

VI. 적합성원칙에 기초한 맞춤형 구현

맞춤형이라는 구조에 주목하면, 국내 보험회사들이 자산관리서비스에 대해 보유한 경험과 노하우는 부족한 상태이다. 현재 국내에서 제공되는 자산관리 서비스는 고객별 개별관리라는 형식적 차이를 제외하면 표준형 집합투자회와 유사한 금융투자상품이다. 즉 계좌만 별도로 관리될 뿐 동일한 모델포트폴리오가 복수의 고객에게 제시되며, 형식적인 위험성향 파악절차가 활용이 되고는 있으나 고객별 포트폴리오 구성이 보편화되지 못하고 있다.

이로 인하여 불완전 판매와 관련한 분쟁이 발생할 가능성이 높다. 이는 금융회사들의 적합성에 대한 인식이 충분하지 못하며, 적합성과 관련된 제도나 관행이 정착되어 있지 못하기 때문이라고 판단된다. 비록 자본시장법과 보험업법 개정안에서 적합성 원칙이 강화되고 있으나, 적합성 관련 업무절차의 표준화가 달성되기까지는 상당한 시간이 소요될 것으로 예상된다.

특히 표준형 금융상품과 달리 맞춤형 프로그램에서는 스폰서가 고객에게 상품 매입을 일방적으로 권유하는 영업방식이 활용될 수 없으며, 적합성 원칙이 크게 강조된다. 해외 금융선진국에서는 맞춤형 프로그램 개발이 상대적으로 오래 전에 시작되었던 만큼, 적합성 원칙을 준수하면서 수익성을 확보할 수 있는 역량이 상당부분 축적되어 있다. 국내 스폰서는 해외의 선진사례를 참조하여 적합성 원칙에 충실한 사업모델 구축을 도모할 필요가 있다. 이를 위해 본 장에서 적합성 원칙에 기초한 업무절차로서 투자정책서 작성과 성과 보고 기준에 대한 내용을 살펴본다.

1. 적합성원칙 관련 제도 변화

가. 적합성원칙 관련 규정

자본시장법은 적합성원칙 규정(제46조)을 명시적으로 도입하였다. 첫째, 금융투자업자는 투자자가 일반투자자인지 전문투자자인지의 여부를 확인하여야

한다. 둘째, 금융투자업자는 일반투자자에게 투자권유를 하기 전에 면담·질문 등을 통하여 일반투자자의 투자목적·재산상황 및 투자경험 등의 정보를 파악하고, 일반투자자로부터 서명⁶⁸⁾, 기명날인, 녹취, 그 밖의 방법(전자우편, 우편, 전화자동응답시스템)⁶⁹⁾으로 확인을 받아 이를 유지·관리하여야 하며, 확인받은 내용을 투자자에게 지체 없이 제공하여야 한다. 셋째, 금융투자업자는 일반투자자에게 투자권유를 하는 경우에는 일반투자자의 투자목적·재산상황 및 투자경험 등에 비추어 그 일반투자자에게 적합하지 아니하다고 인정되는 투자권유를 하여서는 아니 된다.

자본시장법은 적정성 관련 규정(제46조의 2)도 명시적으로 도입하였다. 첫째, 금융투자업자는 일반투자자에게 투자권유를 하지 아니하고 파생상품⁷⁰⁾을 판매하려는 경우에는 면담·질문 등을 통하여 그 일반투자자의 투자목적·재산상황 및 투자경험 등의 정보를 파악하여야 한다. 둘째, 금융투자업자는 일반투자자의 투자목적·재산상황 및 투자경험 등에 비추어 해당 파생상품이 그 일반투자자에게 적당하지 아니하다고 판단되는 경우에는 그 사실을 알리고,⁷¹⁾ 일반투자자로부터 서명, 기명날인, 녹취로 확인을 받아야 한다.⁷²⁾

한편 보험업법 개정안에도 적합성원칙 관련 규정(제95조의 3)이 포함되어 있다. 첫째, 보험회사나 보험의 모집에 종사하는 자는 일반보험계약자가 보험계약을 체결하기 전에 면담 또는 질문을 통하여 보험계약자의 연령, 재산상황, 보험가입의 목적⁷³⁾을 파악하고 일반보험계약자의 서명,⁷⁴⁾ 기명날인, 녹취로 확인을 받아 유지·관리하여야 하며,⁷⁵⁾ 확인받은 내용은 일반보험계약자에게 지

68) 「전자서명법」 제2조 제2호에 따른 전자서명을 포함한다.

69) 자본시장법 시행령 제52조에서 전자우편(그 밖에 이와 비슷한 전자통신), 우편, 자동응답시스템(ARS)을 규정하고 있다.

70) 그 밖에 대통령령으로 정하는 금융투자상품도 본 규정이 적용 되지만, 현재 자본시장법 시행령에서는 관련 사항을 정하고 있지 않다.

71) 대통령령으로 정하는 바에 따르도록 되어 있으나, 현재 자본시장법 시행령에서는 관련 사항을 정하고 있지 않다.

72) 그 밖에 대통령령으로 정하는 방법에 따르도록 되어 있으나, 현재 자본시장법 시행령에서는 관련 사항을 정하고 있지 않다.

73) 대통령령으로 정하는 사항을 포함한다.

74) 「전자서명법」 제2조제2호에 따른 전자서명을 포함한다.

75) 그 밖에 대통령령으로 정하는 방법을 포함한다.

체 없이 제공하여야 한다. 둘째, 보험회사나 보험의 모집에 종사하는 자는 일반보험계약자의 연령, 재산상황, 보험가입의 목적 등에 비추어 그 일반보험계약자에게 적합하지 아니하다고 인정되는 보험계약의 체결을 권유하여서는 아니 된다. 셋째, 적합성원칙이 적용되는 보험상품, 일반보험계약자로부터 확인을 받아야 할 내용, 확인 내용의 유지·관리기간은 대통령령으로 정한다.

나. 적합성원칙 관련 업무처리지침

자본시장법 시행으로 강화된 적합성원칙이 실제로 적용되는 과정에서, 구체적인 투자권유 절차·방식과 관련하여 유권해석이 필요한 상황들이 발생하고 있다. 이에 따라 금융위원회·금융감독원·금융투자협회는 자본시장법 시행이후 제기된 내용을 중심으로, 투자권유 관련 업무처리에 대한 해설지침을 마련하였다.⁷⁶⁾ 금융위원회·금융감독원·금융투자협회가 마련한 투자권유 관련 업무처리 해설지침은, 현장에서 제기되는 의문사항을 해소함으로써 자본시장법상 강화된 투자자보호 장치가 조속히 정착되는데 기여할 것으로 기대된다. 맞춤형 프로그램을 제공하는 과정에서 스폰서가 참조하여야 할 내용은 다음과 같다.

첫째, 자본시장법상 적합성원칙은 스폰서가 투자권유를 할 경우 의무적으로 적용하여야 하는 것이다. 따라서 투자권유가 수반되지 않는 일반상품(파생상품 제외)을 거래하는 경우에는,⁷⁷⁾ 적합성원칙을 적용해야 할 법상의무는 존재하지 않는 것으로 해석된다. 파생상품·파생결합증권·파생펀드에 대해서는, 적정성원칙에 따라 투자권유가 수반되지 않더라도 고객 정보를 확인하고 거래의 적정성을 판단할 의무가 존재한다.

둘째, 자본시장법상 투자권유는 특정 고객을 상대로 금융투자상품의 매매나 투자자문계약·투자일임계약·신탁계약의 체결을 권유하는 것을 말한다. 따라서 단순한 상품설명, 특정상품의 매매·계약체결의 권유가 수반되지 않는 단순한 상담이나 금융투자상품 안내는 투자권유에 해당하지 않는다. 다만, 스폰서가 전자우편을 통한 광고나 안내행위를 활용하여 사실상 투자를 권유하는 행위

76) 동 해설지침은 법 시행이전 금융투자협회가 마련·공표한 '표준투자권유준칙' 내용을 개별 사례에 맞게 보다 구체화한 것이다. 금융위원회(2009)를 참조한다.

77) 예를 들어, 고객이 투자권유를 원하지 않고 특정 상품 거래를 희망하는 경우이다.

는 제한된다.

셋째, 투자권유 제한과 투자가능 여부는 별개의 문제이다. 적합성원칙은 고객성향과 맞지 않는 금융투자상품에 대한 스폰서의 투자권유를 제한하는 것이며, 투자권유가 수반되지 않는 고객의 매매까지 제한하는 것은 아니다. 예를 들어, 투자경험이 부족한 위험중립적 고객에게 주식에 대한 투자를 권유하는 행위는 제한된다. 그러나 고객이 스폰서의 투자성향 판단결과나 투자위험 고지를 통해 본인의 주식 투자 부적절 사실을 명확히 인지하였음에도 불구하고, 스스로의 판단에 따라 거래를 희망할 경우⁷⁸⁾에는 거래를 하는 것이 가능하다. 다만 스폰서가 투자권유가 불가능한 금융투자상품을 고객에게 판매할 의도로, 고객으로 하여금 투자권유를 원하지 않도록 유도하는 것은 제한된다.⁷⁹⁾

넷째, 동일 계좌에서 이미 보유한 금융투자상품과 동일한 상품을 추가로 매입하는 경우로서 투자권유가 수반되지 않는 때에는 스폰서가 적합성원칙 관련 업무절차를 생략하는 것이 가능하다.

다섯째, 스폰서가 온라인을 통해 맞춤형 프로그램을 제공하는 경우 적합성원칙에 기초한 투자권유 절차를 구현한 시스템을 온라인상에 구축하여야 한다. 즉 고객이 본인의 투자성향과 투자대상의 위험정도를 온라인상에서 확인할 수 있어야 한다. 또한 투자권유가 수반되지 않는 경우에는 고객이 투자권유가 없는 상태에서 투자한다는 사실을 인지할 수 있어야 한다.

다. 적합성원칙 관련 업무절차 개선 필요성

적합성원칙과 관련된 업무절차는 네 단계로 구성된다. 첫 단계는 고객정보를 파악(Know-Your Customer-Rule)하는 것이다. 스폰서는 투자권유를 하기 전에 면담, 질문 등을 통하여 고객의 투자목적, 재산상황, 투자경험에 대한 정보를 파악해야 한다. 파생상품이 포함된 프로그램에 대해서는 적정성원칙에 따라, 투자권유가 없더라도 면담, 질문 등을 통하여 고객정보를 반드시 파악

78) 결과적으로 금융투자업자의 투자권유를 원하지 않는 경우이다.

79) 이와 관련하여 감독당국은 미스터리쇼핑을 통해 감독을 강화할 예정이다.

해야 한다.

두 번째 단계는 고객의 투자성향을 파악하는 것이다. 스폰서는 면담, 질문을 통하여 파악된 고객정보를 활용하여 고객의 투자성향을 분류해야 한다. 예를 들어, 고객정보를 점수화하여 고객의 투자성향을 5단계로 분류(안정형, 안정추구형, 위험중립형, 적극투자형, 공격투자형)할 수 있다.

세 번째 단계는 프로그램의 투자위험도를 파악(Know-Your Product-Rule)하는 것이다. 스폰서는 자체기준에 따라 프로그램의 위험도를 분류해야 한다. 예를 들어, 프로그램의 위험도를 5단계로 분류(초저위험, 저위험, 중위험, 고위험, 초고위험)할 수 있다.

네 번째 단계는 적합성원칙에 기초하여 고객에게 적합한 프로그램을 권유하는 것이다. 스폰서는 고객의 투자성향과 프로그램의 위험도를 고려하여 고객에게 적합한 프로그램을 권유해야 한다. 스폰서는 고객의 투자성향에 비추어 고객이 희망하는 프로그램이 고객에게 적정하지 않다고 판단되는 경우에는 그 사실을 고객에게 알려야 한다.

이와 같은 업무절차를 고객과 스폰서 사이에 합의가 이루어지고 사후적으로 이견이 발생하지 않는다면 맞춤형 프로그램이 활성화될 수 있다. 그런데 투자권유 행위가 수반되었는지 여부에 대한 고객과 스폰서 사이에 상황인식이 다를 수 있고 이로 인하여 법적분쟁이 발생할 수 있는 것이 현실이다. 향후 제기될 수 있는 불완전판매 가능성을 줄이고, 법적 분쟁의 소지를 최소화하기 위해서는 업무절차를 보다 정확하게 설계할 필요가 있다. 무엇보다도 스폰서가 신의성실원칙에 따라 공정하게 프로그램을 운영하여야 할 의무⁸⁰⁾를 부담한다는 점에 주목할 필요가 있다. 따라서 스폰서가 신의성실원칙을 충실히 이행하였음을 사후적으로 쉽게 입증할 수 있어야 한다. 기본적으로 스폰서는 최초 거래에 있어서 기본적인 고객 정보 확인을 통해 거래 적합성을 판단하는 것이 바람직하다. 또한 해외 금융선진국에서 이미 관행으로서 정착된 투자정책서 작성과 표준화된 성과보고기준 사용을 적극적으로 활용할 필요가 있다. 이하에서 관련 내용을 간략히 소개한다.

80) 자본시장법 제37조(신의성실의무 등)가 이러한 의무를 규정한다.

2. 투자정책서 작성

투자정책서의 내용은 고객과 스폰서 양자의 의사소통과 의견조율을 위한 토대가 된다. 스폰서는 투자정책서에 제시된 위험목표와 제약조건을 충족시키는 범위 내에서 수익목표를 달성하게 된다. 또한 투자정책서는 고객이 스폰서에게 위임하는 운용재량권의 범위를 규정한다. 더 나아가 고객과 스폰서가 합의한 내용이 제3자에게 전달되는데 중요한 역할을 한다.

그런데 국내에서는 대형 기관투자자들만이 투자정책서를 작성하고 있으며, 개인 고객들에 대해서는 투자정책서의 활용이 제한적인 것으로 보인다. 그러나 향후 개인신탁을 활용한 맞춤형 프로그램이 활성화되기 위해서는 투자정책서 작성이 보편화되어야 할 것이다. 또한 불완전판매와 관련한 분쟁이 발생했을 때 투자정책서가 판단근거로 활용될 수 있는 만큼, 스폰서 입장에서도 적합성원칙이 강화된 것에 대응하여 투자정책서를 적극적으로 활용할 필요가 있다고 생각한다.

가. 투자정책서 내용

투자정책서 내용 자체는 고객이 원하는 바에 따라 구성되는 것이 원칙이지만, 대체적인 구성항목(수익목표, 투자목표, 제약조건)은 표준화되어 있다. 투자정책서에 기술되는 수익목표로는 희망수익과 필요수익이 포함되며, 위험목표로는 위험수용능력과 위험수용의향이 포함되고, 제약조건으로는 유동성, 투자기간, 세금, 법규제적 환경, 고객별 고유한 환경이 포함된다. 아래 표는 투자정책서에 포함되는 항목들과 대표적인 내용을 보여준다.

〈표 VI-1〉 투자정책서 구성 항목과 내용

	항 목	내 용
목 표	수익목표	필요수익, 희망수익
	위험목표	위험수용능력, 위험수용의향
제 약 조 건	유동성	계속성 지출, 예상외 사건, 부의 유동성
	투자기간	라이프사이클 국면
	세금	소득세, 자본이득세, 상속증여세, 재산세
	법규제 환경	세금, 자산소유권 관련 관할지역
	고객별 고유환경	특정 요구(목적, 자산, 브로커), 프라이버시

1) 투자목표

투자정책서에 기술되는 투자목표는 수익목표와 위험목표로 구성되는데, 주어진 환경에서 양자의 동시적 달성이 가능하도록 투자목표가 설정된다. 우선 수익목표는 고객의 위험내성(risk tolerance)을 비추어 고객에게 제공될 수 있는 필요수익(required return)과 희망수익(desired return)이 구분되어 기술된다. 필요수익은 고객의 핵심적인 재무목표를 달성하기 위해 요구되는 수익수준을 의미하는 반면, 희망수익은 부차적인 재무목표를 달성하기 위해 고객이 원하는 수익수준을 나타낸다.

다음으로 위험목표는 고객의 전반적인 위험내성을 기초로 하여 설정되는데, 위험수용능력과 위험수용의향이 구분된다. 첫째 고객의 위험수용능력(ability to take risk)은 재무목표, 해당 목표가 달성되어야 하는 기한, 해당 목표 달성에 활용될 수 있는 자원의 양에 따라 달라진다. 또한 핵심적인 재무목표의 중요성(해당 목표가 달성되지 못했을 때의 심각성)과 해당 목표를 감안하여 고객 포트폴리오가 감당할 수 있는 손실의 규모도 위험수용능력에 영향을 준다.

둘째, 고객의 위험수용의향(willingness to take risk)은 심리적 요인에 따라 달라진다. 고객의 주관적 의향에 대한 정량적 측정이 쉽지 않으므로 정성적 기법이 활용된다. 위험수용의향은 시간의 흐름에 따라 변동할 뿐만 아니라 위험수용능력과 일치하지 않는 것이 일반적이다.

2) 제약조건

투자정책서는 제약조건으로서 유동성, 투자기간, 세금, 법규제적 환경, 고객별 고유한 환경이 기술된다.

첫째, 고객이 필요로 하는 최소 유동성 수준이 투자정책서에 기재된다. 이때 유동성(liquidity)은 포트폴리오가 현금지출 수요(예상 및 예상외 수요)에 효율적으로 대응할 수 있는 능력을 의미하는 만큼, 그 수준은 포트폴리오에 편입된 투자대상의 특성(거래비용과 가격변동성)에 의해 결정된다. 유동성 관련 제약조건은 고객의 위험수용능력을 제한하게 된다. 예를 들어, 일상적인 생활을 유지하기 위한 계속성지출(ongoing expenses)이 클 경우, 예상외 사건(갑작스러운 실직이나 손실)의 발생가능성이 클 경우, 그리고 부(-)의 유동성 사건(미래 현금흐름의 불연속적 발생이나 계속성지출상의 큰 변화)이 예정되어 있을 경우에 위험수용능력은 축소된다. 이러한 점을 감안하여 고객이 보유한 핵심적인 비유동성 자산을 정확히 파악한 후 해당 자산이 전체 포트폴리오에서 차지하는 비중을 투자정책서에 기술할 필요가 있다.

둘째, 고객이 원하는 투자기간이 투자정책서에 기재된다. 투자기간에 따라 수익목표와 유동성 제약조건이 달라질 수 있는데, 특히 해당 투자기간 동안 고객의 생애국면이 전환되는지 여부가 중요한 의미를 갖는다. 예를 들어, 고객의 핵심적인 재무목표가 일단 달성되면 다세대간 상속계획의 관점에서 수익목표와 위험목표가 재설정된다.

셋째, 고객이 직면한 세금부채가 투자정책서에 기재된다. 고객별로 세금 관련 규정에 상당한 편차가 존재하는데, 보편적으로 소득세, 자본이득세, 상속증여세, 재산세에 관한 내용이 투자정책서에서 고려된다.

넷째, 고객 포트폴리오의 운용 시 고려해야 하는 법규제적인 제약조건이 투자정책서에 기재된다. 대부분의 경우 세금, 자산소유권의 이전과 관련된 내용이다. 법규제적 제약조건 작성 시에는 자격을 갖춘 변호사가 참여하는 것이 관행이다. 또한 수탁인으로서 선관주의의무(fiduciary duty)를 부담하는 스폰서에게는 신중한 투자자(prudent investor) 원칙이 적용되므로 이에 대한 내용도 제약조건에 포함된다.

다섯째, 고객이 요구하는 개별적인 요구사항이 제약조건으로 투자정책서에 기재된다. 경우에 따라서는 개별적 요구가 운용재량권을 크게 제약할 수 있다. 예를 들어, 사회책임투자와 같이 별도의 목적을 추구하거나 매각이 법적으로 제한된 자산에 대해 투자하라는 요구, 특정 브로커를 통해 자산 매매를 요청하거나 보편적인 수준이상으로 프라이버시를 보호해달라는 요구 등이 기술된다.

나. 활용방향

1) 투자목표 설정 관련 고려사항

고객의 수익목표 설정에서는 필요수익의 산정이 중요하다. 필요수익은 연간 지출수준과 장기적인 저축목표를 고려하여 추정되는데, 그 과정에서 현금흐름 분석(cash flow analysis)이 활용될 수 있다. 고객과의 면담이나 기초자료조사를 통해 미래에 발생할 현금흐름을 파악한 후, 고객이 원하는 투자기간 동안 발생할 현금흐름을 현금흐름표(cash flow statement)로 작성하는 것이다. 현금흐름표를 통해 미래에 발생할 다양한 사건들(소득수준 변화, 생활비 지출수준 변화, 비재무적 사건 등)의 누적적 효과가 추정되어야 한다.

2) 제약조건 관련 고려사항

제약조건을 설정할 때 고려되어야 할 사항들은 다음과 같다. 첫째, 유동성 제약 설정 시 주거지가 신중히 고려되어야 한다. 일부 고객들은 주거지를 포트폴리오에 편입된 자산들 중 하나로 간주하는데, 주거지의 기대수익을 추정하는 것은 쉽지 않다. 다른 고객들은 주거지를 특수한 자산으로 간주하여 포트폴리오에 포함하지 않는다. 이러한 고객들이 주거지에 부여하는 정서적 애착은 고객에 따라 상이한 만큼 개별 고객의 정서적 태도까지 고려되어야 한다.

주거지를 장기적인 주거 필요나 상속계획을 위한 수단으로 활용하는 고객도 존재한다. 이러한 고객을 위해서는 주거지와 관련된 위험을 효과적으로 관리할 수 있는 수단까지도 함께 제시하여야 한다.⁸¹⁾ 예를 들어, 거래당사자 일

방이 고정이자율을 지불하는 대신 다른 일방은 부동산 가격의 수익률을 지불하는 부동산스왑을 생각해 볼 수 있다.⁸²⁾ 부동산스왑이 활용되면 주거지 보유로 인하여 발생하는 손실이 스왑계약에서 발생하는 수익에 의해 상쇄될 수 있다.

둘째, 투자기간 제약과 세금 관련 제약 설정 시 고객의 자산이전 계획이 기술되어야 한다.⁸³⁾ 상속계획에서는 자산이전(wealth transfer) 시점과 그 법적 형태의 결정이 핵심이다.

자산이전은 고객이 미래에 부담하게 될 상속세 부담을 최소화하는 시점에서 이루어져야 하는데, 기본적으로 세금규정과 평균적인 여명(life expectancy)에 따라 달라진다.⁸⁴⁾ 다음 세대의 세금부담까지 포함하여 판단하자면 자산이 조기에 이전되는 것이 보다 유리할 수 있다. 자산이전 시점을 앞당기면 다음 세대의 세금부담이 감소하여 세후 자산가치가 극대화되기 때문이다. 또한 여러 세대의 세금부담을 함께 고려하는 경우, 자산이 다음 세대가 아닌 그 후 세대에게 바로 이전되는 것이 보다 유리할 수 있다.

법적형태와 관련하여서는 개인신탁의 활용 여부가 고려되어야 한다. 개인신탁을 활용하면 위탁자가 사망 시 재산 소유권 이전이 용이하고 효율적인 절세계획의 실행이 가능하다. 신탁의 조건에 따라 신탁재산의 소유권이나 납세의무의 귀속을 달리할 수 있기 때문이다. 취소가능신탁의 경우, 위탁자가 신탁재산의 관리와 처분을 통제할 수 있다는 점에서 신탁재산으로부터 생성되는 소득이나 자본이득에 대한 납세의무도 위탁자에게 부과된다. 반면 취소불

81) 고객이 자산의 대부분을 주거지 형태로 보유하면 높은 수준의 시장위험과 유동성위험에 노출된다. 또한 주거지는 유동성이 낮기 때문에 대형손실과 현금흐름의 불균형을 야기할 수 있다.

82) 이러한 스왑계약을 부동산스왑(property swap)이라고 하는데, 계약의 명목금액만큼 거시적인 자산가치 변동 위험을 제거할 수 있다는 점에 주목하여, Robert Shiller는 이를 거시증권(macro securities)으로 명명하였다. 진익·한지연(2006)을 참조

83) 자산이전 전략은 포트폴리오 운용보다는 세금과 상속계획에서 보다 활발하게 활용된다. 그러나 자산관리서비스 스폰서가 상속계획에 대한 고객의 필요를 가장 먼저 인지하고 필요한 법적상담을 자문할 수 있는 위치에 있다는 점에서, 스폰서는 자문과정에서 필요한 상속계획 관련 원칙과 지식을 습득하고 있는 것이 바람직하다.

84) 자산이전 시점은 보편적인 요인들(세금회피, 세금이연, 채투자수익의 극대화 등)에 의해 결정된다. 이를 위해 고객의 순자산 규모, 기간, 자선의향과 더불어 상속자의 나이, 성숙도, 면세 자격이 고려된다.

능신탁의 경우, 위탁자가 신탁재산의 관리와 처분을 통제할 수 없다는 점에서 신탁재산에서 생성되는 소득이나 자본이득에 대한 납세의무는 신탁에 부과된다. 이에 따라 취소불능신탁이 설정되는 시점에서 상속증여세가 부과된다. 또한 잔여재산 수익자에 대한 실질적인 증여 시점은 이연되지만 신탁이 설정되는 시점에서 잔여 신탁재산의 현재가치에 대해 상속증여세가 부과된다. 따라서 최대 한계세율에 직면하는 고객의 경우, 개인신탁을 활용한 세금부담 효과가 클 수 있다.⁸⁵⁾

3. 성과보고 기준

가. 성과보고기준 정립 필요성

자산관리서비스에서 스폰서가 갖추어야 할 가장 중요한 역량은 고객과 신뢰관계를 장기적으로 유지하는 것이다. 대규모 자금을 보유한 고객으로부터 장기적이고 지속적으로 유치할 수 있을 때 수익성 확보가 가능하기 때문이다. 해외 금융선진국의 경험을 보면 뛰어난 성과를 거두는 것도 중요하지만 고객이 요구한 바를 정확하게 달성하였다는 믿음이 더 중요하다.

합리적이고 투명한 성과보고 기준을 마련하는 것은 적합성 원칙이 정착되기 위한 전제조건이다. 이러한 문제의식에 따라 성과보고 관련 글로벌 표준인 GIPS를 국내에서도 자산관리서비스에 적용할 필요가 있다.

1) 성과보고 시 맞춤형 프로그램의 특수성

맞춤형 프로그램의 활성화를 위해서는 펀드의 운용성과를 스타일에 따라 정확하게 공시할 수 있는 기준이 마련되어야 한다. 운용스타일을 반영한 성과보고기준의 마련은 맞춤형 프로그램에서의 적합성 원칙 준수를 위해 기본적

85) 세금부담은 두 측면에서 발생된다. 세금을 납부하는 시점에서 세율만큼 수익률이 감소하며, 재투자 규모가 축소되어 최종 수익률이 추가로 감소한다.

으로 요구되는 사항이다.

맞춤형 프로그램은 스폰서의 존재, 결합보수, 다양한 스타일의 조합으로 인하여 표준화된 집합투자차별화되는 특징을 갖는 만큼, 성과보고에서도 해당 특징이 고려되어야 한다. 우선 맞춤형 프로그램에서는 고객과 운용자 사이에 스폰서가 개입하는데, 이는 고객 입장에서 볼 때 투명성 저하의 원인이 될 수 있다. 따라서 완전하고 공정한 보고를 위해 표준형 집합투자에서와는 다른 별도의 보고기준이 요구된다.

다음으로 맞춤형 프로그램에서는 결합보수체계가 기본이다.⁸⁶⁾ 결합보수체계에서는 고객이 자신이 지불하는 수수료의 세부적인 사항을 파악하거나 특정 서비스로부터 요구되는 수수료를 명확히 규명하기 어렵다. 이를 감안하여 결합보수와 관련된 별도의 보고기준이 마련될 필요가 있다.

마지막으로 맞춤형 프로그램에서는 별도의 스타일을 추구하는 하위계좌들의 조합으로 구성되는 경우가 빈번하다. 따라서 맞춤형 프로그램의 성과는 운용스타일에 따라 정의된 컴포지트별로 보고되는 것이 바람직하다. 그런데 컴포지트를 정의하고 구성하는 과정에서 고려해야 할 사항들이 적지 않다. 컴포지트를 너무 포괄적으로 정의하면, 상이한 운용스타일을 추구하는 운용자들이 하나의 컴포지트에 편입되어 해당 컴포지트 내 성과편차가 커진다. 반대로 컴포지트의 정의가 너무 협소하게 설정되면, 극소수의 운용자만이 해당 컴포지트에 포함되어 운용스타일을 대표하기 어렵다. 이러한 점을 감안하여 유사한 운용스타일에 따라 컴포지트를 정의하고 운용자를 유형화할 수 있는 기준이 요구된다.

2) GIPS 일반원칙

글로벌 성과보고기준인 GIPS(Global Investment Performance Standards)를 활용하여 맞춤형 프로그램 성과를 보고할 것을 제안한다. GIPS는 수익률 계산방법, 컴포지트 구성, 성과보고에 관한 내용을 규정하고 있다. 맞춤형 프로

86) 거래수수료, 운용수수료, (예탁)보관수수료, 사무관리수수료를 모두 포함하는 단일 보수가 부과된다.

그림과 관련된 GIPS의 내용을 간략히 소개하자면 다음과 같다.

맞춤형 프로그램도 간접투자의 일종으로 이해할 수 있는 만큼 간접투자 전반에 적용되는 GIPS 일반원칙이 적용된다. 첫째, 스폰서는 성과보고와 관련된 모든 법과 규정을 준수해야 하며, 성과 보고 시 성과는 거래비용을 차감한 후의 수익률을 사용해야 한다.

둘째, 스폰서는 투자자의 요청이 있는 경우 보고한 성과를 입증할 수 있도록 관련 데이터를 보관해야 한다. 스폰서는 수익률 산정에 사용된 모든 데이터와 정보(이자, 기초 및 기말 시가총액 등)를 확보해야 하는데, 특히 채권이자 등에 대해서는 발생주의(accrual basis)에 입각해야 한다.

셋째, 스폰서는 수익률을 산정함에 있어 사전에 정한 기준에 따르되 기간수익률의 기하평균을 이용해야 한다. 단 존속기간이 1년보다 짧은 경우에는 기간수익률을 연수익률로 환산하여서는 안 된다. 또한 보고하는 수익률은 해당 기간 동안 실제로 발생한 거래비용을 차감하여 계산되어야 한다. 수수료 차감 후 순수익률은 총 수익률에서 거래비용과 운용수수료를 차감하여 계산해야 한다. 한편 컴포지트 수익률로는 해당 컴포지트에 속한 운용자들의 수익률을 해당기간 시작시점에서의 시가총액 비중으로 가중한 평균값을 보고해야 한다.

넷째, 스폰서는 제공하는 운용전략에 따라 컴포지트를 구성해야 한다. 고객에게 수수료를 부과하는 모든 일임형 계좌는 적어도 하나의 컴포지트에 반드시 포함되어야 하며,⁸⁷⁾ 컴포지트는 반드시 사전에 구성되어야 한다. 수수료를 지불하지 않는 일임형 계좌를 컴포지트에 포함시키는 것은 선택사항이지만 그러한 컴포지트를 포함시킬 경우에는 전체 컴포지트에서 차지하는 비중을 공시해야 한다.

다섯째, 스폰서는 수익률이 수수료를 차감한 후의 순수익률인지 아니면 수수료를 차감하기 전의 총수익률인지 여부를 명백히 구분하여 보고해야 한다. 새로운 투자자를 유치하는 과정에서 사용하는 홍보자료의 경우에는 순수익률을 반드시 사용해야 하며, 총수익률은 보충 자료로서만 제공해야 한다.

여섯째, 스폰서는 고객에게 제공하는 성과보고서에 회사에 대한 정의, 컴포

87) 일임형만을 포함하는 이유는 일임형은 성과에 기반하여 수수료를 부과하는 반면, 비일임형은 자산에 기반하여 수수료를 부과하기 때문이다. 진정한 스폰서의 성과를 측정하는 의미는 일임형 계좌의 수수료이다.

지트에 대한 정의, 컴포지트 설립일 등을 명시해야 한다. GIPS는 전사적으로 적용(firm-wide basis)되므로 회사의 범위가 중요한데, 스폰서가 재량권(discretion)을 행사할 수 있는 자산만이 회사자산에 포함될 수 있다.⁸⁸⁾ 스폰서는 성과보고 시 고객이 컴포지트 수익률에 대해 정확히 이해할 수 있도록 벤치마크 수익률, 컴포지트 내 성과편차, 컴포지트에 포함된 운용자의 수, 회사자산에서 컴포지트가 차지하는 비중, 회사자산 총규모 등을 보고해야 한다. 스폰서는 최소 5년의 과거성과를 공시해야 한다.⁸⁹⁾

3) 맞춤형 프로그램 관련 가이드라인

GIPS 일반원칙과 별도로 맞춤형 프로그램에 적용되는 가이드라인이 2006년 1월 1일부터 도입되었다. 맞춤형 프로그램 관련 가이드라인은 스폰서의 존재, 결합보수라는 특수성에 관련된 것이다.

맞춤형 프로그램에서는 고객과 운용자 사이에 스폰서가 개입하므로 고객이 운용자를 직접 대면하지 않는다. 이에 따라 고객을 직접 대면하는 스폰서가 보고되는 성과, 관련 정보를 일정 기간 보관하는 의무를 진다. 이와 같은 의무 이행을 위해 스폰서는 보고되는 수익률 관련 데이터를 펀드운용자로부터 확보하거나 별도로 구성해야 한다.

스폰서는 성과보고 시 반드시 거래비용과 운용수수료를 공제한 후의 순수익률을 사용해야 한다. 결합보수에서 거래비용을 명확하게 분리하기 힘든 경우에는 총수익률에서 결합보수 전체 혹은 거래비용이 포함된 부분을 차감해야 한다. 컴포지트 수익률은 해당 기간 동안 실제로 운용되었던 실적과 해당 컴포지트의 정의에 해당하는 운용자의 성과만을 이용하여 산정되어야 한다.⁹⁰⁾

88) 예를 들어, 법적 실체(금융회사 그 자체, 자회사, 회사의 부서 등)와는 무관하게 맞춤형 프로그램을 제공하는 스폰서가 투자자에게 인식될 수 있는 차별적 운용전략을 가진 경우 하나의 회사로 정의될 수 있다.

89) 5년이 안된 컴포지트는 컴포지트 설립 이후의 기간에 대한 성과를 보고하여도 GIPS 규정을 준수한 것으로 본다. 다만, 2000년 1월 1일 이후의 기간을 GIPS 규정에 따라 성과보고 하지 않은 경우 GIPS에 부합한다고 볼 수 없다.

90) 운용자가 특정 스폰서에게 컴포지트 성과를 제시할 때는 그 내용이 해당 스폰서를 위해 작성된 것임을 명기해야 한다.

스폰서는 고객에게 운용성과를 최소한 분기에 한 번 제공하되, 고객이 운용스타일별 성과를 확인하는 것이 가능하도록 내용을 작성해야 한다. 고객이 이해하기 용이한 양식으로 작성하고, 관련 정보는 가장 일반적인 것부터 시작하여 점차 세부적인 내용으로 전개하는 것이 바람직하다. 일부 고객은 요약된 성과만으로 만족하는 반면, 다른 고객은 운용스타일별 성과, 대체투자 관련 위험노출수준에 대해 보다 상세한 정보를 원할 수 있기 때문이다.

성과보고 시 스폰서는 고객이 사전에 제시했던 투자목표와 실제로 실현된 투자성과를 비교하고, 그러한 차이가 어디에서 발생했는지 그리고 그 차이가 일시적인지 것인지 여부를 판단해야 한다. 그리고 고객의 포트폴리오가 원래 계획대로 운용되기 위해서 어떤 조정이 필요한지를 제시해야 한다. 이를 위해 스폰서는 맞춤형 프로그램의 성과를 벤치마크(스타일지수)나 유사 프로그램의 성과와 비교하여 보고할 수 있다. 또한 고객이 향유할 수 있는 궁극적인 성과로서 모든 수수료를 차감한 후의 순수익률을 보고해야 한다.

나. 성과보고기준 현황 및 문제점

1) 운용스타일 분류 의의

맞춤형 프로그램에서 스폰서의 기본적인 역할은 고객의 수익목표, 위험목표, 제약조건에 적합한 운용스타일을 제안하고, 해당 운용스타일을 가장 효과적으로 수행할 수 있는 운용자를 선별하는 것이다. 선행연구결과에 따르면, 개별 운용자의 성과 대부분은 해당 운용자가 선택한 운용스타일에 의해 설명되며 운용스타일 이외의 요인에 의해 설명되는 부분은 미미하다. 따라서 스폰서가 운용자를 선별함에 있어서 운용자의 운용스타일을 정확하게 파악할 수 있어야 하며, 운용위탁 이후에도 해당 운용자가 사전에 약속한 운용스타일을 추구하고 있는지를 감시할 수 있어야 한다. 이를 위해 스폰서가 운용스타일을 기준으로 운용자들 간의 성과를 공정하고 정확하게 비교할 수 있는 기준이 요구된다.

2) 현행 운용스타일 분류기준

국내에서는 성과보고 시 운용전략이나 운용스타일이 충분히 고려되지 않는다. 대부분의 운용자들이 자신의 운용스타일을 사전적으로 밝히지도 않을뿐더러, 특정 스타일을 표방하는 운용자들도 시장상황에 따라 해당 스타일에서 벗어나는 사례가 빈번하다. 여러 가지 이유가 있겠으나 무엇보다도 펀드 성과보고에 관한 합리적 기준이 정립되어 있지 않기 때문이다.

현재 국내에서는 운용대상자산의 종류를 기준으로 운용스타일이 분류된다.⁹¹⁾ 관련 감독규정에 자산유형별 분류만이 언급되어 있는 만큼, 운용자 대부분이 자산유형 이외의 기준에 따른 운용스타일은 명시적으로 밝힐 유인이 없다. 자산유형 기준 동일한 운용스타일을 추구하는 운용자들 사이에서 성과의 편차가 크지 않다면 이러한 관행이 무방할 수 있다. 스폰서가 운용대상자산 유형을 기준으로 운용자의 특성을 제대로 파악할 수 있기 때문이다. 그러나 자산유형 기준 분류 결과가 지나치게 포괄적이어서 상이한 전략을 추구하는 운용자들이 동일한 운용스타일로 분류된다면, 스폰서는 추가적인 운용스타일 분류기준을 마련할 필요가 있다.

그런데 현재 국내에서 활용되는 운용자스타일 분류 방식은 스폰서에게 운용자의 특성을 정확하게 제공하지 못한다. 이로 인하여 스폰서가 운용스타일을 제대로 파악하지 못한 상태에서 고객자산의 운용을 위탁하는 상황이 빈번하게 발생하고 있다. 또한 운용스타일 구분이 충분히 세분화되지 않은 상황에서, 대다수의 운용자들이 시장상황에 편승하여 유사한 운용스타일을 추종하는 군집행동이 나타나고 있다. 이러한 상황에서는 스폰서가 다양한 운용스타일을 조합함으로써 맞춤형 프로그램을 구성하는 것이 어려워진다. 고객의 수익목표, 위험목표, 제약조건에 적합한 운용스타일들을 다각도로 조합할 수 있는 기회가 제약받기 때문이다.

91) 예를 들어, 주식편입비중이 90% 이상인 펀드는 "High Growth III"로, 80~90%인 펀드는 "High Growth II"로, 60~80%인 펀드는 "High Growth I", 30%이상인 펀드는 "Growth"로, 30%이하인 펀드는 "Stable"로 분류된다.

다. 개선방향

1) GIPS에 기초한 컴포지트 구성

대부분의 운용자가 운용스타일을 밝히지 않는 현 상황에서는 스폰서 스스로가 운용자의 스타일을 식별할 수 있어야 한다. 이를 위해 스폰서가 GIPS를 적극 활용하여 운용스타일 분류를 보다 세분화 하고, 운용스타일이 동일한 운용자들을 하나의 컴포지트를 구성한 후 컴포지트별 성과를 고객에게 보고할 것을 제안한다.

이러한 방안이 실행되면 체리피킹(cherry-picking)과 같은 불합리한 성과보고 관행이 개선될 수 있다. 즉 스폰서가 성과가 좋은 일부 운용자, 일부 기간, 일부 운용전략에 해당하는 실적만을 보고함으로써 자신의 프로그램의 성과를 과장하는 것이 억제된다. GIPS 하에서 스폰서는 실제로 운용 중이고 투자의 사결정에 재량권을 행사할 수 있는 모든 포트폴리오를 적어도 하나의 컴포지트에 포함시켜야 한다(GIPS II.3.A.1).

컴포지트를 분류하는 기준은 GSCD(Guidance Statement on Composite Definition)에 잘 나타나 있다. 컴포지트는 유사한 투자목적이나 운용전략을 따르는 포트폴리오들의 집합으로서, 고객에게 프로그램의 성과를 보여주는 기본 단위이다. 따라서 컴포지트들을 유의미하게 분류하는 것은 스폰서로 하여금 운용성과를 공정하게 보고하도록 유도할 수 있는 전제조건이다. 스폰서는 재량껏 컴포지트를 구성할 수 있으나, 상이한 투자목적이나 운용전략을 추구하는 운용자들을 자신의 이해관계에 따라 동일한 컴포지트에 포함하는 것은 엄격하게 제한된다. 이와 관련하여 스폰서는 컴포지트 구성과 관련된 정책 및 절차를 문서화해야 하며, 고객이 요구할 경우 컴포지트 정의에 대한 정보를 제공해야 한다(GIPS II.3.A.2).

GSCD가 의도하는 바는 각 컴포지트에 프로그램이 추구하는 재무목표가 정확하게 반영될 수 있도록 하려는 것이다. 스폰서가 컴포지트를 정의 할 때 참조할 수 있는 기준은 고객으로부터 받은 운용지침, 자산유형, 운용스타일, 벤치마크, 위험-수익률 특성 순이다(GSCD 2006). 예를 들어, 고객이 전 세계의 주식에 분산투자하라는 운용지침을 제시했다면, 스폰서는 그 운용지침에 따라

글로벌 주식형 컴포지트를 구성할 수 있다. 또는 포트폴리오의 운용대상이 되는 자산의 유형에 따라 주식형 컴포지트나 채권형 컴포지트를 구성하는 것도 가능하다. 더 나아가 고객이 운용전략을 보다 정확하게 파악할 수 있도록 운용스타일을 기준으로 컴포지트 구성을 보다 세분화하는 것도 가능하다.⁹²⁾ 한편, 포트폴리오의 특성을 잘 대변하는 벤치마크가 시장에 존재한다면 스폰서는 동일한 벤치마크를 채택하고 있는 운용자들을 하나로 묶어 컴포지트로 구성할 수 있다. 끝으로 유사한 위험-수익 특성을 공유하는 운용자들로 구성된 컴포지트를 정의하는 것도 가능하다.

2) 운용스타일 분류 세분화

스폰서가 GSCD에 제시된 전체 체계를 그대로 따라서 컴포지트를 구성할 필요는 없다(Lawton과 Remington, 2005).⁹³⁾ 컴포지트 분류를 얼마나 세분화할 것인지는 전적으로 스폰서의 재량에 달려 있다. 다만 스폰서는 각 컴포지트가 포괄할 수 있는 운용자의 범위를 신중하게 결정할 필요가 있다. 그 최소한의 기준은 고객이 운용스타일에 대해 유의미한 정보를 얻을 수 있으며 프로그램들 사이의 성과비교가 용이하게 이루어질 수 있어야 한다는 것이다. 예를 들어, 운용자들이 스타일투자를 적극적으로 활용하기 어려운 상황이라면 자산유형을 기준으로 한 컴포지트 분류만으로 충분하다. 반면에 운용자들이 스타일투자를 활용하고 있는 상황이라면, 컴포지트 분류가 운용스타일을 기준으로 세분화되는 것이 바람직하다.

그런데 국내 주식형 펀드들을 대상으로 스타일분석을 수행한 결과⁹⁴⁾, 주식형 컴포지트에 포함되는 펀드들 사이에서 상당한 정도의 스타일 편차가 존재

92) 대표적인 운용스타일 분류 예는 투자대상 종목의 시가총액 크기(대형, 중형, 소형)와 내재가치나 성장가능성의 크기(가치형, 혼합형, 성장형)에 따라 구분되는 9개의 스타일 행렬이다.

93) GIPS는 컴포지트 세분화 정도와 관련하여 최소한의 기준만을 스폰서에게 제시하고 있을 뿐이다.

94) 국내 주식형 뮤추얼펀드의 스타일을 파악하기 위해 Sharpe(1992)의 RBSA(return based style analysis)를 이용하여 추정된 주식형 펀드들의 스타일 노출을 대상으로 군집분석(clustering analysis)을 수행하였다. 보다 자세한 분석 결과는 진익-한지연(2007), “스타일투자를 활용한 맞춤형 자산관리”를 참조하기 바란다.

함을 확인할 수 있다. 즉 하나의 자산유형별 컴포지트 내에 동일한 운용스타일을 추구하는 운용자 집단들이 다수 포함되어 있다. 이는 기존의 자산유형별 컴포지트가 운용스타일별로 보다 세분화될 필요가 있음을 시사한다. 따라서 스폰서에게 GIPS에 따라 작성된 성과보고를 요구함으로써 국내 운용자들이 운용스타일별 컴포지트를 구성하도록 유도할 필요가 있다.

요컨대, 스폰서가 위탁운용자 선정 시 GIPS에 따라 작성된 성과보고가 제출되도록 요구하면, 운용스타일 분류가 보다 세분화되고 궁극적으로 국내 맞춤형 프로그램 내용의 다변화가 유도될 수 있다. 해외 금융선진국의 사례를 보면, 운용대상 자산의 다변화뿐만 아니라 운용스타일의 다변화를 통해 맞춤형 프로그램이 성숙해 왔다. 국내 맞춤형 프로그램에서도 양적 성장과 더불어 서비스 내용의 다변화가 실현되기를 기대한다.