

RBS의 구조 및 정책적 시사점

- 미국 Blackstone Group은 2013년 9월 자회사 Invitation Homes를 통해 4.8억 달러 규모의 RBS (Rental-Backed Security) 발행
- 서민주거안정을 위한 정책사례로서 발행의 구조와 시사점, 세입자 및 주택시장에 미치는 영향을 검토할 필요가 있음

1 검토 배경

- 2013년 9월, 미국 Blackstone Group은 자회사 Invitation Homes를 통해 4.8억 달러 규모의 RBS (Rental-Backed Security) IH 2013-SFR1 발행
 - 주택담보대출이 아닌 임대주택(single-family rental)을 **유동화**한 첫 번째 사례
 - 이후 실행된 임대주택사업자들의 임대주택유동화(single-family rental securitization) 사업의 **벤치마크** 사례이며, 현재 IH 2015-SFR3 까지 발행
- 임대주택유동화증권 도입을 통한 기업형 민간 임대주택시장 **활성화**가 세입자와 주택시장에 미치는 영향에 대한 검토 필요
 - 민간에 의한 임대주택시장 활성화는 임대주택 공급 확대를 통해 주거 안정성 확보를 기대할 수 있음
 - 그러나 대규모 주택 매매로 인한 주택시장 변동성 확대 등 예상 문제점이 많아 이에 대한 **충분한 사전 검토** 필요
- 미국과 국내의 주택매매시장 및 주택임대시장 **환경**의 차이 검토 필요
 - 정책의 효과를 위해서는 이에 맞는 제반환경이 필수적

-
- 작성자: 김형준 연구위원 (051-663-8178 / hkim@hf.go.kr)
 - 본고의 내용은 필자의 개인 의견으로 한국주택금융공사의 공식적인 견해와 다를 수 있습니다.
-

2 해외 RBS 발행 사례: IH 2013-SFR1

- Blackstone Group은 자회사 Invitation Homes를 통해 임대주택사업을 실시 중
 - Invitation Homes는 금융위기 이후 상당수의 주택을 현금으로 매입
 - 부동산 가격 폭락을 경험한 대도시*를 중심으로 주택 매입
 - *애리조나 주 피닉스, 캘리포니아 주 리버사이드, 캘리포니아 주 로스앤젤레스, 캘리포니아 주 새크라멘토, 조지아 주 애틀랜타
 - 매입한 주택으로 임대주택사업 실시
 - Invitation Homes는 임대주택유동화를 통한 저렴한 조달비용을 이용하여 임대주택공급량을 확대하고 있음
-
- Invitation Homes는 자산 유동화를 위해 자회사 2013-1 IH Borrower L.P.를 설립하고, 자회사를 통해 Deutsche Bank로부터 4.8억 달러 규모의 주택담보대출 실행
 - 자회사 2013-1 IH Borrower L.P.는 Deutsche Bank로부터 받은 대출을 이용하여 Invitation Homes의 주택 포트폴리오를 매입
 - Deutsche Bank는 2013-1 IH Borrower L.P.의 자본과 주택을 담보로 수취
 - Invitation Homes는 자산매각 이후 운용사(GP)로 참여
-
- Deutsche Bank 가 실행한 대출은 신탁관리회사 Christiana Trust에서 관리하는 증권신탁 Invitation Homes 2013-SFR1이 소유
 - 자산관리회사에서 수취한 월세는 신탁회사를 통해 채권자에게 배분
 - 채권자들이 약속된 지급금을 받지 못하면 신탁관리회사는 자회사의 자본과 주택에 대한 담보권 실행
-
- 부도 시 채권자들은 신탁관리회사를 통해 2013-1 IH Borrower L.P.의 자본과 주택에 대한 담보권을 실행
 - 담보권 실행 후 신탁관리회사는 2013-1 IH Borrower L.P.의 자본을 100% 수취함으로써 임대주택사업 지속 여부 의사결정 가능
 - 임대주택사업 철수 및 주택매각을 선택하게 되면 세입자는 퇴거 요구를 받을 수 있음

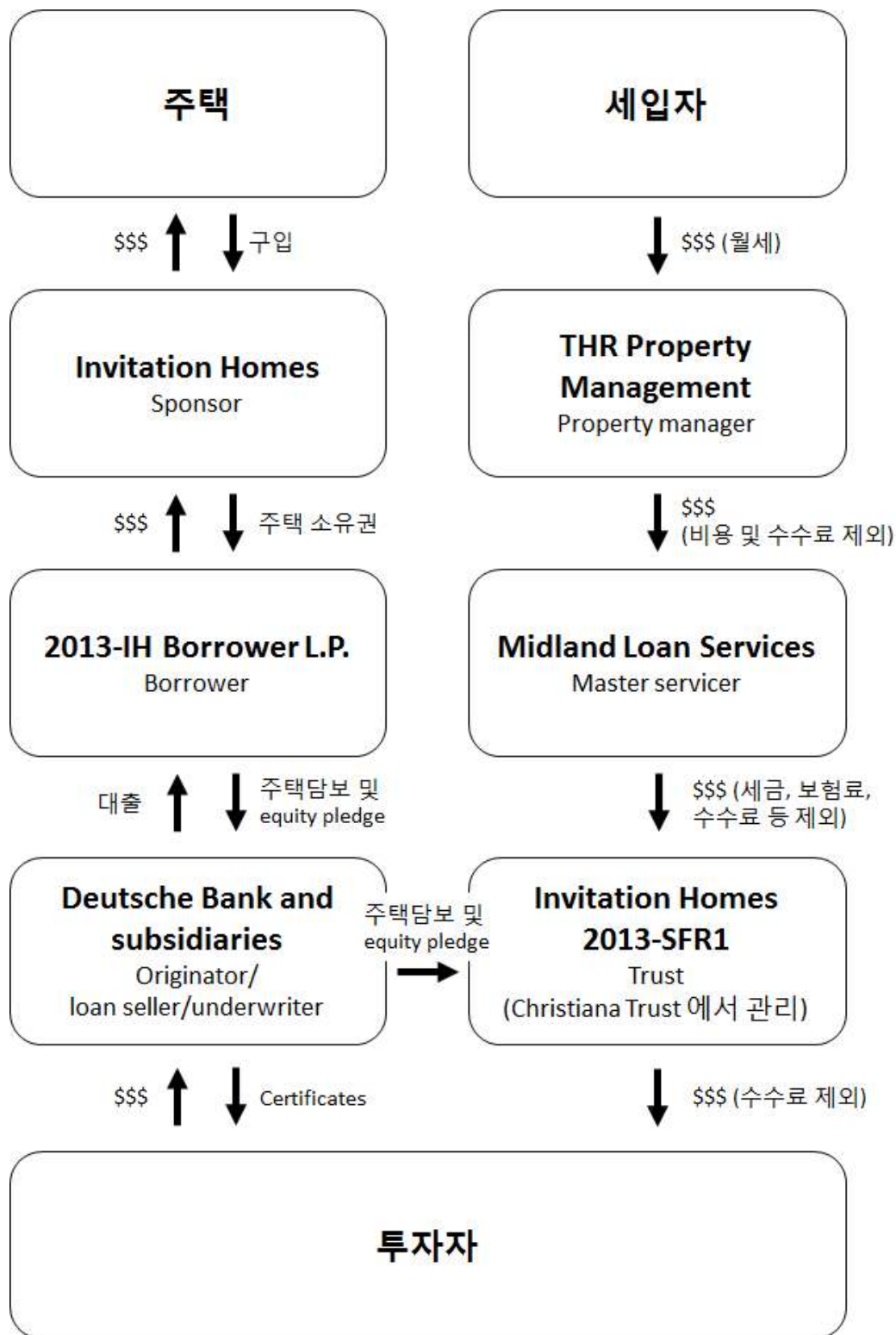


그림1. 임대주택유동화증권 구조도
(자료: Center for American Progress)

- IH 2013-SFR1은 만기 2~5년, 변동금리, 월별 지급, 만기시 원금 일시납 조건으로 발행
 - Class A부터 F까지 6가지 tranche 로 발행
 - 전체 채권의 60%는 AAA 등급을 받았으며 매달 LIBOR+1.15%의 이자 지급
 - Class F는 BB 등급을 받았으며 매달 LIBOR+3.65%의 이자 지급
- 현재 임대주택유동화(single-family rental securitization)는 미국 임대주택사업자들의 주요 재원조달 수단으로 자리매김
 - 임대주택사업자는 유동화를 통해 포트폴리오 확대, 운영수입 및 배당 증가와 함께 신규 경쟁자에 대한 진입장벽을 형성할 수 있음
 - 일부에서는 RBS 발행규모가 2016년에는 700억 달러까지 증가할 것으로 진단
 - 최근 발행 사례:
 - Colony American Homes: 6.4억 달러 (2015년 5월)
 - Invitation Homes: 12억 달러 (2015년 6월)
 - American Homes 4 Rent: 4.8억 달러 (2015년 9월)

3 예상 문제점

(1) 세입자 측면

- 기관투자자에 의해 대규모로 운영되는 임대주택은 시스템이 갖추어지지 않으면 유지관리가 어려움
 - 미국에서 시행되는 대규모 임대주택사업은 2~3년의 짧은 기간 안에 급속도로 성장하였기 때문에 품질관리 시스템이 갖추어지지 않음
 - 이러한 임대주택은 품질이 낮고, 강제 퇴거율이 높으며, 유지보수를 위한 의사소통이 제대로 이루어지지 않는 것으로 보고됨
 - 임대주택 유동화는 자산의 소유주를 불명확하게 하여 이러한 현상을 증대시킬 수 있음

- 새로운 형태의 임대주택사업은 월세 상승 요인이 될 수 있음
 - 월세는 주택 소유주와 주택의 위치에 따라 다양하게 변화하지만, 대규모 임대주택 사업은 지역별로 일괄적인 월세변화를 초래할 수 있음
 - 임대주택의 유지관리비가 예상보다 높은 경우, 또는 공실에 의한 현금흐름 변동성이 과다한 경우 월세 상승 압력으로 작용
 - 특히 이러한 형태의 임대주택사업은 주택시장의 침체를 틈타 낮은 가격의 주택 매입을 통해 가능했으므로, 주택가격의 상승 또한 월세 상승 압력으로 작용할 것임
 - 이러한 월세 상승 압력은 유동화를 통한 조달비용 절감을 통해 상쇄될 수 있으나, 시장의 요구수익률 증가가 월세 상승으로 이어지는 직접적인 인과관계를 형성할 수 있음
- 잠재주택구매자층에 대한 진입장벽 형성 가능
 - 기관투자자는 유동화를 통해 조달금리를 저렴하게 유지할 수 있는 반면, 개인은 주택담보대출을 통해 상대적으로 비싼 금리를 이용해서 주택을 구입해야하는 결과 도래

(2) 주택시장 측면

- 채권 만기일 도래시 리파이낸스에 실패하면 주택시장에 혼란을 초래할 수 있음
 - Invitation Homes에서 발행한 채권은 2~5년의 만기를 가지고 있어, 만기일 도래시 리파이낸스에 실패하면 최악의 경우 거대한 규모의 자산매각이 실시될 가능성 존재
 - 자산의 특성상 동일한 지역의 거대 물량 매각은 청산 비용 증가는 물론, 지역 주택시장에 큰 혼란을 초래할 수 있음
 - 세입자들 또한 이러한 과정에서 강제 퇴거를 요구받을 수 있으며, 사회문제로 전이될 가능성도 존재

- 부도 시 채권자는 신탁관리회사를 통해 담보권을 행사하며 임대주택 사업을 지속할 것인지 주택을 매각할 것인지 선택할 수 있으며, 주택 매각 시 경제적·사회적 혼란을 초래할 수 있음

4 국내 임대주택유동화증권 발행 가능성

- 미국에서 임대주택유동화증권(RBS)이 민간 주도에 의해 성공적으로 자리잡은 배경에는 1) 2007년 금융위기 이후의 주택가격 폭락으로 저렴한 임대주택 확보, 2) 전조한 월세 상승, 3) 장기간의 저금리 시장환경으로 인한 대체 투자 수요 등이 있음
- 국내 주택 매매시장은 미국과 달리 폭락을 경험하지 않은 데 비해 월세지수는 최근 상승세가 저조함 (그림2)
- 완전연세매매가비율* 역시 미국은 최근 6.0~6.5% 수준인 반면 우리나라는 3.5~4.0% 수준으로 나타남 (그림3)
 - *보증금 없을 때의 월세를 연환산한 후 매매가로 나눈 비율
- 조달비용을 고려하여 5년 만기 국고채와 완전연세매매가비율의 스프레드를 살펴보면 미국은 3~4%, 우리나라는 0.5~1.5% 수준 (그림4)

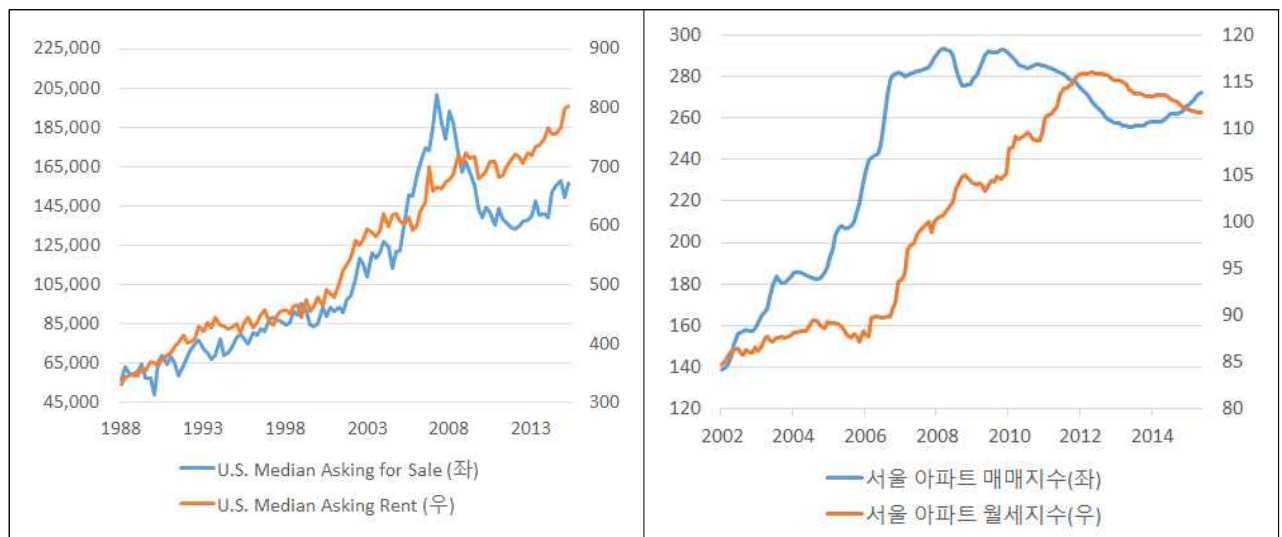


그림2. 미국과 한국의 주택 매매시장 및 임대시장 추이
(자료: US Census, 부동산114)

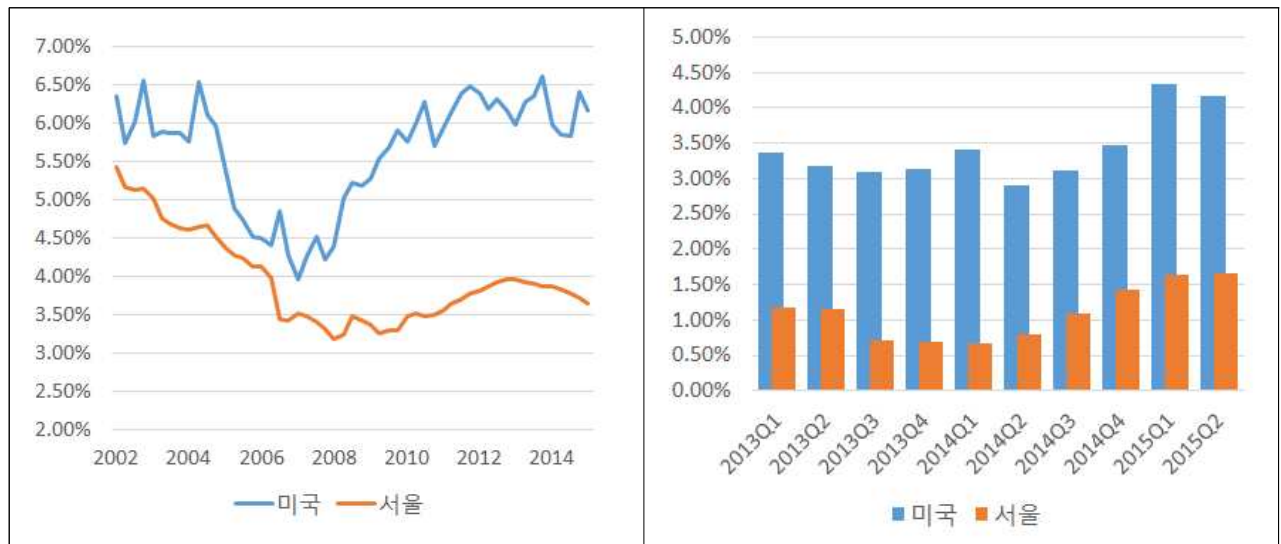


그림3. 미국과 한국의 완전연세매매가비율 추이
(자료: US Census, 부동산114)

그림4. 최근 완전연세매매가비율-국고채5년 스프레드
(자료: US Census, 부동산114, 한국은행)

- 임대주택유동화증권 발행 과정에 필요한 제반 비용과 수수료를 고려할 때, 현재 시장 상황에서는 별도의 재정투입이나 보조금 없이는 월세를 낮추기 어려울 것임

5 시사점

- 미국에서 실시되는 임대주택유동화증권은 민간주도의 임대주택사업 확대를 목적으로 개발됨
- 국내 증권발행시장 및 주택가격대비 월세 형성을 볼 때 임대주택 유동화증권을 통한 월세인하효과는 미약할 것으로 예상됨
- 임대주택유동화증권을 통한 조달비용 절감은 REITs와 함께 기업형 민간 임대주택 활성화 및 공급확대를 유도하는 방안으로 사용될 수 있음
- 서민주거안정을 위해 해당 정책을 도입할 경우 임차인의 주거보호 및 주택시장 안정을 위한 제반장치 마련 필요