부동산 간접투자 활성화를 위한 과제*

박 삼 철**

목 차

Ⅰ. 머리말
Ⅱ. 부동산간접투자제도 개요
1. 총설
2. 펀드
3. 신탁
4. 유동화
5. 투자일임
Ⅲ. 부동산간접투자 현황
1. 총설
2. 부동산펀드
3. 부동산관련 유동화
Ⅳ. 부동산간접투자 활성화를 위한 과제
1. 부동산펀드 규제법 체계
2. 펀드 및 유동화를 통한 부동산개발금융
3. 신탁형부동산펀드의 거래주체
4. 금융회사의 부동산펀드 투자
5. 부동산펀드 세제
Ⅴ. 맺는말

Ⅰ. 머리말

외환위기 이후 기업구조조정 지원, 자산디플레이션 완화등을 목적으로 자산유동화에관한법률(1998년), 부동산투자회사법(2001년) 등을 제정하면서 부동산간접투자제도가 시작되었다. 그러나 본격적인 부동산 간접투자시대는 2003년에 펀드에 관한 일반법이라고 할 수 있는 간접투자자산운용업법(이하 '간접투자법')이 제정되면서 부터라고 할 수 있다.

부동산투자회사법 제정 당시 부동산시장과 금융시장의 통합촉진과 함께 부동산 직접투자로 인한 부동산시장 과열현상도 상당부분 해소될 것으로 기대했으나 실제 부동산투자회사제도는 제도상의 문제(자기관

* 본 자료의 내용은 필자 개인의 의견임.
** 금융감독원 부국장, 법학박사

리형에 대한 이중과세등), 간접투자문화의 미정착, 투자대상 부족 등 여러 가지 복합적인 요인으로 제대로 활성화되지 못했다. 그런데 간접투자법이 제정되고 저금리현상이 지속되는 상황 하에서 주식에 비해 위험이 적고 채권이나 예금에 비해 수익률이 높은 부동산펀드에 투자자들의 관심이 높아지면서 부동산펀드의 수탁고도 증가하기 시작했다. 이후 부동산투자회사법이 개정되고 간접투자법이 자본시장과금융투자업에 관한법률(이하 '자본시장법')로 통합되는 과정에서 부동산펀드제도가 일부 개선 · 보완되면서 수탁고 증가세가 지속되었다. 그러나 미국의 서브프라임모기지사태로 촉발된 글로벌 금융위기 여파 등으로 인해 부동산시장이 위축되면서 부동산간접투자시장도 정체상태를 보이고 있다. 2010년 3월말 현재 전체 부동산펀드 수탁고[1]는 설정액(자본금) 기준으로 약 15조 5천억원 수준이며, 자본시장법상 부동산펀드가 전체의 약 77%를 차지한다. 자본시장법상 부동산펀드는 사모펀드 위주이며 부동산개발사업에 대한 대출로 운용하는 소위 대출형펀드의 비중이 높은 실정이다.

부동산간접투자제도 특히 부동산펀드제도는 자본시장법과 부동산투자회사법으로 이원화되어 있어 법체계상 불합리, 투자자보호 수준의 차이, 자원배분의 효율성 저해, 부동산펀드운용산업의 건전발전 저해 등 여러 가지 부작용을 낳고 있다. 그리고 부동산펀드의 활성화를 저해하는 제도적 문제들이 아직도 발견되고 있으며 부동산펀드에 적합한 규제체계도 정립되지 못한 상태이다. 또한, 최근 몇 년 동안에는 부동산간접투자가 유동화와 펀드를 통한 부동산개발금융에 쏠리면서 자원배분의 왜곡과 투자자보호의 문제도 야기하고 있다.

부동산간접투자 영역은 부동산, 금융, 투자, 구조조정 등을 포섭하는

1) 신탁형펀드(투자신탁) 설정원본을 일반적으로 수탁고라고 한다. 회사형펀드(투자회사)의 경우 이에 상응하는 용어는 자본금이지만 편의상 수탁고라는 용어로 통일하여 쓴다.

종합적인 경제영역으로서 국민경제에 중요한 의미를 가진다. 따라서 이 글에서는 부동산간접투자제도가 이러한 기능을 효율적으로 수행할 수 있도록 하기 위해서는 어떻게 제도를 정비해 나가야 할지를 검토해보고자 한다.

Ⅱ. 부동산 간접투자제도 개요

1. 총설

(1) 간접투자제도에는 펀드[2], 신탁, 투자일임[3] 및 유동화가 있다. 펀드와 유동화는 집단적인 간접투자제도인 반면에, 신탁과 투자일임은 개별적인 간접투자제도이다. 부동산 간접투자 또한 이러한 제도를 통해서 이루어지게 된다.

---

2) 자산운용형 집합투자스킴을 지칭하는 용어로는 뮤추얼펀드, 투자펀드, 집합투자수단(pooled investment vehicles;:IV), 집합투자펀드(collective investment funds:CIF) 등이 일반적으로 사용된다. 그러나 이러한 용어는 법적 용어는 아니며, 학계나 실무계에서 사용하는 용어일 뿐이다. 법적 규제의 대상이 되는 자산운용형 집합투자스킴에 대한 실정법상의 용어는 입법례에 따라 상이하다. 미국의 투자회사법에서는 '투자회사'(Investment Company), 독일의 투자회사법에서는 '투자펀드'(Sondervermögen), 우리나라의 자본시장법에서는 집합투자기구라는 용어를 사용한다. 이처럼 자산운용형 집합투자스킴에 대한 국제적으로 통일된 법적 용어는 없으며, 입법례에 따라 다르다. 다만 국제증권감독기구협의회(IOSCO), 경제협력개발기구(OECD) 등 국제기구에서는 집합적·간접적 투자제도를 수행하는 법적 기구를 지칭하는 용어로 '집합투자스킴'(CIS)라는 용어를 일반적으로 사용한다(www.iosco.org, www.oecd.org). 이 글에서는 편의상 '펀드'라는 용어를 쓰기로 한다.

3) 투자자문은 간접투자제도의 범주에서 제외하였다. 투자일임은 투자일임업자에게 투자재량권이 주어지므로 투자의 간접성이 있지만, 투자자문은 고객이 투자자문업자의 조언을 받아 직접투자를 하는 구조이기 때문이다.

(2) 일반적으로 집단적 · 간접적 투자제도를 집합투자스킴이라고 하는데, 경제적 관점에서 보면 투자매개를 통해 투자자와 투자대상간의 현금흐름을 결합시키는 매개금융을 집합투자스킴이라고 할 수 있다.[4] 집합투자스킴은 그 구조와 관리방법 등에 따라 자산운용형과 자산유동화형으로 나누어진다.

자산운용형스킴은 투자자로부터 모은 자금을 모아서 펀드를 조성하고, 이를 자산운용업자가 각종 자산(주식, 부동산등)에 투자운용하고 그 성과를 투자자에게 분배하는 제도로서, 투자펀드(investment fund)라고 할 수 있다.

자산유동화형스킴은 특정자산(대출채권, 부동산 등)의 소유자가 그 자산을 소유자 자신으로부터 분리하여 그 자산이 창출하는 현금흐름이나 자산가치를 담보로 하여 투자자에게 증권등을 발행하는 방법으로 자금을 조달하는 제도이다.

자산운용형스킴과 자산유동화형스킴 모두 투자자 측면에서 보면 공동성과 수동성이라는 공통적인 특질이 있다. 그러나 전자의 경우 펀드운용자가 계속적으로 펀드를 운용하는 재량이 있지만, 후자의 경우는 원칙적으로 자산유동화계획에서 정해진 행위가 아니면 자산의 매매에 대한 재량이 없다는 점에서 차이가 있다.[5] 집합투자스킴에서 사용되는 매개도구를 보통 특별목적수단(special purpose vehicle:SPV)이라고도 하는데, 이러한 매개도구로는 회사, 신탁, 계약, 조합등이 이용된다.

---

4) 일본에서의 집합투자스킴에 관한 상세한 논의는 財務省財務總合政策研究所, "集團投資スキ-ム-改正後の 新しい投信法と資産流動化法を中心にして-", *Finance Review*(2001.3.) 참조.

5) 그러나 부동산개발회사에 대한 대출채권(소위 부동산PF대출)을 투자대상으로 하는 부동산펀드와 이를 기초자산으로 하는 유동화증권은 본질적으로 그 성격이 동일하다. 이러한 부동산펀드에서는 일단 대출채권을 펀드에서 매입하고 나면 별도의 운용행위는 없기 때문이다.

(3) 신탁은 기본적으로 위탁자(고객)와 수탁자의 개별적인 신뢰관계를 전제로 하는 재산관리제도로서 집단적 투자수단이 아니다. 다만 다수의 고객으로부터 신탁받은 금전을 합동운용하는 경우에는 사실상 집단적·간접적 투자가 되며 이는 투자펀드로서의 실질을 갖게 된다.[6] 그러나 이 경우에도 다수의 투자자와 신탁회사간에는 개개의 투자자별로 신탁계약이 존재하게 된다는 점에서, 처음부터 집단적·간접적 투자를 목적으로 하는 하나의 투자신탁계약만이 존재하는 투자신탁과는 차이가 있다.

신탁과 투자신탁은 모두 투자자의 자금이 신탁재산화 되어 투자자로부터 분리된다는 점에서는 같으나, 신탁에서는 투자관리자의 소유명의로 되는 반면에 투자신탁에서는 투자관리자의 소유명의가 되는 것이 아니라 별도의 제3자(수탁회사)의 소유명의가 된다는 점에서 차이가 있다. 그리고 신탁에 있어서는 신탁설정자의 의사가 가장 중요하지만 일단 신탁이 설정된 후에는 신탁재산을 보유·관리·분배하는 수탁자의 지위가 중심이 된다. 반면에 투자신탁의 경우에는 투자신탁의 설정과 관리에 있어 운용자(위탁회사)가 중심이 되고 수탁자(수탁회사)는 투자신탁계약이 존속하는 동안에는 신탁재산의 보관과 위탁회사의 감시라는 수동적인 역할만을 담당하게 된다.

신탁과 투자신탁은 그 제도의 본래적 목적이 다르기 때문에 규제의 철학과 장치도 다르다. 신탁은 위탁자와 수탁자의 신뢰관계를 바탕으로 하는 개별적인 법률관계를 전제로 하므로 신탁업법에서는 신탁재산의 관리에 있어 수탁자의 재량을 광범위하게 인정한다. 수탁자는 투자자의 재산을 직접 보관하고 관리한다. 그리고 신탁구조 내에 수탁자의 관리행위를 감시하는 제3자는 존재하지 않는다. 반면에 투자신탁은 불특정다수의 투자자를 전제로 하는 집합적·간접적 투자를 위한 법적 수단이므로 투자자와 펀드운용자 간에 특별한 신뢰관계가 있을 수 없다. 그에

6) 자본시장법에서는 신탁재산의 합동운용을 원칙적으로 제한하고 예외적인 경우에만 허용하고 있다(동법 §6⑤, 동법시행령 §④).

따라 펀드운용자의 남용행위로부터 다수의 투자자를 보호하기 위하여 매우 엄격한 규제가 행해진다. 즉 펀드자산은 펀드운용자로부터 분리하여 제3자가 보관하도록 하고, 독립적인 제3자로 하여금 펀드운용자를 감시하도록 하며, 펀드자산의 관리와 운용에 있어서도 이해상충행위 금지 등 매우 엄격한 규제를 한다.

이러한 논의는 공모투자신탁을 전제로 한 것이다. 따라서 사모투자신탁 특히 투자신탁의 수익자가 1명인 경우에는 사실상 투자신탁을 집단성에서 찾기 어려워진다.

(4) 투자일임은 투자자문회사가 고객으로부터 투자자문자산의 가치 등의 분석에 기초한 투자판단의 전부 또는 일부를 일임 받아 그 자를 위하여 투자하는 영업을 말한다.[7] 투자일임은 투자자와의 일임계약에 따라 투자는 투자자문회사가 하고 투자에 따른 손익은 전적으로 투자자에게 귀속되는 일종의 간접투자제도이다. 투자일임은 투자자와 투자자문회사와의 개별적인 계약관계라는 점과, 계약자산의 소유권이 투자자에게 귀속된다는 점에서 투자신탁과 차이가 있다. 투자자문회사와 투자자의 관계는 대리의 일종이다. 투자일임에서는 투자신탁에서와 같은 투자자금의 소유권이 변하는 소위 자산변환과정이 존재하지 않기 때문에 투자일임계정에서 취득한 유가증권의 소유주체가 외부적으로 공시되게 된다.

2. 펀드

부동산펀드에 대한 규제법은 자본시장법과 부동산투자회사법으로 이원화되어 있다. 시장에서는 관행적으로 자본시장법에 의한 부동산펀드는 '부동산펀드'라 부르고, 부동산투자회법에 의한 부동산펀드는 '리츠'라고 부른다.

---

7) 자본시장법 §6⑦.

부동산펀드제도의 도입경과를 보면, 먼저 2001년에 건설교통부(현재의 국토해양부)가 주도하여 미국의 REITs제도를 근간으로 하여 부동산투자회사법이 제정되어 회사형 부동산펀드가 처음으로 제도화되었다. 이후 2003년에는 금감위(현재의 금융위)가 주도하여 투자펀드에 관한 일반법인 간접투자자산운용업법이 제정되어 회사형 및 신탁형 부동산펀드제도가 도입되었다.[8)]

간접투자법 제정시 경제적 · 실질적 기준에 입각하여 '간접투자'(펀드)의 개념을 신설하고 간접투자 대상자산을 부동산을 포함한 거의 모든 자산으로 확대하는 한편, 동법에 따라 인가받은 자산운용회사만이 펀드를 운용할 수 있도록 함에 따라 규제사각지대는 해소되었다. 다만, 간접투자법 제정 이전에 이미 존재하고 있던 부동산투자회사법은 그대로 존치하도록 함에 따라 부동산펀드에 대한 규제법률은 간접투자법과 부동산투자회사법으로 이원화되었다. 자본시장법에서도 이러한 이원적 규제체계의 틀은 그대로 계승되었다.

3. 신탁

신탁제도를 이용한 부동산 간접투자는 특정금전신탁이나 부동산신탁을 통해 이루어진다.[9)] 금전신탁업은 신탁업 겸영금융회사(은행, 증권

8) 2003년에 간접투자자산운용업법 간접투자법이 시행되기 이전에는 펀드를 일반적으로 규율하는 법률이 없는 상태에서 펀드의 법적형태 및 주된 투자대상을 기준으로 제정된 개별법률만이 존재하고 있었다. 즉, 증권펀드는 증권투자신탁업법(신탁형 증권펀드) 및 증권투자회사법(주식회사형 증권펀드), 부동산펀드는 부동산투자회사법(주식회사형 부동산펀드), 선박펀드는 선박투자회사법(주식회사형 선박펀드)이 있었다. 따라서 이 때까지는 이들 법률에서 규제대상으로 하지 않는 형태의 펀드, 예컨대 조합, 합자회사, 기타 계약형태의 펀드는 펀드관련법의 규제를 받지 않고 설정 및 운용이 가능했으므로 투자자보호 차원에서 규제사각지대가 존재하고 있었다

9) 신탁업을 규율하는 법인 신탁업법은 2009년2월 자본시장법이 제정시행되면서 자본시장법으로 흡수통합되었다.

사, 보험사, 증권금융)가 영위하고 있으며, 부동산신탁업은 신탁업 겸영 금융회사 외에 부동산신탁업 전업사들도 영위하고 있다.

종전에는 신탁제도를 이용한 부동산 간접투자는 신탁겸영은행의 불특정금전신탁 즉, 부동산투자신탁을 통해 이루어졌었다. 즉, 신탁겸영은행이 다수 투자자로부터 불특정금전신탁으로 수탁 받은 금전을 모아 이를 주로 부동산개발사업자에게 대여하고 그에 따른 수익을 투자자에게 분배해주는 방식이 일반적이었다. 그러나 2003년에 간접투자법이 시행되면서 종전에 신탁겸영은행이 영위하던 불특정금전신탁이 간접투자 개념에 포섭되어 동 법의 규제대상이 되면서 더 이상 불특정금전신탁을 통한 부동산 간접투자는 허용되지 않았으며, 대신 신탁겸영은행은 자산운용업 인가요건을 갖추어 자산운용업을 겸영할 수는 있게 되었다.[10] 이러한 규제체계는 자본시장법 하에서도 동일하다.

4. 유동화

부동산에 대한 간접투자는 유동화증권을 통해서도 할 수 있다. 즉, 부동산이나 부동산관련 대출채권을 기초자산으로 하여 발행된 유동화증권(ABS, ABCP)에 투자하는 방식, 또는 상업용건물담보대출채권이나 주택담보대출채권을 기초자산으로 하여 발행된 유동화증권(RMBS, CMBS)에 투자하는 방식이 그것이다.

유동화증권 발행에 관한 규제법으로는 자산유동화에 관한 법률, 주택

10) 간접투자법은 동법 시행일 이전에 신탁업법에 의하여 설정한 금전의 신탁(위탁자가 신탁재산인 금전의 운용방법을 지정하는 금전의 신탁을 제외한다. 즉 불특정금전신탁만 해당)업무를 영위하는 은행법에 의한 금융기관 또는 보험업법 제108조 제1항 제3호의 규정에 의한 특별계정을 운용하는 보험회사는 동법에 의한 자산운용회사의 허가를 받은 것으로 간주하되, 일정기간 내에 인가요건을 충족해야만 하도록 하였다(동법 부칙 제14조 1항). 다만 은행과 보험회사는 투자신탁형태의 펀드 설정 및 운용만 허용된다(동법 제134조 1항, 제135조 1항). 참고로 신탁겸영은행 중에서 자산운용업 인가요건을 충족하여 자산운용업을 겸영하고 있는 은행은 없다.

저당채권유동화회사법, 한국주택금융공사법이 있다. ABCP의 경우는 통상 자산유동화법에 의하지 않고 상법에 따라 발행하는 것이 일반적이다. 유동화증권을 공모로 발행하는 경우에는 자본시장법의 적용을 받게 된다.

5. 투자일임

부동산에 대한 투자일임은 간접투자법 하에서는 투자일임의 범주에 포함되어 있었으나, 자본시장법에서는 규제대상에서 제외되었다. 따라서 현행 법체계하에서는 누구든지 부동산 투자일임업을 영위할 수 있다. 참고로 현재 자산운용회사들 중 일부가 부수업무의 일환으로 부동산에 대한 투자자문업을 영위하고 있는 것으로 알려지고 있다.

Ⅲ. 부동산 간접투자 현황

1. 총설

부동산 간접투자는 펀드, 유동화, 신탁 그리고 투자일임을 통해 이루어진다. 부동산 투자일임은 제도화되어 있지 않기 때문에 현황을 파악할 수 없다. 신탁의 경우 금전신탁 또는 부동산신탁을 통해 부동산 간접투자가 행해질 수 있으나, 금전신탁을 통한 부동산간접투자는 찾아보기 어려우며, 부동산신탁 또한 부동산개발 목적의 토지신탁이나 담보신탁 등이 대부분이다.[11] 따라서 부동산 간접투자로서 실질적 의미를 가지는 것은 펀드와 유동화라고 할 수 있다.

---

11) 2010년 3월말 현재 부동산신탁 수탁고는 총 158.9조원이다. 이 중 부동산신탁 전업사(11사)의 수탁고는 전체 수탁고의 약 80%인 127조원 수준이다. 나머지는 신탁겸영금융회사의 수탁고다.

2. 부동산펀드

2010년 3월말 현재 전체 부동산펀드 수탁고는 약 15조 5천억원[12]이며, 이 중 자본시장법상 부동산펀드 수탁고가 약 12조원(약 77%)이고 부동산투자회사법상 부동산펀드 수탁고가 약 3조 5천억원(약 23%)이다. 한편, 부동산펀드 수탁고는 전체 펀드수탁고(340.6조원)의 약 4.5%에 불과하다.

부동산투자회사법상 부동산펀드가 먼저 제도화되었음에도 불구하고 자본시장법상 부동산펀드에 비해 수탁고가 적은 데는 다음과 같은 이유가 있는 것으로 보인다.

먼저, 세제 측면이다. 일반부동산투자회사는 2005년4월까지는 실체가 있는 자기관리형만 허용되었고 이는 법인세 면제혜택이 주어지지 않았기 때문에 위탁관리형으로서 법인세 면제혜택이 주어지는 기업구조조정부동산투자회사(소위 CR-REITs)만 설립될 수밖에 없어 투자대상 물건이 제한적이었다.

다음, 시장상황과 수요 측면이다. 아파트 가격 상승이 수년간 지속되면서 아파트개발사업에 대출하는 방식으로 투자하는 것이 더 높은 수익률을 시현해왔기 때문에 자본시장법상의 대출형부동산펀드로 자금이 집중된 측면이 있다. 판매회사의 입장에서 보면, 임대형부동산펀드는 단순히 판매보수/수수료만 취득할 수 있는 반면, 대출형부동산펀드는 판매보수/수수료 외에 부동산개발사업자로부터 구조설계자로서 일정한 수수료를 취득하는 것이 일반적이다. 유동화의 경우에도 구조설계자로서의 수수료와 인수수수료를 취득할 수 있게 된다. 증권사는 동일한 부동산PF대출채권으로 부동산펀드를 판매하는 것 보다는 대출형부동산펀드나 부동산PF ABS를 판매하는 것이 보다 많은 수익을 확보할 수 있다.

12) 차입금을 포함한 부동산펀드 총자산은 약 24조원 수준이다.

마지막으로 임대료 등 현금흐름에 기초한 부동산투자를 가능케 하는 부동산투자 인프라가 상대적으로 미비 되어있었던 점도 지적할 수 있다.

2.1 자본시장법상 부동산펀드

2010년 3월말 현재 운용중인 자본시장법상 부동산펀드는 총 329개이며 수탁고는 119,507억원이다. 부채를 포함한 부동산펀드 총자산은 164,505억원이다. 부동산펀드 수탁고는 자본시장법상 펀드 전체 수탁고 340.6조원의 약 3.5%를 차지한다.

투자대상을 기준으로 한 펀드 유형별 수탁고를 보면, 대출형이 약 58%로 가장 비중이 높고 다음이 임대형으로 약 34%를 차지한다. 사모펀드가 수탁고의 90% 이상을 차지한다.

부동산펀드 유형별 수탁고

('10.3말 현재, 단위:억원)

펀드유형	대출형		임대형		개발형 (사모)	리츠형 (공모)
	공모	사모	공모	사모		
수탁고	8,854	60,603	1,125	39,913	5,152	1,930
유형별소계	69,457		41,038			
합계	119,507					

* 자료 : 제로인펀드평가회사(수탁고 10억원 이상인 329개 부동산펀드 대상)

2010년 3월말 현재 부동산펀드를 운용하고 있는 자산운용회사는 37개사이며, 이 중 부동산펀드 전문자산운용회사는 5개사다.[13] 부동산펀드 전문자산운용회사 5개사의 총수탁고는 약 1.1조원으로 1사당 평균

13) 2010년 4월말 현재 부동산펀드 운용업 인가를 받은 자산운용회사는 모두 59개사이다. 이 중 9개사는 부동산펀드 전문자산운용회사이고 3사는 부동산펀드와 특별자산펀드 전문자산운용회사이며, 나머지 48개사는 부동산펀드를 포함한 모든 종류의 펀드를 운용할 수 있는 종합자산운용회사다.

수탁고는 2,200억원 수준이다. 부동산펀드 전문자산운용사 중 부동산펀드 수탁고 상위 10개사에 포함된 회사는 1개사로 부동산전문 자산운용회사의 차별화가 쉽지 않은 실정이다.

2.2 부동산투자회사법상 부동산펀드

2010년 1월말 현재 부동산투자회사법에 따라 설립운용중인 부동산투자회사는 총 38개이며 총자본금은 3조 5천억원(총자산은 7조 2천억원) 수준이다. 총자산이 총자본금보다 훨씬 큰 이유는 차입금과 운용수익이 포함되어 있기 때문이다.

기업구조조정부동산투자회사의 비중이 회사 수(27개, 약71%)나 총자산(5조 3천억원, 약 74%)에서 두드러진다. 투자대상을 기준으로 한 펀드 유형별로 살펴보면 임대형이 대부분이다. 그리고 대부분의 펀드는 자산관리회사에 운용을 위탁하는 위탁관리형이고 자기관리형은 3개에 불과하다.

부동산투자회사 총자산 및 펀드 수

('10.3말 현재, 단위:억원)

펀드유형	임대형			개발형		계
	일반		기업구조조정			
	위탁	자기	위탁	위탁	자기관리	
총자산	18,521	10	53,377	353	40	72,301
자본금	11,847	10	23,172	250	40	35,319
펀드수	7	1	27	1	2	38

* 자료 : 국토해양부

2010년 4월말 현재 국토해양부장관으로부터 자산관리회사 인가를 받은 회사는 총 16사이며, 이 중 12사는 전업사이며 나머지 4사[14]는 겸영회사다.

자산관리회사 1사당 평균 펀드운용규모(펀드 총자산/운용사 수)는 약 4,500억원 수준이다(자본금 기준으로 하면 약 2,200억원 수준).

3. 부동산관련 유동화

3.1 부동산 유동화

부동산 자체를 유동화자산으로 하는 유동화증권의 발행규모는 미미하다. 최근 3년간 총 12건에 발행합계액은 약 9천억원에 불과하다.

부동산이 기초자산인 유동화증권 발행현황

(단위:억원)

연도	2007	2008	2009	계
발행금액 (건수)	6,305 (8건)	1,178 (2건)	1,447 (2건)	8,930 (12건)

* 자료 : 한국신용정보

3.2 부동산PF 관련채권 유동화

부동산PF 관련채권 유동화는 부동산개발사업에 소요되는 자금을 유동화를 통해 조달하는 것이다. 부동산개발을 위한 대규모의 자금조달은 대부분 금융회사의 대출이나 시공사 자체자금으로 이루어져 왔으나, 2002년부터는 유동화와 펀드라는 매개수단을 이용하여 자본시장을 통

14) 부동산신탁회사 3사(한국토지신탁, KB부동산신탁, 코람코자산신탁), 한국토지주택공사.

해서도 상당부분 조달되고 있다. 특히, 2006년에는 유동화를 통한 부동산개발자금 조달규모가 14조원을 넘어서는 등 유동화가 부동산개발금융의 주요 자금조달원으로 기능하고 있다.

부동산개발사업자에 대한 대출채권을 기초자산으로 발행된 유동화증권 규모는 최근 3년간 약 33조원이며, 2010년 3월말 현재 미상환 유동화증권의 잔액은 약 20조원 규모다.

부동산PF ABS는 자산유동화법에 따라 회사채 형태로 발행되며 공모로 발행하는 경우가 많은 반면에, 부동산PF ABCP는 상법에 따라 기업어음형태로 발행되며 사모로 발행된다.

부동산 PF 관련채권이 기초자산인 유동화증권 발행 현황

(단위:억원)

연도	2007	2008	2009	계
부동산PF ABS	12,126 (17건)	7,290 (7건)	28,411 (15건)	47,827 (39건)
부동산PF ABCP	98,717 (147건)	82,845 (142건)	101,173 (188건)	282,735 (477건)
계	110,843 (164건)	90,135 (149건)	129,584 (203건)	330,562 (516건)

* 자료 : 한국신용정보

3.3 주택담보대출채권 유동화(RMBS)

금융회사가 보유한 주택담보대출채권을 기초자산으로 하는 주택담보대출유동화증권(RMBS)은 최근 3년간 29건에 약 13.7조원 발행되었다. 금융위기 이전까지만 하더라도 은행이 외형경쟁에 치중하면서 주요 대출자산인 주택담보대출을 유동화하는 은행은 일부 은행에 국한되었으나, 금융위기 이후 대출자산의 포트폴리오 관리와 리스크관리에 관심을 기울이면서 은행들의 주택담보대출 유동화가 빠른 속도로 증가하고 있는 추세다.

RMBS 발행현황

(단위:억원)

연도	2007	2008	2009	계
발행금액 (건수)	23,407 (7건)	26,480 (7건)	87,321 (15건)	137,208 (29건)

* 자료 : 한국신용정보

Ⅳ. 부동산 간접투자 활성화를 위한 과제

1. 부동산펀드 규제법 체계

1.1 규제법의 이원화

부동산펀드에 대한 규제법이 자본시장법과 부동산투자회사법으로 이원화되어 있어 되어 있다.[15] 부동산투자회사법상 부동산펀드 중에서 공모펀드는 자본시장법의 적용을 받도록 되어 있지만,[16] 부동산투자회사법에서 다시 대부분의 규정을 적용배제하고 있기 때문에 사실상 자본시장법이 적용될 여지는 매우 적다.[17]

부동산펀드 규제법의 이원화는 그렇게 된 연혁적 또는 정책적 배경

15) 이처럼 부동산펀드 규제법이 이원화된 데에는 연혁적, 정책적인 배경이 있다. 즉, 부동산펀드에 관한 규제법이 없는 상태에서 2001년에 부동산투자회사법이 먼저 제정된 2년 후인 2003년에 펀드에 관한 일반법인 간접투자법이 제정되었는데, 당시 부동산투자회사법상 부동산펀드의 구조적 특수성(자기관리형) 및 기업구조조정 지원이라는 정책적 필요성 등을 고려하여 부동산투자회사법을 간접투자법으로 통합하지 않고 그대로 존치시킨 바 있다. 이후 자기관리형 부동산펀드의 설립실적이 전무하자 2005년에 부동산투자회사법을 개정하여 위탁관리형을 허용했음에도 이러한 입법태도는 자본시장법에도 계승되었다.

16) 자본시장법 §6⑤ 및 동법시행령 §6①.

17) 부동산투자회사법 §49의3①.

등이 있겠으나, 경제적 실질이 동일한 부동산펀드에 대해 두 개의 법률에서 각각 다른 규제를 함에 따라 법체계상 불합리, 투자자보호 수준의 차이, 자원배분의 효율성 저해 등 여러 가지 문제를 야기한다.

예컨대, 펀드 운용사만 보더라도, 부동산투자회사법상 자산관리회사는 회사형펀드에 비해 비용과 절차가 간편한 신탁형부동산펀드를 운용할 수 없고 대출형부동산펀드도 운용할 수 없기 때문에 자본시장법상 자산운용회사에 비해 경쟁력이 떨어지게 된다. 그 결과 자산관리회사 면허를 반납하거나 혹은 자회사를 통해 자본시장법상 부동산펀드 전문 자산운용회사 인가를 신청하는 사례가 발생하고 있는 실정이다. 부동산펀드에 관한 규제법의 일원화가 시급한 실정이라고 할 수 있다.

그리고 부동산펀드에 대한 용어 사용문제도 지적하지 않을 수 없다. 현재 시장에서는 관행적으로 부동산투자회사법에 의한 부동산펀드는 '리츠'로 자본시장법에 의한 부동산펀드를 '부동산펀드'로 부르고 있어 일반투자자들은 이들이 다른 개념인 것으로 오인할 수 있다. '리츠'(REITs;Real Estate Investment Trusts)는 단어 그자체로는 부동산투자신탁 즉, 신탁형부동산펀드를 칭하는 용어지만, 미국을 포함하여 전세계적으로 부동산펀드 일반을 지칭하는 용어로 사용되고 있다. 즉, 리츠 자체가 부동산펀드를 지칭하는 용어인데 이를 구분하여 부르고 있는 것이다. 자본시장법과 부동산투자회사법 각각의 법에 따라 설립된 부동산펀드를 쉽게 구별하여 부르고 인식하기 위해 불가피한 측면이 없는 것은 아니지만, 투자자들로 하여금 이들이 실질이 다른 별개의 투자상품인 것으로 오인케할 소지가 있다. 이러한 용어사용의 문제도 결국 부동산펀드에 관한 규제법의 이원화에서 비롯된 측면이 크다는 점에서 규제법 일원화가 필요하다.

1.2 자본시장법과 부동산투자회사법간 규제차이

자본시장법과 부동산투자회사법은 둘 다 부동산펀드를 규율하는 법이지만 각각의 법에 근거한 부동산펀드는 그 법적형태, 지배구조, 운용방식 및 투자대상, 운영구조, 최저자본, 자금차입, 판매 등 여러 측면에서 많은 차이가 있다. 두 법에서 규제대상으로 하는 펀드의 법적형태나 구조가 다른 점이 있고 정책목표도 일부 다를 수 있기 때문에 두 법간 규제차이를 일방적으로 어느 한 법의 규제가 잘못되었다거나 불합리한 것으로 판단하기는 곤란하다. 그러나 적어도 회사형 위탁관리형 부동산펀드는 그 성격이 동일하기 때문에 규제내용이 다를 이유를 찾기 어렵다. 또한, 회사형 자기관리형펀드는 그 성격이 일반사업법인과 다르지 않으므로 상법 외에 특별히 펀드관련법에서 규제할 필요성은 크지 않다. 참고로 자본시장법과 부동산투자회사법의 주요한 규제차이를 살펴보면 다음과 같다

1.2.1 펀드의 법적형태, 펀드 유형

펀드는 그 법적형태에 따라 회사형(주식회사, 유한회사, 합자회사)[18], 신탁형[19], 조합형(조합, 익명조합)[20] 등으로 분류된다. 자본시장법에서는 이들 형태 모두를 허용하고 있으나, 부동산투자회사법에서는 주식회

18) 주식회사형 펀드는 유가증권 등의 자산에 대한 투자를 목적으로 설립된 회사로서 일반적으로 '투자회사'라고 한다. 투자자들이 투자를 위하여 제공한 금전 등은 투자회사의 소유가 되며, 투자자는 투자회사의 주식을 취득하여 주주가 되고 투자회사 재산의 운용에 따른 수익을 배당의 형태로 취득하게 된다.

19) 신탁형 펀드는 자산운용회사와 수탁자가 신탁계약을 체결함으로써 설립되며, 투자자는 펀드에 자금을 출연함으로써 신탁의 수익자가 되고 수익권을 취득하게 된다. 펀드재산은 수익자를 위해 수탁자가 보유한다. 수탁자는 운용자가 신탁계약에 따라 지시한 바에 따라 신탁재산을 관리하게 된다

20) 조합형펀드는 일반투자자를 대상으로 하는 펀드에서는 잘 이용되지 않지만, 거액투자자 또는 기관투자자만을 대상으로 하는 경우에는 종종 이용된다. 조합형 펀드에서 운용자는 업무집행조합원이 되고 투자자들은 유한책임 조합원이 된다.

사형만 허용하고 있다.

펀드 유형도 차이가 있다. 자본시장법상 부동산펀드는 부동산, 부동산관련권리, 부동산관련증권, 부동산파생상품, 부동산담보부금전채권, 부동산개발회사에 대한 대출, 부동산개발사업 등에 펀드재산의 50% 이상을 투자하는 펀드로 정의되어 있다.[21] 따라서 임대형, 대출형, 개발형, 증권형, 파생형, 재간접형(FOFs) 등 다양한 유형의 부동산펀드 상품설계가 가능하다. 부동산투자회사법상 부동산펀드는 임대형과 개발형만 가능하다. 부동산투자회사는 펀드 총자산의 70% 이상을 부동산에 투자해야 하고, 나머지 자산만 증권, 개발사업 등에 투자할 수 있기 때문이다. 다만, 개발전문부동산투자회사로 인가받은 경우에 한해 부동산개발사업에 총자산의 전부를 투자할 수 있다.[22]

1.2.2 펀드 운영구조, 투자자모집방법

자본시장법상 부동산펀드는 공모펀드와 사모펀드 어떤 형태를 취하는 것도 가능하다. 다만, 공모펀드인 경우에는 폐쇄형펀드[23]로 설립해야 하며 증권시장에 상장시켜야 한다. 그리고 펀드지분의 분산을 강제하고 있지 않으므로 1인 단독펀드도 가능하다.

부동산투자회사법에는 폐쇄형펀드에 관한 명문규정은 없지만 공모

---

21) 자본시장법 §229.2호.

22) '07.7.13 개정법에서 부동산개발사업에 투자·운영할 목적으로 설립되는 부동산투자회사(개발전문부동산투자회사)에 대해서는 총자산의 전부를 부동산개발사업에 투자할 수 있도록 허용하였다(부동산투자회사법 §26의2.).

23) 펀드는 그 운영구조에 따라 개방형펀드와 폐쇄형펀드로 구분된다. 개방형펀드(open-end funds)는 환매가능한 펀드지분을 계속적으로 발행하고 투자자의 청구가 있으면 그 펀드지분을 펀드재산으로 매입하는 펀드를 말한다. 폐쇄형펀드(closed-end funds)는 환매 가능한 펀드지분을 발행하지 않고, 통상 최초공모 또는 사모방식으로 확정된 수량의 펀드지분을 발행하며 펀드지분의 추가발행은 간헐적으로만 이루어진다. 따라서 공모 폐쇄형펀드의 경우 투자자금회수를 위해 펀드지분을 시장에 상장하게 된다.

및 상장을 의무화하는 규정이 있다.[24] 따라서 공모펀드만 허용되며 당연히 상장해야 한다. 다만, 기업구조조정부동산투자회사에 대해서는 공모를 강제하지 않으므로 사모펀드 형태로 설립된 경우에는 당연히 상장하지 않게 될 것이다.[25] 그리고 부동산투자회사법은 1인당 펀드지분 소유를 자본금의 30% 이내로 제한하고 있다.[26]

1.2.3 펀드의 관리구조, 지배구조

펀드는 관리구조에 따라 외부관리형과 내부관리형(자기관리형)으로 구분된다. 외부관리형은 펀드운용을 외부전문가에게 위탁하는 것이고, 내부관리형은 펀드에 고용된 종업원이 일상적으로 펀드를 관리하는 것이다. 자본시장법상 부동산펀드는 외부관리형만 허용되는 반면에, 부동산투자회사법상 부동산펀드는 외부관리형과 내부관리형 모두 허용된다. 즉, 부동산투자회사법 상 부동산투자회사는 (일반)부동산투자회사와 기업구조조정부동산투자회사로 구분되는데,[27] 전자는 내부관리방식과 외부관리방식을 선택할 수 있는 반면에, 후자는 외부관리방식만 허용된다.[28]

투자펀드의 경우 자산운용회사가 펀드 투자자의 이익에 맞게 펀드를 운용하도록 담보하는 하나의 장치로서 펀드 관계인 스스로 자산운용회사를 감시감독하는 장치를 두는 것이 일반적인데 이를 펀드 지배구조라

24) 부동산투자회사법 §14의3, §20.

25) 부동산투자회사법 §49의2.

26) 부동산투자회사법 §16.

27) (일반)부동산투자회사와 기업구조조정부동산투자회사는 운영구조 등에서도 차이가 있지만 기본적으로 펀드의 투자대상에서 차이가 있다. 즉, (일반)부동산투자회사는 투자대상 부동산에 특별한 제한이 없는 반면에 기업구조조정부동산투자회사는 투자대상이 기업구조조정용 부동산으로 제한된다. 이와 같이 (일반)부동산투자회사 외에 기업구조조정부동산투자제도를 별도로 두고 있는 정책적 이유는 기업구조조정목적의 부동산을 펀드로 취득·처분하는 경우에 세제혜택을 주기 위한 것이다.

28) 부동산투자회사법 §2.

고 한다. 자본시장법은 투자회사의 경우 자산운용회사가 당해 투자회사의 법인이사가 되어 투자회사를 대표하고 업무를 집행하도록 하는 한편, 자산운용회사를 감독하기 위해 자산운용회사와 독립적인 지위에 있는 감독이사를 2인 이상 두도록 하고 있다. 그리고 자산보관회사로 하여금 자산운용회사의 운용업무를 감시하도록 하고 있다. 부동산투자회사법은 펀드지배구조에 대한 특례를 두고 있지 않다. 따라서 상법에 따라 일반회사와 동일한 기준으로 이사회가 구성된다. 이런 구조 하에서는 자산관리회사의 임직원이 이사 과반수로 선임되지 못하는 경우에는 자산관리회사의 펀드운용권한의 독립성은 기대하기 어렵다고 할 것이다. 왜냐하면, 부동산 취득 · 처분, 일정금액 이상의 증권 취득 · 처분등 사실상 부동산펀드의 주요 운용에 관한 사항 대부분이 이사회 결의사항으로 되어 있기 때문이다. 한편, 자산보관회사로 하여금 자산관리회사를 감독하도록 하는 규정도 없다.

1.2.4 펀드 설립

자본시장법상 부동산펀드는 영업 전에 금융위에 펀드를 등록하도록 되어 있는데 이 단계에서 최저자본규제는 없으며(다만, 투자회사는 설립시 최저자본금이 1억원 이상이어야 함), 등록 후에도 최저자본 규제는 없다(다만, 투자회사는 등록 후 10억원 이상의 순자산액을 유지해야 한다).

부동산투자회사법상 부동산펀드는 영업 전에 국토해양부장관의 인가를 받아야 하며 인가일부터 6개월 경과시점부터는 자본금 50억원(자기관리형은 70억원) 이상을 유지해야 한다. 최저자본금에 미달하는 부동산투자회사에 대해서는 국토해양부장관이 영업인가를 취소할 수 있다.[29)]

1.2.5 펀드 판매(공모펀드)

부동산투자회사법에 의한 부동산투자회사 주식은 일반회사 주식과

29) 부동산투자회사법 §42. 1의2호.

동일한 절차로 일반에 분매된다. 즉, 자본시장법에 따라 증권신고서를 제출하고, 증권회사가 부동산투자회사 주식을 인수하여 일반인들로부터 청약을 받아 분매한다. 따라서 별도의 판매회사라는 개념이 없고 증권인수업을 인가받은 증권회사만이 이를 취급할 수 있다. 판매가격에 대해서도 부동산투자회사법에서는 아무런 규제가 없으므로 부동산투자회사와 인수증권사가 인수업무규정등 관련규정에 따라 결정하게 된다. 증권회사는 인수수수료를 받는 것 외에는 투자자들로부터 펀드판매와 관련하여 별도의 보수나 수수료를 받지 않는다.

자본시장법상 부동산펀드도 공모판매하려면 증권신고서를 제출해야 한다. 그러나 증권사가 인수하여 분매하는 것이 아니라 운용사와 위탁판매계약을 체결한 판매회사(증권사, 은행, 보험회사)가 판매하게 된다. 판매회사는 판매에 대한 대가로 판매보수와 판매수수료를 받는다. 판매수수료는 판매 혹은 환매시에 일회성으로 징구하는 것이고, 판매보수는 펀드자산의 일정비율을 펀드가 존속하는 기간동안 계속적으로 징구하는 것이다.

1.2.6 펀드 자금차입, 분산투자

부동산투자회사법은 금전차입 외에 사채발행도 허용하고 있다. 즉, 부동산투자회사는 자산을 투자운용하기 위해 또는 기존 차입금 및 발행사채 상환을 위해 자기자본의 2배 이내에서 자금차입 및 사채발행을 할 수 있다.[30] 자본시장법은 자금차입만 허용하고 사채발행은 허용하지 않는다. 즉, 부동산을 취득하는 경우에 한해 펀드순자산의 2배 이내에서 자금을 차입할 수 있도록 하고 있다.[31]

부동산투자회사법은 동일인이 발행한 증권에 대해 펀드총자산의 5%를 초과하지 못하도록 한다. 자본시장법은 동일종목 증권에 대해 펀드자

30) 부동산투자회사법 §29.

31) 자본시장법 §94① 및 동법시행령 §97⑦.

산총액의 10%를 초과하지 못하도록 한다. 주식과 주식 외의 증권을 각각 별도의 종목으로 보기 때문에 이는 동일인이 발행한 증권에 대한 투자한도가 펀드자산총액의 20%라는 의미다.

1.2.7 부동산펀드 운용사

자본시장법은 부동산펀드 전문자산운용회사 인가요건으로 자본금 20억 원을 요구하고, 지배구조, 재무건전성 규제, 영업행위 규제등을 하고 있다. 부동산투자회사법은 자산관리회사 인가요건으로 자본금 70억 원을 요구하며, 재무건전성 규제 등은 하지 않는다.

2. 펀드 및 유동화를 통한 부동산개발금융

2.1 구조

과거 부동산개발에 소요되는 대규모의 자금조달은 대부분 금융회사의 대출이나 시공 건설사의 자체자금으로 이루어져 왔다. 그런데 2002년부터 유동화와 부동산펀드를 매개로 하여 자본시장을 통한 부동산개발금융이 시작되었고, 2006년 상반기의 경우 부동산개발금융 ABS(이하 PF ABS)가 전체 ABS 발행금액의 약 40%에 달할 정도로 쏠림현상이 발생하였다.[32] 펀드 및 유동화를 통한 부동산개발금융은 최근까지도 계속되고 있다.

이러한 현상은 과거 수년간의 부동산경기 호황으로 개발자금 수요가 급증하자 증권회사와 자산운용회사가 새로운 수익원 창출을 위해 유동화와 펀드를 적극 활용한데에서 비롯되었다. 한편으로는 자금수요자(시행사, 시공사)와 자금공급자(투자자)의 이해도 맞아 떨어진 측면이 있다. 즉, 자금수요자 입장에서는 사업초기단계 혹은 사업성이 다소 떨어져

32) 금융감독원 보도자료(2006.9), 자본시장을 통한 부동산개발금융 실태점검 결과.

금융회사로부터의 대출이 용이하지 않은 경우에도 자본시장을 이용하는 경우 시공사의 신용도를 기초로 비교적 낮은 비용으로 간단한 절차로 자금을 조달할 수 있었고, 투자자 입장에서도 동일등급의 회사채에 비해 상대적으로 고수익율을 제시하는 이들 상품을 선호하였다.

유동화와 펀드를 통한 부동산개발금융은 두 가지 방식으로 이루어진다. 즉, 1)부동산펀드에서 직접 시행사에게 자금을 대출하거나 2)금융회사가 부동산개발사업을 위해 시행사에게 실행한 대출채권(또는 신탁수익권)을 유동화SPC 혹은 펀드가 양수하는 것이다.

이 과정에서 시공사가 연대보증 또는 채무인수를 하게 되며, 두번째 방식의 경우 대출을 실행하는 금융회사는 대출 후 단시일내에 유동화SPC 혹은 펀드에 대출채권을 양도한다(소위 브릿지대출로서 주로 은행과 여신전문금융회사가 이런 역할을 수행한다).

유동화SPC가 PF ABS를 발행하는 경우에는 통상 2개 이상의 신용평가회사로부터 평가를 받는데, 현실적으로 사업성평가가 어렵고 시공사의 연대보증(채무인수)이 있어 통상 시공사 신용등급으로 평가한다. 그리고 PF ABS의 발행수익율은 시공사가 발행한 일반무보증회사채의 신용등급을 기준으로 하여 청약일 전일의 증권업협회 고시 회사채수익률에 일정 스프레드를 가감하여 결정한다. 통상적으로 PF ABS는 콜옵션조항,[33] 투자자들의 인식부족, 사업성에 대한 불안심리 등으로 인해 동일등급의 일반 무보증회사채에 비해 추가스프레드를 붙이게 된다.

유동화SPC가 PF ABCP를 발행하는 경우에는 통상 만기 3개월로 발행하고 만기에 PF ABCP를 재발행하여 기발행 PF ABCP를 상환하는 리볼빙구조를 취하며, 금융회사가 ABCP의 매입보장약정을 하는 경우도 적지 않다. 그리고 유동화SPC가 여러번에 걸쳐 대출채권을 매입하여 여러개의 시리즈로 ABCP를 발행하는 경우도 있다(소위 'ABCP Conduit').

33) 개발사업이 예정보다 빨리 진행되거나 분양이 호조를 이루는 경우 대출금을 조기상환하는 경우에 대비한 것이다.

2.2 과제

유동화와 펀드를 매개로 한 부동산개발금융은 한편으로 증권관련회사의 수익원 다변화, 새로운 투자상품 제공, PF 대출금리의 하향화 등 일부 순기능을 제공한 측면도 있지만 다음과 같은 문제도 발견된다.

첫째, 유동화와 펀드의 구조적 특성상 사업성평가가 철저히 이루어지지 못한 상태에서 일부 무분별하게 부동산개발사업으로 자금이 제공되어 거시경제 차원에서 자금배분의 왜곡을 초래한 측면을 지적할 수 있다. 유동화의 경우 그 속성상 투자자를 대신하여 적극적으로 사업성을 평가할 주체가 뚜렷이 없고, 펀드의 경우 자산운용회사가 있지만 은행 등 전통적인 대출금융회사에 비해 사업성평가 및 사후관리 능력이 상대적으로 부족한 것이 현실이다. 게다가 증권사나 자산운용회사는 은행처럼 대출포트폴리오를 체계적으로 관리할 필요성이 크지 않기 때문에 무분별하게 부동산개발금융을 취급할 소지가 적지 않다.

둘째, 해당 개발사업에 대한 사업성평가가 제대로 이루어지 못하는 경우 투자자들이 대출위험에 상응하는 수익을 제공받지 못할 수 있다는 점이다. 브릿지대출금융회사는 펀드나 유동화SPC에의 양도를 전제로 시행사에 대출을 하므로 사업성평가 보다는 대출채권의 확실한 양도에만 관심을 가지게 된다.[34] 이러한 지적에 대해서는 사업성평가가 제대로 이루어지지 않더라도 대출채권의 원리금 지급위험은 최종적으로 시공사가 부담하므로 시공사 등급에 따라 대출금리나 유동화증권의 수익률이 결정된다면 문제가 없다는 의견이 있을 수 있다. 그러나 시공사의 PF대출 지급보증(채무인수) 내역이 제대로 공시되지 않거나 공시되더라도 대출금리를 결정하거나 신용등급 부과시 적절히 반영되지 않는 경우에는 여전히 문제가 있다. 다만, 신용평가의 경우 사업진행상황등을 고

34) 부동산PF 유동화의 경우, 대출관련약정서에 유동화를 전제로 대출을 실행한다는 사실을 명시하고 증권회사에 대해 “ABS 총액인수확약서”등을 요구한다.

려하여 조정부채비율을 산정하여 신용등급을 부여하는 것으로 알고 있지만 객관적인 기준이 있는 것은 아니고 신용평가사 자체기준이므로 한계가 있다.

셋째, 유동화의 본질이 유동화자산 자체에서 발생하는 현재 또는 장래의 현금흐름을 기초로 한다는 점을 고려할 때 과연 부동산PF ABS 및 ABCP가 이러한 성격에 부합하는가 하는 점이다. 대출 차입자인 시행사는 상환능력이 없으므로 개발사업의 분양이 이루어지기 이전 단계에서는 대출 원리금상환은 연대보증(채무인수)한 시공사의 지급능력에 의존하게 된다. 문제는 특정 시공사가 이런 방식으로 다수의 개발사업을 진행하는 경우에는 사업장별로 대출채권의 차주(시행사)가 다르더라도 당해 시공사가 부도가 나면 관련 ABS 모두가 부실화될 수 있다는 점이다. 그리고 기초자산의 pooling 없이 단일 대출채권을 기초로 부동산PF ABS 및 ABCP가 발행되는 점도 지적되어야 한다. 이런 이유로 다른 나라에서는 사업부지 매입을 위한 부동산PF채권을 기초로 하여 발행되는 소위 PF ABS 사례를 찾아보기 어렵다.

넷째, 건설사의 과도한 부채 문제다. 최근 KDI의 연구결과를 보면, 건설업의 부채비율은 200%대에 그치고 있으나 시행사에 대한 지급보증을 감안할 경우 500% 수준으로 급등하는 것으로 나타났다.[35] 이는 건설사의 개발사업관련 지급보증(채무인수)은 재무제표에 반영되지 않고 단순 주석사항으로만 기재되어 부채비율 산정시 포함되지 않기 때문에 발생하는 문제다. 그런데 펀드나 유동화를 통한 부동산개발금융의 경우 명목상 채무자인 시행사는 대부분의 경우 개발사업을 목적으로 설립된 페이퍼컴퍼니에 불과하므로 자체적으로는 대출채권 상환능력이 없는 것이 일반적이다. 따라서 현재와 같은 부동산 PF 대출 구조 하에서는 건설사의 부채비율을 산정하거나 신용평가를 할 때 시행사가 명목상의

35) 한국개발연구원, "건설부문의 재무건전성 악화에 대한 평가", 한국개발연구원 보고서(한국개발연구원, 2010. 5. 6).

차입주체에 불과한 경우에는 시행사의 존재를 부인하고 당해 건설사가 직접 자금을 차입한 것으로 간주함으로써 건설사의 부채규모를 적절히 통제할 필요가 있다. 즉, 시행사의 지급능력, 계속적 기업인지 여부, 사업장의 사업진행경과(사업승인여부, 분양율, 현금흐름등) 등을 종합적으로 고려한 기준을 설정하여 건설사 자체 부채 여부를 판단하도록 하는 것이 실질에 부합되며, 나아가 건설사 부채비율지표를 통해 자금배분의 적절한 통제에도 기여할 것으로 생각된다.

3. 신탁형 부동산펀드의 거래주체

신탁형부동산펀드(부동산투자신탁)는 펀드운용은 자산운용회사가 수행하고함에도 펀드재산의 명목 소유자는 수탁회사로 되어 있다. 즉, 펀드자체는 법인격이 없다. 이에 따라 신탁형펀드에서는 회사형펀드(투자회사등)에서는 발생하지 않는 몇가지 법적 문제가 발생하게 된다. 이는 모든 신탁형펀드에서 발생하는 일반적인 문제이긴 하나 부동산 실물을 보유하고 관리하는 부동산펀드에서 가장 현실적으로 나타난다.

첫째, 소송주체와 관련한 문제가 있다. 예컨대, 공작물의 설치 또는 보존의 하자로 인하여 타인에게 손해를 가한 때에는 공작물점유자가 손해를 배상할 책임이 있다. 그러나 점유자가 손해의 방지에 필요한 주의를 해태하지 아니한 때에는 그 소유자가 손해를 배상할 책임이 있다(민법 제758조 제1항). 따라서 부동산펀드에서 투자한 공작물에 화재등의 사고가 발생하여 제3자가 손해를 입은 경우로서 점유자가 필요한 주의를 다한 경우에는 소유자가 무과실의 손해배상책임을 지게 된다.[36] 투자신탁형태의 부동산펀드라면 일응 수탁회사가 부동산의 소유자로서

36) 실제 간접투자법상 부동산투자신탁이 보유하는 건물에서 발생한 화재사고와 관련하여 피해자들이 당해 펀드의 자산운용회사 및 수탁회사를 상대로 공작물 소유자책임을 묻는 소송이 제기된 사례도 있다.

소송당사자가 되고 손해배상책임을 져야 한다는 결론에 이르게 된다. 그런데 수탁회사는 단순히 신탁재산의 소유명의자로서 자산운용회사의 지시에 따라 부동산을 취득하여 관리하는 것에 불과한데 형식상소유명의자라 하여 소송당사자로 소송업무를 담당하는 것은 투자신탁의 수탁자에게 지나친 부담을 지우는 것일뿐 아니라, 회사형펀드의 경우와 비교할 때 규제형평성에도 맞지 않다. 왜냐하면 법인격이 있는 회사형펀드의 경우 이런 경우 당연히 당해 투자회사가 부동산의 소유자로서 소송당사자가 되며, 실제 소송업무는 당해 회사형펀드의 법인이사인 자산운용회사가 담당하기 때문이다. 펀드운용과 관련하여 발생하는 소송은 당해 펀드의 자산운용회사가 맡는 것이 펀드의 구조나 법리상 합리적일 것으로 생각된다.

둘째, 거래주체 관련한 문제가 있다. 부동산펀드의 경우 증권펀드와 달리 부동산 실물을 관리하는 과정에서 각종 계약(청소, 시설유지보수 등) 체결이 요구되며, 한편으로는 부동산관련 사업자로서 세금을 납부하게 된다. 그런데 신탁형펀드(부동산투자신탁)는 법인격이 없으므로 펀드재산으로 각종 거래행위등을 할 때 자산운용회사 또는 수탁회사가 거래의 주체가 되고 있다. 예컨대, 부동산펀드에서 보유하는 부동산을 임대하는 경우 발생하는 세금의 납세의무자는 자산운용회사로 의제하는 반면에,[37] 부동산투자신탁에서 금전을 차입하거나 펀드보유 부동산을 타인에게 임대하는 경우에는 자산운용회사는 운용지시만 하고 수탁회사가 채무자 또는 임대인의 지위에서 계약을 체결하고 있다. 자본시장법상 자산운용회사는 운용지시를 하고 신탁재산의 소유명의자인 수탁회사가 자신의 명의로 계약을 체결하게 되어 있지만, 수탁회사는 이런

37) 세법상 납세의무자가 누구인지 명확한 규정이 없으나, 국세청 예규에서 자산운용회사로 정하고 있다. 사업자등록을 위해서는 등록주체인 납세의무자가 사업장별로 등록해야 하는데, 부동산소재지를 사업장으로 하고 자산운용회사의 지점으로 사업자등록을 해야 한다. 손영철, "투자신탁 세제의 이해", 투신 제65호(2007.10), 10쪽.

번잡한 계약의 주체가 되기를 원하지 않기 때문에 실무상 양자간 계약주체와 관련하여 의견충돌이 발생하고 있다. 행위 · 계약주체가 불분명하다는 것은 결국 책임소재의 불분명으로 이어져 법률관계의 안정성을 해칠 수 있다.

신탁형펀드에서 발생하는 이러한 문제는 신탁과 투자신탁의 법적성격이 다른 데에서 발생하는 것이다. 일반신탁의 경우 수탁자가 신탁재산을 소유, 보관, 관리하기 때문에 대외적인 법률관계에서 소유자로서의 권리와 의무를 가지는 것에 대해 이론이 없다. 그러나 투자신탁의 경우 이러한 일반신탁에서의 수탁자 기능이 분리되어 신탁재산의 소유 및 보관은 수탁회사가, 신탁재산의 관리(운용)는 자산운용회사가 수행하기 때문에 사실상 신탁재산 보관대리인에 불과한 수탁회사에게 대외적인 법률관계 특히, 소송이나 거래행위의 당사자로 행위할 것을 요구하는 것이 어려운 측면이 있다.

4. 금융회사의 부동산펀드 투자

보험회사나 연기금과 같이 부동산을 많이 보유한 기관투자자는 부동산펀드와 상호간에 부동산 취득원 및 출구의 역할을 수행할 수 있다. 따라서 이들 기관투자자의 부동산펀드시장 참여를 저해하는 제도를 발굴하여 개선해나갈 필요가 있다. 그런데 금융회사의 부동산펀드 투자와 관련하여, 그 부동산펀드가 주식회사형인 경우는 불필요한 규제를 적용받는 경우가 있다. 예컨대, 금융산업구조개선에관한법률 제24조는 동일계열금융회사가 다른 회사의 의결권있는 주식을 20% 이상(5%이상 지배주주인 경우 포함) 취득하고자 하는 때에는 미리 금융위원회의 승인을 얻도록 하고 있다(다만, 당해 금융회사의 설립근거법에 따라 출자 승인을 얻은 경우에는 승인을 얻지 않아도 된다). 따라서 금융회사가 부동산펀드 지분 20% 이상을 취득하는 경우로서 그 펀드가 투자신탁 형태면

승인받을 필요가 없지만 주식회사 형태면 사전에 승인을 받아야 한다. 이러한 결론은 집합적 · 간접적 투자수단으로서의 펀드의 실질이 동일함에도 펀드의 법적형태에 따라 규제의 적용여부가 달라지는 것으로서 합리적이지 않다. 그리고 금융회사를 이용한 비금융회사의 사실상 지배 방지라는 금융산업구조개선에관한법률 제24조의 입법취지에 비추어 보더라도 펀드에 대해서 이러한 규제를 적용할 필요성은 찾기 어렵다.

그리고 금융회사의 리스크기준 자기자본제도 시행과 관련하여 부동산펀드를 통해 부동산에 투자하는 것이 부동산을 직접 보유하는 경우에 비해 불리하지 않도록 배려할 필요가 있다.

5. 부동산펀드 세제

5.1 부동산 현물출자

조세특례제한법상 '부동산펀드 재산'으로 취득하는 부동산에 한해 취득세 · 등록세 감면혜택을 주는 것으로 규정되어 있어, 현물출자시에도 세제혜택이 주어지는 것인지가 불분명하다.

상당수 기업들은 구조조정, 현금확보, 관리상의 이유등으로 자신이 소유하고 있는 부동산을 직접소유형태에서 간접소유형태로 전환하려는 움직임이 있다. 즉, 기업이 자기가 소유하는 부동산을 부동산펀드에 현물출자하고 다시 부동산펀드의 지분을 일정비율 소유하려는 수요가 있다. 이러한 목적을 가장 간단히 달성하는 방법은 기업이 자신이 소유하는 부동산을 부동산펀드에 현물출자하는 것이다. 부동산펀드에 취득세 · 등록세를 감면해주는 취지를 감안할 때 현물출자자의 펀드지분이 과반수를 초과하지 않는 경우라면 세제혜택을 주는 것으로 해석하거나 명확하게 관련법규를 개정할 필요가 있다.

5.2 사모펀드

현행 세법은 펀드에 대해 법인세 사실상 면제, 부동산 취득세/등록세 감면혜택을 주고 있는데, 사모펀드에도 이러한 혜택이 똑같이 주어진다. 부동산투자회사법상 부동산펀드는 기업구조조정부동산투자회사만 사모로 설립이 가능하지만 자본시장법상 부동산펀드는 이러한 제한이 없다. 실제 자본시장법상 부동산펀드 중 실물부동산을 취득하는 임대형펀드의 경우 금액기준으로 97% 이상이 사모펀드로 설정되어 있다.

사모펀드에 대한 실태조사를 거쳐 조세원칙, 외국의 입법례 등을 면밀히 검토하여 세제를 합리적으로 개선할 필요가 있다. 참고로, 미국의 경우 부동산펀드(Real Estate Investment Trusts:REITs)는 내국세법(Internal Revenue Code:IRC)에서 정하는 일정한 요건을 충족하는 경우에 법인세 면제혜택이 주어지는데, 이러한 혜택을 받기 위해서는 투자자의 수가 100명 이상이어야 한다.[38]

5.3 종합부동산세

신탁형펀드(부동산투자신탁)은 법인격이 없으므로 실무적으로 당해 부동산투자신탁의 자산운용회사를 납세의무자로 하고 있다. 종합부동산세와 관련하여, 부동산투자신탁에서 보유하는 웬만한 종류의 부동산은 분리과세 적용대상이므로 별 문제가 없으나, 개발사업등을 위해 나대

38) 내국세법(IRC)에서 요구하는 주요요건은 (ⅰ) REITs 지분은 1년 중 적어도 335일 이상 기간 동안 100명 이상의 투자자에 의해 소유되어야 하고, (ⅱ) 총소득의 95% 이상이 부동산투자로부터 얻어지는 배당·이자소득임대소득주식이나 부동산 처분으로부터 얻어지는 수익과 부동산에 대한 세금감액 및 세금 환급소득 등으로 구성되어야 하며, (ⅲ) 총자산의 75%이상을 부동산관련자산, 부동산대출채권, 다른 REITs, 정부발행증권에 투자하거나 현금으로 보유하여야 하고, (ⅳ) 매년 투자자에게 자본이익을 제외한 수익의 90% 이상을 배당하여야 한다. 이에 관한 상세는, 26 U.S.C.A. §856, 544, 582참조.

지를 매입하는 경우에는 자산운용회사가 고유재산으로 소유하고 있는 부동산과 펀드에서 보유하는 부동산 전체를 종부세 과세대상으로 하여 합산과세하게 되어 매우 높은 누진세율을 적용받게 되는 불합리한 문제가 발생하게 된다. 조속한 개선이 필요한 사항이다.

Ⅴ. 맺는말

부동산간접투자제도는 고령화시대의 자산운용에 적합한 운용수단을 제공하고, 부동산시장의 투명성을 높이고 낙후된 관행을 개선하는데 기여하며, 나아가 기업구조조정을 간접적으로 지원하는 기능을 수행한다. 즉, 부동산간접투자 영역은 부동산, 금융, 투자, 구조조정등을 포섭하는 종합적인 경제영역으로서 국민경제에 중요한 의미를 가진다. 따라서 부동산간접투자제도가 이러한 기능을 효율적으로 수행할 수 있도록 대승적 견지에서 제도를 정비해나가야 할 것이다. 구체적인 정책과제를 제시하면 다음과 같다.

첫째, 이원화되어 있는 부동산펀드 법체계를 자본시장법으로 일원화하여 부동산펀드산업의 건전한 발전을 유도해나갈 필요가 있다. 부동산투자회사법에서도 위탁관리형이 허용됨에 따라 앞으로 동법에 의한 부동산투자회사도 위탁관리형 위주로 재편될 것이라는 점을 고려하면 더 이상 법체계를 이원적으로 가져가기 어려운 상황이다. 부동산투자회사법에서 위탁관리형을 인정하기 전까지는, 부동산투자회사법은 기업구조조정부동산펀드와 자기관리형부동산펀드 규제법으로, 자본시장법은 위탁관리형부동산펀드 규제법으로 구분하여 규제할 필요성이 일부 인정되었으나 이제는 이러한 명분을 찾기 어렵기 때문이다. 부동산펀드 규제법을 자본시장법으로 일원화하게 되면, 부동산투자회사법상의 기업구조조정부동산투자회사제도에 관한 사항은 관련세법에서 세제혜택

을 받을 수 있는 요건을 설정하는 방식을 취하면 될 것으로 생각된다.

둘째, 규제법 일원화와 함께 부동산펀드에 대한 규제내용을 전반적으로 재검토하여 부동산펀드의 특성에 맞게 합리적으로 정비할 필요가 있다. 대체적으로 자본시장법상의 규제내용들은 펀드법리에 맞는 것으로 생각되나, 자본시장법은 기본적으로 증권펀드를 전제로 하고 있어 부동산펀드의 특성을 충분히 반영하지 못하고 있는 측면도 일부 있으므로 외국의 입법례등을 참조하여 규제수준과 규제내용을 합리적으로 개선할 필요가 있다. 그리고 신탁형펀드(투자신탁)의 소송(거래)주체와 관련하여서도 펀드의 본질에 맞게 자본시장법 또는 소송법에서 특례를 두는 방안을 검토해 볼 필요가 있다.

셋째, 부동산펀드 관련 세제도 펀드가 집합적 · 간접적 투자를 위한 도구라는 점을 고려하여 합리적으로 개선할 필요가 있다. 특히, 부동산펀드(사모펀드)를 세금탈루 수단으로 남용하지 못하도록 세제혜택을 받을 수 있는 펀드요건을 강화할 필요가 있다.

마지막으로, 투자자보호는 물론이고, 자원배분의 효율성과 경제시스템의 안정성을 확보하기 위해서도 유동화와 펀드를 통한 부동산개발금융에 대해서는 일정수준의 규제가 필요할 것으로 보인다. 적어도 공모펀드 및 공모자산유동화증권에 대해서는 투자자 보호 차원에서 부동산개발사업이 일정 단계에 이르고 현금흐름이 확보되는 시점에서 투자하도록 할 필요가 있다. 그리고 부동산펀드에서 부동산개발사업에 투자하는 경우에는 금융회사에 상응하는 수준의 리스크관리 체제를 갖추도록 할 필요가 있다.

(투고일 2010년 5월 27일, 심사일 2010년 6월 2일, 게재확정일 2010년 7월 13일)

주제어 : 부동산펀드, 부동산간접투자, 부동산개발금융, 부동산PF 유동화

참고문헌

1. 단행본

금융감독원 보도자료, 자본시장을 통한 부동산개발금융 실태점검 결과, 2006.9.

김석준 의원실, 부동산간접투자 활성화를 위한 정책제언, 2006.

한국개발연구원 현안분석자료, "건설부문의 재무건전성 악화에 대한 평가", 2010.5.

落合誠日, 比較投資信託法制研究, 有斐閣, 1996.

Amy L. Goodman, *The Investment Company Regulation*, Aspen Law & Business, 1998

James M.Storey · Thomas M.Clyde, *Mutual Fund Law Handbook*(1998;Glasser LegalWorks

2. 논문

손재영 외, "한국의 부동산금융", 건국대 출판부, 2008.

윤장호, "REITs 관련 법제개선방안에 관한 연구: 부동산펀드와의 비교를 중심으로", 건국대 부동산대학원 석사학위 논문, 2007.

최성걸, "부동산간접투자제도의 문제점과 개선방안 : 사모펀드와 REITs를 중심으로", 동국대 경영대학원 석사학위 논문, 2007.

최승재, "미국 서브프라임 모기지 관련 소송의 현황과 전망", 증권법연구, 제10권 제2호, 한국증권법학회, 2009.

財務省財務總合政策研究所, "集團投資スキ-ム-改正後の 新しい投信法と資産流動化法を中心にして-", *Finance Review*, 2001.3.

[Abstract]

The Challenges of Indirect Investment in Real Estate

Sam-Cheol Park*

The Real estate Indirect Investment Management carries out functions such as offering the proper vehicle of asset management in the aging society, enhancing the transparency in the real estate market, improving lagged practi ces, and furthermore supporting the corporate restructuring indirectly. In other word, The Real estate Indirect Investment Management is very meaningful to the national economy because it encompasses the real estate, the finance, the investment, the corporate restructuring and so on. Therefore, We have to improve the real estate investment management system from a broad point of view in order to carry out above-mentioned functions efficiently. Concrete policy assignments are such as;

First, We have to unify the legal systems, which are divided as two, into Financial Investment Services and Capital Market Act in order to lead healthy development of the Real Estate Fund Industry.

Second, We need to revise the Real Estate Fund regulation by generally reviewing the current regulation.

Third, We need to improve the tax system that is related to the real estate fund. When improving, we consider that the tax system is an important tool for pool or indirect investment. Also We need to reinforce the related require

*Deputy Director General, Financial Supervisory Service.

ment in order to prevent the tax evasion.

Lastly, We need to regulate the real estate finance to some extent such as Fund, Asset Back Securities in order to protect the investors, enhance the efficiency of the resource allocation and secure the stability of the economic system.

Key Words : Real Estate Fund, Real Estate Indirect Investment, Real Estate Development Finance, Real Estate PF Securitization