



부실 해외 부동산 펀드 대응방안

2023.11.21

금융투자협회 통계에 따르면, 작년 말 기준 공모와 사모를 합한 해외 부동산펀드 설정액은 약 71조 8872억원으로서, 이는 2013년 연말 설정 잔액이 5조원 정도에 불과했다는 점을 고려하면 10년 사이 14배 이상 증가한 수치입니다. 최근 언론에 수차례 보도된 바와 같이, 해외 부동산에 투자한 펀드들이 Covid-19으로 인한 상업용 부동산의 공실률 증가, 금리인상 및 부동산 경기침체 등의 영향으로 투자원금 회수가 지연되거나 리파이낸싱에 실패하는 등 많은 어려움을 겪고 있습니다. 이에 펀드 운용사들로서는 해외 부동산 펀드의 투자 유형별로 국내 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 “자본시장법”), 현지 법령 및 현지 선순위 금융계약상 제한 등을 고려하여 현실적인 대응 전략을 수립할 필요가 있습니다.

대응 전략은 최초 투자 형태(지분 투자인지 아니면 대부 투자인지, 대부 투자라도 선순위 대출인지 아니면 메자닌 등 후순위 대출인지 여부)나 그 부실화 유형(선순위 대출약정상 이자지급력 지수나 LTV 지수와 같은 금융조건(financial covenant) 미충족)에 따라 많이 달라질 것입니다.

이와 같이 대응 전략은 투자 유형이나 부실화 유형에 따라 다양한 양상을 띌 수 있으며, 아래에서는 이러한 대응 전략 수립에 있어 빈번하게 발생하는 법률 문제에 대해 살펴보도록 하겠습니다.

1. 자금 조성 주체에 따른 문제

가. 기존 국내 펀드

기존의 국내 펀드를 통하여 자금을 조달하는 방법으로서, 대표적으로 지분투자 형식으로 조달하는 방법과 자금차입 방식으로 조달하는 방법이 있습니다.

(1) 기존 국내 펀드의 추가 설정(Capital Call)

- 자본시장법에 따라 부동산펀드는 투자자들이 집합투자증권의 환매를 청구할 수 없는 ‘환매금지형 펀드(폐쇄형 펀드)’로 설정하여야 하며, 이러한 환매금지형 펀드를 추가로 설정하기 위해서는 신탁약관 등에 따라 기존 투자자 전원 동의가 필요한 경우가 많습니다. 펀드를 운용하는 자산운용사(집합투자업자)가 투자자들을 설득하기 위해서는, 추가 설정을 통해 현지 선순위 대출상 원리금 지급의 무이행하여 LTV 등 금융조건의 미충족 또는 기한의 이익 상실을 방지한 후 향후 자산가치 회복되는 시점에 지금보다 높은 가격으로 부동산을 매각하여 투자금을 회수할 수 있다는 점을 적극적으로 설명할 필요가 있을 것입니다.
- 참고로 자본시장법상 일반투자자가 아닌 전문투자자만을 대상으로 하는 사모 부동산펀드의 경우에는 이러한 추가 설정 제한규정이

적용되지 아니하나, 그럼에도 불구하고 실무상으로는 대부분 집합투자계약에서 위와 같은 추가 설정 제한 조건을 두고 있습니다.

(2) 기존 국내 펀드의 차입

- 공모펀드의 경우 수익자 총회의 결의를 거쳐 차입할 수 있고, 자본시장법의 해석에 따라서는 금융기관에게 부동산 담보를 제공하는 경우 수익자 총회 없이도 자금을 차입(단, 차입비율 200% 이내)할 수 있다는 견해도 있습니다.
- 사모펀드의 경우 위 자본시장법상 제한은 없으나, 자본시장법상 레버리지 한도 및 신탁계약서상 제한은 준수해야 합니다.

나. 신규 국내 펀드의 설정

- 신규 펀드를 통해 자금을 조달하는 방안입니다. 특히 동일한 집합투자업자가 해외 현지법인(현지 부동산 보유법인)에 대한 대출, 출자 등 자금 조달을 위해 기존 펀드 외에 신규 펀드를 설정하는 경우, 신규 펀드의 설정 및 이를 통한 자금 조달이 자본시장법상 특정 집합투자기구의 이익을 해하면서 자기 또는 제삼자의 이익을 도모하는 이해상충 행위에 해당하지 않도록 주의하여야 합니다.
- 기존 펀드 및 신규 펀드가 보유한 각 채권의 우선순위, 배당순위(waterfall) 조정 등을 위한 합의서가 필요할 수 있습니다.

다. 해외 현지법인을 통한 자금조달

- 부동산을 보유하는 해외 현지법인이 신규 주주로부터 출자를 받거나 신규 대주로부터 차입하는 경우, 기존 선순위 대출약정 및 대주 간계약 등에 따라 대주의 동의가 필요한 경우가 대부분일 것이므로 이에 대한 검토가 필요합니다.
- 신규 주주로부터 출자받는 경우, 기존 주주(국내 펀드 또는 그 자회사)와 신규 주주 사이에 주주간계약 내지 공동투자계약(Joint Venture Agreement) 협상이 필요하고, 선순위 대출약정상 금지되는 지배권 내지 경영권 변동(Change of Control) 해당하는지 여부에 대해 검토가 필요합니다.
- 신규 (메자닌) 대주로부터 차입하는 경우, 메자닌 차입이 가능한 구조인지 여부 및 메자닌 대주에게 제공 가능한 담보의 범위에 대해 검토가 필요합니다. 또한 기존 선순위 대주와 신규 메자닌 대주 간에 Intercreditor Agreement 체결이 필요할 수 있습니다.
- 기타 해외 현지의 법률자문사를 통해 현지 법령상 요건 충족 및 market practice에 부합하는지 여부에 대해 검토가 필요합니다.

2. 국내 펀드가 조성한 자금을 해외 현지법인에 제공하는 방식에 따른 문제

가. 출자 방식

- 국내 펀드가 부동산을 보유하는 해외 현지법인 또는 그 모회사에 추가 출자하는 방식으로 자금을 제공하는 방식입니다.
- 신규 펀드 또는 국내 기업이 신규로 투자하는 경우, 현지 선순위 대출약정상 금지되는 Change of Control에 해당하는지 여부에 대해 검토가 필요합니다. 또한 신규 펀드 또는 국내 기업 등 새로운 주주에 대한 KYC 절차 등이 필요할 수 있습니다.

나. 대출 방식

- 자본시장법상 사모펀드는 부동산 관련 대출이 허용되므로 현지 부동산 보유법인, 그 모회사 또는 조모회사 등에게 대출하는 방식입니다.
- 메자닌 등 후순위 대출의 경우 선순위 대출약정상 금지되지 않는 범위 내에서만 담보를 취득할 수 있으므로 선순위 대출의 차주(일반적으로 현지 부동산 보유법인)가 아닌 그 모회사 또는 조모회사에게 대출하는 것이 통상적입니다. 즉, 일반적으로 현지 대주들이 동일 차주(부동산 보유법인)가 직접 추가 차입을 하는 것을 원하지 않기 때문에 부동산 보유법인의 모회사나 조모회사 등이 차입을 하게 되며, 모회사 등은 이와 같이 조달 받은 자금을 대출이나 출자 형태로 차주에게 조달하게 됩니다. 이 경우에는 모회사 등이 보유한 주식에 대한 질권을 설정하거나 별도의 최종적인 주주(ultimate shareholder) 또는 보증인(sponsor)으로부터 보증 등의 담보를 제공받는 경우도 있고, 별도의 담보나 보증 없이 후순위 대출을 하는 경우도 있습니다.

- 이 경우 일반적으로 현지 대출약정상 차주의 모회사, 조모회사 등의 대출도 제한하고 있으므로, 선순위 대주의 동의 및 선순위 대주와의 Intercreditor Agreement 체결이 필요할 수 있습니다.

3. 기타 고려할 사항

가. 수익자 동의 필요여부

- 신탁계약 기간 연장, 펀드의 추가 설정, 투자대상 또는 운용 전략의 변경 등에 있어서 투자자의 동의가 필요할 수 있습니다. 이와 관련하여 펀드가 환매금지형인지, 투자설명서 또는 신탁계약에 운용전략 등이 규정되어 있는지 여부 등을 포함하여 펀드 관련 문서 및 관련 법규의 전반적인 검토가 필요할 것입니다.

나. 채권의 출자 전환 또는 할인 매각

- 채권의 출자 전환: 대출채권의 회수가 어렵다고 판단하는 경우(펀드가 부동산 보유법인의 후순위 채권을 보유하고 있는 경우가 종종 있습니다), 펀드가 보유한 채권의 일부를 지분으로 전환하는 방안입니다. 투자대상이 채권에서 지분으로 변경되므로 신탁약관상 투자대상 변경을 위해 수익자 전원으로부터 동의를 받아야 하고 현지 부동산 보유법인의 주식을 취득하여 지분율이 변동되거나 주주가 변경되는 경우, 선순위 대출약정상 금지되는 Change of Control에 해당하여 선순위 대주의 동의가 필요할 수 있습니다(참고로 대출약정상 Change of Control 사유는 M&A상 주식매매계약이나 주주간계약 등의 경우에 비해 보다 폭넓게 규정되어 있는 경우가 많습니다). 또한, 채권의 출자전환에 따라 현지 부동산 보유법인의 주주가 된 이후에는, 부동산 보유법인이 체결한 선순위 대출계약 등 제반 대출계약에 따른 원리금 상환 방안, 보유 부동산의 매각을 통한 Exit 방안 등에 대해 종합적인 검토가 필요합니다.
- 채권의 할인 매각: (현지 브로커 등을 통해) 대출채권의 전부 또는 일부를 매각하는 방안입니다. 부동산의 매각 절차는 장시간이 소요되는데 부동산을 매각하더라도 펀드가 보유한 후순위 채권을 전액 상환받기가 어려울 것으로 예상되는 경우, 보유 채권의 매각을 통해 투자금을 일부라도 미리 회수(Exit) 하는 것이 보다 효과적인 대안이 될 수도 있습니다. 다만, 채권 매수인이 Intercreditor Agreement 등에 따른 적격양수인에 해당하여야 하고, 채권 매각에 따라 관련 담보권(지분 담보 등)이 함께 이전되므로 선순위 대주의 동의가 필요한 경우가 대부분입니다. 또한 할인율과 관련하여 집합투자업자가 선관주의의무를 다하였는지 문제될 수 있으므로, 할인 매각이 투자자 이익을 위한 최선의 방안에 해당한다는 결론을 내리기까지 종합적인 검토가 이루어져야 합니다.

관련구성원

박영준

변호사

02-316-1603

yjopark@shinkim.com

이유경

변호사

02-316-4418

ykyunglee@shinkim.com

이진솔

변호사

02-316-1971

jsollee@shinkim.com

Copyright SHIN & KIM LLC. All rights reserved.