

ZOOM
-INSEC의 DFA 멀티클래스 펀드 승인 및
시사점

- 2000년부터 뱅가드(Vanguard)가 독점해 온 ‘단일 펀드 내 ETF-뮤추얼펀드 결합 모델’ 특허가 2023년 5월 만료되면서 구조 도입의 진입 장벽이 해소됨
- 이후 2025년 11월 17일 미국 SEC가 DFA(Dimensional Fund Advisors)에 대해 ‘ETF와 뮤추얼펀드 멀티클래스’ 운용을 허용하는 면제 명령(exemptive order)을 발령함
- 동 구조의 핵심은 ETF의 현물 환매(in-kind) 기능을 활용해 가격이 급등한 주식을 펀드 밖으로 내보내는 방식으로 펀드 전체의 세금 효율성(tax efficiency)을 극대화하는 데 있음
- 투자자 보호 측면에서 SEC는 상호 보조(cross-subsidization) 위험을 명시하고 9가지 승인 조건(이사회 보고·모니터링·정량 임계값·공시·기록 보관 등)을 부과하여 구조적 이해상충을 통제함
- 제도의 확산을 지원하기 위해 SEC는 통합 통지(combined notice)로 심사 절차를 간소화하고, 거래소는 포괄적 상장 기준(generic listing standards)을 신설하였으며, NSCC는 과세 이벤트 없이 클래스 전환이 가능하도록 자동화된 전환 솔루션을 2026년 5월부터 시행할 예정임
- 멀티클래스 승인과 인프라 정비는 뮤추얼펀드-ETF 결합 구조의 표준화를 통해 투자자 선택권 확대, 세금·비용 효율 제고, 상품 공급의 규모화를 촉진함

□ 뱅가드의 ‘단일 펀드 내 ETF-뮤추얼펀드 결합 모델’ 특허가 만료됨에 따라 진입 장벽이 해소

- 2000년부터 뱅가드(Vanguard)가 독점해 온 ‘단일 펀드 내 ETF-뮤추얼펀드 결합 모델’ 특허가 2023년 5월 만료됨¹⁾
- 뱅가드는 약 23년간 뮤추얼펀드의 광범위한 판매망(401k 등)과 ETF의 낮은 비용 및 세제 혜택을 동시에 누리는 독점적 지위를 활용하여 미국 2위 자산운용사로 급성장
- 이에 따라 DFA 등 주요 자산운용사들은 퇴직연금(뮤추얼펀드 선호)과 리테일(ETF 선호)로 이원화된 펀드시장을 단일 펀드로 통합하여 ‘규모의 경제’를 달성하고자 해당 구조 도입을 적극 추진
- 특히 이 구조의 핵심 유인인 ‘세금 효율성(tax efficiency)’은 뮤추얼펀드의 세금 드래그(tax drag) 문제를 완화하는 방향으로 작동²⁾

1) Sotiroff, D., 2023. 5. 16, As Vanguard's patent expires, etf investment choices will expand, Morningstar.

2) Bloomberg, 2023. 3. 23, Vanguard's life-preserver for taxes is expiring.

□ 2025년 11월 17일 미국 SEC가 DFA에 대해 'ETF와 뮤추얼펀드 멀티클래스' 운용을 허용하는 면제 명령(exemptive order)을 발령

- SEC는 2025년 9월말 DFA가 'ETF 클래스'와 '뮤추얼펀드 클래스'를 하나의 펀드 내에서 동시에 운용할 수 있게 허용하는 면제 승인 의사를 알리는 공식 통지(notice)를 발행한 데 이어 11월 17일 면제 명령을 발령
- 이 명령은 1940년 투자회사법(Investment Company Act of 1940)상 서로 다른 성격의 클래스가 공존할 수 없었던 법적 제약을 해소해 준 것으로, 주요 면제 사항은 다음과 같음
 - 다중 클래스 발행 허용(섹션 18(f)(1) & 18(i)): 상환 방식(현금 vs 현물)과 거래 방식(기준가 vs 시장가)이 완전히 다른 두 종류의 클래스(뮤추얼펀드와 ETF)를 하나의 펀드에서 동시에 발행할 수 있도록 허용
 - ETF의 개방형 펀드 지위 인정(섹션 2(a)(32) & 5(a)(1)): ETF는 개인 투자자가 직접 상환을 청구할 수 없음에도 불구하고 '상환가능한 증권(redeemable security)'으로 간주하여 개방형 펀드 지위를 유지하게 함
 - 시장가 거래 허용(섹션 22(d), 22(e) & 규칙 22c-1): ETF 클래스는 하루 한 번 산출되는 순자산가치(NAV)가 아닌 장중 '시장 가격'으로 거래될 수 있도록 예외 인정
 - 현물 거래(in-kind) 제한 완화(섹션 17(a)): 지정 참가자(AP) 등과 현금이 아닌 '주식 실물'로 설정 및 환매 거래를 할 수 있도록 허용하여 세금 효율성 확보
- DFA는 2023년 7월 최초 신청 이후, 2025년 4월 1일과 5월 30일 SEC의 피드백을 반영한 1차 및 2차 수정 신청서를 제출하고, 9월 26일에는 SEC가 요구한 상호 보조(cross-subsidization) 방지 대책을 구체화한 제3차 수정 및 재작성된 신청서를 제출한 뒤 9월말 공식 통지 발행으로 이어짐
- 승인된 13개³⁾의 펀드는 DFA의 미국 주식형 뮤추얼펀드 상품을 포괄적으로 대표하면서 서비스 제공업체 조율이 비교적 용이해 ETF 클래스 추가에 유리한 펀드들로 구성되었고 승인 직후 DFA는 ETF 클래스 추가 등록 신고서를 즉시 제출하며 상용화 절차에 돌입

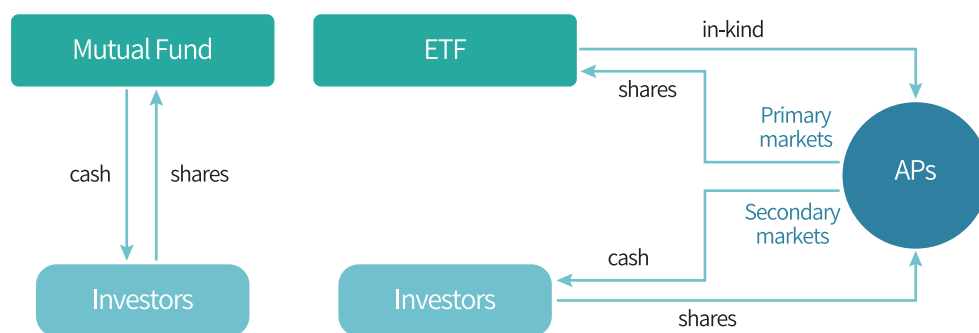
□ 멀티클래스 펀드의 핵심 기제는 ETF를 활용한 '세금 효율성(tax efficiency)'의 구조적 내재화에 있음

- (세금 드래그의 구조) 기존 뮤추얼펀드는 투자자 환매 시 유동성 확보를 위해 보유 주식을 매도해야 하므로, 과세 대상 자본이득이 발생하면 잔존 주주에게도 세금이 전가(tax drag)될 수 있음

3) US Large Company Portfolio, US Large Cap Equity Portfolio, US Small Cap Value Portfolio, US Targeted Value Portfolio, US Core Equity 1 Portfolio, US Core Equity 2 Portfolio, US Vector Equity Portfolio, US Small Cap Portfolio, US Micro Cap Portfolio, US High Relative Profitability Portfolio, DFA Real Estate Securities Portfolio, US Large Cap Growth Portfolio, US Small Cap Growth Portfolio

- (현물 환매와 세금 이연) 멀티클래스 구조에서는 가격이 급등해 세금 부담이 큰 주식(low-basis stocks)을 선별하여 지정 참가자(AP)에게 실물로 상환하는 ‘현물 환매(in-kind redemption)’ 방식을 적용함⁴⁾
 - 이를 통해 실현 자본이득을 펀드 외부로 배출하여, ETF 투자자뿐만 아니라 뮤추얼펀드 투자자의 세후 수익률까지 개선하는 효과가 나타날 수 있음
- (하트비트 거래 활용) ‘하트비트 거래(heartbeat trades)’는 ‘현물 환매’ 원리를 이용해 펀드 내부의 세금 부담을 능동적으로 제거하는 기법으로 <그림 2>에서 나타나는 것처럼 마치 심전도 그래프의 심장 박동처럼 짧은 순간에 대규모 자금이 들어왔다 나가는 모습에서 붙여진 이름
 - 이는 펀드에 세금을 내야 할 주식의 수를 줄여 줄 때, 펀드매니저와 AP가 협력하여 단기간에 대규모 ETF 설정과 환매를 유발하는 과정에서 세금 부담이 큰 주식을 집중적으로 털어내 펀드의 과세 대상 소득을 ‘0’에 수렴하게 만드는 기법으로 설명됨
- Moussawi et al.(2025)⁵⁾ 등의 실증 연구에 따르면, 이러한 세금 관리 메커니즘은 장기 투자자에게 뮤추얼펀드 대비 연간 약 1.05%의 추가 세후 수익(alpha)을 제공하는 것으로 분석되며, 1%의 차이는 복리 효과를 감안할 때 은퇴 자산 규모에 결정적 영향을 미칠 수 있음
- 따라서 멀티클래스 도입은 고액 자산가의 이탈을 방지하고 기존 뮤추얼펀드 고객을 락인(lock-in)하는 방어 기제로도 평가됨

〈그림 1〉 뮤추얼펀드와 ETF의 환매 구조 차이

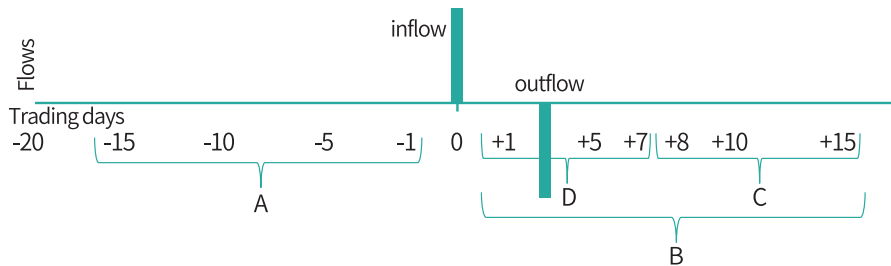


자료: Moussawi et al.(2025)

4) Bloomberg Businessweek, 2019. 3. 29, The ETF tax dodge is Wall Street's 'dirty little secret'.

5) Moussawi, R., Shen, K., Velthuis, R., 2025, The role of taxes in the rise of ETFs, *The Review of Financial Studies* 38(10), 2988.

〈그림 2〉 하트비트 거래 예시

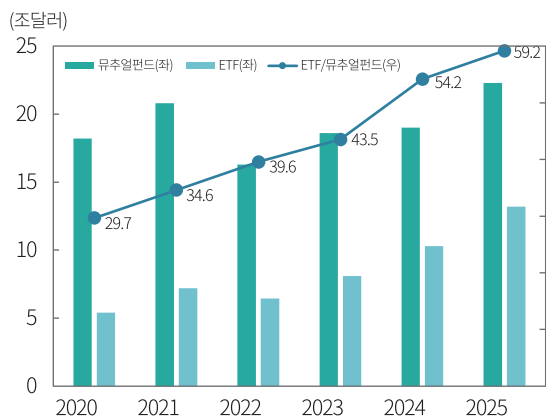


자료: Moussawi et al.(2025)

□ 또한 뮤추얼펀드와 대조적인 ETF로의 자금 집중 현상은 미국 펀드시장의 무게중심이 ETF로 이동하고 있음을 시사

- Morningstar(2025)⁶⁾에 따르면 뮤추얼펀드 시장이 20조달러 내외에서 완만한 성장세를 보이는 동안, ETF 시장은 2020년 5.4조달러에서 2025년 13.2조달러로 5년 만에 2.4배 이상 급성장
 - 이러한 높은 성장세에 힘입어 뮤추얼펀드 대비 ETF 자산규모 비중은 2020년 29.7%에서 2025년 59.2%까지 증가하며, ETF가 펀드시장의 주류로 빠르게 부상하고 있음을 나타냄
- 뮤추얼펀드는 2021년을 제외하고 지속적인 순유출을 기록한 반면, ETF는 2020년 이후 꾸준한 유입세를 유지하며 2025년(2024. 12~2025. 11)에 1조 3,730억달러의 사상 최대 순유입을 기록
 - 특히 2024년 이후 ETF로의 자금 쏠림 현상이 더욱 심화되면서, 펀드시장 내 신규 자금 흐름이 뮤추얼펀드에서 ETF로 완전히 중심 이동하고 있음을 보여줌
- 이러한 흐름은 ‘뮤추얼펀드 고객 기반’과 ‘ETF 성장 채널’을 단일 펀드로 연결하려는 운용사 유인을 강화하며, 특히 만료 이후 멀티클래스 구조가 빠르게 확산될 가능성을 높임

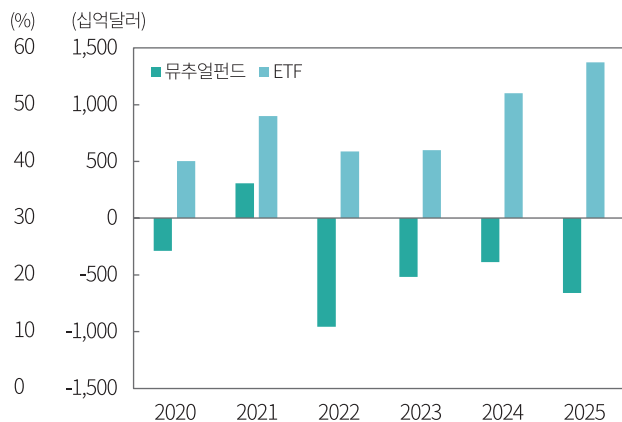
〈그림 3〉 뮤추얼펀드 및 ETF 자산규모 추이



주 : 〈그림 2〉에서 2025년 수치는 11월말 기준 직전 12개월(2024. 12~2025. 11) 합계액

자료: Morningstar

〈그림 4〉 뮤추얼펀드 및 ETF 자금순유입 추이



6) Morningstar, 2025, US Fund Flows November 2025.

□ 다만 동일 펀드 내 이질적 거래 속성을 가진 클래스가 공존하는 만큼, SEC는 상호 보조(cross-subsidization) 위험을 통제하기 위한 승인 조건을 통해 투자자 보호 장치를 강화함⁷⁾

- 상호 보조는 한 클래스의 비용이 다른 클래스 투자자에게 부당하게 전가될 가능성을 의미하며, 특히 거래 메커니즘 차이에 따른 비용 비대칭이 핵심 쟁점
- (거래 비용의 비대칭성) 뮤추얼펀드는 현금 설정·환매로 인해 실제 매매 비용(중개수수료, 스프레드, 시장 충격 등)이 발생할 수 있는 반면, ETF는 AP와 현물 바스켓을 교환하는 방식으로 내부 매매 비용이 상대적으로 제한적
- (현금 드래그(cash drag) 효과) 뮤추얼펀드가 환매 대응을 위해 일정 수준의 현금성 자산을 보유해야 하는 관행(통상 3~5%)은 주식 상승기 성과를 저해하는 ‘현금 드래그(cash drag)’로 작용할 수 있어, ETF 투자자에게 불필요한 성과 저하를 전가할 소지가 있음
- 이에 SEC는 DFA에 대해 9가지 승인 조건을 부과하고, 구조 도입 전·후의 거버넌스와 모니터링 체계를 명시적으로 요구함
 - (사전·상시 거버넌스) 구조 도입 전 ‘최선의 이익(best interests)’ 입증을 위한 초기 이사회 보고서 제출, 모니터링 프로세스 승인
 - (정량적 통제) 현금 드래그, 중개 비용 전가율, 자본이득 분배 등 관련 임계값(thresholds) 설정 및 지속 추적, 임계값 초과 시 30일 이내 이사회 보고 및 시정 조치 의무화
 - (사후 검증 가능성) 연례 재평가(annual review), 투자자 공시 강화(disclosure), 기록 보관 의무(최소 6년) 등 규제 점검(examination)에 대비한 운영 요건을 부과

7) SEC, 2025a, Investment Company Act, Release No. 35770 (Notice).

〈표 1〉 SEC의 멀티클래스 펀드 구조 승인 조건

주요 내용	세부 설명
Rule 6c-11 준수	ETF 클래스는 투명성, 바스켓 구성 등 기존 ETF 운영 규칙을 엄격히 준수해야 함. 단, 단일 클래스만 상장되는 특수성은 예외로 인정됨
Rule 18f-3 준수	멀티클래스 펀드 규정에 따라 각 클래스의 비용 배분을 명확히 하되, 거래 방식(거래소 vs 직접 거래) 차이에 따른 예외를 허용함
초기 이사회 보고서 (initial board report)	구조 도입 전, 운용사는 해당 구조가 모든 클래스 주주에게 '최선의 이익(best interests)'이 됨을 입증하는 상세 분석 보고서를 이사회에 제출해야 함
모니터링 프로세스 승인	이사회는 상호 보조 및 이해 상충을 감시하기 위한 구체적인 모니터링 프레임워크를 승인해야 함
수치적 임계값 설정 (thresholds)	현금 드래그, 중개 비용 전가율, 자본 이득 분배 등과 관련된 정량적 임계값을 설정하고 이를 지속적으로 추적해야 함
위반 시 시정 조치	임계값 초과 시 30일 이내 이사회 보고 및 시정 조치(수수료 조정, 현금 관리 강화 등) 의무화
연례 재평가 (annual review)	이사회는 최소 연 1회 이상 멀티클래스 구조의 적합성을 재평가하고 승인을 갱신해야 함
투자자 공시 강화 (disclosure)	투자설명서를 통해 각 클래스의 특성, 비용 차이, 잠재적 리스크를 투자자가 이해하기 쉽게 명확히 공시해야 함
기록 보관 의무	모니터링 기록 및 이사회 보고 자료를 최소 6년간 보관하여 규제 당국의 사후 검증(examination)에 대비해야 함

자료: SEC(2025a)

□ 멀티클래스 '승인 과정의 표준화'와 '인프라 정비'는, 구조 확산의 속도와 범위를 좌우하는 핵심 제도 변수임

— (승인 프로세스의 표준화) '통합 통지(combined notice)'는 멀티클래스 구조를 개별 운용사 단위의 예외 승인에서, 시장 전반에 적용 가능한 '조건부 표준(standard with conditions)'으로 전환시키는 장치로 해석됨⁸⁾

- SEC는 DFA 첫 면제 명령 직후 블랙록·피델리티 등 30여 개 운용사의 대기 신청에 대해 통합 통지를 발행하고 일괄 승인 절차에 돌입했으며, 신청서 내용이 DFA 승인 조건과 '실질적으로 동일(substantially identical)'한 경우 추가 심사를 생략하는 방향을 제시
- 이는 선발 주자가 정립한 운영·통제 모델을 사실상 준거 모형으로 제시하고, 후발 주자의 진입 비용(시간·불확실성)을 구조적으로 낮추는 '조건부 패스트트랙'을 공식화한다는 의미를 가짐

— (상장 인프라의 정비) 거래소의 '포괄적 상장 기준(generic listing standards)' 신설과 SEC의 가속 승인(accelerated approval)은, 상장 단계에서의 병목을 제거하여 '운용 승인 → 즉시 상장'을 가능케 하는 제도적 파이프라인을 구축함⁹⁾

8) SEC, 2025b, Notice of Applications for Exemptive Relief, Release No. IC-35787.

9) SEC, 2025. 11. 24, Order Granting Accelerated Approval of a Proposed Rule Change to Adopt New Rule 14.11(n).

- Cboe BZX는 멀티클래스 ETF의 신속한 시장 진입을 지원하기 위해 신규 상장 규정 'Rule 14.11(n)'을 제안했고, SEC는 2025년 11월 24일 이를 가속 승인함
- 기존에는 거래소가 매번 'Rule 19b-4 Filing' 절차(수개월 소요)를 거쳐야 했으나, 규정 신설로 운용사가 SEC로부터 펀드 운용 승인만 획득하면 거래소가 별도 추가 심사 없이 즉시 상장시킬 수 있는 근거가 마련됨

— (전환·결제 인프라의 정비) 미국 증권청산공사(National Securities Clearing Corporation: NSCC)의 '자동화된 전환 솔루션(automated conversion solution)'은, 멀티클래스 구조의 핵심 권리인 '전환권(conversion privilege)'을 투자자 관점에서 실질화하는 기반임(Notice A9692)¹⁰⁾

- NSCC는 뮤추얼펀드 클래스를 ETF 클래스로 교환하는 과정을 지원하기 위해 자동화 전환 솔루션 도입을 확정하고 2026년 5월부터 시행 예정이며, 이는 매도·재매수 또는 과세 이벤트 없이 클래스 변경이 가능하도록 전환권을 기술적으로 보장하기 위함
- NSCC는 펀드 결제망(Fund/SERV®) 내 표준화된 전산 코드를 신설하여, 기존의 수동 처리 방식으로는 어려웠던 대규모 자금 이동과 권리 행사를 안정적으로 지원할 계획

□ 멀티클래스 승인과 인프라 정비는 뮤추얼펀드-ETF 결합 구조의 표준화를 통해 투자자 선택권 확대, 세금·비용 효율 제고, 상품 공급의 규모화를 촉진함

- 투자자는 뮤추얼펀드와 ETF 중 무엇을 선택하는가보다 투자전략을 우선 선택하고(strategy first), 거래 방식 등에 따라 선호에 맞는 wrapper(클래스)를 선택(wrapper second)할 수 있어 선택의 폭이 확대됨
- 뮤추얼펀드의 환매 과정에서 발생하는 자본이득 실현·분배에 따른 세금 드래그(tax drag)는 ETF 클래스의 현물 환매(in-kind redemption) 및 관련 운용 기법을 통해 완화될 수 있어, 뮤추얼펀드 투자자의 세후 성과 개선 여지가 확대됨
- ETF는 기존 뮤추얼펀드 자산 기반 위에 클래스 추가·상장이 가능해 초기 운용자산(AUM) 형성과 확산이 용이하며, 통합 통지·포괄적 상장 기준·전환 솔루션 정비는 승인-상장-전환의 절차 비용과 불확실성을 낮춰 규모의 경제 달성을 가속함

선임연구원 심수연

10) NSCC, 2025, Implementation of Automated Conversion Solution for ETF Share Classes (Important Notice A9692).