

지분투자형 크라우드펀딩 규제에 대한 비교법적 검토*

A Comparative Law Research on the Equity Crowdfunding Regulation

성 희 활**

Seong, Hye-Hwal

목 차

- | | |
|--------------------------------|-------------------------------|
| I. 서 론 | III. 주요 쟁점별 국내 법안에 대한 비교법적 검토 |
| II. 외국의 지분투자형 크라우드펀딩 규제 법제 입법례 | IV. 결 론 |

현재 지분투자형 크라우드펀딩 도입을 위하여 관련 법률 개정안 2개가 2013년 중반에 발의되었는데 아직 국회에 계류 중이다. 우리 법안 발의 당시만 해도 세계 어느 나라도 지분 투자형 크라우드펀딩을 시행하지 않고 있었고, 대부분 국가에서 별다른 움직임이 없어서 구체적인 법령이 발표된 경우도 거의 없었다. 그러나 지난 1년 사이에 상당한 변화가 있었다.

이탈리아는 행정청의 시행규칙까지 완료하고 세계 최초로 시행에 들어갔고, 미국은 SEC가 오랫동안 미루어왔던 잡스법상 크라우드펀딩법을 시행하는데 필요한 규칙 안을 입법예고하고 의견 수렴에 들어갔다. 그리고 일본도 신속하게 지분투자형 크라우드펀딩을 허용하는 금융상품거래법을 개정하였다. 프랑스와 영국도 지분투자형을 포함한 크라우드펀딩을 허용하는 규칙을 공포하고 시행에 들어갔다.

이 논문은 필자가 1년 전에 발표한 관련 논문의 후속편으로서 최근의 외국의 활발한 입법동향을 비교법적으로 분석하고 시사점을 도출하여, 현재 우리 국회에 계류 중인 법안에

투고일 : 2014. 8. 29. / 심사의뢰일 : 2014. 9. 25. / 게재확정일 : 2014. 10. 13.

* 이 논문은 2014.6.24. 건국대 법학연구소가 주최한 2014년도 제2차 국제학술대회에서 발표한 것을 수정·보완한 것이다. 당시 패널로서 고견을 주신 강희주 변호사, 양기진 교수, Andrew Schwartz 교수, Patricia McWilliam 교수께 감사드린다. 이 연구는 인하대학교의 연구비 지원에 의해 수행되었다.

** 인하대학교 법학전문대학원 부교수, 법학박사·뉴욕주변호사

Associate Professor, Inha University Law School

서의 도입방안을 재설계하고, 향후 개정작업에도 활용될 수 있도록 핵심 쟁점별로 검토 의견을 제시한 것이다. 특히, 자세한 법률과 규칙이 공표된 이탈리아와 미국의 입법례를 집중적으로 분석하고, 발행기업과 펀딩포털, 그리고 투자자보호에 관한 핵심 쟁점별로 우리 법안과 비교하여 장단점을 검토하고 결론을 제시한다.

[주제어] 크라우드펀딩, 지분투자형 크라우드펀딩, 창업기업, 벤처, 창조경제, 잡스법, 펀딩포털

I. 서 론

창조경제의 핵심 수단 중 하나로서, 창업초기기업이나 소규모 벤처기업의 원활한 자금조달을 지원하자는 취지에서 추진된 지분투자형 크라우드펀딩 또는 증권형 크라우드펀딩의 도입을 위한 우리나라의 관련 법안 2개가 이미 국회에 상정된 지 1년이 넘도록 그대로 계류 중이다. 그런데 최근 외국에서는 이러한 크라우드펀딩의 허용을 위한 입법이 빠른 속도로 이루어지고 있다. 이에 따라 이 시점에서 그동안의 국내 경제상황의 변화와 외국의 입법례를 감안하여 현재 국회에 계류 중인 법안 자체에 대한 재검토가 필요하다고 본다. 또한 현재 계류 중인 법안이 원안 그대로 국회를 통과하더라도 향후 시행령 작업 및 추가 개정작업 시 보다 효율적인 제도 설계와 개선을 위하여 외국 입법례에 대한 면밀한 검토가 요구된다. 이 논문은 상세한 비교법적 검토를 통하여 이러한 작업에 필요한 입법 정책적 방향과 중대한 고려사항에 대한 구체적인 방안을 제시하고자 한다.

필자는 이와 관련하여 작년에 지분투자형 크라우드펀딩에 관한 논문을 발표한 바 있다.¹⁾ 논문 집필 당시 상황은, 미국의 경우 잡스법²⁾ 제정 이후 증권거래위원회(Securities and Exchange Commission: SEC, 이하 위원회 또는 SEC라 하기도 함)의 규칙이 발표되기 전이었고, 지분투자형 크라우드펀딩에 관한 세계 최초의 입법(규칙 포함)을 완료한 이탈리아는 당시 규칙 제정 작업을 진행 중이었으며, 대다수 다른 나라들은 그저 주시하는 편이었다. 그런 차에 우리나라에서 상대적으로 신속하게 국회에 2개의 관련 법안³⁾이 제출되었고 신정부의 창조경제정책과 관련되어 여론의 관심도 큰 편이었다.

1) 성희환, “지분투자형 크라우드펀딩(Crowdfunding)의 규제체계 수립에 대한 연구”, 증권법연구 제14권 제2호, 증권법학회, 2013, (이하 “이전 논문”이라고도 함).

2) 126 STAT. 306, Public Law 112-106, Apr. 5, 2012.

3) 금융위원회의가 지원하는 신동우 의원 대표발의안, 자본시장과금융투자업에관한법률일부개정법률안,

이에 다른 어느 나라도 입법을 완료하지 않은 불확실한 상황에서도 우리나라의 관련 규제법제가 잘 구성되었으면 하는 바람에서 외국 법안에 나타난 기본적인 규제사상과 체계를 바탕으로 우리나라 지분투자형 크라우드펀딩 규제체계의 바람직한 방향을 제시하고자 하였다.⁴⁾

당시 필자 논문의 주요 내용은 다음과 같다.⁵⁾ 우선 현행 ‘자본시장과 금융투자업에 관한 법률’(이하 “자본시장법”이라 함)상 영세 중소기업이나 창업초기기업이 지분투자형 크라우드펀딩을 이용하여 자금을 조달하는 것은 자본시장법 규제체계 하에서 거의 불가능하므로, 자본시장법상 규제의 대폭 완화를 통한 특례 필요성을 논의하였다. 이어서 특례에 대한 규제법제로서 ‘중소기업 창업지원법’(이하 “창업지원법”이라 함)과 비교하여 자본시장법상 규제체계 수립에 대한 장단점을 검토하였다. 지분투자형 크라우드펀딩 제도의 3가지 요소 중 자금수요자인 기업과 증권 유형에 대해서는, 발행증권의 관리 등 여러 문제를 감안할 때 적어도 초기에는 주식회사의 주식에 대해서만 한정하는 것이 바람직하다는 의견을 피력하였다. 기업의 규모와 업종에 대해선 5~7년 이하의 중소기업에 한정하고 기술형 벤처를 우선시할 것을 주장하였다. 그리고 자금조달금액은 소액 공모보다 적은 5~7억 원 이하로 할 것과 소액공모와는 배타적 이용관계로 설정할 것을 제안하였다. 중개업자에 대해서는, 정보비대칭 해소와 투자자보호에 중개업자가 핵심적 역할을 할 것이 요청되므로 중개업자에 대한 영업행위규제를 인가받은 금융투자업자 수준으로 엄격히 시행할 것을 요구하였다. 이를 위해 위험고지와 투자자 교육실시, 투자권유 금지, 청약자금의 에스크로 관리 등을 제안하였다. 투자자에 대해서는 전문투자자 뿐만 아니라 일반투자자도 허용하되 미국과 같이 연소득이나 자산 규모에 따라 투자금액을 차등화 할 것을 제안하였고, 투자한도는 개별 기업별로만 연간 1천만 원 정도로 할 것과 모든 기업을 포괄한 연간 총투자한도는 설정하지 말 것을 권고하였다.

필자의 이전 논문과 달리, 이 논문은 연구자료와 연구범위 및 연구방법을 달리하여 지분투자형 크라우드펀딩에 대한 규제 문제를 비교법적 관점에서 다룬다. 즉, 외국의 입법례를 자세하게 검토하고 이를 우리 법안들과의 비교법적 검토를 통하여 향후 우리나

의안번호 5418, 2013.6.12와 중소기업청이 지원하는 전하진 의원 대표발의안, 중소기업창업지원법일부 개정법률안, 의안번호 5103, 2013.5.24.

4) 투자형 크라우드펀딩에 대한 선행 연구로는 윤민섭, “자금조달 수단으로서 Crowdfunding에 관한 연구”, 기업법연구 제26권 제2호, 기업법학회, 2012; 윤민섭, “투자형 크라우드펀딩의 제도화를 위한 입법적 제안”, 증권법연구 제14권 제1호, 증권법학회, 2013 등이 있다.

5) 필자의 이전 논문 초록 부분을 인용함.

라의 바람직한 지분투자형 클라우드펀딩 규제체계에 관련하여 중요한 쟁점 몇 가지에 대한 방향을 제시하고자 한다. 논문의 순서는 외국의 관련 입법례를 먼저 살펴보고 우리나라 법안에 대한 비교법적 분석을 수행하는 것으로 한다.

Ⅱ. 외국의 지분투자형 클라우드펀딩 규제법제 입법례

1. 외국의 관련 입법례 개요

외국의 입법 동향을 간략히 개관하자면, 먼저 이탈리아는 지분투자형 클라우드펀딩 규제 법제를 행정청의 규칙까지 포함하여 입법을 완료하고 세계 최초로 시행 중이다. 잡스법으로 지분투자형 클라우드펀딩 규제법을 최초로 성안한 미국의 경우 증권거래위원회의 규칙 제정 작업이 예상보다 지연되어 진행되고 있는데, 2013년 10월에 드디어 규칙 제정안을 입법예고하고 의견을 수렴한 후 확정안을 준비 중에 있다. 이 두 나라는 다음 장에서 상세히 살펴보기로 하고, 이 장에서는 주요국의 동향과 관련하여 일본, 영국, 프랑스의 입법 현황을 간략히 소개한다.

일본은 2014년 5월 투자형 클라우드펀딩을 허용하는 금융상품거래법 개정안을 국회에서 통과시킴으로써 우리나라보다 빠르게 입법에 성공하였다. 개정법의 주요 내용은 투자형 클라우드펀딩 중개업에 대한 영업행위규제를 면제하고 최저자본금 요건(법 제29조의 4의 2)을 완화한 것이다.⁶⁾ 구체적으로 공모금액은 1억 엔 미만이고 투자자별 투자한도는 50만 엔 이하인 경우가 클라우드펀딩에 해당된다. 최저자본금 요건은 제1종 금융상품거래업자(주식 등)는 5천만 엔에서 1천만 엔으로 완화되고, 제2종 금융상품거래업자(펀드)는 1천만 엔에서 5백만 엔으로 낮아진다.⁷⁾ 중개업자는 클라우드펀딩으로 인한 사기를 방지하기 위하여 발행 기업을 조사하고 투자자에게 이에 관한 정보를 제공하여야

6) 일본 금융청, 클라우드펀딩 설명자료, <<http://www.fsa.go.jp/common/diet/186/01/setsume.pdf>>, 검색일: 2014. 8. 25.

7) 제1종 금융상품거래업자란 권리가 증권에 표창된 유가증권의 판매나 중개를 업으로 하는 자이고 증권회사를 말한다. 제1종 금융상품거래업자는 주식형의 클라우드펀딩을 중개할 수 있다. 제2종 금융상품거래업자란 펀드지분처럼 권리를 증권에 표창할 수 없는 유가증권의 판매나 중개를 하는 자이고 펀드업자라고도 한다. 펀드업자의 진입요건은 증권회사보다 완화되어 있어 최저자본금이 1천만 엔에 불과하다. 黒沼悦郎, 권종호 옮김, “일본에 있어서의 클라우드펀딩의 전개”, 2014년도 제2차 국제학술대회: 클라우드펀딩 관련 주요국의 최근 동향, 건국대학교 법학연구소, 2014, 59쪽.

한다. 투자자보호 장치의 핵심인 1인당 투자한도는 50만 엔 이하가 될 전망이고, 발행자의 크라우드펀딩 모집총액은 상한을 1억 엔으로 하였다. 그리고 크라우드펀딩의 발행자는 증권신고서 제출 시 계속공시의무를 지는 일반 발행인들과 달리 계속공시의무가 면제된다.⁸⁾ 동법상의 내용은 하위규정에 상당부분 위임되어 있어 구체적인 제도의 내용과 시행은 시행령과 시행규칙 등 하위규정이 정비된 후에야 알 수 있을 전망이다.

영국은 영업행위규제기관인 Financial Conduct Authority(FCA)가 크라우드펀딩 규제에 관하여 2013년 10월 24일 Consultation Paper⁹⁾를 발표하고 의견을 수렴한 후, 2014년 3월에 최종 개정규칙을 발표하였다.¹⁰⁾ 동 규칙은 대출형과 투자형 모두에 적용되며 2014년 4월부터 시행 중이다. 지분투자형 크라우드펀딩과 관련된 규칙의 주요 내용은, 공모대상자를 제한하는 것이다. 영국에서 투자형 크라우드펀딩으로 공모할 수 있는 대상은 전문투자자, 투자자문¹¹⁾을 받은 일반투자자, 기업금융이나 벤처캐피탈 관계자로 분류되는 일반투자자, 거액자산가, 최근 1년간 순투자가능자산의 10% 이하를¹²⁾ 투자형 크라우드펀딩에 투자하였다는 것과 앞으로도 그러할 것임을 확인하는 일반투자자이다.¹³⁾ 그리고 투자자문을 받지 않은 일반투자자에게는 적합성원칙을 적용하여 이러한 투자에 따르는 위험을 이해하도록 하고 있다. 그리고 연간 500만 유로 이하의 자금 공모 시에는 투자설명서(prospectus) 공시 없이 가능하다.¹⁴⁾ 한편 이러한 크라우드펀딩을 중개할 업체는 FCA 인가를 받도록 하고 있다. 그러나 FCA의 규칙은 주로 대출형(P2P 대출) 크라우드펀딩 중심으로 개정되어 있고, 여타 다른 나라와 같은 투자형 크라우드펀딩에 대한 보다 자세한 규제사항은 별로 없어서 당분간은 모색 기간이 아닌가 하는 느낌을 갖게 한다.

8) 보다 자세한 내용은 위의 발표자료, 59-63쪽 참조.

9) FCA, "The FCA's regulatory approach to crowdfunding (and similar activities)", CP13/13, Oct. 24, 2013.

10) FCA, "The FCA's regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media - Feedback to CP13/13 and final rules Policy Statement", PS14/4, Mar. 2014.

11) 투자자문업 인가를 받은 금융업자로부터의 전문적인 자문을 말한다.

12) 이러한 순투자가능자산의 10% 이하 투자제한 규칙은 벤처업계로부터 크라우드펀딩에서 투자대중을 몰아내는 악영향을 미칠 것이라는 비판의 목소리가 높다. BBC, "Crowdfunding new regulations anger start-up industry", <<http://www.bbc.co.uk/news/business-26464551>>, 검색일: 2014.3.6.

13) 위의 FCA PS 14/4, 17쪽, 4.7.10. RESTRICTED INVESTOR STATEMENT.

14) 위의 FCA PS 14/4, 41쪽, 각주 15 참조. 투자설명서 등 공모규제의 법적 근거는 금융서비스시장법(FSMA) Part II 제21조인데, 동조는 투자권유 내지 투자유인 활동을 "금융판촉활동(financial promotion)"이라 하여 규제의 대상으로 하고 있다.

프랑스도 2014년 2월 지분투자형 크라우드펀딩을 허용하는 규칙을 발표하였다. 연간 공모금액을 1백만 유로로 제한하는 것은 다른 나라들과 비슷한데, 투자자별 투자한도가 없다는 점이 큰 특징이다. 투자자보호 문제에 대해서는 중개업자가 투자자의 위험감수 능력을 검증해야 할 것이라는 의견이 지배적이다.¹⁵⁾ 펀딩포털은 증권감독기관인 Autorité des Marchés Financiers(AMF)에 크라우드펀딩 투자자문업자로 등록해야 한다. 투자자보호 장치는 다른 나라들에 비해 상대적으로 약해 보이는데, 많은 정보를 제공하고 위험을 고지하도록 함으로써 투자자 스스로 위험투자에 따르는 책임을 지도록 하고 있다. 발행 기업으로 하여금 투자자에게 의결권을 부여하도록 한 점과 제3자로서 하여금 발행기업의 재무 상태를 검증하도록 요구하지 않는 점이 프랑스 입법의 특징이라 할 수 있다.¹⁶⁾ 전체적으로 프랑스는 투자에 필요한 자료가 충분히 제공되도록 하고 이에 기반하여 투자자의 투자판단에 따르는 위험은 투자자 스스로 감수해야 한다는 분위기이다.

이와 같이 미국에서 지분투자형 크라우드펀딩을 허용하는 잡스법이 통과된 직후 여러 나라가 빠른 속도로 유사한 입법을 진행하여 지분투자형 또는 증권투자형 크라우드펀딩이 이루어지고 있다. 그러나 나라별로 그 입법의 구체성은 상이한데, 이탈리아와 미국은 매우 상세한 법률과 규칙을 가지고 있고 일본·영국·프랑스 등은 입법 자료로 활용할 만큼 풍부한 내용을 가지고 있지 않다. 따라서 아직 관련 법안이 국회에 계류 중인 우리나라로서는 상대적으로 자세하고 세밀한 입법사례로부터 보다 많은 시사점을 도출할 수 있을 것이라고 보아 아래에서는 이탈리아와 미국의 사례를 집중적으로 살펴본다.

2. 이탈리아(지분투자형)

2.1 근거 법령

이탈리아는 지분투자형 크라우드펀딩을 허용하는 특별법령을 제정하고 시행한 세계 최초의 사례이다.¹⁷⁾ 근거 법률은 미국의 JOBS Act와 유사한 성격인, 소위 “성장법 2.0

15) Crowdsourcing, “French Crowdfunding Regulation: An Overview”, <<http://www.crowdsourcing.org/editorial/french-crowdfunding-regulation-an-overview/30712>>, 검색일: 2014.2.26.

16) 위와 같음.

17) 법률로서는 2014.4월의 미국의 잡스법이 2012.12월의 이탈리아를 앞서나, 행정청의 규칙까지 포함한

(Growth Decree 2.0)”이라 불리는 특별법이다. 동 법의 정식 명칭은 “DECRETO-LEGGE 18 ottobre 2012, n. 179 Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese (12G0201)”, 즉 “국가 경제성장을 위한 긴급조치 법령”이다.¹⁸⁾ 2012년 10월 18일 정부안으로 확정된 후, 2012년 12월 17일에 국회에서 통과되어 법률 n. 221호로 제정되었다. 이후 2013년 6월 28일, 법률 n.76으로 개정된 바 있다.

총 10장으로 구성된 “성장법 2.0”의 주된 목적과 내용은, 경제적 성장을 촉진하기 위하여 디지털 문화와 공공행정의 디지털화 및 연구와 혁신기술 개발을 장려하는 것이다.¹⁹⁾ 특히 창업지원을 위하여, ① 창업기업과 창업기업 투자자에 대한 금전적 혜택, ② 창업기업의 지분형 크라우드펀딩 합법화, ③ 창업 시 행정절차 간소화 및 비용의 면제, ④ 기업 청산 간소화를 위한 도산법 개정 등을 두고 있다.²⁰⁾

지분투자형 크라우드펀딩은 동법 제9장: 혁신적 창업기업의 설립과 발전을 위한 조치 (제25~제32조) 중 제30조에 구체적으로 규정되어 있다. 지분투자형 크라우드펀딩 이외의 다른 크라우드펀딩 모델에 대한 별도의 입법사항은 없는데, 그 이유는 다른 모델의 크라우드펀딩을 허용하지 않겠다는 뜻이 아니라 굳이 특별 입법에 의한 규제의 필요성이 없다고 판단하기 때문이라고 한다.²¹⁾

동 법은 제30조에서 통합금융법(TUF, Testo Unico della Finanza 즉 Consolidated Finance Act. 이하 CFA라고도 함)에 4개 조항을 추가, 삽입하는 방식으로 지분투자형 크라우드펀딩을 일반 증권규제의 예외로 허용하고 있다.²²⁾ 먼저 CFA 제1조 제5항-9(paragraph 5 novies)를 신설하여 모험자본을 모집하는 웹 플랫폼을 정의하고 있는데, “혁신창업기업의 자금조달을 위한 웹 플랫폼”이란, 혁신창업기업의 지분 공모를 중개하는 것을 유일한

완성된 법령 형태를 기준으로 하면 이탈리아가 더 빨리 입법을 완료하였다.

18) <http://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:stato:decreto.legge:2012-10-18;179!vig=&symlink=/main/trasversale/risparmiatori/investor/crowdfunding/link_dl_2012_179.html>

19) 장별 주요 내용은, 제1장(의제와 디지털 정체성), 제2장(디지털 행정 및 개방형 데이터), 제3장(교육을 위한 디지털 의제 및 디지털 문화), 제4장(디지털 건전성), 제5장(디지털 디바이드의 초기화와 e-money), 제6장(디지털 정의), 제7장(연구, 개혁과 지식커뮤니티), 제8장(보험, 상호관계와 금융시장), 제9장(혁신적 창업기업의 설립과 발전을 위한 조치), 제10장(국가 발전을 위한 기타 조치)이다. 한국법제연구원, “중소기업 투자활성화를 위한 크라우드펀딩 법제화 방안 연구”, 중소기업청 연구용역보고서, 2013, 32쪽.

20) 위와 같음.

21) Alessandro Lerro, Italian Equity Crowdfunding Legislation [Kindle Edition], location 108, (Jan, 2014).

22) 위와 같음.

목적으로 하는 온라인 플랫폼을 말한다. 사회적 기업을 포함한다”라고 하고 있다. 그리고 ‘혁신창업기업’의 정의와 범위에 대해서는 동조 제5항-10(paragraph 5 novies)에서 “혁신창업기업이란 성장법 제25조에 정의되어 있는 기업을 말한다.”고 하고 있다.

다음으로 CFA 제50조-5(article 50 quinquies)를 신설하여 웹 플랫폼의 운영에 대한 규제를 도입하였다. 웹 플랫폼의 운영자격은 금융투자회사와 투자서비스 제공이 허용된 은행 및 증권규제당국인 Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB)에 의해 운영되는 특별등록부에 등록된 자로 제한하고 있다. 한편 특별등록자는 지분증권 청약과 거래주문을 은행과 금융투자회사에 전송하여야 한다고 하면서 등록 요건 및 행위규제를 가하고 있다. 등록 요건으로는, 조직형태가 유한책임을 가진 회사(주식회사, 합자회사, 유한회사)나 협동조합일 것, 주된 사무소는 이탈리아 소재일 것, 지배주주와 경영진이 법령이 요구하는 자격요건을 구비할 것 등이다. 행위규제로서는 타인의 금전이나 금융상품의 보유 금지 및 기타 CONSOB에 위임하는 요건 준수 등이 있고, 법령을 위반한 웹 플랫폼 운영진에 대해서는 500~25,000 유로의 벌금 부과 및 1~4개월의 영업정지 또는 영업인가의 취소라는 제재를 규정하고 있다.

이어 CFA 제100조-3(article 100 ter)에서 온라인 플랫폼을 통한 지분 공모의 핵심 규제 원칙 및 구체적 규제사항의 CONSOB 위임을 정하고 있다. 즉, 웹 플랫폼을 통한 지분증권 공모는 혁신창업기업을 위한 것만 허용되며, 금액은 CONSOB가 정하는 한도를 준수해야 한다. CONSOB는 규칙으로, 일반투자자 대상의 지분공모가 있을 경우 그 중 일부가 전문투자자에 의해 인수될 것과, 혁신창업기업의 지배주주가 당해 공모 후 자신의 지분을 제3자에게 양도할 경우 일반투자자 보호 방안을 수립할 것을 규정하여야 한다.

마지막으로 CFA 제190조 제1항에서 온라인 플랫폼을 포함한 지분투자형 크라우드펀딩 중개업자에 대한 제재를 규정하고 있다.

2013년 6월 26일 증권규제당국인 CONSOB는 지분투자형 크라우드펀딩에 관한 동법의 위임 사항 제정과 집행을 위한 구체적 시행규칙으로서 “Regulation on the Collection of Risk Capital on the Part of Innovative Start-ups vis On-line Portals”, 즉 “온라인 포털을 통한 혁신창업기업의 모험자본조달에 관한 규칙”을 확정하여 발표하였다.²³⁾ 총 3편으로 구성된 동 규칙의 구조와 주요 내용은 다음과 같다.

23) CONSOB Regulation N. 18592, <<http://www.consob.it/mainen/documenti/english/laws/reg18592e.htm>>, 검색일: 2013.6.26.

- 제1편 : 정의 등 일반 조항
- 제2편 : 포털 경영진의 등록 등에 관한 규칙
 - 제1장 : 등록부
 - 일반에 공개
 - 제2장 : 등록 절차
 - 지배주주와 경영진 및 감사에 대한 엄격한 자격요건 부과
 - 제3장 : 행위규범
 - 광범위한 정보제공(포털 경영진, 투자대상기업, 공모 등) 의무
 - 최소한 5년의 자료보관 의무
 - 제4장 : 제재
 - 중지명령, 경영진 해임명령
- 제3편 : 포털을 통한 공모에 관한 규칙
 - 5%룰(전문투자자의 의무적 보유 비율) 준수 확인 의무

2.2 지분투자형 크라우드펀딩 규제의 주요 내용

2.2.1 자금모집 기업(발행인) 관련

일반적 증권규제를 받지 않고 지분투자형 크라우드펀딩을 이용하여 일반으로부터 자금을 모집할 수 있는 기업은 ‘혁신적 창업기업’이라 하여 상당히 까다로운 자격요건을 갖추어야 한다. 성장법 2.0 제25조에 정의되어 있는 ‘혁신적 창업기업’의 요건은 2) 설립 후 48개월 이내일 것 3) 기업 활동과 이익의 기반이 이탈리아일 것 4) 영업활동 2년차 이후부터는 연간 총매출액이 회계연도 마감 후 6개월 내에 검증 받은 최종 재무제표를 기준으로 500만 유로 이하일 것 5) 설립 이후 현재까지 이윤을 배분하지 않고 있을 것, 6) 혁신적인 하이테크 제품이나 서비스의 개발, 생산 및 판매를 하는 회사일 것 7) 기존 회사로부터 합병 혹은 분할되거나 영업의 전부 혹은 일부의 양도에 따라 설립된 회사가 아닐 것 등이다.²⁴⁾

그리고 이에 더하여 8)호에서 다음 3가지 요건 중 하나 이상을 충족하도록 하고 있는데, 그것은 (1) 연구개발비의 비중이 혁신창업기업의 총생산가치와 비용 중에서 큰 금액

24) 제정 당시 중요한 요건이었던 1) 설립 후 24개월 이상, 지분과 의결권의 과반수를 법인이 아닌 개인이 보유하여야 한다는 요건은 2013년 개정 시 삭제되었다.

의 15%(2013년 개정 전에는 20%) 이상을 차지할 것(단, 이때 부동산 임대료 및 구입비는 비용에서 제외함) (2) 연구 관련 박사 학위자이거나, 이탈리아나 해외 대학에서 박사 과정중이거나, 학사 학위 취득 후 최소 3년 이상 이탈리아 혹은 해외의 검증받은 연구소에서 연구 활동을 한 인력의 구성 비중이 전체 직원의 1/3 이상이거나 2/3 이상이 이공계 석사(MS)일 것 (3) 생명공학, 반도체 지형학(semiconductor topography) 또는 신종 식물종자의 산업특허를 소유하거나 등록하였거나 또는 라이선스를 보유하고 있을 것(신종 식물종자의 경우 회사의 목표 및 활동과 직접적으로 연관되어야 함)이다.

혁신적 창업기업이 자금을 모집할 수 있는 한도는 연간 5백만 유로이며, 1회당 모집금액 제한은 따로 두지 않고 있다. 창업주의 지배력 보존 지원을 위하여 의결권이 제한된 우선주의 발행도 가능한데, 이 경우 대신 배당에 우선권을 부여하여야 한다. 공모 방법에 있어서의 특징은 미국과 우리나라 법안에 도입되어 있는 목표금액 전액청약제, 소위 “All or nothing” 방식의 적용을 배제하여 청약금액이 모집 목표 금액에 미달되더라도 당해 크라우드펀딩을 진행할 수 있도록 한 것이 눈에 띄는 점이다. 한편 자금 모집 시 기업은 복수의 포털을 동시에 이용하여 공모를 할 수 있다는 점도 미국과 다르다.

2.2.2 펀딩포털 등 중개업자 관련

웹 플랫폼 또는 온라인 펀딩포털이 아닌 기존 금융회사에게 크라우드펀딩 중개업을 허용할 것인지는 전문 크라우드펀딩 중개업체의 생존과 영업에 결정적인 영향을 미칠 수 있는데, 이탈리아는 은행과 금융투자회사(investment company) 등 기존 금융회사도 펀딩포털의 역할을 할 수 있도록 하였다. 이들은 펀딩포털과 달리 별도의 등록서류 없이도 원하는 경우 자동으로 중개업자로 등록할 수 있다.

중개업자에 대한 영업행위규제는 CONSOB Regulation §13~§21에 규정되어 있다. 주요 내용을 살펴보면 포털은 투자자가 투자대상과 투자위험을 충분히 인지하도록 발행 기업으로 하여금 자세하고 충분한 정보를 제공하도록 하여야 하고, 당해 공모 관련 투자 추천행위가 금지된다. 그리고 포털에서 제공되는 모든 정보는 최신 상황을 반영한 업데이트된 정보가 되도록 하여야 하고, 공모절차 종료 후에도 1년 이상 동 자료를 공개하여야 하며, 공모 종료 시부터 5년간은 이해관계자의 요청이 있을 경우 관련 자료를 제공하여야 한다. 일반투자자에게 청약철회권을 주지시켜야 할 의무도 있다(§13).

펀딩포털은 당해 포털 운영진, 중개절차와 방법, 비용, 사기방지조치, 이해상충방지장치, 분쟁해결장치 등을 알기 쉽고 간략하게 공시하여야 한다(§14).

포털은 투자자에게 크라우드펀딩 공모 기업 관련 투자위험에 관한 정보, 즉 전액손실 위험, 환금성 제한, 배당제한 등 정보와, 과세 혜택과 청약철회권 등에 관한 정보를 충분히 제공하여야 한다. 그리고 일반투자자가 투자교육자료를 숙지하고, 투자위험을 충분히 인식하며, 위험감수 가능한 재정 능력이 있다고 긍정적으로 답변한 경우에만 포털 접속을 허용하여야 한다(§15).

포털은 공모 절차에 대한 상세한 안내를 하여야 하고(§16), 투자자의 청약이 신속하고 정확하게 처리 및 등록되고 시간 순으로 전송되도록 하여야 하며, 청약 건별로 청약금이 청약이 회송되는 은행과 금융투자회사의 발행기업 계좌(비양도성 계좌)에 예치되어 있는 것을 확인하여야 한다(§17).

2.2.3 투자자보호 관련

지분투자형 크라우드펀딩은 기업 중 생존이나 성장가능성이 매우 불투명한 창업초기 기업과 투자자 중 스스로를 보호할 능력이 취약한 일반투자자가 직접 만난다는 점에서 증권규제적 관점에서 매우 특이한 상황이다. 따라서 투자자보호에 대한 요청이 그 어떤 경우보다 높는데 이를 위한 핵심 장치 중 하나가 투자한도의 제한이다. 즉 모험 기업에 투자하는 절대금액 자체를 제한함으로써 투자자보호를 보다 근원적 차원에서 도모하고자 하는 것이다.

이탈리아는 이 점에서 한국이나 미국과 달리 특이하게도 투자한도를 아예 두지 않고 있다. 다만, 최초 5% 이상의 지분이 전문투자자(은행, 전문투자자, 인증 인큐베이터)에게 매각된 후에는 일반투자자의 투자가 가능하도록 하여, 투자대상 기업의 가치에 대한 최소한의 검증 장치로서의 역할을 하도록 하고 있다. 전문투자자라 함은 금융투자회사, 보험회사, 집합투자기구, 자산운용사, 연기금, 대형 법인(자산 2천만 유로 등), 기타 기관투자자 등을 말한다. 전문투자자는 이 5% 지분에 대한 보유기간 제한이 없어서 공모 종료 후에는 언제라도 매각이 가능하다.

그리고 소액투자자(개인은 건당 500유로, 연간 1,000유로이고 법인은 개인의 10배)에게는 규제를 보다 완화하여 주고 있다. 즉 이런 소액의 크라우드펀딩은 등록 투자중개업자를 거칠 필요가 없어서 펀딩포털은 투자중개업자 도움 없이도 자금 모집이 가능하다.²⁵⁾ 또한 일반적으로 적용되는 EU 금융상품시장지침(MiFID: Markets in Financial

25) 이때의 소액투자한도는 다른 포털의 청약까지 합산한 총투자한도를 의미한다. (CONSOB Regulation §17(4)).

Instruments Directive 2004/39/EC)상의 규제 적용을 배제하여 투자자에 대한 적합성원칙 적용 등 조사 의무를 면제하고 있기도 하다. 이러한 투자자에 해당 여부에 대한 확인은 규정화된 형식이나 제3자에 의한 검증 없이 투자자의 자발적 확인으로도 충분하다. 일반 크라우드펀딩의 경우는 EU MiFID상의 적합성원칙에 따른 투자성향 조사 등을 거쳐야 하는데, 중개업자는 투자자로 하여금 지분투자형 크라우드펀딩의 위험성 등을 이해하고 손실을 감수한다는 점 등을 입증하는 설문지를 작성하도록 하여야 한다. 그리고 기 존재하는 주주 약정사항이 있다면 이 또한 투자자에게 공지되어야 한다.

크라우드펀딩 투자자는 청약철회권을 행사할 수 있다. 일반투자자, bank foundations, 등록 인큐베이터는 청약 후 7일간 무조건의 청약철회권을 보유한다.²⁶⁾ 또한, 이들은 당해 투자관련 투자판단에 영향을 미치는 새로운 상황이 발생하였거나 중요한 실수가 발견되었을 경우에는 청약절차 종료 전에 투자 철회도 가능하다. 다만 새로운 상황 발생 후 7일 이내 철회할 것이 필요하다. 전문투자자는 이러한 청약철회권이 허용되지 않는다.

창업자가 영업 등을 양도하거나 그 회사에 대한 지배를 포기할 경우, 일반투자자는 투자 철회권이나 태그 얼롱(Tag along) 권한²⁷⁾을 행사할 수 있다. 회사는 투자금 모집 전에 정관에 이러한 투자자의 권한을 마련하여야 한다. 그리고 회사는 최소한 3년 이상, 벤처기업으로서의 혜택을 누리는 기간 동안은 이 권한을 인정하여야 한다. 일반투자자 이외의 투자자는 이런 권한이 주어지지 않으므로 각자 별도의 주주 약정을 통하여 확보하는 것이 필요하다.

한편 크라우드펀딩 규제와 별도로 소비자보호법(Consumers Code)에 따른 보호도 가능한데, 인터넷 웹을 통한 투자계약은 14일의 청약철회권 행사 대상이 된다. 그리고 이 규정을 위반할 경우 당해투자계약은 무효로 된다. 투자자가 청약철회권을 행사하면, 펀딩포털은 당해 투자계약 당사자가 아니지만 그 투자금의 반환 책임을 진다. 청약철회 시 거래비용(신용카드 수수료, 전신료나 전산망 사용료 등)을 누가 부담할 것이냐의 문제가 있을 수 있는데, 소비자보호법상의 14일의 청약철회권 행사시 펀딩포털은 그 비용을 공제할 수 있으나 크라우드펀딩에 관한 CONSOB Regulation에 따른 7일의 청약철회권 행사시에는 거래비용의 공제가 불가하며 투자금 전액을 반환해야 한다는 점이 차이가 있다.

26) CONSOB Regulation 13.5.

27) 태그 얼롱 권한이란 지배주주가 보유지분을 매각할 경우 소수주주에게도 지배주주와 동일한 조건으로 당해 거래에서 보유지분을 매각할 수 있도록 하는 권한으로서 소수주주 보호장치 중 하나이다.

투자자보호라기보다는 투자활성화를 위하여 정부는 투자자에 대한 세제 혜택을 부여하고 있다.²⁸⁾ 개인투자자는 50만 유로 한도 내에서 투자금액의 25%를 소득공제하고, 법인투자자는 180만 유로 한도 내에서 투자금액의 27%를 소득공제할 수 있도록 하고 있다. 이 세제 혜택을 누리기 위해서는 2년의 보유기간 요건이 있다. 크라우드펀딩으로 취득한 지분증권의 유통을 제한하는 규정은 별도로 없으나, 2년 이내 투자지분의 전체 또는 부분 매각 시 투자로 인해 감면 받은 소득세가 환수된다.

3. 미국

3.1 근거 법령

지분투자형 크라우드펀딩은 2012년 4월 5일 미국에서 창업지원법이라 할 수 있는 ‘잡스법 (Jumpstart Our Business Startup Act: JOBS Act)’²⁹⁾이 제정되면서 세계적인 관심사가 되었다. 동 법 제3편에 있는 CROWDFUND Act³⁰⁾가 지분투자형 크라우드펀딩에 증권법상의 공모규제를 면제함으로써 크라우드펀딩의 활성화를 위한 기반을 놓은 것이다. 동 법은 증권거래위원회로 하여금 위임사항과 집행을 위하여 필요한 사항들을 정하는 규칙을 법률 효력 발생 후 270일 이내, 즉 2012년 말까지 제정하도록 요구하였다.

그러나 SEC는 이러한 법적 시한을 어기고 많은 의견수렴과 심사숙고를 거쳐,³¹⁾ 2013년 10월 23일, 비로소 잡스법상 CROWDFUND Act의 시행규칙이 될 Regulation Crowdfunding을 입법예고하였다.³²⁾ Regulation Crowdfunding의 체계는 다음과 같다.

28) <<http://www.slideshare.net/alessandrolerro/equity-crowdfunding-in-italy-ppt>>, 검색일: 2014. 8.26.

29) 126 STAT. 306, Public Law 112-106, Apr. 5, 2012.

30) 이 명칭은 두문자어(Acronym)로서 “Capital Raising Online While Deterring Fraud and Unethical Non-Disclosure”의 각 단어 앞 글자들을 모아 만든 것이다.

31) SEC는 잡스법 시행 직후, 향후 시행규칙 제정에 참고하기 위하여 잡스법 자체에 대한 국민의 의견을 수렴하였다. 제3편에 있는 크라우드펀딩에 관한 의견만 해도 수백건이 제출되었다. 개별 코멘트 내용은 <<http://www.sec.gov/comments/jobs-title-iii/jobs-title-iii.shtml#comments>> 참조. SEC는 Regulation Crowdfunding 입법예고안에서 중요한 코멘트들을 일일이 소개하고 있다.

32) SEC Rule 33-9470, Crowdfunding, Oct. 23, 2013 (이하 “SEC 규칙안”이라고도 함). 동 규칙 입법예고안은 다시 의견수렴을 거쳐 수정 및 보완 후 위원회 결의로 최종 확정될 전망이다. 다만 최종 규칙으로 확정되기까지 기간이 얼마나 걸릴지는 알 수 없는데, 과거 사례로 보아 짧게는 수개월 길게는 1년이 넘게 걸릴 수도 있다.

● Part A. 개요

- 100 : 크라우드펀딩에 대한 공모규제 면제와 요건

● Part B. 발행인 관련

- 201 : 공시의무
- 202 : 계속공시의무
- 203 : 공시서류 제출 및 양식
- 204 : 광고
- 205 : 투자권유인(promoter) 보상

● Part C. 중개업자 관련

- 300 : 중개업자
- 301 : 사기 방지 수단
- 302 : 계좌 개설
- 303 : 거래 관련 요건
- 304 : 청약 마감, 취소, 재확인
- 305 : 제3자에 대한 지급

● Part D. 펀딩포털 규제

- 400 : 펀딩포털의 등록
- 401 : 면제
- 402 : 조건부 면제 조치(Conditional safe harbor)
- 403 : 준법 (Compliance)
- 404 : 펀딩포털의 기록 관련

● Part E. 기타

- 501 : 전매제한
- 502 : Regulation Crowdfunding의 관련 조항 및 요건 등의 경미한 위반
- 503 : 결격 사항

3.2 지분투자형 크라우드펀딩 규제의 주요 내용

잡스법상의 크라우드펀딩에 관한 내용은 이미 많은 문헌들에서 충분히 소개되었고, SEC의 입법예고안이 동 법의 내용을 다 포함하고 있으므로 잡스법의 내용을 별도로 구분하여 다루지는 않고 SEC 입법예고안과 함께 지분투자형 크라우드펀딩에 대한 규제안을 소개하기로 한다.³³⁾

3.2.1 자금모집 기업(발행인) 관련

지분투자형 크라우드펀딩을 이용할 수 있는 발행기업의 자격을 벤처기업에 국한한다거나 금융·부동산 등 일정 업종을 제한하는 규정은 두고 있지 않으나, 일정 법인을 부적격법인으로 지정하여 크라우드펀딩을 이용할 수 없게 하고 있다. 이러한 부적격법인은 외국법인, 공개법인(한국의 사업보고서제출 대상법인), 1940년 투자회사법에 따른 규제를 받지 않는 사모펀드(private funds, 헤지펀드 등)와, Regulation Crowdfunding §503(a)에 따른 불량회사(bad actor),³⁴⁾ 기존에 크라우드펀딩 공모 후 Regulation Crowdfunding상 의무화 된 최근 2년간 연간 사업보고서 미제출법인과, 구체적 사업계획이 없거나 특정되지 않은 회사와의 M&A를 목적으로 하는 사업계획을 가진 ‘맹목적 펀드’(blind check/blind pool)형 회사이다. 그리고 발행기업의 범위는 그 발행인에 의해 의결권 또는 계약 기타 영향력에 의하여 지배되는 모든 법인을 포함한다고 하였다.

크라우드펀딩 시 발행 기업이 공시하여야 할 사항은 의결권 지분의 20% 초과 주주 현황, 사업모델과 사업계획, 재무상태, 공모자금 사용 내역, 목표 공모금액, 공모 시한, 공모가와 산출 근거, 지배구조와 자본구조, 위험요소(Risk factors), 직전 12개월간 크라우드펀딩으로 공모한 자본금의 5%를 초과하는 이해관계자와의 거래, 지급한 중개수수료 등이다.

33) 이 부분은 SEC의 입법예고안과 함께 Michael, L. Zuppone, “SEC Proposes Regulation to Implement JOBS Act Crowdfunding Offering Provisions”, Stay Current, A Client Alert from Paul Hastings, Paul Hastings, Nov. 2013를 참조하여 작성하였다. 개관적 설명의 편의를 위하여 구체적인 조문과 쪽수는 생략한다.

34) 최근 10년간 증권사기로 범죄형 선고된 자(경범죄 포함), 최근 5년 이내 증권 관련 금지명령이나 법원 또는 SEC의 명령을 받은 자 등 각종 범죄 전력자와 행정제재를 받은 자를 말한다. SEC 크라우드펀딩 규칙 입법예고안 제503조에 결격요건이라 하여 상세하게 규정되어 있다. 이러한 결격요건이 적용되는 자는 발행인, 이사와 집행임원, 무한책임사원(general partners), 기타 경영진(managing members), 20% 이상 보유 주주, 프로모터, 유급 권유인(compensated solicitors) 등이다.

발행인 등에 의한 광고와 투자권유는 제한된다. 크라우드펀딩 플랫폼 이외에서의 공모 광고는 증권법 Rule §134에 의한 비석광고(Tombstone ad)와 유사한 형태로만 허용되고 투자대중을 향한 일반적인 광고는 금지된다. 그리고 동 비석광고는 기본적으로 동 발행인 증권의 공모가 이루어지는 플랫폼에 대한 안내이고, 그 내용은 중개업자 이름과 중개업자에 대한 링크, 공모조건, 발행인의 법적 성격과 주소, 전화번호, 웹사이트, 대표 이메일, 주된 사업 소개에 국한된다. 발행인은 중개업자의 플랫폼에서 투자권유를 대행하는 자에게만 대가를 지급할 수는 있는데, 다만 그 권유자로 하여금 그 권유와 관련한 과거나 미래의 보수 지급을 공시하도록 하여야 한다. 그리고 발행인의 종업원 등이 동 권유활동을 하는 경우 그러한 관계를 공시하여야 한다.

발행인의 공시서류의 범위는 공모금액에 따라 달라진다. 10만달러 이하를 공모하는 경우, 최근년도 법인세신고서와 대표임원(principal executive officer)이 인증한 재무제표로 충분하다. 10만 달러~50만 달러 공모의 경우 외부 공인회계사에 의해 검토된 재무제표가 필요하고, 50만 달러를 초과하는 경우 감사보고서 제출이 요구된다. 크라우드펀딩을 이용한 발행인은 계속공시의무도 부담하는데, 매 회계년도 종료 후 120일 내에 사업보고서 제출 의무가 있다. 다만 1934년 증권거래소법에 따른 공개법인(즉, 사업보고서 제출대상법인)이 된 경우 또는 크라우드펀딩으로 발행된 모든 증권을 발행인이나 제3자가 매수 또는 재매수한 경우, 기업이 주법에 따라 해산·청산된 경우에는 사업보고서 제출 의무가 면제된다.

공모 대상 투자자 수는 제한 없으며, 크라우드펀딩에 따른 주주 수는 공개법인의 요건인 2,000인 또는 500인에 포함되지 않는다.³⁵⁾ SEC 규칙안은 크라우드펀딩으로 지분을 취득한 주주를 이 공개법인 기준에서 배제하면서, 최초 취득자뿐만 아니라 전득자도 같이 배제함으로써 발행인은 전문투자자가 아닌 일반투자자에 대한 전매로 인하여 공개법인 기준에 해당되는 것을 염려할 필요가 없게 되었다.

증권법상 다른 면제거래에 의한 공모금액과 합산 여부가 문제될 수 있는데, 이와 관련 전통적으로 면제거래에서의 공모금액을 합산하여 왔으나, 잡스법은 크라우드펀딩에 특별한 혜택을 부여하여 다른 면제거래와 합산하지 않도록 허용함으로써 발행인은 크라우드펀딩과 함께 Regulation D³⁶⁾상의 다른 면제거래도 병행하여 이용할 수 있게

35) 계속공시의무가 부여되는 공개법인의 범위는 잡스법 이전에는 자산 1천만 달러와 주주 수 500인 이상이었으나, 잡스법은 주주 수 요건을 2,000인 또는 500인(일반투자자만 산정 시)으로 기준을 높여 공시의무를 완화하였다.

36) Regulation D는 1933년 증권법상의 증권신고서 제출의무에서 면제되는 경우를 규정하고 있는 SEC의

되었다. 이러한 조치는 잡스법이 투자대중에 대한 광범위한 권유·광고(general solicitation)를 허용한 조치와 더불어 일반투자자로부터 훨씬 더 용이한 자금모집이 가능하도록 할 전망이다.

부실표시에 따른 책임 체계는 기존 증권법상의 부실표시 및 사기에 대한 책임과 유사하다. 다만 증권신고서 면제거래이므로 1933년 증권법 제11조의 증권신고서 부실표시 책임은 없고, 제12조의 책임, 즉 넓은 의미에서의 투자설명서와 의사표시상 부실에 대한 민사책임은 있다.³⁷⁾ 그리고 1933년 증권법 제17조의 반사기조항 역시 적용된다.³⁸⁾

3.2.2 펀딩포털 등 중개업자 관련

발행기업이 영세하고 투자자는 자기보호능력이 취약한 크라우드펀딩 규제체계에서 중개업자에게는 가장 중요한 문지기(gatekeeper) 역할이 요구된다. 즉 성장성 있고 진실한 발행 기업을 발굴하는 한편 일반투자자를 교육시키고 위험을 충분히 고지하여 투자자로 하여금 책임 있는 결정(informed decision)을 하도록 하는 역할을 수행할 것이 요구된다.

Regulation Crowdfunding Rule §101(a)(3)은 크라우드펀딩이 공인된 중개업자(SEC 등록 및 FINRA의 회원)의 플랫폼³⁹⁾을 통해서만 수행되도록 요구하고, 투자자와 발행인의 직거래는 금지한다. 하나의 크라우드펀딩은 하나의 플랫폼만 사용할 수 있고 동시에 복수의 플랫폼을 통한 공모는 금지된다.

이를 위해 크라우드펀딩 중개업자는 브로커/딜러(한국의 투자중개업자·매매업자와 동일) 등록이 되어 있거나, 잡스법 제400조에 따라 등록된 펀딩포털일 것이 요구되고 어느 쪽이든 전미증권업협회(FINRA)⁴⁰⁾의 회원 자격이 필요하다. 펀딩포털은 신원보증

규칙이다.

37) 제11조와 제12조에 의한 책임은 책임 대상자나 구체적 요건에서 다소의 차이는 있으나 크게 보아서는 비슷하다고 할 수 있다. 다만, 제11조가 증권신고서 자체의 부실표시를 문제 삼는 데 비해 제12조는 사기적 매도행위를 규제하기 위하여 적용 범위가 보다 넓은 점이 특징이다.

38) 1933년 증권법 제17조는 유통시장에 적용되는 1934년 증권거래소법 제10조(b)항과 유사한데, 제17조는 제10조(b)항과 달리 묵시적 민사책임이 인정되기 어렵다는 점에 차이가 있다. 임재연, 미국증권법, 박영사, 2009, 261쪽.

39) 등록 투자매매, 중개업자나 등록 크라우드펀딩포털이 운영하는 인터넷 사이트 또는 이와 유사한 전자적 장치(예: 스마트폰 등)를 말한다.

40) Financial Industry Regulatory Authority라는 명칭을 사용하고 있으나 공적 규제기관이 아니고, 과거 National Securities Dealers Association과 뉴욕증권거래소의 규제부문이 2007년 합병하여 출범한 자율규제기관(Self-Regulatory Organization: SRO)이다.

보험(fidelity bond) 가입이 의무화 되는데, 이는 임직원의 부정, 불법한 행위로 인한 손해를 전보하는 보험으로서 보장금액이 최소한 10만달러 이상이어야 한다.

펀딩포털의 금지행위와 관련하여, 중개업자와 그 임원 등은 자신의 플랫폼을 이용하여 크라우드펀딩 공모를 하는 발행인에 대하여 그 공모 관련 보수로서 금전적 이해관계를 가지거나 금전적 급부를 수령하는 것이 금지된다. 여기서 금전적 급부라 함은 발행인 증권에 대하여 직·간접적 소유권 또는 경제적 이해관계를 가지는 것을 말한다. 증권에 대하여 투자자문이나 추천이 금지되며, 자신의 플랫폼에서 진행되는 공모 증권에 대한 투자권유도 금지된다. 그리고 위 증권에 대한 종업원이나 대리인 등의 투자권유나 판매에 대한 대가 지급 또한 금지된다.

SEC 규칙안 중 중개업자에 대한 특별한 요구사항 중 하나는 중개업자로 하여금 정보교류채널의 설치를 요구하고 있다는 점이다. 크라우드펀딩의 집단지성적 특성을 살리기 위해, 중개업자의 플랫폼에 투자자들 간 그리고 투자자와 발행인 간 정보교류를 위한 채널을 설치하도록 하고 있는 것이다. 발행인은 이 정보교류포럼에 참여하여 자유롭게 의견을 개진하고 다른 의견을 반박하는 것도 허용된다. 중개업자 중 펀딩포털은 정보교류 가이드라인을 수립하고 남용적이거나 사기적인 정보를 삭제하는 것만 허용될 뿐, 적극적으로 정보교환에 참여하는 것은 불허된다. 다만 브로커·딜러는 그러하지 아니하다. 정보교류포럼은 일반에 공개되어야 하되, 글 게시는 중개업자에게 계좌를 개설한 투자자에게만 허용된다. 이 정보교류포럼에 각종 정보나 의견을 게시하는 자는 모든 게시글마다 명확하게 발행인과의 이해관계 여부를 공시하여야 한다.

계좌개설 및 청약자금 관리 등과 관련하여, 중개업자는 계좌를 개설하고 관련서류(투자자교육 문건, 공지, 청약 확정 통지 등)의 전자적 전달에 동의한 투자자로부터만 청약금을 수령할 수 있다. 전자적 전달은 전자적 직접전달 외에 정보에 대한 링크 등으로도 제공 가능하다. 중개업자는 청약자금 수령 시 투자자로부터 다음 사항을 확인하는 일정한 서류를 받아야 한다. 즉 교육문건을 검토하였고, 투자위험을 인식하고 감수한다는 내용과 청약 철회에 제한이 있을 수 있다는 점 및 전매가 어려울 수 있다는 점을 이해한다는 질문서 답변이다. 중개업자는 청약자금 수령 시 청약내용을 확인하는 통지를 해야 한다. 한편 펀딩포털은 청약자금을 직접 취급할 수 없으므로 미리 자금관리를 약정한 은행 계좌로 투자자가 직접 예탁하도록 하고, 은행은 동 자금을 투자자와 발행인을 위해 에스크로로 관리해야 한다. 브로커/딜러는 청약자금을 직접 취급할 수는 있으나, 투자자의 대리인이나 수탁자로서 자신의 계좌와 분리된 별도 은행계좌를 사용하여 예치, 관리

해야 한다. 또는 청약금 수령 즉시 에스크로로 관리되는 약정 은행계좌로 예치할 수도 있다.

중개업자의 주의의무와 관련하여, SEC 규칙안은 중개업자에게 상당한 주의의무를 부과하고 있다. 발행인의 크라우드펀딩 공모가 관련 법령을 준수하고 있다는 합리적 신뢰를 가질 것과 발행인이 크라우드펀딩 공모증권의 보유자 기록을 정확하게 관리할 수단을 수립하고 있다는 합리적 신뢰를 가질 것이 필요한데, 중개업자는 이러한 신뢰를 위하여 특별한 사유가 없는 한 발행인의 진술에 의존할 수 있다. 그리고 중개업자는 발행인과 그 임원 및 20% 이상 주요주주가 규칙안 §503의 결격요건에 해당된다고 믿을 합리적 이유가 있을 때에는 그 플랫폼에의 접근을 거부해야 한다. 또한 위의 자들의 결격요건 확인을 위하여 최소한 ‘신원 및 재정상태 등 조사(Background check)’와 증권관련 제재처분 여부를 조사할 의무가 있다.

투자자교육과 관련하여, 중개업자는 계좌개설시 투자 관련 제반사항을 상세하게, 평이한 용어로 정확하게 설명한 자료를 제공할 의무가 있다. 이러한 설명 사항에는 공모 절차와 투자위험, 증권의 종류와 희석효과로 인한 의결권 감소 등 위험, 전매제한, 발행인의 계속공시사항, 투자한도, 청약철회제한과 발행인에 의한 청약 취소 가능성, 발행인과 중개인의 관계 등 다양한 중요정보가 포함된다. 중개업자는 투자자교육 문건을 항상 최신상태로 업데이트 하여 플랫폼에 유지하여야 한다.

크라우드펀딩 증권 공모에 대한 권유나 권유자에 대한 보상과 관련하여 SEC 규칙안은 중개업자가 자신에게 구체적 투자자를 소개시켜 주는 자에 대한 대가 지급을 금지한다. 발행인과 투자자들을 자신의 플랫폼으로 오도록 한 자에 대한 보상은 가능하지만 공모 증권 매각과 관련하여 거래기반 수수료 지급은 금지하고 있다.

펀딩포털은 크라우드펀딩 공모와 관련하여 제휴 브로커·딜러에게 거래에 기반한 보수를 지급할 수 있으며, 브로커·딜러 또한 제휴 펀딩포털에게 보수 지급이 가능하다. (그러나 Regulation D Rule §506 공모와 같이 非크라우드펀딩과 관련하여 펀딩포털이 투자자 소개에 대한 대가를 브로커·딜러로부터 지급받는 것은 금지된다.)

중개업자에 대한 발행인의 수수료와 관련하여 SEC 규칙안은 대가 지급에 대한 특별 규정을 두고 있지 않다. 따라서 성과보수나 고정수수료 지급 등이 허용된다고 볼 것이다. 다만 이해상충을 방지하기 위하여 중개업자와 그 임원 등이 당해 중개업자의 플랫폼을 사용하는 발행인에 대한 이해관계를 보유하는 것은 금지된다. 또한 공모와 관련하여 보수로서 옵션이나 워런트 등 발행인에 대한 재무적 권리를 보유하는 것도 허용되지

않는다.

투자자의 청약철회권과 관련하여, SEC 규칙안은 청약 마감 48시간 전까지 철회권을 부여하고 있다. 그리고 청약 마감 후에는 공모 관련 조건이나 기 제공 정보에 중대한 변화가 없는 한 철회가 제한되고, 중대한 변화가 존재할 경우 중개업자는 투자자에게 이러한 사실과 5영업일 내 투자자의 청약의사 재확인이 없으면 동 청약은 취소된다는 통지를 해야 한다. 투자자의 재확인이 없으면 취소사실과 사유를 고지하고 청약금을 바로 반환하여야 한다. 한편 공모 금액이 당초 일정보다 조기 달성될 경우, 발행인은 21일 이상의 공모기간 요건을 충족하고, 조기 마감시킨 5일 전 고지 및 조기마감 48시간 전까지 청약철회권 행사가 가능하다는 고지를 한다면 당초 일정보다 조기에 공모절차를 마감할 수 있다.

3.2.3 투자자보호 관련

앞에서 언급한 바와 같이 지분투자형 클라우드펀딩은 자본시장에서 가장 약한 기업과 투자자들이 직접 만나는 특이한 사례이므로 투자자보호가 가장 큰 이슈가 될 수밖에 없다. 잡스법은 지분투자형 클라우드펀딩에서 기본적 투자자보호 장치로서 투자한도라는 것을 고안하였고, 이는 우리나라 법안에도 거의 유사하게 수용되었다.

잡스법은 투자한도에 관하여 기본적인 구조만 제시하였기에 구체적 시행방안을 놓고 많은 논란이 있었다. 연수입과 순자산의 산정과 적용 기준, 총투자한도의 인정 여부, 총투자한도 검증 방법 등이 그러한 논란의 주요 대상이었다.

잡스법 §4(a)(6)(B) 투자한도와 관련하여 연수입과 순자산 산정 및 적용 기준에 해석의 혼선이 있었는데, SEC는 잡스법상의 모호한 점을 명확히 하였다. 먼저 연수입과 순자산 산정은 Regulation D⁴¹⁾ §501에 따라 이루어져야 한다면서, 연수입과 순자산이 모두 10만 달러 미만이면 2천 달러 내지 5% 중 큰 것이 적용되고, 연수입 또는 순자산 중 어느 하나라도 10만 달러 이상이면 그때는 10만 달러 이내에서 큰 것의 10% 미만 기준을 적용한다고 하였다. 배우자의 연수입이나 순자산은 합산하는 것으로 하여 투자자 1인이 아니라 사실상 1가구별 투자한도를 설정하였고, 투자자가 거주하는 집은 순자산에 포함하지 않는다고 하였다. 이러한 1인당 투자한도는 투자자가 일반투자자·전문투자자, 미국투자자·외국투자자 구분 없이 동일하게 적용한다고 하며, 전문투자자로부터 보다

41) Regulation D는 연방증권법상의 공모규제(증권신고서와 투자설명서 등)를 받지 않고 투자자 수, 공모금액 등에 있어서 일정한 요건에 부합하는 증권공모를 허용하는 규칙이다.

많은 자금을 모집하기 원한다면 증권법상의 다른 면제거래를 이용하는 것이 바람직하다고 하였다. 투자한도 관련 검증⁴²⁾은 중개업자가 투자자의 진술을 기반으로 합리적 신뢰 하에 수행하고 발행인은 투자한도 초과에 대한 악의가 없는 한 중개업자의 검증 확인 작업을 신뢰하면 되고 별도 검증은 불필요하다고 하였다.

총투자한도와 관련해 미국 잡스법은 투자자 1인당 투자한도를 규정하고 있는데, 문제는 관련되는 2개 조항이 상충되어 보인다는 점이다. 이로 인하여 총투자한도의 존재 여부에 대하여 논란이 있었다. 먼저 잡스법 §4(6)(B)에 따르면, 연소득 또는 순자산이 10만 달러 미만일 경우 투자자의 소득이나 순자산에 비례하되 연간 2천 달러를 상한으로 하여 5% 범위 내에서 투자할 수 있다. 그리고 연소득 또는 순자산이 10만 달러 이상일 경우는 소득이나 순자산에 비례하여 연간 10% 범위 내에서 투자 가능하되 10만 달러를 상한으로 하고 있다. 즉 이 조항에 따르면 투자자 1인당 투자한도는 투자자 1인이 모든 발행 기업을 합산하여 연간 투자할 수 있는 총투자한도가 아니라, 투자자 1인이 특정 기업에 투자할 수 있는 연간 한도만 설정하고 있는 것이다. 이와 달리 잡스법 §4A(a)(8)을 보면, 크라우드펀딩 중개업자로 하여금 투자자가 “모든 발행인으로부터, 총 합산하여(in the aggregate, from all issuers)” 매입한 것이 §4(6)(B)에 따른 투자한도를 넘지 않도록 확인할 것을 요구하고 있다.⁴³⁾ 일부에서는 이 조항의 취지를, 투자자가 연간 모든 발행인(수요자)으로부터 총 합산하여 주식 등을 매입할 수 있는 한도를 중개인(크라우드펀딩 포털)이 관리해야 하는 의무를 부여하는 것으로 해석하여, §4(6)(B)에도 불구하고 투자자 1인당 모든 기업으로부터의 매입을 합산하는 연간 총투자한도가 있다고 주장하였고 일부는 이를 부인하였다.⁴⁴⁾

SEC에 제출된 많은 코멘트 중에서 이 총투자한도 문제를 직접 다룬 것은 많지 않았다. 공적 기관 중에서도 일부는 총투자한도를 인정⁴⁵⁾하였고 일부는 부인⁴⁶⁾하였다. SEC는

42) 순수입이나 재산, 다른 크라우드펀딩 투자로 인한 한도 초과 여부 등이 검증 대상이 된다.

43) JOBS ACT SEC. 4A. REQUIREMENTS WITH RESPECT TO CERTAIN SMALL TRANSACTIONS.

(a) Requirements on Intermediaries— A person engaged in the business of effecting transactions in securities for the account of others pursuant to section 4(6) shall ...

(8) make such efforts as the Commission determines appropriate, by rule, to ensure that no investor in a 12-month period has purchased securities offered pursuant to section 4(6) that, in the aggregate, from all issuers, exceed the investment limits set forth in section 4(6)(B).

44) 이 문단은 필자의 이전 논문, 414-415쪽에서 인용.

45) The Ohio Department of Commerce Division of Securities Comments, 2013. 1. 9, 16쪽. <<http://www.sec.gov/comments/jobs-title-iii/jobstitleiii-199.pdf>>, 검색일: 2014.8.26.

46) 전미변호사회 기업법분과 연방증권소위원회(ABA Business Law Section Federal Regulation of

이 문제와 관련 잡스법 §4(a)(6)(B)의 투자자 1인의 투자한도는 다른 발행인에 투자한 금액을 다 포함하는 것이라고 하여 총투자한도가 존재함을 명확히 하여 논란에 종지부를 찍었다. 그러나 총투자한도를 부인하는 쪽에서 제기하는 검증비용의 문제를 고려하여 다소 절충적 입장을 취하였다. 즉, 객관적인 기관으로 하여금 이 총투자한도 준수 여부를 검증하도록 하는 대신, 발행기업과 중개업자는 투자자의 자기 확인을 합리적으로 신뢰할 수 있도록 하여 검증을 대신하도록 한 것이다. 앞에서 언급한 ‘전미변호사회 기업법분과 연방증권소위원회’는 개별 기업에 대한 투자한도를 체크하기 위하여 중앙집중 DB(central database)의 필요성을 인정하면서도, 개인정보 보호나 비용 문제 등을 고려하여 투자자의 투자한도준수 확인서(self-certification from investors)로 대체하는 것도 고려할 필요가 있다고 하였는데,⁴⁷⁾ SEC의 입장은 정확히 이에 부합하는 것이다.

Ⅲ. 주요 쟁점별 국내 법안에 대한 비교법적 검토

크라우드펀딩 규제체계에서 중요한 많은 사항들에 대해서 우리나라 두 법안은 공히 시행령에 위임하고 있는 것이 많아 전체적인 규제체계를 파악하는 것도 현재로서는 쉽지 않다. 여기에서는 여러 입법례에서 공히 중요하게 다루어지는 핵심적인 쟁점 사항들에 대해서만 검토한다.

1. 발행기업 관련

1.1 발행인 자격 제한

우리나라의 두 법안은 발행기업의 자격에 특별한 제한을 두고 있지 않다. 자본시장법 개정안은 제117조의10(증권의 모집)에서 발행인 자격에 대한 언급이 없고, 다만 제117조의11(공시내용의 사실 확인) 제1항 제5호에서 “그밖에 발행인의 신뢰성을 확인할 수 있는 사항으로서 대통령령으로 정하는 사항”을 확인하도록 하고 있어서, 만약 발행인

Securities Committee), Comments, <<http://www.sec.gov/comments/jobs-title-iii/jobtitleiii-227.pdf>>, 각주 9), 검색일: 2014.8.26.

47) 위의 ABA, Comments, 각주 10).

자격요건을 둔다면 이 조항을 통하여 발행인의 진실성을 담보할 수 있는 장치를 시행령에 둘 수 있을 것이다. 창업지원법은 제2조제8호에서 소액투자금모집이 허용되는 자를 “창업자 등 대통령령으로 정하는 자”로 하고 있어서 법안에서는 특별한 언급이 없는데, 시행령에서는 업종 제한을 할 것으로 전망된다.⁴⁸⁾

외국 사례를 보면, 이탈리아의 경우 기술을 기반으로 한 혁신적 창업기업에 중점을 두고 엄격한 자격요건을 설정하고 있는 점이 특징이다. 즉 혁신적인 하이테크 제품이나 서비스의 개발, 생산 및 판매를 하는 회사일 것과 이공계 석박사 학위자 보유 및 특정 산업 특허나 라이선스 보유 등을 크라우드펀딩 허용 요건으로 하고 있는 것이다. 그 대신 공모한도가 미국이나 우리보다 훨씬 높고 투자자의 투자한도도 설정하지 않는 등 차별화된 접근법을 보이고 있다.

미국은 이탈리아와 같은 기술기반의 벤처회사일 것을 요구하지 않고 제한 업종도 두지 않고 있다. 다만 일정한 법인은 크라우드펀딩 이용이 불허되는데, 이들은 비미국법인, 공개법인(한국의 사업보고서제출 대상법인), 투자회사법에 따른 규제를 받지 않는 사모펀드(private funds, 헤지펀드 등), Regulation Crowdfunding §503(a)에 따른 불량회사(bad actor), 기존에 크라우드펀딩 공모 후 Reg Crowdfunding상 의무화 된 최근 2년간 연간 사업보고서 미제출법인, 구체적 사업계획이 없거나, 특정되지 않은 회사와의 M&A를 목적으로 하는 사업계획을 가진 ‘맹목적 펀드(blind check/blind pool)’형 회사 등이다. 그리고 발행기업에게 일정한 결격 요건을 설정하여 여기에 해당되는 기업 또한 지분투자형 크라우드펀딩을 이용할 수 없다. 결격 요건은 최근 10년간 증권사기로 범죄형 선고된 자(경범죄 포함), 최근 5년 이내 증권 관련 금지명령이나 법원 또는 SEC의 명령을 받은 자 등이고, 이 결격 요건은 발행인, 그 이사와 집행임원, 무한책임사원(general partners), 기타 경영진(managing members), 20% 이상 보유 주주, 프로모터, 유급 권유인(compensated solicitors) 모두에게 적용된다.

한편 일본의 경우 발행기업의 요건에 대한 특별한 제한은 없는데, 다만 비법인 개인 기업이라 할 수 있는 익명조합이 기업의 형태로 널리 활용되고 있는 경제 현실을 감안하여 익명조합형의 지분에도 크라우드펀딩 투자를 허용하고 있는 점이 주목할 만하다.⁴⁹⁾

48) 이러한 전망 근거는 현재 창업지원법이 창업제외업종이라 하여 1. 금융 및 보험업, 2. 부동산업, 3. 숙박 및 음식점업(호텔업, 휴양콘도 운영업 및 상시근로자 20명 이상의 법인인 음식점업은 제외한다.), 4. 무도장 운영업, 5. 골프장 및 스키장 운영업, 6. 기타 갬블링 및 베테업, 7. 기타 개인 서비스업(산업용 세탁업은 제외한다), 8. 그 밖에 제조업이 아닌 업종으로서 산업통상자원부령으로 정하는 업종을 창업지원법 적용대상에서 제외하고 있기 때문이다, 창업지원법 시행령 제4조.

우리나라 상황을 보면 현행 자본시장법은 금융투자회사 임원의 결격요건은 규정하고 있으나, 상장법인과 공개법인의 임원에 대한 결격요건은 두고 있지 않다. 이에 따라 불공정거래나 무자본 M&A 사례 등에서 증권범죄 전력자가 재적발 되는 경우가 많은데 이와 같이 증권사기는 전력자에 의한 경우가 많은 점을 고려하여 미국과 같은 결격요건을 두는 것이 바람직할 것이다.

이탈리아와 같은 기술형 벤처에게만 지분투자형 크라우드펀딩을 허용하면 가장 바람직하겠으나, 그럴 경우 대상 기업의 범위가 너무 협소해지고 통섭과 융합이 요구되는 경제적·사회적 상황에도 부합하지 않아 지나친 이상주의라 할 것이다. 따라서 현재 창업지원법상 적용 배제되는 업종을 기준으로 하되 일률적으로 배제하기보다는 창의적 아이디어를 살려 국민경제에 도움이 되는 업종이라면 크라우드펀딩을 허용하는 것이 바람직 할 것이다. 금융이나 부동산업은 당연히 배제되어야겠으나 휴양이나 레저, 서비스업 등은 허용할 필요도 있을 것이다.

1.2 연간 공모한도

우리나라는 두 법안 모두 공모한도를 시행령에 위임하고 있어 정확한 금액은 알 수 없으나 언론에 보도된 정부의 추진 방침이나, 자본시장법상 소액공모의 한도가 10억 원인 점을 고려하면 결국 10억 원 미만이 될 것으로 보인다.

연간 공모한도 규제는 나라마다 상당히 다른 접근법을 보이고 있다. 이탈리아의 경우 일반투자자의 투자가 이루어지기 전에 전문투자자(금융기관 등)가 5% 이상의 공모 지분을 매입하고 있을 것을 요구할 뿐 공모금액 한도는 제한하지 않는다. 다만 소액투자자(개인은 건당 500 유로, 연간 1,000 유로이고 법인은 개인의 10배)의 경우 투자중개업자의 개입 없이도 펀딩포털 자체적으로 크라우드펀딩을 진행할 수 있다. 미국은 연간 1백만 달러를 한도로 정하였는데 미국 증권법과 비슷한 규제체계를 가지고 있는 일본(1억 엔 예상)이나 우리나라(5억~7억 원 예상)는 이 금액을 기준으로 한도를 설정할 전망이다. 영국과 프랑스 또한 금액 한도를 두고 있는데 영국은 500만 유로, 프랑스는 100만 유로를 증권법상 공모규제를 받지 않는 크라우드펀딩의 기준으로 하고 있다.

지분투자형 크라우드펀딩의 기본 취지가 제도권 금융이나 시장에서 자금을 조달하기 어려운 창업초기기업에게 자금 융통의 기회를 제공하고자 하는 것임을 고려할 때, 공모

금액 한도를 두지 않는 것은 순기능 보다는 역기능이 더 많을 것이다. 따라서 대부분의 입법례처럼 공모금액 한도를 설정하는 것이 타당하고, 그 한도금액은 우리 자본시장법 상 체계를 고려할 때 소액공모금액보다 다소 적은 금액으로 설정하는 것이 바람직하다고 본다. 만약 그 이상의 자금이 필요하다면 그것은 그만큼 당해 회사의 규모나 경제활동이 커졌다는 것을 의미하므로, 그 경우 소액공모이든 일반공모이든 자본시장법 규제체계로 들어오는 것이 마땅할 것이다.

1.3 부실표시에 대한 책임 체계

우리나라 두 법안이 상당히 차이를 보이고 있는 부분 중 하나가 발행기업의 부실표시, 즉 중대한 사항에 허위표시 내지 오해를 유발하는 표시를 한 경우 책임을 부과하는 것이다. 자본시장법 개정안 제117조의2(손해배상책임 등)는 크라우드펀딩에 있어서 증권발행의 발행조건과 재무 상태를 기재한 서류 또는 사업계획서 중 중요사항에 관한 거짓의 기재 또는 표시가 있거나, 중요사항이 기재 또는 표시되지 아니한 경우 증권신고서의 부실표시책임과 유사한 책임을 부과하고 있다. 즉 책임대상자, 손해액 산정, 제척기간 등 자본시장법상의 민사책임의 구조를 거의 그대로 적용하고 있다. 그리고 민사책임 외에도 형사책임과 과태료도 적용하고 있다. 또한 크라우드펀딩에 대한 별도규정이 없어도 자본시장법상의 포괄적 사기조항인 제178조의 부정거래 조항이 적용되어 민·형사상 책임을 물을 수 있다.

이와 달리 창업지원법 개정안은 제46조의3(손해배상책임) 제1항에서 소액투자금중개업자는 제30조의9를 위반한 경우 이로 인하여 발생한 투자자의 손해를 배상할 책임이 있다고 하고 있을 뿐 다른 책임 조항은 없다. 제30조의9는 중개업자의 설명의무와 정보제공의무를 규정한 것이므로 결국 창업지원법에는 중개업자의 민사책임만 있을 뿐 발행기업의 민사책임은 없다고 볼 수 있다. 발행 기업에 대한 형사책임이나 과태료 조항 또한 없다. 그리고 창업지원법에는 자본시장법의 부정거래 조항과 같은 포괄적 반사기 조항이 없어서 창업지원법상으로는 발행 기업에 대한 책임 추궁은 어렵다는 결론이 나온다. 이는 발행기업의 영세성과 책임능력의 부족을 감안하여 발행기업 대신 중개업자에게 책임을 부과함으로써 간접적으로 발행기업의 진실성을 담보하자는 것으로 추정된다.

미국의 경우를 보면 1933년 증권법상 공모규제에서는 제11조의 증권신고서 부실표시 책임과 제12조의 일반 부실표시 책임이 존재하고, 1934년 증권거래소법상의 계속공시의

무에 따른 유통공시 위반 책임도 존재한다. 미국은 제11조의 증권신고서 책임과 제12조의 투자설명서(넓은 의미에서의 투자설명서로서 구두 표시 포함) 책임이 별도로 구분되어 있는데, 크라우드펀딩의 경우 제11조의 증권신고서 책임이 아니라 제12조의 투자설명서 책임이 부과된다.

일본의 경우, 크라우드펀딩 시 발행기업의 공시는 계약체결 전 교부서면에 의해 이루어지는데, 이 공시서류의 부실 기재 시 민법상 불법행위책임은 가능하지만 금융상품거래법상의 특별 민사책임조항은 두지 않고 있는 점이 미국과 다르다.⁵⁰⁾

우리나라는 증권신고서와 투자설명서 책임이 단일 조항이고, 투자설명서 개념에는 미국과 달리 본 투자설명서와 간이·예비투자설명서만 포함된다. 따라서 연간 10억 원 미만의 소액공모 공시서류나 청약권유문서상의 부실표시에도 증권신고서와 같은 민사 책임은 없다.⁵¹⁾ 유통공시(제159조~제161조)⁵²⁾도 사업보고서제출대상법인에게만 요구되므로 크라우드펀딩을 한 발행 기업에게는 유통공시 위반에 따른 책임이 부과되지 않는다.

미국이나 우리 자본시장법 개정안과 같이 부실표시에 따르는 책임을 체계적으로 구축하면 이상적이기는 하지만, 상황을 종합적으로 고려 할 때 발행기업의 영세성으로 인해 책임능력이 현저히 취약한 현실에서 법령에 책임조항만 갖춘다고 해서 실질적인 구제가 될 것인지, 오히려 발행 기업을 위축시키고 소모적인 소송은 유발하지 않는지 면밀한 고려가 필요하다고 본다. 자본시장법 개정안과 같이 공모서류의 부실표시에 대한 민사 책임을 구체적으로 정하기보다는, 형사책임 위주로 설계하는 것이 오히려 현실적인 방안이라는 생각이 들고, 다만 사기적 행위를 방지하기 위한 포괄적 반사기 조항인 자본시장법의 부정거래 조항은 그대로 적용할 수 있도록 하는 것이 바람직하다고 본다. 유통공

50) 黒沼悦郎, 위의 논문, 62쪽.

51) 자본시장법 시행령 제137조 제1항 제2호에 따른 소액공모 청약권유문서 기재사항은 다음과 같다.

2. 청약의 권유를 하는 경우에는 다음 각 목의 사항을 인쇄물 등에 기재하거나 표시할 것. 이 경우 재무상태와 영업실적에 관하여 제1호에 따라 제출된 서류의 내용과 다른 내용이나 거짓의 사실을 기재하거나 표시하여서는 아니 된다.

가. 제125조 제1항 제2호 및 제3호의 사항(집합투자증권인 경우에는 제127조 제1항 제2호 및 제3호의 사항을, 유동화증권인 경우에는 제128조 제1항 제2호부터 제7호까지의 사항을 말한다)

(필자 주: 여기서 2호는 증권신고서중 공모에 관한 사항, 3호는 발행인에 관한 사항임. 증권신고서중 대표와 신고담당이사의 서명은 면제됨)

나. 제131조 제2항 제2호부터 제4호까지의 사항

(필자 주: 투자설명서중 2. 해당 증권의 모집가액 또는 매출가액, 3. 청약기간, 4. 납부기간).

52) 제159조는 사업보고서, 제160조는 분·반기보고서, 제161조는 주요사항보고서를 규정하고 있다.

시의 경우 향후 정책적으로 유통공시 부실표시 책임을 물릴 것인지 검토가 필요할 것인데, 이 또한 소액공모의 경우에도 부과되지 않는 책임이라,⁵³⁾ 굳이 법령에 책임조항을 신설하기보다는 포괄적 반사기 조항에 맡겨두는 것이 바람직하리라 본다.

1.4 사회적 기업에 허용 여부

지분투자형 크라우드펀딩을 영리를 제1차적 목적으로 하지 않는 사회적 기업에도 적용할 것인지 고려해볼 만하다. 이와 관련하여 주목할 만한 나라가 이탈리아다. 이탈리아는 지분투자형 크라우드펀딩의 규제법인 통합금융법에서 모험자본을 모집하는 웹 플랫폼을 정의하고 있는데, “‘혁신창업기업의 자금조달을 위한 웹 플랫폼’이란, 혁신창업기업의 지분 공모를 중개하는 것을 유일한 목적으로 하는 온라인 플랫폼을 말한다. 사회적 기업을 포함한다.”라고 하고 있다(크라우드펀딩 허용을 위해 신설된 제1조 제5항-9(paragraph 5 novies)). 이탈리아는 지분투자형 크라우드펀딩을 이용할 수 있는 자격을 엄격한 요건을 갖춘 혁신창업기업에만 부여하고 있는데 사회적 기업이 이러한 혁신창업기업과 동등한 대우를 받는 것은 의미가 작지 않다고 본다.

영국에서도 사회적 기업이 쟁점이 되었는데, 크라우드펀딩에 대한 Consultation Paper⁵⁴⁾에 대한 일부 코멘트에서 사회적 투자(social investment)에 대해서는 규제를 보다 완화해야 한다는 주장이 제기된 바 있다.⁵⁵⁾ 이에 대해 영국 FCA는 사회적, 환경적, 윤리적 투자라고 해서 투자자보호의 필요성이 감소되는 것은 아니며 따라서 그러한 목적의 비영리성이 규제완화의 근거가 되기는 곤란하다고 하면서, 사회적 투자 등도 다른 일반 기업과 같이 크라우드펀딩 규제체계 안에서 공모를 하면 될 것이라고 하였다. 다만 향후 사회적 투자에 대한 정부의 세제혜택의 확정되면 추가 고려는 할 수 있다고 하여 다소 유보적 입장을 취하고 있다.⁵⁶⁾

우리나라에서도 사회적 기업에 대한 크라우드펀딩을 허용하고 장려해야 한다는 의견

53) 사업보고서제출대상법인에 소액공모자는 포함되지 않는다. 자본시장법 시행령 제167조(사업보고서 제출 대상법인 등) 제1항 제2호는 “제1호 외에 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 증권을 모집 또는 매출(법 제130조 본문에 따른 모집 또는 매출은 제외한다)한 발행인”을 사업보고서제출대상법인으로 하고 있는데 팔호안 문구와 같이 법 제130조 즉 소액공모의 경우는 제외된다.

54) FCA, 앞의 자료.

55) FCA, 앞의 Policy Statement, 16쪽.

56) 위와 같음.

이 있다.⁵⁷⁾ 크라우드펀딩의 본질적 특성은 기부형이나 후원형인데, 사회적 기업은 영리 목적이 부차적이고 기부나 후원 목적이 강하므로 크라우드펀딩의 전체적인 관점에서는 사회적 기업이 지분투자형 크라우드펀딩도 활용할 수 있게 하는 것이 바람직하다는 취지라는 것이다. 사회적 기업에 대한 투자는 기부·후원과 투자의 양면적 성격이 있고 크라우드펀딩의 경우도 지분투자형이라 하더라도 후원의 측면이 강함을 고려할 때 경청 해볼 만한 주장이라 생각된다.

1.5 공개법인 해당 요건 관련

미국 잡스법은 크라우드펀딩에 따른 주주 수는 공개법인의 요건인 2천인 또는 500인에 포함되지 않도록 하고 있다. 즉 계속공시 의무가 부여되는 공개법인의 범위는 잡스법 이전에는 자산 1천만 달러와 주주 수 500인 이상이었으나, 잡스법은 주주 수 요건을 2천인 또는 500인(일반투자자만 산정 시)으로 기준을 높여 공시의무를 완화하였다. SEC 규칙안은 크라우드펀딩으로 지분을 취득한 주주를 이 공개법인 기준에서 배제하면서, 최초 취득자뿐만 아니라 전득자도 같이 배제함으로써 발행인은 전문투자자가 아닌 일반투자자에 대한 전매로 인하여 공개법인 기준에 해당되는 것을 염려할 필요가 없게 되었다.

이러한 잡스법과 SEC 규칙안을 우리 법에도 도입할 것인지를 검토할 필요가 있다. 미국의 공개법인은 우리나라 자본시장법상의 사업보고서제출 대상법인에 해당한다. 그리고 요건도 미국과 거의 동일하게 자산 100억 원과 주주 수 500인으로 하고 있다. 그런데 크라우드펀딩으로 공모하는 경우 주주 수 500인을 넘길 수도 있고 당해 법인이 자산 100억 원 이상이라면 한두 차례의 크라우드펀딩으로 공개법인이 될 수 있는데, 미국과 같은 예외 조치를 두면 기업의 부담은 크게 완화될 것은 분명하다.

그러나 주주 수 이전에 자산 100억 원 이상인 법인에게 창업기업과 같은 특혜를 계속 제공할 필요가 있는지는 의문이다. 자산 100억 원 이상이면 이미 국민경제에 미치는 영향이 그리 적지 않다는 점에서 이러한 기업을 창업초기기업과 거의 같은 취급을 하는 것은 적절하지 않다고 본다. 더욱이 주식회사 외부감사법⁵⁸⁾은 재무제표에 대한 외부감

57) 박관훈, “금융소비자 보호와 크라우드펀딩(Crowdfunding)의 활성화 - “사회적 경제(Social Economy)” 관점에서의 접근”, 금융소비자연구 제3권 제2호, 금융소비자학회, 2013, 43쪽.

58) 제2조 (외부감사의 대상) ① 법 제2조에 따라 외부의 감사인에 의한 회계감사(이하 “외부감사”라 한다)를 받아야 하는 주식회사는 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 주식회사로 한다.

사 대상을 원칙적으로 100억 원 이상 주식회사로 하되, 예외적으로 부채총액이 70억 원 이상이고 자산총액이 70억 원 이상인 주식회사도 외부감사 대상으로 하고 있음을 감안할 때 자산 100억 원 이상인 법인은 다소 엄격한 법적 규제 하에서 자금공모 등 경영이 이루어지는 것이 바람직할 것이다. 따라서 클라우드펀딩 이용이 가능한 법인이 라도 자산 100억 원 이상이고 주주 수가 500인 이상이면 공개법인으로서 자본시장법 규제체제로 들어와 계속공시의무를 부담하는 것이 마땅하다고 본다.

1.6 일반공모증자 관련

주식회사는 증자 시 주주에게 우선 배정하는 것이 상법상 원칙이다. 다만, 예외적으로 신기술의 도입이나 재무구조 개선 등의 목적을 위하여 필요한 경우이고 그것이 정관에 미리 정하여져 있다면 제3자에게 배정할 수 있다.⁵⁹⁾ 주권상장법인의 경우는 주주배정, 특정의 제3자 배정 방식 외에 불특정다수를 대상으로 하는 일반공모증자도 이용 가능하다. 클라우드펀딩을 이용하는 기업의 경우 추가적인 자금수요 시 주주배정 방식으로는 자금조달이 쉽지 않을 것이기 때문에 공모증자가 허용될 필요가 있다. 그러나 우리나라 의 두 법안은 이에 대한 언급이 없어서 클라우드펀딩을 이용하는 발행 기업은 원칙적으로 상법상 주주배정원칙을 적용받게 되어 곤란한 측면이 있다.

이를 해결하기 위해서는 법령상 특례를 두는 것이 확실한 방법이나, 해석상으로도 가능할 수 있는 여지가 없지는 않다. 즉 클라우드펀딩을 이용하는 기업은 자금수요가 지속적으로 이어지고 이는 곧 재무구조 개선이라는 명분으로 성립할 수 있으므로, 정관에 주주배정원칙 예외 규정을 두면 상법의 적용을 배제하는 별도 입법이 없더라도 현행 상법 내에서 가능하다고 해석할 수도 있을 것이다. 그러나 상법상 제3자 배정은 일반공모 증자와 달리 특정의 소수의 자에게 경영목적에 필요한 최소한의 신주인수권을 부여하는 것이라고 해석할 경우⁶⁰⁾ 불특정 다수를 대상으로 하는 클라우드펀딩에 의한 증자는

3. 직전 사업연도 말의 부채총액이 70억 원 이상이고 자산총액이 70억 원 이상인 주식회사(그 주식회사가 분할하거나 다른 회사와 합병하여 새로운 회사를 설립한 경우에는 설립 시의 부채총액이 70억 원 이상이고 자산총액이 70억 원 이상인 주식회사를 말한다.).

59) 상법 제418조 ① 주주는 그가 가진 주식 수에 따라서 신주의 배정을 받을 권리가 있다.

② 회사는 제1항의 규정에 불구하고 정관에 정하는 바에 따라 주주 외의 자에게 신주를 배정할 수 있다. 다만, 이 경우에는 신기술의 도입, 재무구조의 개선 등 회사의 경영상 목적을 달성하기 위하여 필요한 경우에 한한다.

60) 자본시장법이 주권상장법인에게만 일반공모증자를 허용하고 있는 것을 반대해석하면 비주권상장법인은

어려울 것이므로 결국 법령상 특례를 두는 것이 바람직하다고 본다.

2. 중개업자(펀딩포털) 관련

지분투자형 크라우드펀딩에서 중개업자는 발행기업의 진실성을 담보하고 투자자를 보호할 책임을 진 문지기(gate keeper)로서의 사명이 부여된다. 따라서 대부분의 입법례가 중개업자의 역할과 책임에 초점을 두고 규제체계를 설계하고 있다. 우리나라 법안들도 이와 마찬가지로 중개업자를 중심으로 규제체계를 수립하고 있다. 이에 따라 발행기업 관련 공시의무, 투자자교육 책임, 투자자 자금의 별도 예치나 증권의 예탁결제원 예탁 의무화 등 두 법안이 거의 동일하며 외국의 입법례와도 큰 차이가 없다.

미국 잡스법에는 우리 법에 명시되어 있지 않으면서 중개업자에게 요구되는 중요한 장치가 하나 있는데, 그것은 바로 펀딩포털에서의 정보교류채널(포럼)의 존재이다. 잡스법과 SEC 규칙안은 투자자 간, 투자자와 발행인 간 정보교류채널의 설치를 의무화하고 있다. 이는 크라우드펀딩 제도의 합리적 근거가 되는 투자대중의 집단지성의 효과를 극대화하는 취지에서이다.

잡스법상 특징적인 것은 이 포럼에는 비청약자도 접근을 허용하되 의견 게시는 청약자에게만 허용하는 점이다. 비청약자에게도 공개한다는 것은 잠재적 투자자에게 보다 많은 정보를 제공한다는 취지이겠지만 그와 함께 사회적 감시체계를 활성화하는 효과도 거둘 수 있다는 점에서 바람직한 조치라 본다. 그리고 청약자에게만 의견 제시 권한을 부여하는 것은 당해 크라우드펀딩 공모에 큰 영향을 미칠 투자대중의 공론은 재산을 직접 투자한 투자자들에 의해서 형성되는 것이 자기책임 내지 자기결정권 행사 측면에서 당연한 논리적 귀결이고, 투자하지도 않아 책임을 질 수 없는 외부인에 의해 의사결정이 왜곡되는 것을 방지하는 것이 바람직하다는 점에서 이 또한 타당한 조치라 할 것이다.

우리나라 법안 중 자본시장법 개정안은 이와 유사한 장치를 두고 있는데, 제117조의 7 제10항의 “중개업자는 자신의 인터넷 홈페이지를 통해 자신이 중개하는 증권 또는 그 발행인에 대한 투자자들의 의견이 교환될 수 있도록 관리하여야 한다.”는 의무가 바로 그것이다. 그러나 동 규정은 투자자들 간의 의견 교환만 명시하고 있어서 발행기업의 적극적 개입과 투자자의 질의에 대한 답변 의무 등이 있는지 확실하지 않으므로 보완할 필요가 있다.

3. 투자자보호 관련

크라우드펀딩 규제에서 핵심적 투자자보호 장치 중 하나가 바로 투자자 1인당 투자한 도인데, 이에 대한 입법례는 이탈리아나, 프랑스, 영국 등 소액의 투자금액으로 한도를 두지 않는 나라들과, 미국·일본 및 우리나라와 같이 소액의 투자한도를 설정하려고 하는 나라들로 뚜렷이 갈린다. 여기서는 이러한 투자한도를 두는 것이 타당한지, 투자한도를 두는 경우 투자대상 기업별 투자한도만을 둘 것인지 아니면 모든 기업을 합산하는 총투자한도를 둘 것인지, 그리고 그 투자한도 준수 여부에 대한 검증을 누가 어떻게 할 것인지에 대해서 논하기로 한다.

3.1 투자한도 설정의 타당성 여부

투자한도를 두지 않는 나라들이라고 해도 그 내용은 조금씩 다르다. 이탈리아는 발행기업의 자격이 기술에 기반한 혁신창업기업으로 제한되고, 일반투자자로부터 투자를 받기 이전에 전문투자자가 5% 이상을 먼저 취득하도록 함으로써 일반투자자의 투자위험을 관리하고 있다. 영국은 일반투자자의 경우 순투자가능자산의 10% 이내에서만 투자가 가능한데, 다만 이에 대한 검증이 투자자 자신의 확인으로도 가능하다는 점에서 투자한도 설정의 의미가 별로 크지 않다. 프랑스가 진정한 의미에서 투자한도를 두지 않고 투자자의 자기결정·자기책임에 맡기고 있다고 할 수 있다.

미국·일본 및 우리나라는 투자한도를 핵심적인 투자자보호 장치로 설정하고 있는데, 이들 나라도 그 내용은 조금씩 다르다. 미국은 기업별 투자한도와 총투자한도가 별도로 있는데 다만 투자한도 금액은 양자가 같다. 그리고 투자한도 준수여부에 대한 확인이나 검증이 없는 경우 별도의 투자한도를 두지 않고 있다. 일본은 미국과 같이 기업별 투자한도와 총투자한도를 두고 공히 50만 엔으로 설정할 예정이다. 일본 또한 투자한도 준수 여부에 대한 검증이 없는 경우의 투자한도를 별도로 두지 않고 있다. 우리나라의 두 법안도 내용이 상이한데, 가장 큰 차이는 자본시장법안은 총투자한도를 두고 있는 데 반해, 창업지원법안은 총투자한도에 대한 명시적 언급이 없어서 총투자한도를 인정하지 않는 듯한 입장이라는 점이다.⁶¹⁾

61) 창업지원법안은 제30조의8(소액투자금모집 제한)에서 투자자별 투자한도를 제한하고 있으나 자본시장법안에 있는 총투자한도에 대해서는 언급이 없고, 한도 준수에 대한 검증 방법도 시행규칙에 위임되어

그리고 다른 나라와 달리 우리나라 법안의 특징은 투자한도 준수 여부에 대한 증명이 없는 경우 별도의 투자금액을 두고 있다는 점이다. 즉, 연수입이나 순자산 증명이 없는 경우 증명이 있는 경우에 비하여 투자한도를 보다 낮게 설정하여 위험을 선제적으로 관리하겠다는 취지이다.⁶²⁾ 이에 따라 미국은 투자자격 무증명의 경우 별도 규정을 두지 않아 모든 투자자들이 자신의 연수입과 순자산을 증명해야만 하는 데 비하여, 우리나라는 투자자 본인이 적극 증명하는 경우는 투자한도를 높여 보다 큰 금액의 투자가 가능하도록 하고, 증명을 회피하는 경우 그 한도를 낮춰 최소한의 금액만 투자되도록 함으로써 투자자보호에 보다 효과적인 시스템을 갖추고 있다고 본다.

지분형 크라우드펀딩은 증권투자 중에서도 상대적으로 위험성이 매우 큰 투자가 될 것이다. 따라서 투자자보호를 위한 선제적 대응 차원에서 투자한도를 설정하는 것은 합리적이라고 본다. 투자한도를 두지 않는 다른 나라들의 경우도 프랑스를 제외하면 나름대로의 투자자보호 장치는 갖추고 있으므로 국제정합성 측면에서도 충분히 그 합리성이 인정될 수 있을 것이다. 다만 총투자한도를 두는 것은 투자자의 투자의사 자기결정권에 대한 과도한 침해가 될 수도 있다고 본다. 기업별 투자한도금액 자체가 그리 크지 않은데, 거기에 총투자한도를 별도로 둘 필요는 없다고 본다.⁶³⁾

미국의 경우도 총투자한도의 존재는 명확히 하였지만 그 한도 준수에 대한 검증은 검증비용과 부담을 고려하여 투자자의 자체 확인을 합리적으로 신뢰하면 충분한 것으로 함으로써 사실상 총투자한도 설정의 의미가 없는 점을 고려할 때 총투자한도는 두지 않는 것이 타당할 것이다.

있어서 현재로서는 총투자한도의 존재 여부가 명확하지 않다. 다만 창업지원법의 취지나 중소기업청의 역할을 고려할 때 가급적 투자를 장려하리라는 추정 하에 총투자한도에 부정적일 것이라고 예상하는 것이다.

62) 자본시장법안 제117조의 10 제5항은 연수입이나 순자산 증명 시에는 발행인별 투자한도는 연 1천만 원 이하이고 총투자한도는 연 2천만 원 이하이며, 연수입이나 순자산 무증명 시에는 발행인별 투자한도는 5백만 원 이하이고 총투자한도는 1천만 원 이하로 하고 있다. 창업지원법안의 경우 제30조의8 제1항에서 소액투자금수요자는 투자자별 투자금액을 확인하여 대통령령으로 정하는 금액을 초과하여 모집하여서는 아니 된다고 하여 시행령에 투자한도를 위임하고 있다.

63) 필자는 필자의 이전 논문에서 총투자한도 설정을 반대하면서 그 논거로서 개인의 자유와 재산권 행사에 대한 국가의 과도한 개입이라는 점, 검증을 위한 인프라 구축에 상당한 비용이 소요되고, 개인정보의 과도한 집중에 따른 사생활 침해가 초래될 위험이 있다는 점 등을 제시한 바 있다. 논지의 자세한 내용은 필자의 이전 논문, 415쪽 참조.

3.2 투자한도 검증 및 관리 기관 설치 여부

투자한도 검증과 관련하여 우리나라 자본시장법안의 큰 특징 중 하나는 중앙기록관리 기관, 즉 중앙청산소를 설치한다는 점이다.⁶⁴⁾ 이 중앙기록관리기관의 기능은 투자한도 검증, 청약과 납입, 주권교부 등 일반사무를 발행 기업이나 펀딩포털을 대행하여 수행하는 것이다. 크라우드펀딩을 이용하는 발행 기업이나 펀딩포털의 영세성을 감안할 때 신뢰도가 높은 중앙청산소의 존재는 크라우드펀딩 제도의 성공에 필요한 인프라로 볼 수도 있다.

그런데 당초 중앙청산소 기능 중 가장 중요시되었던 투자한도 검증과 관련하여 필자의 주장과 같이 투자자 1인이 여러 기업에 투자한 금액의 총액, 즉 “총투자한도”를 따로 설정하지 않는다면 굳이 중앙청산소를 통한 투자한도 검증은 별로 필요치 않을 수 있다. 개별 기업별 한도는 당해 기업이나 포털에서도 상대적으로 쉽게 확인할 수 있을 것이기 때문이다.

그러나 중앙청산소는 총투자한도 검증이라는 기능이 없더라도 상당히 유용한 기능을 할 수 있다. 즉 청약사무와 납입금 입출금 사무의 대행이다. 현재 우리나라 법안들은 기존 증권회사에게는 크라우드펀딩 중개업무를 허용하지 않을 방침이다. 이 경우 크라우드펀딩 중개업자에게 자본금 요건을 두더라도 크라우드펀딩 시장 자체의 크기가 얼마 안되므로 중대형의 금융중개업 규모는 기대하기 어려울 것이다. 그런데 크라우드펀딩 규제는 발행기업의 영세성을 감안하여 중개업자 중심으로 설계되어 많은 의무와 책임을 부과하고 있다. 따라서 크라우드펀딩 중개업자인 펀딩포털이 그 영세한 규모로 각종 규제를 잘 준수할 수 있을 지 염려하지 않을 수 없다.

중앙청산소로 하여금 펀딩포털이 수행해야 할 청약 사무(개별 투자한도 검증 포함)와 납입금 입출금 등의 사무를 대행할 수 있도록 한다면, 펀딩포털로서는 단순 반복적 사무 이긴 하지만 중대한 책임이 따르는 이들 사무는 청산소에 대행시키고 본인들은 기업 발굴과 심사, 효과적인 투자유치, 투자자교육 등 보다 창의적이고 부가가치도 높은 업무에 집중할 수 있게 될 것이다. 청산소는 청약과 납입 과정에서의 단순 반복적인 업무를 대량으로 처리함으로써 큰 비용 없이 그리고 보다 안전하게 해당 업무를 처리할 수

64) 자본시장법안은 제117조의13(중앙기록관리기관)에서 중앙기록관리기관의 설치를 규정하고 중개업자로 하여금 투자자 주문의 내용, 발행인과 투자자에 대한 정보 등 대통령령으로 정하는 자료를 지체 없이 중앙기록관리기관에 송부하도록 하고, 증권의 발행한도와 투자자의 투자한도가 준수될 수 있도록 하는 확인업무를 중앙기록관리기관에 위탁하도록 의무화하고 있다.

있게 될 것이다. 최근 개인정보보호의 중요성이 날로 커지고 전자금융거래에 따른 업체의 책임도 한층 무거워져 자본시장법에 따른 규제 외에도 금융 중개에 따르는 규제비용이 더욱 커지고 있다. 중앙청산소는 활용하기에 따라서는 이러한 규제비용을 최소화할 수 있는 바람직한 인프라로 기능할 가능성이 있다고 본다.

IV. 결 론

일반적으로 자본시장 규제의 제1차적이고 궁극적 목적은 투자자보호이고 나머지 목적 예컨대, 시장의 효율성이나 국가경제의 발전 등은 부차적이라는 의견이 지배적이다.⁶⁵⁾ 1929년 대공황 사태에 대한 대응으로 입법되어 현재까지 세계 자본시장 규제의 입법 모델이 되어온 미국의 증권관련 법률의 탄생 배경을 감안하면 충분히 설득력 있는 이야기이다. 자본시장에서 궁극적 자금공급원은 투자자의 여유자금이라는 점을 고려할 때 투자자를 적극적으로 보호하여 자본시장에 대한 신뢰를 확보한다는 규제 목적의 중요성은 앞으로도 변함없을 것이다.

그런데 자본시장의 존재 또한 국가경제에 필요하고 유익하기 때문에 그 정당성이 인정받는 것이라고 본다. 투자자보호만 강조한다면 기업의 부담에 대한 고려 없이 각종 의무를 부과하는 것이 마땅하다는 결론이 가능하다. 그러나 역사적 관점에서 보면, 자본시장에 대한 규제는 투자자보호를 위한 규제강화와 기업의 활력을 제고하여 경제활성화를 도모하고자 하는 규제완화가 번갈아가며 이루어져 온 것을 알 수 있다. 투자자보호에만 중점을 두고 자본시장에서의 규제를 강화할 경우 보호받는 투자자는 자본시장 내 소수의 투자자에 불과하지만, 기업의 자금조달이 원활하여 창업 등 경제활동이 활발해질 경우 혜택을 입는 것은 전체 국민일 수도 있다는 생각이 든다.

지분투자형 크라우드펀딩은 기업의 경우 가장 연약한 영세 중소기업이나 창업초기기업이, 투자자의 경우 자기보호능력이 떨어지는 일반투자자가 서로 직접 대면하는 금융수단이라는 점에서 그 어떤 금융수단이나 기법보다 경제 활성화와 투자자보호라는 상반되는 가치의 조화가 어려운 것은 사실이다.⁶⁶⁾ 그렇지만, 대기업 위주의 경제성장이 정체

65) 임재연, 자본시장법, 박영사, 2013, 3쪽; 김건식/정순섭, 자본시장법, 두성사, 2009, 11쪽; 김정수, 자본시장법원론, SFL 그룹, 2014, 441쪽.

66) 성희환, 앞의 논문, 417-418쪽.

에 들어간 지금으로서는 지식에 기반한 창업 활성화를 통한 경제성장을 적극 모색할 때이고, 크라우드펀딩은 이러한 지식 기반 창업에 마중물 역할을 할 것으로 기대된다. 정부와 국회의 신속하고 현명한 입법을 촉구한다.

참고문헌

1. 단행본

김건식/정순섭, 자본시장법, 두성사, 2009.

김정수, 자본시장법원론, SFL 그룹, 2014.

임재연, 자본시장법, 박영사, 2013.

2. 학술지

곽관훈, “금융소비자 보호와 크라우드펀딩(Crowdfunding)의 활성화 -“사회적 경제(Social Economy)”관점에서의 접근”, 금융소비자연구 제3권 제2호, 금융소비자학회, 2013, 27-50쪽.

성희환, “지분투자형 크라우드펀딩(Crowdfunding)의 규제체계 수립에 대한 연구”, 증권법연구 제14권 제2호, 증권법학회, 2013, 391- 421쪽.

윤민섭, “자금조달 수단으로서 Crowdfunding에 관한 연구”, 기업법연구 제26권 제2호(통권 제49호), 기업법학회, 2012, 185-226쪽.

_____, “투자형 크라우드펀딩의 제도화를 위한 입법적 제언”, 증권법연구 제14권 제1호, 증권법학회, 2013, 191-224쪽.

한국법제연구원, “중소기업 투자활성화를 위한 크라우드펀딩 법제화 방안 연구”, 중소기업청 연구용역보고서, 2013.9.

黒沼悦郎, 권중호 옮김, “일본에 있어서의 크라우드펀딩의 전개”, 크라우드펀딩 관련 주요국의 최근 동향, 2014년도 제2차 국제학술대회, 건국대학교 법학연구소, 2014.6.24, 49-24쪽.

Alessandro Lerro, Italian Equity Crowdfunding Legislation [Kindle Edition], location 108, Jan. 2014.

FCA, “The FCA’s regulatory approach to crowdfunding(and similar activities),” CP13/13, Oct. 2013.

_____, “The FCA’s regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media - Feedback to CP13/13 and final

rules Policy Statement”, PS14/4, Mar. 2014.

Michael, L. Zuppone, “SEC Proposes Regulation to Implement JOBS Act Crowdfunding Offering Provisions”, Stay Current, A Client Alert from Paul Hastings, Paul Hastings, Nov. 2013.

[Abstract]

A Comparative Law Research on the Equity Crowdfunding Regulation

Seong, Hye-Hwal*

The National Assembly of Korea has reviewed two legislative proposals for the introduction of equity crowdfunding since mid-2013, yet to pass. There has been no single country having enforced the equity crowdfunding and few or no countries had even the relevant legislations until the two proposals are submitted to the Congress last year. Considerable changes, however, have happened during the passing year.

Italy, for the first time in the world, has started regulating the equity crowdfunding with laws and administrative rules and regulations. The Securities and Exchange Commission of the United States has published the long awaited rule proposal for the implementation of the CROWDFUND Act of JOBS Act 2012. Japan has also made the revision of the relevant law quickly in spite of late start. Finally, France and the United Kingdom have implemented rules for crowdfunding too.

The article is a kind of follow-up version of my previous thesis on this subject. My study this time makes reviews on the latest legislative trends and draws useful implication from other legislative cases, especially, focusing on the cases of Italy and the US.

[Key Words] Equity Crowdfunding, JOBS Act, CROWDFUND Act, Venture capital, Start-ups, Regulation D

* Associate Professor, Inha University Law School