

SEC의 Regulation Best Interest 채택

- 2019년 6월 5일 SEC는 브로커-딜러가 증권 매매 또는 투자전략 추천시 개인고객의 이익을 가장 우선시하도록 의무화하는 내용의 Reg BI(Regulation Best Interest)와 Form CRS Relationship Summary를 채택
 - 미 노동부는 퇴직연금과 관련하여 투자조언을 제공하는 모든 금융전문가를 ‘수탁자(fiduciary)’에 포함시키는 규정을 2017년 시행하였으나 트럼프 정부의 지속적인 반대로 2018년 3월 법원에서 해당 규정이 삭제된 바 있음
 - 노동부 수탁자 규정이 투자자문 제공시 수수료 수취를 금지한 반면 Reg BI의 경우 공시를 통해 이 해상충을 완화하고자 함에 따라 수탁자 규정과 마찬가지로 Reg BI 또한 상당한 논쟁의 대상이 되고 있음
 - 금융회사의 수탁자 의무는 전세계적으로 강화되는 흐름을 나타내고 있으며, 국내에서도 금융소비자 보호에 대한 요구와 관심이 높아지고 있으므로 금융 규제당국 및 시장참가자들은 글로벌 규제 흐름에 대한 면밀한 검토를 통해 국내 금융산업이 시장의 신뢰와 글로벌 경쟁력을 확보할 방안을 마련할 필요가 있음
-
- 2019년 6월 5일 SEC는 브로커-딜러가 증권 매매 또는 투자전략 추천시 개인고객의 이익을 가장 우선시하도록 의무화하는 내용의 Regulation Best Interest와 Form CRS Relationship Summary를 채택¹⁾
 - Reg BI(Regulation Best Interest)는 SEC 규정으로 1934년 증권거래법(Securities and Exchange Act of 1934) 하에서 브로커-딜러가 증권 매매 또는 투자전략 추천시 준수해야 하는 행동규범(standard of conduct)
 - 브로커-딜러는 일반적으로 고객의 재정적 목표 및 니즈 등과 관련하여 고객에게 적합한 투자 조언을 제공해야 하는 반면, 투자자문업자는 고객의 이익을 최대로 하고 자신의 이익보다 우선시할 것을 요구하는 보다 엄격한 ‘수탁자 기준(fiduciary standard)’을 준수해야 함
 - SEC에서 이번에 채택한 Reg BI는 브로커-딜러가 증권 거래나 증권과 관련된 투자전략을 개인 고객에게 조언할 때 고객의 이익을 최대로 하도록 행동할 것을 요구
 - SEC는 보도자료에서 Reg BI는 브로커-딜러에게 적용되는 행동규범을 현재의 ‘적합성 기준(suitability standard)’보다 향상시켜 개인투자자들이 금융서비스들에 대해 좀 더 나은 이해와 비교를 바탕으로 최선의 선택을 할 수 있도록 돕기 위한 것이라고 명시

1) SEC, 2019. 6. 5, SEC Adopts Rules and Interpretations to Enhance Protections and Preserve Choice for Retail Investors in Their Relationships With Financial Professionals.

- SEC는 또한 투자자의 혼란을 줄이기 위해 고객과의 관계를 요약한 CRS양식(Form Client Relationship Summary)을 투자자문업자 및 브로커-딜러가 자문관계가 개시될 때 투자자에게 제공하도록 함
 - CRS양식은 고객에게 제공하는 서비스, 수수료 및 비용, 이해상충, 법적인 행위기준, 회사 및 금융전문가의 징계 내역 등을 포함하고, 무엇보다 간단하고 이해하기 쉬운 방식으로 작성하며, 형식을 표준화하여 고객이 쉽게 비교할 수 있도록 함
 - 또한 브로커-딜러가 1940년 투자자문업자법(Investment Advisers Act of 1940) 하에서 등록된 투자자문업자가 아닌 이상 자신의 이름이나 직함에 '자문업자(adviser, advisor 등)'라는 용어를 사용하지 못하도록 함
 - Reg BI 및 CRS양식은 Federal Register에 게재된 60일 이후 발효되며 2020년 6월 30일까지 유예기간이 부여됨
- Reg BI는 브로커-딜러가 지켜야 하는 공시의무(Disclosure obligation), 주의의무(Care obligation), 이해상충 방지 의무(Conflict of interest obligation), 준수 의무(Compliance obligation)를 포함하는 사항에 대해 규정하고 있음
- 공시의무: 브로커-딜러는 이해상충 가능성을 포함하여 고객에게 추천하는 증권 거래 또는 투자 전략 및 고객과의 자문관계 관련 중대한 사실을 고객에게 서면으로 공시해야 함
 - 주의의무: 브로커-딜러는 개인고객에게 추천시 합당한 신의성실(diligence), 주의(care), 기술(skill), 신중함(prudence)이 요구되며, 해당 추천에 따른 잠재적인 위험, 보상, 비용에 대해 이해하고 있어야 함
 - 브로커-딜러는 개인고객의 투자성향에 비추어 이러한 요소를 고려해야 하며 고객에게 최선의 이익이 되도록 추천을 해야 함
 - 이해상충 방지 의무: 브로커-딜러는 이해상충을 확인하고 그러한 사항을 공시 및 제거할 수 있도록 합리적으로 설계된 서면정책과 절차를 수립하고 유지 및 시행해야 함
 - 준수 의무: 브로커-딜러는 Reg BI 규정을 완전히 준수할 수 있도록 합리적으로 설계된 정책과 절차를 수립하고 유지 및 시행해야 함
- 과거에는 브로커-딜러와 투자자문업자의 역할이 명확히 구분되어 그에 따라 다른 규제가 적용되었으나, 최근 들어 브로커-딜러도 자문서비스를 제공하게 되면서 투자자보호 문제가 대두
- 브로커-딜러는 고객을 대신하여 증권 거래를 체결할 때는 브로커 역할, 자신의 이익을 위해 증권을 거래할 때는 딜러 역할을 하게 되는데, 이들 브로커-딜러는 1934년 증권거래법의 적용을 받고 자율규제기구인 FINRA(Financial Industry Regulatory Authority)에서 감독
 - 반면 투자자문업자는 개인과 기관투자자를 포함하는 고객들에게 직접적으로 투자자문을 제공하는 회사 또는 개인으로 일반적으로 운용자산 1.1억달러 이상의 투자자문업자는 1940년 투자자문업자법 하에서 SEC에 등록해야 함

- 그간 브로커들은 주로 거래 기반의 수수료(commissions)를 통해 보상받은 반면, 투자자문업자는 투자자문을 제공하며 연간 운용 보수(fees) 등 자산에 기반한 보수로 보상받아 왔음
 - 투자자문업자법에 명시적으로 기재되어 있지는 않으나 법원 판례 등에 따라 수탁자 기준이 확립 되었으며, 수탁자 기준에 따르면 투자자문업자는 일반적으로 고객의 이익을 최대로 하는 행동을 해야 하며 이해상충 가능성을 고객에게 완전히 투명하게 공개하고 중대한 이해상충을 제거할 것으로 기대됨
 - 반면 브로커-딜러들은 FINRA 규정에 근거한 적합성 기준의 적용을 받는데 적합성 기준은 브로커-딜러가 자신들이 제공하는 투자조언이 고객의 재정적 목표 및 니즈와 관련하여 고객에게 적합하다고 합리적으로 믿을 것을 요구
 - 최근 들어서는 다양한 브로커-딜러와 투자자문업자들의 역할이 수렴하면서 많은 브로커-딜러들이 투자자문업자들이 제공하는 서비스와 유사한 투자 및 은퇴 설계와 같은 자문서비스를 제공하고 있으며, 많은 금융회사들이 브로커-딜러와 투자자문업자로 이중으로 등록되어 있어 혼란이 더욱 확대되고 있음
 - FINRA에 따르면 2017년 약 3만개의 회사가 투자자문업자로, 3,100개의 회사가 브로커-딜러로, 600개의 회사가 이중등록되어 있음
 - 2010년 도드프랭크법(Dodd-Frank Act) Section 913에서는 특정 상황 하에서 브로커-딜러에게 수탁자 기준을 적용하는 권한을 SEC에 부여하고 SEC에 관련된 연구를 진행할 것을 요구하였으며, SEC는 2011년 모든 유형의 금융전문가들이 개인고객에게 투자조언을 제공할 경우 공통된 수탁자 기준 적용을 권고하는 연구를 발표²⁾
 - 2018년 4월 18일, SEC는 Reg BI를 포함하여 개인고객에 투자조언을 제공하는 금융전문가의 주 의무를 강화하는 방안을 발표하였으며 2019년 6월 5일 투표(3대1)를 통해 채택
- SEC가 Reg BI를 제안한 것은 2016년 오바마 행정부에서 노동부의 ‘수탁자 규정(fiduciary rule)’을 채택한 것에 따른 것으로 트럼프 대통령 및 SEC 의장의 반대로 수탁자 규정은 제대로 시행되지 못하고 삭제됨
- 2016년 미 노동부는 퇴직연금 계정에 투자자문을 제공하는 모든 금융전문가를 수탁자에 포함하도록 1974년 근로자퇴직소득보장법(Employ Retirement Income Security Act of 1974: ERISA) 하의 수탁자 정의를 확장
 - ERISA는 수탁자에 대해 충실의무(duty of loyalty), 신중의무(duty of prudence), 분산투자의무를 포함하는 행동규범을 규정하는 한편 수탁자로서의 금지행위(prohibited transaction) 규정 또한 두고 있음
 - 금지행위 규정에 따르면 수탁자는 자문을 제공하는 고객의 연금자산을 자신의 계좌 또는 이익을 위해 취급해서는 안 되고, 고객 및 수익자의 이해와 상충되는 당사자를 대리하여 거래에 참여해서는 안 되며, 연금자산과 관련된 거래와 관련하여 해당 연금을 취급하는 누구에게도 자신의 계좌로 보상을 받을 수 없음

2) SEC, 2011, *Study on Investment Advisers and Broker-Dealers*.

- 투자자보호 단체를 비롯한 수탁자 규정 지지자들은 수탁자 규정이 시행되면 브로커-딜러가 고객이 부담하는 비용으로 더 높은 수수료를 받을 수 있는 상품을 추천하지 못할 것이라고 주장하였으나, 브로커-딜러를 비롯한 반대자들은 수탁자 규정이 오히려 은퇴계좌 비용을 증가시키고 투자자의 선택의 폭을 줄이게 될 것이라고 강조
 - SEC 의장(Jay Clayton)은 2018년 4월 Reg BI를 제안하면서 노동부의 수탁자 규정으로 인해 브로커-딜러에게 추가적인 행동규범이 부과되고 동일한 투자자 관계에 대해 다수의 규제기준이 도입되는 등 규제적 복잡성과 불확실성이 증폭되었음을 지적³⁾
 - 그는 수탁자 규정으로 브로커-딜러가 고객에게 제공하는 상품 또는 서비스가 제한되고 고객들이 브로커리지 계정에서 자문계정으로 이동하게 되면서 잦은 거래를 하지 않는 고객들은 브로커리지 계정에서보다 오히려 더 많은 비용을 부담하게 되는 부작용 또한 우려
- 2017년초 트럼프 대통령은 노동부에 수탁자 규정의 개정 또는 철회 가능성에 대한 분석을 지시하였으며, 2018년 3월 15일 제 5 순회 항소법원은 수탁자 규정 시행을 반대하는 단체가 제기한 소송에서 노동부가 규정을 제정함에 있어 ERISA 하에서 법적권한을 초과하였다는 이유로 수탁자 규정을 삭제함⁴⁾

□ 노동부 수탁자 규정이 투자자문 제공시 수수료 수취를 금지한 반면 Reg BI의 경우 공시를 통해 이해상충을 완화하고자 함에 따라 수탁자 규정과 마찬가지로 Reg BI 또한 상당한 논쟁의 대상이 되고 있음

- 노동부 수탁자 규정이 투자자문 제공시 수수료 수취를 금지하여 이해상충 가능성을 차단하고자 하였다면, Reg BI의 경우 공시를 통해 이해상충을 완화하고 수수료 기반의 브로커-딜러 비즈니스모델의 생존력을 훼손하지 않도록 설계
- 미국 소비자연맹(Consumer Federation of America)과 같은 소비자 보호단체 및 투자자를 포함한 Reg BI 반대자들은 Reg BI는 투자자가 아닌 브로커-딜러의 'best interest'에 부합하는 규정이라고 비판⁵⁾
 - Reg BI를 통해 브로커-딜러가 고객에게 “우리는 등록된 투자자문업자들과 동일하게 법적으로 고객의 이익을 가장 최우선으로 하고 있다.”라고 할 수 있게 됨으로써 Reg BI 규정이 브로커-딜러의 효과적인 마케팅 수단이 될 것이라고 우려⁶⁾
- 반면 미국 증권업협회인 SIFMA(Securities Industry Financial Markets Association)를 비롯한 지지자들은 Reg BI가 노동부 수탁자 규정보다 엄격한 규정이라고 옹호하며 투자자문업자법하의 수탁자 기준조차도 이해상충 문제를 제거하거나 완화할 의무를 포함하지 않으며, Reg BI가 투자자보호를 강화하고 금융회사들 간의 전문성 증진에 기여할 것이라고 언급⁷⁾

3) Jay, C., 2018. 4. 18, Overview of the Standards of Conduct for Investment Professionals Rulemaking Package.

4) Chamber of Commerce of the U.S.A., et al. v. U.S. Dep't of Labor, et. al., No. 17-10238 (5th Cir.) (Mar. 15, 2018)

5) Consumer Federation of America, 2019. 6. 3, *The SEC's "Best Interest" Bait and Switch*.

6) Simon, W.S., 2019. 7. 3, Observations on Regulation Best Interest and the Continuing Fiduciary Wars.

7) SIFMA, 2019. 6. 5, SIFMA Statement on the SEC's Final Regulation Best Interest Rule.

- 금융회사의 수탁자 의무는 전세계적으로 강화되는 흐름을 나타내고 있으며, 국내에서도 금융소비자 보호에 대한 요구와 관심이 높아지고 있으므로 금융 규제당국 및 시장참가자들은 글로벌 규제 흐름에 대한 면밀한 검토를 통해 국내 금융산업이 시장의 신뢰와 글로벌 경쟁력을 확보할 방안을 마련할 필요가 있음
- 보수 중심의 비즈니스 모델로의 전환을 시사하고 있었던 노동부의 수탁자 규정과 비교하여 Reg BI의 경우 브로커리지 모델의 보존에 방점을 두고 있는 것으로 보이기는 하나, 그럼에도 불구하고 Reg BI의 시행은 브로커-딜러 업계에 큰 변화를 초래할 것으로 예상됨
 - 2020년 6월까지 고객의 최대 이익에 대한 관점이 정립되어야 하며, CRS양식을 비롯한 공시의무를 준수하기 위한 준비, 새로운 환경에 맞는 기술 및 운영 인프라가 개발되어야 함
 - 한편 유럽의 금융상품판매지침(Markets in Financial Instruments Directive II), 호주의 금융자문의 미래(Future of Financial Advice), 영국의 소매판매채널 규제(Retail Distribution Review) 등 금융회사의 수탁자 의무는 전세계적으로 강화되는 흐름을 나타내고 있으며 미국 또한 뉴욕, 네바다를 포함한 미국 내 여러 주들이 투자자보호를 강화하기 위한 주 법안을 제안하고 있는 상황
 - 최근 국내에서도 금융소비자 보호에 대한 요구와 관심이 높아지고 있으나 여전히 관련된 규제 및 인식은 미흡한 수준에 머물러 있으므로 금융 규제당국과 금융회사를 비롯한 시장참가자들은 글로벌 규제 흐름에 대한 면밀한 검토를 통해 국내 금융산업이 시장의 신뢰와 글로벌 경쟁력을 확보할 방안을 마련할 필요가 있음

선임연구원 심수연