

PF Loan 유동화 평가방법론(2018)

2018.09

김도선 연구위원 +02.787.2263
dosun.kim@kistrating.com

서범진 수석애널리스트 +02.787.2229
bumjin.seo@kistrating.com

김형석 실장 +02.787.2257
hskim72@kistrating.com

Summary

본 평가방법론은 당사가 공동주택 등 부동산 개발사업, 사회기반시설의 건설 및 운영사업 등(이하 “PF 대상 사업”)과 관련한 유동화증권 등의 신용평가에 있어 일반적으로 중요하다고 판단하는 평가요소들을 추출하여, 이들에 대한 가정 및 분석을 통해 어떻게 신용등급을 결정하는지를 설명한 것이다. 본 평가방법론의 주된 목적은 발행 관계 기관, 투자자 및 기타 이해관계자들에게 부동산 개발사업, 사회기반시설 건설·운영사업 등과 관련한 PF Loan 및 이에 부수하는 제반 권리 등을 기초로 하여 발행되는 유동화증권 등의 상환능력에 영향을 주는 요소 및 당사의 신용등급 결정 방식에 대한 이해를 돕는데 있다.

PF Loan 유동화는 주로 유동화회사가 특정한 사업의 시행주체에 대하여 보유하는 대출채권 및 담보권, 기타 이에 부수하는 권리 등을 기초로 유동화증권을 발행하거나 유동화대출을 조달하는 거래를 의미하며, 완공된 건축물이나 시설 등의 유형자산, 해당 사업과 관련한 제반 권리 등을 직접·간접적 기초자산으로 하거나 이러한 자산에 기반하는 수익증권 또는 지분증권의 유동화 등 다양한 방식의 거래에도 본 평가방법론이 활용될 수 있다.

논의 전개에 편의를 위하여 본 평가방법론에서는 PF를 대상사업의 유형에 따라 (i) 주거용·상업용 부동산의 개발사업과 관련하여 이와 유사한 경우에는 부동산 PF로, (ii) 사회기반시설의 건설 및 운영사업과 관련하여 이와 유사한 경우에는 SOC(Social Overhead Capital) PF로 나누어 유동화 등과 관련한 주된 신용평가 방법 등을 논하였으며, 제1장에서 개별 금융의 특징 및 주요 고려사항 등을 다루었다.

PF는 금융구조의 복잡성, 대상사업의 진행경과 및 성과 등에 관한 불확실성 등으로 인하여 다양한 위험요인들이 내포되어 있는 것이 보통이다. 따라서 PF의 개별적 금융조건을 정함에 PF 채무에 대한 인적담보의 제공, 기타 신용보강 수단이 마련되기도 하며, PF와 관련한 유동화 시에도 유동화회사의 채무상환능력에 관한 신용대체(Credit Substitution)가 이루어질 수 있다. 이에 제2장에서는 PF와 관련한 유동화를 크게 신용대체가 적용되는 구조와 그 이외의 구조로 구분하여 각 금융구조에 대한 분석 시 주안점 등을 소개한다.

평가방법론의 한계

본 평가방법론은 신용등급 도출을 위한 주요 평가요소 및 이들 요소에 대한 일반적인 접근방식을 기술하고 있는 것이며, 당사가 실제 부여하는 신용등급에 적용할 때에는 다음과 같은 분명한 한계가 존재한다.

- 본 평가방법론에 제시된 평가기법 및 평가과정 등은 절대적인 기준이 아니며, 개별 기초자산의 고유한 특성, 관련 계약의 내용, 유동화 구조 등에 대한 검토 결과에 따라서 상이하게 적용될 수 있다. 그리고 이러한 검토 과정에는 당사의 정성적 판단이 중요한 요소로 반영된다.
- 본 평가방법론은 평가과정에서 통상적으로 고려되는 일반 요소들만 기술하고 있으며, 개별 평가과정에서 고려되는 모든 요소들을 포함하고 있지는 않다. 실제 평가에서는 개별 거래의 특수성 등에 따라 여기에 언급된 주요 평가요소 이외에도 신용평가 일반론, Structured Finance 신용평가 일반론 및 기타 방법론 등에서 설명하고 있는 평가요소 및 분석방법이 추가적으로 감안될 수 있다. 따라서 본 평가방법론에서 소개된 분석방법 등이 모든 평가에 동일하게 적용되지 않을 수 있으며, 개별 거래에 따라서는 본 평가방법론 이외의 방법론이 병행하여 사용될 수 있다.
- 이로 인해 본 방법론에서 언급된 주요 평가요소에 의해 도출되는 등급과 실제 신용등급과는 차이가 있을 수 있고, 당사는 이러한 차이에 대하여 일체의 민형사상 책임을 부담하지 않으며, 개별 거래가 본 평가방법론에 기술된 모든 요소를 충족시키지 않는 경우에도 적절한 보완장치가 있다면 등급이 부여될 수 있다. 또한 평가방법론에서 제시된 평가요소들이 변동하더라도 즉각적인 신용등급 변경이 이어지는 것은 아니다.
- 당사의 신용등급은 장래의 상대적 신용위험에 관한 현재 시점에서의 의견이며, 신용등급 부여 시점에 예측할 수 없는 조세 및 법제도 변경 등과 관련한 위험은 고려하지 않는다.

적용대상

본 평가방법론은 PF 대상 사업의 시행주체에 대한 대출채권 및 담보권, 기타 이에 부수하는 권리, 기타 해당 사업과 관련한 제반 권리 및 이와 유사한 성격을 지닌 자산 등을 기초로 하는 유동화 증권, 유동화 관련 채무 및 기타 구조화 금융상품 등의 신용평가에 적용된다. 그러나 기초자산의 특성 및 유동화구조에 대한 검토결과 보다 정확한 신용평가에 도움이 된다고 판단될 경우, PF 대상 사업 등과 관련한 자산을 기초로 하더라도 본 평가방법론 이외의 방법론을 적용하거나 병행할 수 있다. 마찬가지로 기초자산이 PF 대상 사업 등과 관련한 자산이 아니라고 하더라도 분석기법이 비슷하거나 기초자산의 특성을 고려할 때 보다 적절하다고 판단될 경우 본 평가방법론을 적용하거나 병행하여 평가할 수도 있다.

주요 변경내용

본 평가방법론은 2013년 8월에 발표된 기존 PF Loan 유동화 평가방법론(이하 “기존 평가방법론”) 및 PF(SOC) Loan Rating 평가방법론을 대체하며, 공시된 시점부터 적용된다. 금번 개정으로 인해 기존에 공시된 신용등급의 변동은 없으며, 주요 변경사항은 다음과 같다.

- 기존 평가방법론에서 다루었던 대상 사업의 범위를 사회기반시설 등의 건설 및 운영사업으로 확장함으로써, PF(SOC) Loan Rating 평가방법론에서 기술된 내용 등이 보강 및 정리, 재구성되어 본 평가방법론에 포함되었다.
- 기존 평가방법론 상 목차인 ‘I. PF Loan 유동화 개요’를 ‘I. PF Loan 유동화 개관’으로 개정하고, 동 목차 내의 항목들을 재편하였다. 개정된 목차에서는 국내 금융업계에서 보편적으로 인식되고 통용되는 PF 사업에 대한 범주 및 주요 고려 요소들을 당사의 견해와 결합하여, PF Loan 관련 유동화에 대한 개괄적인 이해를 도모하고자 하였다.
- 기존 평가방법론 상 목차인 ‘II. 기초자산 분석’을 ‘II. 유동화구조 및 통제방안’으로 개정하고 동 항목 내에 신용대체가 적용되는 구조와 적용되지 않는 구조로 구분 정리하였다. PF 대상 사업과 관련한 유동화구조는 크게 신용대체가 적용되는 구조와 그렇지 않은 구조로 구분이 가능하며, 이러한 구분에 따라 PF 대상 사업의 속성에 기인한 주요 요인들에 대한 분석 여부 등에 차이가 존재할 수 있기 때문이다.

I. PF Loan 유동화 개관

프로젝트금융(Project Finance)은 교통시설, 발전소 등 대형 설비프로젝트를 위하여 실행되어 동 프로젝트에 의해 담보되고, 여기서 발생하는 현금흐름을 상환재원으로 하는 금융을 의미한다.¹ 프로젝트금융의 채무자는 대상프로젝트의 건설 내지 운영 등 한정적인 기능을 영위하는 법률적·형식적 사업주체로서, 여러 이해관계자들이 출자하여 설립한 프로젝트회사인 경우가 일반적이며, 대개 상당한 규모의 자금을 필요로 하는 사회기반시설(Infrastructure)² 관련 프로젝트를 금융의 목적으로 하는 경우가 많다.

한편 보다 넓은 범위로서는, 특정한 프로젝트에 소요되는 자금을 조달하기 위한 목적으로 실행되는 다양한 유형의 금융기법들을 포괄하여 Project Financing이라 칭하기도 하며, 국내에서는 대개 공동주택 등의 개발 및 분양사업을 지칭하는 이른바 ‘부동산 PF’라는 용어가 널리 통용되고 있다. 국내 부동산 PF는 금융구조가 일정 수준 정형화되어 주요 투자상품으로서 유의미한 지위를 점유하고 있으며, 자산유동화 시장에서도 부동산 개발사업 관련 대출채권 등을 기초자산으로 하는 유동화가 활발히 이루어지고 있다.

본 평가방법론에서의 ‘PF’라 함은 조달한 자금의 예정 사용계획이 부동산 또는 사회기반시설 등의 개발, 건설, 운영에 관계하는 등 금융의 목적³에 주로 초점을 맞춘 광의의 프로젝트금융 또는 그 자금조달 방식을 의미하며, 사업 초기 브릿지금융 성격의 자금조달, PF의 성사 이후 추가적인 자금조달, 기존 PF 채무의 상환을 위한 자금재조달 등을 모두 포괄하는 개념으로 사용된다.

본 고에서 ‘PF Loan 유동화’는 Loan 이라는 명칭에도 불구하고, 주로 유동화회사가 특정한 사업의 시행주체⁴에 대하여 보유하는 대출채권 및 담보권, 기타 이에 부수하는 권리 등을 기초로 유동화증권을 발행하거나 유동화대출을 조달하는 거래를 총칭한다. 이에 따라 완공된 건축물이나 시설 등의 유형자산, 해당 사업과 관련한 제반 권리 등을 직·간접적 기초자산으로 하거나, 이러한 자산에 기반하는 수익증권 또는 지분증권의 유동화 등 다양한 방식의 거래에 있어서도 본 평가방법론이 활용될 수 있다.

본 평가방법론에서는 PF를 대상사업의 유형에 따라 (i) 주거용·상업용부동산의 개발사업과 관련하여거나 이와 유사한 경우에는 부동산 PF로, (ii) 사회기반시설의 건설 및 운영사업과 관련하여거나 이와 유사한 경우에는 SOC(Social Overhead Capital) PF로 나누어 그 유동화 등과 관련한 주된 신용평가 방법 등을 논하였다. 이와 같은 구분은 국내 금융관행 및 용어 등을 반영하고, 논의 전개

¹ 프로젝트금융의 정의는 은행업감독업무시행세칙 <별표 3> 신용·운영리스크 위험가중자산에 대한 자기자본비율 산출 기준 (바젤 III 기준)에서 사용된 용어를 참고하였다.

² 본 평가방법론에서 사회기반시설(Infrastructure)이라 함은 정부 또는 민간 등 주된 공급주체에 관한 제한이 없이, 도로, 철도, 공항, 항만 등 공공성이 있는 유형의 건설자산 및 발전소 기타 플랜트시설 등을 모두 포괄하는 개념으로 사용되며, 사회간접자본(SOC; Social Overhead Capital) 역시 동일한 의미로 사용된다.

³ 자금조달의 목적은 금융계약에 기재된 내용 또는 주관회사 등으로부터 제공 받은 자료 등을 통해 판단될 수 있으며, 조달한 자금의 사용처가 특정한 사업의 성사 내지 그 성과와 관련될 것으로 예정되어 있는 경우를 말한다.

⁴ 본 평가방법론에서는 주로 부동산 PF의 경우 시행사, 사업주 등으로, SOC PF의 경우 프로젝트회사 등으로 지칭한다.

의 편의성을 확보하기 위한 것으로, 본 평가방법론의 적용대상이 되는 목적사업 또는 금융구조 등을 한정하는 것은 아니다. 즉 본 평가방법론의 활용범위는 대상사업의 종류 및 진행단계, 채무자의 유형, 제반 계약의 성격 등에 제한되지 아니하며, 특정한 사업과 관련되는 유동화에 관한 신용평가 시 개별 금융특성 및 자금조달 배경, 본 평가방법론에서 논한 분석방법의 적합성 등에 대한 검토 및 판단을 통해 본 평가방법론이 주된 평가방법론으로 적용될 수 있다.⁵

1. 부동산 PF 개요

부동산 PF 유동화는 부동산 개발사업 관련 금융기법 중 하나로, 부동산 개발사업의 사업주체(이하 문맥에 따라 “사업주”로 칭함)가 사업 시행과 관련한 자금조달 목적으로 자신이 보유하고 있는 사업관련 제반 권리, 또는 이를 담보로 한 사업주에 대한 대출채권(PF Loan) 등을 기초자산으로 하여 유동화증권 등을 발행하는 거래이다. 부동산 PF 유동화거래에서 기초자산은 PF Loan이라 일반적으로 칭하는 대출채권을 기초자산으로 하는 경우가 많기 때문에, 본 방법론에서 PF Loan이라는 용어는 사업주 또는 사업주라 간주할 수 있는 주체(Entity)에 대한 대출채권을 의미하는 것으로 사용된다. 본 부동산 개발사업 유동화기법은 사업부지 매입 단계의 자금조달은 물론 공사기간 또는 준공 이후 단계에서도 활용될 수 있으며, 이에 국한하지 않고 기타 부동산 개발사업과 관련한 모든 거래에 적용이 가능하다.

1) 부동산 PF의 특징

일반적으로 부동산 개발사업의 대상사업은 개발용도에 따라 주거용, 업무시설, 상업유통시설, 레저관광용, 산업용 등으로 구분 가능하다. 앞서 열거한 대상 사업을 포함하여 토지의 형질변경 및 분할, 건축물의 건축, 공작물의 설치 등의 건설행위 등을 통하여 다양한 용도의 부동산을 개발하는데에 유동화를 활용한 금융이 이루어진 바 있으며, 이 중에서도 주거용 사업 중 하나인 주택건설사업이 가장 큰 비중을 차지하고 있다.

[표 1] 개발용도에 따른 분류

구 분	유 형
주거용	아파트, 오피스텔, 주상복합, 원룸, 다세대 등
업무시설	사무용 건물, 오피스 등
상업유통시설	백화점, 할인점, 일반상가 등
레저·관광용	리조트, 테마파크, 실버타운, 호텔, 골프장, 마리나 등
산업용	아파트형공장, 국가 및 지방산업단지 등

⁵ 예를 들어 (i) (a) 골프장, 리조트, 호텔 등의 경영, (b) 오피스, 임대주택 등의 임대운영 등을 위한 자금(재)조달 금융에 관련하거나, (ii) 분양목적물의 수분양자들에 대한 중도금 대출 등 대상사업의 어느 이해관계자를 위한 금융 등에 있어, 제2장 제1절에서 논한 신용대체가 활용되는 등 주요한 신용등급 결정요인이 국내 부동산 PF 유동화의 일반적 관행과 중대한 차이가 없는 것으로 판단되는 경우 본 평가방법론이 주된 평가방법론으로 적용될 수 있다.

부동산 개발사업 유동화의 상환재원은 분양수입금, 운영수입 및 매각대금 등으로 확보되며, 일반적으로 사업시행주체가 사업대상 물건을 분할하여 다수의 일반에게 매각하는 분양활동을 통한 분양수입금이 차지하는 비중이 가장 높다. 지주작업을 통해서 사업주가 사업부지에 대한 소유권을 확보하여 사업승인을 받으면 착공이 가능하며, 분양사업의 경우 준공 전 선분양을 위해서는 분양승인을 사전에 받아야 한다. 준공 후 입주가 완료됨으로써 사업이 종료되는 것이 일반적이나, 미분양부동산이 잔존할 경우에는 처분이 완료되어야 사업이 종료된다.

분양사업을 포함한 국내 부동산 개발사업의 경우 사업주의 Equity 비중이 낮은 경우가 많기 때문에, 사업부지 매입비용을 포함한 초기사업비 등의 조달은 높은 비중의 차입을 수반하는 것이 일반적이며, 선분양 사업에서 공사비는 주로 분양대금으로 충당하지만 분양률이 낮을 경우에는 시공사가 책임준공약정에 근거하여 자체자금으로 충당한다.

[그림 1] 부동산 개발사업 단계별 자금소요 및 조달



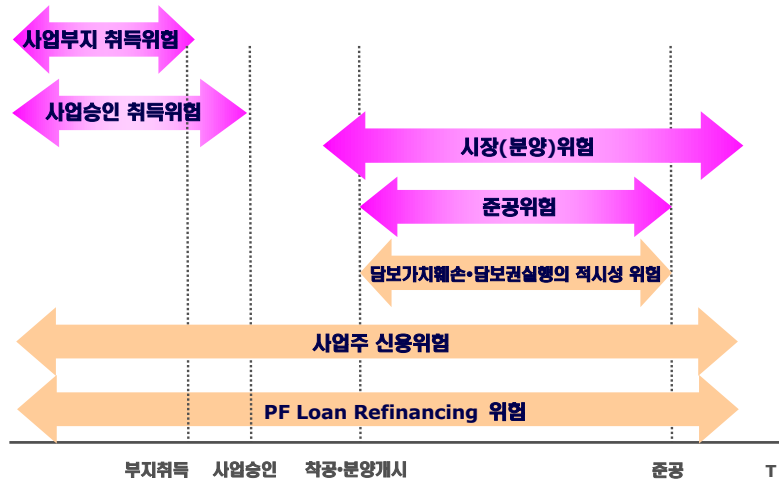
[그림 1]에 제시되어 있는 Pre PF 이전 단계에서의 유동화를 통한 자금조달은 사업부지 취득을 위한 목적이 가장 많으며, 이외에도 사업 관련 비용 확보, 기존 차입금 차환 등을 목적으로 한다. 조달 방식은 사업주에 대한 대출이 일반적이며, 유동화거래에서는 이 경우 당해 대출채권이 기초 자산이 된다. Pre PF, 즉 본 PF 이전 단계의 유동화는 본 PF를 통한 상환을 고려하여 구조화하는 것이 일반적이다. 조달 규모는 각 사업단계나 사업유형, 사업지역별로 차이가 있으며, 토지가가 높은 지역에서 사업이 진행되는 경우에 PF Loan의 조달비중이 높은 양상을 띈다.

유동화를 통한 자금조달은 [그림 1]의 Pre PF 또는 본 PF 단계에서 상대적으로 빈번하게 활용된다. 본 PF는 Pre PF 이전 단계의 PF Loan 차환과 함께 공사비 조달을 목적으로 하며, 조달 방식은 수분양자 분양대금 또는 선매수 계약기관 매각대금 등을 상환재원으로 하는 사업주에 대한 PF Loan의 형태가 일반적이다. 분양 또는 매각과 관련한 중도금과 잔금의 납입이 순조로울 경우에는 이를 재원으로 하여 PF Loan이 순차적으로 분할상환되는 것을 기대할 수 있으나, 그렇지 않을 경우 준공 후 미분양 부동산의 처분대금으로 상환이 이루어질 수도 있다.

2) 부동산 개발사업 사업단계별 주요 특징

부동산 개발사업과 관련한 사업단계별 주요 위험 요인은 사업부지 취득단계에서부터 준공시점에 이르기까지 [그림 2]과 같이 구분할 수 있으며, 이를 [그림 1]의 부동산 개발사업 단계별 자금소요 및 조달을 함께 비교·참고하면 이해가 빠를 것으로 기대한다.

[그림 2] 사업단계별 주요 고려 요인



부동산 개발사업과 관련한 위험 요인들로는 개발사업 전 기간에 걸쳐서 내재되어 있는 사업주 신용위험, Refinancing 위험 등이 있다. 사업주 신용위험은 사업개시 시점부터 준공물건이 분양자 또는 매수자에게 소유권이 이전되는 부동산 개발사업의 실질적인 종료시점까지 내재한 위험이다.

Refinancing 위험은 사업이 당초 계획보다 지연되는 경우 등의 사유로 인하여 기존 차입의 연장 또는 신규 대환 등이 불가피할 경우 사업주가 직면할 수 있는 자금조달 위험으로, 사업주 신용위험과 마찬가지로 사업 개시시점부터 종료시점까지 나타나는 위험이다.

각 사업단계별로 대표되는 위험들로는 사업부지 취득위험, 사업승인 인허가 위험, 준공위험, 분양 위험(부동산 시장 위험) 등이 있다.

사업부지 취득 이전 단계

사업부지 취득위험은 일부 지주들의 반대 등으로 인해 전체 사업부지를 취득하지 못할 위험, 전체 사업부지에 대한 소유권 취득 시점이 계획보다 지연될 위험, 예상보다 높은 가격에 사업부지를 취득할 위험 등이다. 사업부지 취득이 지연되거나 비용이 증가한다면 사업부지의 담보력이 저하되거나 전체적인 사업위험이 증가될 수 있다.

사업승인 이전 단계

사업부지에 대한 소유권을 확보하더라도 사업 관련 이해당사자들간의 협의가 이루어지지 못하거

나, 환경영향평가, 교통영향평가, 민원 등의 이슈로 인하여 사업승인을 받지 못하거나 사업승인이 지연되는 경우, 또는 사업비 증가를 요구하는 방식으로 사업계획이 변경·승인되는 경우에도 전체 사업위험이 증대될 수 있으며, 이를 사업 관련 인허가위험이라고 한다.

착공 이후, 준공 이전 단계 (공사기간)

착공 전후 시점부터 준공 이전 단계의 PF Loan은 주로 시공사에 지급할 공사비 조달이나 Refinancing 목적으로 조달된다. 착공 이후 진행되는 PF Loan은 초기 분양률과는 무관하게 공사비를 안정적으로 지급할 목적으로 조달되며, 공정률이 높은 수준에서 진행되는 PF Loan은 분양대금 납부스케줄 상 가장 큰 비중을 차지하는 분양잔금의 유입 이전에 기성공사비를 안정적으로 지급할 목적으로 조달되는데, 이 경우 조달하는 PF Loan 대비 잔여 분양대금의 규모나 미분양부동산의 가치에 유의할 필요가 있다.

이 단계에서 주로 직면하는 위험은 준공위험, 시장위험 등이다. 준공위험은 주로 책임준공을 약정하는 시공사에 의존하기는 하지만, 민원, 유물출토, 지하암반 발견, 기타 불가항력 등에 의해 준공이 지연될 가능성도 존재한다. 시장위험은 부동산 경기 침체로 분양성고가 저조할 경우 PF Loan 대비 분양대금이 충분하게 확보되지 못해 결과적으로 공급대상 부동산의 가치가 하락할 수 있는 잠재적인 위험을 의미한다.

준공 단계 및 그 이후

준공 단계를 전후하여 그 이후 시점의 PF Loan의 상황은 분양대금 및 매각대금 등을 통하여 이루어지기 때문에, 부동산 시장위험에 노출되는 기간이다. 이 중, 분양사업에서의 시장위험은 분양 초기 단계와 분양 후기 단계로 구분할 수 있다. 초기 단계의 주요 위험은 초기 분양률이 낮을 위험과 적정 수준의 분양률 달성시기가 지연될 위험으로서, 낮은 분양률은 사업 수행을 위한 사업비 조달에 지장을 초래하여 전반적인 사업위험을 증가시키게 됨을 의미한다. 분양 후반기의 시장위험은 부동산경기의 하강이나 투자매력도 저하 등으로 인해 미분양 해소가 용이하지 않거나 기 체결된 분양계약이 해지될 위험, 또는 준공 이후 미분양부동산의 처분가치가 감소할 위험 등이다.

3) 주요 고려사항

부동산 PF에서의 주요 고려사항은 사업주위험, 인허가위험, 준공위험, 시장위험 등이 있으며, 다음의 각 목에서 소개하는 바와 같다. 해당 요소들은 후술하게 되는 신용대체 등이 적용되는 부동산 PF 유동화금융구조 또는 개별 거래의 구조적 특징에 따라 분석을 완화하거나 생략할 수 있다.

① 사업주위험

사업안정성, 영업자산의 건전성, 수익성, 재무안정성, 유동성, 계열분석 등에 주안점을 두고 있는 기업평가와는 달리, 부동산 PF 유동화에서 사업주(채무자) 분석은 사업주의 상환능력이 사업현금흐름에 얼마나 의존하는지가 주요한 관심사이다.

사업주에 대해 신용사건이 발생할 경우 대상 사업이 사전에 계획된 대로 진행될 수 없을 뿐만 아니라 제3의 채권자가 존재한다면 대상 사업자산에 대한 제3채권자의 채권행사 가능성을 배제할 수 없다. 또한, 사업주가 보유하고 있는 사업 시행권이 다른 주체⁶로 이전된다면 사업주가 더 이상 사업관련 현금흐름을 수령하지 못하게 됨으로써 사업주의 상환능력이 크게 훼손될 수 있다.

사업주 신용위험은 담보에도 영향을 미친다. 가령, 분양개시 이후 준공 이전 단계에서 사업주에 대해 신용사건이 발생한다면 PF 채권자에게 담보로 제공되었던 사업자산을 포함한 사업주의 시행권이 분양보증기관으로 이전될 수 있기 때문이다.

[표 2] 사업주(채무자) 유형

구 분		내 역
건설사		부동산 개발사업의 시공사인 건설사가 자체사업으로서 직접 시행
시행사	일반	개발사업 시행을 목적으로 설립된 법인. 특정 사업에 한정하여 설립되기도 함.
	PFV	프로젝트금융투자회사
정비사업조합		주택재개발·재건축 사업추진을 위해 설립된 조합
신탁회사		자본시장법상 토지신탁업무를 인가 받은 신탁회사

건설사가 사업부지를 직접 확보하여 시공 및 시행을 동시에 실시하는 개발사업에서 공사비 및 개발비용 등의 조달 목적으로 유동화거래가 이루어지는 경우, 건설사가 PF Loan의 차주가 될 수 있다. 이 경우, 건설사의 신용등급을 기반으로 유동화증권 등의 신용평가가 이루어지며, 담보로부터의 상환재원 확보 가능성 및 그 수준이 충분한 경우에 한하여 신용도 상향을 할 수도 있다.

1990년대까지만 해도 건설사가 직접 자금을 조달해서 사업부지를 매입한 이후 용지형태로 보유하다가 분양사업을 추진하는 것이 일반적이었으나, 부채비율을 관리하거나 지주작업을 원활히 추진하고자 하는 건설사들의 필요성에 따라 현재는 시행사 주도형 개발사업이 주류를 형성하고 있다. 이 외에도 주택재개발·재건축 사업추진을 위해 설립된 조합이나 자본시장법 상 토지신탁업무를 인가 받은 신탁회사 등이 사업주체로서 참여하고 있다.

소위 Developer라 불리는 부동산개발 시행전문업체는 상법에 의해 설립되고 있으며, 짧은 업력과 소규모의 Equity 출자로 인해 재무구조가 열위한 것이 일반적이다. 또한 Corporate Governance 측면에 있어서도 부정적인 측면이 많고, 다수의 부동산 개발 사업을 동시에 시행하거나 시행할 개연성이 있기 때문에, 일반적으로 사업주의 신용위험이 높은 수준이다.

프로젝트금융투자회사(이하 “PFV”)의 경우 법인세법 상의 소득공제 등을 받기 위한 취지로 법인세법에 규정된 요건들을 충족시켜 설립되고 있다. 이는 세제 혜택을 받기 위한 요건일 뿐 강행규정은 아니며, 금융기관의 Equity 비중이 5%로 낮게 설정되어 있기 때문에 PFV의 경영체제는 일

⁶ 분양보증을 받는 부동산 개발 Project의 경우 분양보증기관(주로 주택도시보증공사)을 가리킨다.

반적으로 원 시행사의 지배 하에 있는 경우가 많다. 이러한 경우 시행사가 PFV 형태로 설립되어 있다고 하더라도 사업주 신용위험에서 자유롭다고 할 수 없을 것이다.

다만, 대규모 복합단지 개발사업처럼 공동시공사로 참여하는 건설사들과 입주사들, 그리고 PF 금융기관이나 토지공급주체, 기타 Equity 투자자 등이 공동으로 시행법인⁷을 설립하여 사업을 추진한다면, 사업주 신용위험이나 지배구조 상의 문제점이 부분적으로 개선 가능할 수 있다.

주택재개발·재건축 사업추진을 위해 설립된 조합의 경우에도 조합 자체의 신용위험이나 운영위험에서 자유로울 수 없다.

한편, 자본시장법 상 토지신탁업무를 인가 받은 신탁회사는 사업주로서 부동산 개발사업에 참여할 수 있는데, 개발사업에 대한 신탁회사의 역할에 따라 크게 개발신탁과 수탁관리형 토지신탁으로 분류할 수 있다.

개발신탁은 토지소유자가 토지개발을 신탁회사에 위탁하고, 신탁회사가 사업주로서 개발사업을 위해 직접 자금을 투입하여 개발사업을 완료한 후, 신탁보수와 신탁비용을 제외한 수익을 수익자에게 지급하는 구조이다. 이 때 신탁회사가 PF Loan의 직접적인 채무자가 되므로 PF Loan의 상환은 신탁회사에 의존한다고 할 수 있다. 한편, 사업비 조달을 위해 신탁회사가 고유계정으로부터 토지신탁계정으로 대여한 채권⁸의 상환가능성은 신탁회사가 아닌 개발사업 자체의 현금흐름에 의존한다.

수탁관리형 토지신탁(이하 “관리형 토지신탁”)은 토지신탁의 한 유형으로서, 원 시행사가 PF 대출금으로 토지를 양수하여 신탁회사에 신탁하고, 수익권을 수익자에게 담보로 제공하는 구조이다. 사업주인 수탁자에게 사업비 조달의무가 없으며 원 시행사와 시공사의 부담으로 사업을 진행하게 되므로, 사업진행을 위해 시행사와 시공사의 금전적 지원 및 협조가 필수적이라 할 수 있다. 관리형 토지신탁은 시행사 관련 위험을 통제하기 위하여 가장 빈번하게 사용되는 형태이지만, 원 시행사가 채무자이므로 원 시행사에 대해 신용사건이 발생할 경우 채권행사가 제약될 가능성을 평가시 감안해야 한다.

관리형 토지신탁이나 사업주의 신용위험이 통제된 진정한 PFV를 통한 개발사업이 아니라면, 당해 PF Loan의 상환가능성은 사업주 또는 원 시행사의 신용위험에서 자유롭지 못할 수 있다. 이 경우, PF Loan의 상환가능성은 사업현금흐름에 전적으로 의존하는 것이 아니라 사업주의 신용위험에 연계된다.

⁷ 이러한 시행법인을 본문에서는 진정한 PFV로 명명하였다.

⁸ 신탁계정대를 가리킨다.

② 인허가위험

인허가 위험은 토지매입단계인 부동산 개발사업 개시 시점에서부터 착공단계에 이르기까지의 단계에서 발생할 수 있는 위험이다. 인허가는 건축허가 및 분양승인을 득하는 것을 궁극적인 목표로 하며, 구체적으로는 환경영향평가, 교통영향평가, 건축물 심의절차 등의 사업진행과 관련한 다양한 법규의 준수가 요구됨은 물론 민원 처리 등의 이권 조정절차도 수반한다. 특히, 사업목적물의 용도에 부합하도록 토지용도 변경 등이 선결되어야 하거나, 사업 자체가 특수할 경우에는 절차와 소요기간이 가변적일 가능성이 높다는 점도 특징적이다.

무엇보다 인허가 단계에서는 사업진행과 관련한 이해당사자들간의 의견 조율 및 합의가 이루어져야 원만한 사업진행이 가능한데, 그렇지 못할 경우 사업기간의 장기화를 야기하고 결과적으로 자금조달기간의 연장을 초래하여 전체적인 사업비 증가요인으로 작용할 수 있다.

③ 준공위험

부동산을 분양 받은 수분양자로부터 분양대금을 받거나 분양 이외의 부동산 처분절차를 통해 자금이 회수되기 위한 전제조건은 사업 건축물이 정상적으로 준공되는 것이다. 시공사의 준공위험을 판단하기 위해서는 i) 시공사가 사업 건축물을 준공하는데 필요한 기술을 보유하고 있는가, ii) 시공사가 사업 건축물을 준공하는데 필요한 재무적인 측면에서의 능력을 보유하고 있는지가 중요하다.

시공사는 대부분의 부동산 개발사업에서 책임준공약정을 체결하게 된다. 이 경우 시공사의 계약이행의 의지와 능력을 고려하게 되는데, 그 판단 기준은 ii)와 연결되며, 시공사의 재무능력은 시공사의 신용등급을 기준으로 판단할 수 있다.

시공사의 책임준공약정

시공사의 신용보강 수단이 마련되지 않은 구조 등과 같은 부동산 개발사업 유동화구조에서는 경우에 따라 책임준공약정에 대한 분석이 이루어지는 경우도 있다. 사업주(도급인)의 공사비 지급의무와 시공사(수급인)의 건축물 준공의무는 일반적으로 동시이행의 관계로 설정되기 때문에 사업주가 예정된 공사비를 지급하지 못할 경우 공정이 지연될 가능성이 존재한다. 이러한 위험을 통제하기 위하여 시공사로 하여금 분양성과나 도급공사비 지급 여부와는 상관 없이 계약으로 정한 공사기간 내에 사업 목적물을 준공하도록 하는 내용 등을 규정한 책임준공약정을 체결한다. 책임준공약정의 내용은 법률에서 규정되어 있지 않은 당사자간의 합의에 의하여 정해질 수 있으며, 부동산 개발사업 유동화거래가 수반되는 경우에는 이에 적합한 수준으로 작성되는 것이 일반적이다.

약정 상 시공사의 책임준공의무는 손해배상책임⁹ 등으로 연결되어 있어 시공사는 특별한 사정이

⁹ 시공사의 책임준공약정 이행에 대한 동기 부여를 위해서는 손해배상에 위약벌 조항을 규정하기도 한다. 위약금의 경우 채무불이행에 의한 손해배상과는 별도로 지급되는 제재금의 의미보다는 손해배상액의 예정으로 해석되어 최초 한

없는 한 정해진 기간 내에 공사를 완료하고자 하는 동기를 가지게 되며, PF Loan 채권자 입장에서는 시공사의 책임준공에 의해 완공된 건축물의 분양이나 미분양부동산의 처분을 통해 상환재원을 확보할 수 있는 근거가 된다.

④ 시장위험

사업성과 채무상환능력

PF Loan의 상환재원은 기본적으로 사업 건축물의 분양수입¹⁰이므로 다른 조건이 동일하다면 대상 사업의 사업성이 좋을수록 PF Loan의 상환가능성은 높다고 할 수 있다. 반면, 사업성이 좋지 않다면 사업주의 사업마진이 크지 않아 미분양에 따른 충격을 흡수할 수 없을 뿐만 아니라, 저조한 분양으로 인해 원활한 사업현금흐름을 기대하기 어려워 그만큼 PF Loan 상환능력은 취약하다고 볼 수 있다.

부동산 개발사업은 정도의 차이는 있지만 기본적으로 위험이 높은 Project에 속한다. 사업성이 어느 정도 양호한 것으로 판단되었다 하더라도 Project 수행 과정에서의 각종 불확실성¹¹으로 인해 사업주의 자금수지에 부정적인 영향이 초래될 수 있으며, 그 정도는 사업의 성격, 진행 단계 등에 따라 각각 상이하다.

사업성에 미치는 변수

프로젝트의 사업성에 영향을 미치는 외생변수로는 사업인허가 관련 위험, 부동산 정책의 변동위험, 부동산 경기 및 지역경기, 부동산 수요와 공급, 인구추이, 주변 시세 등이 있으며, 내생변수로는 입지조건, 브랜드, 사업유형, 사업규모, 분양가, 분양원가, 중도금대출조건 등이 있다. 사업성은 이러한 변수들에 대한 종합적인 요인 및 분양가의 적정성, 예상 분양률, 할인분양 Buffer 수준, 사업수지와 사업 Cashflow의 적정성 등에 의해 좌우된다.

분양계약 해지위험

분양이 이미 개시되어 분양률이 일정 수준에 도달한 사업의 경우에도 이후 정부정책 변화나 부동산경기 후퇴, 부동산 공급 증가 또는 주변 부동산 시세 급락 등의 요인으로 인해 기 체결된 분양계약이 해지될 위험 또한 존재한다.

도 금액을 약정하여 채권자가 채무불이행 사실을 증명하기만 하면, 손해의 발생여부와는 관계 없이 약정된 한도 금액 내에서 손해배상액을 산출해낼 수 있으나, 예정액이 부당하게 과다한 경우 적당히 감액할 수 있음을 명기하고 있다 (민법 제 398 조 2 항). 반면 위약벌의 경우, 최초 약정되어 있는 금액 전부를 반드시 배상하여야 하는 차이점으로 인해 시공사 입장에서는 책임준공 의무를 이행하는 것이 합리적일 수 있다.

¹⁰ 미분양부동산의 처분에 의한 매각대금도 상환재원이 될 수 있다.

¹¹ 대표적으로 인허가 지연, 민원 발생, 예산을 초과하는 토지매입대금의 발생 등이 있다.

2. SOC PF 개요

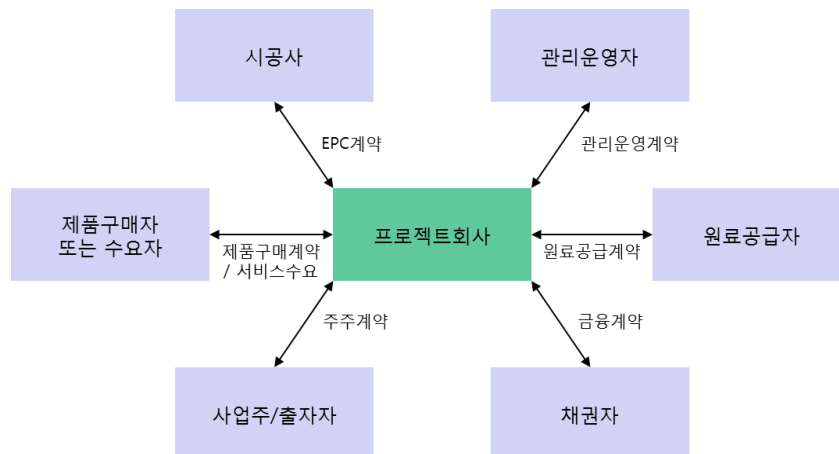
1) SOC PF의 특징

SOC PF의 채무자는 일반적으로 대상프로젝트의 건설 또는 운영, 이를 위한 자금조달 등 한정적인 기능을 영위하는 프로젝트회사로, 채무의 상환가능성은 대상프로젝트에서 발생하는 현금흐름 또는 이에 기반한 자금재조달 능력 등에 주로 의존하게 된다. 이러한 점에서 SOC PF는 기업 또는 기관의 일반적인 차입채무 등과 일정 부분 성격을 달리하며, 대개 자금조달의 규모가 크고, 장기의 금융기간이 요구된다는 특징이 있다.

SOC PF의 목적이 되는 설비는 도로 및 항만 등 교통시설, 발전소 등 에너지생산설비 등이 대표적이며, 이외에도 다양한 사회기반시설 건설 또는 운영에 관한 사업이 존재한다. 또한, 실질적 사업주의 유형에 있어서도 정부 등 공공부문 또는 민간부문에서 단독으로 주도하거나 서로의 역할과 책임을 정하여 상호 협력하는 사업 등이 있을 수 있다.

SOC PF는 다양한 이해관계자들이 참여하여 주로 프로젝트회사를 중심으로 한 계약상 관계에 있게 되며, 각자의 권리를 누리고 의무를 부담한다.

[그림 3] SOC PF 구조도 예시



사업주는 프로젝트회사의 주주로서 대상프로젝트의 성과에 따른 효익을 얻게 되는 실질적 사업주 체이다. 사업주는 프로젝트회사의 채무와 관련하여 일정한 수준의 지원을 제공하는 것이 일반적이며, 시공사 또는 관리운영자, 원료공급자, 제품구매자 등 대상프로젝트의 유관기관이 출자자로서 참여하기도 한다.

SOC PF의 채권자들은 프로젝트회사에 대한 대출의 실행 등을 통해 자금을 공여하며, 담보로서 채권자들에게 사업부지 및 대상설비 등 부동산, 관리운영권 등에 대한 근저당권, 보험계약 기타

제반 계약상 권리 및 사업 관련 계좌에 대한 예금채권, 프로젝트회사가 발행한 주식 등에 대한 양도담보권 또는 근질권 등이 제공되는 것이 일반적이다.¹²

프로젝트회사는 대상프로젝트의 유형에 따라 원료를 공급 받아 제품을 생산한 뒤 구매자에게 매출하거나, 대상설비의 운영을 통해 다수의 소비자로부터 수입을 창출하게 되며, 여기서 발생하는 이익으로 채무를 상환하고, 출자자들에게 배당한다.

2) 주요 고려사항

SOC PF는 대상프로젝트의 진행경과에 따라 건설기간 중 금융과 운영기간 중 금융으로 구분될 수 있으며, 건설기간 동안에는 공사비 등 사업비용을 충당하기 위한 자금의 수요만이 존재하고, 대상프로젝트의 현금흐름이 발생하는 운영기간에 이르러 채무의 상황이 개선된다.

SOC PF의 채무자는 대개 운영에 관한 통제 수준이 높은 프로젝트회사이고, 관련 인허가를 득한 이후 실질적인 금융이 성사되는 것이 일반적이므로, 본 항에서는 대상프로젝트의 진행경과에 따라 건설단계와 운영단계에서의 각 위험요인에 대하여 소개한다.¹³

① 건설단계 위험

건설단계 위험은 시공사의 귀책 등으로 대상설비의 완공이 정해진 기한 내에 이루어지지 못하거나 프로젝트회사의 일정한 자금조달 계획 대비 총 공사비가 증가될 위험 등이다. 대상설비의 완공이 지연되어 프로젝트에서 현금흐름이 창출되지 아니하는 경우 프로젝트회사에게 유동성부족이 발생할 수 있으며, 대상프로젝트와 관련한 계약이 해지·해제되는 경우 등에는 대상프로젝트의 제반 사업성이 훼손될 수 있다.

이에 시공능력이 인정되고 신용도가 우량한 건설사와 공사비가 확정된 일괄도급방식(Lump-sum Turnkey EPC) 계약을 체결하는 것이 선호되며, 기타 관련 보험의 가입, 출자자의 추가 출자의무 등을 통한 위험완화 방안이 마련되는 것이 일반적이다. 건설기간 중 SOC PF와 관련한 신용평가 시 시공사의 신용도 및 공사도급계약상 제반 의무, 공기지연·성능저하 등에 따른 손해배상액의 예정, 기타 시공사에 대한 지급청구권의 범위 등이 검토될 수 있으며, 사업비의 증가 등 제반 위험들에 관한 출자자 기타 참여기관 등의 신용보강에 관한 사항, SOC PF 이자 충당방안의 적정성 등이 고려된다.

¹² SOC PF에 관한 담보권의 범위 및 종류, 형식 등은 대상프로젝트의 유형 및 제반 금융구조, 이해관계자들의 협의 등에 따라 상이할 수 있다.

¹³ SOC PF에 있어 제반 인허가가 완비되어 착공에 이르기 이전의 단계에서는 주로 출자자 등 이해관계자들의 신용보강 수단이 마련되는 것이 일반적이며, 기타 추가적인 사항 등은 제2장 제2절 제2항에서 부연하였다.

② 운영단계 위험

운영단계에서의 주된 위험요인은 추정 가능한 범위 대비 수익이 감소하거나 비용이 증가하여 프로젝트회사의 이익창출능력이 저해될 위험 등이며, 대상설비에 대한 적절한 관리가 수행되지 아니하여 발생할 수 있는 영업중단, 기타 운영관리에 관한 위험을 포함한다.

프로젝트회사의 이익창출에 관한 안정성은 대상프로젝트의 성격 및 유형에 따라 주된 분석요인이 상이하게 나타날 수 있다. 예를 들어 발전소 등 생산설비의 경우 안정적인 원료 공급 및 판매처의 확보가 중요할 것이며, 도로 등 교통시설의 경우 이용자 수요량 수준 및 이용가격의 유지 또는 인상여력, 제반 운영비용 등에 관한 예측가능성의 확보 및 이에 기반한 재무계획 등이 요구된다.

기운영단계에 있거나 운영단계 중 만기가 도래하는 SOC PF와 관련한 신용평가 시, 생산설비 등의 경우 원료공급 또는 제품판매에 관한 계약 등의 계약기간 및 가격, 계약종료에 관한 사항 등 제반 계약조건과 더불어 계약상대방의 신인도 등이, 교통시설 등의 경우 예상 사업수지의 적정성 및 수익의 감소 등에 대응하기 위한 보완수단의 마련여부 등이 검토될 수 있다. 또한, SOC PF의 목적사업별 운영관리 난이도 등에 따라 관리운영자의 업무능력 또는 신인도, 유지보수에 관한 사항 등에 대한 분석이 요구될 수 있다.

II. 유동화구조 및 통제방안

PF는 금융구조의 복잡성, 대상사업의 진행경과 및 성과 등에 관한 불확실성 등으로 인하여 다양한 위험요인들이 내포되어 있는 것이 보통이다. 따라서 PF의 개별적 금융조건을 정할 때, 금융의 달성 또는 용이성의 제고, 추가적인 채권자 보호수단의 구비 등을 목적으로 PF 채무에 대한 인적 담보의 제공, 기타 신용보강 수단이 마련되기도 하며, PF와 관련한 유동화 시에도 유동화회사의 채무상환능력에 관한 신용대체(Credit Substitution)가 이루어질 수 있다.

본 장에서는 PF와 관련한 유동화를 크게 신용대체가 적용되는 구조와 그 이외의 구조로 구분하여 각 금융구조에 대한 분석 시 주안점 등을 소개한다. 이 때 신용대체가 적용되는 구조에서 신용보강 규모의 충분성 및 관련 계약의 법적 구속력 등을 고려하였을 때 신용평가의 대상이 되는 유동화채무의 신용등급이 신용보강 등을 제공하는 기관의 신용도로 대체되거나 일정한 수준의 부분적 지원이 인정될 수 있는 경우 등에는 신용평가 과정에서 본 평가방법론에 다른 분석과정의 전부 또는 일부가 생략될 수 있다.

또한 PF 채무에 대한 신용대체에 관한 사항, 본 장 제2절에서 다른 제반 분석방법 등은 PF 채무 또는 채무자, 유동화회사(유동화익스포저를 포함한다), PF 채권에 기반하는 펀드 또는 구조화채권 등 다양한 유형의 신용평가에 적용될 수 있다.

1. 신용대체 구조

신용대체는 제3의 기관이 유동화증권 등의 상환이 가능한 규모의 신용보강을 적절한 조건으로 제공함에 따라, 유동화증권의 신용등급이 신용보강을 제공하는 기관의 신용도로 대체되는 것을 말하며, 이는 신용보강의 약정형태와 신용등급에 부합하는 수준의 금전지원 약정이 체결된 Full Support¹⁴에 해당한다.

신용대체가 인정되는 거래에서는 신용보강을 제공하는 기업/기관의 신용도에 연계하여 유동화증권의 신용등급이 결정되는 것이 일반적이다. 따라서, 해당사업과 관련한 고유한 위험 및 외부 위험요인들이 유동화증권 등의 신용등급에 미치는 영향은 제한적이다. 이런 이유로, 신용대체 형태의 구조에서는 본 평가방법론에서 언급하고 있는 사업의 특성, 사업주 및 사업위험(인허가위험 및

¹⁴ Full Support 이외에도 부분적 지원(Partial Support)이 있다. 이는 지원유지계약 등과 같은 제한된 수준의 지원이 제공되는 것을 의미한다. 지원의 범위, 방식 및 시기 등을 달리하는 다양한 유형의 지원유지계약에 따라 이루어지며, 공기업 등에 대한 정부 지원과 같이 경우에 따라서는 별도의 문서 없이 부분적 지원이 인정될 수도 있다. 부분적 지원은 법률적인 보증이 아니므로 관련 계약의 내용보다는, 경제적 실질 측면에서 개별 거래별로 1) 지원을 제공할 경제적 유인, 2) 채무불이행 발생가능성 완화와 관련한 구조적 특성 및 3) 지원주체의 강한 지원 의지 표명 등을 고려하여 완전한 지원이 제공될 가능성이 어느 정도인지에 대한 판단이 필요하며, 지원가능성 인정 여부는 Case-by-Case 로 평가위원회에서 결정한다.

준공위험), 시장위험 및 사업단계별 고려 요인 등과 관련한 개별적인 위험분석, 사업 속성 및 담보에 대한 분석은 정도를 완화하거나 생략할 수 있다.

신용대체 수단으로는 SPC가 보유한 기초자산의 상황과 관련한 보증 행위(기초자산 연대보증, 지급보증, 채무인수 등을 포함하며, 이에 한정하지 않음), SPC가 발행한 유동화증권 등 SPC 채무에 대한 보증 행위(어음 지급보증, 사채권 권면보증 등) 및 SPC에 대한 신용보강(SPC에 대한 자금보충, 외부 금융기관의 SPC에 대한 자금공여약정 등을 포함하며, 이에 한정하지 않음) 등을 포함하며, 신용보강 규모의 충분성, 신용보강 제공의 적기성 그리고 관련 계약의 법적 구속력 등이 고려된다. 기초자산 또는 유동화증권 등의 금전적 상황을 목적으로 신용보강의 충분성, 법적 구속력 등이 인정될 수 있는 것이라면 앞서 열거한 종류에 국한되지 않고 신용대체로 간주할 수 있다.

유동화금융 등에 있어 Full Support 방식은 신용보강 수단을 제공하는 주체에 따라 시공사 등 사업개발 및 운영 등과 관련한 주체 등이 신용보강을 제공하는 경우와 금융기관 등이 신용보강을 제공하는 구조로 구분할 수 있다. 본 절에서는 주로 부동산 PF에 초점을 맞추어, 부동산 PF 유동화 시 실무적으로 빈번하게 활용되는 연대보증, 채무인수, 손해담보확약 및 자금보충, 금융기관의 미분양담보대출 확약에 대하여 설명하며, 이러한 신용보강 수단 또는 유동화증권에 대한 보증 등 일반적인 신용대체 방식¹⁵은 개별 거래 및 금융조건 등에 따라 SOC PF와 관련한 신용평가 시에도 활용될 수 있다.

1) 시공사¹⁶ 등의 신용보강

부동산 개발사업 등에서 시공을 담당하는 시공사(건설사)의 역할은 중요하다. 시공사는 사업에 대한 책임준공을 보장하고 브랜드 등을 제공하는 한편, 사업비 조달 시 PF 금융(Loan)에 대해 직·간접적인 보증행위를 제공하고, 분양사업에서는 수분양자가 차입하는 중도금대출에 대해서도 보증을 제공하는 등 핵심적인 역할을 담당한다.

부동산 개발사업의 예를 들면, 낮은 수준의 Equity 비중, 사업주의 신용위험, 불안정한 사업현금흐름, 담보의 불충분성 등을 고려할 때, 투자자 확보차원에서 시공사로 참여하는 건설사가 부동산 PF Loan 또는 유동화 SPC(또는 유동화증권)에 대해 신용보강을 제공하는 경우가 빈번하다. 금융기관의 신용보강이 제공된 부동산개발·SOC 유동화에서도 금융기관은 채권보전을 위해 건설사 등으로 하여금 유동화구조 내에서 일정 수준의 신용보강을 제공하도록 하는 것이 일반적이다. 시공사의 신용보강은 사업주(시행사)의 PF Loan 자체에 대한 연대보증, 채무인수 또는 유동화 SPC에 대한 자금보충(신용공여) 등의 형태로 이루어진다. 다음에서는 PF Loan 자체에 대한 신용보강 수단인 연대보증, 채무인수와 유동화 SPC에 대한 신용보강 수단인 자금보충을 설명하고, 추가적으로 사용되는 손해담보확약에 대해 소개한다.

¹⁵ 신용대체에 대한 보다 구체적인 사항은 Structured Finance 신용평가 일반론에 기술되어 있다.

¹⁶ 신용보강을 제공하는 주체가 시공사인 경우가 대부분이지만, 경우에 따라 시공사와 계열관계에 있는 비건설사 또는 당해 부동산 개발사업과 관련한 이해당사자가 될 수 있는 주체가 사업주의 신용보강기관으로 참여하는 경우도 있다.

신용대체 수단을 제공하는 주체의 신용보강행위(연대보증, 채무인수, 자금보충, 손해담보확약 등)를 수반한 유동화거래에서는 이와 관련한 이사회결의 등의 적절한 내부수권절차의 이행 여부¹⁷에 대한 판단이 필요하다. 왜냐하면, 적절한 내부절차의 미이행으로 인해 신용보강 제공이 부인될 수 가능성을 배제할 수 없기 때문이다¹⁸.

연대보증

연대보증¹⁹은 보증인이 채무자와 연대하여 채권자에 대해 채무 변제 의무를 부담하는 것으로, 연대 보증인의 최고·검색의 항변권은 인정되지 않는다. 반면, 일반적인 보증은 보증인이 주채무자가 이행하지 않은 채무의 변제 의무를 부담하는 것을 지칭하는데, 보증인은 채권자에 대해 채무자의 변제자력이 있다는 사실 및 집행이 용이할 것을 증명하여 먼저 채무자에게 청구할 것과 그 재산에 대해 집행할 것을 항변할 수 있다.

이에 따라 지급보증부 PF Loan을 유동화할 경우, 보증인의 상환능력에는 문제가 없더라도 보증인의 항변권 행사로 인해 PF Loan의 원리금이 변제기일에 상환되지 못할 가능성이 있다. 따라서, 경우에 따라 PF Loan 계약을 연대보증으로 구성하거나, 항변권이 없는 보증으로 구조화하는 경우도 있다.

채무인수

통상적으로 시공사가 약정하는 채무인수²⁰는 “시공사는 채무자의 대출약정에 따른 대출채무를 포함하여 채무자의 일체의 채무를 이의나 항변권의 유보 없이 중첩적으로 인수한다. 다만, 그 채무인수의 효력은 대출약정에서 규정한 채무불이행사유 중 어느 하나의 사유가 발생한 경우에 발효된다.” 또는 “채무불이행사유가 발생한 경우 시공사는 별도의 약정 없이도 대출약정에 의한 사업주의 PF Loan 원리금 상환의무를 포함하여 사업주의 일체의 채무를 이의나 항변권의 유보 없이 중첩적으로 인수한다.”와 같은 내용의 문구를 대출약정에 규정함으로써 이루어진다.

이를 법률적으로 표현하자면 ‘정지조건부채무인수약정’이라고 하는데 일정한 조건을 성취하여야 효력이 발생하는 약정이라고 하겠다. 이는 대부분의 채무인수부 부동산 개발사업 유동화에서 사용하고 있는 계약구성이라 할 수 있다.

¹⁷ PF Loan 조달 관련 채무자의 내부수권절차 완료 여부 - 채무자가 내부수권절차를 거치지 않고 PF Loan 계약을 체결할 경우 대출계약의 효력 및 시공사의 보증효력에도 영향을 미치므로 주의를 요한다. 일례로서, 재개발·재건축 조합이 채무자인 경우 조합원총회의 의결 없이 조합장 임의로 PF Loan 계약에 날인할 경우, PF Loan 계약이나 시공사의 보증의 효력이 상실될 위험에 노출된다.

¹⁸ 대법원 1997. 6. 13. 선고 96 다 48282 판결 ‘약정 내용이 정관 등에 의하여 또는 대표이사의 일상 업무에 속하지 아니한 중요한 업무에 해당하여 이사회 결의를 거쳐야 할 사항인데 대표이사가 이를 거치지 아니하고 그와 같은 약정을 한 경우 약정 당시 약정의 상대방이 이사회 결의가 없었음을 알았거나 알 수 있었다면 그 약정은 회사에 대하여 효력이 없다.’

¹⁹ 민법 제428조 및 제437조

²⁰ 민법 제453조. 채무인수의 유형으로는 i) 채무인수계약으로 채무자의 채무가 면제되는 면책적 채무인수, ii) 채무자와 채무인수인이 병존적으로 채무를 부담하는 중첩적 채무인수 등이 있다. 부동산 개발사업 유동화에서는 대부분 중첩적 채무인수로 계약화되고 있다. 면책적이든 중첩적이든 신용평가 측면에서 차이점은 없는 것으로 본다.

또한, “기한이익상실사유가 발생할 경우 시공사는 사업주로부터 시행권을 인수하고 차주의 대출약정에 따른 대출채무를 인수한다.”와 같은 내용으로 채무인수가 계약화될 경우 시공사의 채무인수의무와 사업주로부터의 시행권 인수가 동시이행관계로 해석되어, 시공사가 사업주로부터 시행권을 이전 받기 이전에는 시공사의 채무인수의무가 발생하지 않는 것으로 이해될 수 있음에 유의할 필요가 있다.

자금보충

연대보증이나 채무인수의 경우 주채무자의 PF Loan에 대한 신용보강 수단인 반면, 자금보충은 주채무자에 대한 대출채무 등의 부실화로 인하여 유동화 SPC가 유동화증권을 상환하기에 자금이 부족한 경우, 자금보충인으로 하여금 유동화회사에 대해 부족한 자금을 직접 보충하도록 하는 신용보강 수단이다. 자금보충은 연대보증 또는 채무인수 등의 채무보증과는 달리 유동화회사와 자금보충인간의 금전소비대차계약이기 때문에, 약정서 내에 자금보충인의 항변, 약정의 일방적인 해지 등과 같은 조항을 배제하는 등의 추가적인 보완 수단이 요구되는 경우도 있다.

손해담보확약

채무자의 차입행위와 관련한 적법한 수권의 부존재는 주채무를 무효 또는 취소하여 효력을 상실하게 할 수 있다. 이 경우, 보증채무의 부종성(附從性)으로 인하여 시공사의 보증채무도 효력을 상실할 수 있게 된다. 따라서, 주채무자의 차입행위와 관련한 적법한 수권의 완결성에 대한 확인이 어렵거나, 적법한 수권에 대한 추인이 대출약정 상 인출후행조건으로 규정될 경우 보증인의 주채무에 대한 보증 외에 손해담보약정이 필요하다. 손해담보약정은 주채무에 대한 부종성·보충성이 없다는 점에서 보증계약과는 차이가 있다. 따라서 담보자는 최고·검색의 항변권을 가지지 않는다.

2) 금융기관의 신용보강

금융기관의 신용보강을 통한 유동화구조에서 신용보강을 제공하는 주체는 은행, 증권회사 등이 일반적이지만, 신용공여 또는 이와 유사한 형태의 Commitment 제공이 가능한 기관(Entity)도 신용보강기관으로 유동화거래에 참여할 수 있다. 이들이 제공하는 신용보강 수단은 유동화 제반 계약에서 사전적으로 규정한 특정 사유 발생 시 SPC가 보유하는 기초자산의 무조건적인 매입, SPC에 대한 신용공여, SPC가 기 발행한 유동화증권 등을 상환하기 위하여 발행하는 기업어음, 사모사채 등의 무조건적인 인수(또는 매입) 확약 등이 대부분을 차지한다. 다음에서는 분양을 전제로 한 부동산 개발사업의 PF 유동화거래에서 볼 수 있는 신용보강 수단 중 하나인 미분양부동산 담보대출 확약에 대해서 설명하도록 한다.

미분양부동산 담보대출 확약

금융기관의 미분양부동산 담보대출확약(이하 “미담확약”)을 이용한 유동화구조는 시공사 등 사업관련주체와 미분양부동산 담보대출확약기관(이하 “담보대출확약기관”)으로서의 금융기관이 준공시점을 기준으로 위험을 분담하는 구조이다. 사업대상 물건의 준공 및 미담확약의 인출선행조건²¹을

²¹ 담보제공 및 유지가 선행조건의 대표적인 사례이다.

충족할 때까지는 시공사 등이 위험을 부담하고, 분양성과와 관련된 시장위험은 담보대출확약기관이 부담한다. 해당 부동산 개발사업의 분양대금으로 기 실행된 PF 등 기존 금융의 상환재원을 확보하지 못할 경우, 해당 금융의 상환을 위하여 준공은 되었지만 분양은 완료하지 못한 사업주체의 미분양부동산을 담보로 담보대출확약기관이 신용공여를 제공하게 된다. 이때 담보대출확약기관이 실제로 직접 신용공여를 제공(대출의 인출 등)하게 된다면, 담보대출의 궁극적인 상환은 미분양물건²²의 매각성과에 좌우되기 때문에 시장위험은 담보대출확약기관이 부담하게 되는 것이다.

시공사는 책임준공 의무와 함께 잔금미납세대에 대한 계약 해지 또는 미납 잔금의 납부의무를 부담하며, 2가지 의무 중 어느 하나라도 미이행하는 경우에는 채무인수 의무를 부담한다. 만약 담보대출 실행의 선행조건에 ‘담보물건의 담보처분신탁 및 동 신탁에 의한 우선수익권 제공’이라는 조항이 포함된다면, 공사완료시점(사용승인시점)과 보존등기 및 신탁개시 시점 사이에 발생할 수 있는 위험을 통제하기 위해 담보제공 의무까지도 시공사가 부담한다. 해당 건축물이 담보력을 갖기 위해서는 건축법 상의 사용승인을 득하고, 보존등기까지 경료되어야 한다. 보존등기 업무는 사업약정에서 사업시행주체의 업무로 규정되는 것이 일반적이다. 따라서, 이를 시공사가 책임지도록 하기 위해서는 금융약정에 보존등기 의무가 시공사에게도 있음을 별도로 언급할 필요가 있다. 해당의무에 대한 최종적인 책임을 시행사에게만 부여하고 있다면 시공사가 공사를 완료하고도 해당 건축물이 담보로서 실질적인 기능을 수행하지 못하는 상황이 발생할 수 있기 때문이다.

미담확약 구조에서는 시공사가 책임준공 등의 의무를 이행하는 경우에는 담보대출이 실행됨으로써, 시공사가 해당 의무를 이행하지 않는 경우에는 시공사의 채무인수에 의해 유동화증권의 상환재원이 마련된다. 따라서, 유동화증권의 신용등급은 담보대출확약기관 및 시공사의 신용도에 연계된다. 책임준공 여부에 따라 담보대출 실행여부가 결정되기 때문에 책임준공의 범위를 어떻게 정의하느냐가 중요하다.

일반적인 시공사의 책임준공의무는 ‘천재지변, 내란, 전쟁 등의 불가항력적인 경우를 제외하고는 사업의 인허가 지연, 위탁자 또는 수탁자의 의무 불이행, 공사비 지급 지연, 민원, 설계변경 등의 사유로 공사를 중단할 수 없으며, 책임준공 기한 내에 공사를 완료’하는 것으로 규정된다. 다만, 전술한 바와 같이 책임준공은 법률적인 용어가 아니기 때문에 부동산 개발사업 유동화에서는 계약서에 책임준공의 정의를 명확하게 규정하는 것이 필요하다. 특히, 시공사의 신용보장이 없는 구조에서는 계약 당사자간 상이한 해석의 여지가 없도록 문구 작성에 주의를 기울여야 하며, 유동화 구조에 따라 책임준공의 범위와 기한이 분명해야 한다.

이외에도 자산매입약정 등 다양한 종류의 신용보장 수단이 존재하며, 금융시장의 진화와 함께 새로운 수단이 등장할 여지도 있다. 결과적으로, 신용대체 효과를 인정할 수 있는 신용보장 수단은 위에 언급한 방법들로 국한되는 것은 아니다. 부동산 개발사업을 근간으로 하는 유동화구조인 탓에, 신용보장을 제공하는 주체(Entity)가 시공사 또는 금융기관인 경우가 일반적이지만, 사업의 성격과 종류 및 다양한 요소에 따라 시공사 또는 금융기관이 아닌 다른 주체들(대상 부동산을 사용·

²² 설사 분양이 이루어졌더라도 중도금 또는 잔금이 미납된 물건은 담보획득을 위한 제한물권 해소가 필요하다.

수익할 주체, 사업관련 이해 당사자, 공사 및 지방자치단체 등)의 신용보강도 있을 수 있다. 즉, 신용보강을 제공하는 주체 역시 본 평가방법론에서 열거한 주체에 국한되는 것은 아니다.

2. 신용대체 이외의 구조

신용대체 이외의 구조란, 유동화증권 등의 상환이 가능한 규모의 신용보강이 적절한 조건으로 제공되지 않아 유동화증권 등의 상환에 필요한 기초자산이나, 또는 기초자산에 부수하여 담보로 제공되는 제반 권리 등에 대한 분석이 요구되는 모든 구조를 총칭²³한다.

1) 부동산 PF 분석

가령, 공사가 진행되고 있는 상태의 부동산 개발사업에서 신용대체 수단이 적절하게 마련되지 못하여 사업주가 현 시점에서 확보하였거나 장래에 확보하게 될 사업관련 제반 권리에 기반한 자금조달이 이에 해당할 것이다. 여기에는 분양대금(수분양자가 납입하는 분양대금) 유동화, 시공사의 공사대금을 기반으로 하는 유동화, 준공 후 미분양부동산 등의 매각가치에 기반한 유동화 등이 포함될 수 있다.

또한, 사업 초기 단계에서 사업대상 부지와 관련한 제반 권리인 토지 매매대금 반환채권 및 예치금 반환채권, 선수금 반환채권 등과 관련한 유동화거래도 신용대체가 적용되지 않는 유동화 구조의 한 종류로 분류할 수 있다. 이외에도 사업대상 부지의 낙찰을 목적으로 하는 신청예약금 반환채권 유동화, 수분양자에 대한 중도금대출 유동화 등도 해당된다.

이와 같은 신용대체가 적용되지 않는 유동화구조의 기초자산은 사업주와 관련한 제반 권리가 담보 목적의 신탁을 통한 신탁수익권, 양도 담보 등의 형태로 제공된 대출채권인 경우가 일반적이지만, 거래 상황에 따라 제반 권리 자체가 신탁수익권, 제한물권, 특정된 채권 등의 형태로 유동화구조상 직접적인 기초자산이 되기도 한다. 이하에서는 설명의 편의를 위하여 사업주에 대한 대출채권 및 이에 부수하는 사업주의 제반 권리 등이 담보로 제공되는 경우를 전제로 기술하였다. 이는 부동산 개발사업 구조화금융에서 대출채권이 기초자산의 대부분을 차지하고 있음을 고려한 것으로, 본 목차에서 다루고 있는 내용은 앞서 설명한 사업주의 제반 권리 등이 직접적인 기초자산인 구조화금융에서도 적용 가능하다.

신용대체가 적용되지 않는 구조에서는 유동화자산 또는 담보 제공의 적정성 등에 대한 판단과 필요할 경우 해당 자산의 담보력에 대한 분석이 요구된다. 이를 위해서는 개별 사업의 특성, 유동화 구조 등을 감안하여 본 평가방법론에서 소개하고 있는 위험 요인들이 선별적으로 고려될 수 있다.

²³ 사업주체에 대한 대출채권을 기초로 한 유동화거래에서, 담보 등이 신용등급에 미치는 영향이 없다면 유동화증권의 신용등급은 채무자의 신용등급이 될 것이다. 예컨대, 유효한 신용등급이 있는 건설사에 대한 대출채권을 기초자산으로 할 경우 유동화증권의 신용등급은 건설사의 신용등급이 될 것인데, 이 경우도 신용대체 이외의 구조라 할 수 있다.

담보 제공의 적정성 등에 대한 판단은 사해행위 취소권 및 부인권 등의 행사가능성 등을 포함한 법률적인 요인에 대한 검토와 함께 개별 사안에 따라 행위 당시의 전후 사정 등을 종합적으로 고려하여 이루어진다. 예를 들어 현존하지 않는 장래채권이 담보의 역할을 할 경우, 담보물건에 대한 제한물권이 존재할 수 있는 경우 등을 포함하여 담보물건 자체에 대한 법률적인 쟁점이 내재한 거래에 있어서는 법무법인 등의 의견을 참고하고, 사안에 따라 추가적인 보완장치가 제공되면 이에 대한 검토도 수행한다.

유동화자산 또는 담보가 신용등급을 제고할 수 있는 경우라면, 담보력을 고려한 신용등급 결정은 사업주(차주) 특성, 부종성 등의 통제 여부에 따라 구분할 수 있다. 그 중 하나는 사업주(차주)의 신용도를 기준으로 Notching 여부를 판단하는 방식이며, 이는 사업주인 차주의 신용위험이 적절하게 통제되지 못하여 담보권의 부종성과 관련된 위험이 해소되지 않은 경우에 주로 활용된다. 여기에서 담보는 차주의 부도율에 영향을 미치는 요소가 아니라 부도 후 회수율을 제고할 수 있는 수단이므로, 당사의 ‘담보부사채 평가방법론’에 따라 사업주(차주)의 신용도로부터의 Notching이 이루어질 수 있다. 이와 대비하여 사업주의 신용도와 무관하게 담보 자산의 현금 흐름만을 기초로 구조화될 수 있으며, 이 경우 사업주에 대해서는 일정 수준의 통제장치가 요구될 수 있다.

① 사업주 통제장치

사업주 위험을 통제할 수 있는 방법으로는 사업주(차주)에 대한 직접 통제방안과 토지신탁제도를 활용하는 방안이 일반적인데, 부동산 개발사업 유동화구조에 따라 두 가지 방안이 동시에 활용되기도 한다. 또한, 실질적으로 사업주 위험을 통제하는 효과를 나타낼 수 있는 방법이라면 사업주 통제장치로 사용될 수 있다.

사업주 직접통제방안

사업주에 대한 직접통제는 사업 주체에 대한 투명한 관리와 우발채무 발생 여부에 따라 활용될 수 있는 방법이기 때문에, 기존에 설립된 사업주의 경우 기발생한 우발채무를 파악하는 것이 현실적으로 쉽지 않기 때문에 해당 주체를 신규로 설립하여 통제 및 관리하는 방법이 부동산 개발사업 유동화 시에 일반적으로 이용할 수 있는 방안이다.

신규 사업주를 설립하는 경우, 유동화 SPC가 의결권을 확보할 수 있도록 직접적인 출자로 설립하는 방법이 실질적, 형식적으로 신규 사업주를 통제하는 방법 중 하나이며, 유동화 SPC가 신규 사업주에 대한 직접 출자가 어렵다면, 신규 사업주의 주식을 유동화 SPC 앞으로 양도담보하여 유동화 SPC가 주주의 지위에서 직접 통제토록 하는 한편, 동 주체의 경영권 확보를 위해 대주 측 인사를 대표이사로 선임하고 동사의 정관 상 신규차입 및 보증행위 금지, 신규사업 금지를 규정하는 등 시행사의 경영활동을 최대한 통제할 수 있는 수준에 도달하도록 하기도 한다.

토지신탁제도의 활용

부동산 개발사업에서 사업주로 인해 발생할 수 있는 위험들을 통제하기 위하여 활용할 수 있는 또 다른 방안은 신탁을 도입하는 것이다. 신탁은 신탁법에 의해 신탁재산의 독립성이 보장(신탁법

제22조²⁴⁾되어 위탁자(사업주)의 제3채권자에 의한 채권 경합 가능성을 통제할 수 있음은 물론, 신탁회사의 신용위험으로부터 절연(신탁법 제24조²⁵⁾됨을 법에서 명시하고 있기 때문이다.

부동산 개발사업에서 흔히 사용되는 신탁의 종류에는 대리사무신탁, 분양관리신탁, 개발신탁, 관리형 토지신탁 등이 있다. 이 중 부동산 개발사업 유동화에서 가장 빈번하게 사용되는 것은 앞서 설명한 관리형 토지신탁이다. 관리형 토지신탁은 시행사가 사업대상 토지를 신탁회사에 신탁하여 신탁회사가 해당 사업의 형식적인 주체가 되어 분양계약 및 공사도급계약 등 중요한 계약의 주체가 됨은 물론 분양수입금을 신탁 명의 계좌로 수취하여 사업 관련 차입금 상환을 포함한 사업비를 집행하는 구조로 이루어져 있다. 이러한 특징으로 인해 분양사고 가능성이 최대한 통제되며, 사업부지 및 분양수입금계좌가 신탁회사 소유가 되기 때문에 기존 사업주의 제3채권자가 사업부지, 분양대금, 소유권보존등기청구권 등에 가압류 등 제한물권을 설정할 가능성이 최대한 통제(신탁법 제27조)²⁶⁾되는 것으로 인식되고 있다. 신탁재산의 독립성은 신탁법의 규정 뿐만 아니라 판례²⁷⁾들을 통해서도 확인되고 있다.

물론, 신탁재산의 독립성은 어떠한 경우에도 인정되는 것은 아니므로(신탁법 제22조 제1항의 단서 조항²⁸⁾, 신탁법 제8조의 사해신탁²⁹⁾, 관리형 토지신탁을 이용하더라도 단서조항에 의한 강제집행 가능성 및 사해신탁 가능성에 대한 법무법인의 검토의견을 참고한다. 관리형 토지신탁의 일반적인 거래 관행과 기존의 판례³⁰⁾ 및 신탁법 제8조 제1항의 단서조항 등을 감안할 때, 그 영향은 제한적이므로 관리형 토지신탁은 부동산 개발사업 유동화구조에서 시행사 위험을 통제하기 위해 활용할 수 있는 방법이라 할 수 있다.

²⁴⁾ 신탁법 제22조(강제집행 등의 금지) ① 신탁재산에 대하여는 강제집행, 담보권 실행 등을 위한 경매, 보전처분(이하 “강제집행등”이라 한다) 또는 국세 등 체납처분을 할 수 없다. 다만, 신탁 전의 원인으로 발생한 권리 또는 신탁사무의 처리상 발생한 권리에 기한 경우에는 그러하지 아니하다.

²⁵⁾ 신탁법 제24조(수탁자의 파산 등과 신탁재산) 신탁재산은 수탁자의 파산재단, 회생절차의 관리인이 관리 및 처분 권한을 갖고 있는 채무자의 재산이나 개인회생재단을 구성하지 아니한다.

²⁶⁾ 신탁법 제27조(신탁재산의 범위) 신탁재산의 관리, 처분, 운용, 개발, 멸실, 훼손, 그 밖의 사유로 수탁자가 얻은 재산은 신탁재산에 속한다.

²⁷⁾ 대법원 2001.7.13. 선고 2001다9267 판결, 대법원 2002.12.26. 선고 2002다49484 판결

²⁸⁾ 각주 8 신탁법 제22조 ①의 단서조항 ‘다만, 신탁 전의 원인으로 발생한 권리 또는 신탁사무의 처리상 발생한 권리에 기한 경우에는 그러하지 아니하다.’

²⁹⁾ 신탁법 제8조(사해신탁) ① 채무자가 채권자를 해함을 알면서 신탁을 설정한 경우 채권자는 수탁자가 선의일지라도 수탁자나 수익자에게 「민법」 제406조제1항의 취소 및 원상회복을 청구할 수 있다. 다만, 수익자가 수익권을 취득할 당시 채권자를 해함을 알지 못한 경우에는 그러하지 아니하다. ② 제1항 단서의 경우에 여러 명의 수익자 중 일부가 수익권을 취득할 당시 채권자를 해함을 알지 못한 경우에는 악의의 수익자만을 상대로 제1항 본문의 취소 및 원상회복을 청구할 수 있다.

³⁰⁾ 신탁 전 원인으로 발생한 권리와 관련한 판례: ‘대법원 1996. 10. 15. 선고 96다17424 판결’에서는 신탁이 이루어지기 전에 압류를 하지 아니한 이상, 조세채권이 신탁법 제21조 제1항 소정의 신탁전의 원인으로 발생한 권리에 해당되지 않는다고 판시하였다. 또한 ‘수원지법 2009.12.15 선고 2009나7479 판결’은 신탁 전의 원인으로 발생한 권리라 함은 신탁 전에 이미 신탁부동산에 저당권이 설정된 경우 등 신탁재산 그 자체를 목적으로 하는 채권이 발생되었을 때를 의미하는 것이고 신탁 전에 위탁자에 관하여 생긴 모든 채권이 이에 포함된다 할 수는 없다고 판시하였다. 신탁사무의 처리상 발생한 권리에 관련한 판례: 신탁법 제21조 제1항은 신탁의 목적을 원활하게 달성하기 위하여 신탁재산의 독립성을 보장하는 데 그 입법 취지가 있는 점 등을 종합적으로 고려하면, 신탁법 제21조 제1항 단서에서 예외적으로 신탁재산에 대하여 강제집행 또는 경매를 할 수 있다고 규정한 ‘신탁사무의 처리상 발생한 권리’에는 수탁자를 채무자로 하는 것만이 포함되며, 위탁자를 채무자로 하는 것은 여기에 포함되지 않는다고 할 것이다.

② 담보 분석

부동산 개발사업 유동화구조에서 사업 관련 자산 등을 담보로 제공하는 방법으로는 SPC를 사업부지 담보신탁과 미분양부동산 신탁의 1순위 우선수익자로 지정하는 방식, SPC를 양도담보권자로 하여 양도담보계약을 체결하는 방식, 분양대금수납계좌 등 사업관련 계좌의 예금반환채권에 대해 SPC를 질권자로 하는 질권을 설정하는 방식 등이 대표적이며, SPC를 담보권자 또는 제한물권의 보유자로 하는 어떠한 형태의 담보약정 등을 통해 생성된 제반 권리가 SPC의 유동화금융 채무를 상환하기 위한 유의미한 수단이라면, 방식에 대한 제한이 있는 것은 아니다.

사업관련 현금흐름 및 담보 자산의 담보력이 신용등급 결정 과정에서 주요한 역할을 하는 거래의 경우, 담보물 확보의 적법성과 담보 자산에 대한 정량적 분석이 중요하다. 적법성 확보에 법률 이슈가 있을 경우에는 법률자문 기관의 검토결과를 신용평가 과정에 참고할 수 있으며, 정량적 판단기준은 당사 NPL 유동화 평가방법론 등에서 제시하고 있는 물건별, 지역별 낙찰가율에 집중도, 거래의 배경 등과 같은 정성적 요소를 추가적으로 고려하여 신용등급 부여의 기준으로 한다. 아래의 위험 요인들은 담보 분석에서 나타날 수 있는 사례의 일부이다.

SPC의 권리 행사 제약 위험

선분양을 위해 분양보증을 받은 부동산 개발사업에서 SPC가 보유하는 사업부지 담보신탁 우선수익권 및 사업관련 계좌의 예금반환채권에 대한 질권은 PF Loan에 대한 담보로서의 효력을 상실할 수 있다.

사업부지 담보신탁 우선수익권: 선분양을 위해서는 사업부지에 대한 각종 담보권을 말소하고 분양승인을 받아야 하기 때문에, PF Loan 채권자를 위해 설정된 담보신탁은 분양을 위해 해지된다. 따라서 사업부지 담보력은 담보신탁 시점부터 분양승인 이전 단계까지만 유효하다.

또한 분양보증을 받은 사업의 경우 분양보증기관은 사업 관련 이해당사자들로부터 사업 관련 모든 자산에 대해 자신이 최우선적인 권리를 보유하는 것을 주요 내용으로 하는 확약서를 제출 받기 때문에, 분양보증의 효력이 미치는 기간 동안 사업부지에 대한 권리행사와 관련하여 PF Loan 채권자는 분양보증기관보다 후순위의 권리를 보유한다. 특히 보증사고가 발생하여 분양보증기관이 개입하는 경우 분양보증기관이 사업 관련 자산에서 발생하는 현금흐름을 분양보증 채무이행에 따른 자신의 채권보전에 최우선적으로 사용할 것이므로 사업부동산의 담보력은 저하될 수 있다.

이 경우 담보력에 미치는 주요변수는 사업의 부실화 정도, 사업중단 기간, 분양대상 부동산의 시세변동, 분양보증 이행방식 및 사업주에 대한 제3의 채권자 존재여부 등이다. 사업의 부실화는 사업주가 분양대금의 일부를 사업비에 지출하지 않고 유용하는 경우 등 주로 사업주의 Fraud Risk에 기인하며, 사업주가 해당 사업 이외의 사업을 추진하는 경우에는 채무자에 대해 제3의 채권자가 존재할 가능성이 높기 때문에 해당 사업 자산의 담보력에 부정적인 영향을 미치게 된다.

사업관련 계좌의 예금반환채권에 대한 질권 : 분양보증을 받은 기간 동안 해당 계좌의 예금 반환채권에 대한 질권은 해지되므로, 사업관련 계좌의 예금반환채권에 대한 질권은 분양보증 기관에 대해 후순위하는 권리이며 질권설정 시점부터 분양승인 이전 단계까지만 유효한 권리라 할 수 있다.

미분양부동산 관련 위험

미분양부동산은 사업주가 대상 건축물을 준공한 이후 미래에 제공하기로 약정하는 담보로서, 준공 시점까지 사업주에 대해 신용사건이 발생하지 않고 정상적으로 사업이 진행되어야 담보 제공이 가능하다. 따라서 미분양부동산이 사업주의 채무 만기 시점에 담보물로 실재할 수 있도록 사업일정을 고려한 구조화가 이루어지게 되며, 준공시점까지 책임준공, 제한물권해소 등과 관련한 의무를 시공사 또는 사업참여기관의 신용도에 연계시킬 수 있도록 하는 약정 작업이 수반되는 것이 일반적이다.

또한 사업 건축물이 정상적으로 준공된다 하더라도 부동산 경기의 하락이나 투자매력 저하 등으로 인해 담보제공 시점의 가치는 기존 분양가보다 낮은 것이 일반적이며, 미분양부동산 처분대금의 부족으로 잔존 PF Loan 원리금을 상환할 수 없거나 유동화증권의 만기 내에 미분양부동산이 처분되지 못할 위험도 존재한다.

담보의 발생, 소멸, 감액위험

부동산 개발사업은 당해 사업의 계속을 전제로 하고 있다. 반면, 부동산 개발사업 관련 반환채권 유동화구조 상 반환채권의 생성은 실질적으로 사업이 중단되는 경우를 가정하고 있다. 특히 반환채권은 현존하지 않는 장래채권의 속성을 보유하고 있기 때문에, 생성의 확실성을 제고하는 방안이 필요할 수 있다. 예치금 반환채권, 선수금 반환채권 등 일부 반환채권 유동화거래의 경우에는, 반환의무자와 체결하는 계약의 실질적인 내용을 시행의 의사를 확인하는 것으로 한정함으로써 부동산 개발사업의 진행을 전제로 하지 않은 계약임을 명시하여 반환채권의 발생가능성에 대한 불안정성을 완화할 수 있다.

또, 반환채권 등의 유동화거래에서는 반환채권의 소멸, 감액가능성이 있을 수 있다. 반환채권의 소멸가능성을 통제하기 위하여 유동화증권 등 SPC의 채무가 상환되기 전까지는 매매계약 등 기저 약정의 목적을 달성하는 것을 배제하여 쌍방의 채무가 소멸되지 않도록 하는 것이 일반적이다. 예를 들어 토지 매매대금 반환채권 유동화구조에서는, 토지 매매계약 상 토지 매매대금 중 잔금 납부를 차단하여 약정해제권이 소멸되지 않게 하거나, 사업주 측의 잔금 납부를 금융약정 상 기한의 이익 상실사유로 구성하는 방법이 채택될 수 있다. 토지 매매계약 등 부동산 개발사업 관련 기저 약정이 해제될 경우, 원상회복의무에 따른 반환채권의 감액가능성도 존재한다. 이를 통제하기 위한 방안으로는 토지 매매계약 등 기저 약정 상 원상회복의무를 토지매도인에 부과하거나 원상회복청구금액을 사전에 별도로 산정 및 합의하여 유보하는 방법, 토지 사용승인을 원천적으로 차단하는 방법(원상회복 원인 사건 발생의 원천적 차단 등) 등이 활용될 수 있다.

만환채권 등의 원천적인 속성에 기인하여 불거질 수 있는 당해 채권의 발생가능성 제고, 소멸 및 감액위험 등은, 제반 거래구조에 대한 파악이 이루어진 이후에 약정 또는 구속력 있는 적절한 수단을 선택적으로 활용함으로써 통제하는 것이 일반적이다. 유동화구조에 영향을 미칠 수 있는 행위를 이행하거나 약정으로써 특정 의무를 부담하는 주체에 대해서는 당해 행위 및 의무부담과 관련한 수권 확보 여부도 중요한 검토 요소 중 하나이다.

2) SOC PF 분석

SOC PF는 대상프로젝트의 종류 및 운영방식, 규제 등 관련 산업의 제반 환경 및 특성, 기타 이해관계자들간 협의 등에 따라 다양한 유형의 거래들이 존재하게 되며, 상대적으로 신용평가 시 평가요소의 추출 또는 분석방법의 선택, 결과의 도출 등 일련의 분석과정에서 다수의 정성적 판단을 필요로 하게 되는 원인이 된다.

본 항에서는 SOC PF와 관련한 분석요소를 크게 금융조건과 관련한 측면, 대상프로젝트와 관련한 측면으로 나누어 분석 시 주안점 등에 관하여 논하며, 실제 신용평가 과정에서는 개별적인 구조적 특성 등에 따라 부동산 PF와 관련하여 본 평가방법론에서 다룬 사항 및 당사가 공시한 타 평가방법론에서 설명된 분석기법 등이 보조적으로 차용될 수 있다.

① 금융조건

SOC PF의 채무자는 대상프로젝트의 사업주체로서의 기능을 수행하기 위하여 설립된 프로젝트회사인 경우가 다수이며, 자금관리 방식 및 의사결정에 관한 사항 등이 대상프로젝트에 관한 계약들에 의존하여 제반 운영에 관한 통제 수준이 높고, 신규 사업의 추진 또는 투자 등은 제한되는 것이 일반적이다.³¹

프로젝트회사는 사업주가 출자하는 자본금에 더하여 대출을 실행 받거나 사채 등을 발행하여 필요한 자금을 조달함으로써 대상설비의 건설 또는 취득에 따른 비용, 일부 운영비용 등에 충당한다. 또한 대상프로젝트에서 발생하는 현금흐름을 주된 재원으로 SOC PF가 상환되므로, 프로젝트회사가 보유하는 자산 및 계약상 권리 등이 SOC PF의 채권자들에게 담보로서 제공되는 것이 보통이다.

이 때 자기자본과 타인자본의 상대적 의존도 등 프로젝트회사의 자금조달계획 및 SOC PF의 채권자들에게 제공되는 담보의 종류 등은 대상프로젝트의 유형 및 성격, 진행경과 등에 따라 달리 나타날 수 있다. 또한 SOC PF의 경우 대개 상당한 수준의 자금조달이 요구되나, 각 채권자들의 유형별로 서로 선호되거나 부담 가능한 위험의 수준은 서로 상이할 수 있으므로, SOC PF는 상환 및

³¹ 프로젝트회사의 통제 수준을 가늠함에 있어 정형화된 기준이 획일적으로 적용되는 것은 아니며, 프로젝트회사의 설립 목적 및 연혁, 경영에 관한 사항과 정관 등의 서류, 대상프로젝트의 운영에 관한 제반 계약, 프로젝트회사의 자금조달과 관련한 준수사항 기타 금융계약상 내용 등 프로젝트회사에 관하여 제공 받거나 접근 가능한 자료에 기반한 당사의 판단에 따른다.

담보순위 등이 서로 구분(Tranching)되는 복수의 채무로 구성되는 경우가 일반적이며, 이는 각 채무 간 회수성과의 차이로 나타날 수 있다.

SOC PF와 관련한 신용평가 시 프로젝트회사의 자본구조를 바탕으로 분석대상 채무의 변제순위 및 타 채무와의 관계 등에 대한 분석이 실시되며, 대상설비 또는 운영권 등 주요한 담보의 처분용이성 등 시장성, 대상프로젝트 관련 계약의 조기종료 시 개별 약정에 따른 청구권 등 SOC PF의 궁극적 회수가능성에 영향을 미칠 수 있는 요인들이 검토될 수 있다. 또한 출자자의 권한 및 의무, 프로젝트회사의 자금관리 방식, 금융계약상 프로젝트회사의 원리금상환능력 등에 관한 재무약정, 기타 운영에 관한 준수사항 역시 추가적인 고려사항이 될 수 있다.

한편 출자자들의 프로젝트회사에 대한 추가 출자 기타 자금제공의무, 은행 등 금융기관의 신용공여약정 등을 통해 프로젝트회사의 채무상환능력이 제고되기도 한다. 특히 대상프로젝트가 건설단계에 있거나 일정한 수익성, 사업성의 확보여부에 관한 불확실성이 존재하는 경우 등에는 위 신용보강에 관한 사항이 SOC PF의 회수가능성 판단에서 중요한 요인으로 작용할 수 있다.

② 프로젝트 분석

SOC PF의 만기 전 프로젝트회사의 원리금 지급안정성은 주로 DSCR(Debt Service Coverage Ratio) 수준을 통해 가늠될 수 있으며, 이는 일정한 기간 동안의 채무원리금 상환액에 대한 대상프로젝트의 운영을 통한 영업활동 순현금흐름³²의 비율로 정의된다.³³ 이 때 추정된 순현금흐름의 실현가능성 및 지속능력 등에 대한 검토가 수행될 수 있으며, 채무의 원리금 및 운영비용 등의 충당을 위하여 일정한 자금이 유보되는 등 프로젝트회사의 일시적 유동성부족을 보완하기 위한 장치가 마련되는 경우 분석과정에서 고려될 수 있다.

대상프로젝트의 건설이 완료되어 운영이 개시 또는 안정화된 이후에는 SOC PF의 분할상황이 개시되는 것이 일반적이며, 이 때 신용평가의 대상이 되는 채무의 상환조건에 따라 분석의 범위가 상이할 수 있다. 즉, 금융만기 시 원금의 전부 또는 일부가 일시상환되도록 계획된 채무의 경우 프로젝트회사의 순현금흐름 창출에 관한 안정성, 강제적 조기상환 시 채권회수 수단의 마련 여부 등 금융기간 중 채권회수에 관한 공통된 검토사항 이외에도, 대상프로젝트의 수익성 또는 담보력 등에 기반한 프로젝트회사의 자금재조달 능력에 관한 추가적인 분석이 요구될 수 있으며, 이 때 대상프로젝트의 성격에 따라 제품구매자 등 대상프로젝트 유관기관의 신인도 등이 주된 평가요소로서 검토될 수 있다.

³² 대상프로젝트에서 발생하는 순현금흐름은 일반적으로 해당 분야에 전문성을 보유하고 있다고 판단되는 기관이 작성한 사업성검토보고서(Feasibility Study) 등에 추정된 결과에 기초하여 분석한다.

³³ 단순 DSCR 이외에도 해당 기간의 기초 현금을 고려한 누적 DSCR이 함께 분석될 수 있다. 또한 대상프로젝트의 안정적인 순현금흐름 창출능력에 관하여 대상프로젝트의 유형 및 금융관행 등에 따라 통상적으로 인정되는 기준(예를 들어, 단순 DSCR의 경우 1.0배 이상, 누적 DSCR의 경우 1.3배 이상 등)이 있을 수 있다. 다만 신용평가 시 DSCR 분석결과와 상대적 중요도 및 실제 신용등급에 미치는 영향 등은 대상프로젝트의 성격 및 개별 금융특성 등을 고려한 당사의 판단에 따라 상이하게 나타날 수 있으며, 별도의 신용보강 수단이 마련되는 경우 등에는 세부적인 분석과정이 최소화될 수 있다.

한편 SOC PF는 주로 사회기반시설의 건설 또는 운영을 대상으로 하기 때문에 대상설비가 속한 국가의 정부 등이 인허가 및 운영권 부여 등에 관여하게 되는 것이 일반적이며, 대상프로젝트와 관련한 산업환경의 변화 등으로 인해 프로젝트회사의 수익창출능력이 영향을 받을 수 있다. 따라서 필요에 따라 당해 국가 정부 등의 신뢰도 및 정치적·정책적 안정성, 제도 기타 제반 산업환경의 변동성 등에 관한 정성적 검토가 요구될 수 있으며, 출자 또는 보조금 지급 등 프로젝트회사에 대한 정부 등의 지원책이 마련되어 있는 경우에는 신용평가 시 우호적 요인으로 고려될 수 있다.

우리나라의 경우 사회기반시설에 대한 민간의 투자를 촉진하기 위하여 사회기반시설에 대한 민간투자법이 제정·시행되고 있으며, 동 법에 근거한 사업의 경우 프로젝트회사가 정부 또는 지방자치단체와 실시협약을 체결하여 대상프로젝트의 건설 및 운영, 지원에 관한 사항 등을 정하게 된다. 이 때 실시협약의 해지 시 주무관청이 프로젝트회사에게 지급하는 해지시지급금은 민간투자의 회수가능성 분석에서 중요한 요소를 구성하게 되며, 각 해지사유별 지급금의 충분성 등에 대한 검토가 수반된다.

3. 현금흐름 분석

현금흐름 분석은 기초자산에서 발생하는 현금흐름을 기초로 유동화증권 상환이 충분히 가능한지, 그리고 외부신용보강 규모는 적정한지를 판단하는 과정이다. 기초자산에서 발생하는 Cash Inflow와 유동화증권 원리금 및 제반 비용 등 Cash Outflow를 검토하고, 만약 외부신용보강이 제공되는 경우라면 동 요인까지 감안하여 최종적인 유동화증권 상환가능성을 분석하게 된다.

당사가 현금흐름 분석을 위해 주로 고려하고 있는 요소는 아래와 같으며, 개별 평가 건에서는 유동화구조 및 자산 특성 등에 따라 여기에 기술되지 않은 요소들이 추가적으로 검토될 수 있다. 그리고 정량화하기 어렵지만 Cash Flow에 영향을 미칠 수 있는 기초자산의 특징 및 유동화구조 등에 대한 질적인 판단이 현금흐름 분석결과에 추가적으로 가미될 수 있다.

- 기초자산 / 유동화증권의 원리금 지급 조건 및 유동화비용
- 외부신용보강 규모 및 실행 조건
- 환율 또는 금리위험 등에 노출된 경우 이에 대한 시나리오
- 조기상환에 따른 스왑해지비용 등 추가비용 발생 여부

Cash Inflow 분석을 위해 기초자산 원리금이 지급되는 조건을 살펴보게 되며, 만약 외부신용보강이 제공된 경우라면 신용공여가 실행되는 조건을 같이 고려한다. Cash Outflow 역시 마찬가지로 유동화증권 발행 및 상환구조, 제반 비용구조 등을 살펴보고, 업무위탁계약서 상 지급순위를 통해 유동화증권 상환대금과 제반 비용 간의 우선 순위에 대해서도 검토하게 된다. 만약 유동화증권 중 일부에 대해서만 신용공여가 실행되는 구조라면, 해당 내용이 유동화계약서 등에 충분히 반영되어 있어야 한다.

기초자산 일부가 이자소득으로 원천징수 의무가 수반되는 경우, 부동산 관련 기저 거래 또는 세법에서 규정한 바에 따라 SPC의 현금흐름에 조세가 영향을 미치는 경우, 원천징수세액 지급액에 대한 합리적인 추정 및 원천징수세액 환급일정, 기저 거래와 관련한 조세 영향에 따른 검토가 이루어진다. 이 경우 법규정 및 세무당국의 의견 등을 감안하여 합리적인 수준에서 원천징수세액 및 환급일정, 조세로 인한 영향 등을 추정한다.

Appendix : 신용대체 이외의 부동산 PF 유동화 사례

다음의 사례는 부동산 PF 유동화 시 실무적으로 빈번하게 볼 수 있는 신용대체 이외의 금융 구조 중 일부에 해당하며 전부를 의미하는 것은 아니다.

부동산 개발사업 관련 반환채권 유동화구조

부동산 개발사업 관련 반환채권의 대표적인 예로는 토지 매매대금 반환채권이 있으며, 이외에도 선수금 반환채권, 리턴권, 예치금 반환채권 등의 반환채권 등도 이에 해당한다. 반환채권금액이 토지매매계약 상의 토지가격과 연계되어 특정되었다면 이들도 넓은 범위의 토지 매매대금 반환채권으로 간주할 수 있을 것이다. 앞서 다루었던 바와 같이, 해당 채권 및 이에 부수하는 권리 등은 대출채권에 대한 담보가 될 수도 있지만, 경우에 따라서는 이들 채권 자체가 구조화금융의 기초자산이 될 수도 있다.

부동산 개발사업 관련 반환채권은 장래에 반환사유가 발생하고 토지 매매계약 등 사업 관련 약정 등이 해제 또는 해지되는 경우에, 토지 매수인인 사업주 측의 기납부한 토지 매매대금 등에 대한 반환청구권 행사로써 생성된다. 반면, 부동산 개발사업은 특성상 당해 사업의 계속을 전제로 하고 있기 때문에, 반환사유의 발생, 토지매매계약 등의 해제 또는 해지, 반환청구권 행사라는 일련의 과정으로써 생성되는 반환채권은 장래채권의 속성을 보유하며, 장래채권의 법리적 생성 요건 중 하나인 ‘발생가능성’을 충족시키지 못할 수 있다는 의견이 있다. ‘발생가능성’이 충족되지 못할 경우, 현 시점에서 유동화거래에서의 기초자산 또는 기초자산에 대한 담보의 기능을 하는 반환채권을 양도, 양도담보 제공 또는 신탁하더라도 사업주에 대한 제3의 채권자의 권리 행사로부터 자유로울 수 없다. 이에, 당해 반환채권을 양도, 양도담보 또는 신탁하더라도 제3의 채권자로부터 절연될 수 있는 신규 사업주 또는 통제된 사업주 여부에 대한 검토가 이루어진다. 또한, 반환채권의 발생가능성을 제고하고, 소멸 및 감액위험을 통제하는 방안들이 ‘담보 분석’의 일부로써 소개되었는데 이들은 개별 거래의 특성 및 약정 구조 등에 따라 그 상황에 적합한 방안이 선택적으로 활용될 수 있다. 그리고 당해 채권의 양도, 양도담보 또는 신탁 후, 대항요건의 구비 절차가 필요할 수 있다.

책임준공 및 미분양부동산 처분구조

책임준공을 전제로 하여 분양대상 부동산이 미분양되었을 경우, 당해 미분양부동산을 궁극적인 상환재원으로 하는 유동화구조가 있는데, 이때 유동화증권 등의 상환재원은 사업대상 부동산의 분양대금(분양물건)과 미분양물건의 처분대금(미분양물건) 등을 통해 마련하게 된다. 이를 위해서는 사업대상 부동산과 관련한 제반 권리에 대한 제3의 채권자 등의 권리행사가 차단되거나 최소화될 수 있는 절차가 마련되어야 한다.

사업주에 대한 적절한 통제가 이루어진 이후에는 책임준공 의무 및 이의 부담주체가 유동화증권 등의 신용등급 수준을 고려할 때 적정한지, 유동화 SPC가 담보 처분 등이 가능한 제한물권자로서의 법률적 지위를 확보하였는지, 담보로부터의 현금흐름(현금흐름 유입규모 및 유입시기 등)은 유

동화증권 등의 금융상환에 적절한 수준으로 확보되었는지의 분석과정을 거친다. 책임준공 등과 관련한 의무는 시공사가 부담하는 것이 일반적이다. 제한물권자로서의 자격여부 판단을 위하여는 준공 후 미분양물건에 대한 권리 확보 절차가 제반 약정에 반영되었는지는 물론, 이의 적법성 여부에 대한 검토가 요구될 수도 있다. 담보로부터의 현금흐름을 적절히 확보하기 위해서는 준공 여부 등 사업관련 특정 Event를 임계점으로 설정하거나 분양률 등에 연동하여 공사비와 부동산금융 상환금액의 배분 방식을 조절하는 방식이 일반적으로 활용되며, 경우에 따라서는 공사비 지급을 원천적으로 제한하기도 한다. 또한, 유동화금융에 대응한 현금흐름 규모와 유입시기 등을 통제하기 위하여 담보물의 처분과 관련한 약정에 처분절차와 시기를 규정하는 경우도 있으며, 현금흐름 유입시점의 충분한 확보를 위한 Tail Period를 별도로 고려하기도 한다.

미분양부동산과 관련한 담보의 정량적 분석에서는 유동화증권 등의 금융상환에 부정적인 영향을 초래하는 시나리오를 상정하는 것이 일반적이며, 몇 가지 시나리오에 의한 민감도 분석도 고려할 수 있다. 일반적으로 유동화증권 등의 상환에 가장 부정적인 영향을 미치게 되는 시나리오는 분양이 전혀 이루어지지 않아 준공된 부동산을 모두 강제처분하는 것이다. 해당 미분양부동산의 가치는 준공시점의 부동산 시장 상황에 따라 결정되겠지만, 평가 시점에서 대응가격이 특정되어 있다면 이의 준용도 고려할 수 있다. 당해 미분양부동산 가치 대비 현금흐름은 당사의 NPL 유동화 평가방법론에서 제시하고 있는 물건 종류별, 지역별 낙찰가율 등을 고려하여 산출하는데, 경우에 따라 물건의 집중도, 준공 시점의 부동산 시장 상황 등을 추가적으로 반영될 수 있다.

분양된 부동산이라고 하더라도 잔금 등이 납부되지 않거나 하도급 업체에 대한 대금 미납 등이 발생한 부동산의 경우, 수분양자 또는 사업관련 이해당사자의 제한물권이 존재할 수 있다. 이들의 제한물권은 유동화 SPC의 담보처분 등 권리행사의 제약으로 작용하고, 결과적으로 담보력의 저감을 초래하기 때문에 이의 해소가 전제되어야 한다. 미분양부동산 등에 대한 제한물권 해소의무는 책임준공 의무를 부담하는 주체가 부담하는 것이 일반적이나, 다른 통제수단이 활용될 수도 있다.

유의사항

한국신용평가 주식회사(“당사”)가 공시하는 신용등급은 발행사/기관, 신용공여, 채무 및 이에 준하는 증권의 장래의 상대적인 신용위험에 대한 당사의 현재 견해를 뜻하며, 당사가 발표하는 신용등급 및 평가의견 등 리서치 자료(“간행물”)는 발행사/기관, 신용공여, 채무 및 이에 준하는 증권의 장래의 상대적인 신용위험에 대한 당사의 현재 견해를 포함할 수 있습니다. 당사는 신용위험이란 만기 도래하는 계약상의 채무(financial obligations)를 발행사/기관이 불이행할 수 있는 위험 및 부도시 예상되는 금융손실이라고 정의하고 있습니다. 구조화금융 신용등급은 유동성 위험, 시장가치 위험 또는 가격변동성, 조세 및 법 제도 변경 등의 기타 다른 위험을 다루고 있지 않습니다. 신용등급과 당사 간행물에 포함된 당사의 견해는 현재 또는 과거 사실에 대한 서술이 아닙니다. 또한 간행물에는 계량모델에 근거한 신용위험의 추정치와 관련 의견 또는 키스채권평가 주식회사에서 발행한 견해를 포함할 수 있습니다.

신용등급 및 간행물은 투자자문이나 금융자문에 해당하지 아니하고 그러한 조언을 제공하지도 않으며, 특정 증권을 매수, 매도 또는 보유하라고 권유하는 것도 아닙니다. 또한 당사가 제공하는 신용등급이나 간행물은 해당 정보의 사용자나 그 관계자들에 의해서 행해지는 투자결정에 있어서 어떤 증권을 매매하거나 보유하라는 권고 또는 권유나 사실의 서술이 아니라 당사 고유의 평가기준에 입각한 당사의 의견으로서만 해석되고 또 해석되어야 하며, 특정 투자자를 위하여 투자의 적격성에 대해 의견을 주는 것이 아닙니다. 당사는 각 투자자가 매수, 매도 또는 보유를 고려중인 증권 각각에 대해 적절한 주의를 기울여 자체적으로 연구, 평가할 것이라고 기대하고, 그러한 이해를 전제로 하여 신용등급을 공시하고 간행물을 발표합니다.

당사의 신용등급과 간행물은 개인 투자자들이 이용하는 것을 전제로 하고 있지 않습니다. 그렇기 때문에 개인투자자들이 당사의 신용등급과 간행물을 이용하여 투자의사결정을 하는 것은 적절하지 않을 수 있습니다. 만약의 문이 있는 경우에는 반드시 재무 전문가 혹은 다른 전문가에게 자문을 구하시기 바랍니다.

당사는 발행사/기관으로부터 제출자료에 거짓이 없고 중요사항이 누락되어 있지 않으며, 중대한 오해를 불러일으키는 내용이 들어 있지 않다는 확인을 수령하고 있으며, 본 보고서는 발행사/기관이 제출한 자료와 함께 당사가 객관적으로 정확하고 신뢰할 수 있다고 판단한 자료원에 근거하고 있습니다. 당사는 발행사/기관 및 이들 대리인이 정확하고 완전한 정보를 적시에 제공한다는 전제하에 신용평가업무를 수행하고 있습니다. 그러나 감사기관이 아니므로 신용평가와 간행물을 준비하는 과정에서 이용하는 정보에 대해 별도의 실사나 감사를 실시하고 있지 않으며, 발행사/기관으로부터 제공받은 정보 또는 신용평가 과정에서 생성되는 정보에 있어서 인간 또는 기계에 의한, 기타 그 외의 다른 요인에 의한 실수의 가능성 때문에 해당 정보를 특정한 목적을 위해 사용하는데 대하여 명시적으로 혹은 묵시적으로도 어떠한 증명이나 서명, 보증 또는 단언을 할 수 없으며, “있는 그대로” 제공됩니다. 또한 본 보고서의 정보들은 신용등급 부여에 필요한 주요한 판단 근거로서 제시된 것이고 발행사/대상 유가증권에 대한 모든 정보가 나열된 것은 아님을 밝힙니다. 따라서 당해 신용등급이나 기타 의견 또는 정보에 관하여 그 정확성, 완전성, 적시성, 상업성 또는 특정목적에 적합한지 여부를 당사가 명시적 혹은 묵시적으로 보증하거나 확약하지는 않습니다.

법률상 허용된 범위 내에서, 당사 및 그의 이사, 임직원, 대리인, 대표자, 라이선서 및 공급자는 여기 포함된 정보, 동 정보의 사용이나 사용불가능으로 인하여, 또는 그와 관련되어 발생한 어떠한 간접, 특별, 결과적 또는 부수적 손해(현재 혹은 장래의 손실 당사가 부여한 특정 신용등급의 대상이 아닌 관련 금융상품에서 발생하는 손실 또는 손해를 포함하되 이에 한정되지 아니함)에 대하여, 사전에 그 같은 손실 또는 손해 가능성에 대해 고지받았다 하더라도, 어느 개인 또는 단체에게도 책임을 지지 않습니다.

법률상 허용된 범위 내에서, 당사 및 그의 이사, 임직원, 대리인, 대표자, 라이선서 및 공급자는 자신들의 과실(단, 고의 또는 기타 법률상 배제될 수 없는 종류의 책임은 제외함) 또는 자신들의 통제 범위 내에 또는 밖에 있는 사유 등에 의하여, 여기 포함된 정보, 동 정보의 사용 또는 사용불가능으로 인하여 또는 그와 관련되어, 어느 개인 또는 단체에게 발생한 어떠한 직접 손실이나 손해 또는 보상으로 인한 손실이나 손해에 대해서도 책임을 지지 않습니다.

여기 있는 모든 정보는 저작권법 등 법의 보호를 받으며, 당사의 사전 서면 동의 없이는 누구도, 이 정보를 전체 또는 부분적으로, 어떤 형태나 방식 또는 수단으로든, 복제 또는 재생산, 재배포, 전송, 전달, 유포, 재배포 또는 재판매, 또는 그러한 목적으로 사용하기 위해 저장할 수 없습니다.