등이 투자가능하며(자본시장법 제249조의2), 기관전용 사모펀드는 주권상장법인 등 개인이 아닌 기관전문투자자(자본시장법 제249조의11 제6항, 동법 시행령 제271조의14)만이 투자가능한 사모펀드이다.[55]

2. 일반 사모펀드의 투자자보호 강화

가. 판매사의 의무 강화

펀드 판매사는 운용사가 작성한 핵심상품설명서의 내용의 적절성을 확인하고 투자권유시 핵심상품설명서를 이용 및 교부해야 하고, 사후에 펀드가 핵심상품설명서에 맞게 운용되고 있는지를 판매사가 자산운용보고서를 통해 사후 확인할 의무가 부여되었다. 구체적으로 일반투자자를 대상으로 사모펀드를 투자권유할 때 판매사가 핵심상품설명서를 투자자

---

55) **자본시장법(법률 제18128호, 2021.4.20. 일부개정, 2021.10.21. 시행)**

제249조의2 (일반 사모집합투자기구의 투자자) 일반 사모집합투자기구인 투자신탁이나 투자익명조합의 일반 사모집합투자업자 또는 일반 사모집합투자기구인 투자회사등은 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 투자자(이하 이 장에서 "적격투자자"라 한다)에 한정하여 집합투자증권을 발행할 수 있다.

1. 전문투자자로서 대통령령으로 정하는 투자자
2. 1억원 이상으로서 대통령령으로 정하는 금액 이상을 투자하는 개인 또는 법인, 그 밖의 단체(「국가재정법」 별표 2에서 정한 법률에 따른 기금과 집합투자기구를 포함한다)

제249조의11(사원 및 출자) ① 기관전용 사모집합투자기구의 사원은 1인 이상의 무한책임사원과 1인 이상의 유한책임사원으로 하되, 사원의 총수는 100인 이하로 한다.

⑥ 유한책임사원은 개인(제168조제1항에 따른 외국인, 해당 기관전용 사모집합투자기구의 업무집행사원의 임원 또는 운용인력을 제외한다)이 아닌 자로서 다음 각 호에 해당하는 자여야 한다.

1. 전문투자자로서 대통령령으로 정하는 투자자
2. 그 밖에 전문성 또는 위험감수능력 등을 갖춘 자로서 대통령령으로 정하는 투자자

에게 교부하도록 하고(자본시장법 제249조의4 제4항), 판매사는 핵심상품설명서가 그 사모펀드의 집합투자규약과 부합하는지 여부 등을 미리 검증해야 하며(자본시장법 제249조의4 제3항), 또한 펀드가 핵심상품설명상품서에 부합되게 운용되는지 확인하여 부합하지 않는 경우 시정요구를 하도록 의무를 부과하며(자본시장법 제249조의4 제5항), 운용사가 판매사의 시정요구에 불응 시 이를 금융위원회에 보고하고 투자자에게 통보할 의무를 신설하였다(자본시장법 제249조의4 제6항).

나. 수탁사의 의무 강화

은행, 증권사 등 펀드 수탁사는 펀드운용사가 법령·집합투자규약· 핵심상품설명서의 내용을 준수하는지 여부를 확인하고 불합리한 운용지시에 대해 시정요구를 해야할 의무를 진다(자본시장법 제249조의8 제2항). 수탁사는 일반투자자가 실질적으로 투자하는 모든 사모펀드를 대상으로 감시의무를 진다. 그뿐만 아니라 수탁사가 보관·관리하는 집합투자재산을 펀드별 자산명세와 비교·대조하는 자산대사 의무가 법제화된다(자본시장법 시행령 제269조).

3. 운용사의 일반 사모펀드 설정·운용 제한

비시장성 자산에 50% 초과 투자시 개방형펀드가 금지되고(자본시장법 제249조의8 제2항), 중요사항의 집합투자규약상 기재와 핵심상품설명서 작성의무가 신설되며(법 제249조의4 및 시행령 제271조의6 제1항), 사모펀드의 외부감사, 자산운용보고서 교부의무 및 환매연기시 수익자총회 의무가 신설되었다(자본시장법 제249조의8 제2항).

4. 사모펀드 운용규제 일원화

그간 운용목적에 따라 전문투자형 사모펀드와 경영참여형 사모

펀드로 나누고 각기 다른 운용규제를 적용한 것을 통합하여, 기관전용 사모펀드도 일반 사모펀드와 동일한 방법으로 운용하도록 운용규제를 일원화하였다(자본시장법 제249조의12 제1항). 일반 사모펀드의 10% 초과 의결권 행사를 허용하며(자본시장법 제249조의7 제6항), 다만, 금융회사가 운용하는 기관전용 사모펀드는 여전히 기존 운용방식의 제한을 받도록 하였다(자본시장법 제249조의14 제2항).

III. 부동산투자회사법에 미치는 영향

1. 부동산집합투자기구의 규제 완화

부동산집합투자기구의 경우 사모펀드가 전체의 97%에 달하는 높은 비중을 차지한다. 이에 따라 부동산집합투자기구 및 이를 운용하는 자산운용사들은 기존보다 강화된 규제를 받게 된다. 한편으로는 기관투자자들만으로 투자자를 한정할 경우 100인까지 투자자유치가 가능하게 되므로 규제완화적인 측면을 함께 누릴 수 있다.

부동산펀드의 경우 개정 전에도 개방형이 아닌 환매금지형으로만 설정되었으므로 개방형펀드로 설정 제한의 추가 규제는 영향이 없을 것으로 보인다. 그리고 일반투자자를 대상으로 하는 사모펀드 설정 시 판매사와 신탁업자(수탁사)에 신설되는 감시의무 등의 이유로 일반투자자를 대상으로 하는 일반 사모펀드보다, 투자자들을 기관으로 한정한 기관전용 부동산사모펀드의 수요가 많아질 것으로 예측된다.

<표 14> 기관전용 사모펀드의 투자자 범위(자본시장법 제249조의11)

기관투자자	국가, 한국은행, 금융회사, 기타 예금보험회사 등 특수법인
기관투자자에 준하는 자	법률에 따라 설립된 기금·공제회, 기관전용 사모펀드
	주권상장법인(코넥스 제외) 중 일정요건을 갖추고 협회에 등록한 자
	전문투자자에 준하는 외국인(개인 포함)

업무집행사원의 임원·운용인력	1억원 이상 투자만 가능

2. 부동산투자회사법상 리츠 개념의 혼화

금융당국은 리츠(부동산투자회사), 벤처투자조합, 신기술사업투자조합 등 실질은 집합투자에 해당하나 자본시장법이 규율하지 않은 것들을 '유사 집합투자기구'라는 명칭 하에 별도로 관리하고 있다. 기존 자본시장법 하에서는 투자자수가 50인 이상이거나, 50인 이상에게 투자권유를 하는 공모발행하는 유사집합투자기구는 공모펀드로 분류되어 자본시장법의 규율을 받았다. 이에 따라 유사 집합투자기구는 공모펀드에 해당하면 금융당국의 규제를 받고, 공모펀드에 해당하지 않으면 집합투자의 개념에서 배제되도록 하여 금융당국의 규제를 받지 않았다(자본시장법 제6조 제5항 제1호, 동법 시행령 제6조 제1항 제1호 및 제3항). 즉, 자본시장법상 사모펀드라는 개념에 유사 집합투자기구가 포함될 경우는 없었던 것이다. 그리고 부동산투자회사법은 공모부동산투자회사를 자본시장법상 사모펀드에 해당하지 않는 부동산투자회사로 규정하면서(부동산투자회사법 제49조의3 제1항), 특례조항을 두어 공모리츠의 경우 공모펀드에 적용되는 자본시장법상 규제 상당 부분을 적용하지 않도록 하고 있다.

이러한 특례조항은 리츠가 자본시장법상 사모펀드에는 해당할 여지가 없었기 때문에, 리츠가 공모발행되어 자본시장법상 공모펀드에 해당할 경우 공모펀드에 적용되는 자본시장법상 투자자보호, 재무건전성 및 자산건전성 등 여러 규제를 면제받게 하려는 목적으로 도입되었다. 리츠는 부동산투자회사법상 원칙적으로 인가 또는 등록으로부터 2년 내 발행주식총수의 30% 이상 공모발행의무가 있기 때문이다. 이에 따라 실무상 리츠가 등록 후 2년 내 공모발행 하는 때에 금융감독원에 자본시장법 제119조 이하에 따라 증권신고서를 제출하여 심사를 받는 식이었다. 다시 말해, 개정 전 자본시장법은 사모리츠는 펀드에 해당하지 않도록

개념정의를 한 후, 공모리츠의 경우 펀드에 해당하지만 특례조항을 두어 펀드 관련 규제의 상당부분을 면제하고 있는 구성이다.

그런데, 이제 자본시장법상 사모집합투자기구의 정의가 바뀌면서도 집합투자에 관한 정의조항은 바뀌지 않고 그대로 유지됨으로써 리츠를 비롯한 유사 집합투자기구가 자본시장법상 사모펀드의 규율을 받게 될 가능성이 생기게 되었다. 즉, 최초에 공모가 아닌 사모발행되었으며, 투자자수가 50인 이상이고 100인 이하라면 자본시장법상 사모펀드의 규율을 받을 가능성이 생긴 것이다.

<표 15> 자본시장법 개정 전(좌)·후(후) 리츠의 자본시장법상 분류

사모발행 + 투자자수 49인 이하	집합투자 제외(법제 6조제5항)
사모발행 + 투자자수 50인 이상	공모펀드
공모발행 + 투자자수 불문	

사모발행 + 투자자수 49인 이하	집합투자 제외(법제 6조제5항)
사모발행 + 투자자수 50인 이상 100인 이하	사모펀드 (법제9조 제19항)
사모발행 + 투자자수 100인 초과	공모펀드
공모발행 + 투자자수 불문	

실무적으로는 이제 리츠가 공모발행을 하기 위해 증권신고서를 제출하는 때에 사모펀드의 규제를 의도치 않게 위반한 점이 발견될 수 있다. 그 경우 금융감독원은 부동산투자회사법 제39조의2에 따라 국토교통부에 위반사실에 대한 조치를 요구할 수 있고 국토교통부는 특별한 사유가 없으면 해당 요구를 따라야 한다.

그런데 자본시장법상 사모펀드 개념의 변화로 인하여 공모발행 전의 리츠가 자본시장법상 사모펀드 규제를 받게 되는 것은 자본시장법 및 부동산투자회사법이 예정한 법 적용이 아닐 것이다. 현재 이에 대한 입법적 보완책은 마련되어 있지 않으며 당분간 혼란이 예상된다. 실무적

으로 가장 간명한 대처방식은 개정 전 자본시장법에 따라 리츠가 사모펀드에 해당하는 경우가 발생하지 않도록 투자자 수를 49인 이하로 유지하다가 공모발행 시에 공모펀드로 전환하는 것이다. 그렇지 않고, 리츠가 공모발행 전에 50인 이상 100인 이하의 투자자를 받게 된다면 자본시장법상 사모펀드에 해당하게 되어 자칫 의도치 않게 사모펀드의 규제를 위반하게 될 수 있고 이러한 규제 위반은 금융당국의 조치는 물론이고 향후 리츠의 공모전환이나 상장 시에 절차를 지연하는 요소가 될 수 있다.

한편, 금번 자본시장법상 사모펀드에 대한 규제 강화로 인하여 반사적으로 리츠의 수요가 높아질 것이 예측된다. 리츠의 경우 신탁사의 감시의무를 규율하지 않기 때문이다.

제 5 장 결론

부동산개발금융은 부동산개발사업의 자금조달을 위하여 다양한 금융기법을 동원하고 있으며, 필수불가결하게 금융회사의 참여가 수반된다. 금융회사는 현행 자본시장법, 부동산투자회사법, 법인세법에서 각각 허용하고 있는 투자도관체인 부동산집합투자기구, 부동산투자회사, 프로젝트금융투자회사 제도를 이용하여 부동산개발사업에 참여한다. 세 가지 유형의 간접투자기구는 그 역할이 매우 유사함에도 서로 다른 개별법에 근거하여 각자 관리·감독하는 주된 행정청이 금융위원회, 국토교통부, 기획재정부로 다르며 영업규제의 내용 및 규제의 정도에 차이가 있다.

근거법률 및 주무관청의 상이함으로 인하여 동일한 기능을 수행하는 간접투자기구에 관한 규제의 공백 또는 중첩이 존재할 수 있다. 예를 들면 자본시장법의 금융위원회와 부동산투자회사법의 주무관청인 국토교통부가 각 감독권한을 지니며 부동산투자회사와 집합투자기구가 중첩되는 부분에 관하여 공동 감독권을 행사하는 경우가 있다. 규제의 중첩 및 공백 여지는 예측가능성과 명확성, 일관성과 통일성을 목적으로 하는 전통적 규제원칙에 반한다. 비효율적적 규제는 규제완화가 사회적 합리성에 부합한다는 비판에 힘을 싣으며, 양질의 규제를 추구하는 규제개혁을 위하여 지양되어야 한다. 최근 자본시장법 개정 과정에서 사모집합투자기구의 개념정의를 변경하면서 자본시장법상 조항을 준용하는 부동산투자회사법의 규정을 개정하지 않아, 부동산투자회사에 사모집합투자기구의 규제가 적용될 가능성이 생겨난 것도 행정청 간 협조 미비에 기인한다.

한편, 부동산개발사업의 시행자는 단순히 부동산개발사업의 물리적 공사에 그치는 시공자와 달리 부동산개발사업의 사업주체로서 인허가

의 명의인이 되며, 개발사업에서 발생한 손익의 귀속주체가 된다. 금융회사는 재무적 투자자라는 이름으로 공모형 PF사업과 같은 대규모 부동산개발사업의 시행자인 간접투자기구에 지분투자자로서 참여하여 부동산개발사업에 자금을 조달하고 손익을 분배받는다. 이러한 형태의 투자는 대체투자의 한 방식으로 금융회사의 수익성 제고를 위하여 적극적으로 활용되고 있다. 그런데, 금융규제법은 은행·보험회사의 실물 부동산 취득을 금지하고, 금융회사의 고수익·고위험투자를 제한하고 있다. 이러한 관점에서 금융회사의 간접투자기구를 통한 부동산개발사업의 시행을 주시할 필요가 있다. 투자도관체의 절연효과로서 금융회사의 최대 손실액은 원칙적으로는 지분투자 범위 내로 한정되지만, 금융회사가 단순 재무적 투자자에 그치지 않고 직접 시행자로 평가될 수 있는 경우라면 부동산개발사업의 좌초 등으로 발생한 위험부담은 다르게 평가될 수 있다.

부동산개발금융은 행정규제법이 전통적 분업구조에서 복수의 행정기관이 함께 행정작용하는 구조로 나아야 함을 보여준다. 금융회사의 부동산개발사업 시행 참여에 대하여 건설법 및 금융법 양쪽의 규제법이 적용되어야 하며, 그 전제로 각기 다른 행정기관 간 긴밀한 공조가 필요하다. 최근 자본시장법 개정은 자본시장법상 집합투자기구 개념을 차용하고 있는 부동산투자회사법과의 관계를 간과하여 향후 부동산투자회사의 자본시장법 적용 여부에 관한 해석의 난점을 초래했다. 복잡화·전문화된 행정입법과정에서 행정기관 간에 부동산투자회사법과 같이 복수의 행정기관이 중복하여 권한을 가지는 분야가 있는 한편, 규제의 공백이 존재하는 업무 범위가 발생할 수 있다. 이러한 점을 염두에 두고 부동산개발금융을 통한 금융회사의 부동산개발사업 참여에서 자금조달기능을 넘어선 금융회사의 시행 간여에 관하여 인식하고 그로 인하여 발생할 수 있는 복잡·다양한 법률관계를 구명할 필요가 있다.

참 고 문 헌

1. 단행본

박정훈, [행정법연구1] 행정법의 체계와 방법론, 박영사, 2005

김종보, 건설법의 이해(제6판), 피데스, 2018

김동희·최계영, 행정법I(제26판), 박영사, 2021

김건식·정순섭, 새로 쓴 자본시장법 제3판, 두성사, 2013

노상범·고동원, 부동산금융법 이론과 실무 제4판, 박영사, 2020

법무법인(유한) 지평 건설부동산팀, 부동산PF개발사업법, 박영사, 2019

금융감독원, 금융감독개론(2021), 금융감독원, 2021

2. 논문 등

이원우, "변화하는 금융환경 하에서 금융감독체계 개선을 위한 법적 과제", 공법연구 제33집 제2호, 2005

이원우, "규제개혁과 규제완화", 저스티스, 한국법학원, (2008.9)

최계영, "행정부에서의 이익충돌", 저스티스, 한국법학원, (2017.4)

최계영, "행정주체 사이의 사무관리와 비용상환청구", 행정법연구 제45호, 행정법이론실무학회, (2016.6)

한기정, "금융감독원칙으로서 효율성에 대한 법적 연구", 법학논집 제6권 제2호, 2001

이진효, "부동산투자회사의 설립 및 공모·상장에 대한 연구", 서강법률논총 제8권 제1호, 2019

김병연, "자본시장과 금융투자업에 관한 법률상 부동산금융관련규제", 비교사법 제1권 제4호, 한국비교사법학회 (2009.12)

김형두·변동열, "부동산개발사업에 대한 법적 조명 -공모형 대규모 부동산개발사업에서의 시사점을 중심으로-", BFL 제52호, 2012

김경신·이수환, "우리나라 금융감독 체계 개편 필요성 및 입법과제", NARS

현안분석 제173호, 2020
권주안·황은정, “임대주택리츠 활성화 방안”, 주택산업연구원, 2015
김영삼·강의환, “부동산개발업등록제에 관한 고찰”, 토지공법연구 제44집, 한국토지공법학회 (2009.5)
이석훈·장근혁, “국내 증권업 부동산PF 유동화시장의 추이와 위험 분석”, 이슈보고서 19-17, 자본시장연구원 (2019.11)
건설교통위원회, “부동산개발업의 관리 및 육성에 관한 법률안 심사보고서”, (2007.4)
금융위원회, “부동산PF 익스포져 건전성 관리방안”, (2019.12)

3. 온라인자료

국가법령정보센터, law.go.kr
의안정보시스템, http://likms.assembly.go.kr/bill/main.do
국토교통부 리츠통계시스템
이상균, “현대건설 컨소, PFV로 르메르디앙서울 인수”, 팍스넷뉴스, 2021.1.22. https://paxnetnews.com/articles/70101 (2021.11.4. 확인)
강건택, “<무너진 단군이래 최대 '용산사업' 남은 절차는>(종합)”, 연합뉴스, 2013.3.13. https://news.naver.com/main/read.naver?mode=LSD&mid=sec&sid1=101&oid=001&aid=0006144273 (2021.11.4. 확인)
국민연금관리공단, 2020년 12월말 기준 국민연금 통계 https://www.nps.or.kr/jsppage/info/resources/info_resources_03_01.jsp?cmsId=statistics_month
국토교통부 리츠정보시스템, 리츠통계 - 월간 현황통계 http://reits.molit.go.kr/stack/stack/openStackMasterAsset.do
금융투자협회 종합통계서비스, 펀드 - 유형별판매규모 http://freesis.kofia.or.kr/

Abstract

A Study of Administrative Regulations on Real Estate Project Finance

Han Soeun
College of Law
The Graduate School
Seoul National University

Real Estate Project Finance is the process by which real estate developers funding for developments. Regulations on Real Estate Project Finance is a field where both construction law and financial law overlap. Real estate developers promote development projects based on regulations of construction law. Until a building is completed, various public regulations are applied, starting with the Building Act, the National Land Planning And Utilization Act, etc. The purpose of the real estate development project is to earn profits by purchasing bare land and constructing huge commercial facilities or residential building. A huge amount of capital, cost, and effort is invested here. For such large-scale financing a financial engineering, Project Finance, was developed. Financial institutions and other investors participate in real estate projects through various investment

vehicles in accordance with the Financial Act.

Real estate development finance started with PF loans, which provide loans for real estate projects, and has shifted to indirect finance using collective investment schemes and real estate investment companies, etc., based on each individual law. Currently, there are three types of funding vehicles under the Korean Financial Act: Real Estate Collective Investment Schemes under the Financial Investment Services And Capital Markets Act('Capital Markets Act'), Real Estate Investment Companies under the Real Estate Investment Company Act, and Project Financial Vehicles under the Corporate Tax Act. It is characteristic that the three types of bodies carrying out the same functions are each supervised by different administrative agencies under separate laws. Due to this, there may be gaps in regulations or overlapping regulations related to real estate finance for the same purpose. For example, there are cases where the Financial Services Commission and the Ministry of Land, Infrastructure and Transport have respective supervisory powers, and jointly exercise supervisory authority over areas where a real estate investment company and a collective investment scheme overlap.

Regulatory overlap and gaps run counter to traditional regulatory principles aimed at predictability and clarity, consistency and uniformity. Irrational regulation reinforces criticism that deregulation is in line with social rationality. It should be avoided even for regulatory reform that pursues quality regulation. During the recent revision of the Capital Market Act, the definition of a private equity fund was changed and the regulations of the Real Estate Investment Company Act that apply mutatis mutandis to the

provisions of the Capital Market Act were not amended. This is due to the lack of cooperation between administrative agencies.

This study categorizes the types of real estate finance and analyzes investment types according to the degree of participation of financial companies. Financial companies invest in real estate development projects in the form of direct finance using PF loans or indirect finance through funding mechanisms such as collective investment schemes. However, if a financial company is not merely a financial investor but directly acts as an actual developing entity, appropriate discipline is required. From the perspective of investor protection, the Financial Act aims to alleviate information asymmetry and enhance the financial soundness of financial companies. An important issue is how to regulate the form of direct implementation of real estate development projects by financial companies. In particular, if the real estate development project is stranded, the implementer is the subject of primary responsibility. Therefore, if the enforcement authority is granted to the financial company that controls the funding mechanism, this may become a risk factor for the financial company.

Financial Regulations prohibits the acquisition of real real estate by banks and insurance companies, and limits high-return and high-risk investments by financial companies. From this point of view, it is necessary to keep an eye on the implementation of real estate development projects through investment vehicles of financial companies.

Real estate finance shows that the Administrative Regulations

should move to a structure in which multiple administrative agencies work together. The regulatory laws of both the Construction Act and the Financial Act should be applied to the participation of financial companies in real estate development projects, and close cooperation between different administrative agencies is required. In the complicated and specialized administrative legislative process, the scope of duties that multiple administrative agencies are in charge of, such as the Real Estate Investment Company Act, may arise between administrative agencies, and on the other hand, the scope of duties remaining blank may arise. With this in mind, it is necessary to recognize the implementation by financial companies beyond the fundraising function through real estate finance, and to investigate the complex and diverse legal relationships that may arise as a result.

keywords : Real Estate Finance, Collective Investment Scheme, Real Estate Investment Company, Implementation of Real Estate Project, Real Estate Development, Construction Law

Student Number : 2019-25673