



저작자표시-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

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

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



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](#)

碩士學位論文

부동산펀드와 관리형토지신탁의
결합을 통한 부동산개발금융
활성화 방안



漢城大學校 不動產大學院

不動產投資金融專攻

金 千 載

碩士學位論文
指導教授 李龍萬

부동산펀드와 관리형토지신탁의
결합을 통한 부동산개발금융
활성화 방안

A Study on Project Financing by Combination Of
Managed Real Estate Trust and Real Estate Fund



漢城大學校 不動產大學院

不動產投資金融專攻

金 千 載

碩士學位論文
指導教授 李龍萬

부동산펀드와 관리형토지신탁의
결합을 통한 부동산개발금융
활성화 방안

A Study on Project Financing by Combination Of
Managed Real Estate Trust and Real Estate Fund

위 論文을 不動產學碩士學位論文으로 提出함

2009年 6月 日

漢城大學校 不動產大學院

不動產投資金融專攻

金 千 載

金千載의 不動産學碩士學位論文을 認准함

2009年 6月 日



審査委員長 _____ (印)

審査委員 _____ (印)

審査委員 _____ (印)

<목 차>

| | |
|---|----|
| 제 1 장 서론 | 1 |
| 제 1 절 연구의 배경 및 목적 | 1 |
| 제 2 절 연구의 대상, 방법, 범위 및 구성 | 2 |
| 제 3 절 선행 연구 검토 | 4 |
| | |
| 제 2 장 부동산펀드 및 토지신탁의 개요 | 8 |
| 제 1 절 부동산펀드의 개념 | 8 |
| 1. 부동산펀드란? | 8 |
| 2. 부동산펀드의 목적 | 9 |
| 3. 부동산펀드의 연혁 | 10 |
| 4. 집합투자기구의 개요 | 11 |
| 5. 부동산펀드의 현황 | 19 |
| 제 2 절 토지신탁의 개념 및 신탁업계 현황 | 22 |
| 1. 토지신탁의 개념 | 22 |
| 2. 토지신탁의 장점 | 23 |
| 3. 토지신탁의 구분 | 24 |
| 4. 부동산 신탁업계 현황 | 26 |
| | |
| 제 3 장 개발금융(PF)과 부동산펀드 | 29 |
| 제 1 절 개발금융(PF) 에서의 부동산펀드 | 29 |
| 제 2 절 개발금융(PF) 부동산펀드의 문제점 | 30 |
| 1. 시장 측면 | 30 |
| 2. 제도 측면 | 32 |
| 3. 운영 측면 | 34 |
| | |
| 제 4 장 관리형토지신탁과 부동산펀드의 결합을 통한 개발금융 (PF) | 39 |

| | |
|--|----|
| 제 1 절 관리형토지신탁의 개념 | 39 |
| 1. 관리형토지신탁의 특징 | 39 |
| 2. 부동산 개발사업에서 관리형 토지신탁의 적용 | 44 |
| 제 2 절 부동산펀드와 관리형토지신탁의 결합에 의한 사업구도 | 50 |
| 1. 시행사의 워크아웃/부도 등 | 50 |
| 2. 부실사업장의 정상화 | 53 |
| 3. 신규 PF개발사업 | 56 |
| 4. 택지 개발지구 내 사업 | 58 |
| 5. 관리형토지신탁과 부동산펀드의 결합을 통한 개발사업 리스크관리 | 61 |
| | |
| 제 5 장 결 론 | 63 |
| | |
| 참 고 문 헌 | 66 |
| | |
| ABSTRACT | 68 |



HANSUNG
UNIVERSITY

<표 목 차>

| | |
|--|----|
| <표 2-1> 부동산 간접투자 상품의 도입 연혁 | 10 |
| <표 2-2> 간접투자기구의 종류 | 12 |
| <표 2-3> 자본시장통합법상 펀드(집합투자기구)의 종류 | 13 |
| <표 2-4> 펀드의 종류별 운용대상 자산 규제 현황 | 14 |
| <표 2-5> 부동산 펀드의 유형 분류 | 15 |
| <표 2-6> 부동산 펀드의 투자기간별 분류 | 16 |
| <표 2-7> 부동산 펀드 유형별 운용관리회사 | 16 |
| <표 2-8> 위험과 수익 차원에서의 부동산 펀드의 분류 | 17 |
| <표 2-9> 부동산투자회사와 부동산펀드의 비교 | 18 |
| <표 2-10> 부동산펀드 연도별 누적 수탁고 | 20 |
| <표 2-11> 주요 부동산펀드 운용사별 설정 현황(상위 10개사) | 21 |
| <표 3-1> 부동산 펀드의 PF구조 | 30 |
| <표 3-2> 부동산펀드의 위험 | 37 |
| <표 4-1> 담보신탁 vs. 관리형 토지신탁의 비교 | 41 |
| <표 4-2> 관리형 토지신탁 vs. 차입형 토지신탁의 비교 | 43 |
| <표 4-3> 담보신탁 vs. 관리형 토지신탁 vs. 차입형 토지신탁의 비교 | 43 |
| <표 4-4> 신탁계약체결로 인한 당사자별 지위 | 45 |
| <표 4-5> 관리형 토지신탁에서의 각 당사자의 업무 | 46 |
| <표 4-6> 관리형 토지신탁에서의 신탁회사 업무 범위 | 47 |
| <표 4-7> 신탁계약 후 당사자별 지위(택지개발지구) | 52 |
| <표 4-8> 사업단계별 채권회수 방법 | 53 |
| <표 4-9> 사업단계별 리스크 및 관리형토지신탁의 적용 | 61 |

<그림 목 차>

| | |
|---|----|
| <그림 2-1> 부동산 관련 펀드 설정액 추이 | 21 |
| <그림 2-2> 2008년 부동산펀드 수익률 추이 | 21 |
| <그림 4-1> 관리형 토지신탁 업무 흐름도 | 48 |
| <그림 4-2> 관리형토지신탁 일반구조도 | 49 |
| <그림 4-3> 부동산 펀드를 통한 공사비 조달 구도의 관리형 토지신탁 | 52 |
| <그림 4-4> 부실사업장의 정리(부동산펀드와 관리형토지신탁의 결합) | 55 |
| <그림 4-5> 부동산 펀드와 관리형토지신탁을 활용한 PF | 57 |
| <그림 4-6> 관리형 토지신탁 계약관계도 | 60 |



HANSUNG
UNIVERSITY

제 1 장 서 론

제 1 절 연구의 배경 및 목적

과거 우리나라의 부동산 자산시장은 자본 시장과는 엄격히 구분 되어 발전이 되어왔다. 7,80년대 경제발전의 시대에는 일반 상업은행으로 대표되던 자본 시장이 모든 산업자본에 대해 중요한 자금원천으로 작용되면서 정부의 지원과 비호아래 그들만의 막대한 시장을 형성해 나갔다.

1997년 IMF이후, 이러한 자본시장과 자산시장간의 벽은 일시에 허물어지게 되었다. 이미 그 기반이 취약해진 두 시장은 서로 융합하기 시작하였고 여러 가지 제도적 장치들은 그것을 뒷받침해 주었다. 1998년 “자산유동화에관한법률”은 당시 두 시장의 결합을 더욱 촉진시키는 대표적 제도가 되었다. 그 후, 많은 법들이 제정되고 개정되면서 2004년 4월에는 “간접투자자산운용업법”이 시행되기에 이른다. 제도권 안에서 사용되고 있는 방법으로 이미 간접투자의 형태가 보편화 되어있으며, 간접투자제도의 핵심형태 역시 부동산펀드이다.

이러한 부동산 펀드는 자본시장통합법의 시행으로 수많은 간접투자상품 중의 하나의 집합투자기구 영역으로 자리매김하여 더욱 다양해지고 발전할 것으로 보인다.

그러나 국내에 부동산 펀드가 도입된 지 수년이 흘렀음에도 현재의 부동산 펀드는 개발형 위주에서 완성 건물의 매입을 통한 운용 및 매각차익 수익에 초점이 옮겨가고 있다.

따라서 개발형 부동산 펀드를 통한 부동산개발금융(Project Financing/이하 PF)의 활성화를 위해 부동산개발과정에서 직면하는 수많은 문제점을 인지하고 그 해결 방안을 모색할 필요가 있다.

더구나 2008년 미국발 금융위기는 국내 금융시장은 물론 부동산 개발 금융시장에도 적지 않은 영향을 주었다. 잘 나가던 부동산 펀드시장은 물

론 PF시장 자금조달에 한기가 몰아쳤다. 지방을 중심으로 한 미분양의 증가는 건설사는 물론 금융기관의 PF부실화를 가져왔고, 이런 상황에서 PF여신은 더욱 위축되고 축소되고 있다.

이러한 시대적 상황 즉, 자본시장통합법의 시행 및 금융상품 소비자의 인식 변화로 인한 부동산펀드의 다양한 수요가 많아질 것으로 예상되고, 투자활동을 통해 금융이 부동산개발시장에서 주도권을 가지는 환경의 변화가 예상된다.

하지만 부동산펀드는 부동산개발 노하우 및 관리능력 부족으로 사업 현장에서 많은 위험에 노출된다. 효과적인 위험 관리를 통해 이러한 각종 위험으로부터 조금이라도 위험을 줄이는 방법중의 하나로 신탁회사를 통한 관리형토지신탁을 결합해 보고자 한다.

부동산 개발관련 금융시장이 전반적인 침체기를 맞이하였으나, 오히려 이러한 시장상황을 기회삼아 시공사의 신용공여에 지나치게 의존하는 PF방식에서 벗어나 부동산 펀드를 통한 간접투자상품을 활성화 시키는 수단으로써, 관리형토지신탁을 접목하여 사업의 안정성을 확보하고 사업자금의 투명한 관리를 위해 전문 인력에 의한 사업관리를 통한 부동산펀드의 운용 활성화를 제안하고자 한다.

본 논고에서는 부동산투자방법중에 간접투자의 대표적인 모습인 부동산펀드의 활성화를 위한 관리형토지신탁과의 결합한 사업구도에 대해 기술하기로 한다.

제 2 절 연구의 대상, 방법, 범위 및 구성

부동산펀드의 범주 안에 들어갈 수 있는 상품들은 우리나라시장에서 부동산간접투자제도 안에서 이루어졌던 은행부동산투자신탁(신탁업법)과 CR-REITs(부동산투자회사법), 그리고 부동산간접투자기구(간접투자자산운용업법)가 있었다.¹⁾ 이 중 간접투자자산운용업법이 2009년 2월 시행된

1) 부동산간접투자제도의 효시로서 현재 9개사가 시장에서 활동하고 있는 부동산신탁회사가 있다. (1991년 신탁업법에 의한 부동산신탁회사 설립)

자본시장통합법으로 흡수 통합되어 운용되고 있다.

이에 따라 본 논문에서 대상으로 하는 부동산펀드상품의 기구는 자본시장 통합법상의 집합투자기구(부동산펀드)를 사용하는 것으로 한다.²⁾

이러한 부동산 펀드의 내용 및 현황분석을 통해 개략적인 면을 살펴보고 최근의 금융환경 속에서 극도로 위축된 자금조달 시장을 돌파하기 위한 다양한 사업구도를 모색한다.

선행연구를 비롯한 문헌 조사, 실제 시장에서 진행된 사례들의 분석, 시장 참여자들의 면담 등의 방법을 통해 연구의 목적에 접근하고자 한다.

본 연구에서 다루는 범위는 다음과 같다.

첫째, PF로써의 부동산 펀드를 알아보고 그에 관한 개념을 정립한 후 그 종류 및 현황, 개발금융의 적용 등을 살핀다.

둘째, 관리형토지신탁의 개념을 정립하고 실제 시장에서의 적용사례를 통해 부동산펀드와의 결합이 어떠한 시너지 효과를 낼 수 있는지 살펴본다.

셋째, 지금까지의 시공사 중심의 위험부담을 부동산펀드를 통한 금융기관과 어떠한 식으로 분배할 수 있는지 적용 가능한 사업구조를 제시한다.

넷째, 부동산개발사업 과정에서의 위험과 관련하여 관리형 토지신탁을 이용하여 어떤 리스크로부터 자유로워 질 수 있는지 살펴본다.

다섯째, 관리형토지신탁과 부동산펀드의 결합을 통한 PF의 사례가 될 수 있는 사업구도를 모색해 본다.

본 연구에서 제시한 방법은 특이한 것이 아니라 실제 시장에서 적용하는 방법을 보다 이론적인 잣대와 사례를 가지고 접근하여 체계를 정립해보고자 하는데 있으며 향후 시장에서 이러한 방법을 통하여 부동산펀드를 통한 개발금융을 활성화하고 부동산신탁의 제도 및 전문 인력을 통해 효율적인 개발 금융 방식으로 정착시키고자 하는데 있다.

본 연구의 구성은 다음과 같다.

2장에서는 부동산펀드 및 토지신탁의 개념 및 현황, 장단점의 연구를 통

2) 간접투자자산운용업법의 시행이후 은행의 부동산투자신탁은 운용상의 상대적 비효율성으로 인하여 부동산간접투자기구로 흡수되었으므로 현재시점에서의 기구는 CR-REITs와 부동산간접투자기구(자본시장통합법상의 집합투자기구)로 양분화가 되어있다.

해 이론적 기반을 확립하고자 하였다.

3장에서는 PF 부동산 펀드의 개념 및 시장 내에서의 문제점을 연구하였다.

4장에서는 관리형토지신탁과 PF부동산 펀드의 결합을 통한 장점과 적용 가능한 구도 및 방법들을 연구하였다.

5장에서는 결론으로 앞서 본 연구에서 제안하고자 하는 사업구도의 의미와 방법을 요약하고 연구자의 결론을 제시하였다.

제3절 선행연구의 검토

부동산 펀드에 관한 발전방향, 활성화방안, 다변화방안 및 자본시장통합법의 시행에 따른 PF시장의 연구 등과 기존 PF 방식의 문제점과 발전방향 등의 다양한 연구가 있었고, 관리형토지신탁과 PFV의 겸용 가능성에 대한 연구 등이 있었다.

강계인(2007)³⁾은 부동산펀드의 발전방향으로 제도적인 측면에서 1)세제 지원으로 경쟁력 있는 부동산투자시장을 육성한다. 2) 투자는 자기책임하에서 이루어지지만 최소한의 투자금은 보장하는 제도와 손해가 나면 운용사에도 수익이 줄어드는 상품의 구성이 필요하다. 3) 일시적으로 현혹시키는 상품이 아니라 투자자가 계속 투자하고 싶고 위험도 적도록 주변사항을 충분히 고려한 상품의 출시가 필요하다. 4) 투자자의 신뢰를 위해 장기적인 관점에서 인력의 양성과 자산관리 시스템이 필요하다. 고 투자방안을 제시하였다.

서민호(2006)⁴⁾는 기존 부동산 프로젝트파이낸싱 구조 개선과 사업위험 분담, 프로젝트파이낸싱의 시점 및 요건의 강화 등에 개선안과 전문컨설팅

3) 강계인(2007) “부동산펀드의 발전방향에 관한 연구”. 동의대학교 경영대학원 석사학위논문

4) 서민호(2006) “부동산개발 프로젝트 파이낸싱 제도의 문제점 분석과 발전 방안”, 연세대학교 경제대학원 석사학위논문

기관 및 전문인력 확보, 공영개발방식의 택지공급 확충, 외국금융기관과의 연계 등 몇 가지 활성화 방안을 제시하였다.

박민규(2006)⁵⁾는 간접투자자산운용업상의 제도에 대하여 알아보고 부동산 투자 대안으로 간접투자운용법상의 건전한 투자로서 부동산 시장에서 새로운 투자대안으로 간접투자운용법상의 건전한 산업자본으로 활용되어질 수 있으며 자본시장 통합법이 부동산 측면 간접투자상품에 어떠한 영향을 미칠 것인지, 부동산금융 활성화에 기여할 수 있는가를 살펴보고 부동산펀드를 중심으로 부동산 간접투자시장에서의 활성화 방안을 모색하였다.

원구연(2005)⁶⁾은 첫째, 사모펀드의 장점으로 부동산 시장에서의 새로운 투자대안으로서 부동산간접투자운용법상의 사모펀드가 건전한 산업자본으로 활용되어질 수 있으며 부동산 측면에서는 건설, 개발업 또는 임대업에서의 공급자 금융의 활성화에 기여할 수 있음을 확신하며 사모펀드를 중심으로 부동산 간접투자시장에서의 활성화 방안이 꼭 필요하다고 강조하고 있다.

김병철(2005)⁷⁾은 이제 막 자리를 잡기 시작하는 부동산펀드를 점진적으로 다변화 시키는 작업을 통해 투자자에게 다양한 수익률과 수익상품을 선택할 수 있는 기회를 제공하여야 하며, 그 다변화의 내용으로 1)중소형 오피스빌딩 임대사업형펀드, 2)대형쇼핑센터개발 임대사업형펀드, 3)상업시설개발에 대한 PF형 펀드, 4)해외부동산투자형 펀드를 제시하였다. 이로써 투자자와 운용사는 안정적인 수입과 경험을 축적하고 우량한 부동산의 자산의 옥석이 자연스럽게 가려진다고 주장 하였다.

5) 박민규(2006) “부동산 간접투자상품의 설립구조 및 향후 발전방향에 관한 연구”, 성균관대학교 경영대학원 석사학위 논문

6) 원구연(2005) “간접투자자산운용법상의 사모펀드 활성화 방안에 관한 연구”, 건국대학교 부동산대학원

7) 김병철(2005) “한국부동산펀드의 다변화방안에 관한 연구:부동산간접투자기구의 활용을 중심으로”, 건국대학교 부동산대학원

이현석(2008)⁸⁾은 부동산의 펀드의 발전과정과 정의를 정리하고 유형별 특징을 살핀 후 부동산 펀드의 구조와 내용 및 자본시장통합법에 시행에 따라 부동산펀드의 변화를 분석하였고, 부동산 펀드 시장의 현황, 관련된 법규 및 제도의 변화를 살펴봄으로써 부동산 펀드를 중심으로 한 간접투자 시장의 발전방향 및 개선방안을 제시하고 있다.

윤동진(2008)⁹⁾은 국내 부동산간접투자시장의 현황을 개괄하고 그 중 PFV시장에 대한 세부분석을 통해 국내 PFV시장과 신탁사의 연관성을 도출하고 PFV사업과 관리형토지신탁의 겸업 가능여부를 타진해 PFV가 소유하고 있는 부동산을 신탁사에 신탁하면서 부동산 개발 사업에 대한 업무 등을 신탁사에게 위탁하는 ‘관리형토지신탁’계약을 체결하는 것이 법인세법이 정한 PFV의 설립요건에 충족하여 세제상 혜택을 볼 수 있는지 여부를 연구한 바, PFV가 신탁회사와 관리형토지신탁 계약을 통해 사업을 진행하는 경우 실질적으로 부동산개발사업의 업무수행은 위탁자가 수행하는 것이라는 점에서 PFV가 사업주체가 아니라고 단정할 수 없으며, 신탁업법에 따라 금융위원회로부터 부동산신탁회사가 영위할 수 있는 영업으로서 인가받은 합법적인 제도라는 점, 세법의 일반원칙인 실질과세원칙에 비추어 특정사업에 자산을 운용하는지 여부는 실질적인 사업형태 등을 고려하여 판단하여야 하는데, 관리형토지신탁의 경우 사업자금 조달이 신탁회사가 아닌 PFV 등에 의하여 이루어진다는 점에서 형식상 신탁회사가 사업주체가 될 뿐 실질적인 사업주체는 PFV라는 점 등을 고려할 때,

PFV가 관리형 토지신탁계약을 체결하고 부동산 개발 사업을 진행한다고 하더라도 법인세법상 세제혜택을 받는 데는 문제가 없을 것이라고 판단하여 관리형토지신탁과 PFV의 겸용이 가능하다는 결론을 내렸다.

8) 이현석(2008) “부동산 펀드” 『한국의 부동산금융』, 건국대학교출판부

9) 윤동진(2008) “PFV와관리형토지신탁의겸용”, 한국외국어대학교 경영대학원 국제금융 석사학위논문

김형래(2009)¹⁰⁾는 자본시장통합법의 시행에 따른 현재의 문제점과 향후 부동산 프로젝트파이낸싱과 자본시장통합법의 시행에 따라 부동산펀드에 규제완화 및 투자자보호 등의 시스템과 맞물려서 부동산펀드를 이용한 프로젝트파이낸싱의 변화 및 활용방안을 제시하였다.

이상과 같은 기존의 논문과 각종보고서, 관련서적, 정기간행물, 통계자료, 보도자료, 관련 법령집, 인터넷 자료등을 바탕으로 부동산 펀드 및 개발금융 시장의 부동산 펀드 활성화를 위한 방안들을 생각해 보고, 특히 최근 불거진 금융위기 및 건설사 구조조정과 관련하여 이러한 시장 상황에 따라 시행사 리스크 확대에 의한 관리형 토지신탁을 이용한 사업구도를 모색해 보고, 시공사 신용공여 위주의 개발금융 방식에서 벗어나 부동산펀드를 비롯한 금융권이 주도하는 개발 사업에서의 신탁회사의 기능 및 역할 확대를 모색해 보고자 한다.



10) 김형래(2009) “자본시장통합법 시행에 따른 부동산PF시장의 변화에 관한 연구-부동산 펀드를 중심으로”, 한성대학교 부동산대학원 석사학위논문

제 2 장 부동산펀드 및 토지신탁의 개요

제 1 절 부동산펀드의 개념

1. 부동산 펀드란?

2004년 1월부터 발효된 간접투자자산운용업법은 기존의 증권투자신탁업법 및 증권투자회사법을 통합한 법이다. 즉, 투자자로부터 모은 자금을 신탁 혹은 Paper Company 형태로 운용하고, 이로부터 얻은 수익을 투자자에게 배분하도록 하여 간접투자 활성화를 지원하는 법률이다.

이는 2009년 2월 시행된 ‘자본시장과 금융투자업에 관한 법률’로 흡수되어 그 형식 및 투자대상 자산 등에서 부동산간접투자기구를 보다 확대하게 되었다.

부동산펀드(Real Estate Fund)는 다수 투자자들로부터 자금을 모아서 공동기금(Fund)을 조성하여, 전문적인 투자기관(자산운용 또는 관리회사)이 부동산, 부동산관련 대출 또는 유가증권 등에 투자하여 그 운용성과에 따라 수익을 분배하여 주는 간접투자상품, 혹은 회사(Corporation) 또는 투자신탁(Business Trust)을 의미한다.

부동산 펀드는 넓은 의미와 좁은 의미로 나누어 정의할 수 있다. 넓은 의미의 부동산 펀드는 Reits라고 불리는 부동산투자회사법 상의 부동산투자회사와 자본시장통합법상의 집합투자기구, 그리고 외국계 투자펀드 등을 포괄한다. 일반적으로 외국에서 말하는 부동산 펀드는 넓은 의미를 지칭하며 대표적 상품으로 리츠를 꼽는다. 우리나라에서 좁은 의미로 말할 때 부동산펀드는 간투법상의 부동산간접투자기구만을 의미한다. 본 논문에서 부동산 펀드는 대부분 집합투자기구 중 부동산 펀드만을 의미한다.

2009년도부터 자본시장통합법이 시행됨에 따라 간접투자자산 운용업법이 폐지되고, 자본시장을 규율하는 여러 법률을 통합하고 정비하여 포괄주의 규율체계를 채택함으로써 모든 금융투자상품을 실질이 동일한 금융기

능은 동일한 규율체계를 도입하여 경제적 실질이 동일한 금융기능은 동일하게 규율하는 체계로 전환하고자 함이다. 금융투자업무의 범위를 확대하여 금융투자업 간의 겸영을 허용한다. 또한 자산운용에 제한이 없는 혼합자산 펀드도 허용된다. 결국 투자자 보호를 선진국 수준으로 강화하는 것을 목적으로 한다.

자본시장통합법에서는 간접투자기구(집합투자기구)를 확대하여 민법, 상법 등 현행법상 설립 가능한 모든 기구를 활용하여 간접투자(집합투자)가 이루어질 수 있도록 하였다. 현행 간접투자법상 간접투자기구는 투자신탁, 투자회사(주식회사), 사모투자전문회사(합자회사:PEF)로 한정되어 있으나, 자본시장통합법에서는 이들뿐 아니라 유한회사, 공모방식의 합자회사, 상법상의 익명조합, 민법상의 조합 등도 집합투자기구의 형식으로 활용할 수 있다.¹¹⁾

2. 부동산펀드의 목적

부동산펀드는 전문가에 의한 간접투자를 통해 일반 국민이 부동산에 투자할 수 있는 기회의 확대와 부동산에 대한 건전한 투자의 활성화를 통해 부동산산업의 발전과 동시에 자본시장에서 상품의 다양화를 목적으로 한다.

자산운용산업에 대한 규제쇄신을 통한 경쟁과 혁신을 유도하고 투자자 보호장치 강화를 통한 투자자 신뢰의 회복을 목적으로 제정하였다. 개별법에 산재되었던 자산운용업을 자산운용업법으로 통합하였다. 본 간투법에 의해 기존 투신운용사와 자산운용사의 자산운용 대상이 주식, 채권위주의

11) 동법 9조 18 항. 1. 집합투자업자인 위탁자가 신탁업자에게 신탁한 재산을 신탁업자로 하여금 그 집합투자업자의 지시에 따라 투자·운용하게 하는 신탁 형태의 집합투자기구(이하 "투자신탁"이라 한다) 2. 「상법」에 따른 주식회사 형태의 집합투자기구(이하 "투자회사"라 한다) 3. 「상법」에 따른 유한회사 형태의 집합투자기구(이하 "투자유한회사"라 한다) 4. 「상법」에 따른 합자회사 형태의 집합투자기구(이하 "투자합자회사"라 한다) 5. 「민법」에 따른 조합 형태의 집합투자기구(이하 "투자조합"이라 한다) 6. 「상법」에 따른 익명조합 형태의 집합투자기구(이하 "투자익명조합"이라 한다) 7. 경영권 참여, 사업구조 또는 지배구조의 개선 등을 위하여 지분증권 등에 투자·운용하는 투자합자회사로서 지분증권을 사모로만 발행하는 집합투자기구(이하 "사모투자전문회사"라 한다)

유가증권에서 부동산 등 실물자산까지로 확대함으로써 우리나라 투자자산 운용을 총괄하는 법으로서 자리매김하였다.

금융상품 개발과 운용에 대한 규제를 과감히 줄여 글로벌 경쟁력을 갖춘 금융기관의 대형화를 유도한다는 취지의 ‘자본시장과 금융투자업에 관한 법률’이 시행되면서 부동산간접투자기구의 다양화와 영역 확대가 예상된다.

3. 부동산펀드의 연혁

자본시장과의 연계가 급속히 진행되고 있는 부동산 시장에서 간접투자의 확대는 세계적인 추세이다. 부동산 간접투자제도의 효시는 1991년 신탁업법에 의해 도입된 부동산 신탁제도라고 할 수 있다. 본격적인 부동산의 간접투자 시대는 2000년대에 들어서 부동산투자회사와 부동산간접투자기구의 등장으로부터라고 하겠다. 우리나라 시장에 등장한 부동산간접투자제도의 연혁은 다음과 같다.

<표 2-1> 부동산 간접투자 상품의 도입 연혁

| 연도 | 관련법규 | 간접투자상품 |
|-------|--------------|------------------|
| 1991년 | 신탁업법 | 부동산 신탁(자산신탁)도입 |
| 1998년 | 신탁업법 | 은행 부동산신탁 도입 |
| 1998년 | 자산유동화에 관한법률 | 자산유동화증권(ABS) 도입 |
| 1999년 | 주택저당채권유동화회사법 | 주택저당채권(MBS)도입 |
| 2001년 | 부동산투자회사법 | 부동산투자회사(Reits)도입 |
| 2004년 | 간접투자자산운용업법 | 부동산간접투자기구(REF)도입 |
| 2007년 | 부동산투자회사법 | 개발전문 부동산투자회사 도입 |
| 2009년 | 자본시장통합법 | 간접투자기구 => 집합투자기구 |

자료: 이현석(2008) “부동산펀드” 『한국의 부동산금융』, 서울 : 건국대학교출판부, p.190

4. 집합투자기구의 개요

1) 간접투자기구

자본시장과 금융투자업에 관한 법률¹²⁾ 시행전의 법률인 간접투자자산운용업법¹³⁾ 상의 '간접투자기구'는 투자자로부터 자금 등을 모아서 여러 가지 자산에 운용하고 그 결과를 투자자에게 귀속시키는 간접투자를 수행하기 위한 기구로서 투자신탁(수익증권)과 투자회사(뮤추얼펀드)를 말한다. 모든 투자자산은 이 '간접투자기구'안에서 운용이 된다.

간접투자 자산운용업법에서는 운용대상 자산의 종류에 따라 간접투자기구의 종류를 '증권간접투자기구', '파생상품간접투자기구', '부동산간접투자기구', '단기금융간접투자기구', '실물간접투자기구', '재간접투자기구', '특별자산간접투자기구' 7가지로 분류하였다.

<표 2-2> 간접투자기구의 종류

| 구 분 | 내 용 |
|------------|---|
| 증권간접투자기구 | <ul style="list-style-type: none"> 투자증권과 파생상품, 수익증권에 주로 투자 파생상품은 헷지거래 목적으로 주로 활용하고, 투기거래는 Exposure기준으로 신탁재산의 일정 부분까지 허용 |
| 파생상품간접투자기구 | <ul style="list-style-type: none"> 파생상품에 주로 투자 투기거래는 Exposure기준으로 신탁재산의 100%까지 |

12) 정식 명칭은 '자본시장과 금융투자업에 관한 법률'이며, 자본시장통합법 또는 이를 줄여 자통법이라고도 한다. 종전의 증권거래법과 선물거래법, 간접투자자산운용업법, 신탁업법, 종합금융회사에 관한 법률, 한국증권선물거래소법 등 자본시장과 관련된 6개 법률을 통합하여 제정된 법률로서 2007년 8월 3일 공포되어 2009년 2월 4일부터 시행되었다. 총칙, 금융투자업, 증권의 발행 및 유통, 불공정거래의 규제, 집합투자기구, 금융투자업 관계기관, 한국거래소, 감독 및 처분, 보직, 벌칙 등 총 10편 449조와 부칙으로 이루어져 있다.

13) 간접투자기구의 구성과 자산운용 및 투자자 보호에 필요한 사항을 규정함으로써 자본시장의 간접투자를 활성화하기 위해 제정한 법(2003. 10. 4, 법률 6987호) 2007년 8월 3일 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(법률 8635호)의 제정으로 2009년 2월 폐지, 대체되었다.

| | |
|------------|--|
| | 허용 |
| 재간접투자기구 | · Fund of Funds로 알려진 상품으로 수익증권에 주로 투자 |
| 부동산간접투자기구 | · 부동산과 지상권, 전세권, 임차권 등 부동산의 사용에 관한 권리에 주로 투자 |
| 단기금융간접투자기구 | · 기존에 MMF로 알려진 상품으로 투자증권과 수익증권에 투자하는 간접투자기구로 초단기 금융상품 |
| 실물간접투자기구 | · 실물자산에 주로 투자 |
| 특별자산간접투자기구 | · 보험금지급청구권, 금전채권, 신탁에 의한 수익권, 출자지분 또는 권리, 조합의 지분, 어업권과 광업권 등에 투자 |

간접투자법은 증권, 파생상품, 부동산 등 간접투자대상 자산을 한정적으로 열거하고 있으며 주요 투자대상인 자산을 기준으로 펀드의 종류를 7가지로 분류하고 있다.

2) 부동산펀드(집합투자기구)¹⁴⁾

2009년 2월부터 『자본시장과 금융투자업에 관한 법률』(이하 자본시장통합법)이 시행되었다. 자본시장통합법의 제정은 규제 개혁과 투자자 보호의 강화가 목적이다. 자본시장통합법은 간접투자기구(집합투자기구)를 확대하여 민법, 상법 등 현행법상 설립 가능한 모든 기구를 활용하여 간접투자(집합투자)가 이루어질 수 있도록 하였다. 자본시장통합법에서는 투자신탁, 투자회사, 사모투자전문회사 뿐만 아니라 유한회사, 공모방식의 합자회사, 상법상의 익명조합, 민법상의 조합 등도 집합투자기구의 형식으로 활용할 수 있다.

자본시장통합법은 집합투자대상 자산을 ‘재산적 가치 있는 모든 재산’으

14) ‘부동산간접투자기구’이외에 ‘특별자산간접투자기구’와 ‘재간접투자기구’도 부동산과 관련된 펀드로의 조성이 가능하다. ‘특별자산간접투자기구’의 경우에는 실제 상품으로도 판매가 되어 있다.

로 포괄적으로 정의하고 있다. 간접투자자산운용업법에서의 7종류의 펀드를 4종류(증권 펀드, 부동산 펀드, 특별자산 펀드, 단기금융 펀드)로 광역화하여 재분류하되 투자대상 자산에 대한 제한을 완화함으로써 증권 펀드도 주 투자대상을 증권으로 유지하면서 일부를 부동산에 투자할 수 있게 된다. 또한 부동산펀드도 일부를 실물 등에 투자할 수 있게 되어 자산운용의 자율성이 커지게 되었다.

주요 투자대상 자산을 특정하지 않고 언제나 어떤 자산이나 자유롭게 운용 가능한 혼합자산 펀드를 신설하여 시장상황의 변화에 따라 주 투자대상 증권, 부동산, 실물 등으로 자유롭게 변경할 수 있는 펀드 개발이 가능하게 되었다.

<표 2-3> 자본시장통합법상 펀드(집합투자기구)의 종류

| 구분 | 투자대상 |
|--------------|---|
| 증권펀드 | 펀드재산의 40% 이상으로서 시행령이 정하는 비율을 초과하여 증권(증권을 기초 자산으로 하는 파생상품 포함)에 투자하는 펀드 |
| 부동산펀드 | 펀드재산의 40% 이상으로서 시행령이 정하는 비율을 초과하여 부동산을 기초 자산으로 하는 파생상품, 부동산 개발관련 법인에 대한 대출, 기타 부동산 관련 증권 등 포함)에 투자하는 펀드 |
| 특별자산펀드 | 펀드재산의 40%이상으로서 시행령이 정하는 비율을 초과하여 특별자산(증권 및 부동산에 대한 투자대상자산을 말함)에 투자하는 펀드 |
| 혼합자산펀드 | 펀드재산을 운용함에 있어서 증권, 부동산, 특별자산펀드의 규정의 제한을 받지 않는 펀드 |
| 단기금융펀드 (MMF) | 펀드재산 전부를 시행령이 정하는 단기금융상품에 투자하는 펀드 |

자료: 이현석, 전게서, p.206

자본시장통합법에서는 자본시장을 규율하는 여러 법률을 통합하여 정비하고 포괄주의 규율 체계를 채택함으로써 모든 금융 투자 상품을 법의 규율대상으로 한다. 기능별 규율체계를 도입하여 경제적 실질이 동일한 금융 기능은 동일하게 규율하는 체계로 전환하고 금융 투자업무의 범위를 확대하여 금융 투자업 간의 겸영을 허용한다. 또한 자산운용에 제한이 없는 혼합자산 펀드도 허용된다.

사모펀드는 관련 규제를 완화하였다. 공모 펀드와 동일한 수준의 투자자 보호 규제를 적용할 필요가 없으므로 수익자 총회 개최, 수탁회사(자산보관회사)의 자산운용회사 감시 의무 등의 규제는 적용하지 않도록 하였다.

<표 2-4> 펀드의 종류별 운용대상 자산 규제 현황

| | 증권 펀드 | 파생상품 펀드 | 부동산 펀드 | 실물 펀드 | 단기금융 펀드 | 재간접 펀드 | 특별자산 펀드 |
|------|----------|------------|-----------|----------|------------|-----------|------------|
| 투자증권 | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ |
| 파생상품 | ○ | ○ | ○ | ○ | × | ○ | ○ |
| 부동산 | × | × | ○ | × | × | × | × |
| 실물자산 | × | × | × | ○ | × | × | × |
| 특별자산 | × | × | × | × | × | × | ○ |

자료: 이현석, 전게서, p.207

자본시장통합법은 포괄주의 규율체계로의 전환을 통한 취급상품의 확대, 기능별 규율체계의 도입을 통한 효율화, 투자 관련 업무의 겸영 허용을 통한 업무 범위의 확대, 그리고 설명 의무 신설 등 투자자 보호제도의 선진화 등을 기본방향으로 하고 있다. 단일 법률로의 통합을 통해 자본중개시장의 기능 효율화, 투자자 보호 강화를 통한 자본시장의 신뢰도 강화, 그리고 선진 투자은행과 경쟁할 수 있는 금융투자회사의 출현 기반 제공 등을 기대하고 있다.

부동산 펀드의 자산운용 제한을 완화하여 다른 자산에의 투자까지도 상당 부분 허용하였다. 따라서 부동산펀드의 투자범위가 다양해질 것이 예상되고 운용의 탄력성을 높여 부동산 간접투자 및 부동산 프로젝트파이낸싱의 선진화 및 활성화에 기여하리라는 전망이다.

자본시장통합법에서의 4가지 형태의 집합투자기구중에 부동산과 밀접한 관련이 있는 것이 '부동산펀드'이다. 부동산의 관리 및 개량, 개발, 임대차, 그리고 지상권, 임차권 등 부동산 사용에 관한 권리의 취득, 관리, 처분 등의 운용을 일정 요건을 갖춘 자산운용회사에 위탁하고 또한 은행 및 부동산신탁회사에의 수탁을 의무화 한다.

3) 부동산 펀드의 유형 분류

부동산 펀드는 투자형태 측면에서는 자본(equity) 투자와 대출(debt)투자로, 그리고 시장형태 측면에서는 유동화된 형태인 공개시장(public market)과 유동화가 불가능하거나 제한적인 사모시장(private market)으로 나누어 분류할 수 있다.

<표 2-5> 부동산 펀드의 유형 분류

| | 공개시장 | 사모시장 |
|------|--|--|
| 자본투자 | <ul style="list-style-type: none"> ▪ 공모 부동산투자회사 ▪ 공모 부동산간접투자기구 | <ul style="list-style-type: none"> ▪ 직접투자 ▪ 사모 부동산투자회사 ▪ 사모 부동산간접투자기구 |
| 대출투자 | <ul style="list-style-type: none"> ▪ 공모 부동산간접투자기구 ▪ 상업용 부동산 저당증권 | <ul style="list-style-type: none"> ▪ 직접대출(loans) ▪ 사모부동산간접투자기구 |

자료: 이현석, 전게서, p.191

국내 부동산 시장에서 부동산투자회사를 통한 투자는 임대운용의 장기투자가 주류를 이루는 반면 초기의 부동산간접투자기구는 대부분 2년 이내의 단기 대출형이 중심이었다. 연기금과 생명보험회사 등은 운용자금이 주로 장기성 자금이므로 주요한 부동산 장기 투자기관이다. 경제위기 이후

국내 부동산 시장에 진출한 외국계 펀드들 역시 성격에 따라 단기 투기 펀드와 장기 투자펀드로 나눌 수 있다.

<표 2-6> 부동산 펀드의 투자기간별 분류

| | 단기 | 장기 |
|------|---|---|
| 자본투자 | <ul style="list-style-type: none"> ▪ 합작회사 ▪ 부동산간접투자기구 ▪ 외국계 투기성 펀드 | <ul style="list-style-type: none"> ▪ 부동산투자회사 ▪ 부동산간접투자기구 ▪ 생명보험회사 및 연기금 ▪ 외국계 장기 투자펀드 |
| 대출투자 | <ul style="list-style-type: none"> ▪ 일반시중은행(공사비대출 등) | <ul style="list-style-type: none"> ▪ 생명보험회사 및 연기금 |

자료: 이현석, 전계서, p.191

부동산투자회사와 부동산간접투자기구의 운용관리회사는 각각의 개별 법령에 의거 달리 규정되어 있다. 부동산투자회사는 최소 자본금을 70억 원, 부동산간접투자기구는 100억 원으로 규정하여 설립을 제한하고 있다.

<표 2-7> 부동산 펀드 유형별 운용관리회사

| | 자산관리회사 | 자산운용회사 | 부동산신탁회사 |
|-------|----------|----------------|-------------------|
| 운용펀드 | 부동산투자회사 | 부동산간접투자기구 | 부동산투자회사 |
| 최소자본금 | 70억원 | 100억원 | 100억원 |
| 관련법규 | 부동산투자회사법 | 간접투자 자산운용업법 | 신탁업법, 부동산투자회사법 |

자료: 이현석, 전계서, p.192

위험과 수익의 측면에서 부동산 펀드를 분류하면 핵심중심형 펀드(core funds), 가치증대형 펀드(value added funds), 그리고 기회추구형 펀드 (opportunistic funds)로 나눌 수 있다.

<표 2-8> 위험과 수익 차원에서의 부동산 펀드의 분류

| | 핵심중심형 펀드 | 가치증대형 펀드 | 기회추구형 펀드 |
|------|---|--|--|
| 목표수익 | 5~10% | 10~15% | 15%이상 |
| 투자대상 | <ul style="list-style-type: none"> 안정된 현금흐름을 창출할 수 있는 도심의 핵심 부동산 저위험 안정형 투자 | <ul style="list-style-type: none"> 자산의 개보수 및 운용의 효율성 제고를 통한 추가수익 창출 | <ul style="list-style-type: none"> 자산, 회사 및 대출 등에 의한 직간접 투자 고위험 고수익 투자 |
| 수익구성 | <ul style="list-style-type: none"> 통상 임대수입이 총 수입 중 70% 이상을 차지 | <ul style="list-style-type: none"> 임대수입+자본차익 | <ul style="list-style-type: none"> 주로 자본차익에 의존 |
| 차입한도 | 50%이하 | 50~70% | 70%이하 |

자료: 이현석, 전게서, p.194

4) 부동산투자회사와 부동산 펀드 비교

현재 우리나라에서 부동산간접투자시장을 양분하고 있는 부동산투자회사(REITs)와 부동산펀드¹⁵⁾는 부동산자산에 대한 간접투자의 방식을 취하는 데에 있어서는 유사하나 세부적인 내용을 비교해 볼 때 몇 가지 차이점을 보이고 있다.

부동산펀드는 현행 REITs에 비해서 상당히 유리한 구조로 제도화 되어 있었다. REITs와는 달리 최소자본금에 제약이 없었고 운용자산의 폭도 훨씬 넓었으며 차입과 대여가 가능하고 개발 사업에 대해서도 자산총액의 30%이내에서 투자할 수가 있었다. 자산관리운영회사 역시 REITs의 자산관리회사 요건인 전문 인력 5인보다 적은수의 인력(3인)이면 설립이 가능했으며 투자자문업과 투자일임업등의 겸업이 가능했었다.

이렇듯 기존 REITs에 비해 훨씬 강력하고 편리한 제도였으나 초기에 활성화 되지 못했던 이유가 부동산간접투자기구의 설립형태를 반드시 신탁형으로만 하여야 하는데 기인했다¹⁶⁾. 법인격이 없는 신탁형으로 설립하

15) 자본시장통합법상의 집합투자기구

였을 때 실물부동산자산의 편입시 등기주체의 모호함으로 인하여 수탁은행과의 등기문제로 인한 마찰이 발생하면서 많은 펀드들이 실물자산편입을 포기하게 되었고 시행 초기단계부터 개정에 대한 필요성이 대두되었다.

<표 2-9> 부동산투자회사와 부동산펀드의 비교

| | 부동산투자회사 | | | 부동산펀드 | |
|----------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 자기관리 | 위탁관리 | 기업구조조정 | 회사형 | 신탁형 |
| 자산관리 | 자기관리 | 외부위탁 | 외부위탁 | 외부위탁 | 외부위탁 |
| 최저 자본금 | 100억원 | 100억원 | 100억원 | 10억원 | 제한없음 |
| 1인당 보유지분 | 30%미만 | 30%미만 | 제한없음 | 제한없음 | 제한없음 |
| 차입금 | LTV 66%이내 | LTV 66%이내 | LTV 66%이내 | LTV 66%이내 | LTV 66%이내 |
| 부동산 투자비율 | 70% 이상 | 70% 이상 | 70% 이상 | 70% 이상 | 제한없음 |
| 자금대여 | 불가 | 불가 | 불가 | 순자산의 100%이내 | 순자산의 100%이내 |
| 개발사업 | 총자산의 30%이내 | 총자산의 30%이내 | 총자산의 30%이내 | 총자산의 30%이내 | 총자산의 30%이내 |
| 현물투자 | 자본금의50% 이내 | 자본금의50% 이내 | 자본금의50% 이내 | 사모일 경우 가능 | 사모일 경우 가능 |
| 취등록세 | 50%감면 | 50%감면 | 50%감면 | 50%감면 | 50%감면 |
| 법인세 | 혜택없음 | 90%이상 배당시공제 | 90%이상 배당시공제 | 90%이상 배당시공제 | 과세대상이 아님 |
| 주식공모 | 30%이상 | 30%이상 | 제한없음 (사모가능) | 제한없음 (사모가능) | 제한없음 (사모가능) |
| 감독기관 | 국토해양부 인가 | 국토해양부 인가 | 국토해양부 인가 | 금감위등록 | 금감위 약관심사 |

자료: 이현석, 전게서, p.198

- 16) 이는 부동산간접투자기구를 회사형으로도 설립이 가능하게 될시 기존의 REITs와 유사하게 운용이 될 것을 우려, 건교부의 강력한 요구에 의하여 신탁형 설립만을 가능하게 하였다.

부동산펀드는 프로젝트 대출(debt) 투자 중심의 단기로 운용되고 있으며 1프로젝트당 1Fund의 형태를 띄고 있으며, 유동성이 제한되지만 설립절차가 용이하다.

부동산 개발 사업에서의 부동산투자회사가 부동산 펀드에 비해 제약이 많고 설립이 어려워 과거에는 주로 완성형 건물의 임대수익 및 자본수익에 초점이 맞춰져 있었으나 2007년 10월 국토해양부는 ‘부동산투자회사법 시행령 및 시행 규칙’개정을 통해 자산 100%를 부동산 개발 사업에 투자하는 개발 전문 부동산투자회사(이하 개발리츠) 설립이 가능해졌다.

기존의 운영리츠는 편입 부동산이 대형 오피스 빌딩 또는 상가빌딩에 한정되어 왔고 8%~10%대의 투자수익을 올리고 있는 반면, 개발리츠가 활성화되면 임대주택, 해외부동산, 의료, 물류시설, SOC시설 등 다양한 부동산 개발 사업 형태가 활성화 될 것으로 예상되며, 기존의 리츠 대비 고수익의 창출이 가능하다.

5. 부동산펀드의 현황

2001년에 리츠, 2004년에 부동산 펀드가 도입되기 이전에는 부동산에 대한 간접투자는 자산유동화법에 의한 ABS와 신탁업법에 의한 부동산신탁에 의해 이루어졌다. ABS는 주로 외국 투자자들이 서울의 대형 빌딩을 매입할 때 세제 혜택을 보기 위해 활용하였고, 부동산 신탁은 은행들이 부동산 개발 토지 자금을 대출하는데 이용하였다. 부동산 매입을 위한 ABS는 이후 리츠와 부동산펀드에 의해 상당 부분 대체되었고, 부동산 개발자금 조달을 위한 부동산 신탁은 은행들이 프로젝트파이낸싱 대출을 선호하면서 거의 중단되었다.¹⁷⁾

부동산펀드가 리츠에 비해 상대적으로 급격히 성장할 수 있었던 배경에는 감독기관이 금융과 세제 지원을 하기 유리한 위치에 있다는 점이며, 현재 부동산 펀드의 특징은 실물자산을 매입하여 운용하는 펀드보다는 아직

17) 손재영(2008) “우리나라 부동산금융의 현황과 과제” 『한국의 부동산금융』, 서울 : 건국대학교출판부, p.31

까지는 PF를 비롯한 단기대출 중심으로 운용하는 경향이 크다.

2004년 6월 4일 맵스자산운용에서 부동산간접투자기구를 이용한 첫 상품인 맵스프론티어부동산투자신탁1호가 발매된 이후, 2005년에는 1조 4천억원, 2006년 4조 2천억원 등 비약적으로 성장하여 2007년 말 약9조원, 2008년 말에는 총 257개의 펀드가 운용중으로 약 8.4조원의 수탁고를 기록하고 있다. 국내 시장 전체 펀드에서 부동산펀드가 차지하는 비중도 2008년 말 2.9%에 이른다.

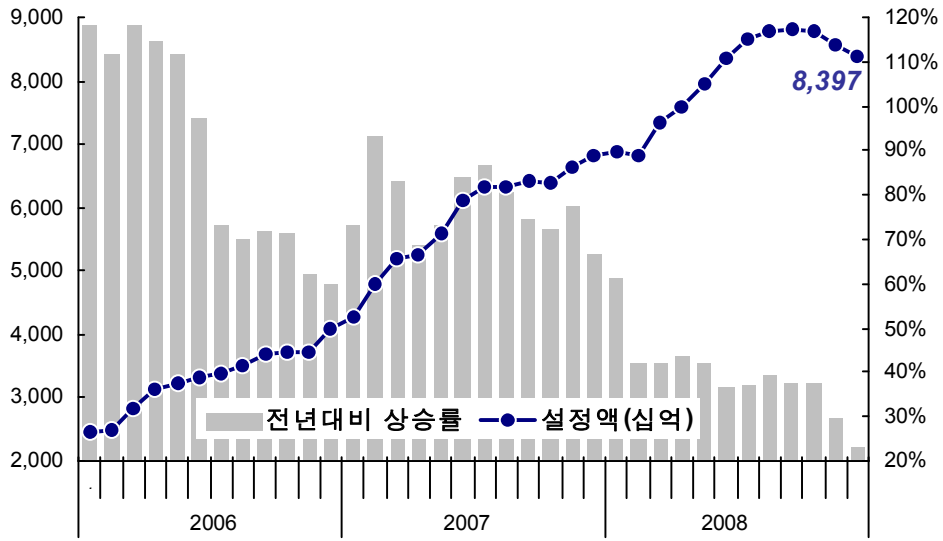
<표 2-10> 부동산펀드 연도별 누적 수탁고

| 구분 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|--------------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 수탁고 | 1,749억 | 13,709억 | 41,988억 | 89,879억 | 83,970억 |
| 비중 (부동산펀드/전체펀드) | 0.1% | 0.7% | 1.8% | 3.0% | 2.9% |

자료: 이현석, 전계서, p.203 일부수정

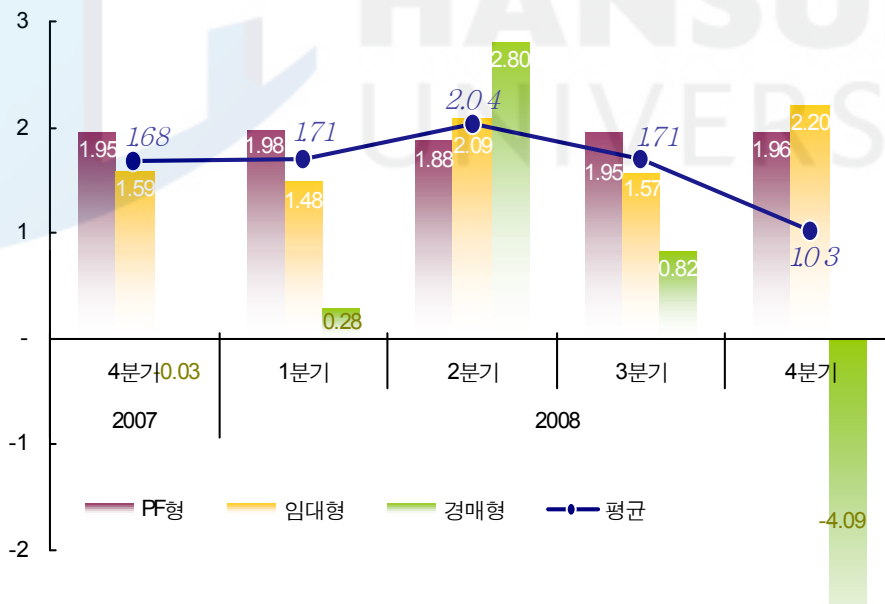
부동산 펀드는 국내 부동산의 투자를 중심으로 성장해 왔으며, 투자자금의 모집은 주로 공모보다 사모를 활용해 왔다. 2008년 하반기 글로벌 금융위기의 영향으로 펀드 설정액 규모는 2008년 상반기까지 계속해서 증가세를 유지했으나 하반기부터 감소하기 시작('08년 8월대비 5% 감소)했다. 상반기 대비 하반기에는 신규 펀드개수도 대폭 감소(56개→20개)했고 대형 펀드도 크게 감소(펀드 1개당 평균 설정액: 348억→217억)하였다.

<그림 2-1> 부동산 관련 펀드 설정액 추이



자료: 코람코자산신탁(2009) “KORAMCO Market Review 1월호” p.14

<그림 2-2> 2008년 부동산펀드 수익률 추이



자료: 코람코자산신탁, 상계서, p.14

2008년 하반기 미국발 금융위기로 인해 국내 자금시장도 급격히 얼어붙으면서
 줄곧 상승세를 유지하던 부동산 펀드 설정액 및 수익률이 하락세로 전환되었다.

<표 2-11> 주요 부동산펀드 운용사별 설정 현황(상위 10개사)

(2008년 12월 現在)

| | 회사명 | 설정액(십억) | 설정개수 | 단위당설정액(억) |
|----|--------------|---------|------|-----------|
| 합계 | 27개사 | 8,397 | 257 | 3,267 |
| 1 | 미래에셋캐스자산운용 | 1,974 | 20 | 9,870 |
| 2 | 신한BNH파리바자산운용 | 788 | 20 | 3,940 |
| 3 | KB자산운용 | 568 | 16 | 3,550 |
| 4 | 칸서스자산운용 | 553 | 20 | 2,765 |
| 5 | KTB자산운용 | 504 | 19 | 2,653 |
| 6 | 우리CS자산운용 | 481 | 13 | 3,700 |
| 7 | 유진자산운용 | 421 | 16 | 2,631 |
| 8 | 다음부동산자산운용 | 382 | 24 | 1,592 |
| 9 | 마이어자산운용 | 338 | 9 | 3,756 |
| 10 | 마이다스에셋자산운용 | 334 | 4 | 8,350 |

자료 : 자산운용협회 자료 재정리

제 2 절 토지신탁의 개념 및 신탁업계 현황

1. 토지신탁의 개념

현재 부동산신탁회사가 영위하는 사업영역으로써의 부동산 신탁상품은
 토지신탁, 관리신탁, 담보신탁, 처분신탁, 분양관리신탁, 대리사무 등이 있
 다. 이중 가장 높은 영업수익 비중을 차지하는 토지신탁은 토지의 유효활
 용을 위한 토지의 개발 욕구에서 출발한다.

토지의 유효활용에 다양한 방식이 있다. 등가교환방식, 사업수탁방식, 토지신탁방식, 자력개발방식, 토지임차개발방식 등이 있다. 그 이외에도 공동사업형 토지임차개발방식 등 실무상 필요에 따라 발생한 다양한 방식이 있지만 부동산신탁회사가 하나의 사업영역으로 영위하는 상품으로써의 토지신탁을 이용한 토지의 유효활용을 위한 방식이 있다.

토지신탁이란 건축자금이나 개발 노하우가 부족한 고객으로부터 토지를 수탁 받아 개발계획의 수립, 건설자금의 조달, 공사관리, 건축물의 분양 및 임대 등 개발사업의 전 과정을 수행하여 발생한 수익을 토지소유자(위탁자 겸 수익자) 또는 그가 지정하는 자(수익자)에게 돌려주는 제도이다. 토지신탁은 신탁재산의 처분유형에 따라 임대형 토지신탁과 분양형 토지신탁으로 구분하고, 신탁회사의 건설자금 조달책임 부담 유무에 따라 개발형 토지신탁과 관리형 토지신탁으로 분류할 수 있다.

2. 토지신탁의 장점

토지신탁 제도를 이용하면 다음과 같은 장점이 있다.

첫째, 신탁이 종료되면 임대형의 경우 토지와 건물 모두가 토지소유자에게 반환된다. 토지소유자는 자금, 시간, 노하우의 부족 등으로 인하여 각종 불리한 세금을 납부하면서 놀리고 있는 토지를 토지개발전문회사인 토지신탁회사에 신탁함으로써 토지의 유효이용과 함께 안정적인 수익을 기대할 수 있다.

둘째, 수탁자가 토지소유자를 대신해서 토지유효이용에 관한 사업계획 입안, 건축자금의 조달, 건설, 수탁자의 공신력을 바탕으로 한 분양업무의 효율성 제고, 건물의 유지, 관리업무, 회계 처리 등 일체를 대행함으로써 토지소유자는 아무 경험 없이도 부동산개발(또는 임대)사업을 행할 수 있다.

셋째, 토지소유자는 신탁기간 중에 자금이 필요한 경우 신탁수익권의 전부 또는 일부를 양도하거나 질권을 설정하여 자금을 조달할 수 있다.

넷째, 신탁재산은 신탁법상 독립된 재산으로 취급받음으로써 신탁설정

후의 토지 소유자의 상속, 파산 등이 직접적으로 개발 사업에 영향을 미치지 아니하므로 사업운영 자체의 안정성이 보장된다.

다섯째, 토지신탁수익권이 상속되는 경우, 수탁자가 신탁의 목적에 따라 부담할 채무(차입금 등)는 상속세 과세가격 산정 시 채무를 인정받으므로 상속세 대책으로도 이용할 수 있다.

여섯째, 신탁은 토지의 소유권이 실질적으로는 위탁자에게 귀속되는 것인 바, 지가의 상승에 따른 이익 및 사업에 따른 개발이익도 취할 수 있으므로 경제적인 이익을 크게 할 수 있다.

일곱째, 복수의 토지소유자의 권리조정을 요하는 공동개발사업에 있어서는 수탁자의 공평하고 중립된 권리 조정을 통하여 사업의 원활한 운영을 추진할 수 있다.

3. 토지신탁의 구분

1) 신탁재산의 처분에 따른 분류

신탁재산을 향후 어떻게 처분하는가에 따라 분양형토지신탁과 임대형토지신탁으로 분류할 수 있다. 먼저 분양형토지신탁은 토지소유자(위탁자)가 위탁한 부동산신탁회사가 건축물, 기타 구축물 등을 개발(신축, 증축, 개축, 대수선)하고, 이를 분양의 방법으로 처분함으로써 부동산개발의 이익을 실현할 목적으로 이용하는 부동산신탁상품이다. 분양처분을 통해 수납한 분양대금으로 개발에 소요된 자금의 상환 및 기타 개발비용을 충당하게 되며, 최종적으로 남게 되는 개발이익은 금전 내지 미분양 부동산의 현상 그대로를 수익자에게 교부하게 된다.

임대형토지신탁은 토지소유자(위탁자)가 위탁한 토지상에 부동산투자회사가 건축물, 기타 구축물 등을 개발(신축, 증축, 개축, 대수선)하고, 이를 임대함으로써 장기적이며 안정적인 부동산 임대수익을 실현할 목적으로 이용하는 부동산신탁상품이다. 임대사업을 통해 발생하는 임대 수입에서 개발에 소요된 자금의 상환 및 기타 운용비용을 충당하고, 최종적으로 남

게 되는 임대수익은 수익자에게 교부하게 되며, 신탁종료 시 부동산의 현상 그대로를 수익자에게 반환하므로 위탁자 임대형토지신탁을 통해 매년도의 임대소득과 장래의 자본적 소득을 기대할 수 있다.

2) 건설자금 조달책임 부담의 유무에 따른 분류

토지신탁을 통한 개발 사업에서 공사비 및 건설에 소요되는 자금 조달 의무를 신탁회사가 부담하느냐의 여부에 따라 개발형 토지신탁과 관리형 토지신탁으로 분류할 수 있다. 개발형토지신탁은 부동산신탁회사가 시행사(사업주체, 건축주)가 되어 수탁 받은 토지를 개발하면서, 소요되는 건설자금 등 사업비를 신탁회사가 채무자가 되어 금융기관 등으로부터 사업비를 조달함에 따라, 부동산신탁회사의 차입금 부담 리스크가 높은 반면, 사업비 조달을 포함한 개발 사업에 관한 모든 역할을 신탁회사가 수행하게 됨으로 위탁자의 입장에서는 가장 편리한 사업개발 방식임. 부동산신탁회사가 공사비를 포함한 사업비를 직접 조달하여 투입함으로 시공사 측면에서는 공사비 채권에 대한 안정성이 높아지고, 공사에만 전념할 수 있는 장점이 있는 반면, 단순도급으로 인한 공사이윤 감소의 단점을 가지고 있다.

반면, 관리형(수탁형)토지신탁은 개발형 토지신탁에 있어서의 부동산신탁회사의 역할 중 사업비 조달책임(사업비 차입)을 면하고, 단순히 시행사(사업주체, 건축주) 업무 중 전부 또는 일부만을 수행하는 소극적인 토지신탁상품이다.

관리형 토지신탁 사업에서 사업비 조달의 책임은 위탁자(토지소유주)가 부담하게 되고 시공사는 책임준공 또는 지급보증을 통해 사업비 조달과 상환의 리스크를 분담하게 된다. 따라서 시공사의 역할이 강화되고 신탁회사는 신용이 높은 1군 건설회사일 경우에만 관리형 토지신탁을 수탁하는 것이 일반적이다.

재무적 리스크를 부담하게 되는 시공사는 개발사업의 진행 및 종결 단계에서 신뢰도가 떨어지는 시행자의 인허가 업무와 정산 불이행 리스크를 경감하는 측면에서 관리형 토지신탁사업을 선호한다. 한편 부동산신탁회사

의 입장에서는 사업비에 대한 재무적 리스크를 지지 않는다고는 하나 시행자로서 분양 업무에 관한 책임, 사용승인 조건이행 책임, 하자보수의 책임 등을 부담하게 되므로 이에 대한 적절한 리스크관리 방안을 마련해야 한다.

4. 부동산 신탁업계 현황

1) 부동산 신탁회사의 현황

선발 회사들(한국부동산신탁, 대한부동산신탁)의 퇴출로 큰 시련을 겪은 부동산 신탁업계는 2001년 이후에는 부동산 경기의 반전에 따른 영업환경 호전과 개선된 자체 위험관리 시스템을 바탕으로 과거 부실을 지속적으로 정리하며 양호한 성장세를 이어오게 된다. 특히 2003년 이후 부동산 가격 안정화 기조에 따른 주택담보대출 규제 등 다양한 부동산 규제정책이 지속되는 불리한 영업환경하에서도 2005년과 2006년 폭발적인 외형적 성장을 경험하였다. 그러나 2007, 2008년에는 성장 속도가 현저히 둔화된 양상을 보이고 있다.

외환위기로 인한 신탁회사들의 부실퇴출은 부동산 시장의 투명성과 안정성을 높이겠다는 취지 아래 공공기관 출자기업 중심으로 부동산 전업신탁회사 인가를 내주었던 감독당국의 제도 도입 취지를 무색하게 했고 토지신탁 등 부동산 개발사업의 자금 조달처를 확대하는 것이 필요하다는 인식이 공감대를 얻었던 것으로 보인다. 이에 당국은 1998년 4월 신탁업법 시행령 11조를 개정해 신탁경영 금융기관이 신탁 받은 금전을 유가증권의 매입과 대출 외에 금융기관에 대한 단기자금의 대여, 부동산의 매입, 유가증권지수의 선물거래 등의 방법으로 운용할 수 있도록 하였다. 이어 2000년 7월에는 신탁자금으로 운용할 수 있는 유가증권의 범위에 금융기관이 대출 중개한 어음, 유동화증권 및 주택저당증권 등을 추가하는 개정을 단행해 은행의 부동산투자신탁 자금이 부동산 개발금융 시장을 선도하는 주요 공급원으로 부상할 수 있는 환경을 조성해 주었다.

외환위기 이전 시행과 시공을 겸하며 부동산 개발 사업을 거의 독점하다시피 하던 건설 회사들은 외환위기로 대규모 자산 손실과 이에 따른 신용도 하락 등으로 위험도가 높은 부동산 개발사업의 시행에 매력을 잃었고 시행을 할 여력도 안 되었다. 개발시장은 자연스럽게 사업주인 시행사와 시공회사의 역할이 분리되었고 개발금융 시장도 자본력이 빈약한 시행사를 대상으로 전통적인 기업금융 방식을 통한 개발사업 자금의 공급이 불가능하게 되었다. 시장의 이러한 변화를 빠르게 감지하고 새로운 개발금융 방식을 선보인 곳은 은행의 부동산투자신탁으로 SOC 건설과 대규모 자원개발 등에 이용되던 프로젝트 파이낸스 기법을 차용해 프로젝트의 사업성을 기초로 부동산 개발사업 자금을 공급하기 시작했다.

부동산 개발금융 시장의 이러한 변화는 부동산신탁회사의 영업 형태와 수익 구조에 많은 변화를 가져오게 되었다. 우선, 토지신탁의 비중 축소가 눈에 띈다. 1993~2000년 신탁 및 부수업무 수익의 72%에 달하던 토지신탁의 비중은 2001~2006년 동안에는 42.8%까지 줄어들었다. 반면 신탁 및 부수업무 수익의 9%에도 미치지 않던 대리사무 등 부수업무 수익은 27.1%로 증가했다. 이는 신탁회사들이 자금차입 등의 위험을 지지 않고 은행 투자신탁 등에서 공급된 PF 대출금 및 분양대금을 관리하거나 경험이 부족한 시행사를 대신해 개발 PF 중개, 시공사 선정 등 개발사업 전반을 관리하는 업무영역을 지속적으로 확대해 온 결과다.¹⁸⁾

KB부동산신탁(2004년 887억원), 한국토지신탁(2005년 1,228억원), 대한토지신탁(2006년 283억원), 한국자산신탁(2006년 353억원)¹⁹⁾ 등 토지신탁 업무를 활발히 하는 신탁회사들은 2004년 이후 부실자산에 대한 대규모 대손충당금 적립 및 대손상각을 실시했는데, 부동산 경기와 개별 신탁사의 위험관리 능력에 따라 변동 가능성은 있으나 향후 대손충당금 적립 부담이 완화될 것으로 예상돼 수익성 측면에서 긍정적인 영향을 줄 수 있을 것으로 보인다.(박광식, 2007)

2008년 이후에는 금융위기 및 지방 미분양 아파트 증가와 건설사의 부

18) 토지신탁 규모가 축소되었으나 이 기간에도 토지신탁 수주는 꾸준히 이어졌고, 다양한 토지신탁 구도를 적용하고자 하는 노력이 계속되었다.

19) 1998년 이후 설립된 생보부동산신탁, 다올부동산신탁, 코람코자산신탁, 아시아자산신탁, 국제자산신탁등은 토지신탁의 규모가 없거나 극히 미미함

실이 이어지면서 개발관련 금융이 급격히 위축되고 신규 개발 사업이 주춤한 반면 기존 PF가 실행되어 진행 중인 개발사업 현장에 대한 문제해결을 위한 신탁회사의 역할에 대한 수요가 많아져 관리형 토지신탁을 통한 개발사업의 참여가 활발히 진행되고 있다.

2) 신탁업계의 영업환경 변화

신탁업계가 닦친 영업환경상의 어려움으로 첫째, 신탁시장 완전개방에 따른 경쟁구조 심화를 들 수 있다. 현재 9개 신탁사에서 2009년에 추가로 2개 이상의 전업 신탁사가 시장에 진입할 것으로 예상된다. 전업 부동산신탁회사의 수가 증가하는 가운데 그 동안 재산신탁인 부동산 신탁에 별 관심을 보이지 않던 은행과 증권사 등이 비개발신탁 부문인 담보, 관리, 처분신탁과 부수업무인 개발대리사무 등으로 영역을 확대하고 있어 부동산 신탁시장의 경쟁구조는 갈수록 치열해 지고 있다.

둘째, 부동산 경기침체에 따른 수익기반 악화를 들 수 있다. 최근에 신탁보수율은 지속적으로 하락하여 왔다. 이러한 양상은 경쟁구조 격화에 따라 더욱 심화될 전망이다. 부동산신탁회사들의 수익의 대부분은 개발사업과 관련된 것이다. 따라서 부동산 개발경기의 위축은 수주감소 및 이익감소로 직결된다. 반면 시장 내 경쟁 증가로 부동산신탁회사의 비용 상승 압력은 더 커지고 있다.

셋째, 자통법의 시행으로 신탁업을 포함한 금융업역 간의 진입규제가 철폐되는 자통법의 시행은 독과점이나 다름없는 이익을 향수하던 부동산전업신탁사들이 자본시장 내 140여개 금융기관과 완전경쟁체제에 돌입하는 것을 의미한다. 신탁업 인가를 받은 경우 부동산신탁업의 영위도 가능하므로 신탁업 인가를 받은 금융기관의 수 증가 그리고 신탁업 겸영이 가능한 은행이나 증권사의 신탁영업 강화는 부동산전업신탁사의 영업 기반의 급속한 잠식을 가지고 올 것으로 예상된다. 자통법의 시행은 외환위기 이후 진행되던 개발사업의 구도, 즉 시행과 시공의 분리, 개발PF와 자금관리 등 신탁회사의 개발대리사무의 양상을 완전히 바꿔 금융기관이 개발사업의 주도권을 쥐고 신탁관련 서비스를 잠식할 가능성이 커질 것으로 보인다.

제 3 장 개발금융(PF)과 부동산펀드

제 1 절 개발금융(PF)에서의 부동산펀드

부동산 펀드는 개발 사업에 직접 자금을 대여하거나 대출채권의 신탁수익권에 투자하는 특별자산펀드 형태로 부동산 PF 자금공급자 역할을 한다. 특별자산신탁은 부동산 펀드의 일종으로 단지 증권회사가 여신 금융기관이 실행한 부동산과 관련된 대출채권을 매입하여 그 대출채권을 은행에서 금전 신탁하고 발행된 수익증권을 운용회사가 판매회사를 통하여 판매하는 방식으로 부동산 펀드와 별다른 차이가 없다.

부동산 펀드는 시공사의 신용보강이 없이 활용되기도 한다. 부동산 펀드의 경우에는 기존의 부동산 PF사업과 유사한 형태이나, 부동산 PF의 경우 토지대에 한정하여 대출하는 경우가 대부분이고, 시공사는 책임준공의 의무를 진다. 그러나 부동산 펀드의 경우 공사비 일부 또는 전부를 포함하여 펀드를 설정함으로써 시공사의 책임준공을 안정적으로 확보할 수 있는 경우가 많다.

이러한 부동산 펀드를 이용한 PF에서 참여자들의 역할은 일반적인 PF 구조와 거의 유사하며 다음의 몇몇 참여자들만 차별화 된다. 자산운용사는 투자신탁의 설정 및 해지, 투자신탁 자산의 운용 및 운용지시업무를 수행한다. 다만, 신탁재산의 취득이나 처분과 같은 실질적인 운용 행위는 수탁사에서 진행한다. 수탁사는 투자신탁재산의 보관 및 관리, 자산운용사의 투자신탁 운용 지시에 따른 재산 취득 및 처분 이행, 해지대금 및 이익금 지급, 자산운용회사의 투자신탁 운용지시에 대한 감시업무 등을 수행한다. 판매사는 간접투자 상품의 수익증서를 단순히 판매하고 판매수수료를 수취하는 역할만을 담당한다.

신탁사의 역할은 주로 신탁의 제공에 있는데, 신탁사가 제공하는 신탁상품은 크게 토지신탁, 관리신탁, 처분신탁, 담보신탁으로 구분된다. 부동산 개발과 관련해서는 자금관리 대리사무 등의 역할을 담당한다. 통상 간

접투자 상품을 활용한 PF에서는 관리신탁 혹은 담보신탁 및 대리사무의 역할을 담당하게 된다.

<표 3-1> 부동산 펀드의 PF구조²⁰⁾

| 구분 | 내용 |
|-----------|---|
| 근거법률 | 자본시장통합법 |
| 상환자금원천 | 기초 자산의 현금흐름 |
| 최소자본금 | - |
| 발행주체 | 자산운용사 |
| 발행구조 및 특징 | 투자신탁구조로 비교적 간단 시공사의 신용보강 없이 설정 가능 BBB- 등급의 시공사 펀드도 비교적 소화용이 투기등급 시공사도 신용보강, 실물자산으로 펀드 설정가능 |
| 비용 | 신탁보수가 포함되어 상대적으로 비용이 다소 높음 |
| 조기상환수수료 | 없음 |
| 사업통제 | Lender 통제 없음 (분양가, 공사비 등) |
| 사업비 증액 | 추가비용 조달 불편함 |

제 2 절 개발금융(PF) 부동산펀드의 문제점

1. 시장 측면

1) 인덱스개발

20) 강민석·황규완·최은영(2008) “부동산 프로젝트 파이낸싱 및 유가증권 시장” 『한국의 부동산 금융』, 건국대학교출판부. p.262

인덱스란 투자에 대한 수일의 시장평균을 나타내며, 자산운영상의 구성과 운영 실적을 벤치마크 하는 지표를 말한다. 부동산간접투자자와 관련된 부동산 인덱스는 투자의 대상이 되는 부동산에 대한 각종정보를 용도별, 지역별, 이용기간 등 각종 그룹에 착안하여 인덱스 한다. 이 인덱스는 부동산펀드를 구성할 때 활용 할 수 있고, 투자자가 운용실적을 평가하거나 투자포트폴리오 구성의 기준으로서 유효하게 활용할 수 있다. 부동산간접투자자와 관련된 부동산개발사업의 각종 리스크와 관련하여 비체계적 위험을 GPT지하는 방안으로 인덱스를 개발하여 투자 상품화 하는 방법이 있을 수 있으나 상공외의소와 감정평가연구원이 발표하는 임대료지수 등 몇가지 외에는 인덱스지수가 없고, 데이터의 정확도나 양이 부족하여 예측이 불가능한 상황이고 리서치 전문기관의 부재 등 국내 부동산인덱스 개발을 위한 노력이 미진한 상황이다.

2) 위험부담의 명확화로 투자자 보호

초기 시장진입을 위한 시장의 신뢰도를 높이기 위해서는 기존의 금융기관인 은행과 증권사, 보험사, 자산운용회사의 공신력을 바탕으로 시장에 진입하더라도 수익을 창출하여야 하고 위험부담을 투자자에게 명확히 고지하여 위험을 회피 할 수 있게 하여야 한다. 구체적으로 책임준공 및 지급보증, 보험가입, 연대보증, 사전계약체결, 이행관계인과의 사전조율, 환헷지 등을 통해 위험의 최소화가 이루어지고 있는지 반드시 체크해야 하고, 가입 이후에도 이러한 방안들이 제대로 실행되고 있는지 따져보아야 한다.

펀드투자가 손실을 볼 수 있다는 것만 공지할 것이 아니라 손실발생시 펀드 수익률에 따른 자산운용사 및 판매사의 성과에 따른 수수료제도를 도입하여야 책임 있는 투자가 이루어진다. 그리고 손실발생시 Risk Hedge를 위한 제도적 장치는 Risk Free Fund라는 간접투자가 안심보험제도의 도입을 통해 손해보험사와 간접투자자간의 Put Option 계약을 통한 위험의 거래시장을 만들 수 있다.

일반적으로 부동산시장은 상업용과 주거용, 분양시장과 유통시장, 토지

와 주택, 도심과 주변, 개발지역과 기존지역, 상권별 등으로 분할되어 있다. 이는 전반적인 부동산경기가 침체국면에 있다 하더라도 주택 가격에 부정적 영향을 미치는 요인과 상관없이 일부 세부적인 시장은 블루오션 시장이 존재할 수 있음을 의미한다. 따라서 부동산 시장의 시장위험 영향에서 자유로운 세부시장 중심으로, 높은 프로젝트를 위주로 진입하는 것이 장기적 리스크 관리차원에서 중요하다고 판단된다.

3) 부동산펀드 투자 상품의 다양화

부동산간접투자시장이 정착된 미국의 경우 부동산펀드는 우리나라와 같이 실물부동산보다는 대출형 위주로 투자자산을 운용하는 양상을 보이고 있다. 보유자산의 유형 또한 오피스, 상업시설, 주거시설, 숙박시설, 리조트 시설, 의료시설, 창고시설 등 수익을 창출할 수 있는 모든 부동산을 망라할 수 있다. 당장은 자산운용이 자유스러운 사모형펀드는 기존의 간접투자 기구가 투자하지 못하는 틈새시장을 통해 공모형보다 주목받고 있다.

앞으로 방향도 자본시장통합법의 시행으로 규제가 완화되고 부동산간접투자시장의 활성화가 예상된다. 국내의 부동산간접투자시장이 아직 초기단계인 점을 감안하여 상품을 다양화하고 부동산간접투자운용인력을 점진적으로 육성해나갈 필요가 있다.

2. 제도 측면

1) 등기 및 세제에 관련한 문제점

부동산펀드는 부동산 등기 및 세제와 관련하여 해결되어야 할 부수적인 문제가 있다. 부동산개발사업이나 임대사업을 직접 수행하기 위해서는 대상 부동산을 취득(등기)하여야 하나 부동산간접투자기구는 법인격이 없는 투자신탁형으로만 설정할 수 있어 법적 보완 조치가 없는 한 등기를 할 수 없다. 뿐만 아니라 수탁 회사나 자산운용회사 명의로 등기하는 방법 또

는 부동산간접투자기구가 지분이나 채권을 갖고 있는 법인격 있는 주체 (SPC) 명의로登記하는 방법 등을 이용하여 투자대상 부동산의 소유권을 취득하여 효과(부동산 우회취득)를 얻는다고 해도 부동산 취득, 보유, 처분과 관련한 세금 문제는 여전히 남는다. 왜냐하면 실질과세의 원칙에 따라 부동산펀드의 투자대상 부동산으로부터 발생하는 부동산은 형식적 소유자인 수탁회사, 자산 운용회사가 아니라 투자대상 부동산의 실질 소유자인 부동산펀드의 투자자(수익증권 소유자)에게 부과되어야 하는데 부동산펀드의 투자자가 다수이거나 수익증권이 거래되면서 투자자 확인이 불분명한 경우 등에는 업무처리가 쉽지 않을 것으로 예상된다. 이러한 문제는 부동산펀드가 법인격을 갖지 못한 점에서 시작되었다. 부동산 펀드는 집합적 간접 투자제도라는 투자신탁의 특성을 감안하여 세제상 특례인정이 필요하다.

2) 투자금의 보장제도

펀드의 성격에 따라 등급을 두어 일반펀드는 투자자의 판단에 맡기고, SOC 등 국가 정책 사업에 관련한 펀드의 경우는 국가에서 약정수익률을 보장하는 제도를 도입하여 간접투자에 대한 접근을 용이하게 한다. 투자상품의 옥석을 가려 수익률과 안전성이 보장되는 상품위주로 출시하도록 한다.

3) 사회책임투자

자산운용시장에는 기업들의 위험부담증가와 기업을 둘러싼 펀드매니저, 투자자들 간의 갈등요인이 존재하므로 이를 해결하기 위하여 선진시장에서는 사회책임투자운동이 전개되고 있다. 사회책임투자운동은 기업은 경영을 통해 단순히 상품과 서비스를 파는 것이 아니라 환경, 인권, 기회균등, 지역사회공헌 등 기업시민으로서 자신의 책임을 적극적으로 떠안아 사회속에 튼튼하게 뿌리내려야 한다는 신념에서 출발하였다. 21) 사회책임투자

의 투자원칙인 사회책임 운동은 ‘돈에도 윤리가 있다’는 믿음에서 출발한 투자운동의 하나로서 개인 또는 종교, 사회기관투자자들이 그들의 고유한 가치와 신념을 적용한 투자원칙을 세워 도덕적인 기업, 투명한 기업, 환경오염과 환경파괴를 일삼는 기업에는 투자하지 않는다. 경제적으로 실적이 우수한 기업이 기본적으로 투자대상으로 하는 것이다.

3. 운영 측면

1) 자산운용전문인력 전문성 제고

전문 인력이 충원되기 위해서는 제도적으로 부동산펀드를 설립하는데 진입장벽을 낮춰야 한다. 부동산 펀드에는 부동산 뿐만 아니라 부동산증권에 대한 가치평가, 부동산소유권에 대한 법적자문, 부동산증권의 판매 및 보관, 임대수수료, 부동산증권의 조세관리, 부동산증권의 신용평가와 신용보완 등 부동산파생상품까지 많은 전문가가 필요하고 일자리가 창출된다.²²⁾

투자자의 신뢰를 얻기 위해서는 단기적인 이익을 추구하기보다는 장기적인 관점에서 펀드의 전문화가 선행 되어야 한다. 그러한 방법의 하나로 선진 자산관리 시스템의 도입이다. 수익률 극대화를 위해서는 적절한 임대사업에 투자해야하며, 많은 시세차익을 남기며 매각하여야 한다.

자산관리를 자산의 효율적인 투자에 자산의 물리적인 측면의 관리를 추가한 개념이다. 미국의 경우에는 부동산의 자산관리를 시설관리(FM:Facility Management), 빌딩 또는 재산관리(PM:Property Management), 자산관리(AM:Asset Management)로 나뉜다. 이러한 효율적인 관리는 현재 부동산펀드가 장기적인 임대수익까지 연결되는 것이다.

21) 신동인(2005) "우리나라 자산운용업의 성장 전략에 관한 연구", 호서대학교 벤처전문대학원 p.23

22) 정희남(2000) "부동산유동화의 파급효과와 활성화조건", 부동산학회 『부동산학연구』 제6집 제1호 pp.134~135 참조

아울러서 부동산펀드에 투자하는 투자자들에게 투자의 위험과 장점, 다른 투자 수단과의 비교분석을 숙지하게하고 아직도 부족한 저변의 확대를 위한 홍보와 교육도 관계기관과 판매사에서 의무적으로 실시하게 하여야 한다. 돌이켜보면 체계적인 저축교육, 보험가입, 증권 투자에 대한 교육체계가 없었기에 일반투자자들이 막연한 투자와 투자를 하지 않거나 많은 시행착오를 가져왔다.

이러한 노력으로 전문성과 장기적 안정성으로 펀드에 대한 투자자의 신뢰가 선행되어지고, 국내 시장과 실물펀드뿐만 아니라 해외 시장으로의 투자확대에 대비해 자산운용능력을 제고하여 해외시장에 대한 지식과 운영경험을 갖춘 전문 인력을 확보하고 해외투자 자산을 관리, 감시하는 내부 시스템을 강화하는 방향으로 가게 된다.

2) 자산운용 관련 전문성 부재

부동산 시장이 침체되고 투자 대상을 찾기 어려운 상황에서는 자산운용기능의 중요성이 더욱 부각된다. 자산운용기능의 전문성을 갖추기 위해서는 부동산시장의 리서치 능력과 개별 프로젝트의 사업성분석 능력이 필요하다. 따라서 자산운용기능의 전문성은 자산운용사만의 문제가 아니라 부동산 컨설팅사, 투자자문사 및 부동산정보업체 등 부동산 투자와 관련한 Service Provider 전체의 과제이다.

첫째로 부동산 리서치 기능과 관련하여 현재 국내에는 공신력과 전문성 있는 기관이 부족한 것으로 판단된다. 그러다 보니 투자의 참고로 사용할 만한 믿을 만한 부동산 관련 투자지표도 거의 없는 실정이다.

부동산 개발 사업이나 임대사업은 최소 2~3년 이상 기간이 소요되는 장기적인 사업이다. 따라서 부동산펀드가 장기적인 투자를 하기 위해서는 시장 전망에 대한 분석이 선행되어야 하지만, 일차적으로 자료가 풍부하지 못할 뿐만 아니라 발표되는 자료도 과거 시장에 대한 분석 중심으로 이루어져 있어 자산운용에 많은 애로가 있을 것으로 예상된다.

둘째로 개별 프로젝트의 투자 결정을 위한 자산운용사 내부의 인력과

시스템의 전문성도 부족하다고 볼 수 있다. 부동산시장에 대한 리서치 자료가 부족한 경우에는 자산운용사의 전문성이 더욱 필요하다. 자산운용사가 시장 전반에 대한 리서치 기능과 함께 개별 프로젝트의 사업성 검토를 같이 수행하여야 하기 때문이다. 이러한 업무를 수행하기 위해서는 투자 대상 부동산이나 개발 사업을 잘 선택하는 기능, 투자한 부동산이나 개발 사업을 효율적으로 관리하는 기능, 부동산 관련 제도 및 리스크를 관리하는 기능이 필요하다. 분야별 전문 인력이 팀을 만든 후 프로젝트를 진행하는 조직 전략도 좋은 교훈이 될 것이다.

3) 펀드의 관리능력 부족

자산운용인력이 실제 부동산 개발사업 관련 노하우 및 실무 경험 부족으로 사업의 진행상 어려움이 발생하고 부동산공법을 비롯한 각종 개발관련 법률지식이 부족하여 사업의 관리나 예기치 못한 상황 발생 시 대처가 원활하지 못한 경우가 발생한다. 또한 급변하는 부동산 시장 내 환경의 변화에 적극적으로 대처할 수 있는 역량이 부족하고 금융권, 시공사 등 개발사업 섹터 내 네트워크 부족으로 사업 전반을 관리 통제 하는데 한계가 발생하고 일시적 시장 변수에 대해 민감한 대응이 어려워 프로젝트 관리 통제의 문제가 발생한다.

4) 시행사 시공사 리스크

시행사, 시공사의 재무위험, 도덕성 위험, 관리능력 부족으로 인한 위험 등의 시행사 및 시공사의 불법행위 및 약정 미이행으로 인한 각종 리스크가 발생한다.

5) 위험관리방안의 부재

다양한 위험 중 분양 및 임대위험, 사업 타당성 위험, 공사완공지연 및

공사비 초과위험 등 다양한 위험이 존재한다. 부동산 개발 사업에서는 이러한 위험요소에 대한 관리가 적절히 이루어 져야 한다.

즉, 참여 당사자 간의 위험부담 및 위험관리비용의 최소화와 사전예방의 중요성을 그 기본원칙으로 하고 있으며, 위험 발생의 가능성을 줄여야 한다. 만일, 위험이 발생하였을 경우 그 피해를 최소화하기 위해 그 위험은 반드시 관리되어야 한다.

그러나 우리나라에서는 위험에 대한 적절한 관리 및 통제 가능한 시스템, 경험 및 전문가의 부족으로 효과적인 위험의 관리방안이 부족한 상황이다.

<표 3-2> 부동산펀드의 위험²³⁾

| 위험의 종류 | 세부적 위험 | 위험회피 방안 |
|-------------------------------|-------------------|--------------------|
| 일반위험 | 투자원본에 대한 손실위험 | |
| | 정치적 내지 법령상 위험 | |
| 자산투자와 관련된 위험 | 매각지연 위험 | Buy Back 옵션 |
| | 명도위험 | 명도소송 |
| | 임대위험 | |
| | 가격하락위험 | 자산 가치 보장 보험 |
| | 신용위험 | 임차인의 Lease Back 옵션 |
| | 환금성위험 | 등록/상장 |
| | 유동성위험 및 투자원금의 미보장 | |
| | 자산처분 위험 | Buy Back 옵션 |
| | 대리인 위험 및 이해상충 위험 | |
| 주식, 주주의 의사 결정, 관계회사 등과 관련된 위험 | 주식관련 위험 | |
| | 주주의사의 결정에 대한 제한위험 | |
| 부동산관련 위험 | 경기위험 및 시장위험 | |

23) 최준철(2005) “부동산펀드의 설립형태에 관한 연구”, 건국대학교 대학원 부동산학과 석사학위논문 p.92 일부내용수정

| | | |
|----------------|--|--|
| | 부동산투자위험 | |
| | 부동산운영의 위험 | Lease Back 옵션 |
| | 재해 등 불가항력에 대한 위험 | |
| 제도변화 위험 | | |
| 재무적 위험 | | |
| 채권투자의 위험 | 채무불이행위험 | 사업부지 신탁 시공사 지급보증 시공사의 업무 인수약정 시공사의 연대보증 |
| | 이자율변동에 따른 위험 | 변동금리약정 |
| | 재투자위험 | |
| 파생상품투자의 위험 | | |
| 개발과정에서의 시행사 위험 | 시행사 디폴트, 불법행위 시행사의 채권자의 (가)압류 준공 및 인허가 비협조 | 관리형토지신탁 |
| 기타위험 | | |



제 4 장 관리형토지신탁과 부동산펀드의 결합을 통한 개발금융(PF)

제 1 절 관리형토지신탁의 개념

1. 관리형 토지신탁의 특징

1) 관리형 토지신탁의 특징

관리형토지신탁의 가장 큰 특징은 위탁자의 Default-Risk²⁴⁾를 Hedge²⁵⁾하는 것이다. 위탁자의 사고(부도 또는 파산)발생시 신탁회사가 사업 시행자이고 신탁재산은 위탁자와 분리되어 보호되므로 정상적 사업추진이 가능하다. 혹여, 신탁회사의 사고 발생 시에도 신탁법에 의하여 신탁재산(사업)이 보호된다. 이러한 장점을 정리해 보면,

첫째, 시행사와 사업을 절연하여 시행사의 불법, 부당행위로부터 사업보호가 가능하다. 시행사의 이중분양²⁶⁾, 분양권담보제공, 자금지급을 조건으로 준공 후 보존등기 지연 등의 불법행위로부터 사업을 보호할 수 있다.

둘째, 개발사업의 허가권과 사업부지를 동시에 처분하여 환가의 용이성을 확보한다. 사업 진행 중 사업약정서 상의 환가 사유 발생 시 인허가권과 실물 사업부지를 동시에 처분하여 처분이 원활하게 이루어지도록 한다.

셋째, 개발사업의 Know-How를 보유한 신탁사를 통한 적극적인 사업관리, 자금관리, 건설 공정관리로 안정적인 Cash-Flow 확보가 가능하다.

넷째, 시행사의 채권자로부터 사업을 안정적으로 보호하는 것이 가능하

24) 채권의 원리금이 계약대로 지불되지 않을 가능성을 말하는 것으로 우선주에 있어서 우선배당에 대한 지급불능도 이에 준한다고 볼 수 있다. 발행 시에 원리금이나 배당금의 지급액, 지급시기가 결정되는 확정금리부 증권이 불의의 사태가 발생하여 그 지급을 예정대로 할 수 없는 경우가 있으며 채무의 완전한 불이행 이외에도 불완전(일부)이행이나 이행지연의 경우 이와 같은 위험을 말한다.

25) (손실·위험 등에 대한) 방지책

26) 분양사고의 방지. 위탁자의 참여를 원칙적으로 배제하고 신탁회사의 명의로 분양계약을 체결하므로 중복(2중)계약, 분양대금 유용 등 분양사고 방지할 수 있다.

다. 신탁부동산에 대한 강제집행²⁷⁾, 분양수입금 계좌에 대한 압류²⁸⁾ 등 불가능하다. 소유권이전청구권 압류 등 채권의 압류는 가능하나 사업의 진행에는 전혀 영향이 없다. 신탁을 배제한 일반적인 시행, 시공구도에서는 사업진행이 불가능하다.

다섯째, 대출금융기관의 채권확보가 용이하다. 일반적인 시행·시공에서 시행(공)사 부도로 대한주택보증의 보증사고 발생 시 대출금융기관의 우선적 지위를 인정하지 않고 일반 채권자와 동일하게 취급하나 관리형 토지신탁의 경우에는 우선수익권이 인정된다. 또한 당해 사업의 수익금에 대한 수익권을 확보하여 우선수익자를 시공사, 수익자 및 위탁자등 자유롭게 우선수익권을 줄 수 있다. 이때 보통 사업 시행자는 사업 정산 후 잉여금에 대해 배당을 받게 되며, 우선수익자가 먼저 수익을 갖게 된다. 최악의 경우(시공사 Default) 신탁사의 책임 하에 목적건축물을 완공할 수 있다. 이는 분양 및 미분양분에 대한 신속한 처리 가능하게 되어 보다 빠른 채권확보가 가능해진다.

2) 당사자별 입장에서의 장점

수분양자의 입장에서는 아파트 사업의 경우 대한주택보증신탁과의 차이점을 살펴보면, 관리형 토지신탁의 경우는 대한주택보증으로의 신탁은 면제되지만 분양보증은 적용. 따라서 주택법상 분양보증을 득해야 하는 본질적인 차이는 없고, 수분양자 입장에서는 신탁회사의 공신력이 보장되어 있는 관리형토지신탁이 유리하다고 하겠다.

금융기관의 입장에서 보면, 첫째, 시행사의 배임적 행위에 의한 리스크로부터 사업을 안정적으로 보호할 수 있는데 예를 들면 금전적 보상을 요

27) 제3자에 의한 권리침해 방지. 사업부지에 대한 제3자의 권리침해(가압류 등)가 방지되게 되는데, 아파트의 경우 대한주택보증이 신탁을 한다 해도 보증 전, 보존등기 시, 대한주택보증에서 관리 시는 통장과 토지에 가압류가 발생하는 데에 반하여 관리형토지신탁의 경우에는 신탁이전에 발생한 사항이 아니고서는 이러한 제한사항이 들어올 수 없다.

28) 사업자금에 대한 제3자의 권리침해(가압류)가 방지.(신탁법에 의한 보호) 금융기관에서 자금을 관리하는 경우에도 자금(통장)에 대한 가압류 가능한데, 신탁재산으로 편입될 경우 가압류가 불가능하다.

구하며 사업의 진행에 협조를 거부하여 인허가 업무 및 보존등기가 지연되는 등의 문제, 사업비의 임의적 유용, 이중분양, 분양권 담보제공 등으로 금전을 편취하는 행위²⁹⁾, 둘째, 시행사의 채권자에 의한 리스크로 대한주택보증에 수탁되어 있는 신탁재산의 소유권 이전 청구권에 압류를 설정하거나, 보존 등기 시 건물 및 토지에 압류가 가능하여 수분양자로서의 이전 등기 등을 위하여 법률적으로 해결방법을 찾기 어려워 대부분 금전의 지급을 통한 해결 방법을 찾을 수밖에 없는 현실에 직면하게 되는 경우가 있다. 자금관리 계좌에 압류가 설정되어 자금집행이 불가능한 상황이 발생될 가능성이 있으며 시행사의 부도 발생 시 사업권 양수도 문제가 발생하거나 의사결정 지연³⁰⁾에 따라 적절한 시기에 대응하지 못해 생기는 피해가 야기될 수 있다.

<표 4-1> 담보신탁 vs. 관리형 토지신탁의 비교를 통해 개발금융에서의 관리형토지신탁의 구조상의 차이를 살펴보고, <표 4-2> 관리형 토지신탁 vs. 차입형 토지신탁의 비교를 통해 토지신탁간의 비교와 마지막으로 <표 4-3> 담보신탁 vs. 관리형 토지신탁 vs. 차입형 토지신탁의 3단 비교를 통해 당사자의 내용과 법률적 이슈 발생 시의 해결 방법의 차이를 확인한다.

<표 4-1> 담보신탁 vs. 관리형 토지신탁의 비교

| 구 분 | 담보신탁 | 관리형토지신탁 |
|--------------|--------------------------|------------------------|
| 사업주체 | 시행사 (배임행위 및 우발채무등 우려) | 신탁사 (시행사와 사업간 절연가능) |
| 사업자금 조달주체 | 시행사(시공사) | 시행사(시공사) |
| 용역계약의 당사자 | 시행사 | 신탁사 |
| 공사비 | 분양불 | 기성불, 분양불 |

29) 분양사고 발생으로 수분양자의 권익침해 및 심각한 민원이 야기된다.

30) 시행사가 사업주체로서 사업의 중요한 의사결정 시 시행사와 협의를 거쳐야 한다. (분양가 책정, 할인 분양, 설계 변경 등)

| | | | |
|-------------------|--------------|--|---|
| 지급방식 | | | |
| 자금관리 | | 시행사, 시공사 (자금관리의 공정성 우려) | 신탁사 (투명한 자금관리 가능) |
| 분양사고 | | 가능 | 불가능 |
| 제3자 권리 침해 | 사업부지 | 간접적 제한가능 (대주보 신탁전 소유권이전 청구권가압류 가능) | 불가능 |
| | 자금 | 간접적 제한가능 | 불가능 |
| | 피분양자 권리제한 | 가능 | 불가능 (수분양자 보호 가능) |
| 부 도 | 시행사 | 사업권 양수도 문제 발생 | 사업추진 가능 |
| | 시공사 | 시행사와 금융기관과 합의하에 승계시공사 선정 (사업의 장기중단 가능성 있음) | 신탁사, 시행사 및 금융기관이 합의하에 승계시공사 선정 |
| | | 신탁사 준공책임 없음 | 신탁사 준공책임 |
| 분양 보증 사고시 | | 대주보 개입 및 대주단 채권 우선순위 불인정 | 신탁&대주단 협의하에 정상화 추진 또는 수분양자 정리 후 환가 처분 실시 |
| 신탁효력기간 | | 분양보증전 신탁해지 필요 | 사업 기간 내 신탁유지 |
| 사업양도용이 여부 | | 토지소유권만 이전가능 | 토지+사업권이전 가능 |
| 신탁수수료 | | 수익한도액의 0.2%내외 | 분양매출액의 0.5~1%내외 |
| 대출 금 회 수 | 채권보전 | 우선수익자 지정 | 우선수익자 지정 및 질권설정 |
| | 보존 등기 시 | 건물의 추가신탁 필요 (우발채무의 권리침해 가능) | 토지, 건물 일괄 신탁명의 보존등기 (우발채무의 권리침해 불가능) |
| | 사업 중단 시 | 채권확보 및 정산이 어려움 | 사업 중단 가능성 낮고 채권확보 및 정산이 비교적 쉬움. |

<표 4-2> 관리형 토지신탁 vs. 차입형 토지신탁의 비교

| 구분 | 관리형 토지신탁 | 차입형 토지신탁 |
|---------|---|--------------|
| 신탁사 지위 | 명의상 건축주 | 실질적 건축주 |
| 신탁사 역할 | 자금관리 | 시행업무전반 |
| 분양계약 체결 | 신탁사 | 신탁사 |
| 제용역 발주 | 위탁자 (인허가 상 필수계약만 신탁사가 승계) | 신탁사 |
| 토지비 PF | 별도 금융기관 | 별도 금융기관 |
| 사업비 대출 | 불가 | 총사업비의 70% |
| 공사비지급 | 분양불 | 기성불 |
| 시공사보증 | 책임준공, PF보증, 시행보증 | 책임준공, PF보증 |
| 신탁보수 | 매출액의 0.4~1% 내외 | 매출액의 3.5% 내외 |
| 기타 | <ul style="list-style-type: none"> - 시행사 신용위험 발생 시 시공사가 시행권을 양수 - 시행사 및 시공사의 신용위험 발생 시 관리형토지신탁에서 전형적인 토지신탁으로 전환(신탁사가 시행권 양수) - 시행권 양수시 이전등기, 건축주 변경, 수분양자 동의 불필요 | |

<표 4-3> 담보신탁 vs. 관리형 토지신탁 vs. 차입형 토지신탁의 비교

| 구분 | 담보신탁 | 관리형 토지신탁 | 차입형 토지신탁 |
|--------------|------|------------------------|----------|
| 건축명의인 | 위탁자 | 신탁회사 | 신탁회사 |
| 신축건물의 보존등기인 | 위탁자 | 신탁회사 | 신탁회사 |
| 공사도급계약 분양계약, | 위탁자 | 위탁자 계약 체결 후 신탁회사 승계하거나 | 좌동 |

| | | | |
|-----------------------------|--|---|---|
| 매매계약 등 개발 사업관련 계약의 당사자 | | 직접 신탁회사가 계약 체결 | |
| 신탁해지로 인한 소유권이전등기청구권에 대한 가압류 | 담보신탁 우선수익권자의 우선수익권은 절연되나, 신탁해지로 인한 소유권이전 등기청구권 가압류의 경우 보존등기 시점에 신탁해지가 불가능한 문제가 발생함 | 신탁회사가 직접 처분하므로 신탁해지로 인한 소유권이전등기청구권 가압류가 문제되지 않음 | 좌동 |
| 사해신탁 취소 | 사해신탁 취소의 요건이 충족된 경우, 담보신탁이나 토지신탁이나 모두 문제됨. 이점에서 담보신탁과 토지신탁간의 차이점 없음 | 좌동 | 좌동 |
| 분양대금의 관리 | 신탁사와 무관하게 대주단, 차주, 시공사 간 약정에 따라 관리 | 원칙적으로 신탁사, 대주단, 차주, 시공사 간 약정에 따라 관리 (경우에 따라 대주단이 단독관리 가능) | 원칙적으로 신탁사가 관리 |
| 분양대금 등 사업비의 집행 | 신탁사와 무관하게 대주단, 차주, 시공사 간 약정에 따라 관리, 통상적으로 대출 채권이 공사대금보다 선순위로 집행 | 원칙적으로 신탁사, 대주단, 차주, 시공사 간 약정에 따라 관리 (경우에 따라 대주단이 단독 관리 가능) 통상적으로 대출채권이 공사대금보다 선순위로 집행 | 신탁사가 사업비 조달의무 부담하므로, 사업부지 관련 대주의 PF대출채권은 수익자(차주)의 최종 신탁수익에서 지급받게 되며, 공사비보다 후순위로 지급됨. 다만, 신탁수입금 선배당 요건 충족한 경우에는 대출채권변제 가능함 |
| 신탁사의 사업비 조달의무 | 없음 | 없음 | 있음 |

2. 부동산 개발 사업에서 관리형 토지신탁의 적용

1) 관리형 토지신탁의 도입배경 및 절차

경기침체 및 글로벌 금융위기와 미분양 증가 등으로 부동산 및 건설업계에 건설사 구조조정으로 워크아웃, 퇴출 대상 업체 선정, 경기침체로 시공사, 시행사 부도 급증, 사업주체의 부채로 정상적인 사업진행이 곤란한 현장 증가 등의 문제가 발생하였다. 이러한 시장 환경의 변화는 관리형 토지신탁의 수요를 유발하였다.

먼저 토지비를 PF하고 신탁계약을 체결하여 수익권증서를 우선수익자에게 교부하게 된다. 금융기관의 토지비 대출이 기표되면 수탁자인 신탁사는 수익권증서를 발급하고 시공자는 PF에 지급보증(대출 원리금 또는 이자에 대한 지급보증)을 통해 담보를 제공한다. 이때 토지 소유권 확보와 동시에 관리형 토지신탁계약에 의한 신탁등기 및 수익권증서의 발급을 실행한다.

시행사, 시공사, 금융기관 및 신탁회사 간에 개발사업과 관련된 역할분담 및 권리의무 사항을 정하는 사업약정 체결하고, 신탁회사와 시공사간에 책임준공 및 분양불³¹⁾ 공사비 지급조건인 공사도급계약을 체결하게 되며, 사업시행과 관련된 일반적인 용역계약 및 자금조달 관련 계약은 시행자가 계약주체가 되며, 공사도급계약 및 설계, 감리계약 등 사업인허가와 관련된 주요계약은 신탁회사가 계약주체가 된다.

최초 시행사, 시공사, 대주단 및 신탁사와 사업약정 및 관리형 토지신탁계약 체결한다. 이 때 신탁계약에 의한 각 당사자별 지위는 위탁자, 수익자, 우선수익자, 채무자, 시공사, 수탁자이다.

<표 4-4> 신탁계약체결로 인한 당사자별 지위

| 위탁자 | 우선수익자 | 수익자 | 채무자 | 시공사 | 수탁자 |
|-----|-------|-----|-----|-----|-----|
| 시행사 | 대주단 | 시행사 | 시행사 | 시공사 | 신탁사 |

계약 체결 후 토지에 대한 신탁 등기 경료하여 사업부지 전체에 대한 소유권을 확보한다. 등기 후 인허가상 사업주체의 명의를 시행사에서 신탁회

31) 기성불은 일정 기간 공사가 진행된 가운데 기성율에 근거하여 공사비를 지급하는 방법이고 약정불은 도급 계약서에 명시한 지급 일자를 기준으로 약정비율을 정하여 지급하는 방법이고 분양불은 공사완료 및 분양완료 되었을 시 일괄 지급하는 방법

사로 변경한다. 또한 공사 도급 계약을 비롯한 각종 용역 계약의 당사자를 신탁회사로 변경함과 동시에 기 분양된 수분양자와의 분양계약을 해지하고 대한주택보증 보증내용을 변경한다.

금융기관은 우선수익자로 지정 받은 시공사의 수익권증서에 질권 설정하고 신탁회사는 수분양자(분양받을 자)를 공개모집하여 분양계약을 체결한다. 분양금은 분양계약의 공급자인 신탁회사의 분양수입금 관리계좌로 입금되며, 신탁회사는 수분양자로부터 수령한 분양대금을 사업약정에 의거하여 대출금상환 및 공사비 지급 등 사업비를 집행한다. 신탁회사는 본인 명의로 개발 사업을 준공시키고 소유권 보존등기 후 수분양자에게 소유권을 이전하게 된다. 최종적으로 신탁계약 및 사업약정에 의거한 수익금의 정산을 실시하게 되고, 신탁을 해지 하게 된다.

2) 관리형 토지신탁에서의 신탁사 업무 범위

관리형 토지신탁에서의 각 당사자의 업무 범위는 <표 4-5>와 같으며³²⁾, 신탁사의 업무 범위는 계약관리, 자금관리, 분양관리, 건설관리, 자문업무, 기타 업무 등으로 구분해 볼 수 있다.³³⁾

<표 4-5> 관리형 토지신탁에서의 각 당사자의 업무³⁴⁾

| 당사자 | 업 무 |
|-----|---|
| 위탁자 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 사업계획 수립 ○ 사업부지 신탁 ○ M/H 설치운영 및 분양계약체결 등 분양업무 수행 (분양계약서상 매도인은 신탁회사, 분양대금은 신탁회사 명의로 개설된 계좌 입금) ○ 분양 및 광고 대행계약 체결 ○ 사업승인 취득 후 사업주체를 위탁자에서 신탁회사로 변경 ○ 사업관련 자금조달 및 대출금 상환 (신탁회사의 선배당 요건충족) ○ 인허가 등 대관업무 수행 및 시행관련 민원처리 |

32) 별도의 업무 약정 및 사업 약정에 따라 조정할 수 있다.

33) <표 4-6>참조

| | |
|------|--|
| 신탁회사 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 사업부지 수탁 및 위탁자의 사업주체로서의 지위 양수 ○ 사업주체로서의 분양보증 신청 ○ 공사, 설계, 감리 등 제반 계약 발주 ○ 사업주체로서의 일부 업무를 위탁자로 위임(분양업무 등) ○ 분양금 및 분양내역 관리 및 사업비 인출 |
| 시공회사 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 책임준공 ○ 사업관련 자금부족시 자금보충 의무 ○ 위탁자의 대관업무수행 협조 및 시공관련 민원처리 ○ 위탁자의 분양 업무에 대한 협조 |
| 금융기관 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 토지비 대출 |

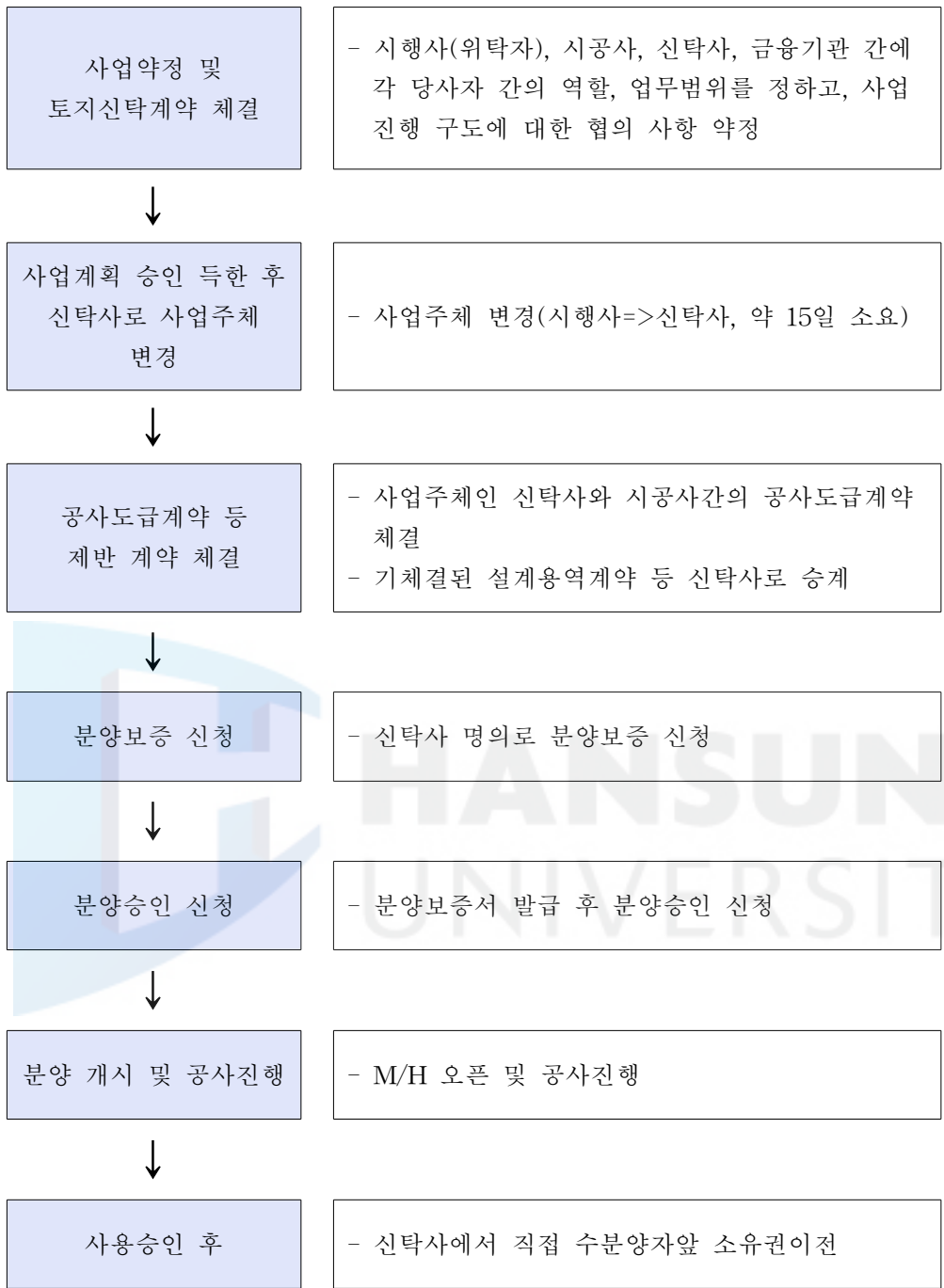
<표 4-6> 관리형 토지신탁에서의 신탁회사 업무 범위

| 업무 구분 | 업무 내용 |
|-------|---|
| 계약관리 | 각종 계약 업무 승계, 체결, 대외적인 사업주체 및 발주자로서의 역할 |
| 자금관리 | 자금청구 적정성 심사, 현금흐름표 작성 및 보고, 금융기관의 자금 집행 판단자료 제시 |
| 분양관리 | 사업주체로서 분양계약자관리, 분양대금 입금 현황 관리 |
| 건설관리 | 기성청구 적정성 심사(과기성예방), 예정공정표 및 공정보합의 검토 |
| 자문업무 | 분기별 자금입출금, 분양현황 등 보고, 법률 및 세무처리 |
| 기타업무 | 인허가 업무지원, 민원처리 협조 |

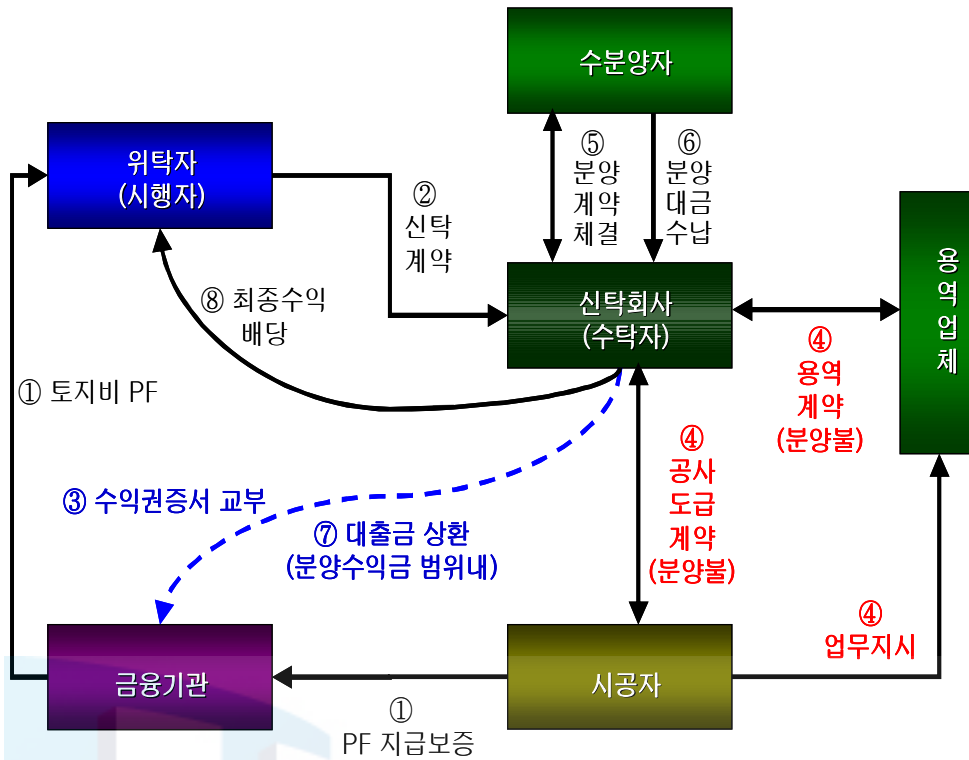
관리형 토지신탁에서의 업무 흐름을 그림으로 그려보면 아래의 <그림 4-1> 관리형토지신탁 업무흐름도 및 <그림 4-2> 관리형토지신탁 일반구조도로 표시해 볼 수 있다.

34) 약정 당사자 간 협의를 통해 세부사항은 업무약정에서 조율한다.

<그림 4-1> 관리형토지신탁 업무흐름도



<그림 4-2> 관리형토지신탁 일반 구조도



<그림 4-2> 관리형토지신탁 일반 구조도에서 보면, ① 시행사는 금융기관으로부터 시공사의 지급보증을 전제로 토지비 및 초기사업비 일부를 PF 형태로 지원받는다. ② 시행사와 신탁사간의 관리형토지신탁계약을 체결한다.(신탁계약과 별도로 4자약정(시행사, 시공사, 금융기관, 신탁사)을 체결한다.) ③ 신탁사는 금융기관에게 수익권증서를 교부한다.(우선수익자의 지위부여) ④ 신탁사는 분양불 공사비 지급의 공사도급계약을 체결한다. 용역계약 등도 체결한다. ⑤ 신탁사는 분양활동에 의한 분양 계약 체결 후 ⑥ 분양대금을 수납 관리한다. ⑦ 분양수익금으로 사업비(분양불 공사대금 등)를 정산하고 대출금 상환 및 ⑧ 신탁으로 인한 수익을 수익자에게 배당한다.

제 2 절 부동산펀드와 관리형토지신탁의 결합에 의한 사업구도

1. 시행사의 워크아웃/부도 등

1) 문제의 제기

이미 분양을 실시하였으나 부동산 경기 악화와 수급 불안정, 마케팅전략 실패(대형 평형위주의 공급 등)로 인해 분양률이 극히 저조한 경우 저조한 분양률로 인해 공사비 조달이 어렵게 되고 글로벌 금융위기 등으로 인해 자금의 조달 또한 쉽지 않게 되자 시행사는 늘어나는 금융비용과 각종 경비 지출을 버티지 못하고 부도를 맞는 경우가 생긴다.

실질적 사업주체인 시행사가 부도시 인허가 진행, 분양 활동, 각종 용역 계약 및 관리 등의 업무가 원활하지 않고, 준공 후 보존등기 등의 업무시 시행사의 절대적인 협조가 필요하나 원만한 협조가 진행되지 않을 가능성이 많고 나아가 시행사의 불법, 부당행위 등의 발생 시 사업 진행 전반에 어려움이 예상된다.

시행사의 부도로 인해 사업주체가 그 역할을 하지 못하는 일이 발생하면 사업의 당사자인 시공사와 금융기관은 인허가 및 분양을 진행할 형식상의 명의인이라도 필요하게 된다. 더구나 현재의 분양계약을 해지하고, 공급 상품을 변경하는 설계 변경을 수반하게 되어 금융기관의 채권확보³⁵⁾와 재분양시점까지의 기간 소요 및 자금관리, 인허가의 진행 등의 업무가 필요하게 되어 시행사를 대체할 명의인이 필요하게 된다.³⁶⁾

2) 당사자의 역할

시행사의 부도로 관리형토지신탁 전환하는 사업구도의 경우 위탁자(시

35) 대한주택보증에 신탁되어 금융기관으로서는 채권확보가 어렵다.

36) 부동산개발업의 관리 및 육성에 관한 법률 시행으로 부동산개발업 등록을 해야 하는 문제가 생기나 부동산신탁사를 이용하면 이런 문제를 해결 할 수 있다.

행사)는 토지를 제공하고 사업과 관련하여 실질적인 위탁자의 지위를 행사할 수 없으며, 시공사는 사업비 조달 대출에 대한 채무인수 등 신용공여, 자금보충의무, 제반 인/허가, 책임준공 및 위탁자의 부도 등의 사유발생 시 사업권인수 책임을 지는 등 실질적인 사업 주체로서의 의무를 수행한다. 부동산 펀드는 향후 집행되어야 할 공사비 및 사업비 일부를 투자자로부터 수익증권을 판매하여 조달, 투입한다. 수탁자인 신탁회사는 시공사와의 업무 협조를 통해 신탁토지 및 지상건물을 신탁재산으로 하여 이를 관리 및 처분하는 범위 내에서 시행사로서의 업무를 수행한다.

3) 구조

현재 대한주택보증(주)에 신탁되어 있는 사업부지의 소유권을 회수하여 신탁회사에 관리형 토지신탁 계약 및 등기 후 공동주택 및 부대복리시설을 신축, 분양하고자 하는 형태로 사업구도를 전환한다.

금융기관을 통해 토지대 및 초기사업비 PF가 기실행되어 집행되었으나 분양률이 저조하여 기성에 따른 공사비 지급이 현실적으로 불가능하게 되어 채무인수 약정을 한 시공사에게 모든 부담이 지워지는 경우 시공사는 책임준공을 이행하기 위하여 자체신용으로 공사비를 조달하여야 하나 금융위기 및 건설경기 악화 등으로 불가능한 상황에서 기존의 분양계약을 해지하고 설계 변경, 마케팅 활동 변화를 통해 향후 경기가 회복되면 재분양하는 구도를 생각해 볼 수 있다. 그러나 재분양의 시기를 무한정 기다리면 늘어나는 금융비용을 감당할 수 없으므로, 우선 기존의 공사를 진행하고 설계변경 등의 변화된 인허가 사항을 반영하는 구도로 시간을 단축하고자 한다.

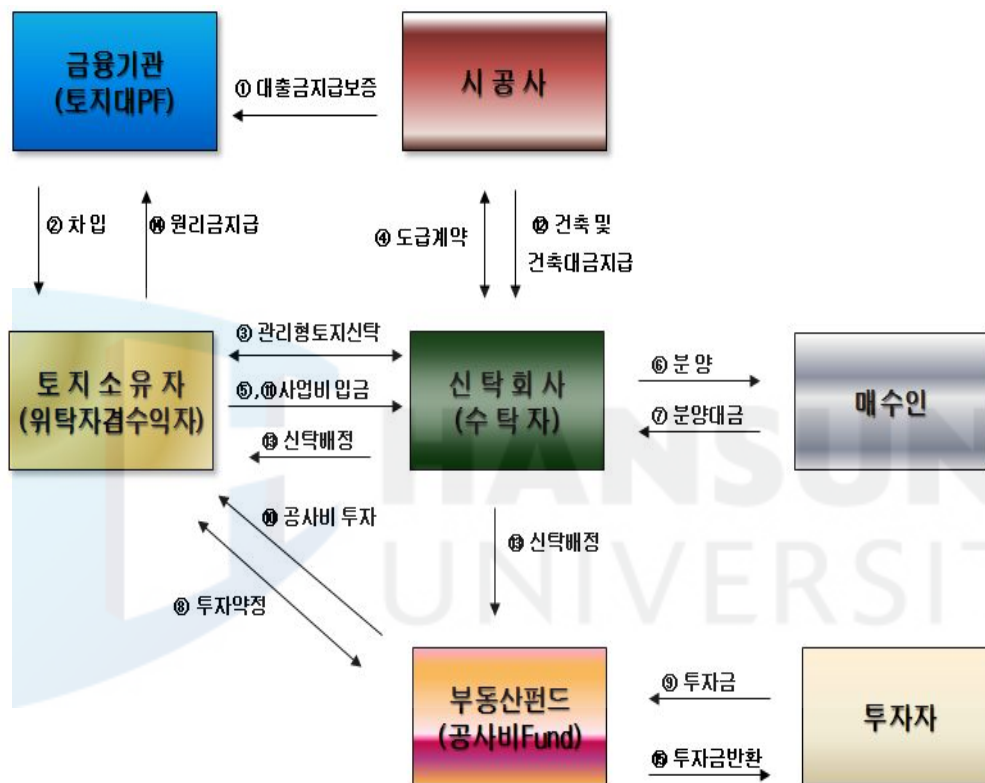
준공을 위한 공사비를 부동산펀드³⁷⁾가 실행하고 전술한 대로 부동산 펀드의 관리능력 부족을 신탁회사의 서비스를 통해 보완하는 구도 즉, 사업의 투명성과 완성도를 높이기 위해 관리형 토지신탁 전환하여 부도난 시

37) 시공사의 연대보증 등 세부 조건은 개별 프로젝트별로 별도 협의를 요한다. 다만, 시공사의 공사도급단가를 낮추거나 시공 마진을 축소시켜 사업성을 높일 필요가 있다.

행사의 역할을 대체하게 하여 시행사 및 시행사의 채권자로부터의 각종 리스크를 관리형 토지신탁을 통해 통제한다.

공사비의 조달로 인하여 현재의 어려운 부동산 경기를 피해 후분양구도38)로 전환이 가능하며, 시공사는 책임준공의 부담으로 부터 벗어날 수 있다. 사용승인 후 분양 외에도 다양한 투자금 회수39) 방안이 마련될 수 있다.

<그림 4-3> 부동산 펀드를 통한 공사비 조달 구도의 관리형 토지신탁



부동산 펀드를 통한 공사비 조달 구도의 관리형 토지신탁의 구조도를 살펴보면 ① 시공사 보증을 통해 ② 금융기관에서 토지대 차입 ③ 신탁회사와 위탁자(시행사)간 관리형 토지신탁계약 체결 ④시공사와의 도급계약

38) 정부의 시책과도 부합하며, 후분양을 위한 대한주택보증, 주택금융공사등의 보증서를 활용한 공사비 조달 등도 생각해 볼 수 있다.

39) 담보대출, 미분양 펀드, 대물 변제 등

신탁사 명의로 변경 체결 ⑤ 사업비 관리계좌 및 사업비 신탁사로 이체 ⑥ 분양계약체결 ⑦ 분양대금 입금(수분양자=>신탁회사) ⑧ 공사비펀드 투자약정 체결(시행사-부동산펀드) ⑨ 투자자 모집 및 투자금 집행 ⑩ 부동산펀드를 통한 공사비 투자 ⑪ 공사비 펀드자금 신탁회사로 이체 ⑫ 분양불(혹은 기성불) 건축대금 지급 ⑬ 신탁원본 및 수익 배정 ⑭ 금융기관 PF상환 ⑮ 투자자 투자금 회수로 이루어진다.

2. 부실 사업장의 정상화

1) 문제의 제기

금융위기와 부동산 경기악화로 기존의 저축은행을 비롯한 금융기관들이 대출 형태로 집행한 부동산 개발 사업 현장의 PF채권 부실이 증가하여 대손충당금 추가 적립의 압박과 금융기관들의 건전성을 해치는 우려가 있다.

이러한 부실 사업장에 대해 부동산 경기 회복 시점까지 시간을 확보하고 마케팅 전략 및 공급 상품의 변경을 통해 금융기관의 채권회수 및 사업 당사자들의 리스크를 경감하고자 한다.

2) 당사자의 역할

금융기관은 기존의 부실우려 PF채권을 자산운용사에 매각하여 부실채권을 부동산펀드를 매입한다. 시공사는 사업비 조달 대출에 대한 채무인수 등 신용공여, 자금보충의무, 제반 인/허가, 책임준공 및 위탁자의 부도 등의 사유발생 시 사업권인수 책임을 지는 등 실질적인 사업 주체로서의 의무를 수행한다. 부동산 펀드는 금융기관의 부실우려 PF채권을 매입하고 이를 근거로 수익증권을 발행하여 판매 후, 펀드를 조성한 후 PF채권 매입대금으로 지급한다. 향후 집행되어야 할 공사비 및 사업비 일부를 금융기관을 비롯한 투자자로부터 조달, 투입한다. 수탁자인 신탁회사는 시공사와의 업무 협조를 통해 신탁토지 및 지상건물을 신탁재산으로 하여 이를

관리 및 처분하는 범위 내에서 선량한 관리자의 주의의무로 시행사로서의 업무를 수행한다.

3) 구조

부실화된 PF채권을 사모 형식의 부동산 펀드에 넘기고 수익증권을 받는 방법으로 부실 우려 PF채권을 줄여나가는 방법이다.

금융기관 입장에서 이 방식을 이용할 경우 부실우려 PF채권을 펀드에 매각해 PF 채권을 계정에서 뺄 수 있어 부실심화에 따른 건전성 악화 부담을 크게 줄일 수 있다. 대손충당금은 채권액과 매각가격 차이만큼만 쌓으면 되기 때문에 대손충당금 규모가 줄어드는 효과가 있다. 또 채권을 넘긴 대가로 수익증권을 받기 때문에 향후 사업장이 정상화될 경우 높은 수익을 기대 할 수 있다. 즉, 부동산 경기악화와 신용경색으로 문제가 생긴 PF 사업장의 리스크를 일단 유보하는 효과를 거두게 된다.

이 방식은 신규 자금 투입이 필요하지 않은 장점이 있다. 예를 들어 A사가 PF채권을 팔려고 할 경우 은행이나 증권사 등 판매사를 통해 부동산 펀드를 운용하는 자산운용사의 수익증권을 매입한다. 자산운용사는 들어온 자금으로 A사의 PF채권을 사들인다. 자산운용사는 수수료를 떼고 사업장을 관리해 수익이 나면 이를 A사에 배분한다. 자금은 한 바퀴 돌았지만 펀드 조성을 위해 신규로 들어가는 자금은 없다.

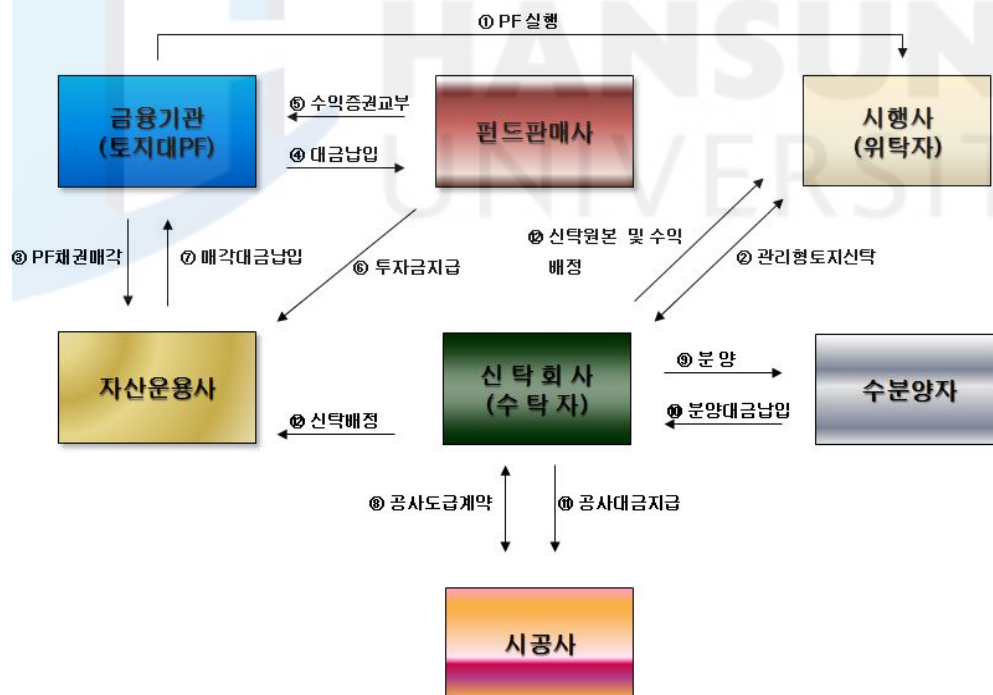
금융감독당국은 2008년 말 저축은행이 PF사업장을 처리하기 위해 간접투자기구의 수익증권을 보유하는 것에 한해 유가증권 보유한도(10%)를 적용하지 않기로 했다. 또한 이 경우에 한해 대손충당금도 순차적으로 쌓게 했다. 저축은행 등의 금융회사는 당장의 PF부실을 떨어낼 수 있고 향후 경기가 회복되면 펀드를 통해 수익을 거둘 수 있는 이점이 있다.

이러한 부실 사업장의 경우 대부분 열악한 시행사이고 부실로 인해 실체가 없는 경우가 많다. 이러한 사정으로 관리 및 운영 능력이 현저히 떨어져 실제 자금이 집행되더라도 대주인 금융기관이 직접 관리 통제하는 경우가 많다. 이러한 금융기관의 관리 부담 및 시행사 리스크로부터 자유

롭기 위해 신탁회사를 통한 관리형토지신탁을 결합하여 시행사 리스크를 줄이고 시장과 환경의 변화에 따라 적기에 대응할 수 있는 구도를 생각할 수 있다. 금융기관은 전문성이 떨어지는 개발사업의 각종 현안 및 대책을 전문성이 강조되는 신탁회사를 통해 진행함으로써 상황에 맞는 대책을 제시하며, 각종 개발노하우를 이용함과 동시에 투명성을 확보할 수 있다.

부실사업장의 정리를 위한 업무흐름구조도를 살펴보면, ① 토지대 PF 실행됨 ② 관리형토지신탁 계약 체결(시행사-신탁사) ③ 금융기관(저축은행 등)이 가진 부실우려 PF채권 매각(금융기관=>자산운용사) ④ 금융기관의 펀드(수익증권)매입으로 인한 대금납입 ⑤ 수익증권교부(펀드판매사=>금융기관) ⑥ 펀드판매(투자금)대금 자산운용사 입금 ⑦ 수익증권매입금 금융기관 PF채권 매입대금으로 지급 ⑧ 공사도급계약의 변경(신탁사-시공사) ⑨ 분양계약체결 ⑩ 분양대금납입에 따른 분양대금관리 ⑪ 공사대금(분양불, 기성불) 지급 후 ⑫ 신탁원본 및 수익권에 대한 신탁배정으로 진행된다.

<그림 4-4> 부실사업장의 정리(부동산펀드와 관리형토지신탁의 결합)



3. 신규 PF개발사업

1) 문제의 제기

대부분의 민간 개발 사업 시행사들이 사업주체임에도 불구하고 규모나 환경이 열악하여 실질적인 사업은 신용공여를 제공하고 리스크 부담을 과도하게 지는 시공사가 진행하는 경우가 대부분이다. 시행사의 사정이 이러하다 보니 실질적인 사업 주도권을 가지기 보다는 사업의 진행이 원활하지 않은 경우 불법, 부당행위나 신용리스크, 혹은 시행사의 채권자로부터의 리스크에 노출되어 있다. 더구나 일부 시행사는 개발사업의 노하우가 부족하여 효율적이고 최적화한 사업 진행을 하지 못하고, 시행착오로 인한 불필요한 리스크에의 노출과 비용을 부담하는 경우가 생긴다.

이러한 시행사가 가지는 리스크는 사업의 진행 자체에 어려움을 가져오기도 하고 선의의 수분양자들이 피해를 입거나, 개발사업의 노하우가 부족한 부동산 펀드를 비롯한 금융기관 및 사업당사자간의 심각한 문제를 야기하기도 한다.

2) 당사자의 역할

부동산 펀드는 시공사의 신용보강이 없이 활용되기도 한다. 부동산 펀드의 경우에는 기존의 부동산 PF사업과 유사한 형태이나, 부동산 PF의 경우 토지대 및 초기사업비 일부에 한정하여 대출하는 경우가 대부분이고, 시공사는 책임준공의 의무를 진다. 그러나 부동산 펀드의 경우 공사비 일부 또는 전부를 포함하여 펀드를 설정함으로써 시공사의 부담을 줄이고 안정적인 책임준공을 확보하는 구도로 진행되기도 한다.

시행사는 토지매입, 인허가 진행, 자금의 조달 등의 역할을 한다. 시공사는 시행사와의 도급계약을 기초로 건축물을 건축하는 역할을 한다. 준공리스크를 대비하여 책임준공 약정을 맺었다. 자산운용사(펀드)는 본 펀드의 설정 및 해지, 자산의 운용 및 운용지시업무를 수행한다. 수탁사는 펀드재

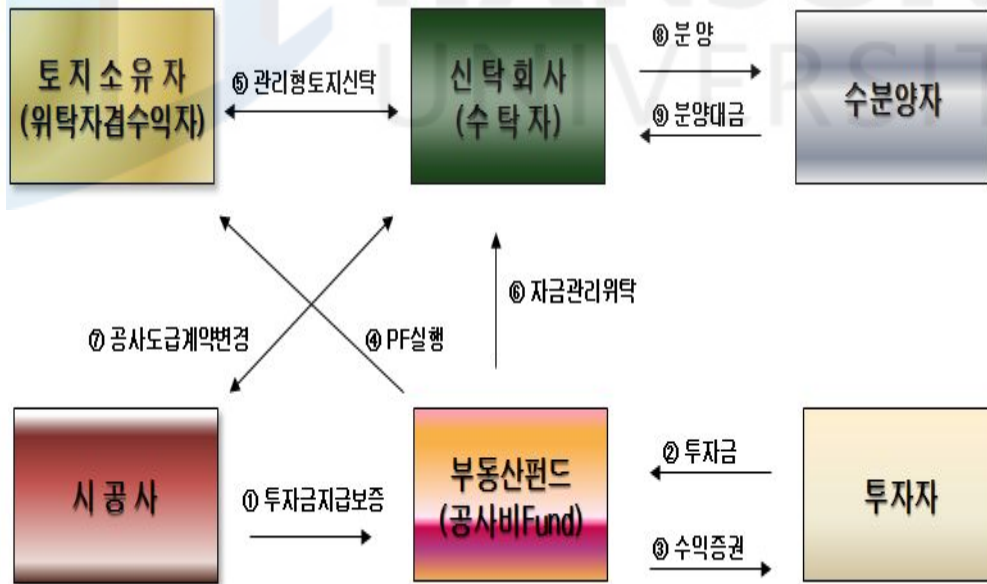
산의 보관 및 관리, 자산운용사의 운용지시에 따른 재산 취득 및 처분 이행, 해지대금 및 이익금 지급, 운용지시에 대한 감시업무 등을 한다.

부동산신탁회사는 시행사, 시공사, 자산운용사, 신탁사 4자간의 신탁계약 및 대리사무 계약을 통해 기초사업으로부터 발생하는 현금흐름을 관리하고, 토지에 대한 담보신탁을 제공함으로써 실질적으로 escrow account 역할을 담당한다.

3) 구조

<그림 4-5> 부동산 펀드와 관리형토지신탁을 활용한 PF를 살펴보면, ① 시공사 지급보증을 통한 부동산펀드 실행 ② 투자자 자금 집행 ③ 수익증권 교부 ④ 사업자금 PF실행 ⑤ 관리형토지신탁계약 체결(시행사, 신탁사), 별도 사업약정체결(부동산펀드, 시공사, 위탁자, 수탁자) ⑥ 사업자금관리위탁 ⑦ 공사도급계약변경체결(신탁사-시공사) ⑧ 분양 ⑨ 분양대금입금(자금관리 및 사업비 집행) 으로 이루어진다.

<그림 4-5> 부동산 펀드와 관리형토지신탁을 활용한 PF



상기 신탁회사의 역할을 확장하여 관리형토지신탁을 체결하면 신탁사의 업무 범위는 각종 계약 업무 승계, 체결, 대외적인 사업주체 및 발주자로서의 역할, 자금청구 적정성 심사, 현금흐름표 작성 및 보고, 금융기관의 자금 집행 판단자료 제시, 사업주체로서 분양계약자관리, 분양대금 입금 현황 관리, 기성청구 적정성 심사(과기성예방), 예정공정표 및 공정보활의 검토, 분기별 자금입출금, 분양현황 등보고, 법률 및 세무처리, 인허가 업무지원, 민원처리 협조 등으로 확장되고, 시행사를 배제함으로써 시행사의 각종 리스크로부터 사업을 보호하게 된다.

4. 택지개발지구 내 사업

1) 문제의 제기

시공사와 지방공사(토지공사, 주택공사 등)간 택지분양계약 체결하여 중도금까지 납부한 경우, 현재의 상황에서 별도의 담보제공 없이 금융기관이 시공사에 대출을 실행하여 사업을 진행할 경우 대출금융기관의 채권확보를 위한 방안이 필요하다. 현재는 지방공사에서 중도금 반환에 대한 확인서 내지는 약속서를 금융기관에 제출함으로써 PF를 실행한 사례가 있으나 이러한 방법은 각 지방공사마다 입장 차이를 보이고 있고, 원칙적으로 불가하다는 지방공사도 존재하며 확인서 및 약속서의 법적 효력이 담보되지 않아 계약 파기시 중도금 반환 청구권을 금융기관이 실행 할 수 있는지의 여부가 논란의 대상이 되어왔다.

이러한 택지개발 지구내 사업장의 등기 전 금융기관의 대출금에 대한 중도금 및 잔금에 대한 채권확보 방안이 요구된다.

2) 당사자의 역할

SPC를 설립하여 시공사에서 SPC로 택지분양자 명의변경⁴⁰⁾을 진행한다.

40) 권리의무 승계계약

그 후 SPC, 시공사, 대출 금융기관 및 신탁사와 관리형 토지신탁계약 및 대출약정을 체결한다. 이 경우 신탁계약에 의한 각 당사자별 지위는 <표 4-7>와 같다.

<표 4-7> 신탁계약 후 당사자별 지위(택지개발지구)

| 위탁자 | 우선수익자 | 수익자 | 채무자 | 시공사 | 수탁자 |
|-----|------------|-----|-----|-----|-----|
| SPC | 대출 금융기관 | SPC | SPC | 시공사 | 신탁사 |

택지분양자의 명의를 SPC에서 신탁회사로 변경한다. 신탁회사는 신탁금으로 매매대금을 납부하여 택지 분양권 취득한다. 따라서 택지분양자 명의 변경을 통하여 신탁사는 소유권이전등기청구권 등을 포함한 매수자로서의 모든 권리를 획득하여 향후 택지 준공시 소유권 취득하게 된다. 대출 금융기관⁴¹⁾은 신탁계약에 의한 제1순위 우선수익자의 지위로 담보 취득이 가능하다.

채무자(SPC)의 대출 금융기관에 대한 채무불이행 또는 기한의 이익 상실 사유가 발생한 경우 사업단계별 채권회수 방법은 <표 4-8>와 같다.

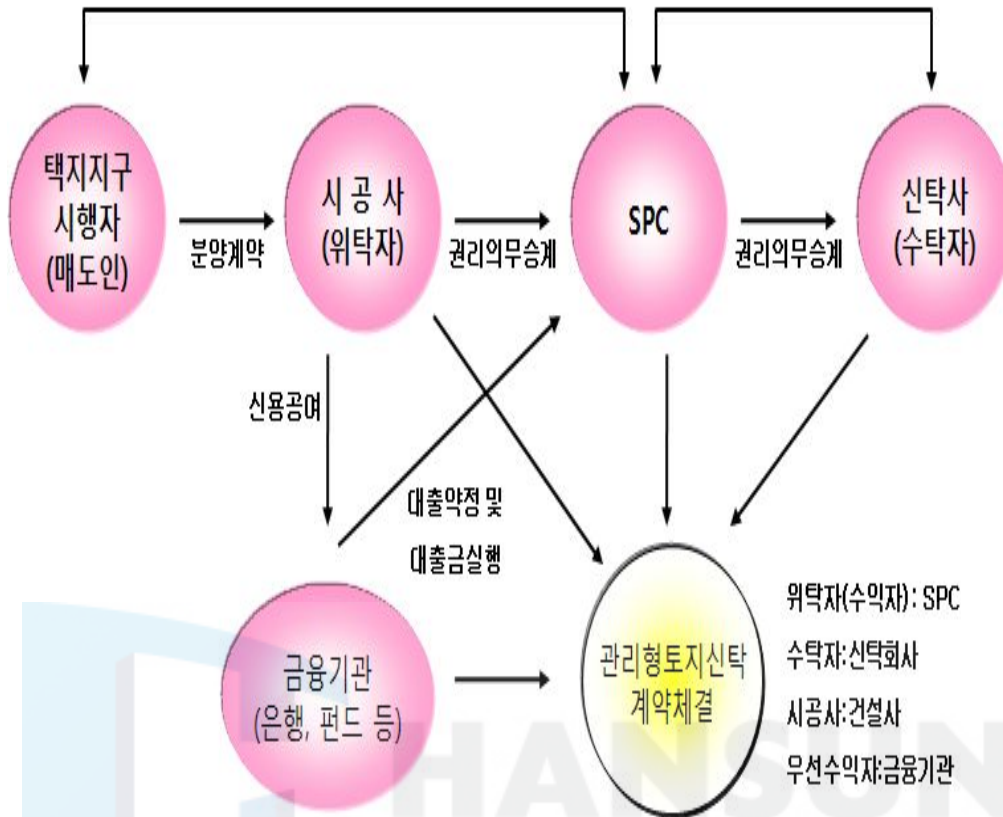
<표 4-8> 사업단계별 채권회수 방법

| | 택지 미준공 | 택지 준공 |
|-------|---------------------------------|----------------------------------|
| 분양 이전 | 택지전매로 채권확보 또는 대체시공사 선정 후 사업진행 | 사업부지 환가로 채권확보 또는 대체시공사 선정 후 사업진행 |
| 분양 이후 | 대체시공사 선정 후 사업진행 또는 분양계약 해지 후 전매 | 대체시공사 선정 후 사업진행 또는 분양계약 해지 후 환가 |

41) 이를테면, 부동산 펀드 등

<그림 4-6> 관리형 토지신탁 계약관계도

권리의무승계 계약을 통한 택지분양권의 전매(택지분양자 지위 취득)



토지신탁계약 및 PF대출 약정 후 권리의무승계계약을 통해 택지매수자 명의 변경을 이행한다. 그 후 토지 사용 승낙시기가 도래하면, 채무불이행 시에는 신탁재산을 환가하거나 전매를 통해 채권을 확보한다. 혹은 기존 위탁자의 시공권을 박탈한 후 대체 시공사를 선정하여 분양절차를 진행한다. 채무불이행이 없이 정상적인 사업이 진행될 경우에는 분양을 통한 분양수입금으로 PF를 상환하고 택지준공 후 신탁사로 소유권 이전 등기를 경료하고, 공사를 진행하여 건축물 사용승인 및 수분양자로의 소유권을 이전하고 사업을 정산한다. 만일 사업이 정상적으로 진행되면 분양 후 분양수입금을 통해 대출금을 상환한다. 신탁사가 약정에 따라 수익금을 교부하여 채무변제를 이행한다.

5. 관리형토지신탁과 부동산펀드의 결합을 통한 개발사업 리스크관리

부동산 개발사업은 열거할 수 없을 정도로 수많은 리스크를 포함하고 있다. 그 중 대표적인 리스크들을 열거한 <표4-9>에 관리형 토지신탁을 적용하여 회피 가능한 리스크를 제시해 보았다. 물론 리스크로부터의 완벽한 회피는 불가능하다고 할 것이다. 그러나 각 리스크마다 일부분이라도 회피 혹은 관리할 수 있는 방안이 있다면 그러한 대안들을 통합하다 보면 리스크를 줄어나갈 수 있고 이러한 과정을 통하여 리스를 통제하고 관리할 수 있을 것이다.

이러한 대안 중에 하나로 본 연구에서 제시하는 관리형 토지신탁은 주로 사업자의 리스크를 회피하는 대안을 제시한다. 신탁사를 이용함으로써 사업자의 능력, 신용 부족, 개발사업 노하우 부족 등을 일부 보완할 수 있다. 사업성 분석의 오류에서 오는 잘못된 의사결정을 일부 회피 할 수 있다. 자금 조달 과정에서의 금융자문역할을 통해 효과적인 자금조달 조건과 환경에 대한 자문을 제공받을 수 있다. 인허가 과정에서의 원활한 진행에 도움을 줄 수 있다. 법률 검토 지원으로 각종 계약의 불리한 조항을 걸러낼 수 있다. 시공사의 부도시 대체 시공사의 선정에도 신탁사의 네트워크를 활용할 수 있고, 시행사의 부도시에도 사업에는 지장이 없다. 시행사의 비협조로 보존등기가 지연되는 경우도 미리 방지할 수 있는 등의 역할을 통해 사업의 각종 리스크 중 일부를 회피, 관리할 수 있을 것으로 보인다.

<표 4-9> 사업단계별 리스크 및 관리형토지신탁의 적용

| 단계 | 리스크의 종류 | 리스크의 내용 | 관리형 토지신탁 |
|------|----------|--|----------|
| 구상단계 | 사업자 리스크 | ○사업자의 능력, 신용부족 ○사업자의 사업에 대한 이해 부족 ○사업구성자의 책임, 권한, 의무 불분명 | 일부회피 |
| | 시장동향 리스크 | ○불확실한 부동산시장의 동향 (주택 및 토지시장의 흐름, 소비자 수요변화, 주택금융변화, 정부정책 변화 등) | |

| | | | |
|-------------|---------------------------|-------------------------|-------------|
| 사업성분석 단계 | 비체계적 사업성 분석 | ○비체계적, 비계량적 사업성 분석 | 일부회피 (자문수행) |
| 프로젝트 파이낸싱단계 | 자금조달, 신용부족리스크 채권확보수단의 어려움 | ○낮은 신용도, 자금조달 및 조기상환 위험 | 일부회피 |
| 인허가 단계 | 인허가 지연 및 실패 리스크 | ○인허가 지연 및 실패 | 일부회피 (자문수행) |
| 계약단계 | 협상력결여 및 법률적 리스크 | ○이해관계인과의 계약과정에서 불리한 지위 | 일부회피 (자문수행) |
| 판매단계 | 분양리스크 | ○예측에 미달하는 분양률 | |
| 시공단계 | 시공지연 리스크 | ○시공지연, 시공사/시행사의 부도 | 일부회피 |
| | 공사비초과 리스크 | ○공사비의 초과 | |
| | 안전사고 리스크 | ○안전사고 위험 | |
| | 민원 리스크 | ○민원, 환경 위험 | |
| 준공단계 | 시행사의 배임, 불법행위 | ○준공 및 보존등기지연 | 회피 |
| 하자보수 | 사후고객관리 및 하자담보책임 리스크 | ○하자책임 | |

자료 : 김진만(2004), “프로젝트 파이낸싱을 이용한 주택개발사업에 있어 위험의 관리방안에 관한 연구”, p.36 건국대학교 석사학위논문 내용 일부 수정

제 5 장 결론

2000년도 초반 부동산 시장 및 신규 분양시장의 활황으로 아파트를 비롯한 주거용 건축물 개발 사업이 활발히 늘어나 금융기관에서 취급한 프로젝트파이낸싱(PF)은 그 규모 및 다양화 측면에서 비약적인 발전과 성장을 하였다. 자본시장에도 많은 새로운 제도와 법제가 도입되어 부동산 개발 금융을 활성화하는데 도움을 주었다. 부동산 개발금융이 활성화 되면서 시장 참여자들이 다양해지고 확대되는 효과를 가져왔다.

이러한 확장일로의 시장 환경에 맞춰 사업성이 검증되지 않은 사업장에 공격적으로 집행된 PF잔액이 2008년 미국발 금융위기로 세계 금융시장이 타격을 입으며 부실자산으로 문제가 되기 시작했다. 더구나 호황기에 무리하게 사업을 확장한 건설 회사나 이들의 신용공여에만 의지하여 PF를 집행한 금융기관들은 2006년 초부터 점진적으로 진행된 주택시장의 침체와 수요에 기반을 두지 않고 공급을 늘리는데 만 주력한 결과로 인한 지방 미분양주택의 증가, 원자재 가격 급등으로 인한 원가 상승, 분양가 상한제 등 정부의 투기 억제 정책 등으로 어려움에 직면하였다.

이러한 시장 환경에서 금융위기로 인해 신규 자금 투입은 매우 선별적으로 이루어지고 있어 기존의 PF사업현장의 부실화를 막는 일이 부동산 개발금융시장의 중요한 과제로 떠올랐다.

본 연구에서 제시하는 관리형토지신탁과 결합한 부동산펀드는 자본시장 통합법으로 보다 다양한 집합투자상품이 등장할 것으로 예상되는 시장 환경과 기존 수많은 PF사례에서 보듯 금융기관의 개발 노하우 및 관리 부재로 인해 겪은 PF부실화 사례들을 볼 때, 매우 적절한 제안이라고 생각된다.

1998년도 외환위기 이후 국내 부동산 개발 사업의 핵심 구도인 시행사, 시공사를 중심으로 한 개발금융의 조달은 시행사가 가지는 영세함과 도덕적 해이, 노력에 비해 큰 기대수익만 보고 각종 부당한 행위도 서슴지 않는 관행으로 인해 그 구도의 변화를 요구받고 있다.

그 동안 부동산PF가 민간 개발사업의 주요한 자금조달 수단이기는 하나 항상 제기 되는 문제점인 시공사의 신용공여에 지나치게 의존하고 있는 현실은 PF본연의 의미는 물론 리스크를 시공사에게 집중하여 부담하게 하여 과도한 부담으로 작용하고 이러한 시공사의 Risk taking으로 사업에 대한 결정권이나 이윤이 시공사에게 많이 가는 구조를 가지고 있다. 결국 금융기관은 시공사의 결정이나 사업수완에 많은 부분을 의지하게 되는 것이다.

이러한 측면은 분명 보다 안정적인 사업구도로 개선할 필요성이 있다. 이를 위해 제도적인 개선과 함께 부동산 PF참여자들의 기존 관습 탈피, 새로운 신용보강 기법의 개발 등이 필요하다. 이의 핵심은 리스크의 적절한 배분이다. 자본력이 부족한 시행사의 초기 자금 조달을 위해 금융기관을 비롯한 투자금융⁴²⁾의 활성화 등이 요구된다.

합리적인 리스크 배분을 위해 사업에 대한 분석능력과 시기 및 상황에 맞는 신속하고 적절한 대응능력, 투명한 관리능력이 필수적으로 요구된다. 사업에 대한 정확한 이해와 판단이 없이 리스크를 감내하는 것은 불가능하기 때문이다.

이러한 노력의 일환으로 본 연구의 의미를 찾으려 한다. 리스크의 효과적인 배분을 통해 참여자들의 이익을 극대화하는 부동산 펀드의 출시 및 기존의 부실가능성 사업장에 대한 추가 자금지원을 통해 정상화내지는 부실의 최소화가 이루어 질 수 있는 부동산 펀드의 역할, 채권 확보의 관점에서 보다 안정적인 채권확보 및 리스크 관리를 통한 자금 조달 방법을 위해 관리형토지신탁⁴³⁾을 도입할 수 있다.

관리형토지신탁의 적용을 통해 관리 가능한 리스크를 간략히 보면, 위탁자(시행사)의 디폴트 리스크, 시행사의 불법, 부당행위로부터 사업보호, 허가권과 사업부지 동시 취득 및 관리를 통한 환가의 용이성 확보, 개발사업 노하우를 보유한 신탁회사의 전문성 활용(공정관리, 사업관리, 자금관리,

42) PFV, 메자닌 파이낸싱(Mezzanine financing) 등

43) 본 논문에서도 제시하는 것과 같이 개발 사업에 있어서 신탁사의 역할은 무한 확장이 가능하며 관리형 토지신탁을 통해 자금조달로 인한 리스크를 벗어나면서도 사업의 주체가 되어 리스크를 통제할 수 있는 리스크 매니저로서의 역할을 담당하게 될 것으로 보인다.

인허가 관련 컨설팅, 시장 조사 등), 시행사의 채권자로부터의 보호(압류 및 강제 집행으로 부터의 회피 등) 등으로 요약할 수 있다.

이러한 관리형토지신탁과의 결합을 통해 더욱 활발하고 다양한 부동산 펀드가 출시되고 부동산 PF시장의 제2의 전성기가 있기를 기대해 본다.



참 고 문 헌

1. 단행본

- 강민석·황규완·최은영(2008) “부동산 프로젝트 파이낸싱 및 유가증권 시장” 『한국의 부동산 금융』, 서울 : 건국대학교출판부.
- 고성일(2009) “성장 한계점에 도달한 부동산 신탁업의 기회 요인” 『KIS Credit Monitor』, 서울 : 한국신용평가 정기간행물.
- 교보리얼코(2009) 『2008 Annual Report』, 서울 : 교보리얼코 정기간행물.
- 김민형(2005) “부동산 개발사업의 리스크 요인 분석 및 관리방안”, 한국건설산업연구원.
- 김성철·이정철·이찬식(2008) “부동산 PF사업의 리스크 관리에 관한 연구”, 한국건설관리학회.
- 손재영(2008) “우리나라 부동산 금융의 현황과 과제” 『한국의 부동산 금융』, 서울 : 건국대학교출판부.
- 송민석외(2007) 『실무자가 쓴 PFV해석』, 서울 : 부연사.
- 윤미영(2008) “부동산 신탁” 『한국의 부동산 금융』, 서울 : 건국대학교출판부.
- 이현석(2008) “부동산 펀드” 『한국의 부동산 금융』, 서울 : 건국대학교출판부.
- 정희남(2000) “부동산유동화의 파급효과와 활성화조건”, 부동산학회 『부동산학연구』 제6집 제1호. pp.134~135
- 조창희(1998) “개발사업을 위한 프로젝트파이낸싱 자금조달”, 한국건설산업연구원.
- 코람코자산신탁(2008) 『KORAMCO Market Review 1월호』, 서울 : 코람코자산신탁 정기간행물. p.14

2. 논문

- 강계인(2007) “부동산펀드의 발전방향에 관한 연구”, 동의대학교 경영대학원 석사학위논문.

- 김병철(2005) “한국부동산펀드의 다변화방안에 관한 연구 : 부동산간접투자기구의 활용을 중심으로”, 건국대학교 부동산대학원 석사학위논문.
- 김진만(2004), “프로젝트 파이낸싱을 이용한 주택개발사업에 있어 위험의 관리방안에 관한 연구”, 건국대학교 석사학위논문.
- 김학규(2005), “부동산 펀드의 활성화 방안에 관한 연구”, 동국대학교 경영대학원 석사학위논문.
- 김형래(2009) “자본시장통합법 시행에 따른 부동산PF시장의 변화에 관한 연구”, 한성대학교 부동산대학원 석사학위논문.
- 남연우(2008) “프로젝트 파이낸싱 활성화를 위한 제도 개선에 관한 연구”, 건국대학교 부동산대학원 석사학위논문.
- 박민규(2006) “부동산 간접투자상품의 설립구조 및 향후 발전방향에 관한 연구”, 성균관대학교 경영대학원 석사학위 논문.
- 박희만(2005) “부동산간접투자 시장 활성화 방안에 관한 연구”, 한남대학교 사회문화과학대학원 석사학위논문.
- 서민호(2006) “부동산개발 프로젝트 파이낸싱 제도의 문제점 분석과 발전 방안” 연세대학교 경제대학원 석사학위논문.
- 신동인(2005) “우리나라 자산운용업의 성장 전략에 관한 연구”, 호서대학교 벤처전문대학원 석사학위논문.
- 원구연(2005) “간접투자자산운용업법상의 사모펀드 활성화 방안에 관한 연구”, 건국대학교 부동산대학원 석사학위논문.
- 윤동진(2008) “PFV와관리형토지신탁의겸용”, 한국외국어대학교 경영대학원 국제금융 석사학위논문.
- 정경희(2005) “부동산펀드의 활성화 방안에 관한 연구”, 단국대학교 일반대학원 석사학위논문.
- 정성철(2006) “부동산개발사업에 있어서 프로젝트 파이낸싱 활용방안에 관한 연구”, 건국대학교 부동산대학원 석사학위논문.
- 지의중(2007) “부동산 신탁업의 발전방안에 관한 연구”, 단국대학교 경영대학원 석사학위논문.
- 최준철(2005) “부동산펀드의 설립형태에 관한 연구”, 건국대학교 대학원 부동산학과 석사학위논문.

ABSTRACT

A Study on Project Financing by Combination Of Managed Real Estate Trust and Real Estate Fund

Kim, Chun-Jae
Major in Real Estate Finance
and Investment
Graduate School of Real Estate
Hansung University

The real estate fund combined with a managed real estate trust proposed in this study is thought to be a highly appropriate proposal given the cases of PF (project financing) defaults caused by the absence of the development know-how and management of financial institutions as shown in many existing PF cases as well as the market environment in which more various collective investment products are supposed to appear under the Capital Market Integration Law.

Real estate PF, a major financing vehicle in private development projects, needs to be improved for having a more stable business structure. With this aim, there needs to make institutional improvements. Also, real estate PF participants are required to avoid existing customary practices and to develop new credit enhancement techniques. The essence of these improvements is the proper risk distribution.

For the reasonable risk distribution, it is indispensable to have business analysis ability and prompt and adequate ability to respond to risks according to each period and situation, and transparent management ability. Without an accurate understanding of and judgment in real estate development business, it is impossible to bear a risk.

This study is meaningful as one of these efforts. For the release of a real estate fund that maximizes the profits of participants through the effective risk distribution, and the role of real estate fund that may normalize or minimize the default of existing business sites that are probable to be in default, through additional financial support, and for financing methods through the ensuring of more stable bonds and risk management from the perspective of ensuring bonds, the management type land trust may be introduced.

The applicable types of the management type land trust proposed in this study include the normalization of existing business sites with PF default such as the bankruptcy of contractors or workout, the application to new development projects, and business within housing site development districts, and they focused on the risk in real estate development projects and aversive methods through the management type real estate trust.

When looking into manageable risks by the application of the management type land trust, relevant cases may be summarized as being the default risk of a truster (contractor), the protection of business from the illegal or unfair act of a contractor, the ensuring of facility in conversion through the simultaneous acquisition and

management of the approval right and of a business site, the utilization of a trust company's specialty that owns development business know-how (process management, business management, fund management, consulting related to approval and permission, and market research), and the protection from creditors of a contractor (aversion from seizure and compulsory execution)

Through the combination with such a management type land trust, it is hoped that more active and diverse real estate funds will appear and there will be a secondary heyday in the real estate PF market.

