



## PF 유동화 (개정안)

2023 NICE Structured Finance

BBB- A1 A2+ BBB+ A2

### Analyst Contacts

수석연구원 고동욱  
02-2014-6255  
tw.koh@nicerating.com

책임연구원 최민수  
02-2014-6350  
minsoochoi@nicerating.com

SF평가1실장 홍성기  
02-2014-6277  
sungki.hong@nicerating.com

### Date

2023.11.29

### [의견 요청 사항]

NICE 신용평가는 평가실무를 고려하여 기존 내용 중 일부를 수정/보완/개선할 예정입니다. 본 개정안의 주요 변경 내용에 해당하는 아래의 사항에 대해 다른 의견이 있거나 더 나은 개선안이 있으면 기탄없이 제시해 주시기 바랍니다.

- 1) 사업시행자 유형 등 사업시행자 위험에 대한 내용 보완
- 2) 일부 신용보강 유형별 주요 사항 수정 및 보완
- 3) 차주의 신용위험 통제를 위한 신규 사업 SPC 구조 관련 내용 보완

### 방법론의 대상 및 한계 등

본 평가방법론은 Project Finance 유동화 평가시 적용하는 주된 방법론으로, 신용등급을 결정하는 주요 평가요소 및 이들 요소에 대한 일반적 접근방식을 서술하고 있다. 다만, 평가대상의 특성에 따라 본 평가방법론이 제한적으로 적용될 수 있으며, 본 평가방법론 외에 SF 신용평가 일반론 및 평가방법론 일반론의 기본적인 적용을 받는다. 또한, 본 평가방법론의 명칭과 관계없이 본 신용평가방법론은 다른 유동화자산 및 신용평가에 대하여도 적용될 수 있다.

#### [평가방법론의 한계]

본 평가방법론은 당사가 신용등급을 결정하는 주요 평가요소 및 이들 요소에 대한 일반적 접근방식을 서술하고 있다. 이는 평가 과정 및 평가 결과에 대한 투자자와 발행자의 이해가능성 제고를 위해 제공하는 것이다. 다만, 본 평가방법론이 개별 평가과정에서 고려되는 모든 요소들을 포함하고 있는 것은 아니다. 따라서, 실제 신용등급 도출과정에는 주요 평가요소 이외에 개별 특수성에 따른 추가적 평가요소 및 정성적 판단이 반영되므로, 본 평가방법론에서 언급된 주요 평가요소에 의해 도출되는 등급과 실제 부여된 신용등급과는 차이가 발생할 수 있다.

#### [평가방법론의 주요 고려요인]

대상 사업의 사업단계별 위험요소, 신용보강 방법 및 신용보강 기관의 신용도, 담보권 행사에 기간 및 담보물건의 처분 가치, 현금흐름 분석을 위한 주요 가정 등

#### [본 방법론으로 공시된 등급이 받는 영향]

본 방법론의 적용으로 기존에 공시되어 있는 등급이 받는 영향은 없다.

#### [주요 변경 내용]

- 1) 사업시행자 유형 등 사업시행자 위험에 대한 내용을 보완하였다.

- 2) 일부 신용보강 유형별 주요 사항을 수정 및 보완하였다.
- 3) 차주의 신용위험 통제를 위한 신규 사업 SPC 구조 관련 내용을 일부 보완하였다.

#### 〈유의사항〉

NICE신용평가(주)가 제공하는 신용등급은 특정 금융투자상품, 금융계약 또는 발행주체의 상대적인 신용위험에 대한 NICE신용평가(주) 고유의 평가기준에 따른 독자적인 의견이며, NICE신용평가(주)가 외부에 제공하는 보고서 및 연구자료이하 “발간물”는 상대적인 신용위험 현황 및 전망에 대한 견해를 포함할 수 있습니다. NICE신용평가(주)는 신용위험을 미래의 채무불이행 및 손실 가능성으로 경의하고 있습니다. 따라서 NICE신용평가(주)의 신용등급과 발간물은 금리나 환율변동 등에 따른 시장가치 변동위험, 해당 증권의 유동성위험, 내부절차나 시스템으로 인해 발생하는 운영위험을 표현하지는 않습니다.

NICE신용평가(주)의 신용등급과 발간물은 미래의 채무불이행 및 손실 가능성에 대한 현재 시점에서의 의견으로 예측정보를 중심으로 분석, 평가되고 있으며, 예측정보는 예상치 못한 환경변화 등에 따라 실제 결과치와 다르게 나타날 수 있습니다. 또한, 신용등급과 발간물은 사실의 진술이 아니라, 미래의 신용위험에 대한 NICE신용평가(주)의 독자적인 의견으로, 특정 유가증권의 투자의사결정매매, 보유 등을 권고하는 것이 아닙니다. 즉, 신용등급과 발간물은 정보이용자의 투자결정을 대신할 수 없으며, 어떠한 경우에도 정보이용자 의 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이에 정보이용자들은 각자 유가증권, 발행자, 보증기관 등에 대한 자체적인 분석과 평가를 수행하여야 하며, 개인투자자의 경우 외부 전문가의 도움을 통해 투자에 대한 의사결정을 해야 한다는 점을 강조합니다.

NICE신용평가(주)는 신용등급 결정에 활용하고 발간물에 주요 판단근거로서 제시하는 정보를 신뢰할 만하다고 판단하는 회사 제시자료 및 각종 공시자료 등의 자료원으로부터 수집하여 분석, 인용하고 있으며, 발행주체로부터 제출 자료에 거짓이 없고 중요사항이 누락되지 않았으며 중대한 오해를 일으키는 내용이 없다는 확인을 받고 있습니다. 따라서 NICE신용평가(주)는 신용평가 대상인 발행주체와 그의 대리인이 정확하고 완전한 정보를 적시에 제공한다는 전제하에 신용평가업무를 수행하고 있습니다. 그러나, NICE신용평가(주)는 자료원의 정확성 및 완전성에 대해 자체적인 실사를 하지는 않고 있습니다. 또한, 신용평가의 특성 및 자료원의 제한성, 인간적, 기계적 또는 기타 요인에 의한 오류의 가능성이 있습니다.

이에 NICE신용평가(주)는 신용등급 결정 시 활용된 또는 발간물에 주요 판단근거로서 제시된 어떠한 정보에 대해서도 그 정확성, 적합성 또는 충분성을 보증하지 않으며, 정보의 오류, 사기 및 허위, 미제공 등과 관련한 어떠한 형태의 책임도 부담하지 않습니다. 또한, NICE신용평가(주)는 고의 또는 중대한 과실에 기인한 사항을 제외하고 신용등급 및 발간물 정보의 이용으로 발생하는 어떠한 손해 및 결과에 대해서도 책임지지 않습니다.

NICE신용평가(주)에서 작성된 발간물에 수록된 모든 정보의 저작권은 NICE신용평가(주)의 소유입니다. 따라서 NICE신용평가(주)의 사전 서면동의 없이는 본 정보의 무단 전재, 복사, 유포재배포, 인용, 가공재가공, 인쇄재인쇄, 재판매 등 어떠한 형태로 저작권에 위배되는 모든 행위를 금합니다.

## 1. 개요

### 1) Project Finance 개요

프로젝트파이낸스(Project Finance, PF)는 향후 현금흐름의 발생이 예상되는 특정 사업(Project)에 대하여 건설 등에 필요한 자금을 조달하고, 사업에서 발생하는 현금흐름으로 투입된 자금을 회수하는 금융기법이다. 원론적으로 사업에 대한 자금회수는 프로젝트의 출자자나 사업시행자에 대하여 100% 상환청구권(Full Recourse)을 보유하지 않으며, 투자금 회수의 상당부분을 프로젝트의 운영, 매각 또는 분양 등을 통해 발생하는 미래 현금흐름에 의존한다는 특징을 갖고 있다.

국내에서 PF는 도로, 발전, 철도 등 사회간접자본(SOC) 사업에서 민간으로부터 사업비를 조달하기 위한 목적으로 활용되기 시작하였다. 특히, 1998년 “사회기반시설에 대한 민간투자법”이 제정 및 시행되어 민간 사업시행자에 의한 SOC사업이 활성화되면서 Project Finance가 발전하게 되었다.

2000년대 초반부터는 부동산개발사업을 위한 자금조달로 그 범위가 확장되어 공동주택 분양사업 등의 부동산개발사업에서 보편화되었다. 일반적으로는 공사 착공 직전 단계에서 공사기간 중에 필요한 사업비 조달 목적의 금융을 의미하나(흔히, 본PF로 지칭한다), 착공전 단계에서 토지매입대금 지급 등의 용도로 조달하고 본 PF로 상환하는 가교금융(Bridge Loan) 또한 넓은 의미의 PF에 포함된다.

### 2) PF 유동화 신용평가 개요

PF 유동화는 프로젝트 파이낸스를 목적으로 유동화증권을 발행하는 금융을 의미한다. 대체적으로 사업시행자에 대한 대출채권을 기초자산으로 하는 유동화증권을 의미하나, 신탁수익권, 수익증권, 지분증권, 부동산, 공사대금채권 등도 PF 유동화의 기초자산이 될 수 있다.

PF 유동화증권의 상환재원은 사업수익에서 발생하는 현금흐름에 기반하므로, 대상 사업의 수익구조, 사업현황 등이 중요한 고려사항이 된다. 하지만, 유동화구조의 특성상 신용평가는 해당 사업의 수익성 등을 기반으로 한 원리금 지급가능성을 신용등급으로 표현하지 않고 있다. 대신에 유동화구조에 내재되어 있는 위험요소를 분석하고, 위험요소에 대한 통제방안의 수준을 고려한 상환 가능성을 평가하고 있다. 이에 따라, 유동화증권의 상환 가능성을 제고하기 위하여, 시공사 등 거래참가자의 기초자산에 대한 신용보강 또는 금융기관 등의 유동화증권에 대한 신용공여가 보편적으로 제공되고 있는 것이다.

## 2. 신용평가 절차

PF 유동화 신용평가는 사업 현황 및 유동화 관련 각종 위험요소를 분석하고, 위험 통제 방안의 적정성을 분석하는 과정이며, 본평가와 사후관리평가의 절차를 거친다.

### 1) 본평가

본평가에서는 아래 표와 같은 사업현황에 근거하여 유동화증권의 상환가능성을 저해하는 위험요소를 분석하고, 금융계약서 및 유동화회사의 현금흐름상 통제 방안을 검토한다. 이를 위하여 사업현황에 대한 자료<sup>1</sup>, 금융계약서, 유동화회사의 현금흐름표 등을 검토 후 신용등급을 산정하며, 최종적으로 평정위원회를 통하여 신용등급을 결정하는 절차를 거친다.

| 표 | 사업 관련 주요 검토 사항

구분	분석 내용
사업현황	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 사업지 위치</li> <li>- 건축규모(용적률, 건폐율 등) 또는 시설규모</li> <li>- 사업시행자 및 시공사의 재무 현황</li> <li>- 사업시행자의 주주구성 (사업시행자의 주주로서 다수의 투자자가 참여하는 경우)</li> </ul>
사업진행단계	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 인허가 현황 (사업부지 취득 상황, 사업부지의 권리관계, 이해관계자의 민원, 건축심의, 분양승인, 교통영향평가, 환경영향평가, 건축허가 등)</li> <li>- 공사 진행 단계인 경우, 공정률 및 분양현황</li> <li>- 준공 일정 및 향후 사업 진행 일정, 운영기간 개시 일정(민간투자사업)</li> </ul>
수익구조	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 유동화증권의 상환재원이 되는 사업손익의 발생 구조</li> <li>- 총 사업비 대비 자금조달 구조 등</li> </ul>

### 2) 사후관리

사후관리는 본평가 이후의 정기평가 및 수시평가를 의미한다. 사후관리 신용평가 과정에서 유동화증권의 상환 가능성을 저해할 정도로 위험이 확대되거나 반대로 상환가능성이 높아진 것으로 판단되면 신용등급을 하향 또는 상향 조정할 수 있다.

일반적으로는 신용보강기관의 신용도 변화가 유동화증권의 신용등급 변동에 가장 큰 요인으로 작용하고 있다. 하지만, 사업 현금흐름의 직접적인 상환 가능성이 반영된 신용등급인 경우에는 현금흐름의 발생에 영향을 줄 수 있는 신용사건, 민원 또는 소송 등으로 인한 유동화증권의 상환가능성에 대한 영향도를 평가하여 신용

<sup>1</sup> 사업현황에 대한 자료는 사업성평가보고서에 한정되지 않는다. 통상적으로 주관회사가 제공하는 Information Memorandum(IM), Sales Memo(SM) 등이 활용된다.

등급을 조정할 수 있다.

### 3. 신용위험(Credit Risk) 분석

#### 1) 부동산개발사업의 위험요소

단계별 특징

부동산개발사업은 진행단계에 따라 3단계로 구분된다. 토지 취득에서부터 사업승인 후 착공까지의 “착공전 단계”, 대상물건을 건축하고 분양하는 “공사단계”, 준공 이후 미분양물건의 매각이 이루어지는 “준공이후 단계”로 구분된다. 각 단계별 특징 및 위험요소는 아래 표와 같다.

표 | 부동산개발사업 단계별 특징 및 위험

구분	착공전 단계	공사단계	준공이후 단계
의미	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 토지 취득을 위한 매매계약의 체결 / 매매대금의 지급</li> <li>- 공사착공 및 분양개시를 위한 인허가 진행</li> <li>- 공사도급계약의 체결</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 착공 이후 공사진행 단계에서부터 준공까지의 기간</li> <li>- 공사진행 및 공정률에 따른 공사비 지급</li> <li>- 분양계약의 체결 및 분양수입금 납입</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 준공 이후의 기간</li> <li>- 준공 후 미분양분 물건에 대한 처분</li> <li>- 완공된 부동산의 매각</li> <li>- 임대부동산의 임대개시</li> </ul>
위험요인	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 인허가위험</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 완공위험</li> <li>- 시장위험</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 시장위험</li> <li>- 가격하락 위험</li> </ul>
고려요소	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 사업승인 등 인허가 완료 여부</li> <li>- 사업부지에 대한 소유권 이전 여부</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 공사중단 또는 지연위험</li> <li>- 사업비 및 공사비의 증가 위험</li> <li>- 분양현황</li> <li>- 분양세대의 분양대금 납입 현황</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 최종 분양률</li> <li>- 입주지연 및 잔금미납 위험</li> <li>- 분양대금 납입현황</li> <li>- 완공 물건의 매각 또는 처분 가능성</li> <li>- 완공 물건의 가격하락 위험</li> </ul>

사업단계별 발생할 수 있는 위험은 아래 그림과 같이 인허가위험, 완공위험, 시장위험, 사업시행자위험으로 구분할 수 있다.

그림 | 사업단계별 주요 위험



착공전단계는 사업부지의 소유권을 확보하고, 공사착공을 위한 사업인허가를 진행하는 단계로서, 사업부지에 대한 소유권 확보, 사업지 인근 환경 요인, 사업인허가를 지연시킬 수 있는 민원 또는 분쟁 등이 주요 위험요소이다. 이와 같은 위험을 통칭하여 인허가위험이라고 한다.

공사단계는 착공 전 준비 과정이 종료되고 공사와 분양이 시작되므로 완공위험과 시장위험이 주요 위험요소가 된다. 주요 고려요소는 공사중단 또는 지연, 건설비용의 변동 여부, 분양현황, 분양대금 납입 지연 등이 있다.

준공이후 단계는 건물이 준공된 상태에서 매각 또는 분양이 되지 않은 물건에 대한 처분, 분양대금 납부 지연 등 시장위험이 존재한다.

한편 사업시행자 위험은 사업전단계에서 발생 가능한 위험요소이다. 사업시행자 위험은 사업주체인 사업시행자의 신용도에 연계되는 위험으로서, 사업시행자의 신용사건 등으로 인해 사업에 차질이 발생할 수 있는 위험을 말한다.

## 사업시행자 위험

사업주체인 사업시행자 위험은 가장 직접적이고 원천적인 위험이라고 볼 수 있다. 사업부지 및 사업 관련 제반 권리의 소유자인 사업시행자에게 신용사건이 발생하는 경우 해당 사업의 정상적인 진행이 어렵게 된다. 구체적으로 사업시행자의 타 채권자에 의해 사업과 관련된 부동산 및 담보물에 대한 담보권 행사가 진행되고, 사업비의 조달이 중단될 위험이 발생할 수 있다. 이에 따라 사업에서 발생하는 현금흐름으로 사업시행자가 PF 채무를 상환해야 하는 금융구조의 특성상 기초자산이 상환되지 못할 위험이 발생하게 된다.

특히, 사업시행자가 다수의 개발사업을 진행하고 있다면, 기초자산의 신용위험은 사업시행자의 타 사업에서 발생할 수 있는 위험에도 노출된다. 사업시행자가 진행하고 있는 다른 사업에서 발생한 문제로 인하여 신용사건이 발생하면, 사업시행자의 전체 재산권에 영향을 미치게 되어 기초자산의 상황이 불가능한 상황이 발생할 수 있다. 이와 같은 위험을 통제하기 위해 일반적으로는 금융 계약서에 사업시행자의 권리를 제한하고 책임을 강화하는 조항들을 두어 위험을 완화하고는 있으나, 완벽한 통제방안이라고 할 수는 없다.

1990년대말 외환위기 이전에는 주로 시공사가 사업시행 및 시공을 동시에 담당하여 사업시행자 위험은 동시에 시공사 위험이 되었다. 하지만 경제위기를 겪으며 상당수 건설회사들이 도산하는 사례가 반복되면서 적극적인 위험관리의 필요성이 제기되었고, 그 결과 개발사업의 초기 단계인 토지매입과 인허가 절차는 시행사가 담당하고, 착공 이후 절차는 건설사(시공사)가 담당하는 구조로 변화했다.

이러한 국내 PF 시장의 역사적 경험과 더불어, 사업시행자 대부분은 자본금 규모가 작고 신용도가 열위한 특성을 보임에 따라 사업시행자 위험은 사업의 초기단계부터 별도의 신용보강을 통하여 보완하는 경우가 상당수를 차지하고 있다. 시행사가 사업부지를 확보하는 단계에서 건설사는 향후 시공권 확보를 위하여 신용보강을 제공하는 것이 일반화되었고, 자본시장법의 제정 이후에는 증권사 등 금융기관

의 신용보강이 대신하기도 하였다.

사업시행자의 신용위험을 최소화하기 위하여 조세특례제한법에 의한 프로젝트금융투자회사(PFV)를 설립하거나 부동산신탁을 활용하기도 한다. PFV는 목적사업을 특정하고 있고, 해당 사업의 관리를 자산관리회사 및 자금관리자에게 위탁하고 있기에 사업시행자의 타 사업에서 발생할 수 있는 위험과 분리하여 관리할 수 있다는 장점이 있다. 하지만, PFV의 주주구성 요건상 사업시행자가 PFV를 지배하는 경우가 많으므로 사업시행자의 신용도로부터 완전히 절연된다고 할 수는 없다.

최근에는 부동산신탁사를 수탁자로 하는 관리형토지신탁 또는 차입형토지신탁에 의한 부동산개발사업이 일반화되고 있다. 다수의 부동산개발사업에서의 경험으로부터 전문적인 사업관리가 가능하며, 신탁법에 따라 신탁재산으로 관리됨에 따라 사업수익이 위탁자인 사업시행자의 신용위험으로부터 절연될 수 있는 장점이 있다. 하지만, 위탁자의 제3채권자에 의한 채권자취소권 행사 가능성, 위탁자의 채무재조정 발생위험 등으로 인한 기초자산 신용위험을 고려하여야 한다.

표 | 사업시행자 유형

구 분	내 용
시행사(일반)	사업부지 확보 및 인허가 획득 개발사업에 대하여 무한책임을 지나 대부분 신용도 열위
프로젝트금융투자회사 (PFV)	특수한 형태의 시행사이며 상법을 준용함 일정 요건을 갖출 시 세제 혜택을 받을 수 있음 <sup>2</sup> 자산관리회사 및 자금관리회사가 사업의 관리 담당
건설사(시공사)	자체 사업의 경우 시행 및 시공 업무를 동시에 담당
부동산신탁사	관리형토지신탁, 차입형토지신탁 등 신탁계약에 따라 사업 인허가 및 자금관리 업무 담당 책임준공 확약에 의해 책임준공 의무를 부담하기도 함
조합	도시 및 주거환경정비법에 따른 재건축·재개발 정비사업조합 등의 사업 주체 목적 사업을 위해 결성되고, 사업 종료 시 해산됨

## 인허가위험

인허가위험은 단순한 사업의 승인만을 의미하지 않는다. 사업부지 소유권의 완전한 취득, 사업참여자간 이해 관계에 대한 합의, 사업인허가에 필요한 각종 영향평가의 통과 등이 완료되지 못할 위험을 의미한다. 사업단계의 특성상 인허가와 관련된 대부분의 위험요소들에 대한 불확실성이 높기에 사업의 진행 가능성, 이에 따른 사업 수익의 발생 가능성을 판단할 수 없다. 이에 따라, 인허가위험이 존재하는 단계에서는 사업수익을 담보로 한 타인자본의 조달이 용이하지 않으며, 별도의 외부신용보강에 의한 자금조달만이 가능하다. 이와 같은 자금조달을 가교금융 또는 Bridge Loan이라 하며, 착공단계에서의 자금재조달(Refinance 또는 본PF)을 통해 상환한다.

<sup>2</sup> 2025년 12월 31일 이전에 끝나는 사업연도에 대하여 배당가능이익의 100분의 90 이상을 배당한 경우 그 금액은 해당 배당을 결의한 잉여금 처분의 대상이 되는 사업연도의 소득금액에서 공제한다. (조세특례제한법 제104조의31 제1항)

## 완공위험

완공위험은 ① 기술적 위험, ② 시공사 등의 신용위험, ③ 사업의 외부 위험 (Externalities) 등으로 구분된다. 부동산개발사업은 주로 공동주택, 지식산업센터, 상업시설, 업무시설, 산업단지 등 일반화된 건축기술이 적용되는 점을 고려할 때, 상대적으로 기술적 위험은 낮은 편이다. 또한, 사업부지내 문화재 발굴 가능성, 불가항력적 요인에 의한 공사 중단 가능성, 사업지에 대한 민원 발생 가능성 등의 외부 위험이 존재하나, 발생가능성에 대한 예측이 상대적으로 용이하다.

결과적으로 부동산개발사업에서의 완공위험에 가장 큰 영향을 미치는 요인은 시공사의 신용위험이라고 할 수 있는데, 시공사의 신용사건 등으로 인하여 공사가 중단되거나 지연되면 사업은 더 이상 진행이 불가능하게 되며, 이에 따라 차입금의 상황에 문제가 생길 수 있기 때문이다.

일반적으로 시공사는 정해진 기한내에 공사를 완료해야 하는 책임준공 의무를 부담한다. 책임준공 의무는 일반적으로 공사비 지급여부, 사업시행자의 의무 이행 여부, 사업 관련 각종 민원 등 공사진행에 방해가 되는 어떠한 사유가 발생하여도 기한내에 공사를 끝내고 사용승인 또는 보존등기를 종료할 의무를 말한다. 만약, 시공사가 책임준공 의무를 이행하지 못하는 경우에는 대주에게 발생한 손해를 배상하거나 차주의 채무를 채무인수하게 된다. 이에 따라 책임준공 의무를 부담하는 시공사의 신용도 수준으로 완공위험 수준이 결정된다고 할 수 있다.

## 시장위험

시장위험은 건축물의 분양 또는 매각 성과에 따라 기초자산의 상환가능성이 저해될 위험을 의미한다. 일반적으로 사업성 평가 또는 원리금 지급능력 평가 등을 통해 해당 위험을 파악할 수 있으나, 전체적인 위험을 외부신용보강 등으로 통제하는 경우 개략적인 사업 내용만을 확인하기도 한다.

부동산개발사업의 사업수익은 공동주택 분양사업과 같은 선분양에 의한 사업수익과 상업시설 또는 업무시설 개발사업과 같은 후분양에 의한 사업수익으로 구분할 수 있다.

선분양은 공사기간 중 사업수익이 확보됨에 따라 완공위험과 시장위험에 영향을 받지만, 공사기간 중 현금흐름을 조기에 확보할 수 있어 공사비 등 사업비 조달에 유리한 장점이 있다. 이에 따라, 사업성이 우수한 사업은 사업수익을 조기에 실현하여 사업비 조달에 유리하다.

후분양의 경우에는 준공이 임박하거나 준공 이후에 분양을 진행하기 때문에 시장위험이 주된 사업위험이 된다. 이에 따라 완공 물건의 담보가치를 고려한 접근법 등 다양한 방법을 통한 유동화 구조가 가능하다. 다만, 후분양 사업의 사업 초기에 유동화증권을 발행한다면, 사업 관련 대부분의 위험요소에 대한 통제가 필요하게 되며, 통상적으로는 외부 신용보강을 통해 해당 위험을 통제한다.

시장위험을 분석하는 데에는 분양률과 준공 후 부동산에 대한 자산가치 등 정량적인 요소가 가장 중요하나, 제반 정성적 요소를 함께 분석하여야 한다. 특히 정확한 분양률이 제시되지 않거나 준공 이전인 경우에는 이러한 정성적 분석이 시장위



험을 분석하는 데 필수적이다. 정성적 요소로는 부동산 시장 현황, 대상 부동산의 특성, 입지 여건, 브랜드, 건축물의 구조 등이 있으며, 이를 분석하는 과정은 일반적으로 사업성 평가방법론을 준용한다.

한편, 분양률 등을 근거로 사업성을 분석하여 시장위험을 평가한다면, 분양 이후 수분양자의 분양대금 납부 가능성과 관련된 수분양자위험도 시장위험에서 분석할 필요가 있다. 왜냐하면, 분양 완료 후에도 분양수입금의 연체 위험, 분양계약 해지 위험이 존재하기 때문이다. 분양계약 이후 부동산의 가격 하락에 따라 연체율이 상승할 수 있고, 장기 미납에 따른 계약 해지율의 상승 가능성도 존재한다.

소비자금융 유통화 구조와 달리 분양시장에서는 수분양자에 대한 신용도에 대한 제약이 없고, 계약금만 포기하면 해지가 가능하며, 각 사업별 특수성이 존재하기 때문에 연체율, 대손율 등의 가정을 적용하기 어렵다. 대신에 각 사업의 사업적 특성 및 지역적 특성, 수분양자의 현황, 부동산 시세의 변동 가능성, 부동산신탁 등에 의한 금융구조 등의 요인을 고려한다.

## 2) SOC사업의 위험요소

### 건설단계 위험

#### ① 완공지연 위험

공사단계에서의 사업비가 조달된 이후 공사가 중단되거나 완공되지 못하는 경우 사업자체가 중단될 위험이 존재한다. 이는 인허가의 지연, 시공사의 재정적 악화 또는 기술력 부족, 출자자의 출자의무 불이행, 보험에 부보되지 않은 사고의 발생 또는 불가항력에 의한 공사 중단 등이 원인이 된다. 이와 같은 위험을 일정 수준 통제하기 위하여 공사 개시 전 출자자의 자기자본 투입, 기성에 근거한 공사비 지급, 출자자의 완공보증 등이 제공된다.

사업이 계획된 기한 내에 완공되지 못하는 경우, 사업시행자의 부채상환능력 확보에 지장을 초래할 수 있고, 장기구매계약의 거래상대방에 의한 손해배상 위험이 발생할 수 있다. 이러한 위험을 완화하기 위해서는 건설계획의 적정성 및 시공사의 시공능력에 대하여 독립적인 자문사(Technical Advisor)의 검토의견을 바탕으로 평가하며, 건설계약에 완공일자를 명기하고 완공지연시 지연배상 의무를 부담하도록 한다.

#### ② 비용초과 위험 (Cost Over-run Risk)

건설기간 중 공사에 소요되는 실제 사업비가 사업계획보다 초과되는 경우 대출채권의 지급 확실성을 저해할 수 있다. 이에 따라 계획된 범위 내에서의 사업비에 대한 적절한 통제가 필요하며, 사전적으로 예상비용을 면밀히 분석하고 자금인출요청의 적정성에 대한 자금관리자 및 독립적인 자문기관의 추가 검증을 필요로 한다. 또한, 정기적으로 공사 진행상황을 점검하고, 확정된 공사비의 설정, 법률 변경에 따른 초과비용의 출자자 부담 등에 대해 사전에 조율해야 한다.

사업비용의 초과는 추가 차입으로 이어지며 이는 금융비용의 증가로 연결되는 바, 출자자 및 시공사의 초과비용에 대한 부담 가능성을 사전에 검토해야 한다. 비용초과 위험의 통제를 위해 시공사와 턴키계약(Turn-key contract)을 체결하거나, 이행보증(Performance bond) 및 완공보증(Completion guarantee) 등의 보험계약을 활용할 수 있다.

### ③ 효율/기술위험 (Performance / Technology Risk)

디자인 및 설비 등의 하자, 시공사의 숙련도, 검증되지 않은 신기술의 적용 등으로 인하여 완공 이후 사업이 기대성과에 미치지 못할 위험이 존재한다. 이러한 위험은 턴키계약상 시공사의 공장가동보증 및 지연보상 조항 등을 통해 최소화될 수 있다.

## 운영단계 위험

사업 운영자의 운영능력 부족으로 가동 및 생산이 계획대로 진행되지 못할 경우 채무상환을 위한 적정 현금흐름의 창출이 어려울 수 있는 운영위험이 존재한다. 이에 따라 유사 프로젝트의 운영경험이 있는 우수한 운영자와 장기 운영 및 관리계약(Operation and Management Agreement)을 체결하여야 하며, 계약상 운영실적에 따른 추가 보상 또는 Penalty 조항을 추가하여 효율적인 운영을 도모한다.

운영 및 유지비용위험(Operation and Maintenance Cost Risk)은 계약의 내용에 따라 위험도가 결정된다. 이에 따라 운영자에게 비용절감의 동기를 부여하고, 물가상승위험에 대한 노출을 최소화할 수 있도록 계약조건을 결정한다.

운영기간 중 법령 및 규정의 변경이나 불가항력적인 사건에 의한 예기치 못한 시설투자에 대한 대책이 필요하다. 통상적으로 출자자의 추가출자 또는 신용공여 제공, 시설투자유보기금(Capital Expenditure Reserve Fund)의 설정, 각종 보험계약의 체결 등으로 위험에 대비한다.

운영기간 중 원자재의 부족에 의한 사업운영의 중단이 발생할 위험에 대한 보완이 필요하다. 이를 위하여 PF 만기 이상의 원자재공급계약을 체결하는 것이 바람직하다. 또한, 원자재의 소유권을 확보하여 안정적 공급이 보장되고, 원자재의 조달이 가능한 빨리 이루어질 수 있도록 원자재 및 원자재 공급자의 소재지에 대한 고려가 필요하다. 한편, 원자재의 비용상승 및 품질저하에 대한 대비가 필요하다.

시장위험은 운영기간 중 생산물의 판매와 관련된 위험으로 예기치 못한 수요 감소 및 그에 따른 시장가격의 폭락, 장기구매계약의 거래 상대방의 구매계약 불이행 또는 인수 거부, 프로젝트 생산물의 시장경쟁력 약화 등의 원인으로 발생한다. 이에 따라 프로젝트 계획 단계에서부터 시장규모, 성장 잠재력, 프로젝트의 생산물에 대한 항시적인 수요 발생 가능성, 가격변동, 장기구매계약의 체결 등을 검토한다.

## 4. 위험통제방안

### 1) 신용보강에 의한 위험통제

부동산 개발사업은 각 진행단계에 따라 다양한 위험에 노출되어 있고 불확실성이 존재함에 따라 대다수 PF 유동화의 경우 시공사, 금융기관, 지방자치단체 등에서 신용보강을 제공하여 채권자를 보호하고 있다. 각 신용보강 형태에 따라 신용보강 제공의 적기성, 신용보강 규모의 충분성 및 관련 계약의 법적 구속력 등이 상이하기 때문에, 신용보강기관이 유동화증권 등의 상환이 가능한 규모의 신용보강을 적절한 조건으로 적법하게 제공하고 있는지가 중요하다. 한편, 이러한 신용보강은 유동화자산 상환과 관련한 보증 행위, 유동화증권 등 채무에 대한 보증 행위 및 유동화회사에 대한 신용보강 등을 모두 포함한다.

### 연대보증

보증은 주채무자가 그의 채무를 이행하지 않는 경우에 이를 이행해야 하는 채무<sup>3</sup>를 의미한다. 신용평가 관점에서는 신용도가 높은 보증인이 신용도가 낮은 채무자의 채무에 대하여 보증을 제공할 경우, 채무의 상환가능성이 보증인의 신용도에 연결되는지를 평가하는데, 보증인이 해당채무를 “완전히”, “적시에”, “무조건적으로” 이행할 수 있어야 한다<sup>4</sup>. 즉, 보증인의 보증채무 이행에 앞서 채권자에 대한 어떠한 항변권을 행사하지 않고, 채무자와 동등한 지위에서 보증채무를 이행하여야 하는데, 민법상 연대보증이 여기에 해당한다.

보증은 민법 등에서 규정하고 있는 바에 따라 보증채무자가 채권자에 대하여 아래 표의 “최고·검색의 항변권”을 행사할 수 있다. 만일, 채무자의 채무불이행이 발생하였음에도 보증인이 항변권 행사의 이유로 보증채무의 이행을 지체할 경우, 채권자는 즉시 채권을 회수할 수 없게 된다.

결과적으로 채무자에 대한 채권을 기초자산으로 하여 유동화증권을 발행하는 유동화회사의 입장에서는 유동화증권의 상환기일까지 상환재원을 확보하지 못할 위험이 발생하게 된다. 이에 따라 유동화에서 적기상환 가능성을 위하여 요구되는 보증은 연대보증 또는 연대보증에 준하는 보증행위라고 할 수 있다. 왜냐하면 민법 제437조에서는 “그러나, 보증인이 주채무자와 연대하여 채무를 부담하는 때에는 그러하지 아니하다.”라고 규정하여 연대보증에 대해서는 최고·검색의 항변권을 인정하지 않고 있기 때문이다.

표 | 최고·검색의 항변권 (민법 제437조)

구 분	내 용
최고의 항변권	채권자가 보증인에게 보증채무의 이행을 청구한 경우에 먼저 주채무자에 대하여 집행할 것을 요구할 수 있는 보증채무자의 권리

<sup>3</sup> 민법 제428조 제1항

<sup>4</sup> NICE신용평가(주), 신용평가 일반론 - 기초 6. 채무특성반영, 2022

검색의 항변권	채권자가 주채무자에게 보증채무의 이행을 최고한 후, 다시 보증채무자에게 보증채무의 이행을 청구하는 경우에, 보증채무자가 주채무자에게 변제자력이 있다는 사실과 그 집행이 용이함을 증명하여 먼저 주채무자에게 집행을 요구할 수 있는 권리
연대보증에 대한 예외	보증인이 주채무자와 연대하여 채무를 부담하는 때에는 최고·검색의 항변권을 행사할 수 없음

한편, 또 다른 보증채무 유형으로서 어음보증과 권면보증이 있다. 어음보증은 통상의 보증인에게 주어지는 최고·검색의 항변권이 없고, 피보증인을 특정할 필요가 없어 불특정 어음소지인에 대하여 발행인과 동일한 의무를 부담하게 된다(어음법 제 32조). 권면보증이란 채무자가 발행하는 증권에 보증인의 지급의사를 명시하여, 발행인과 동일한 지급의무를 부담하는 것을 말한다. 이 경우에는 최고·검색의 항변권 포기를 명기하여야만 연대보증과 동일한 법률효과가 발생할 수 있다<sup>5</sup>. 이는 금융계약상 대출채권에 대한 지급보증 등과 같이 연대보증으로 명시되지 않은 경우에도 적용되며, “완전히”, “적시에”, “무조건적으로” 보증 의무를 부담하는지 검토하여 상환가능성을 평가한다.

연대보증을 일반보증과 구분할 수 있는 또 다른 특성은 분별의 이익이다. 분별의 이익이란 공동보증에 있어 각 보증인이 채무에 대하여 보증인의 수에 따라 균등비율로 분할하여 책임을 부담하는 것을 말한다(민법 제408조 및 제439조). 일반적인 보증은 분별의 이익이 있고, 연대보증은 분별의 이익이 없다. 유동화구조에서 분별의 이익이 없으면 가장 높은 신용도를 보유한 보증인의 신용도에 연계되는 것으로 판단하나, 보증채무자간 각자의 보증비율에 따라 보증 의무를 부담한다면 개별 보증인의 신용도를 종합적으로 고려하여야 한다.

## 채무인수

채무인수란 채무의 동질성을 유지하면서 그 채무를 인수인에게 이전할 것을 약정하는 계약이다. 채권양도와 함께 채권 관계 변경의 한 형태이며, 학설이나 판례가 일반적으로 인정하여 오던 것을 한국 민법에서 명문화하였다(민법 453~459조).

채무인수는 면책적 채무인수, 중첩적 채무인수, 이행인수 등으로 구분할 수 있다. 면책적 채무인수는 채무인수인이 채권자와의 계약으로 채무를 인수하여 채무자는 채무를 면하게 하는 것을 의미한다(민법 제453조). 이에 비하여 중첩적 채무인수는 채무인수인이 채무자와 병존하여 같은 내용의 채무를 부담하는 것으로서, 채무인수로 인하여 채무자가 채무를 면하게 되지 않는다. 중첩적 채무인수를 통해 채권자는 채무자의 변제능력 여부와 관계없이 채무인수인에게 채무상환을 요구할 수 있다. 한편, 이행인수는 채무인수인이 채무자를 대신하여 그 채무를 이행할 것을 약정하는 채무자와 채무인수인간의 인수계약을 의미한다.

연대보증에서는 보충성이 상실된다는 법적 특성상 채권자가 연대보증인에게 무조건적으로 연대보증 의무의 이행을 청구할 수 있지만, 채무인수의 경우에는 보충성

<sup>5</sup> 지급보증서에 항변권을 제한하는 내용이 기재되지 않은 경우, 보증채무자는 항변권을 행사할 수 있다는 판례가 있다(대법원 선고 2001다 833).

이 상실되지 않아 채무자가 채무이행을 하지 못하는 경우에 채무자의 채무를 인수하게 된다.

채무인수의 경우 채무자가 기한이익을 상실한 이후부터 채무인수인이 채무자와 동일한 채무를 부담하므로, PF에서는 채무인수에 따른 채권회수의 목적으로 채무인수인인 시공사가 채무자인 사업시행자로부터 사업시행권을 인수받는 것을 선행 조건으로 하여 채무인수 의무의 이행을 요구하는 경우가 있다. 이 경우, 광범위한 의미로 사용되는 사업시행권을 정의하기 어렵고, 설령 사업시행권을 특정한다 하더라도 사업시행권의 인수까지 상당한 시일이 소요될 수 있으므로 기초자산의 적기상환에 문제가 발생할 수 있다. 따라서, 채무인수의 유형에 관계없이 채무인수인의 채무인수 후 변제obligation이 무조건적으로, 적기에, 기존 채무와 동일하게 완전히 이행되는 것이 중요하다.

한편, 채무자와 연대보증인간 순차적으로 또는 동시에 채무 이행을 청구할 수 있는 연대보증과 다르게, 채무인수의 경우 채무자가 채무를 이행하지 않은 이후에 채무인수인에게 채무인수 의무를 이행하도록 청구할 수 있다<sup>6</sup>. 이에 따라 채무인수인이 채무인수 의무를 이행하기 위해서는 채무인수 사유가 발생하였음을 인지하고 채무인수 이행을 위한 내부 결제 프로세스를 거치게 되므로, 실제로 채무인수 의무의 이행까지 일정 시간이 소요된다. 이러한 문제로 인하여 채무인수 담보부 대출채권을 기초자산으로 하는 부동산 PF 유동화에서는 유동화증권의 만기일을 대출만기일보다 최소한 1영업일 이후로 설정한다. 이 경우 대출이자기간과 유동화기간간의 차이로 인한 현금흐름 부족 위험이 존재하는데, 이는 통상적으로 차주가 1영업일 차에 대한 이자 상당액을 채무자가 추가로 부담하거나, 유동화증권 발행금리와 기초자산의 이자율간의 차이에 의한 유보금으로 충당한다.

## 자금보충약정

자금보충약정은 대출약정상 차주의 기한이익상실 등의 사유로 대출원리금 지급에 차질이 발생하거나 유동화증권의 상환재원이 부족할 경우, 자금보충인이 유동화회사(대주)에게 해당 부족자금을 후순위로 대여하기로 약정하는 신용보강이다.

자금보충약정의 본질적인 법적 성격은 민법상 소비대차계약에 해당하며, 자금보충약정에 따른 자금보충의무는 보충성이 없고 대출약정상 채무자의 의무와 별도의 독자적인 의무를 부담한다. 이를 위하여 자금보충약정에서도 항변권의 상실 및 즉시지급 의무 부담이 필요하다.

자금보충약정은 대상에 따라 기초자산의 채무자에 대한 자금대여계약과 유동화회사(대주)에 대한 자금대여계약으로 구분된다. 기초자산 채무자에 대한 대여약정의 경우, 자금보충인이 채무자에 대하여 자금을 대여하면 그 금원으로 채무자가 채권자에게 채무를 상환하고, 자금보충인은 채무자에 대하여 구상권을 보유하는 절차에 따라 신용보강을 하게 된다. 이러한 채무자에 대한 자금대여의 경우 채무자 관련 혼장위험이 존재하고, 채무자의 다른 채권자와 자금보충금의 사용권에 대한 분쟁이 발생할 가능성이 존재하므로, 기초자산의 전액 상황과 만기 적시 상환에 문

<sup>6</sup> 이러한 이유로 채무인수를 “정지조건부 채무인수”라 한다.

제가 발생할 수 있다.

이에 따라 구조화금융에서의 자금보충은 자금보충인이 유동화회사 또는 대주를 차주로 하는 자금보충약정을 체결하고, 자금보충인이 유동화회사 또는 대주에게 직접 대여하는 방식으로 자금보충 의무를 이행하여야 한다<sup>7</sup>. 다만, 기초자산 채무자가 통제가능한 법인인 경우에 한하여, 예외적으로 기초자산 채무자가 자금보충 약정상 차주가 될 수 있다. 한편, 다른 신용공여와 같이 자금보충인은 항변권을 주장할 수 없고 즉시 지급의무를 부담하여야 한다.

자금보충약정은 거래당사자간의 소비대차계약에 의한 신용보강임을 고려하여야 한다. 만일, “채무자 회생 및 파산에 관한 법률” 제119조 제1항에 따라 자금보충인에 대한 도산절차가 개시되는 경우 자금보충계약이 해제 또는 해지될 수 있으며, 민법 제599조 및 민법 제601조에 의해 자금보충약정이 실효 또는 해제될 수 있다. 이에 따라 해당 위험의 발생 가능성을 고려하여 자금보충약정의 손해배상 조건에 자금보충약정의 해제/해지시를 포함하거나, 자금보충약정상 법률에 따른 해제/해지가 불가능하도록 명시하고 이행하지 않거나 이행하는 것이 불가능하게 되는 경우 손해배상 의무를 부과하도록 약정서를 반영하기도 한다.

한편, 자금보충인이 자금보충 의무를 이행하지 않을 경우 또는 자금보충 의무가 해제/해지 되는 경우, 기초자산 채무자의 채무를 채무인수 하도록 하거나, 자금보충인 명의의 약속어음을 자금보충 이행을 위한 담보로 취득하여 기초자산의 상환적시성을 확보하기도 한다<sup>8</sup>.

## 보험계약

보험계약 또한 기초자산에 대한 신용보강이 될 수 있으나, 보험계약의 특성을 고려하여야 한다. 일반적으로 보험계약은 손해보험과 보증보험으로 구분할 수 있다.

손해보험의 경우 원리금의 전액 상환, 무조건적인 상환 및 적시상환을 확보하기가 어렵다. 보험사고 발생시 피보험자의 고의 및 중과실 등 보험자의 면책사유가 보험계약으로 존재하고, 보험사고에 대한 조사 등 보험금 지급시기까지 상당한 시일이 소요되어 유동화증권의 만기 적기상환을 확보하기에 어려운 점이 존재한다. 따라서 손해보험의 경우 제3자가 별도 약정(예를 들면, 선박잔존가치 매입의무약정)으로 보장하지 않는다면, 적절한 신용보강이 될 수 없다.

보증보험은 피보험자의 채무불이행시 보험자가 보증채무를 이행하는 보험계약을 의미한다. 일반적인 보증보험의 경우 구조화금융의 특성을 반영하지 못하여 적절한 신용보강 수단이 될 수 없지만, 서울보증보험(주)의 ABS보증보험과 같이 유동화 구조를 위한 보증보험으로 설계될 경우 적절한 신용공여수단이 될 수 있다. 서울보증보험(주)의 ABS보증보험은 보험사고의 정의가 명확(예를 들어 건설사의 특정시점까지 자금대여의무 불이행)하고, 보험사고 발생시 3~5영업일 이내에 유동화회

<sup>7</sup> 자금보충인이 기초자산의 채무자를 차주로 하는 자금보충약정을 체결하되 자금보충금은 유동화회사에게 직접 지급하여 해당 금원으로 유동화 증권을 상환한 경우에도 기초자산 채무자 관련 신용위험에 노출되는 것으로 판단된다.

<sup>8</sup> 채무인수 또는 약속어음의 제공 여부는 자금조달의 목적, 자금보충인의 우발채무 규모 및 업종별 특성, 유동화구조 등을 고려하여 결정된다.

사에게 유동화증권(또는 대출채권)의 잔존 원리금이 지급되도록 하고 있다.

### 주택도시보증공사 PF보증약관(유동화용)

보증보험과 유사한 방식으로 보증약관에 의한 신용보강을 고려할 수 있다. 보험계약처럼 일반적인 보증약관에 의한 상품은 구조화금융의 특성을 반영하지 못하고 있다. 이에 따라 유동화증권 발행을 목적으로 한다면 보증약관과 특약의 조건이 유동화구조에 부합하여야 한다. 주택도시보증공사의 유동화를 위한 PF보증(유동화용)의 경우, 대표적인 PF 유동화 구조의 특성을 반영한 보증이다.

주택도시보증공사는 개별 사업당사자들과 표준사업약정을 체결하여 PF대출과 관련한 기본적인 사항에 대하여 약정한다. 주택도시보증공사는 표준사업약정 및 보증약관에 따라 보증약관에 따른 보증사고(대출채권의 약정상환기일에 원리금이 상환되지 아니한 때와 주택도시보증공사의 유효신용등급이 BB+ 이하로 하락한 때) 발생시 주채무자로부터 회수하지 못한 대출원금에 대하여 보증금액을 한도로 일정시일 내에 보증이행할 의무를 부담하므로, 유동화회사는 기초자산의 원리금이 지급되지 못할 경우 주택도시보증공사에 보증이행을 청구할 수 있다. 다만, 보증금의 지급까지 일정시일이 소요되므로, 유동화증권의 최종만기일과 대출만기일간 해당 시일만큼의 차이를 두는 등 구조화가 필요하다.

한편, 이처럼 보증약관을 통해 유동화증권을 발행하기 위해서는 표준사업약정 또는 보증약관상 채무재조정에 대한 특례, 조합결의에 대한 위험 통제 등의 사항이 포함되어 있어야 하며, 보증 면책사유 및 보증이행 절차에 대한 사전 확인을 통해 현금흐름이 부족하지 않을지 검토가 필요하다.

### 산업기반신용보증기금에 의한 신용보증

SOC사업 관련 신용보강으로 "산업기반신용보증기금"에 의한 신용보증이 있다. 산업기반신용보증기금에 의한 신용보증은 "사회기반시설에 대한 민간투자법" 제30조 내지 제40조에 의거하여 신용보증기금이 산업기반신용보증기금의 부담으로 보증하는 신용보강이다. 민간투자법 제58조 제1항에서는 자산유동화법에 따른 유동화전문회사가 민간투자사업의 추진에 필요한 재원조달 또는 민간투자사업으로 인한 채무의 상환을 위하여 사회기반시설채권을 발행할 수 있도록 규정하고 있다.

이에 따라 유동화전문회사 및 신용보증기금 등이 날인하는 "신용보증계약서"에서 유동화회사가 차주의 대출원리금 상환일까지 유동화사채 원리금 지급 재원이 부족할 것으로 예상되는 경우, 신용보증기금은 유동화사채의 원리금 상환일에 유동화전문회사의 자산관리계좌에 부족한 상환재원을 입금함으로써 보증채무를 이행한다. 보증채무 이행 절차에도 불구하고 여하한 사유로 인하여 유동화사채의 원리금 상환일까지 해당 유동화사채의 원리금이 지급되지 아니한 경우, 신용보증기금은 유동화사채의 소지인에게 유동화사채의 원리금을 지급함으로써 보증채무를 이행한다.

### 기타 신용보강수단 (자산매입약정, 손해담보계약)

기타 신용보강으로 자산매입약정과 손해담보계약을 고려할 수 있다.

자산매입약정은 차주의 기한이익상실사유 발생시 신용보강자가 대주로부터 대출채권, 수익권 등을 매입하는 약정을 말한다. 일반적으로 자산매입의무만을 부담한

다면 매입대상자산의 적정가격, 매입시기, 매입자산의 법률적, 사실적 하자여부 등을 고려하여 매입을 최종적으로 결정하게 되므로, 적절한 신용보강 수단이 될 수 없다. 하지만, 구조화금융에서의 자산매입약정은 적정가격, 적정시기, 하자여부 등을 고려하지 않은 무조건적인 매입대금 지급 의무를 의미한다. 다만, 이 경우에도 원리금채무 전액에 대하여 항변권없이 즉시 지급 의무를 부담하는 약정이 필요하다.

한편, 자산매입의무는 산업단지 개발사업 또는 BTO, BTL 등 민자사업의 주무관청으로서 지방자치단체 등 공공기관이 부담하는 사례도 있다. 이 경우 각 의무부담 행위에 대한 관련 법령, 조례, 전결규정 등 내부수권절차를 고려하여 해당 의무 부담행위의 적법한 수권절차를 확인한다. 공공기관 신용보강에 의한 유동화의 경우 제반 금융약정상 채무자 및 신용보강자가 채무불이행사유 발생시 정해진 지급 기일에 외부요인에 영향 받지 않고 이행할 수 있는지와 해당계약상의 제반 의무가 법령 및 조례 등에 근거하여 적법한 내부수권절차를 통해 이루어졌는지가 주요 점검 포인트이다.

손해담보약정(또는 손해배상약정)이란 채무자의 채무불이행시 신용보강자가 대주에 발생한 손해(차주의 대출원리금 지급 채무)를 배상할 의무를 부담하는 약정이다. 손해담보약정의 경우 대주측 과실비율에 따라 과실상계가 적용되어 상환금액이 축소될 수 있고, 손해배상액 산정에 시일이 소요됨을 고려하여, 개별 약정으로 i) 손해배상액을 대출원리금액으로 확정하고(원리금전액보장), ii) 대주의 과실을 고려하지 않으며, iii) 차주측 기한이익사유발생 즉시 손해배상액을 지급하도록 한다.

## 내부수권절차의 확인

신용보강자의 신용보강 의무가 유효하기 위해서는 신용보강자의 적법한 내부수권절차가 수반되어야 한다. 내부수권과 관련된 판례에서는 약정 내용이 정관 등에 의하여 또는 대표이사의 일상 업무에 속하지 아니한 중요한 업무에 해당하여 이사회 결의를 거쳐야 할 사항인데 대표이사가 이를 거치지 아니하고 그와 같은 약정을 한 경우, 약정 당시 약정의 상대방이 이사회의 결의가 없었음을 알았거나 알 수 있었다면 그 약정은 회사에 대하여 효력이 없다는 입장이다<sup>9</sup>.

이러한 이유에서 신용보강자의 내부수권절차에 대한 확인은 반드시 필요하다. 신용보강자마다 각자의 전결규정 등에서 경영위원회, 재무위원회 또는 대표이사 전결 등 다양한 절차에 의해 수권절차를 규정하고 있으나, 중요한 것은 해당 신용보강행위가 적법한 수권절차를 경료하였는지를 확인하는 것이다. 대부분 신용보강에 대한 적법한 내부수권절차의 확인을 인출선행조건으로 금융계약서상 규정하고 있기에 대출금의 인출전 사전에 확인하고 있으나, 신용보강 행위가 신용보강자의 전결규정 등에 명확하게 규정되어 있지 않다면 법무법인의 법률의견 등으로 확인하는 절차가 필요하다. 또는 해당 신용보강자로부터 적법한 내부수권절차에 대해 검토하고 경료하였음을 확인받을 수 있다.

<sup>9</sup> 대법원 1997. 6. 13. 선고 96다48282 판결



## 2) 기타 위험의 통제

### 사업부지에 대한 신탁 및 우선수익권 설정

PF 유동화에서는 사업부지를 담보로 확보하기 위해 부동산신탁을 활용하고 있으며, 특히 최근에는 사업부지 등을 신탁재산으로 하는 관리형토지신탁이 부동산 개발사업에 많이 활용되고 있다. 이는 사업부지에 대한 담보권 설정 이외에도 사업기간 중 안정적인 분양수입금의 관리, 신탁회사의 사업경험 활용 등의 이점이 있다.

### 미분양 건축물에 대한 신탁 및 우선수익권 설정

분양실적이 저조하여 유동화증권의 원리금 상환에 문제가 발생한 경우 대주(유동화회사)는 준공 후 미분양 건축물의 처분을 통하여 상환재원을 마련한다. 이에 따라 일반적으로 건축물이 완공 후 미분양분에 대한 담보신탁 및 우선수익권 설정하는 내용을 금융계약서에 반영한다.

### 차주 및 차주 대표이사 의 담보제공

사업 진행과정에서 사업시행자의 적극적인 업무추진과 채무상환 가능성을 제고하기 위해 대주(유동화회사)는 사업시행자 대표이사의 연대보증, 사업시행자 주식에 대한 담보권 설정, 사업시행자의 시행권 양도에 대한 합의서 등을 요구한다.

### 완공위험 통제

완공위험은 일반적으로 시공사의 책임준공 의무로 위험을 통제한다. 책임준공은 천재지변 등으로 인해 공사지연이 불가피하다고 판단되는 특별한 경우를 제외하고는 공사비 지급을 포함한 사업시행자의 의무이행 여부, 사업성과 등에 무관하게 완공예정일까지 무조건 완공해야 함을 의미하는 것으로, 건설 관련 각종 계약에서 통상적으로 완공위험을 통제하는 수단으로 광범위하게 사용되고 있다. 만일, 시공사의 책임준공 미이행으로 대출원리금 상환재원이 확보되지 못할 경우, 시공사는 차주의 대출원리금을 채무인수 하거나, 대주에게 발생한 손해를 손해배상 하도록 한다.

PF 대주의 입장에서 건설사의 책임준공 의무는 대출원리금 회수 가능성을 높이는 일종의 담보와 같은 의미를 갖게 된다. 대출기간 중 건설사는 건축물을 완공해야 하므로 공사 지연 위험을 건설사의 신용도 수준에서 통제할 수 있는 효과를 가지며, 건축물이 완공되면 미분양 건축물에 대한 담보권 처분을 통해 대출 원리금의 상환을 기대할 수 있기 때문이다. 다만, 책임준공 의무에 의해 대출채권에 대한 전체적인 상환가능성을 제고할 수 없기 때문에, 일반적인 시공사의 책임준공 조건에 의한 신용보강은 인정되지 않고 있다.

### 자금 및 계좌의 관리

#### ① 원리금 상환을 위한 공사비 지급 시점의 조절

공사비 지급 시점을 조절하는 이유는 분양대금으로부터 대주(유동화회사)의 대출 원리금을 먼저 확보하기 위해서이다. 통상 분양이 조기에 높은 경쟁률로 이루어지지 않고 점진적으로 이루어지는 경우는 기성(既成)에 따른 공사비가 대주(유동화회사)의 대출원리금보다 먼저 지급될 수도 있는데, 이에 대한 방지를 위하여 사업 진행상황에 따라 공사비 지급을 유예할 수 있다.

#### ② 계좌의 독립적 관리 및 담보권 설정

사업시행자는 사업 수익을 최종 사업 정산까지 임의로 사용할 수 없도록 하기 위

하여 대주가 직접 사업 관련 계좌를 관리하여 대출채권의 상환안정성을 제고한다. 또한, 계좌내 자금의 인출순서를 통제하며, 대출원리금이 공사비 및 사업이익보다 선순위가 되도록 하고 있다. 한편, 대출금관리계좌, 분양수입금관리계좌, 운영계좌, 이자유보계좌 등 다양한 계좌가 사용되며, 모든 계좌에는 근질권을 설정한다.

### ③ 조기상환 절차의 통제

유동화증권의 기초자산인 대출채권을 조기상환하기 위해서는 일정 기한전에 조기상환 자금이 있음을 공지하고 조기상환의 의사를 통지하여야 하며, 조기상환 의사를 철회할 수 없도록 규정한다.

## 5. 기타 유동화구조

### 1) 분양수입 및 준공 후 미분양 담보 구조

부동산개발사업의 진행과정상 발생할 수 있는 각종 우발적인 위험요인은 불확실성이 높기에 많은 경우 부동산 PF 유동화는 시공사 등 외부기관이 신용보강을 제공하고 있다. 하지만, 우발적인 위험요소가 해결되었거나 충분히 통제되고, 사업실적이 양호한 것으로 판단되면 분양수입 및 완공된 물건의 처분에 의한 구조도 가능하다.

본 구조에서 시공사는 대출원리금이 전액 상환될 때까지 책임준공 등 추가 의무(미이행시 채무인수)를 부담하며, 시행사가 준공 시점까지 대출금을 상환하지 못하는 경우 미분양부동산을 담보신탁하여 신탁사가 처분기간(Tail Period) 동안 공매 등을 통해 처분하여 신탁수익을 유동화회사에게 지급하게 된다. 해당 구조는 사업 관련 위험을 시공사에 전적으로 의존하지 않는 구조로, 해당 사업의 위험 요소들에 대한 통제방안이 구체화되어야 한다.

#### 분양수입금 발생가능성

우선, 사업 관련 분양수입금의 발생가능성에 대한 판단이 중요하다. 분양계약이 체결된 세대를 중심으로 분양수입금의 발생가능성 관련 스트레스 테스트를 통하여 기초자산의 상환가능성을 평가한다. 이 때, 분양계약의 해지 가능성을 고려하여야 한다.

#### 사업시행자위험 통제

분양수입금의 발생가능성은 기초자산의 채무자인 사업시행자의 신용위험에 영향을 받지 않아야 한다. 이에 따라 사업시행자는 신탁계약을 체결하여 분양수입에 대한 채권과 분양수입계좌 등을 수탁자 명의로 개설하고 관리한다. 또한, 사업시행자의 신용도에 연계되는 신탁 관련 채권자 취소권(사해신탁) 문제, 채무재조정 문제 등에 대한 위험통제가 필요하다.

#### 완공위험 통제 및 담보권설정

완공위험은 시공사의 책임준공 의무 등으로 통제된다. 시공사의 책임준공 의무는 특정시점까지 공사를 완료해야 할 의무 외에 공사기간 중 예정된 공정률을 준수할 의무, 사업시행자의 문제로 인한 분양수입계좌에 대한 통제가 상실되지 않도록 할 의무, 완공 후 미분양 물건의 처분을 위한 담보권의 행사가 가능하도록 하자없이 소유권보전등기를 완료시켜야 할 의무, 수분양자의 분양계약 해지로 인한 기초자

산의 상환재원이 부족하지 않게 할 의무 등을 포함하고 있다.

## 시장위험 통제

시장위험 관련 개발사업의 예상 현금흐름을 분석해 분양률이 저조할 경우 공사비 지급을 제한하고 부동산 처분을 위한 신탁 및 우선수익권이 필수적으로 확보되어야 한다. 준공후 미분양물건의 가치는 준공건축물의 담보가치를 중심으로 접근한다. 담보가치는 감정평가 또는 사업성평가 보고서, 현장실사 등으로 파악한 시세 수준을 감안하며, 최종적으로 “일반담보부채권 평가방법론”을 적용하여 해당 건축물의 지역별, 물건별 특성을 반영한 경락율을 산정하고 이에 따른 기초자산의 상환가능성을 평가한다. 또한, 기초자산의 이자비용 등 유동화기간 중 소요되는 선순위비용을 감안한다.

완공 후 담보 물건의 처분 기간을 감안하여 tail period를 설정하여야 한다. 이 때 경매 혹은 공매의 처분에 소요되는 기간이 지역별, 물건별로 상이하므로 담보 물건의 특성을 고려하여 물건의 처분까지 소요되는 기간을 반영하며, 담보 물건의 매각 주기 및 가격 할인폭 수준을 관련 계약서에 반영하고 있다.

## 2) 담보대출확약

담보대출확약은 담보대출 실행 사유가 발생하고 선행조건이 충족된 경우 미분양 부동산 또는 신탁수익권 등을 담보로 하는 담보대출을 실행하며, 담보대출금으로 기존 PF를 상환하기로 사전에 약정하는 계약을 의미한다. 담보대출확약 구조에서는 사업시행자위험, 완공위험 및 시장위험을 고려한다.

## 사업시행자위험 통제

### ① 신탁계약의 효력에 대한 부인 가능성 (사해신탁)

신탁계약은 사업시행자의 신용위험을 담보자산으로부터 절연할 수 있기 때문에 담보대출확약 구조에도 활용된다. 다만, 신탁계약 이전에 존재하는 위탁자(시행사)의 타채권자에 의해 신탁자체가 부인될 가능성, 즉 사해신탁으로 판단되는 가능성을 배제할 수 없다. 신탁계약 체결 당시를 기준으로 위탁자가 채무초과(자본잠식)상태에 있고 신탁재산이 위탁자의 유일한 재산이라면, 신탁행위는 사해신탁으로 판단될 수 있기에 신탁계약만으로 위탁자(사업시행자)의 신용위험을 통제할 수 없다.

이와 같은 사해신탁에 의한 위험을 통제하기 위해서는 일반적으로 시공사 등의 신용보강을 통해 통제하고 있지만, 신탁행위가 사해행위가 아님을 객관적으로 확인하여 사해신탁 가능 여부를 판단할 수도 있다. 즉, 위탁자의 신탁 당시 기준 채무초과 상태를 확인하기 위하여 회계법인이 재무실사를 진행하고, 이에 근거한 법무법인의 법률의견에 따라 사해신탁에 해당될 수 있는지의 여부를 판단한다.

### ② 담보신탁 관련 위험

사업시행자가 신탁계약을 체결하여 위탁자의 신용위험으로부터 담보자산을 보호함에도 불구하고, 신탁수익권이 대출채권에 대한 담보로 제공되는 경우 “기업구조조정촉진법”에 의한 채무재조정 위험이 존재한다. “채무자 희생 및 파산에 관한 법률” 제567조에서는 채권자를 위하여 제공한 담보는 담보로서의 효력이 유지되

록 규정하고 있지만, 기업구조조정촉진법에는 이에 대한 명시적인 규정이 없기 때문에 주채무가 조정될 경우 제공된 담보는 부종성에 따라 재조정될 수 있다<sup>10</sup>.

이와 같은 위험을 통제하기 위하여 사업시행자가 기업구조조정촉진법에 따른 채권재조정의 대상이 되지 않도록 하기 위한 조치가 필요하다. 유동화회사가 주채권자의 지위를 유지하고, 사업시행자가 스스로 기업구조조정촉진법에 의한 워크아웃의 개시 신청을 원천적으로 막을 수 있다면, 해당 위험은 통제될 수 있다. 이를 위하여 유동화회사는 앞서 설명한 사업시행자 위험 통제 방안에 따라 사업시행자에 대한 의사결정 권한을 행사할 수 있다.

또는, “사업 및 대출약정서”의 ‘진술 및 보장’ 조항과 ‘준수사항’ 조항 등에서 추가적인 차입을 금지하며, 추가 차입을 위하여서는 대주의 동의를 득하도록 명시하고, 이를 위반할 경우 채무불이행 사유가 발생하도록 규정하며, 채무자가 이를 위반하여 채무재조정이 발생할 경우 신용보강자가 손해담보 등의 의무를 부담하도록 한다.

### ③ 신규 시행법인의 설립 및 통제

사해신탁에 의한 사업시행자 위험의 또다른 통제방안으로 신규로 설립된 사업시행자를 유동화회사가 통제하는 방안이 있다. 신규로 사업시행자를 설립하되 유동화회사가 사업시행자를 통제 가능한 범위로 주식을 출자 또는 취득하거나, 신규 설립 사업시행자의 주주에 주식에 대한 담보권(양도담보, 근질권, 신탁계약체결 등)을 설정하여 사업시행자에 대한 의사결정 권한을 취득한다. 이 경우 유동화회사는 신규 사업시행자에 대한 주주로서의 의결권을 확보하여야 한다. 이후 유동화회사는 추가 자금의 차입, 기타 사업의 추진, 담보권의 제공 등의 결정을 정관상 주주의 권한으로 설정하여 신규 사업시행자에게 타채권자가 발생하지 않도록 한다.

표 | 사업시행자 위험 통제 방안 예시

구 분	내 용
차입 관련 의사결정 권한 확보	- 유동화회사 앞 차주의 주식에 대한 양도담보(또는 근질권설정, 또는 금전채권신탁계약) 및 주주명부 명의 개서
대표이사의 대표권에 대한 통제	- 유동화회사의 대표이사 또는 유동화회사 관련 자를 사업시행자의 단독 또는 공동대표이사로 선임
추가차입 관련 사항에 대하여 정관에 기재	- 대주의 동의 없이는 차입행위/채무보증/신규사업 불가 - 정관 변경에 대해서는 주주총회 특별결의로 가능 - 정관 변경에 대해서는 주주총회 특별결의로만 가능하다는 내용을 차주의 법인등기부등본에 기재

다만, 신규 법인이 기존 사업시행자와 특수관계인이 되는 경우, 법인격부인과 관련된 위험이 발생할 수 있으므로, 기존 사업시행자 및 기존 사업시행자의 대주주

<sup>10</sup> 이는 앞서 신용보강에서 언급한 보증의 부종성과도 연계된다. 즉, 보증행위의 부종성에 따라 주채무의 채무재조정이 발생하는 경우 보증채무 또한 그에 따라 채무재조정 된다. 이에 따라, 보증행위에 있어서 채무재조정 발생 가능성을 검토하고, 이에 대한 보완이 필요하다.

등과는 독립적인 법인으로 설립하여야 하고, 법인격부인의 대상이 될 수 있는지를 검토하여야 한다.

### 완공위험 통제

담보대출확약구조에서 완공위험은 시공사의 책임준공 의무로 통제된다. 담보대출확약구조에서 책임준공의 범위는 일반적인 건축물 준공뿐만 아니라, 보존등기 완료 및 담보대출확약기관이 담보대출을 실행하는데 제한사항이 있다면 이를 모두 해소(담보제공의무)하는 것까지 포함한다.

예를 들어, 보존등기 완료 이후 담보물건에 대하여 타채권자에 의한 처분제한이 존재하면 이를 해소하여 온전한 담보권이 제공되도록 하여야 한다. 시공사가 이러한 책임준공이행 의무를 이행하지 못할 경우를 대비하여 통상적으로 시공사는 책임준공 미이행시 채무인수 의무를 동시에 부담한다.

### 시장위험 통제

사업이 준공된 이후에도 사업수익이 저조하여 사업 현금흐름으로 채무를 상환하지 못하는 경우, 담보대출확약기관의 담보대출금으로 PF 원리금을 상환하게 되므로, 담보대출확약 규정에서의 시장위험은 담보대출확약기관의 신용도 수준으로 통제된다.

담보대출의 실행을 위한 선행조건은 충분히 예측가능하고 통제가능 하여야 한다. 어떠한 인출선행조건도 담보대출의 실행이 지체되거나 거부될 수 없도록 구조화되어야 한다. 또한, 담보대출의 차주(또는 피확약기관)는 신용위험이 없는 신규법인 또는 유동화회사가 된다. 유동화구조에서 사업시행자의 신용위험이 통제되지 않을 경우, 담보대출확약기관으로부터 실행된 담보대출확약금액이 온전히 기초자산의 상환을 위하여 사용되지 못할 수 있으므로, 해당 위험을 통제하기 위하여는 신규법인이 설립되어야 한다.

#### ① 미분양부동산 담보대출확약

미분양부동산 담보대출확약 구조는 담보대출확약기관이 시공사의 책임으로 보존등기 완료되고, 담보권 실행에 제한이 없는 미분양 부동산을 담보물로 설정하여 기초자산을 상환하는 구조이다.

미분양부동산 담보대출확약기관은 시공사의 책임준공(담보제공의무를 포함함)이 이행된 이후, 선행조건이 충족되었다면 피확약기관에게 담보대출을 실행할 의무를 부담한다. 차주의 신용위험과 사업으로부터의 현금흐름은 유동화회사의 차주에 대한 통제, 신탁구조 등을 통하여 사전에 통제되고, 보존등기 완료와 제한물건 없는 담보제공은 시공사의 책임준공 의무에 포함된다.

또한, 차주의 신용위험 발생으로 인해 담보대출이 실행되지 않을 위험을 통제하기 위하여 유동화회사를 차주로 하는 담보대출확약을 체결하여 담보대출확약기관이 유동화회사에게 담보대출을 실행하도록 구조화 할 수 있다. 이 경우, 담보대출확약기관이 실행하는 담보대출금액은 유동화증권 미상환잔액이 되며, 담보대출의 실행시점은 유동화증권의 최종만기일이 된다.

## ② 수익권 담보대출확약

수익권 담보대출확약 구조에서는 담보대출확약기관이 미분양부동산이 아닌 신탁 수익권을 담보로 대출을 실행한다. 앞서 미분양부동산 담보대출확약 구조에서 설명한 바와 같이, 1종 수익권 담보대출확약에서도 완공위험은 시공사의 책임준공(보존등기 및 담보제공의무 포함) 및 미이행시 채무인수로 통제되고, 시장위험은 확약기관의 대출실행으로 통제된다.

## 3) 매매대금 반환채권 유동화<sup>11</sup>

매매대금 반환채권은 민법 제548조<sup>12</sup>에 기한 채권으로, 토지매매계약의 해제를 원인으로 하는 "장래채권"으로 볼 수 있다. 장래채권이란 아직 성립하지 아니한 채권, 즉 채권의 성립에 필요한 법률요건의 전부 또는 일부가 갖추어져 있지 않지만 장래 갖추어질 것으로 예상되는 채권으로서, 법률행위의 효력의 발생이나 소멸 또는 채무의 이행이 장래 발생할 것이 확실한 사실에 의존케 하는, 법률행위의 부관이 붙은 채권, 즉 기한부채권과 구별된다.

장래채권을 신용보강수단으로 활용하는 매매대금 반환채권 유동화구조에서 매매대금 반환채권을 양도담보로 제공하거나 신탁을 통하여 처분할 경우 장래채권의 양도가능성이 문제된다. 민법에는 장래채권의 양도에 관한 규정은 없으나, 대법원은 장래채권에 대하여 1) 현재 그 권리의 특정이 가능할 것, 2) 가까운 장래에 발생할 것임이 상당 정도 기대될 것이라는 두 가지 요건을 구비하는 경우 원칙적으로 장래채권의 양도가능성을 인정하고 있다<sup>13</sup>. 그러나 대법원은 "일반적으로 당사자간에 원상회복의무를 발생케 하는 계약의 해제는 특히 이례적이고 예외적인 것"이라고 하고 있어<sup>14</sup>, 매매계약의 해제로 인한 원상회복청구채권은 가까운 장래에 발생할 것임이 상당 정도 기대되는 채권이 아니라고 판단하고 있다<sup>15</sup>. 이 판례에 기초하면 매매계약의 해제는 이례적인 사건으로서 가까운 장래에 발생할 가능성을 기대하기 어렵다고 보아 매매계약의 해제로 인한 중도금반환채권의 양도는 원칙적으로 인정하지 않는 것으로 파악할 수 있다.

따라서, 양도담보나 신탁방식에서도 장래에 토지매매계약 해제사유가 발생하는 시점 이전까지는, 매매대금 반환채권이 가까운 장래에 발생할 것임이 상당 정도 기대될 가능성이 낮아 매매대금 반환채권의 양도가 부인되어 양도담보나 신탁이 인정되지 않을 수 있으므로, 이에 대한 위험통제가 필요하다. 통상적으로 유동화구

<sup>11</sup> 황창선, 홍성기, NICE신용평가 이슈리포트, "매매대금 반환채권 유동화구조 관련 신용평가 이슈", 2015.06.15

<sup>12</sup> 민법 제548조(해제의 효과, 원상회복의무) ① 당사자 일방이 계약을 해제한 때에는 각 당사자는 그 상대방에 대하여 원상회복의 의무가 있다. 그러나 제삼자의 권리를 해하지 못한다. ② 전항의 경우에 반환할 금전에는 그 받은 날로부터 이자를 가하여야 한다.

<sup>13</sup> 대법원 1991.6.25 선고 88다6358 판결

<sup>14</sup> 대법원 1982.10.26 선고82다카508 판결

<sup>15</sup> 그러나, 대법원은 이미 자금사정이 악화된 양도인에 대한 당보확보를 위한 방안의 하나로 양도인의 매매대금 반환채권 양도가 이루어졌고 양도일로부터 6개월도 되지 않아 양도인에게 부도가 발생한 사안에 대하여, 양도인의 거래은행인 양수인으로서 위 채권양도 당시에 이미 자금사정이 악화된 양도인의 부도가능성과 아울러 양도인이 더 이상 매매대금을 지급할 수 없게 됨으로써 매매계약의 상대방이 양도인과의 매매계약을 해제하고 그로 인하여 멀지 아니한 장래에 매매대금 반환채권이 발생할 것임을 상당 정도 예상할 수 있었던 것으로 볼 여지가 있다고 판시하여(대법원 1997. 7. 25. 선고95다21624 판결), 일정한 상황하에서는 제한적으로 매매계약의 해제로 인한 대금반환채권의 양도가능성을 인정하고 있다.

조에서는 아래에서 설명하는 위험통제 방안을 따르고 있다.

① 신규 SPC 설립을 통한 차주 통제 구조

매매대금 반환채권 양도부인의 발생은 매매대금 반환채권의 담보제공자 즉, 매매계약상 매매대금을 지급하는 매수인과 관련된 타채권자에 의하여 발생하게 된다. 이에 따라 매매대금 반환채권을 담보로 활용하는 유동화구조에서는 타채권자가 존재하지 않는 신규 시행법인을 설립하여 매매계약상의 매수자의 지위를 취득하게 된다. 즉, 기존 사업시행자가 매도인과 매매계약을 체결한 이후에 유동화 목적으로 신규로 설립된 신규 시행법인(사업SPC)에 매수인으로서의 지위를 이전한다.

이 때 신규로 설립되는 사업SPC는 앞서 사업시행자위험 통제에서 설명한 신규 시행법인의 설립 및 통제에 따라 설립되어 유동화회사의 통제를 받게 된다. 매수인의 지위이전과 관련하여서는 기존 매수인과 사업SPC간에 "권리의무승계계약"을 체결하여, 매수인으로서의 지위를 포괄적으로 신규 SPC가 이전받게 되는데, 이 때 기존 매수인의 권리의무이전 행위가 기존 매수인의 타채권자에 의한 채권자 취소권의 대상이 되지 않아야 한다. 이에 따라, 권리의무승계계약의 행사 시점에 기존 매수인의 채무초과상태가 아님을 회계법인의 재무실사를 통해 확인하고<sup>16</sup>, 이를 근거로 하여 법무법인이 제공하는 법률의견서를 통해 사해양도로 해석될 여지가 없음을 확인해야 한다. 만일, 매수인의 지위이전이 여러 단계를 거쳐서 이루어진다면 매 단계마다 권리의무를 이전하는 기존 매수인에 대하여 권리의무 이전시점을 기준으로 한 재무실사를 행하고, 각 단계별로 사해양도로 해석되지 않음을 확인하는 법률의견을 필요로 한다.

매매대금의 반환 관련 매도인과 사업SPC, 대주(유동화회사)간 사업SPC가 대출약정상 기한이익을 상실하는 경우 매도인은 매매대금을 대주에게 직접 반환하기로 하는 협약서를 체결하는데, 이는 일반적인 매매계약서에는 차주가 대출약정상 기한이익을 상실하는 경우 매매계약을 해제한다는 내용이 명시되어 있지 않기 때문이다. 한국토지주택공사 등이 금융기관과 체결하는 "분양대금 대출협약서"에서는 1) 차주가 대출약정상 기한이익을 상실하였음이 매도인에게 통지되고, 2) 차회차 분양대금 납입기일까지 분양대금이 납입되지 못하고 특정기간이 경과한 경우를 매매계약의 해제사유로 규정하고 있다. 이에 따라 유동화회사는 대출약정에서 신규SPC(차주)가 유동화회사에 대한 채무를 변제하지 못하는 경우 차회차 매매대금을 납입할 수 없도록 하고 있으며, 차회차 매매대금을 납부하지 못하는 경우를 기한의 이익 상실사유로 규정하여, 유동화회사가 실행한 대출금을 상환할 수 있는 별도의 자금이 확보되지 못할 경우 "분양대금 대출협약서"에서 규정하고 있는 매매계약의 해제사유가 발생하도록 연결하고 있다.

결과적으로 매수인의 타채권자에 의한 매매대금 반환채권의 양도부인 가능성이 통제되고 있는 가운데, 대출원리금이 상환되지 못할 경우 매매계약 해제에 기한 매매대금 반환대금을 매도인이 대주에게 지급하게 됨에 따라 기초자산의 상환가능성은 매도인의 신용도에 연결된다. 다만, 차주가 대출약정상 기한이익을 상실하

<sup>16</sup> 양도시점의 가까운 시기에 공시된 감사보고서가 있는 경우에는 해당 감사보고서 등을 근거로 재무실사를 생략할 수 있다.

는 경우에도 매매계약을 해제하고 이에 따라 매매대금 반환대금을 지급할 의무를 매도인이 추가적인 의무로 부담함에 따라 추가적인 의무 부담행위에 대한 매도인의 적법한 내부수권절차 여부를 확인할 필요가 있다.

#### ② 매도인의 지급금 채무

매매대금 반환채권과 별도의 지급금 채무를 매도인이 대주에게 부담하는 구조도 있다. 이 경우 토지매도인은 대주와 체결한 합의서에 따라 대출약정상 기한이익이 상실하는 경우 매매대금 반환채권의 양도가능성의 부인여부와 관계없이 약정된 금액을 전액 대주에게 직접 지급할 의무를 부담하게 되며, 이는 사실상 토지매도인의 별도 채무를 부담시키는 방법으로 장래채권 양도가능성의 법률위험을 통제하는 것이다. 다만, 이 경우 매도인이 매매계약서에 기한 매매대금 반환대금 지급 의무 외에 추가적인 의무를 부담하게 되므로, 매도인의 추가 의무 부담에 따른 적법한 내부수권절차 이행 여부를 확인할 필요가 있다.

#### ③ 기한부채권 구조

기한부채권 구조는 매매대금 반환채권을 불확실한 조건부 채권에서 장래 발생할 것이 확실한 기한부채권으로 변경하는 방법이다. 매매계약을 체결하는 시점에 매매계약의 해제예정일을 지정하여 해제예정일에 자동으로 매매계약이 해제되도록 하며, 이에 따라 해제예정일에 매도인은 예정되어 있는 매매대금 반환대금을 담보 계약에 따라 대주에게 지급하게 된다. 매매대금 반환채권을 양도가능한 채권화하므로 사업SPC를 신규로 설립하지 않아도 되나, 매매대금 반환채권을 금전채권신탁계약 등에 따라 담보로 제공하는 행위가 매수인의 사해행위가 아님에 대한 확인은 필요하다.

#### ④ 기타 장래채권에서의 적용

매매대금 반환채권의 담보 제공 또는 양도행위가 부인될 가능성은 매매계약의 해제 따라 발행하는 채권으로서 매매계약 해제를 전제로 하는 장래채권의 발생가능성이 높지 않다는 법리에 기인한다. 이를 적용한다면 기초자산의 담보로서 활용될 수 있는 일부 장래채권에 대해서도 동일한 방식의 통제방안이 필요하게 된다. 대표적인 예로서 예치금 반환채권과 해지시 지급금을 들 수 있다.

공원사업의 예치금 반환채권은 "도시공원 및 녹지 등에 관한 법률"상 "도시공원 부지에서의 개발행위 등에 대한 특례"에 따른 도시공원 사업의 자금조달과 관련된다. 사업시행자는 시행자지정요건을 충족하기 위하여 도시공원 부지매입비의 5분의 4이상을 현금으로 주무관청에 예치하여야 하며, 해당 예치금은 추후 토지보상비 등 사업비로 사용될 수 있다. 예치금을 조달하기 위하여 주무관청은 사업시행자 및 대주 등과 별도의 합의를 체결하며, 차주가 기한이익을 상실하는 경우 등의 사유가 발생하면 사업협약을 해제하고 예치금을 대주에게 지급하도록 하는 계약을 체결한다. 결과적으로 사업협약이 해제됨에 따라 지급되는 장래채권이라는 속성에서 매매대금 반환채권과 유사하다고 볼 수 있다.

BTO, BTL 등의 민자사업은 공사단계와 운영단계 기간 중 사업시행자와 주무관청의 업무 범위를 정하기 위하여 실시협약을 체결하는데, 통상적으로 사업비는 사업시행자가 자기자본 및 타인자본 등을 조달하여 충당하는 것으로 규정하고 있다.



이에 따라 사업기간 중 주무관청은 사업에 소요되는 비용을 부담하지 않는다. 하지만, 사업시행자의 귀책 등으로 실시협약이 해지되는 경우 주무관청은 실시협약을 해지하고 해지시점까지 발생한 사업비 상당액을 “해지시 지급금”으로 사업시행자에 지급하게 된다. 많은 경우 해지시 지급금은 사업시행자가 타인자본을 조달하는 과정에서 채권자에게 담보로서 제공되므로, 주무관청은 해지시 지급금을 채권자에게 직접 지급하기로 약정하고 있다. 해지시 지급금 또한 실시협약이 해지되어야만 발생할 수 있는 장래채권의 속성을 보이고 있으며, 결과적으로 매매대금 반환채권과 유사하게 발생가능성이 낮은 장래채권의 속성을 갖고 있다고 할 수 있다.

이에 따라, 예치금 반환채권 또는 해지시 지급금, 기타 계약의 해제 또는 해지에 의한 채권을 담보로 하는 경우에는 매매대금 반환채권과 동일한 방식의 위험통제가 필요한 것으로 판단된다.

#### 4) 사업수익에서 발생하는 현금흐름에 의한 유동화구조

BTO, BTL 등 민자사업은 건설기간 중 자기자본 및 타인자본으로 조달한 자금으로 공사비 등 사업비에 충당하고, 준공이후 운영기간 중에 발생하는 운영수입으로 PF 원리금을 상환하는 방식으로 운영된다. 이에 따라, 운영기간 중 사업수익에 의한 현금흐름으로 기초자산을 상환하는 유동화구조도 가능하다.

기초자산의 상환주체가 되는 사업시행법인은 해당 사업만을 위해 민간투자법에 의해 설립되며, 주주간의 주주협약에 따라 통제되고 운영된다. 이에 따라 사업시행법인의 주주구성 등을 고려하여 해당 사업시행법인이 주주 및 대주에 의해 충분히 통제가능한지 평가하여야 한다.

사업 관련 위험요소들에 대한 정성적 평가와 더불어 프로젝트 현금흐름 분석을 통해 원리금의 지급확실성에 대한 정량적 평가에 따라 평가한다. 실무적으로 프로젝트의 현금흐름에 영향을 미치는 각종 변수를 도출하고 사업성보고서에 근거한 재무모델을 분석하게 된다. 재무모델을 근거로 운영수입과 제반 비용 및 원리금 상환계획 등을 기초로 Base Case의 현금흐름을 추정한 후, 수입과 지출에 영향을 미치는 변수들(생산물 가격의 하락, 원재료 및 에너지가격의 변동, 이자율/환율/물가 상승률의 변동 등) 분석하여 민감도 분석 및 스트레스 테스트를 실시한다.

이와 같이 현금흐름을 추정한 후, 각 시나리오별 부채상환비율(Debt Service Coverage Ratio, DSCR)을 분석하며, 당기 비율, 누적 비율, 최저 비율, 평균 비율 등 다양한 방식으로 산출하여 다각도로 검토한다. 산출된 부채상환비율을 기초로 사업시행법인의 자본구조와 부채 간의 순위, 사업 관련 주요 계약 내용, 사업 전반의 구조 등을 종합적으로 고려하여 신용보강수준 및 유동성공여 수준 등의 적정성을 검토한다. 한편 정부기관이 실시협약을 통해 재정적 지원을 제공하는 경우, 이를 고려한 현금흐름을 분석한다.

다만, 현금흐름분석의 결과만으로는 미래의 예측치에 대한 불확실성이 존재하므

로, 생산물 장기구매계약, 원재료 공급계약, 출자자 약정서 등 사업 관련 약정서와 사업의 전반적인 구조를 종합적으로 고려하여 Project Finance 원리금의 지급확실성을 평가한다.