

## Research Issue

2017.10.10

## 국내 성과연동보수제 공모펀드의 적정보수 추정

리서치 팀 (02-399-3268)

성과연동보수제는 국내 공모펀드시장 활성화를 위해 꾸준히 논의된 제도로써, '17년 6월 국내 공모펀드시장에 첫 선을 보였다. 이후 9개 운용사에서 총 12개의 펀드를 출시하였다. 성과연동보수제는 기존에 일부 사모펀드에서만 제한적으로 적용되던 형태의 보수구조로 투자자와 운용역의 이해관계를 일치시킬 수 있다는 장점이 있다.

다만, 국내 공모펀드의 성과연동보수제가 처음으로 적용되고 그 기간도 짧아, 기본적인 구조(Scheme)와 정확한 보수수준에 대한 이해가 부족한 실정이다. 보수 수취정보와 적정 보수추정을 통해, 성과연동보수제 공모펀드에 대한 이해를 돕고자 한다.

## 1. 성과연동보수제 공모펀드 현황

**[현황]** '17년 6월 이후 9개 운용사에서 총 12개의 펀드가 설정되었다.

**[공모 성과연동보수제 현황]**

(기준일 : 2017-09-29, 단위: %, bp, 억원)

펀드명	순자산	성과보수율	절대수익률
KB글로벌분산투자성과보수(혼합)	6.01	15.00	3.00
대신로보어드바이저자산배분성과보수(혼합)	3.78	10.00	0.00
미래에셋배당인컴30성과보수(채혼)	0.72	10.00	3.50
삼성글로벌ETF로테이션성과보수(주혼)	181.78	10.00	4.00
신영마라톤중소형주성과보수(주식)	73.44	10.00	5.00
신한BNPP공모주&밴드트레이딩50성과보수	1.73	15.00	3.00
에셋플러스알파로보글로벌로고스성과보수	11.77	10.00	2.00
에셋플러스알파로보글로벌인컴성과보수(주)	33.96	10.00	2.00
에셋플러스알파로보코리아글로벌성과보수	35.68	10.00	2.00
에셋플러스알파로보코리아인컴성과보수(주)	11.77	10.00	2.00
트러스트정당당성성과보수(주식·파생형)	57.83	20.00	3.00
한국투자에셋클래스성과보수(주혼)	0.06	20.00	3.00

**[기본구조]** 성과보수제는 낮은 수준의 기본보수를 수취하는 대신, 성과에 연동된 보수가 발생한다. 최소요구수익률(Hurdle Rate)개념인 절대수익률은 2~5% 수준으로 절대수익률을 초과달성하게 되면 성과보수가 지급된다. 성과보수율은 통상 초과분의 약 10.0%를 수취하며 사전에 설정된 절대수익률을 초과하지 않으면 성과보수는 발생하지 않는 비대칭적 구조다.

**[성과보수 계산방법]**

$$\text{Max}[(\text{환매금액} - \text{투자원금}(1 + \text{절대수익률}) - \text{수수료}) \times \text{성과보수율}, 0]$$
**[성과보수 한도]**

$$\text{Min}[\text{투자원금}, \text{환매금액의 } 5\%]$$

1. 환매금액 : 환매좌수 × 기준가 ÷ 1,000
2. 투자원금 : 투자자의 납입원금
3. 성과보수 한도 5%는 예시임. 통상 환매대금의 3~10%가 한도임
4. 총운용보수 = 기본보수 + 성과보수

**[특징]** 이러한 펀드 보수구조의 특징 상, 성과연동보수제는 투자원금 관리가 요구된다. 따라서, 모든 성과연동보수제 펀드는 환매 시, **투자금액의 전액환매를 원칙으로 한다.** 또한 절대수익률은 연환산 수익률이 아닌, **투자기간에 관계없이 동일하게 적용되는 수익률이다.** 예를 들어 절대수익률 4%의 경우 6개월 이내 환매할 때나, 3년 이후 환매할 경우에도, 절대수익률은 모두 4%가 적용된다. 또한, **성과보수의 수취에는 상한(한도)이 존재하여** 무한정적인 보수수취에 제한을 두고 있는 것이 특징이다.

## 2. 기본 보수비교

**[분석의의]** 펀드보수구조는 운용사와 투자자 사이의 핵심관계요소다. 따라서, 기존 사모펀드의 성과보수 정보에 대해 일반투자자는 접근하기 어려운 구조였으며 비교가능한 대상이 한정적이었다.

그러나 최근 출시된 공모 성과연동보수제를 통해 상호비교가 용이해졌다.

### [공모 성과연동보수펀드의 기본 운용보수 현황]

(단위: bp)

펀드명	유형	운용보수	유형평균	차이
<b>전체평균</b>		<b>10</b>	<b>51</b>	<b>41</b>
에셋플러스알파로보글로벌그로스(주식)	글로벌주식	0	50	50
에셋플러스알파로보코리아인컴(주식)	글로벌주식	0	50	50
트러스트정정당당[주식-파생형]	기타주식	20	58	38
에셋플러스알파로보글로벌인컴(주식)	일반주식	0	63	63
에셋플러스알파로보코리아그로스(주식)	일반주식	0	63	63
대신로보어드바이저자산배분[혼합]	자산배분	0	51	51
신한공모주&밴드트레이딩50[주혼]	주식혼합	18	41	23
신영마라톤중소형주(주식)	중소형주식	20	65	45
KB글로벌분산투자(혼합)	해외자산배분	15	38	23
삼성글로벌ETF로테이션[주혼]	해외자산배분	7	38	31
한국투자에셋클래스(주혼)	해외주식혼합	15	58	43
미래에셋배당과인컴30(채혼)	해외채권	20	39	19

**[보수비교]** 평균적으로 성과연동보수제의 기본 운용보수는 기존 정률제 보수 펀드들에 비해 확연하게 낮은 수준을 보이고 있다. 기존 정률제 펀드가 약 51bp의 운용보수를 수취한 데 반해, 성과연동보수제의 기본 운용보수는 약 10bp로 41bp가량 낮은 수준을 보이고 있다.

**[유형]** 실제 출시된 펀드를 보면, 채권형 펀드는 출시된 바가 없으며, 주식형 펀드보다 혼합형 펀드의 기본보수율이 높은 점이 확인된다.

기존 정률보수제의 운용보수가 주식형이 가장 높고 안전자산인 채권형으로 갈수록 운용보수가 낮아지는 현상과 차별되는 내용이다.

### [공모 성과연동보수펀드 유형별 기본 운용보수]

(단위: bp)

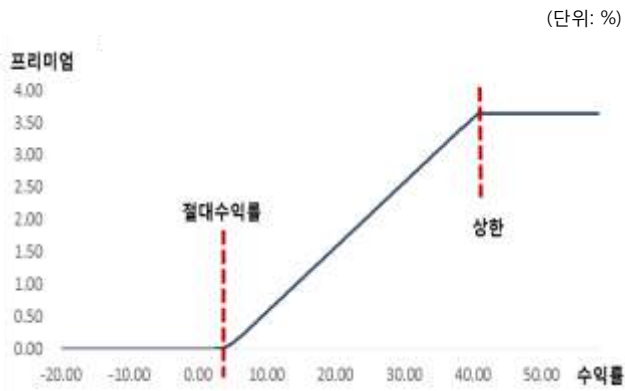


### 3. 성과연동보수제의 적정 운용보수 추정

[추정방법] 앞서 성과연동보수제 펀드의 기본 운용보수가 유형평균 운용보수에 비해 눈에 띄게 낮은 수준인 것이 확인되었다. 다만 이러한 단순비교는 성과보수가 반영되지 않아 직접적인 비교를 위해서는 성과보수까지 고려해야 한다.

성과보수는 Black-Scholes Option Pricing 모형을 통해 구할 수 있다. 이는 성과보수 구조가 가지는 특징이 Call Option과 동일한 구조를 가지고 있기 때문이다.

[성과연동보수펀드의 보수구조 - 예시]



위의 그림과 같이, 성과보수는 만기가 동일한 ATM Call Option 매수와 OTM Call Option 매도로 구성된 스프레드 옵션과 동일한 구조임이 확인된다.

[적정보수 추정] Black-Scholes Option Pricing 모형으로 추정한 Panel A(12M)의 액티브주식형 총운용보수는 31bp로 추정된다. 이는 업계운용보수의 1년 평균 수준인 63bp 대비 낮은 수준이다.

다만 보유기간 및 변동성이 확대될수록, 절대수익률을 초과할 가능성이 확대되어 성과연동보수제의 총운용보수는 점차 증가세를 보인다.

Panel B(36M)의 액티브주식형의 총운용보수는 81bp로 유형 3년 평균치인 64bp보다 다소 높은 수치를 보인다.

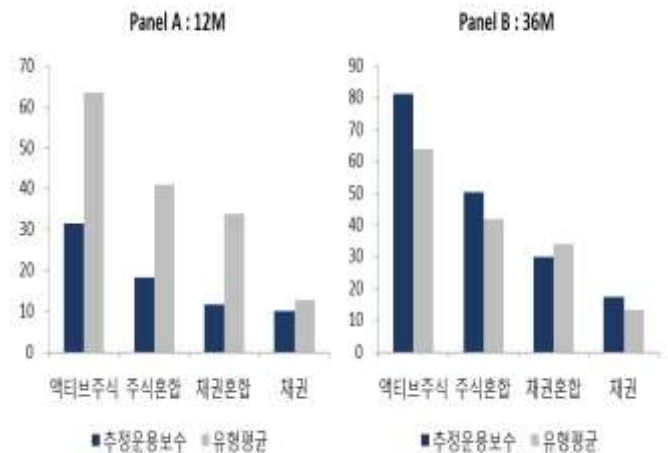
[성과연동보수펀드의 적정보수 추정 - Option Pricing]

유형	변동성	기본보수	성과보수	총 운용보수	유형평균
<b>Panel A 12M</b>					
액티브주식	8.22%	10bp	21bp	31bp	63bp
주식혼합	4.65%	10bp	8bp	18bp	41bp
채권혼합	2.45%	10bp	2bp	12bp	34bp
채권	1.07%	10bp	0bp	10bp	13bp
<b>Panel B 36M</b>					
액티브주식	10.72%	10bp	71bp	81bp	64bp
주식혼합	5.96%	10bp	40bp	50bp	42bp
채권혼합	2.99%	10bp	20bp	30bp	34bp
채권	1.18%	10bp	7bp	17bp	13bp

- ※ 최근 5개년의 월간 유형수익률의 변동성을 연환산한 것임
- ※ 절대수익률은 4%, 무위험수익률은 기준금리 1.25%를 적용
- ※ 옵션의 보유기간은 Panel별 각각 1년, 3년을 적용
- ※ 성과보수한도(상한)는 min(투자원금, 환매대금x5%)를 적용
- ※ 최근 출시된 유형을 고려 시, 유형별 기본보수의 차별점이 없다고 판단하여 기본보수는 10bp의 동률을 적용함

[유형별 적정 보수추정 - Option Pricing]

(단위: bp)



#### 4. 성과연동보수제 백테스팅(Back-Testing)

이러한 과거 펀드의 유형수익률을 활용하여 적정보수 백테스팅을 추가로 실시하였다.

**[분석방법]** 보수차감전 유형수익률을 역산하여 총수익률(Gross Return)을 계산하고, 이를 성과보수제 구조에 적용하여 순수익률(Net Return)로 재산출하였다.

보유기간은 1년과 3년을 각각 구분하였으며, '07년부터 '16년까지 10년간의 기간을 대상으로 하였다.

##### [성과보수 백테스팅 - 액티브주식형 1Y 보유 시]

(단위: %, bp)

연도	수익률(1Y)	기본보수	성과보수	총 운용보수	유형평균
2007	43.89%	10bp	399bp	409bp	68bp
2008	-37.30%	10bp	-	10bp	67bp
2009	57.56%	10bp	536bp	546bp	67bp
2010	22.35%	10bp	183bp	193bp	66bp
2011	-10.65%	10bp	-	10bp	66bp
2012	8.89%	10bp	49bp	59bp	65bp
2013	2.91%	10bp	-	10bp	65bp
2014	-2.41%	10bp	-	10bp	64bp
2015	6.38%	10bp	24bp	34bp	64bp
2016	-2.29%	10bp	-	10bp	64bp
10년 평균		10bp	119bp	129bp	65bp
5년 평균		10bp	15bp	25bp	64bp
Option Pricing		10bp	21bp	31bp	64bp

※ 해당 수익률은 유형수익률의 보수를 가산한 보수차감 전 수익률(Gross Return)임

※ 기본보수는 10bp, 절대수익률은 4%, 성과보수율은 10%를 적용

※ 성과보수한도(상한)는 min(투자원금, 환매대금x5%)를 적용

**[분석결과]** 보유기간 1년을 가정하여 과거 10년을 백테스팅한 결과, 액티브주식형 펀드의 최근 5년간 총운용보수는 25bp로 업계동일 유형평균인 64bp대비 39bp 낮은 운용보수율을 기록했다.

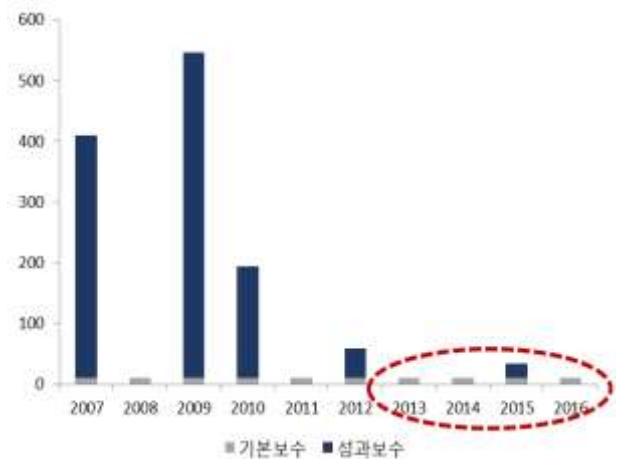
또한, 앞서 옵션모형을 활용하여 추정한 보수인 31bp보다 낮은 수준을 보였다.

이는 국내 액티브주식형 펀드의 성과가 최근 5년간 지지부진한 양상을 보인데 기인하며, 실제로 펀드 성과가 저조할 시 성과연동보수제는 기존 정률보수제 펀드와 비교하여 경쟁력을 보인다.

**[연도별 추이]** 연도별로 살펴보면 이러한 추이가 명확하게 확인되는데, 최근 몇 년간 이어진 펀드시장의 부진이 성과연동보수제 도입의 배경으로 일부 작용한 것으로 보인다.

##### [액티브주식형 보유기간 1년, 연도별 운용보수 분해]

(단위: bp)



**[목표수익률 추정]** 운용사 입장에서 기본보수 10bp를 가정할 경우, 업계동일 유형평균운용보수인 64bp 대비 54bp가 낮은 보수만을 수취하게 된다. 이 경우, 기존 정률제 펀드의 보수와 동일한 보수를 지급받기 위한 운용사 성과보수의 기대보수율이 54bp라는 의미가 된다.

즉, 운용사 입장에서 액티브주식형 성과연동보수 펀드에서 기대하는 목표수익률(Implied Target Return)은 연

**8.50~9.50% 수준으로 추정<sup>1</sup>**할 수 있다. 해당 수익률 수준을 달성 시, 운용사는 기존 정률제 보수펀드와 비교하여 균형점을 찾는다고 볼 수 있다.

다만 절대수익률 및 성과보수율은 운용사와 유형별로 다양하기 때문에 실제 상품의 기본보수와 투자자산군, 절대수익률, 성과보수율을 모두 면밀히 고려해야 한다.

입된 제도인만큼 보다 확장성을 가진 구조와 유형이 꾸준히 시장에 등장할 것으로 예상된다.

국내 성과연동보수제는 연혁이 짧아 투자자에게 아직은 낯선 구조이기에 사전에 정확한 보수구조와 적정보수 수준에 대한 인지가 필요하다. 본인의 투자목적과 성향에 적합한 합리적인 투자를 결정하는 것은 최종적으로 투자자의 몫이기 때문이다.

## 5. 맺음말

**[총평]** Option Pricing 모형을 활용한 적정보수 추정 및 과거 10개년도 백테스팅 결과, 성과연동보수제는 최근 시장 상황하에서 경쟁력 있는 보수구조로 예상된다.

특히 시장이 횡보하거나 약세장을 보일 때 연간 **약 30~40bp 수준의 보수절감**이 기대되며, 기존 정률제 보수펀드와 비교 시, **액티브주식형 성과보수구조에 내재된 목표수익률은 약 8.50~9.50% 수준**인 것으로 추정된다.

**[제언]** 시장은 항상 변화하고, 상승과 하락의 방향성은 항상 존재한다는 투자의 대원칙을 고려하면 성과연동보수제는 투자자에게 **새로운 투자대안**이 될 수 있다.

성과연동보수제 펀드는 상승장에서 보다 높은 보수를 지급하게 된다. 반면 하락장 혹은 횡보장에서 낮은 보수율로 투자자에게 효익을 안겨준다.

장기투자 성향 및 손실회피 성향의 투자자는 주가 상승 시 보다 높은 보수가 지출되는 일종의 프리미엄을 지급한다. 그리고 등락하는 시장에서 **총보수는 오히려 낮은 수준을 유지할 수 있게 된다.** 이를 통해 투자자가 펀드에 **장기적으로 투자하는 것이 용이해진다.**

성과연동보수제 펀드는 약 420억 수준의 수탁고에 불과하나 해당 제도가 장기적으로 추진되고, 고민을 거쳐 도

<sup>1</sup> 절대수익률 4%, 성과보수율 10%, 기본보수 10bp 가정