

금융소비자와 독립투자자문업 : 영국의 사례와 국내 시장에서의 함의

유진·손정국

요약

최근 주식형 펀드나 통화파생상품인 키코(KIKO)와 관련된 분쟁 혹은 미국 증권거래위원회(SEC)에 의한 골드만삭스의 제소에서 알 수 있듯이, 금융 상품이나 금융 서비스를 구매하는 금융소비자(혹은 투자자)와 이들의 거래 상대방인 금융기관과의 갈등과 분쟁이 우리나라는 물론 자본주의의 메카라는 미국에서도 적지 않게 발생하고 있다. 특히 국내 일반 투자자들의 금융자산에서 적지 않은 비중을 차지하는 펀드나 한동안 급격히 비중을 늘렸던 랩(wrap) 계정과 관련된 투자자 피해를 예방하기 위한 효과적 대책이 필요한 시점이다. 사실 “우리파워인컴펀드”를 비롯한 펀드들의 약관을 자세히 살펴보면, 이러한 투자가 더 이상 개인투자자들의 주관적 판단으로 결정할 수 있는 간단한 일이 아니라 전문가의 도움을 받아 심사숙고하여 결정해야 할 전문적 분야임을 쉽게 알 수 있다. 이와 관련하여 본 연구에서는 투자에서의 금융 피해를 예방하기 위한 제도적 방안으로 “독립투자자문업자(Independent Financial Adviser, IFA)” 활성화를 제안하며, 이 제도가 성숙하게 운영되는 금융 선진국인 영국에서의 이 제도의 발생, 변천 및 현황을 심층적으로 고찰함으로써 우리나라 투자 시장에서의 합리적 소비자 보호방안에 대한 이론적, 실무적 함의를 제시한다. 이는 (가칭)금융소비자보호법 제정을 통해 금융자문업을 활성화하려는 우리나라의 현실에 기여하는 바가 있을 것으로 예상된다. 한편 금융선진국에서 투자자문업에 대한 규제로는 미국과 같이 IFA를 구분하지 않는 방식과 영국과 같이 IFA를 구분해서 규제하는 방식의 두 가지가 있다. 지금까지의 우리나라의 투자자문업은 미국식 제도를 채용하였으나 투자자문업의 활성화에서 가장 중요한 요인들인 투자자문의 독립성(즉 판매와 자문의 구분), 독립적 자문의 정의, 독립성 확보 방안, 그리고 IFA를 지원하는 시스템 구축 방안 등에서 볼 때 영국과 같이 IFA를 명확하게 규정하는 것이 투자자문업의 기능에 대한 금융소비자의 이해를 돕고 투자자문업에 대한 조속한 신뢰 구축에 필요한 작업이라 할 수 있다.

핵심어 : 금융소비자, 독립투자자문업, 금융분쟁, 정보비대칭, 불완전 판매

목차

- I. 서론
- II. 독립투자자문업의 의의
- III. 영국 IFA제도의 변천
- IV. 정책적 시사점
- V. 결론

I. 서론

금융 상품을 구매하거나 금융 서비스를 받는 금융소비자(혹은 투자자)와 이들의 거래 상대방

인 금융기관과의 갈등과 분쟁이 최근 우리나라는 물론 자본주의의 메카라는 미국에서도 적지 않게 발생하고 있다.¹⁾ 개별 금융소비자들의 경우 “우리파워인컴펀드” 등 펀드의 불완전판매로 판매사

1) 금융 상품 혹은 금융 거래의 소비자들은 지금까지 “투자자”라는 이름으로만 불려왔지만 이들의 “소비자”로서의 성격과 권리를 중시하여 최근에는 “금융소비자”라는 이름으로도 불린다. 본 연구에서는 편의상 이 두 명칭을 (문맥에 따라) 같이 사용하기로 한다.

와 분쟁을 겪고 있는 경우가 많았고, 기관 금융 소비자들의 경우에도 키코(Window KIKO)와 같은 장외파생상품과 관련하여 판매사들과 약 180여건의 사법 소송이 현재 진행 중이다. 뿐만 아니라 세계적 투자은행인 골드만삭스(Goldman Sachs)도 일반 투자자 관련 사기혐의로 미국 증권거래위원회(SEC)에 의해 2010년 4월 16일 사기 혐의로 제소된 바 있다.²⁾ 이러한 금융 분쟁은 통상적으로 그 피해 액수가 매우 커서 펀드나 키코 분쟁에서 알 수 있듯이 가계 혹은 기업의 부도까지 초래할 수 있다는 점에서 문제의 심각성이 있다.

그런데 이러한 금융 분쟁 혹은 피해가 발생한 사후에 누가 잘못했는가를 따져서 당사자를 징계하는 것보다 훨씬 더 중요한 것은 가능한 이러한 분쟁이나 피해가 발생하지 않도록 사전적으로 예방하는 것이다. 그렇다면 금융 분쟁의 두 당사자를 판매사(판매원)와 금융소비자라 할 때 어느 당사자의 관점에서 예방에 힘쓰는 것이 보다 현실적이고 효과적인가? 위에서 언급한 골드만삭스 뿐 아니라 마이크로소프트(Microsoft)도 불공정 거래 등으로 여러 나라(지역)에서 법적 제재를 받았고 불과 2년 전만 하더라도 전 세계 기업의 귀감(role model)으로 칭송받았던 도요타(Toyota) 자동차도 최근에는 제품의 결함으로 인한 연이은 리콜은 물론 제품의 결함을 알고 있었음에도 불구하고 시장에 출시했다는 의혹과 비난을 받은 바 있다. 2010년도에 들어와서도 애플 아이폰(iPhone)의 불공정하고 고압적인 판매 행태에 관한 논란이 국내외에서 끊이지 않았다.

이처럼 소프트웨어, 하드웨어 혹은 굴뚝 산업 등 업종을 가리지 않고 세계적인 우량 대기업에

서도 이러한 불공정, 불완전 판매가 적지 않게 발생한다는 사실은 우리에게 적어도 두 가지를 시사한다. 첫째로 제조업자 혹은 판매사들에 초점을 맞추어 사전적으로 이러한 분쟁이나 피해를 예방하는 것이 그다지 효율적이지 못할 개연성이 높다는 것이다. 둘째로, 이러한 현실 인식 위에서 금융소비자들의 피해를 사전에 예방하는 보다 바람직한 방안은 금융소비자들의 관점에서 사전적 예방 조치를 강화하는 것이라는 점이다. 그렇다면 과연 어떤 관점에서 금융소비자들의 사전 예방 조치를 강화하는 것이 효과적인가? 이에 답하기 위해서는 금융 거래와 관련한 소비자들의 대표적인 특성이 무엇인가를 알아야 하며, 특히 금융 거래의 상대방인 판매자와의 대비에서 나타나는 금융소비자의 특성을 파악하여야 할 것이다. 판매자와의 대비에서 나타나는 금융소비자의 특성에 관한 학계의 “consensus”는 “정보 비대칭(information asymmetry)”이라 할 수 있다. 즉 판매자와 비교하여 소비자는 금융 거래에 있어 정보, 지식이나 경험 등이 열세에 있다는 의미이다.³⁾ 그러므로 일차적으로 이들을 판매자와 대등한 수준의 정보, 지식 혹은 경험을 갖추게 하면 적어도 정보 비대칭으로 인한 금융 분쟁은 거의 발생하지 않을 것이라고 생각할 수 있다. 그런데 과연 그것이 가능할까?

금융소비자들을 은행이나 증권사 등의 금융상품 판매사들과 동등한 수준의 정보, 지식 혹은 경험을 갖추게 하는 것은 현실적으로 지난(至難)한 일이다. 대등한 수준은 아니더라도 이들이 보다 나은 금융 의사결정을 할 수 있도록 하는 방안으로 자주 제시되는 것이 “금융소비자 교육(教育)”이다. 그러나 소비자 교육은 그 효과

2) 이 회사는 이 소송과 관련하여 최종적으로 2010년 7월 15일 5억5,000만 달러(약 6,600억원) 합의금 지급에 동의했다. 5억5,000만 달러는 월가의 사상 최대 규모이며, 이 중 3억 달러는 제재금(civil penalty)으로, 나머지 2억5,000만 달러는 투자자 손해배상금으로 지급된다.

3) 하버드 법대의 워렌 교수는 미국의 금융시장, 특히 저당상품이나 신용상품 시장은 정보의 비대칭으로 불완전시장이 되어 있다고 주장하면서 이들 상품의 사전승인 필요성까지 주장했다. 오바마 행정부는 워렌 교수의 주장을 받아들여서 금융소비자보호국(Consumer Financial Protection Bureau, CFPB)을 설립했고 워렌 교수는 CFPB에 대한 대통령 자문관으로 임명되었다. Warren(2007) pp.17-18.

가 매우 제한적일 가능성이 높다.⁴⁾ 이에 대해서는 II장 1절 “금융소비자 문제의 이론적 고찰”에서 다시 논할 것이며, 일례로 키코와 같은 복잡한 구조의 배리어옵션포트폴리오(barrier option portfolio)를 논하지 않더라도, 비교적 금융소비자에게 친숙한 “펀드(fund)”라 하더라도 금융소비자 교육으로 인한 금융의사결정의 획기적 개선은 결코 쉽지 않은 난제이다. 또 다른 예로 현행 판매되는 펀드의 복잡성을 살펴보기 위해 2005년 11월과 12월에 걸쳐 우리금융지주그룹 산하 펀드판매기관들이 판매한 파생상품 펀드인 ‘우리과워인컴펀드’을 한 번 살펴보자.

이 펀드는 복수의 해외 특정 주권의 가격에 연계된 CEDO(Collateralized Equity and Debt Obligations)Ⅱ라는 장외파생상품 중 Tranche K인 원금비보호형 자산담보 고정금리 2011년 만기채권(Non-Principal Protected Asset-Backed Fixed Rate Notes due 2011)을 주된 투자대상으로 하고 ‘5년 만기의 국고채 금리+연 1.2%’를 예상수익률로 하며 6년 2주(2011.11.22.)를 만기로 하는 단위형·공모형 파생상품투자신탁으로서, 이 장외파생상품의 수익구조와 연계되어 ‘펀드 이벤트’의 발생횟수가 58 미만일 경우에는 원금 전액을 지급하고, 위 이벤트 발생횟수가 58 이상일 경우에는 원금 이하를 지급하도록 설정되어 있다. 이 펀드의 발행사는 CEDO plc라는 특수목적회사이고 운용사는 Credit Suisse First Boston International(‘CSFBi’)로 유럽, 일본, 미국, 캐나다, 호주 등 전 세계 주요시장에서 거래되는 110여 개의 주식을 위험 포트폴리오 56 종목 주식과 보험 포트폴리오 56 종목 주식으로 구분하여 CEDO plc가 CSFBi와의 사이에서 위

험 포트폴리오 종목의 주식들에 대해서는 보장 매도자가 되고(즉, 위험 포트폴리오 종목 주식들의 주가가 기준주가 대비 35% 미만으로 하락하는 경우 하락분 만큼의 손실을 입게 되고), 보험 포트폴리오 주식들에 대해서는 보장매수자가 되는(즉, 보험 포트폴리오 종목 주식들의 주가가 기준주가 대비 35% 미만으로 하락하는 경우 하락분 만큼의 이익을 보게 되는) 형태의 주식 디폴트 스왑(Equity Default Swap)을 기초자산으로 하고 있다. 게다가 이 펀드는 Equity Default Swap 프리미엄으로 일정한 분배금을 투자자들에게 지급하고 있어 투자자들이 자칫 예금으로 오해할 가능성까지 있다.

이 펀드가 다소 특별한 구조이기는 하지만 다른 펀드들의 경우에도 약관 등을 살펴보면 생각보다 훨씬 더 복잡한 구조인 경우가 많다. 현실이 이러한 데 소비자들을 교육시켜 이러한 펀드 등의 구매에 있어서 합리적인 의사 결정을 하도록 하겠다는 것은 사실 실현하기 어려운 목표에 가깝다. 그러면 과연 어떻게 하여야 이러한 정보 비대칭을 합리적으로 해소할 수 있을까?

본 연구에서는 이 질문에 대한 답변을 “금융 전문가에 의한 자문”이라 주장한다. 이에 대해서는 II장 1절 “금융소비자 문제의 이론적 고찰”에서 상세히 분석할 것이며, 여기서 이와 관련하여 설명하면 다음과 같다. 즉 펀드 투자는 더 이상 개인투자자들의 주관적, 즉흥적 판단으로 결정할 간단한(routine)한 일이 아니라 전문가의 도움을 받아서 심사숙고하여야 할 전문적인 분야라는 것이다.⁵⁾ 전문한 우리과워인컴펀드는 이러한 주장을 뒷받침하는 하나의 좋은 예시가 될 것이다. 사실 키코 분쟁의 경우에도, 환해

4) 영국 FSA는 설립 이후 영국 국민의 금융역량 강화를 국가 전략으로 추진하고 있으나 FSA가 금융역량 추진과 관련해서 2개 기관에 용역을 발주한 결과 브리스톨대학의 연구결과는 금융역량교육의 효과를 보여주는 신뢰할 수 있는 정책평가가 어렵다고 했고 (FSA(2008c)) 런던정경대학의 연구결과는 행동경제학 관점에서 금융소비자 교육이 효과를 기대하기 어렵다고 했다. (FSA(2008d), 한국투자자보호재단(2011a)) 미국 로올라 법과대학원의 윌리스 교수는 이 외에도 금융소비자 교육의 문제점으로 사회적 비용의 무의미한 집행, 보다 바람직한 예방방법 도입의 저해 등을 들고 있다. Willis(2008), 한국투자자보호재단(2010a) 참고.
5) 미국 예일대의 쉐러 교수도 중앙일보와의 서면인터뷰에서 미국 소비자는 금융상품을 분석할 능력이 없으며 병을 치료하는 의사와 같이 금융문제를 다루는 전문가의 도움을 받아야 한다고 한다(중앙일보 2009. 11.16).

지금융상품의 소비자였던 수출 중소기업들이 은행의 판매직원의 설명만 듣고 구매하기보다 제3자인 전문가의 자문을 받았더라면 그 결과는 매우 달라졌을 개연성이 높다. 단 본 연구에서는 수출기업들의 환헤지 장외파생상품의 경우처럼 기업들이 소비자가 되는 금융 거래까지 모두 포함하기 보다는 일반 투자자 혹은 개인들의 금융 거래를 연구의 일차적인 대상으로 한다. 왜냐하면 여러 여건상 일반 투자자들이 법인 투자자들보다 불공정, 불완전 거래로 인한 피해를 입을 여지가 더 큰 반면 이에 대한 연구는 아직 일천하기 때문이다. 구체적으로 본 연구는 일반 투자자들의 투자 의사결정과 관련된 금융 피해를 예방하기 위한 제도적 방안으로 “독립투자자문업자(Independent Financial Adviser, IFA)⁶⁾” 활성화를 제안하며, 이 제도가 성숙하게 운용되는 금융 선진국인 영국에서의 이 제도의 발생, 변천 및 현황을 사례 중심으로 심층적으로 고찰함으로써 우리나라 금융 현황에 대한 이론적, 실무적 함의를 찾으려 한다. 특히 (가칭)금융소비자보호법을 통해 금융자문업을 활성화하려는 우리나라의 현실⁷⁾에 기여하는 바가 많을 것으로 기대한다. 나아가 본 연구는 IFA가 일반 투자자의 합리적 투자 의사결정을 돕는 것에 일차적인 초점을 맞추었지만, 법인 투자자들의 투자 의사결정에 있어서도 IFA와 같은 존재는 필요하다는 점에서 본 연구에서의 함의가 기업 투자자들에게도 확대 적용될 개연성이 있다고 하겠다.

현재 금융선진국에서 투자자문업을 규제하는 방식은 크게 두 가지다. 하나는 미국과 같이 IFA를 별도로 구분하지 않는 방식이다. 미국은 모든 투자자문업자에게 1940년 투자자문업자법⁸⁾

에서 이른바 “신인의무(fiduciary duty)”라는 무거운 책임을 부과해서 고객을 보호하는 체계를 가지고 있다.⁸⁾ 다른 하나는 영국과 같이 투자자문업자(Financial Adviser, FA)를 독립 여부에 따라 세분해서 IFA 그리고 특정 상품공급자(들)과 전속관계인 TFA(tied financial adviser)로 구분하는 방식이다. 우리나라는 미국식 제도를 채용했지만, 아쉽게도 핵심 요소인 신인의무의 인정여부가 명확하지 않다.⁹⁾

영국의 금융감독기구(Financial Services Authorities, FSA)가 2007년에 실시한 자체 조사에 따르면 영국은 금융 선진국 중에서 IFA제도를 인정하는 유일한 나라다. 따라서 IFA제도의 활성화를 검토하기 위해서는 영국의 제도를 검토하는 것이 의미있다고 할 수 있다. 본 연구에서는 영국의 IFA제도의 변천과정을 세심하게 살펴보고 그 함의를 찾아보았다. 이와 관련하여 본 논문의 구성은 다음과 같다. II장에서는 독립투자자문업이 왜 필요하며 이를 활성화 하기 위한 필요 요건은 무엇인가를 영미의 예와 함께 설명한다. III장에서는 영국 IFA제도의 변천에 대해서 알아본다. IV장에서는 영국 IFA제도의 변천이 우리나라에 대한 시사점을 제시하고 마지막으로 V장에서는 이상의 논의내용을 요약해서 결론으로 제시한다.

II. 독립투자자문업의 의의

본 장에서는 금융소비자 문제를 개선하기 위

6) financial adviser는 ‘금융자문업자’로 번역할 수 있으나 주로 투자 상품에서 큰 의미를 가지므로 본고에서는 미국의 investment adviser와 같이 ‘투자자문업자’로 사용한다.

7) 금융자문업 활성화 내용은 한국개발연구원, 자본시장연구원, “서울대학교금융법센터(2010) 참고.

8) 미국의 투자자문업자제도에 대해서는 김갑래(2009) 참고. SEC는 투자자문업자의 신인의무를 중개업자에게 확대하는 것이 바람직하다는 보고서를 발표했다. SEC(2011), 한국투자자보호재단(2011b) 참고.

9) 우리나라의 투자자문업자는 미국의 투자자문업자가 부담하는 “신인의무”를 부담한다는 명문 규정은 없지만 인정할 수는 있다 다만, 그 취지 및 근거를 명확히 하기 위해 법률상 명문의 규정이 필요하다. 박철영(2009), p.16.

해서 독립투자자문업이 왜 합리적인 대안인지를 이론적으로 분석함으로써 그 의의를 고찰한다. 또한 합리적 대안으로서의 독립투자자문업이 활성화 되기 위한 요건을 살펴보면, 이는 곧 판매와 자문의 구분, 독립자문의 요건 명확화, 자문의 독립성 확보 그리고 독립투자자문업자에 대한 지원 인프라 구축 등을 의미한다.

1. 금융소비자 문제의 이론적 고찰

1) 소비자와 판매원의 목표 함수

일반적으로 금융소비자는 주어진 자신의 효용 함수와 경제 여건에서 자신의 효용을 최대화하기 위하여 금융상품에 투자한다. 즉 자신의 수입(income)에서 생활비 등의 필요 경비를 제외한 나머지 자금을 정기 예금 등의 안전 자산이나 주식, 펀드 등의 위험 자산에 투자한다. 만일 기존의 투자 자산이 있다면 기존 자산과 신규 투자 자산과의 상관 관계를 감안하여 투자한다. 예를 들어 다른 모든 것이 동일할 때(ceteris paribus) 충분한 안전 자산을 가지고 있는 소비자는 그렇지 않은 소비자보다는 신규 투자로 위험 자산을 고려할 확률이 더 높다고 할 수 있다. 이러한 소비자가 궁극적으로 극대화하려는 것은 기존 자산과 신규 자산을 포함한 미래의 최종적인 부(wealth)로부터 얻게 되는 기대 효용이라고 할 수 있다.

기대 효용의 최대화는 두 가지 요소로 이루어지는데, expected wealth, 즉 기대 부를 최대화하며 동시에 이러한 wealth의 위험 혹은 불확실성을 최소화하는 것이다. 물론 두 가지 모두를 동시에 최대화 및 최소화하는 금융 상품은 거의 존재하지 않으며, 이 두 가지를 통합적으로 고려하여 기대 효용을 최대화한다는 것이다. 즉,

자신의 주어진 금융 여건 및 효용 함수 하에서 기대 부와 위험을 감안하여 자신의 기대 효용을 최대화하는 금융 상품을 구입하려는 것이 일반 금융 소비자의 당면 과제이다.

반면 소비자들이 금융 상품을 구입하기 위하여 상담을 받게 되는 금융기관(직원)들의 당면 과제는 (소비자들의 기대 효용이 아니라) 자신들의 기대 효용을 최대화하는 것이다. 그러므로, 만일 두 경제 주체의 기대 효용이 동일한 함수라면 금융기관 판매원들의 추천에 따라 금융상품을 구입할 때 소비자들의 기대 효용이 자동적으로 최대화된다. 그러나 두 기대 효용이 동일한 함수가 아니라면, 금융기관 판매원들이 추천하는 금융상품은 단지 판매원의 기대 효용을 최대화할 뿐 소비자의 기대 효용 최대화와는 별 관련이 없는 잘못된 선택이 될 뿐이다. 그런데 현실적으로 이 두 경제 주체의 기대 효용은 동일하기는커녕 오히려 상극일 개연성마저 있다. 예로서 ‘우리파워인컴펀드,’ ‘인사이트펀드,’ ‘KIKO,’ 그리고 최근의 저축은행 사태에 이르기까지 금융기관들의 기대 효용의 최대화는 자신들의 이익 최대화 등의 관점에서 결정될 뿐 소비자들의 주어진 금융 여건에서 최적의 상품을 구입하는 것과는 그다지 관계가 없는 경우가 비근하다.

그러므로 소비자의 금융 의사결정을 현재와 같이 판매원과의 상담과 추천에만 일임한다면 위에 열거한 금융 분쟁 및 비극은 개선되기 어렵다. 참고로 이에 대한 계량적 분석은 기존의 유진(2010)의 수리적 분석을 참조할 수 있다.¹⁰⁾ 즉 그는 경제학이나 재무론에서 자주 활용되는 CARA(constant absolute risk aversion)의 속성을 가진 효용 함수를 경제 주체들이 가지고 있을 때 소비자와 판매원의 기대 효용의 최대화가 여하히 다른지를 수리적으로 입증하고 있다.

10) 독자가 요청하면 발표된 논문의 사본(pdf)을 송부할 수 있다.

2) 문제 해결의 본질

소비자와 판매원 사이에 근원적인 이해 상충이 존재한다 하더라도 소비자와 판매원 사이에 정보 비대칭이 없다면 이해 상충 문제가 크게 완화될 수 있다. 금융 상품에 대한 정보와 관련하여 소비자가 판매원 수준의 정보를 가지고 있다면 판매원의 이익만을 위한 금융 상품을 용이하게 식별하고 이를 거부할 수 있기 때문이다. 그러나 평균적인 개인 투자자 혹은 금융소비자가 금융기관의 전문적인 판매원 수준의 정보를 가지기를 기대하는 것은 현실적으로 불가능에 가깝다.

그렇다면 여하히 정보 비대칭 문제를 해소할 수 있을 것인가? 즉 판매원과 동등한 수준 혹은 그 이상의 수준의 정보 아래 소비자의 금융의사결정이 이루어지기 위해서는 무엇을 어떻게 해야 하는가? 이 질문에 대한 답은 크게 두 가지로 구분된다. 첫째는 소비자 스스로가 자신을 업그레이드하여 판매원 수준의 정보를 가지는 방식이고 둘째는 판매원 수준의 정보를 가진 제3자가 소비자 편에서 소비자의 합리적 금융의사결정을 도와주는 것이다. 첫째 방식의 대표적인 예가 “소비자 교육”이라 할 수 있고 둘째 방식의 대표적 예가 본 고에서 제시하는 “독립투자자문업자(IFA)”라고 할 수 있다.

그렇다면 왜 둘째 방식이 첫째 방식보다 더 합리적이고 효율적일까? 이 질문에 답하기 위하여 잠시 다음을 생각해 보자. 경제 주체가 법률적인 문제로 다른 주체와 소송 문제로 다투게 될 때 흔히 변호사에 의뢰하지만, 사실은 변호사를 반드시 고용하여야만 소송을 할 수 있는 것은 아니다. 자신이 개인적으로 관련 법률에 능통하다면 혹은 자신이 사후적으로 관련 법률 공부를 충분히 잘 할 수 있다면 변호사 없이도 소송에 대응할 수 있다. 그럼에도 불구하고 대부분의 법률 소송에서 일반인이 변호사를 찾는 것은, 이러한 소송 문제가 일반인이 스스로 공

부하고 터득하여 해결할 수 있는 문제라기보다는 변호사의 전문적인 지식과 경험을 필요로 하는 문제이기 때문일 것이다.

유사한 이유로, 교육받은 소비자들이 우리과 워인컴펀드나 키코 등의 금융상품이 자신에게 최적인가를 판단하는 의사결정을 합리적으로 할 수 있다면 소비자 교육도 문제 해결의 대안이 될 수 있다. 만일 그렇지 못하다면, 마치 우리가 법률문제나 의료문제에서 변호사나 의사와 같은 전문가를 필요로 하듯이, 금융 의사결정에 전문가의 조력이 필요할 것이다. 그런데 펀드 등과 같이 일반적인 금융 의사결정의 문제라 하더라도 겉으로 보여지는 것보다 훨씬 더 전문적인 내용이 포함될 개연성이 높고 그렇기 때문에 단순한 소비자 교육만으로 해결되기는 어려운 경우가 많다. 나아가 키코나 우리과워인컴펀드는 재무론을 전공하는 학자 중에서도 채권과 파생상품의 가치평가를 전공하는 학자 이외에는 이들 상품을 이해하는 것이 매우 어렵다. 부연하면, 이 상품들이 다소 특별한 예이기는 하지만, 일반적으로 알려진 성장형 주식형 펀드, 안정형 주식형 펀드 등도 그 상품의 설계 구조와 손익 구조를 제대로 이해한다는 것은 교육받은 소비자에게도 여전히 매우 어려운 경우가 많다. 행태적인 측면에서도, 일반 소비자들이 이러한 금융 상품의 약관 등을 제대로 읽는 경우는 별로 없는 것으로 보인다.

또 하나의 이유로, 합리적 금융의사결정을 하기 위해서는 전문성에 더해 객관성도 중요하다. 왜 케인즈같은 일세를 풍미한 경제학자도 자신의 주식 투자에 있어서 크게 실패하였을까? 경영학 교수나 경제학 교수가 주식 투자로 크게 성공하였다는 일화를 듣기 어려운 이유는 무엇일까? 이들은 전문적인 지식은 갖추고 있을지 모르나 “본인”의 투자에 있어서는 객관적이고 냉정한 판단을 내리지 못하는 개연성이 높다. 마치 많은 학부모들이 자신들의 아이가 영재라

고 생각하는 경향이 있듯이, 이들을 포함한 모든 소비자들이 자신의 투자 의사결정을 과신(over-confident)할 개연성이 있다는 것이다. 투자자들의 과신과 지나친 낙관성은 행태재무론(behavioral finance)에서는 매우 잘 알려져 거의 정형화된 사실(stylized facts)이다. 이러한 점에서도 (교육받은) 본인이 아닌 제3자 전문가가 필요하다고 할 수 있다.

2. 독립투자자문업 도입의 비용과 편익

본 고에서 제시하는 의미의 독립투자자문업이 존재하는 않는 현재의 우리 경제 시스템에서 이 제도를 도입하려면 적지 않은 비용이 수반될 것이다. 물론 여기서의 비용은 시간과 돈 그리고 사고의 변화까지 수반하는 총체적인 비용을 말한다. 과연 이러한 비용을 지불하면서 독립투자자문업을 도입하여야만 할 정당성이 있을까?

우선 비용 면에서 중요한 사실은 독립투자자문업으로 인하여 금융소비자가 추가적인 비용을 지불하지는 않는다는 것이다. 현재 금융소비자 상담을 담당하는 판매직원에게 금융소비자가 명시적인 상담비용을 지불하지는 않는 것처럼 여겨지지만, 이러한 상담 인력의 인건비 등이 판매수수료에 포함되어 종국적으로는 금융 상품 구입 가격에 반영되고 있는 것이다. 만일 IFA가 자문을 담당하면, 이처럼 판매직원에게 귀속되는 “invisible costs”를 단지 명시적으로 독립투자자문업자에게 “visible costs”, 즉 자문 비용으로 지불하는 것으로 전환될 뿐이다. 그러므로 추가적인 비용을 소비자들이 부담하는 것은 아니다. 나아가 독립투자자문업이 활성화되어 IFA 간의 경쟁이 발생하면 현재 소비자들이 지불하고 있는 판매수수료보다도 더 적은 금액의 자문 비용으로 자문서비스, 게다가 편향되지 않은 객관적 자문 서비스를 받게 되므로 소비자의 효용과 복지 및

보호는 획기적으로 개선된다고 예상할 수 있다.

두 번째로는, IFA 제도가 정착되려면 적지 않은 시간이 소요되고 또한 경제 주체들의 사고의 변화를 요할 것이다. 이러한 무형의 비용은 어떻게 정당화될 수 있을 것인가? 이에 관련하여 유사한 사례로 1994년 최초로 검토하기 시작하여 2000년에 도입된 의약분업을 들 수 있다. 의약분업 논의 초기에는 의사집단을 제외한 대부분의 경제 주체가 당시 생소한 이 제도의 도입에 그다지 적극적이지 않았다. 당시 병원이나 약국에 가서 즉각적으로 one-stop-full-medical-service를 받았음에 비해 의약분업 이후에는 언제나 의사의 진료 후 처방전을 가지고 다시 약국으로 가야 하므로 시간적으로 매우 불편해지기 때문이었다. 뿐만 아니라 병원과 약국 모두에 비용을 지불하니 이전과 비교하여 물리적 비용 자체도 증가하기 때문이다. 이러한 막대한 불편함과 비용 증대에도 불구하고 의약분업이 도입된 이유는, 궁극적으로 이 제도가 의료소비자인 환자들의 복지와 안전을 유의하게(significantly) 개선하기 때문이었다. 마찬가지로, 키코, 우리파워인컴펀드, 인사이트 펀드 등의 경우 많은 중소기업이 도산하고 금융소비자들이 수천만원, 수억원의 투자금을 잃음으로써 이들의 복지-효용-보호에 심대한 타격을 받은 것이 사실이다. 반면 독립투자자문업은 소비자에 대한 금융상품의 판매와 자문이 분리됨으로써 원천적으로 이러한 분쟁-갈등-손실을 최소화하고 동시에 소비자의 효용-복지-보호를 최대화하는 제도로서 그 가치와 의의가 있다고 할 수 있다.

마지막으로, 그렇다면 IFA가 금융소비자를 위한 객관적인 선택을 하는 것이 과연 “incentive compatible”한 것인지 즉 자발적으로 금융소비자를 위하여 객관적 선택을 할 유인이 IFA에게 존재하는지 파악해 보자. IFA가 지속적으로 금융소비자들에게 자신의 자문서비스를 팔기 위해서는 자문의 질이 좋아야 한다. 즉, 자신이 추천

한 금융 상품의 사후적 성과 혹은 소비자와의 적합성이 높아야 소비자들이 IFA를 지속적으로 찾게 될 것이다. 그러므로 IFA는 자발적으로 소비자를 위한 최선의 선택을 할 유인을 가지고 있다. 더욱이 IFA는 금융상품 판매사로부터가 아니라 금융소비자로부터 자문수수료를 받기 때문에 금융소비자만을 위한 금융상품을 선택할 강력한 유인을 가진다. 이런 점에서 금융소비자와 IFA의 이해관계는 일치한다고 할 수 있다.

3. 독립투자자문업의 성공적 정착 요건

1) 판매와 자문의 구분

판매업자는 기본적으로 판매마진이 높은 상품을 투자자에게 판매하려는 유인을 가진다. 그러므로 판매업자가 자문 혹은 상담까지 병행하게 되면, 투자자의 필요(효용)를 도외시하고 자신의 유인에 따라 판매마진이 높은 상품을 투자자에게 판매하려 할 수 있다. 이러한 판매업자의 모럴해저드로 투자자는 역선택을 하게 된다. 판매와 자문이 분리되면 판매업자는 원칙적으로 자문을 할 수 없고 판매만 담당하게 되어 이러한 폐해가 없어진다. 게다가 자신의 추천에 대한 투자자들의 사후 평판이 자신의 향후의 영업의 성공 여부에 중요하므로 투자자의 욕구와 효용을 최대화하는 상품을 추천하게 된다. 따라서 독립투자자문업을 활성화하려면 무엇보다도 투자자문이 판매와 구분되는 별도의 서비스로 자리를 잡아야 한다.

판매와 자문의 구분방식은 미국과 영국이 다르다. 미국은 판매와 자문의 분리가 제도적으로 분리되었으나 실질적으로는 명확하지 않아 투자

자들이 양자를 구분하기 어렵다.¹¹⁾ 최근 오바마 행정부가 미국 증권거래위원회(SEC)에게 필요 시 판매업자에게도 신인의무를 지울 수 있는 권한을 부여한 배경은 이로 인한 투자자 피해를 방지하기 위함이다.¹²⁾

1987년부터 IFA제도를 도입한 영국에서도 판매와 자문이 명확하게 구분되어 있지 않은 점이 소매금융시장의 문제점으로 지적되었고,¹³⁾ 그 결과 2013년부터는 자문비용을 자문업자와 고객 간에 결정하게 하여 판매와 자문이 제도적으로 구분된다. 투자자문업의 활성화를 위해서는 투자자문이 보다 명확하게 구분되어 투자자들의 이해를 높일 수 있는 영국의 방식이 바람직하다.

2) 독립자문의 요건 명확화

판매와 자문을 구분하는 근본 목적은 투자자에게 객관적으로 적합한 자문을 제공하기 위함이다. 미국과 영국은 독립자문의 요건도 다르다. 미국은 모든 투자자문업자를 독립자문업자로 규정한다. 반면에 영국은 1987년부터 IFA와 TFA로 제도적으로 구분하고 IFA의 요건을 엄격하게 규정하고 있다. 현재 IFA가 되려면 첫째, 시장 전체의 상품 중에서 투자자에게 적합한 상품을 권유해야 하며, 둘째, 투자자가 상품의 판매와 무관하게 지불하는 보수(fee)로 자문비용을 지급할 수 있도록 허용해야 한다. 이와 함께 영국은 모든 FA가 투자자에게 자문을 시작하기 전에 자신이 IFA인지 TFA인지를 명확하게 밝히도록 하고 있다. 독립자문의 요건은 2013년부터는 한층 더 엄격해져서 시장 전체의 상품 중에서 투자자에게 적합한 상품을 권유해야 하는 외에, 한층 엄격한 자격요건을 충족해야 하고,

11) RAND(2008), pp.112-11, pp.17-1183.

12) 김갑래(2009, p.42). SEC는 투자자문업자의 신인의무를 중개업자에게 확대하는 것이 바람직하다는 보고서를 발표했다. SEC(2011), 한국투자자보호재단(2011b) 참고.

13) 영국 재무부의 요청으로 Ron Sandler가 영국의 중장기 저축시장의 현황 분석 및 개선방안을 제시한 보고서에서는 판매와 자문이 분리되지 않아 발생하는 수수료편향을 가장 큰 문제점으로 지적했다(Sandler, 2002).

전술한 바 자문비용은 자문자와 고객이 협의해서 결정하게 된다. 영국의 제도가 보다 구체적이며 또한 투자자가 이해하기도 쉬워 상대적으로 효율성이 높다고 판단된다.

3) 자문의 독립성 확보

객관적으로 적합한 자문의 제공을 담보하기 위해서는 독립 자문의 요건을 명확하게 정의하는 외에 그를 위반하는 경우 확실한 제재가 필요하다. 이러한 제재 방법도 미국과 영국이 다르다. 미국은 투자자와의 이해상충까지 방지해야 하는 신인의무를 모든 투자자문업자에게 부여한 바, 신인의무의 위반은 사기죄로 처벌되며 그 책임이 무거워서 중개업자들이 자문업자로 인정받지 않으려 노력하고 있다.¹⁴⁾ 반면에 영국은 IFA와 TFA간 의무의 경중을 구분해서 실효성을 높이고 있다. 물론, 투자자에게 자문을 시작하기 전에 IFA 여부를 밝혀야 한다. IFA는 시장 전체의 상품 중에서 가장 적합한 상품을 권유해야 하며 자신이 권유한 상품이 시장 전체의 상품 중에서 가장 적합한 것이 아닌 경우 책임을 져야 한다. 또한 2013년부터 자문비용은 자문자와 고객이 결정하게 되어 자문업자의 수수료편향 소지를 미연에 방지하고 있다. 미국에 비해서 영국 제도가 더 효율적으로 판단된다.

4) IFA에 대한 지원시스템 구축

영국과 미국의 투자자문업자에 대한 지원시스

템은 유사하다. 영국과 미국 모두 투자자문업자에게 무료 또는 저렴한 비용으로 거래를 제공하는 찰스 슈왓 인스티튜셔널 등 지원시스템이 발달하였다.¹⁵⁾ 특히 미국에서는 펀드 운용사들에게 12b-1 보수¹⁶⁾를 받고 자문업자에게 무료로 거래를 제공한다. 이 외에도 독립투자자문업자간의 집합체인 Network가 활성화되어 영세한 IFA를 지원하고 있다.

투자자들은 투자자문업자에게 자문과 함께 거래까지도 위임하기도 한다. 이 경우 자문업자는 무료 또는 저렴한 비용으로 이용할 수 있는 온라인 지원시스템을 이용한다.

또한 대개 그 규모가 영세한¹⁷⁾ 영국의 IFA 또는 미국의 투자자문업자가 시장 전체의 상품을 검색해서 투자자에게 가장 적합한 자문을 제공하려면 상당한 부담이 된다. 영국에서 IFA를 도입할 때 반대의견의 근거도 이런 부담 때문에 IFA가 활성화되지 못할 것으로 예상했기 때문이었다. IFA의 영세성을 감안할 때 이러한 지원시스템은 IFA 활성화에 빠질 수 없는 중요한 요인이므로 이에 대한 정책적 배려가 필요하다.

5) 도입 용이성

현재 우리나라는 펀드의 판매와 자문이 구분되지 않아 자문은 판매과정 중에 부수되는 서비스로 이루어지고 있으며 투자자와 판매업자 모두 자문을 독자적인 서비스로 인식하지 못하고 있다. 또한 온라인을 통한 거래가 매우 미흡한 수준이기에 자문을 통한 투자가 현실적으로 어

14) 김갑래(2009), p.38.

15) 영국은 신규 소매 펀드투자의 약 절반이 펀드 슈퍼마켓을 통해 이루어지며 Cofunds, Fidelity Funds Network, Skandia Investment Solutions, Hargreaves Lansdown 등 4개 대형업체가 펀드슈퍼마켓 자산의 약 85%를 차지하고 있다.(FSA(2010a) p5) 영국도 IFA가 펀드 슈퍼마켓을 이용할 때는 대부분 무료이다.

16) 미국에서는 펀드 자산의 0.75%까지 펀드에서 판매비용을 지급할 수 있다. 1970년대 후반에 펀드의 대량 환매로 인해 펀드 자산이 감소하자 펀드 판매 촉진을 위해서 도입되었다. 12b-1은 이러한 비용지급을 허용한 SEC 규정의 조항이다. 한국투자자보호재단(2010b) 참고.

17) 미국은 2006년 말 현재 개인 고객에 대한 투자자문업자의 절반 이상이 10명 이내를 고용하고 있으며 (RAND(2008) p38), 영국은 2001년 10월 현재 약 26,000명의 투자자문업자가 약 11,000개 회사에 고용되어 있는데 11,000개 회사의 37%는 1명의 투자자문업자만 두고 있다(Sandler, 2002, p.67).

렵다. 이런 상황에서는 판매수수료가 높은 상품을 판매업자가 투자자에게 권유하게 되는 상품 편향이 발생할 소지가 높다.

우리나라는 미국식 제도보다 영국의 IFA제도를 도입하는 것이 바람직하다. 이에 대한 이유는 크게 두 가지로 구분되는데, 첫째로는 법체계 측면이며 둘째로는 시간 측면이다. 먼저 미국의 투자자문업자제도의 필수 요소인 신인의무는 사법 전반에 적용되는 일반적인 의무다. 대륙법 체계를 따르는 우리나라 법체계상 이러한 개념과 대의(cause)를 받아들여야 법 규정 및 사고의 근본적 전환이 필요하다. 이는 마치 의료 사고로 인한 분쟁에 있어서 피해자가 부담했던 입증 책임을 가해자가 부담하게 전환하려면, 법 규정의 개정은 물론이고 더불어 근본적인 사고, 논리 및 사회 통념의 변화까지를 필요로 하는 것과 유사하다.¹⁸⁾ 둘째로, 바로 이러한 이유로 신인 의무를 우리나라에 본격 도입하고 실제 적용하기 위해서는 상당한 시간이 걸릴 것으로 예상된다. 반면에 영국의 IFA제도는 일반적인 신인 의무를 도입할 필요가 없기 때문에 법체계의 수정과 시간의 측면에서 보다 용이할 것이다.

III. 영국 IFA제도의 변천

1. 영국 금융시장규제의 변천¹⁹⁾

본 장에서는 IFA제도를 이해하는데 도움이 되도록 영국 금융시장 규제의 변천을 간략하게

고찰한다. 1980년대 초까지 영국 금융시장은 은행, 보험, 증권 등 여러 영역으로 구분되었고 법률을 통한 규제보다는 참여자들의 자율규제를 통해 운영되었다. 그러나 금융 산업이 발전하면서 이 방식이 한계에 봉착하게 되자 증권업을 규제하는 “금융서비스법” 등 금융영역별 법률이 제정되었고, 전 세계적으로 금융 산업의 통합이 심화됨에 따라 2000년에는 전체 금융시장을 규제하는 “금융서비스와 시장법”이 시행되었다.

1) 「1986년 금융서비스법」

(Financial Services Act 1986, FSA1986) 이전

1980년대 초까지 영국 금융시장은 크게 ① 은행, ② 증권거래소 및 Lloyd's와 같은 City의 금융시장, ③ 주택금융조합(building society)과 보험회사를 포함하는 기타 금융시장으로 구분되었다. 각 금융시장은 각각 다른 기관에 의하여 영위되었고 금융 감독 역시 금융시장 또는 금융영역의 구분에 따르는 체제였다. 즉, 각 금융영역은 그 영역에만 적용되는 내용의 규제를 받아왔다. 규제의 형태에서는 법적규제와 자율규제가 있었는데 자율규제는 법규에 근거한 것이 아니라 시장참여자의 동의로부터 발생했다.²⁰⁾²¹⁾

영란은행(Bank of England)과 증권거래소 그리고 Lloyd's는 자율규제를 통해서 규제했다. 예를 들어 영란은행은 Bank of England Act 1946 s.4(3)에 의해서 지침을 제정할 수 있었지만 지침이 공식적으로 제정된 사례는 없다. 반면에 기타 금융시장은 법적규제가 강했다.

18) 2011년 3월 11일 약칭 “의료분쟁조정법”이 국회를 통과했는데 최초 발의 이후 무려 23년이나 걸렸다. 게다가 의료사고의 입증책임을 피해자에서 의료기관에게 전환하는 조항이 삭제되어서 통과될 수 있었다.

19) 이 부분은 주로 Michael Blair QC의, Blackstone's Guide to the Financial Services & Markets Act2000, Oxford University Press, 2001, Chapter One “The Policy background”를 참고하였다.

20) 심영·정순섭(2003), pp.26-27.

21) club-based system 이라고 함. Jonathan Westrup(2005) p.8.

2) FSA1986 제정

환경 변화로 인해 기존의 금융 규제 방식은 점차 개혁의 압력을 받았다. 1980년 들어 은행, City 금융시장 그리고 여타 금융시장으로 구분되었던 금융활동들의 구분이 모호해지면서 금융 기관들이 은행, 보험, 증권 중 둘 이상의 행위를 영위하게 되었다. 이러한 변화에 따라 은행, City 금융기관에서도 법적규제를 선호하게 되었다.²²⁾ 1970년대부터 1980년대 초 투자운용사인 Norton Warburg의 붕괴까지 일련의 금융 스캔들이 이어지자 영국 정부는 고어(L.C. B. ('Jim') Gower)교수에게 증권업에서의 투자자보호에 대한 검토를 맡겼다.²³⁾ 고어 교수는 자율규제기관 (Self-Regulating Organization, SRO)을 통해서 규제하는 방안을 제시했다.

영국 정부는 고어 교수의 제안을 반영한 FSA 1986 법안을 발표했다. 이 법안은 일상적인 감독 권한의 대부분을 민간자율규제기관에게 이관한 점이 특징이다.²⁴⁾ 즉, 최종적인 규제책임은 정부가 부담하도록 하였으나 대부분은 규제권한을 형식상 비정부기관인 증권투자위원회(Securities and Investment Board, SIB)에 위임하였다.²⁵⁾ 그

런데 증권업 관련업자에 대한 기능별 구분방식을 채용하였기에 SRO가 여럿 존재했다. SROs는 종래의 업자단체가 개칭되거나 별도로 신설되었는데 증권회사가 운영자금을 지원하며 부분적으로는 증권회사들이 운영하였다. 따라서 증권업에 대한 규제방식은 “법 제도 내의 자율규제”(self regulation within a statutory framework)라고 부를 수는 있으나 실제로 자율규제의 성격이 존재하였는가에 대하여는 의문이 있다.²⁶⁾

FSA1986은 고어 교수의 검토범위를 넘어서 생명보험 상품이나 개인연금까지 규제대상으로 했다. 따라서 이들 상품의 관측활동이나 판매 관행은 처음으로 규제대상이 되었고 보험회사를 규제하기 위한 SRO도 설립되었다. 다만, FSA1986의 중점은 증권업이고 보험업은 일부 규제하는 정도였으며 은행업은 ‘1979년 은행법’ 그리고 그 후 대체된 ‘1987년 은행법’에 따라 규제되었다.

3) 「2000년 금융서비스와 시장법」(Financial Services and Markets Act 2000, FSMA2000) 제정

FSA1986에 따른 증권업 규제방식의 문제점은

22) 은행시장 그리고 City 금융시장에서도 법적규제를 선호하게 된 배경은 다르다. 은행산업에서는 1973년부터 1975년까지 소위 secondary bank(Bank of England가 자율규제방식으로 규제하는 은행(소위 'primary bank')이 아닌 은행을 말하며 상법에 근거해서 은행으로 인정받았다. primary bank는 별도의 인가과정 없이 설립되었다. 영국은 1979년 은행법이 제정되기 전까지는 은행산업의 공식 인가나 감독 체계를 가지지 않았기 때문이다.) 스캔들이 발생하면서 1979년 은행법이 제정되었다. 1979년 은행법은 Bank of England를 중심으로 하는 private bank와 상법에 근거하던 secondary bank까지 포괄하는 은행산업의 규제법이었지만 private bank와 secondary bank를 구분하는 기존 방식을 유지하고 있었다. 또한 Bank of England 역시 primary bank와의 기존 관계만 중시했을 뿐 secondary bank에 대한 관리는 소홀했었다. 그 후 1979년 은행법에 의해 인가받았던 Johnson Matthey Bankers가 도산하면서 은행규제방식의 문제점이 드러나면서 primary bank와 secondary bank의 구분을 폐지하고, Bank of England의 권한을 보다 강화한 1987년 은행법으로 대체되었다. 반면에 증권 산업에서는 여러 가지 요인이 복합적으로 작용했다. 먼저, 국제화의 진전으로 외국 금융기관의 참여가 확대되었고, 정부의 민영화 방침에 따라 기존에 주식을 소유한 경험이 없는 층에게까지 주식소유가 확대되면서 투자자보호 체계의 변화가 필요하게 되었다. 또, 증권거래소의 규정이 공정거래청(OFT)의 승인을 받지 못하게 되면서 최소 수수료 폐지, broker나 dealer 단일 지위제도 폐지, 비회원의 회원사 매수 허용 등 큰 폭의 변경이 있게 되었다. 특히 broker나 dealer 단일 지위제도가 폐지되면서 기존 규제방식에서의 투자자보호의 방어벽이 제거되었다.

23) 구체적으로 (1) 개인과 법인 증권 투자자에게 필요한 법령에 의한 보호 검토, (2) 증권 딜러(dealer), 투자자문업자(consultant), 투자 운용사에 대한 법적 규제의 필요성 검토 (3) 새로운 입법 필요성에 대한 조언이었다.

24) 안수현(2003) p.63.

25) 종종 적대적이기까지 한 City 집단을 달래기 위해서 영국 정부가 자율규제 요소를 강조할 수밖에 없었기 때문이다. SIB는 전반적인 규제체제를 확립하였으나 직접적인 규제감독활동은 하지 않았고 제2차적 규제기관인 SROs를 설립하여 이를 통한 규제를 시행하였다(소위 “2단계구조 two-tier system”).

26) 심영·정순설(2003), p.28.

크게 SIB와 SROs로 이루어진 2단계 규제체계의 복잡성 그리고 SROs 단계의 규제영역을 단편적으로 분리함에 따른 다양한 업무를 취급하는 피규제기관에 대한 규제 비효율성(특히 사기 및 부정행위에 따른 소비자보호에 대한), 규제영역의 중복 및 공백이었다.²⁷⁾

세계적인 금융환경의 변화에 따라 영국에서도 점차 은행, 증권업 그리고 기타 금융 산업으로 명확하게 구분되던 금융업들이 서로 수렴되어 은행, 증권, 보험을 산하에 둔 금융그룹(conglomerate)이 등장하면서 이런 문제점이 한층 부각되었다.

금융그룹은 각기 다른 감독기관의 규제를 받으면서 규제 부담이 늘어났고, 개별 감독기관은 해당 금융그룹의 전체 위험을 파악하기 어렵게 되었는데 대표적인 사례가 증권부문의 문제로 1995년에 도산한 베어링(Baring) 은행이다.

또 ‘주가지수 선물’ 등 기존의 금융업으로 분류하기 어려운 새로운 금융상품이 출현하면서 규제의 공백이 발생하게 되었고 유럽연합의 법령들도 영국의 금융규제 방식에 점진적으로 영향을 끼쳤다.²⁸⁾ 1980년 후반부터 있었던 개인연

금의 불완전판매 스캔들은 FSA1986의 규제방식 한계를 가장 극명하게 드러냈다.²⁹⁾³⁰⁾ 1997년에 당시 재무장관인 브라운은 새로운 금융규제방식의 도입에 대한 영국 정부의 공식 입장을 발표했다.

그 주요 내용은 통합 금융감독기구인 FSA를 설립해서 모든 금융 산업을 감독하도록 하고 SROs를 FSA에 통합시켜 규제방식을 단일화하는 것³¹⁾이었다. 또한 FSA에게 금융범죄에 대한 처벌권한을 부여해서 내부자거래나 시장 조작 등에 효과적으로 대응할 수 있도록 하였다.

2. IFA제도의 도입 : 양극화(Polarisation)

FSA1986 직후인 1987년에 FA를 IFA와 TFA로 구분하는 양극화가 도입되었다. IFA는 시장 전체의 상품 중에서 투자자에게 적합한 상품을 권유해야 하는 반면 TFA는 자신과 계열관계인 업자의 상품만을 권유할 수 있었다. 그러나 TFA에 대한 이런 제한이 시장의 경쟁을 왜곡시킨다는 비판을 받게 되자 2004년에

27) 심영·정순섭(2003), p.28.

28) 예를 들어, 1980년대 후반에서 1990년대 초반에 유럽 공통의 금융 서비스 시장을 만들기 위한 일련의 지침(directive)들이 발표되었는데 많은 지침이 ‘신용기관’(credit institution)의 개념을 기반으로 하고 있어 영국의 은행과 기타 금융시장에 속한 주택금융조합을 포괄했다. 또한 은행 관련 지침들은 검은행을 전제로 하고 있어 자본 적합성 지침(Capital Adequacy Directive)은 시장 위험에 대해서 은행과 증권회사 양쪽에 공통적인 자본요건을 요구하였다.

29) 당시 영국의 직역연금(occupational pension)은 동일 고용주 밑에서 장기 근무를 유도하게 되어 노동시장의 경직화를 가져온다는 지적이 있었다. 이를 해결하기 위해서 1980년대 중반에 생명보험회사들이 판매하는 개인연금이 도입되었는데, FSA1986은 생명보험상품을 인가의 대상으로 포함했기에 개인연금 상품도 동법의 인가 대상이 되었다. 존 메이저(John Major, 후일 영국 수상)는 FSA1986이 개인연금의 불법적 과대판매에서 국민들을 지킬 것이라는 호언장담했었으나 현실은 달랐다.

30) 개인연금 상품의 근거가 된 1986년 사회보장법이 발효된 1988년부터 1995년까지 약 8백만 이상의 개인연금 상품이 판매되었다. 이중 상당수는 기존 직역연금 가입자에게 판매되었는데 그 과정에서 직역연금을 탈퇴하고 개인연금으로 교체하라는 권유를 받았다. 직역연금 가입자들에게 개인연금으로 교체하라는 권유는 합당한 권유가 아니었다. 당시 직역연금은 고용주의 출연분도 있었고 다른 공공 연금과 마찬가지로 인플레이션에 연동되어 연금지급액도 증가했지만 개인연금은 이런 혜택이 전혀 없었기 때문이다. 그럼에도 이런 권유가 많았던 이유는 개인연금의 판매가 오직 수수료로만 보상되었기 때문이었다. 관련업계가 운영에 상당 부분 관여했던 SROs는 이 문제에 효과적으로 대응하기 어려웠고, SROs에 대한 규제를 담당했던 SIB는 실질적인 규제방법이 없었다. SIB는 SROs의 승인을 취소할 권한만 보유했는데 이 방법은 지나치게 엄격했기에 실제 사용되기 어려웠기 때문이다. 이외에도 FSA1986이 금융범죄 특히 시장 조작이나 내부자거래에 대응하기 어렵다는 점도 문제로 지적되었다. SIB는 FSA1986에 근거해 인가받은 자에 의한 내부자 거래나 시장 조작이 아닌 경우 아무 권한이 없었다. 따라서 그런 경우는 형법에 따라 규제되어 즉각적이고 효과적인 규제가 어려웠다.

31) SROs 중 영란은행은 중앙은행으로 존속하게 되었으나 은행감독권은 FSA로 귀속되었다.

영국 정부는 IFA에 대한 규제는 유지하되 TFA가 권유할 수 있는 상품의 폭을 넓혀 실질적으로 양극화를 폐지했다. 다만 IFA에 대한 규제는 유지되었다.

1) 양극화 도입배경

양극화 도입 이전에는 투자자문을 제공하는 자의 기준이나 자격에 대한 규제가 없었기 때문에 잘못된 관행이 성행했다.³²⁾ 투자자문업자들이 자신이 누구를 위해 일하는지를 밝히지 않아도 되었기에 특정 또는 소수의 상품공급자를 대리하는 회사들이 ‘독립’이라고 주장하는 경우도 있었다.

즉, 양극화의 도입 목적은 첫째, 소비자가 자신들이 제공하는 자문이 개별 공급자의 상품에 관한 것인지 또는 시장 전체 상품에 대해 독립 자문을 받는 것인지를 명확하게 알 수 있도록 하고, 둘째, 소비자가 자문에 대한 피해구제를 바라는 경우 책임소재를 명확하게 하는 것이었다.

양극화 도입에는 찬반이 분분했다.³³⁾ 양극화의 잠재성을 평가한 영국 공정거래청(Office of Fair Trading, OFT)도 IFA가 성장하기 어려울 것이므로 FA들이 대부분 TFA가 될 수 있어 투자자가 얻을 수 있는 정보가 감소하는 등의 부정적 효과가 있을 것으로 우려했으나³⁴⁾ 영국

정부는 OFT의 의견을 수용하지 않았다.

2) 양극화의 내용 : IFA와 TFA로 2원화하고 각각의 요건을 명시

양극화는 세부적으로 다음 세 가지 규제를 의미했다.

첫째, 개인 투자자에게 생명보험, 개인연금, 펀드, 펀드 저축계획 등(소위 packaged products, PP)³⁵⁾에 자문하는 자는 IFA이거나 또는 상품공급자나 상품공급자의 판매집단(marketing group)이어야 한다.

둘째, 상품공급자나 상품공급자의 판매집단은 자신들의 상품에 대해서만 자문할 수 있다.

셋째, IFA는 개인 투자자에게 PP에 대해 자문할 때는 언제나 IFA로 행동해야 한다.

IFA는 상품공급자와 계열관계가 없는 FA를 말한다. IFA는 모든 상품 유형에 대해 자문할 필요는 없고 연금 등 특정 상품에 특화될 수 있었으나, 자문을 제공하려면 시장에 있는 전체 상품 중에서 적합한 상품을 권유해야 했다. 은행이 주로 고소득 고객에게 폭 넓은 자문을 제공하기 위해서 IFA 사업부를 두는 경우도 있었는데 이 경우 소위 ‘better than best’라는 보다 엄격한 규제가 적용되어 모회사의 상품이 다른 상품에 비해서 현저하게 나은 경우에만 권유할 수 있었다.

IFA는 영업에서 주로 활용하는 4명 이상의 선

32) 예를 들어, 판매자가 일정 수준 이상을 판매하는 경우 상품공급자가 추가수수료를 지급하거나, 판매자에게 무이자로 대출을 하기도 했다. 이 대출은 판매자가 서로 협의한 수준 이상의 판매를 하는 동안에는 상환되지 않았다. 이런 관행들은 투자자문업자들이 소비자의 이익보다 자신들의 이익을 앞세우게 했다.

33) 양극화 도입에 관한 논의에서 찬성하는 쪽은 FA의 지위에 대한 투자자의 혼란 완화, 이해상충의 가능성 축소에 따른 투자자 위험 감소 그리고 자문의 책임에 대한 투명성 제고를 내세웠다. 반면에 반대하는 쪽은 양극화가 경쟁을 방해, 제한 또는 왜곡할 것이며 투자자문업을 영위하려면 큰 규모의 자금을 요구하게 될 것이기에 IFA의 수가 많지 않을 것이라고 주장했다.

34) 이런 우려의 배경은 다음과 같다. 첫째, 양극화 도입으로 IFA가 아니면 전속회사 상품에 대해서만 자문을 제공할 수 있게 되며, 둘째, 상품검색비용 등 독립 지위를 가지기 위한 비용이 비싸서 IFA가 될 수 있는 FA가 많지 않을 것이다. 그 결과 TFA의 고객은 제한된 공급자의 상품에 대해서만 자문을 받게 되고, 상품공급자 간에 경쟁을 제고할 수 있는 ‘정보를 가진 고객’의 역할을 할 수 있는 IFA는 적어질 것이다. 여기에, 상품의 복잡성 그리고 많은 소비자의 낮은 금융지식 수준이 더해져서 결과적으로 경쟁이 약해질 것이라는 것이다.

35) 따라서 다음의 경우는 양극화가 적용되지 않았다. 첫째, PP가 아닌 순수 보장성보험이나 저당상품 등에 대한 자문. 둘째, 자문 없이 이루어지는 “단순 거래”. 따라서 특정 운용사가 설립한 펀드슈퍼마켓이 단순 거래 기능만 제공하는 경우 당해 운용사의 상품을 better than best 제한 없이 판매할 수 있었다. 다만, 직판은 상품에 대한 자문이 포함된 것이기에 양극화의 대상이었다. 셋째, 자문 행위가 없는 주식 중개인이나 재량적 포트폴리오 운용자 등이다.

호 공급자들의 목록(“권유상품목록³⁶⁾” 또는 “패널 목록³⁷⁾”)을 만들 수 있었다. 다만 IFA는 정기적으로 상품과 자신의 고객에의 적합성을 근거로 공급자들을 선택하는 것이 TFA와 다른 점이었다. 즉, IFA는 목록의 공급자들과 조건을 협의할 수 있으며 공급자들을 교체할 수 있어야 했다. 그리고 특정 IFA가 판매한 상품의 20% 이상이 특정 공급자의 상품인 경우 FSA에 보고해야 했다.

TFA는 단일 공급자 또는 복수의 기업(소위 ‘판매집단’)과 전속관계이며 당해 공급자 또는 판매집단 내의 상품이 아닌 것은 권유할 수 없었다. 판매집단에 속한 FA는 당해 판매집단의 모든 상품 중에서 가장 적합한 상품을 권유해야 했다.

3) IFA제도에 대한 평가

가. 개요

양극화가 시행되고 10여 년이 경과한 1999년에 OFT는 TFA에 대한 제한이 경쟁을 왜곡시킨다는 보고서를 발표하고 TFA의 규제 완화 및 그에 따른 투자자의 혼란 방지를 위한 개선안을 다음과 같이 제안했다.

첫째, IFA의 독립성 요건은 그대로 유지한다.

둘째, 복수의 공급자에 전속되는 TFA인 MTFA (multi-tied financial adviser)를 허용한다. 셋째, 수수료로 보상받는 FA는 고객에게 그 사실을 명확하게 공시하고, 모든 FA는 상품공급자와의 모든 약정을 미리 공시한다. OFT의 보고서가 발표된 후 FSA는 London Economics에 양극화의 경제적 효과 평가를 맡겼고 2000년 7월에 LE는 TFA에 대한 제한이 경쟁을 왜곡시키고 있다는 검토의견을 FSA에 제출했다.

나. 소비자 복지 증대 측면 : IFA 규제의 효과

OFT와 LE 모두 IFA에 대해서는 긍정적으로 평가했다. OFT는 IFA와 TFA를 구분하는 양극화가 소기의 목적을 어느 정도 달성하고 있다고 볼 수 있으나 그 효과의 정도는 상품의 유형에 따라 다르다고 분석했다.³⁸⁾ 다만 양 기관 모두 투자자들이 IFA와 TFA를 잘 구분하고 있으나 그 의미를 충분히 이해하지 못한다고 보았다.³⁹⁾⁴⁰⁾

1987년에 OFT가 SIB의 양극화 도입에 반대한 주된 논거는 양극화가 상품공급자들에 대한 경쟁 압력을 감소시킬 우려가 있다는 것이었다. 그러나 1999년의 평가에서 OFT는 양극화 도입 후 IFA가 큰 폭으로 성장했다고 분석했

36) IFA들이 각 고객마다 시장에서 적합한 상품을 검토하기는 어렵기 때문에 IFA 회사들은 소속된 IFA들이 사용할 상품 목록을 만들게 되며 목록은 정기적으로 확인된다. 목록 작성을 외부에 용역하기도 한다.

37) IFA 회사가 자사의 고객 중 대다수에게 적합한 상품으로 구성된 목록을 말한다. 권유상품목록에 비해서 구성 상품을 더 세심하게 선별하게 된다.

38) 생명보험과 같이 복잡한 상품에서는 효과가 크게 나타나지만 여타 상품은 보다 단순하고 투명성이 높아 양극화의 효과는 크지 않다고 분석했다.

39) PIA(Personal Investment Authority로 FSA1986이후 설립된 소매증권기관에 대한 자율규제기관이다.)의 “소비자 패널 보고서”를 통해서 확인했다. 독립성 여부는 이용 채널별로 IFA 80%, Life office 76%, Bancassurer 79%가 인식하고 있다고 답변했으나 소비자들은 독립성의 의미를 공급자보다 투자자의 이익에 맞는 자문을 하는 것으로 생각하고 있었다. 그러나 이런 의무는 IFA 뿐만 아니라 모든 FA에게 요구되고 있는 것이다. 또, ‘독립 재무 상담을 받기 최적 장소는 은행’이라고 OX 질문에 응답자의 1/3은 그렇다고 답변했는데 실제로 은행은 거의 TFA였다. 응답자의 절반 정도만 질문에 아니라고 답변해서 상당수 응답자는 오해를 하는 것으로 볼 수 있었다.

40) PIA의 서베이 자료(소비자 패널 Report, 1998)에서는 소비자 중 다수가 잘 안다고 답변했고 약 20%의 소비자만 잘 알지 못했다. 또한, 생명보험회사나 보험 상품을 판매하는 은행에서 상품을 구입한 소비자 중에서 독립적 자문을 얻고 있다고 믿은 소비자들은 소비자 피해를 입을 가능성이 특히 높은 것으로 나타났다. 이런 결과는 FSA가 실시한 조사(Better Informed Customers report, 2000. 4') 결과와 유사하다. 자신의 FA가 하나 이상의 공급자와 전속관계라고 답변한 20%에서 30%의 소비자들은 자신들의 FA의 지위를 이해하지 못한 것으로 보인다. 양극화에서 이런 전속관계는 금지되기 때문이다. 또, 보험 상품을 판매하는 은행을 이용한 소비자가 FA의 지위를 혼동하는 비율이 가장 높았다는 조사도 있다. PIA 서베이(소비자 패널 Report, 1999)에서 대부분의 은행이 TFA임에도 불구하고 소비자의 31%는 은행이 독립 자문을 얻기에 최적의 장소라고 믿었다. 또 Continental Research의 서베이에서도 은행 소비자의 39%는 처음 은행에 갔을 때 은행이 자사의 상품만 제공할 수 있다는 것을 알지 못했다. 다만, 이들 서베이는 최근 구입자나 금융 의사결정자를 대상으로 한 것으로 만일 구입하지 않는 소비자를 대상으로 하면 이해도가 크게 낮아질 수 있다.

다.⁴¹⁾ 예상과 다른 결과가 나온 이유는 “권유 상품목록”이나 “패널목록”의 활용이나 시장 조사 프로그램의 발달로 IFA의 영업도 비용을 줄일 수 있게 되었기 때문이었다.⁴²⁾

IFA를 이용하는 소비자들이 적합한 자문을 받고 있는 것으로 나타났다. OFT는 소비자들이 구입한 상품의 지속률(persistence rate)을 확인했는데⁴³⁾ IFA가 TFA에 비해서 소비자의 수요에 보다 적합한 상품을 권유한 것으로 확인되었고, 투자자들이 필요하다고 생각하는 자문을 받고 있는지를 확인하기 위한 LE의 설문조사에서도 IFA를 이용하는 경우 자문을 더 많이 구하는 것으로 나타났다.⁴⁴⁾

다만, LE는 투자자들이 거래하는 FA를 변경하려 하지 않는 성향이 투자자 피해에 영향을 줄 수 있다고 우려했다. 기존에 이용한 판매 채널을 계속 이용하는 소비자들은 수익성을 추구하는 FA들에게 이용당할 수 있다고 보았기 때문이다. 판매 채널을 직접 선택하는 적극적 소

비자와 그렇지 않는 소극적 소비자를 구분해서 확인한 결과 상당수가 소극적 소비자여서 소비자 피해에 취약한 것으로 나타났다.⁴⁵⁾ 일단 FA를 선택하면 소비자들은 그 FA의 자문에 크게 의지하는 것으로 보였는데 IFA를 이용하는 소비자들에게 이런 현상이 높았다.⁴⁶⁾ PP처럼 거래 금액이 큰 경우 여러 FA를 열심히 찾아 볼 것을 기대하지만 실제 결과는 달랐다.⁴⁷⁾

다. 시장의 혁신과 경쟁 체고 측면 :

TFA규제의 한계

OFT와 LE 모두 이 측면에서는 우려를 표명했는데 주로 TFA가 계열 상품에 대해서만 자문할 수 있다는 규제 때문이었다. 이로 인해 발생할 수 있는 소비자 피해 가능성을 OFT는 다음 두 가지로 보았다.

첫째, 이 규제로 소비자 이익에 반하지 않는 소매 판매의 혁신과 소매 판매의 형태까지도 제약될 수 있다.⁴⁸⁾ 다만, 이런 것들이 허용된다면

41) AUTIF(Association of British Insurers)와 ABI(Association of Unit Trusts and Investment Funds)의 통계자료(ABI, Statistical Bulletin, 1999. 2, AUTIF, Summary of unit trust statistics 1992-99)를 보면 생명보험이나 연금영업에서 은행이나 주택금융조합(주택금융조합)들은 대부분 IFA보다 TFA를 선택했다. 그러나 IFA도 이 영업에서의 입지를 강화했다. 생명보험 이외의 상품에서도 IFA들이 상당한 점유율을 차지하고 있었다.

42) PIA의 보고서(Disclosure Report : Life Assurance, Unit Trusts, Investment Trust Savings Schemes, Personal Equity Plans, 1990. 2)에도 상품공급자들이 IFA에게 지급하는 수수료가 TFA에 비해서 낮다.

43) PIA의 “보험상품 지속률 조사”에서 생명보험과 연금계약의 4년 지속률은 구입 채널별로 직접 판매 81.7%, IFA 76.8%, home service 74.2%, 회사직원 60.2%였다. 장기 보험 상품을 중도 해약하면 납입금액에 비해서 지급되는 수준이 매우 작은 것을 감안할 때 소비자들이 구입 전에 그런 상품의 적합성 여부에 대해서 잘 아는 것이 중요하다는 것이다.

44) LE는 보고서 작성을 위해서 2000년 4월에 Continental Research에게 의뢰한 서베이(packaged products를 구입한 1,000명을 대상으로 대면 방식으로 실시)에서 IFA를 활용한 투자자의 약 30%는 자문을 구하지 않았는데 다른 판매채널에서는 비율이 더 높았다. 상품별로는 단순한 상품은 자문을 덜 구했고, 펀드, PEP, ISA를 구입할 때는 절반 정도가 자문을 구했다. 개인연금 등 더 복잡하다고 생각되는 상품의 경우에도 1/3을 조금 넘는 투자자는 자문을 구하지 않았다.

45) PIA 소비자 패널 Report(1998)에서 적극적 소비자는 16%에 불과했다. Continental Research의 서베이에서는 적극적인 소비자 비중이 더 높았다. 구매자의 약 2/3가 자신들이 결정했고 단지 1/3만 공급자가 접촉했다. 자신들이 결정한 구매 비중이 가장 높은 채널은 IFA 채널이었다. 모든 채널에서 스스로 결정한 구매자 비중은 50%가 넘었다.

46) 소비자들의 40%는 FA의 권유가 구매 의사결정에서 가장 중요하다고 했고 IFA 고객의 75%는 단지 한 명의 IFA만 이용했다.

47) PIA 설문조사에서 packaged products를 선택할 때 최소한 두 번째 FP를 찾는 비율은 35-40%로 일반 보험(약 45%)에 비해 낮다. LE는 저축과 투자 상품의 복잡성 때문에 소비자들이 제공되는 상품을 비교하기 더 어려워져 다른 FP를 찾을 필요성이 낮아지는 것으로 분석했다. Continental Research 서베이에서도 75% 이상의 소비자들이 특정 채널 안에 머물러 있었다.

48) 예를 들어, 특정 생명보험회사의 TFA들이 당해 보험회사의 생명보험 상품과 다른 회사들이 공급하는 펀드를 통해 maxi-ISA(영국의 개인별 세금우대계좌인 ISA(Individual Savings Account)의 하나로 주식과 증권 항목을 반드시 포함해야 하며 보험이나 현금 항목을 포함할 수 있음)를 제공하려 할 수 있고, 또 이와 유사하게 특정 펀드공급자의 TFA들이 당해 회사의 펀드와 특정한 생명보험회사 상품을 통해 maxi-ISA를 제공하려 할 수 있다. 이 경우 양극화에 따라 생명보험회사의 TFA는 전속회사가 펀드 회사들의 상품을 대량 구입해서 전속회사의 이름으로 묶을 때만 maxi-ISA를 제공할 수 있다. 특정 펀드공급자의 TFA도 마찬가지다. 또한 양극화가 완화된다면 공급자들이 IFA들에게 자신과 직접 연결되는 온라인 접속 등 IT 지원을 더 할 수 있어 비용을 절감하고 소비자의 복지 효율성을 증가시킬 수 있다.

소비자들이 자신들의 FA가 상품공급자들과 연계가 되어 있는지를 분명히 알 수 있도록 해야 한다.⁴⁹⁾

둘째, TFA들이 전속 회사 상품 외에 더 좋은 상품에 대해 자문을 제공하지 못하게 되어 소비자들에게 피해가 될 수 있다.⁵⁰⁾

또한, OFT는 TFA의 규제가 다음의 이유로 상품공급자 간 경쟁에 부정적 영향을 미칠 수 있다고 보았다.

첫째, 신규 공급자의 참여를 제한할 수 있다. 시장에 처음 참여하는 공급자는 다른 공급자의 TFA 상품 목록에 자신의 상품을 자신의 이름으로 올릴 수 없기 때문이다.⁵¹⁾ 다만, OFT는 이 문제가 실제로는 경쟁에 큰 영향을 미치지 않는다고 보았다.⁵²⁾

둘째, 상품공급자간 경쟁을 약화시킬 수 있다. 공급자 사이의 경쟁 압력은 대부분 상품 경쟁에서 비롯되는데 TFA의 경우 개별 공급자 또는 판촉 그룹의 경쟁 상품 간에만 경쟁이 있게 되

어 경쟁효과가 적기 때문이다. 반면에 OFT는 IFA가 상품공급자간 경쟁을 강화시킬 수 있다고 보았다. 공급자들은 자신이 제공하는 상품의 품질에 대해서 IFA들을 확신시켜야 하기 때문이다. 만일 IFA에 대한 요건 규제가 없다면 IFA들이 독립 자문을 제공할 때 필요한 조사 기타 비용을 부담할 유인동기가 적어져 IFA가 줄어들 것이고 그 결과 공급자 간 경쟁도 약화될 것이다.⁵³⁾

LE도 TFA규제에서 야기되는 경쟁의 문제를 지적했다.⁵⁴⁾ 소비자의 탐색 비용을 감안한다면 소매업자는 여러 공급자의 상품을 판매하는 것이 효과적인데 TFA규제 때문에 가장 효율적이거나 가장 혁신적인 공급자가 PP 시장에 참여하지 못해서 경쟁이나 혁신이 저하될 수 있고, 시장 참여자들이 서로 공모해서 경쟁이 약화될 수 있다고 본 것이다. TFA가 IFA와 경쟁한다면 이런 문제는 상당히 해소되겠지만 IFA 시장과 TFA 시장의 소비자가 다른 것 같아⁵⁵⁾ 경쟁

- 49) 예를 들어, 만일 규제가 완화되어 상품공급자들이 IT 장비를 IFA들에게 제공할 수 있게 된다면 고객들에게 명확하게 밝혀서 자신들이 받는 자문이 편향될 수 있다는 것을 알 수 있도록 해야 한다.
- 50) TFA들은 자신들의 상품공급자가 모든 분야에서 경쟁력 있는 상품을 제공할 수는 없기 때문에 IFA들과 비교해서 불리한 상황이다. 물론, 이런 상황을 부분적이거나 벗어날 수 있는 방법은 여러 가지가 있다. 첫째 TFA들은 자신들이 자문을 제공할 수 있는 적합한 상품이 없는 경우 IFA에게 고객을 소개할 수 있다. 다만, 만일 IFA가 경쟁자라면 그리 좋은 대안은 아니다. 둘째, TFA를 통해 상품을 판매하는 상품공급자들이 다른 공급자를 통해서 제공 받거나 다른 회사의 상품을 대량 매입해서 자신의 상품으로 판매하는 방법으로 공급할 상품을 개선할 수 있다. 다만, 이런 과정은 추가 비용을 수반하며, 그 비용은 소비자들에게 전가되게 마련이다.
- 51) 특히 펀드공급자들에게 큰 문제가 되었다. 이들은 다른 나라에서는 중요한 판매 채널인 은행을 통한 판매가 불가능했다. 은행들이 자신들의 펀드 상품을 가지고 있었기 때문이다.
- 52) OFT는 그 이유를 다음과 같이 제시했다. 첫째, 신규 상품공급자는 자신들의 상품에 대해 IFA와 직관이라는 대체 판매 채널을 가진다. 직관은 펀드 등의 신규 참여자들에게 중요한 판매 채널이다. 둘째, 상품공급자의 수가 많아서 신규 진입 제한이 있어도 실질적인 경쟁이 가능하다. 셋째, TFA들은 양극화에 불문하고 전속 상품공급자의 상품을 가장 많이 판매하려 할 것이다.
- 53) 다만, OFT는 이런 효과가 상품 간 차이가 크다고 보았다. 생명보험 상품은 복잡하기 때문에 자문 없이 판매되는 비중은 작지만 펀드는 자문 없이 판매되는 비중이 크다. 펀드공급자 간에는 IFA를 통한 상품 판매의 경쟁과 함께 제공하는 상품을 개선해서 자문 없는 판매를 늘리려는 경쟁도 존재한다. 따라서 IFA의 존재가 상품개발에서 소비자이익에 미치는 중요성은 다른 상품에 비해서 생명보험 상품에서 훨씬 더 높다고 보았다.
- 54) 첫째, 상품공급자가 TFA 판매채널을 통한 수 없어서 자신의 상품을 판매하지 못할 수 있다. 모든 분야의 상품을 가지지 않은 공급자는 자신들에게 묶인 판매 채널을 찾지 못할 수 있다. 공급자가 직접 TFA 채널을 만들 수도 있으나 이 방법은 모든 분야의 상품을 가지지 않은 공급자에게는 수익성이 높지 않다. 둘째, TFA는 공급자의 상품보다 더 나은 다른 공급자의 상품을 판매하지 못한다. 만일 TFA 공급자가 다른 여러 공급자의 상품을 판매할 수 있다면 더 나은 포트폴리오를 제공할 수 있다. 또한 판매집단에 속한 판매자는 판매 집단이 제공하는 모든 상품에 대해 자문해야 하는데 만일 TFA가 당해 판매집단에 속한 상품의 일부에만 집중하는 경우에는 자문을 제공하는 비용이 판매에서 벌어들이는 수익을 초과할 수 있어 상품을 제공하지 않는 것이 나을 수도 있다. 셋째, 전속 공급자의 상품이 있어도 TFA는 다른 공급자의 상품을 함께 판매하기를 원할 수 있지만 양극화에서는 불가능하다.
- 55) 첫째, 양 시장의 평균 RYI로 표시한 가격 수준은 대체로 같으나 이 수준은 수수료 환불(rebate)을 고려한 것은 아니기에 IFA 채널의 평균 가격이 더 낮을 것이다. 둘째, 소비자가 상당히 곁집에도 불구하고 소비자들이 채널을 바꾸거나 채널을 비교한다는 증거는 약하다. 셋째, 비록 가격 수준은 비슷해도 지속성률(persistence rates)의 차이에서 나타나는 바와 같이 자문의 품질은 독립 채널이 더 낮다고 종종 주장된다.

이 심하지 않다고 보았다.

라. 개선방안 : IFA규제는 존속하고 TFA에 대한 규제는 완화

OFT와 LE는 모두 TFA에 대한 규제완화를 개선의 기본방향으로 제시했다. OFT는 양극화가 경쟁에 미치는 효과는 상품에 따라 다를 수 있다고 보았고⁵⁶⁾ TFA의 규제는 개인연금을 포함해서 생명보험 연계 상품에만 존속하는 것이 타당하다고 결론 내렸다. OFT는 상품 판매 규제체계의 기준을 규제측면과 경쟁측면으로 구분해서 밝히고⁵⁷⁾ 이 기준과 양극화의 효과를 감안해서 고려할 수 있는 9가지 대안과 함께⁵⁸⁾ TFA규제의 완화를 중심으로 하는 권고안을 제

시했다.⁵⁹⁾ LE의 결론도 OFT와 크게 다르지 않았다. 첫째, 양극화를 변경해서 MTFA를 허용한다. 그리고 MTFA는 IFA나 TFA이라고 주장할 수는 없으며, 둘째, 특정 상품은 양극화의 적용을 배제한다는 것이다. LE는 이 결론에 대해서 4가지 세부 선택방안과 2가지 관련사항⁶⁰⁾을 검토한 결과를 FSA에 제출했다.

4) 양극화의 폐지 : IFA 규제의 유지와 TFA 규제의 완화

FSA는 양극화에 어느 정도의 자유화, 즉 TFA의 제한 완화가 바람직하다고 결론 내렸다.⁶¹⁾ 2002년 1월에 FSA는 양극화가 독립 자문

56) OFT는 전체적으로 양극화에 따른 경쟁의 제한이나 왜곡의 정도는 상품이 상대적으로 단순한 펀드의 경우 심각할 수 있으나 상품이 복잡한 생명 보험과 연금의 경우에는 그렇지 않다고 보았다.

57) 규제측면에서는 먼저, FA의 지위에 대한 효과적인 공시가 되어야 한다. 즉 소비자들이 자신의 FA가 어떤 위치에 있는지 알 수 있어야 한다. 둘째, 제한된 자원과 판매한 상품의 품질에 대한 책임이 어디에 있는지 참여자 모두에게 명확해야 한다. 소비자들이 쉽게 구제를 받을 수 있어야 하기 때문이며, 규제가 적용되어야 하는 분야를 선정할 수 있기 때문이다. 셋째, 규제 비용이 낮아야 한다. 경쟁측면에서는 첫째, 소비자 피해를 최소화하기 위해서 규제는 꼭 필요한 경우에만 부과되어야 한다. 둘째, 규제가 소매 판매 절차나 신상품 개발에서 혁신을 막아서는 안된다. 다만, 소비자에게 혜택이 되지 않는 복잡성을 독려해서는 안된다. 셋째, 회사나 소비자들이 생산의 전문성에 따른 혜택을 받을 수 있어야 한다. 넷째, 1987년 OFT 보고서에서 지적한 바와 같이 이상적인 규제는 경쟁 상품 간 비교를 쉽게 할 수 있도록 해야 한다.

58) "better than best"를 제외한 모든 규제 유지, 양극화 대상인 자문의 범위 축소, 양극화 대상인 자문의 범위 확대, 양극화는 유지하되 공급자들이 자신에게 없는 상품을 공급받기 위해 다른 공급자들과 계약 체결, 오직 보수로 보상받는(fee-based) FA만 'TFA'로 정의, 여러 공급자와 관계를 맺는 TFA (Multi-tied TFA, MTFA) 허용, IFA 상품 패널, 모든 내용을 명확하게 공시한다면 공급자와 FA간 모든 약정 허용, 모든 FA는 IFA로 함 등 9가지다.

59) 먼저 TFA규제가 적용되는 자문에 대한 권고로는, 첫째 IFA의 독립성에 관한 요건은 유지되어야 한다. 둘째, IFA 패널목록이나 권유상품목록에 올라가는 상품 선정과 상품에 대한 수수료의 협의는 공식적으로 분리되도록 할 필요가 있고, 패널목록이나 권유상품목록에 대한 규제를 도입할 필요성을 검토해야 한다. 셋째, TFA를 통해 상품을 판매하는 공급자가 다른 공급자의 상품도 판매할 수 있도록 허용할 필요가 있다는 것이다. TFA규제가 적용되지 않는 자문에 대한 권고로는, 첫째, FA는 여러 공급자와 연속관계를 맺을 수 있도록 해야 한다. 둘째, 모든 FA는 자문을 하기 전에 소유지분 등 상품공급자와 가질 수 있는 모든 약정을 고객에게 공시해야 한다. 마지막으로 모든 자문에 대한 권고는 다음 두 가지다. 첫째 수수료로 보상받는 FA에게 자문을 받는 투자자들은 자문에 대한 비용이 FA에게 지급되는 수수료에 포함되어 있다는 것과 그중 일부를 되돌려 받는 협상이 가능한 것을 알 수 있어야 한다. 둘째, 수수료로 보상받는 자문이 보수로 보상받는 자문보다 유리한 조세처리상 차이가 없어야 한다.

60) 모든 상품에 대한 양극화 제정의, OFT의 권고 이행, 최소 표준 면제, 양극화의 본질적인 내용 유지 등 4가지대안 및 IFA 패널 목록 선정과 수수료 협의의 분리, 보수를 받는 자문만 '독립 자문'으로 함 등 2가지 관련 사항이다.

61) FSA 입장의 배경은 다음과 같다. 첫째, 양극화 도입 시점과는 규제 환경이 크게 변했다. 양극화는 자문업자들의 지위가 종종 불명확하고 수수료에 관한 투명성이 결여된 때에 필요했으나 시간이 지나면서 지위 공시, 수수료 공시, 교육 훈련 등 다양한 규제가 도입되었다. FSA는 이런 조치들을 구축하고 있으며 양극화는 최선의 투자자 보호를 위해서는 너무 광범위한 방법이다. 둘째, FSA는 투명성과 공시를 제고할 추가 방법을 준비 중이다. 비교 정보 조치는 예정대로 추진되고 있다. 또한 투자자들이 더 많은 정보를 가지고 선택할 수 있도록 상품 공시를 강화하려는 계획을 발표했다. 또 양극화가 아니더라도 FA의 지위는 소비자들이 자신에게 제공되는 서비스의 속성을 이해하는데 중요하기 때문에 조만간 지위공시에 대한 개선방안을 시작할 것이다. 셋째, 양극화를 옹호하는 입장은 비록 양극화가 경쟁을 제약하더라도 최소한 투자자들은 양극화를 잘 알고 있으며, 양극화 변경에 따른 혼란을 가져올 수 있다고 한다. 그러나 이런 주장은 근거가 약하다. 연구에 따르면 약 20%의 투자자는 자신이 상대하는 자문업자의 유형을 이해하지 못한다. 은행은 대부분 TFA임에도 30% 이상의 투자자는 은행이 독립 자문을 얻기에 최적의 장소라고 믿는 등 자문업자의 지위에 대한 오해도 상당하다. 넷째, 소비자 피해는 적합하지 않은 금융상품의 구입에서만 발생하는 것이 아니고 적합한 금융 제공을 받지 못하는 경우에도 발생한다. 결과적으로 소비자 이익은 접근과 선택의 개선 그리고 공시와 비교 정보의 개선으로 잘 보호된다고 보아야 한다.

의 혜택과 비용이 낮은 상품 권유의 잠재성 등을 가져와 결과적으로 IFA의 성장에 기여했지만 많은 소비자들에게 불이익도 가져왔다고 밝혔다.⁶²⁾⁶³⁾ FSA의 생각은 첫째, 양극화는 폐지하되 소비자에게 보다 강화된 공시가 도입되어야 한다. 둘째, 독립 자문을 제공하는 경우 수수료편향의 잠재성을 해소하기 위해서 정해진 비용으로 보상받을 필요가 있다(이 방안은 실제로 실행되지 않았다). 셋째, 'better than best' 규제가 적용되는 IFA 회사에 대한 상품공급자들의 투자 한도는 폐지한다. 다만, IFA 회사들은 소비자들에게 자신들과 연결되어 있는 상품공급자를 공시해야 한다. 넷째, 소비자들이 정보를 더 많이 알고 자신에게 맞는 자문을 선택할 수 있도록 '구매자 안내'를 갖추고 자문절차를 효율화하는 조치를 취한다는 것이다. 약 3개월이 지난 2003년 1월에 FSA는 양극화를 폐지하기로 결정하고 그에 따른 보완조치⁶⁴⁾를 취한 후 동년 11월에 양극화를 폐지했다.

3. IFA 요건의 강화 : RDR

2006년 중반부터 FSA는 영국 소매금융시장의 지속적 발전을 위한 검토에 착수했다. 소매금융

시장에서 거래되는 금융상품은 일반 투자자가 이해하기 어렵기 때문에 자문에 의지하게 된다. 따라서 투자자문업자, 특히 IFA가 투자자의 신뢰를 보다 얻을 수 있도록 일련의 조치가 갖추기 위함이었다. 그 결과 2013년부터는 투자자문의 비용 결정에 상품공급자가 관여하지 못하며 투자자문업자의 전문성도 크게 강화된다.

1) RDR 추진 배경

'2000년 금융서비스 및 시장법금융통합법' 이후 영국의 소매금융시장에 대한 FSA의 목표는 소비자가 공정한 금융거래를 할 수 있도록 하고 소비자가 자신이 구입한 상품 그리고 자신이 받는 자문을 신뢰할 수 있도록 하는 것이다. 이를 위해 FSA는 두 가지 정책을 중점 추진했다. 하나는 공급자에 대한 정책으로 정보비대칭 등 우월적 지위에 있는 판매업자가 금융소비자를 공정하게 대우해야 한다는 내용의 규제 정책(소위 "Treating Customers Fairly (TCR)")이고, 다른 하나는 수요자에 대한 정책으로 금융소비자들이 올바른 금융활동을 할 수 있도록 지식 및 기술, 동기 등 금융역량을 강화하는 정책(소위 "금융역량제고")이었다. 그러나 IFA들의 수수료편향 때문에 소비자들이 적합한 자문을 받지 못하는

62) FSA는 첫 단계에서 미리 밝혔던 소비자 조사와 함께 "IFA 페널 조사" 그리고 "수수료편향 조사" 등 여러 가지 조사의 결과를 근거로 사용했는데 그 결과는 그때까지 밝혀진 것과 크게 달라지지 않았다. 소비자 보호에 미흡하다고 판단한 가장 큰 이유는 IFA와 TFA를 명확하게 공시하도록 했음에도 소비자들이 TFA 채널을 계속 이용하는 모습을 보였기 때문이었다. 소비자들의 선택에 영향을 준 것은 FA의 '지위'가 아니고 '신뢰도'였다. 즉, 알려지지 않은 IFA에게 자기보다는 잘 알려진 상품공급자의 TFA를 선택했다. 더욱이 소비자들은 FA들을 다양하게 만나려 하지 않았다.

63) FSA는 제시한 주요 문제점은 첫째, TFA와 IFA에 대한 보상 체계는 상품의 판매에 유인동기를 주며, 어떤 경우에는 상품이 소비자에게 적합하지 않을 수도 있다. 둘째, 재정 미래를 위해, 특히 은퇴를 위해 적절하게 준비하는 소비자는 거의 없다. 셋째, 자문의 비용과 상품의 비용이 함께 묶여 있어 소비자들이 자문의 역할과 대가에 대해 적절하게 이해를 하기 어렵다. 넷째, 규제 체계 자체가 상품 구입을 위해 여러 곳을 둘러보기 싫어하는 소비자들의 태도를 심화시킬 수 있다는 것이었다.

64) 양극화폐지로 기존 TFA들이 여러 공급자의 상품을 권유할 수 있게 되어 외견상 IFA로 보일 위험이 있으므로 FA의 지위를 명확하게 공시하도록 서식(소위 '메뉴')을 도입했다. 또한 "better than best" 규제를 폐지하되 다음과 같은 보완조치를 두었다. 첫째, 특정 상품공급자와의 관계를 메뉴를 통해 소비자에게 공시하도록 했다. 둘째, 상품공급자가 판매채널에 제공하는 대출 등을 상업적 조건에 맞도록 했다. 셋째, 업무의 상당 부분이 단일 공급자와 연결되는 경우 감독기관에 보고하도록 했다. 넷째, 상품공급자들에게 자신들이 투자하는 회사에 대한 명시적 또는 암묵적 영업 목표 설정을 금지시켰다. 다섯째, 불공정한 권유 제공을 금지하는 규제는 계속 적용했다. 여섯째, 특별 관계가 있는 공급자의 상품을 권유하는 경우 당해 공급자와의 관계를 소비자에게 다시 강조하도록 했다. 2004년 1월에 FSA는 메뉴의 세부 내용을 발표했고 모든 FA들은 고객에게 상담의 대가 등을 보수로 지급받는지 아니면 수수료 중에서 지급받는지를 메뉴를 통해 공시하도록 했다.

상황이었고⁶⁵⁾, TCR이나 금융역량제고는 단시일에 이를 수 있는 것은 아니었기에 FSA는 TCR이나 금융역량제고와 병행해서 보다 신속한 효과를 얻을 수 있는 RDR을 추진하게 되었다.⁶⁶⁾

2006년부터 2010년까지 추진된 RDR의 목표는 첫째, 소비자들에게 제공되는 여러 가지 서비스의 특징과 구분을 명확하게 하는 것, 둘째, FA의 전문성 기준을 높이는 것, 셋째는 자문비용의 보상 과정에 내재하는 이해상충을 줄이고 자문비용의 투명성을 높이는 것 등 세 가지였다.

2) RDR의 내용

RDR은 여러 차례 수정과정을 거쳤다.⁶⁷⁾ 2009년에 FSA는 세 번째 제안을 제시했다. 먼저 자문을 "독립자문(Independent advice)"와 "판매자

문(Sales advice)"으로 구분했다. 양자 모두 상품비용과 구분되는 자문 서비스의 비용을 소비자에게 공지하도록 했으나 "독립자문"이 되려면 시장 전체의 상품을 대상으로 권유해야 하며 자문의 대가 결정에 상품공급자가 관여할 수 없도록 하고 엄격한 자격요건을 충족하도록 했다. "판매자문"은 최초 제안의 "집중자문"과 유사하게 자문의 대가결정 방식이나 자격요건은 독립자문과 동일하게 적용하도록 했다. 다만, "판매자문"은 판매의 범주에 포함되게 해서 수정안에서 제시한 자문과 판매의 구분은 유지했다. 또한, 기존의 TFA들을 위해서 수정안에서 제안했던 "안내 판매"의 개념을 세분했다. "기본자문"과 마찬가지로 "안내 판매"에서도 판매 과정 중에 자문의 포함여부가 명확하지 않을 우려가 있었고 또한 자문이 전혀 포함되지 않는 경우 업계에서 채용하

65) 수수료편향에 대해서는 전체 각주 62참고. 당시 IFA의 수수료편향에 대해서는 Ron Sandler(2002) 참고.

66) FSA는 RDR을 추진하면서 고려해야 할 시장의 실패를 크게 세 가지로 보았다. 첫째, 소매금융상품이 복잡한 비용구조를 가지고 있고 그 상품들이 소비자에게 제공하는 혜택이 종종 명확하지 않다는 것이다. 소비자들은 투자 상품을 뜯어고쳐 구입하기 때문에 투자할 상품의 위험을 알기 어려워 상품에 적절한 가격을 정하기 어렵다. 둘째, 그 결과 소매금융상품에 투자할 때 FA에 크게 의존할 수밖에 없다는 것이다. 그러나 FA들은 종종 상품공급자들이 보상을 받고 있어 보상수준이 높은 상품을 권유하거나 불필요한 상품 변경 권유 등 FA의 이익과 소비자의 이익이 상충될 수 있다. 셋째, FA들의 부적절한 권유도 쉽게 알 수 없다는 것이다. 부적절한 판매도 판매 후 보통은 수년이 경과한 후에야 드러나기 때문이다. 또한 FA들의 전문성이 다른 전문직에 비해 낮을 수 있다는 점도 문제점으로 제시했다.

67) 2006년부터 약 1년의 검토를 마친 FSA는 2007년 6월에 최초의 보고서를 발표했다. 양극화정책이 '독립'에 초점을 맞췄던 것과는 달리 RDR은 자문의 '수준'에도 초점을 두어 투자자문을 몇 단계로 구분했다. "전체자문(Full advice)"은 자문의 모든 영역을 담당하는데 주로 부유한 계층을 대상으로 한다. "전체자문"을 담당하는 FA를 다시 "전문자문가(professional adviser)"와 "일반자문가(general adviser)"로 구분되며 규제가 다르게 된다. "집중자문(Focused advice)"은 소비자의 모든 금융수요 중 특정 수요에 대한 자문을 말한다. 다만 대상이 되는 수요에서는 전체 자문과 동일한 수준의 자문이 이루어져야 한다. 또한, 자문의 요건이 강화되면 경제적 여유가 없는 소비자들이 자문 서비스를 받지 못할 수 있음을 고려하여 "기본자문(Primary advice)"을 도입했다. "기본자문"은 보장성 보증을 포함한 상당한 범위의 금융 수요에 한정되게 자문하게 된다. "기초자문(Basic advice)"은 정부가 정한 요건을 충족해서 위험성이 낮은 금융 상품(소위 "stakeholder 상품")에 대한 자문을 말하며 다른 금융상품의 자문에 비해서 규제가 완화된다. "자문 없는 판매(non-advised purchase and sales)"는 자문이 없이 판매하는 "단순집행"을 말한다. 마지막으로 "일반자문(Generic advice)"은 「토레센 보고서」(Thoresen Review of Generic Financial Advice, 2008)의 권유에 따라 FSA(현재는 MoneyGuidance가 담당)가 영국 재무부와 공동으로 추진하는 서비스로 소비자들이 저축과 보험 수요 등을 포함해서 금전에 관한 문제를 더 잘 알 수 있도록 돕는 서비스를 말한다. 이와 함께 FSA는 '독립'자문의 정의를 변경해서 기존의 시장 전체에 있는 상품을 대상으로 권유하는 외에 자문비용도 소비자와 협의해서 정하도록 했다. 이에 따라 IFA인 전문자문가는 자격요건이 강화되고 자문비용은 소비자와 협의해서 정해야 하며 시장 전체에 있는 상품을 대상으로 권유해야 한다. FSA의 제안에 대한 업계나 소비자단체의 반응은 너무 복잡하다는 것이었다. 또, 소비자들이 자신이 받는 서비스를 쉽게 구분할 수 있도록 소비자의 자문수요를 충족하는 자문 서비스와 상품을 판매하는 판매 서비스를 구분해야 한다는 의견도 많았다. 이에 FSA는 서비스의 종류를 대폭 간소화시켜 '자문'과 '판매'로 양분하는 수정안을 발표했다. 최초의 제안과 비교하면 "전체자문", "집중자문"을 '자문'으로 분류했다. "전체자문"의 "전문자문가"에게만 부여했던 독립성 요건과 자격요건은 "집중자문"에도 적용된다. 새로운 형태의 불완전판매가 일어날 수 있다는 우려 때문에 "기본자문"의 도입은 유보하고 그 대신 자문이 아닌 정보 제공 절차만을 거쳐 판매되는 "안내 판매(Guided sales)"를 제안했다. 따라서 '판매'에는 "단순집행"과 "안내 판매"가 포함된다. 그러나 수정안은 구분이 지나치게 단순하기도 했지만, 엄격해진 요건이 적용되는 자문의 범위가 확대되면서 기존의 TFA들은 자문과 판매 어느 쪽에도 포함될 수 없게 되는 것이었다. 업계에서는 FSA 수정안이 집행되면 많은 TFA들이 더 이상 '자문'을 제공할 수 없다는 우려를 표명했다. 이 경우 많은 소비자들이 '자문'서비스를 이용할 수 없는 결과를 가져오게 된다. 또한, EU내의 공통 규범인 'MiFID(Markets in Financial Instruments Directive)'에 규정된 '투자자문의 정의'가 FSA의 수정안에서 정의한 개념과 달랐던 것도 문제가 되었다.

지 않을 수 있다는 지적이 있었기 때문이다. 이에, 자문이 포함되지 않는 "자문 없는 안내 판매(non-advised Guided sales)"와 자문이 포함되는 "자문부 안내 판매(advised Guided sales)"로 나누고 "자문부 안내 판매"의 자문을 "단순 자문(simplified advice)"으로 바꾸었다. "단순 자문"의 세부 내용은 정하지 않고 추후에 업계와 긴밀하게 협력하여 정하기로 하고 stakeholder 상품에 대한 "기초자문"을 "안내 판매"에 포함할지 검토하기로 했다. 따라서 재수정안에서 '판매'는 "판매자문", "자문부 안내 판매", "자문 없는 안내 판매" 및 "단순집행"으로 구성된다.

2010년 3월에 FSA는 RDR에 관한 최종 보고서를 발간했는데 재수정안에서 일부 변경된 것은 다음과 같다. 먼저, "판매자문"의 명칭을 "제한자문(restricted advice)"으로 변경했다. 변경된 명칭이 당해 서비스의 개념에 더 적합해서 투자자에게 오해의 소지를 적게 한다고 보았기 때문이다. 또, "자문부 안내 판매"의 자문을 "단순 자문"으로 확정하고, 당해 업무에 종사하는 경우도 자문가의 강화된 자격요건을 적용하도록 했다. 다만, 자문과 달리 보상비용 결정 방법은 제한이 없다. "안내 판매"에 통합을 고려했던 "기초자문"도 stakeholder 상품의 폭 넓은 활용 필요성을 감안해서 존속되었다. 다만, "기초자문"의 경우 자문에 적용되는 자격요건이나 보상방법은 적용되지 않는다. RDR은 2013년부터 시행되지만 이후에도 계속 검토될 예정이다.⁶⁸⁾

IV. 정책적 시사점

영국은 1987년 양극화 시행과 더불어 IFA를 제도화한 이후 IFA의 실질적 독립성을 제고하

기 위해서 오랜 기간 모색해 왔다. 소매금융시장의 건전한 발전에 투자자문의 독립성이 필수 불가결한 조건이라고 생각하는 영국 정부의 판단은 매우 적절하며 최근 실질적 투자자문을 제공하는 브로커에게 신인의무를 적용하려는 SEC의 움직임과도 궤를 같이 한다. 투자자문 활성화 위해서는 투자자문의 독립성 확보를 통한 투자자의 신뢰가 중요하다. 영국 사례가 제시하는 정책적 시사점을 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 투자 상품의 거래과정에서 자문과 판매를 구분해야 한다. 영국의 경우 양극화 도입 당시 IFA나 TFA는 판매를 전제로 하고 있었기에 판매와 자문의 분리 필요성은 샌들러 보고서(Sandler Review)에서도 지적되었고 RDR에서는 자문과 판매를 엄격하게 구분하고 있다. 비록 "자문부 안내 판매"와 같이 자문과 판매의 실질적인 중간지대를 설정했지만 이는 현행 IFA나 TFA들의 지속적인 영업을 위해서 설정된 것이다. 우리나라에서도 투자자문과 판매를 원칙적으로 구분하는 것이 바람직하다. 물론, 영국에서도 양자의 분리가 상당한 시간이 필요했던 것을 볼 때 서비스 비용 지급에 익숙하지 않은 우리나라의 실정상 자문과 판매의 완벽한 구분을 짧은 시간동안 이룩한다는 것은 매우 어려운 일일 것이다. 그러나 구분을 원칙으로 하며 현실적인 보완방법을 찾아야 한다.

둘째, IFA의 요건을 정의하고 자문비용의 결정에 상품공급자가 관여하지 못하도록 해야 한다. 영국은 양극화 도입 당시 IFA를 구분했지만 수수료편향을 벗어나지 못했고 그 결과 투자자문의 독립성이 충분치 못했다. RDR에서는 투자자문업자의 전문성이 강화되면서 기존의 요건 외에 보상과정에도 상품공급자가 일체 관여하지 못하게 된다. 우리나라에서도 IFA는 시장 전체의 상품을 대상으로 하도록 하고 투자자문의 독립성을 확보하기 위한 구체적인 방안으로 자문

68) Peter Smith(2011).

비용의 결정에 상품공급자가 관여하지 못하도록 하는 방법을 검토할 필요가 있다.

셋째, IFA가 아닌 FA에게는 자신이 IFA라고 거짓 공시를 금지시켜야 하지만 권유할 수 있는 상품의 범위 등에 대해서 별도로 제한할 필요는 없을 것이다. 영국에서 본 바와 같이 권유할 수 있는 상품에 대한 제약은 시장의 경쟁에 부정적 요인이 될 수 있다.

넷째, 또한 IFA를 구별할 수 있는 방법이 필요하며, IFA 여부와 자문 비용을 자문을 시작하기 전에 투자자에게 공지하도록 해야 한다. 보다 분명한 공지를 위해서 영국의 메뉴와 같은 초기 공시 서식을 제정할 필요가 있다.

다섯째, 투자자의 신뢰를 위해서 IFA의 자격요건을 현행보다 엄격하게 하는 방법도 고려할 필요가 있다. 국내 자격증 뿐 아니라 국내·외의 다양한 자격증을 면밀하게 검토해서 외국의 자격증 보유자에게도 IFA의 자격을 부여하는 방안도 고려해야 한다. 이와 별개로 기존의 자격증 보유자들을 위한 경과조치도 고려해야 한다.

여섯째, IFA들은 대체로 규모가 작아 독립투자자문을 위한 상품 검색 등을 감당하기가 현실적으로 어려우며 후선업무 처리도 여의치 않다. 따라서 상품 검색이나 후선업무 처리의 지원이 없다면 IFA의 활성화는 요원한 일이 될 수밖에 없다. 영국이나 미국에서는 IFA networks가 발달해서 많은 영세 IFA들이 그들의 지원을 받아 영업을 하고 있으며 찰스 슈왓 등 대형 금융기관이 온라인 시스템을 통해서 투자자문업자들에게 상품 검색이나 후선 업무 지원을 하고 있다. 우리나라에서도 IFA들을 지원할 수 있는 지원 시스템 구축을 위한 방안이 요구된다. 산업이 발전하면 수요가 증가하면서 자연스럽게 인프라가 갖춰질 수도 있겠지만 IFA제도의 신속한 확산을 위해서 인프라의 조기 구축이 될 수 있도록 정책당국의 배려가 필요하다.

일곱째, 제도의 도입 과정에서 그 의미와 요

건에 대해서 충분한 홍보가 필요하다. 영국의 경험으로 볼 때 일반 투자자들이 IFA의 의미를 명확히 이해하지 못하고 영향력이나 브랜드 파워가 상당한 대형 판매회사들을 IFA로 오해할 가능성이 높다. 대형 판매회사들의 인지도와 시장 점유율이 높은 우리나라의 경우도 IFA제도에 대한 충분한 홍보 및 안내가 없는 경우 투자자들의 오해로 IFA제도 도입의 의미가 반감되고 제도의 조기 정착이 어려울 수 있다.

여덟째, IFA제도의 정착은 빠른 시간 내에 이루어지기 어려운 작업이므로 올바른 방향을 잡고 단계적으로 꾸준히 추진해야 한다. 영국은 1987년에 IFA제도를 도입한 이후 24년 간 IFA제도에 대해서 여러 번의 검토를 거쳤다. 2006년부터 RDR을 검토하면서 소비자단체와 업계의 의견을 반영하여 '자문'과 '판매'의 구분에 대한 기준을 수차례 변경했고 현재의 TFA를 감안해서 "자문부 안내 판매"를 허용하였다. "자문부 안내 판매"는 현행 TFA들의 업무와 유사하지만 자격요건은 강화된다. RDR은 2013년부터 시행되는데 그 이후에도 추진 결과를 반영하여 지속적인 개선이 이루어질 예정이다. IFA제도는 우리나라에서도 현행 금융거래 관행을 바꾸는 작업이므로 단기간 내에 이루어질다는 생각은 바람직하지 않으며 금융거래 관행과의 조화를 이루면서 단계적으로 그러나 꾸준히 추진해 나가야 할 것이다.

V. 결론

금융상품의 수가 큰 폭으로 증가하고 운용방법도 복잡해지면서 일반 투자자가 펀드 등의 투자 상품을 합리적으로 결정하기는 거의 불가능한 것이 현실이다. 판매원들의 상담이 갈수록

중요한 역할을 맡게 되지만 투자자와 판매원들의 정보비대칭이 현저할 뿐 아니라 판매원의 이해관계(이익)와 투자자의 그것이 일치하지 않을 때 판매원들은 자신의 이익을 최대화하는 상품을 판매하려는 유인까지 갖게 된다. 정보비대칭과 이해관계의 상충으로 인한 투자자 피해를 줄이기 위해서 금융이해력 교육(혹은 투자자 교육)이 제시되어 왔지만 교육이 소기의 목적을 달성할 수 있을 것인가에 대해서 전문가들의 견해는 회의적이다. 이에 하나의 대안으로 해외에서는 IFA가 대두되었다. 예를 들어 금융역량을 국가정책으로 추진하던 영국도 독립투자자문을 강화하고 있다.

금융선진국에서 투자자문업을 규제하는 방식은 크게 두 가지로 나눌 수 있다. 하나는 미국과 같이 IFA를 별도로 구분하지 않는 방식이고 다른 하나는 영국과 같이 IFA와 TFA로 세분화하는 방식이다. 비록 우리나라의 투자자문업은 미국식 제도를 채용하였으나 투자자문업의 활성화에서 가장 중요한 투자자문의 독립성, 구체적으로는 판매와 자문의 구분, 독립된 자문의 정의, 독립성을 확보하기 위한 세부방안 수립 등을 감안할 때 영국과 같이 IFA를 명확하게 규정하는 것이 투자자문의 기능에 대한 소비자의 이해를 돕고 투자자문업에 대한 신뢰 구축에 도움이 되어 IFA의 조속한 활성화를 도모할 수 있을 것이다. 또한 영국의 IFA제도는 1987년 양극화와 함께 도입되었고 양극화 폐지 과정 그리고 소매 판매검토의 추진 과정에서 다각도로 검토되었기에 시행착오를 줄일 수 있다.

영국은 금융선진국 중에서 IFA를 공식화 그리고 제도화하고 있는 유일한 국가이다. 1987년에 실시된 양극화는 차별화된 두 유형의 투자자문업을 병행하여 실시한 것이다. IFA는 시장 전체의 상품 중 투자자에게 가장 적합한 상품을 권유해야 하는 반면 TFA는 자신과 계열관계가 있는 상품공급자의 상품 중에서 가장 적합한 상

품을 권유해야 했다. 양극화제도의 도입으로 IFA가 활성화되었지만 투자자들이 '독립'의 의미를 잘 알지 못한다는 점과 TFA들이 오직 자신들과 계열관계인 상품공급자의 상품만을 판매할 수 있어 경쟁(력)을 약화시킨다는 문제점이 제기되어 양극화는 2004년 폐지되었다. 다만, 양극화 폐지는 TFA의 제한을 없애는 것이었으며 IFA 요건은 변함이 없었다.

2006년 7월부터 RDR 검토에 착수한 영국 정부는 투자자들이 합리적인 투자를 할 수 있도록 투자자문의 독립성을 확보할 수 있는 방안을 추진하였다. 소비자단체, 투자금융업계 및 학계 등과 폭 넓은 협의를 거쳐 IFA의 경우 요건을 크게 강화하는 방안이 확정되었다. IFA는 기존과 같이 시장 전체의 상품 중에서 투자자에게 적합한 상품을 권유해야 하는 이외에 엄격한 자격요건을 충족해야 하고 자문비용은 오직 투자자와의 협의에 의해서 결정하게 된다. 'IFA가 아닌 FA'("제한자문가"라고 부른다)는 시장 전체의 상품 중에서 권유할 필요는 없으나, 자격요건과 보수 결정방법은 IFA와 동일하다. 이 외에 일부 상품에 대한 자문만 제공하는 "자문부 안내 판매"와 stakeholder 상품에 대한 자문을 제공하는 "기초자문", 그리고 "단순집행" 등은 모두 판매업으로 분류된다. 다만 "자문부 안내 판매"에도 IFA의 자격요건이 적용된다.

영국의 IFA제도에서 우리가 얻을 수 있는 시사점은 다음과 같다. 첫째, 투자 상품의 거래과정에서 자문과 판매를 구분해야 한다. 둘째, IFA의 요건을 정의하고 자문비용의 결정은 IFA와 고객 간에 결정하고 금융업자가 개입하지 못하도록 하여야 한다. 셋째, IFA가 아닌 FA의 경우 스스로 IFA라 칭하는 거짓공시를 금지해야 하지만 권유 상품에 대한 제한은 바람직하지 않다. 넷째, IFA 여부 및 자문비용에 대해서 자문을 시작하기 전에 투자자에게 공지하여야 한다. 다섯째, IFA의 자격요건을 보다 엄격해야

한다. 여섯째, IFA들을 지원할 수 있는 지원 시스템 구축을 위한 방안이 요구된다. 일곱째, 제도의 도입 과정에서 그 의미와 요건에 대해서 충분한 홍보가 필요하다. 여덟째, IFA제도의 정착은 단시간 내에 이루기 어려운 작업이므로 올바른 방향을 설정하고 꾸준히 추진할 필요가 있다.

본 연구에서 미진한 부분은 다음과 같다. 첫째, 미국 제도에 대한 영국의 평가에 대해서 다루지 못했다. 1980년대에 영국에서 양극화를 검토할 때 이미 미국은 1940년 투자자문업자법을 제정해서 투자자문업자를 규제하고 있었다. 따라서 영국도 미국과 같은 법제를 검토했으리라 판단되지만 구체적인 내용은 확인하지 못했다. 만일 이 부분이 확인된다면 우리나라의 연구에도 많은 도움이 될 것으로 믿는다. 둘째, 영국 FSA는 정책 변경 시 대안마다 비용-대비 효과 (Cost Benefit Analysis, CBA)를 검토한다. RDR의 검토에서도 마찬가지다. 본 연구에서는 생략하였으나 CBA를 세세하게 검토한다면 우리나라 금융자문업자 제도의 설계에 많은 도움이 될 것이다.

【투고일】 2011. 08. 29.

【심사일】 2011. 10. 13.

【게재확정일】 2011. 10. 13.

참고문헌

- 김갑래(2009), “미국 연방증권법상 금융투자업자
규제의 새로운 경향”, *증권법연구* 제10권
제2호 .
- 박철영(2009), “투자자문업 및 투자일임업에 관
한 법적 규제의 현황과 과제”, *증권법연
구* 제10권 제1호.
- 심 영·정순섭(2003), “금융산업의 환경변화와
법적 대응”, *서울대학교 법학* 제44권 제1
호,
- 안수현(2003), “통합금융법(가칭)의 추진과 외국
의 사례(I)”, *증권* 제117호(2003년 가을).
- 유 진(2010), “금융거래의 투기, 도덕적 해이와
역선택,” 재무금융관련 5개학회 학술연구
발표회 발표 논문.
- 이준구(2009), “36.5°C 인간의 경제학”, 랜덤하우
스.
- 한국투자자보호재단(2010a), “*금융교육의 새로운
시각*”.
- _____ (2010b), “*미국 SEC의 판매
비용제도 개선방안*”.
- _____ (2011a), “*금융역량, 행동경
제학에 물어보다*”.
- _____ (2011b), “*투자자문업자 및
투자중개매업자의 규제현황 및 시사
점*”.
- 한국개발연구원, 자본시장연구원, “서울대학교금
융법센터(2010), 금융소비자 보호법 제정
기본방향 토론회 발표 주요 내용”
- Callum McCarthy(2006), “Is the Present
business model bust?”
[http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Co
mmunication/Speeches/2006/0916_cm..sht
ml](http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2006/0916_cm..shtml)
- Elisabeth Warren(2007), “Unsafe at Any
Rate,” *Democracy Journa*
- FSA(2000), “Polarisation in the Context of our
Statutory Obligation”
- _____ (2001), CP80 “Reforming
Polarisation : First steps”
- _____ (2002), CP121 “Reforming Polarisation :
Making the market work for
consumers”
- _____ (2003), CP166 “Reforming Polarisation :
Removing the barriers to choice”
- _____ (2004a), CP04/3 “Reforming Polarisation :
A menu for being open with
consumers”,
- _____ (2004b), PS04/27 “Reforming Polarisation
: Implementation”
- _____ (2007), DP07/1 “A Review of Retail
Distribution”
- _____ (2008a), FS08/2 “Retail Distribution
Review -Interim Report”
- _____ (2008b), FS08/6 “Retail Distribution
Review”
- _____ (2008c), Consumer Research 68 “Evidence
of Impact : An overview of financial
education evaluations”
- _____ (2008d), Consumer Research 69 “Financial
Capability : A Behavioural Economics
Perspective”
- _____ (2009), CP09/18 “Distribution of retail
investments : Delivering the RDR”
- _____ (2010a), DP10/2 “Platforms : delivering the
RDR and other issues for discussion”
- _____ (2010b), PS10/6 “Distribution of retail
investments : Delivering the RDR”

- Jonathan Westrup(2005), “The Politics of Financial Regulatory Reform and the Privatization of Risk (draft)
- Lauren E. Willis(2008), “Against Financial Literacy Education, Iowa Law Review, London Economics(2007), “Polarisation and Financial Services Intermediary Regulation
- Michael Blair QC외(2001), “Blackstone’s Guide to the Financial Services & Markets Act2000”, Oxford University Press
- Office of Fair Trading(1999), “The Rules on the Polarisation of Investment Advice”,
- Peter Smith(2011), “The retail investment market : The RDR and beyond“
<http://www.fsa.gov.uk/Pages/Library/Communication/speeches/index.shtml>
- RAND(2008), “Investor and Industry Perspectives on Investment Advisers and Broker-Dealers”
- Ron Sandler(2002), “Medium and Long-Term Retail Savings in the UK”
- SEC(2011), “Study on Investment Advisers and Broker-Dealers”

■ Abstract ■

**Financial Consumers and Independent Financial Advisors :
The UK Case and its Implications for Korea**

Yoo, Jin / Son, Jeongkook

For the several years in the past, we have seen big, intense legal feuds between financial institutions and their clients as in the exotic option lawsuits (the KIKO lawsuits) between commercial banks and their corporate clients in Korea or in the lawsuits between Goldman Sachs and their investors in the US. As for Korea, we believe that some legal actions must be taken as soon as possible to protect individual financial consumers from these financial woes as they are now even vulnerable to potential conflicts from WRAP accounts, in which financial institutions can exercise much more discretion than in general mutual funds. In fact, decisions about which mutual funds or which WRAP accounts to buy should not be made in a routine manner ; rather they should be made in consultation with professional advisors. We claim that IFAs, or independent financial advisors, are an viable option for this purpose. In this paper, we examine IFAs of the UK in terms of their origin, changes, and current status as the UK is the only developed economy where IFA's have been in active practice for the benefits of individual financial consumers. We also provide theoretical and practical implications of IFAs on how to protect financial consumers from possible financial woes in conflicts with ultra-powerful big financial institutions in Korea.

Key words : Financial Consumer, Independent Financial Advisor, Information Asymmetry, Misselling, Finanacial Feuds
