



자산운용 수탁자책임 강화 및 운용-판매 이해일치 방안

자본시장연구원
연구위원 송홍선

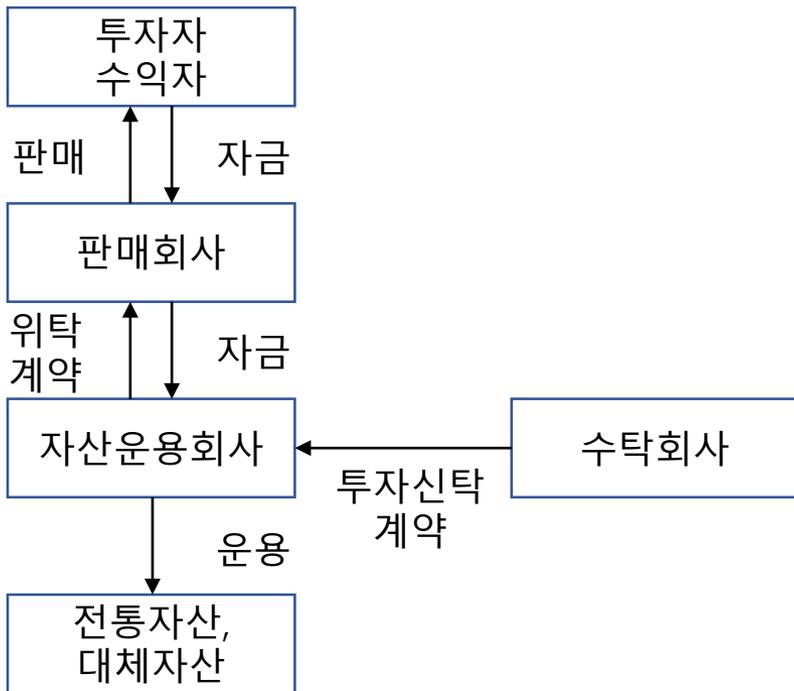
목 차

1 그 간의 이해상충 완화 노력

2 추가 제도 개선 이슈

자산운용 수탁자책임 구조

- 자산운용업, 수탁회사는 선관의무, 충실의무, 판매회사는 신의성실의무
 - › 2019년 공사모펀드간 수탁자의무 불균형 해소: 수탁사 사모펀드 감시의무 + 판매사 점검의무
 - › 미국과 동일한 구조: 투자자문업자는 신인의무, 브로커딜러는 적합성요건
 - › 수탁자책임 → 이해상충 완화. 남은 투자자와 이해상충에 대해서는 공시



	역할	수탁자 책무
자산운용회사	투자신탁계약 체결, 펀드운용	펀드매니저로서 선관, 충실의무
수탁회사	투자신탁재산의 보관 및 관리 자산운용회사 펀드 운용감시	신탁업자로서 선관, 충실의무
판매회사	펀드 판매 및 환매	신의성실의무
사무관리 및 평가회사	펀드 평가, 일반사무관리	-

자산운용업 이해상충

○ 운용사와 투자자

- › 소프트달러, 펀드매니저 교체, 소규모펀드 방치 등

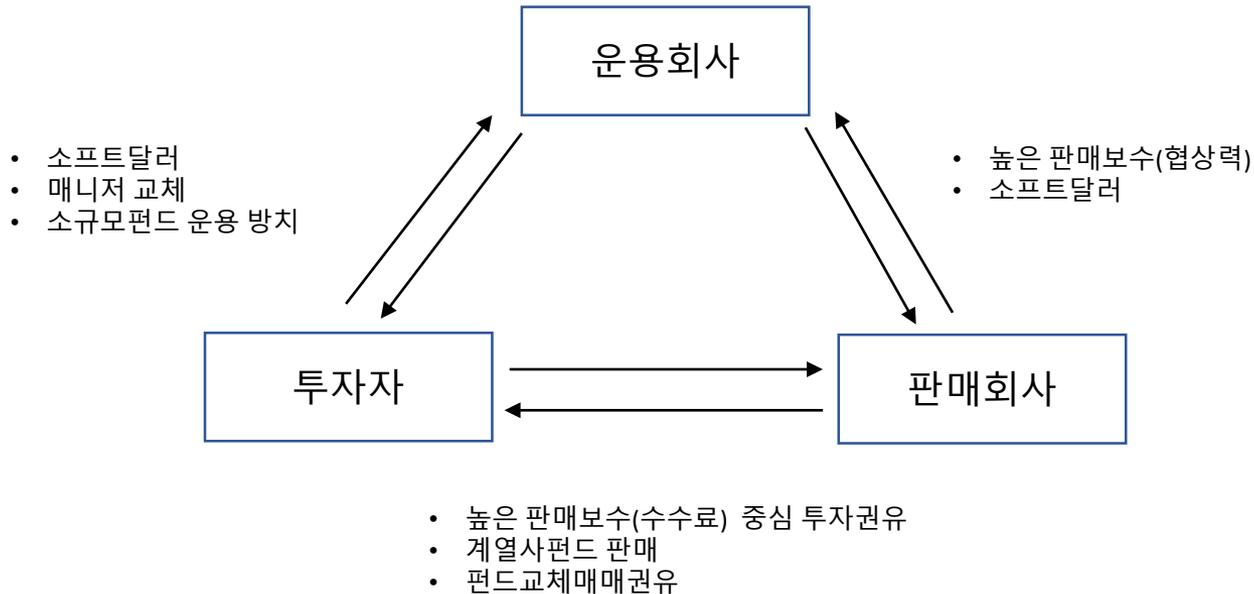
○ 운용사와 판매사

- › 과도한 판매보수, 계열펀드 판매 등

○ 투자자와 판매사

- › 판매회전율, 계열사펀드 권유, 부실한 설명 및 적합성원칙

자산운용업 이해상충 예시



그간의 이해상충 완화 노력: 공모펀드

그간의 공모펀드 이해상충 완화 정책

성과보수 본격 도입	<ul style="list-style-type: none"> 개방형 펀드 성과보수 허용 성과보수펀드 최소투자한도 (5억원) 폐지 기존 펀드 별도클래스 신설 기본 운용보수 절반 내외로 낮추고 성과보수 상한을 반드시 설정
공모펀드 자기자본 투자 의무화	<ul style="list-style-type: none"> 향후 1년간 성과보수 받지 않는 공모펀드 신규 설정 시 운용사 자기자본(2억원 이상) 투자 의무화
자문 없이 가입하는 수수료 반값 펀드 출시	<ul style="list-style-type: none"> 클린(G) 클래스 도입 온라인에서 오프라인용 펀드 판매 금지
펀드 수익률 및 투자비용 비교공시	<ul style="list-style-type: none"> 펀드 비교공시 전용 웹사이트 (펀드다모아) 만들어 유형별 최근 1년 수익률 상위 30개 펀드 소개

자료: 금융위원회(2016)

성과연동보수 도입	<ul style="list-style-type: none"> 손익대칭형 성과연동보수 도입 인센티브: 투자한도 위반 준수기한 완화(3→6개월), 소규모펀드 산정기준 완화(1→2년)
고유재산 투자 의무화	<ul style="list-style-type: none"> 신규 설정시 2억 이상 고유재산 투자 의무화 인센티브: 자기자본 대비 고유재산 시딩투자 1%이상(4억~10억) 펀드에 대해 투자한도 위반 준수기한 완화 (3→6개월), 소규모펀드 산정기준 완화 (1→2년)
소규모펀드 정리 촉진	<ul style="list-style-type: none"> 소규모펀드 비율 5% 이상시 신규펀드 출시 제한 소규모펀드 1년 지속시 정리
펀드보수 설명 강화	<ul style="list-style-type: none"> 판매사 설명의무 강화(클래스별 장단점, 투자기간 고려 설명)

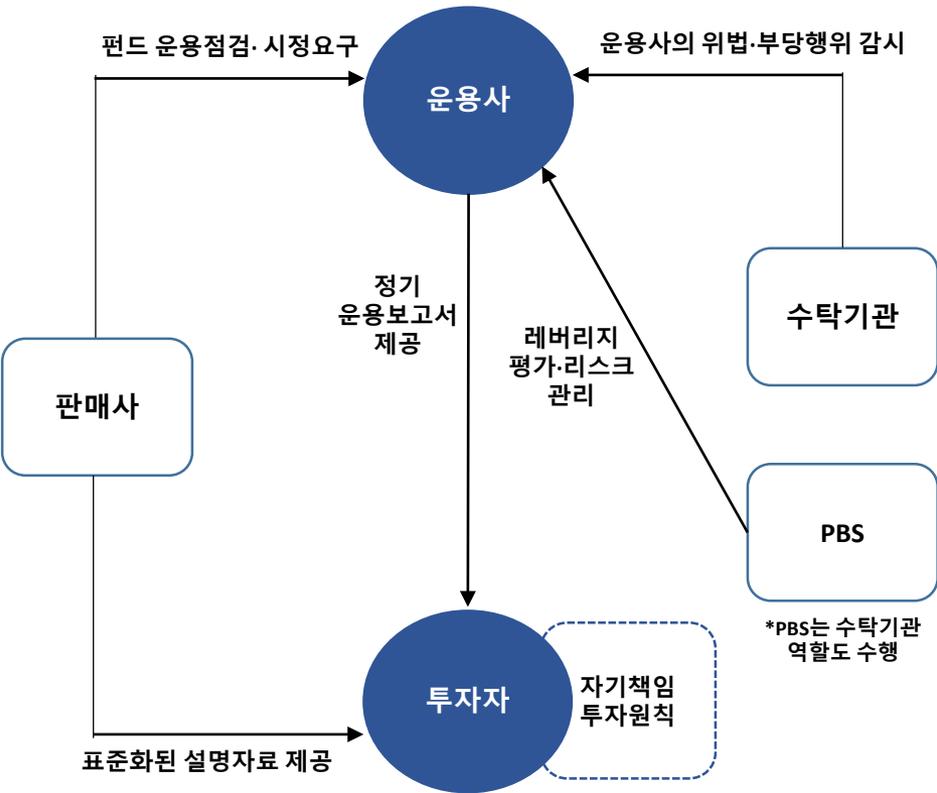
자료: 금융위원회(2022)

그간의 이해상충 완화 노력: 사모펀드

	개선 항목	주요 내용
투자자 보호	공모 기준 강화	기초자산과 손익구조가 유사한 경우 원칙적으로 공모로 판단
	고난도 금융상품 도입	원금손실가능비율이 20%를 초과하는 경우 고난도 금융상품
	은행의 고난도 사모펀드 판매제한	고난도 사모펀드, 신탁을 판매금지 - 공모펀드 중심 판매채널로 전환
	사모펀드 (헤지펀드) 일반투자자 요건 강화	최소투자금액을 3억원 이상으로 상향
	녹취·숙려제도 강화	고령투자자와 부적합투자자, 고난도 금융상품에 투자하는 모든 일반투자자에게 적용
	설명 의무 등 판매절차 강화	자필 또는 육성 진술하는 절차만 인정
	개인전문투자자 보호장치 보완	고난도 금융 상품 판매시 설명의무 강화
책임성 및 감독강화	내부통제 강화	관리책임 명확화
	고난도 금융상품 영업행위준칙	영업단계별로 준수하여야 할 표준영업행위준칙 마련
	OEM펀드 판매사 책임 및 규제적용 기준 강화	제재근거를 마련하고
	감독 행정을 적극 활용	경영실태평가시 KPI 적정성 점검(고객수익률 연동 성과체계 등)

자료: 금융위원회(2019.12.12)

그간의 이해상충 완화 노력: 사모펀드



자료: 금융위원회(2020.4.27)

가. 시장규율을 통한 위험관리 강화

- ① (자산운용사) - 내부통제 강화(수탁고 2천억 이상 감독당국 보고)
- 펀드재산 평가 공정성
(공정가치, 공모펀드 동일 요건 대상 외부감사)
- 손해배상능력 확충(수탁고의 0.02~0.03%)
- ② (판매사) 견제기능 도입(판매 전후 적정성 점검)
- ③ (수탁기관·PBS) 펀드 운용 감시·관리 권한책임 명확화
- ④ (투자자) 정보제공 확대
- 투자설명자료 표준화
- 분기별 자산운용보고서 등 정기적 운용정보 제공

나. 취약구조 보완

- ① 유동성리스크 관리(비시장성 50% 이상 개방형 금지, 개방형 유동성스트레스테스트)
- ② 복층·순환투자 구조 펀드관리 강화
- ③ TRS 등 차입, 레버리지한도 반영

다. 감독·검사 강화

- ① 감독당국 보고의무 강화
- ② 사전예방적 검사 실시
- ③ 불건전영업행위 제재 강화
- ④ 부실운용사 적극 퇴출
- ⑤ 자율규제 기능(SRO) 활성화

목 차

1 그간의 이해상충 완화 노력

2 추가 제도 개선 이슈

주목하는 운용환경 변화와 이슈

○ 리테일 연금시장 경쟁 격화

- › 연금펀드시장 빠르게 성장: 23.4월 TDF 누적판매 9.2조원, 디폴트옵션 실적배당형 600억원
- › 연금펀드시장 성장 잠재력 → 건전 경쟁 유도 필요성
- › 연금사업자와 상품공급자(운용사) 분리에 따른 계열사 판매 이슈

○ 펀드 매입 방식 다변화

- › MZ세대, 온라인 거래, 단순판매 수요 증가
- › 매입 방식과 경로를 고려한 판매보수체계 고도화: 클린 클래스 활성화

○ 투자자 신뢰 회복을 위한 펀드생태계 복원력 강화

- › 수탁자/판매사 책임 강화로 투자자보호 강화됐으나, 수탁 및 판매시장 복원력 약화
- › 투자자보호와 복원력 회복 위한 새로운 수탁 및 판매 채널 발굴 필요

1. 계열사 펀드판매_규제제도

- 규제목적: 계열펀드 판매는 IOSCO가 주목하는 가장 대표적인 투자자-판매사 이해상충 유형
 - › 판매보수율이 높거나 계열사에서 운용하는 펀드를 그렇지 않은 펀드보다 더욱 많이 판매(김종민, 2018)
- 경과
 - › 2018년 일반투자자 권유 등 이해상충 관리 필요성 인정되는 항목만으로 비율규제 산정 합리화
 - › 2022년 판매사의 규제회피행태(제외 항목 중심 계열펀드 판매)에 대한 투자자 알 권리 강화 위해 실제 판매비중도 공개 추진

계열사펀드 판매규제 경과

	규제 내용
2012	간접규제: 계열사 고시의무 등 영업행위규제
2013	직접규제: 계열펀드 신규판매 한도 규제(50%룰)
2018	직접규제 강화 요인: 매년 5%씩 축소, 2022년 25%룰 직접규제 완화 요인: 산식 제외 항목 확대
2022	제외항목 관리 강화 및 제외항목 포함 비율 공시

현행 계열사펀드판매 한도규제 산식

A. 펀드 총 판매금액(제외 전)	
기본 제외 항목(B)	MMF
	PEF
	ETF
	전문투자자만 판매 사모펀드
	e클래스 및 G클래스 판매사 이동 펀드
C=산식= 총 판매금액(A-B) 계열사펀드 판매 총액	
계열 펀드 제외 항목(D)	펀드평가사 최상위등급 펀드
	판매사 공시 추천펀드
규정상 계열사펀드 비중 = 계열사펀드판매(A-B-D)/ 총펀드판매(A-B)	
총 계열사펀드 판매비중 = 계열사펀드(A)/총판매액(A)	

자료: 금융투자협회

1. 계열사 펀드판매_시장현황

- 2012년 계열펀드 판매규제 이후 판매비중 지속 하락
 - › 규정상 판매한도규제는 평균적으로 준수되고 있음

계열사 펀드 판매 비중 추이

(단위: %)

구분	2018	2019	2020	2021	2022.9
금융투자	10.7	10.2	9.0	9.7	12.4
은행	10.9	15.3	16.5	19.9	15.2
보험	15.3	10.9	13.0	16.1	17.6
상호금융	31.4	31.2	21.2	13.3	16.5
전체	10.9	12.6	11.8	13.5	13.2
규제한도	45	40	35	30	25

자료: 금융투자협회

1. 계열펀드판매_제도 개선

- 계열사펀드 판매한도 규제는 정보비대칭과 금융이해도가 낮은 개인 대상 공모펀드시장에서 중요한 투자자보호 장치
 - ▶ 전문투자자가 거래하는 사모펀드 등을 계열사 판매비중 산식에서 제외한 2018년 제도 개선은 규제의 취지에 부합
- 추가적으로 규제의 실효성 강화를 위해 현행 지표에 더해 공모펀드 판매시장을 보다 세분한 보조지표를 활용하는 방안
 - ▶ 연금시장과 비연금시장은 고객, 자금의 성격, 운용 목적, 투자성향 등이 다른 이질적이고 분절된 시장임
- 판매한도 공시 항목 확대: 기본지표 + 보조지표
 - ▶ 기본지표: 현행 규정상 계열사펀드 판매비중, 규제준수 여부 판단
 - ▶ 보조지표공시
 - 실제 계열사펀드 총판매비중(금융당국 추진 발표)
 - 연금시장과 비연금시장 계열사펀드 판매비중

리테일 공모펀드 판매액(MMF 제외)

(단위: 조원)

	개인	일반법인	합계
2018	64.6	4.3	68.9
2019	76.4	6.2	82.7
2020	83.0	6.7	89.7
2021	85.7	8.4	94.1
2022	84.2	6.5	90.7

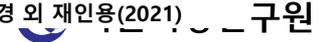
자료: 금융투자협회

리테일 공모펀드 순자산

(단위: 조원)

유형		규모
퇴직연금	DB	4.3
	DC	9.6
	기업형IRP	1.1
	개인형IRP	8.3
	계	22.3
개인형(연금저축)		18.9
ISA	신탁형	5.6
	일임형	6.3
	계	12.0
퇴직연금+개인연금+ISA 계		53.2
증권사 투자일임		31.7+

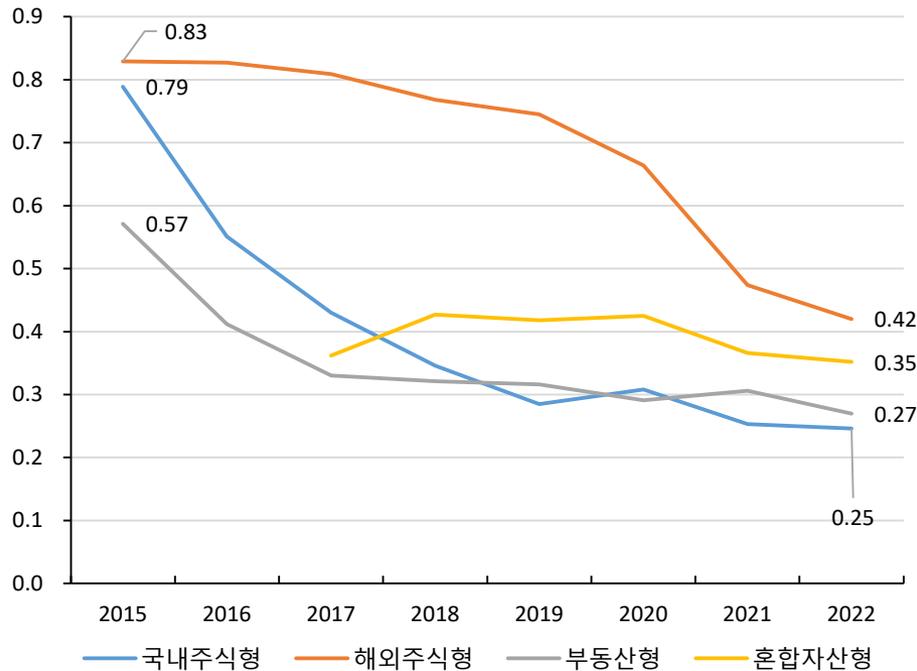
주 : 2020년말 기준

자료: 금융투자협회, 금융감독원, 개별 증권사의 영업보고서, 권민경 외 재인용(2021)  구원

2. 판매보수_현황(1)

- 판매보수는 지속 하락, 수준 자체로 인한 이해상충 여지는 크지 않음
 - › 주식형 판매보수율 큰 폭 하락: 국내주식형 0.79 → 0.25, 해외주식형 0.83 → 0.42
 - › 투자자 펀드 선택 기준으로 판매보수를 중시하는 응답률은 낮아짐(설문조사)
 - › 거꾸로, 판매보수 지속 하락 따른 판매사의 마케팅 유인 약화(계좌관리, TA, 전산 등의 고정비는 점진 증가)되며 투자자편익이 약화되는 문제 발생

펀드유형별 판매보수율 추이



자료: 금융투자협회

펀드 선택 기준(설문조사)

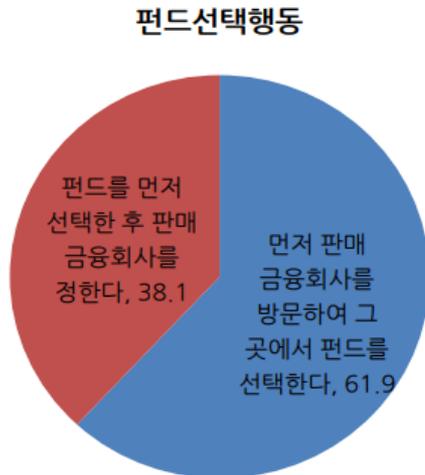
이유	2022	2016
해당 펀드의 지금까지 성과(수익률)	30.0	42.2
펀드 자산운용사의 과거 운용 성과(수익률)	20.0	24.8
투자위험	16.6	3.1
펀드 운용전략	6.5	-
돈이 많이 몰리는 펀드	7.2	6.6
펀드 수수료 및 보수 등의 투자비용	8.5	14.5
펀드의 규모	4.8	5.0
자산운용사의 명성	3.3	1.2
펀드매니저의 명성	1.3	3.6
펀드의 설정일	0.8	0.9
기타	1.0	1.2

자료: 한국금융소비자보호재단(2023, 2017)

2. 판매보수_현황(2)

- 펀드 구매 방식/경로 다변화에 따른 채널서비스 차이를 보수체계에 반영하는데 어려움
 - › (선택 방식) 펀드 투자자의 약 40%는 미리 구매할 펀드를 정하고 채널에서 펀드를 구입(2017): 투자 권유 없는 단순판매(구매)
 - › (구매 경로) 직접 방문은 절반 이하로 줄고, 온라인 방식이 과반
 - › (판매사 애로) 새로운 펀드 추천 등 차별적 판매서비스를 판매보수로 보상 받지 못함 → 판매서비스 제고 유인 약화
 - 판매보수율은 집합투자규약 통해 판매채널의 서비스 차이에 관계없이 일괄 적용

펀드 선택 방식(설문조사)



자료: 한국금융소비자보호재단(2018)

펀드 구매 경로(설문조사)

이유	2022	2021
금융회사를 직접 방문	47.6	50.9
금융회사의 인터넷 사이트 이용	25.3	25.1
모바일 채널 이용	32.9	32.4
투자 권유 대행인을 통해 구입	10.2	11.7
펀드슈퍼마켓(FOSS)을 통해 구입	4.9	6.7
기타	2.4	1.4

자료: 한국금융소비자보호재단(2023)

2. 판매보수_합리화방안

- 판매서비스수준을 범주화 하고, 투자자가 선택하는 방안
 - › 클린(G)클래스: 2016년 "투자권유 없이" 펀드 매수하는 클래스 도입. 현재 미활성화
 - › 판매 프로세스 정비: 1단계(일반투자자 확인) → 2단계(펀드 리스트 제시하고 단순판매, 투자권유 의향 질문) → 3단계(단순판매, 투자권유, 적극자문에 따라 다른 판매프로세스 진행)
 - › G 클래스 등 활성화 위해 인센티브 도입 또는 신규펀드 클래스 설정 의무화

투자자 선택옵션	판매사 서비스	클래스	판매보수율
단순판매	판매 전 : 펀드리스트 제시 판매 후: 사후관리	G 클래스	현행보다 낮음
투자권유	판매 전: 투자권유 판매 후: 사후관리	A, C 등 기존 클래스	현행
적극자문	판매 전: 투자권유 판매 후: 계속 자문+ 사후관리		현행보다 높음

3. 펀드 생태계 복원력_현황(1)

○ 수탁기피 현상 지속

- › 2019~2020 사모펀드 규제 강화에도 불구하고 신규설정 사모펀드 수 감소세 지속
 - 특히, 개인적격투자자 참여가 많은 혼합자산형, 파생형 사모펀드 위축세 지속
- › 낮은 수탁보수 대비 과도한 책임부담으로 구조적 수탁기피 가능성

신규설정 사모펀드 수 추이

(단위: 개)

기준 일자	주식	혼합 주식	혼합 채권	채권	재간접	파생형	부동산	특별 자산	혼합 자산	합계
2017말	71	31	116	1,261	87	1,175	325	205	758	4,031
2018말	133	78	166	1,767	215	1,630	651	421	1,826	6,892
2019말	111	70	128	548	187	85	447	285	682	2,546
2020말	139	106	243	241	185	112	470	283	678	2,457
2021말	79	58	116	320	148	37	346	231	406	1,746
2022말	35	27	48	152	41	12	65	58	153	591

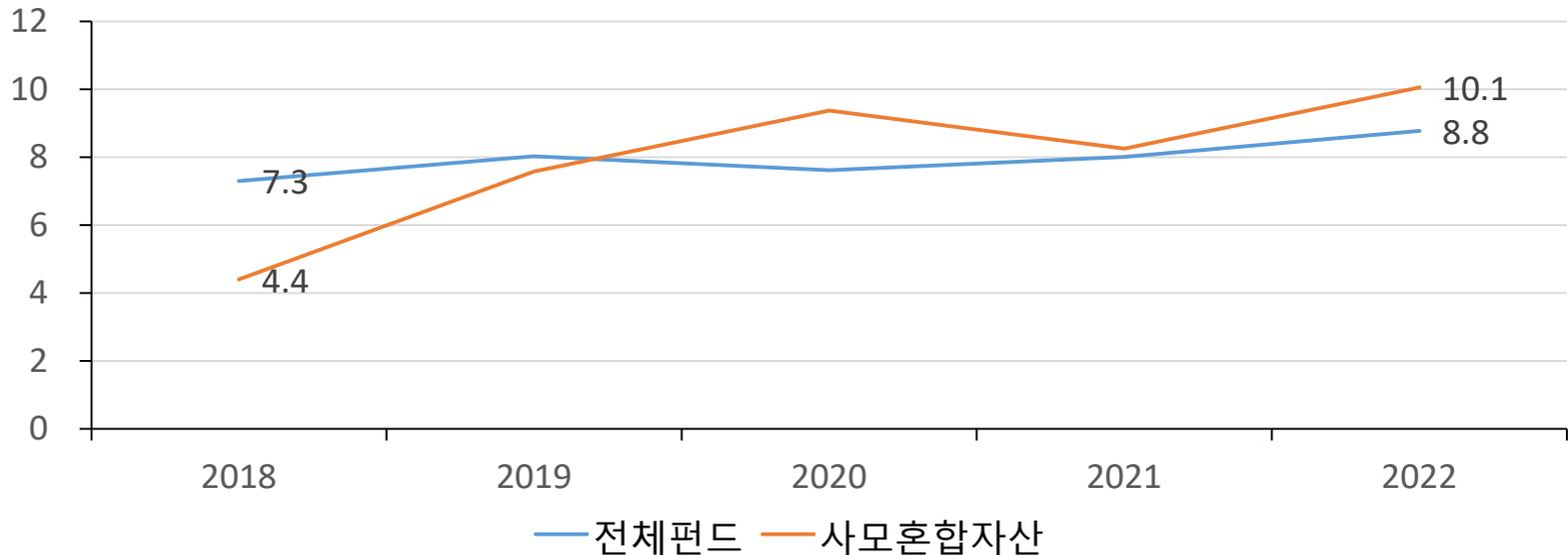
자료: 금융투자협회

3. 펀드 생태계 복원력_현황(2)

○ 사모펀드 판매채널 복원 지연

- › 기존 PB채널 복원 지연, 최소투자금액 상향 등으로 기존 채널 정상화 어려움
- › 직판은 증가하고 있으나, 채널 부족 해소엔 역부족

기타기관(직판포함)의 판매채널 비중(판매잔고 기준)



자료: 금융투자협회



Thank You!