EU 발행공시규제 개편의 주요내용과 시사점*

연구위원 천창민

EU판 증권신고서 제도를 담고 있는 EU의 투자설명서규정은 미국의 JOBS법상 자본조달 활성화 조치와 유사하게 기업들이 보다 완화된 규제환경 가운데 자본시장에서 필요자금을 용이하게 조달할 수 있도록 하기 위한 규제완화 조치를 담고 있다. 투자설명서규정은 완전히 새로운 입법은 아니며, 기존의 투자설명서지침에서 발견되었던 문제점을 개선하고 회원국별로 다르게 규정되어 있던 발행공시 규제를 통일함으로써 EU 자본시장동맹 구상을 한층 더 구체화하기 위한 핵심 조치이다. 투자설명서규정의 주요 내용들은 발행공시 규제의 완화를 통해 고용창출과 경제성장을 이끌어 내기 위한 EU의 자본시장판 규제개혁의 산물이라는 점을 주목할 필요가 있다. 이런 점에서, 투자설명서규정의 주요내용은 공정경제와 더불어 혁신성장을 경제분야의 핵심적인 국정과제로 삼고 있는 현 정부의 자본시장 규제개혁 방향에 상당한 시사점을 줄 수 있을 것이다.

2017년 6월 유럽연합(European Union: EU)은 2005년부터 EU 자본시장의 발행시장 공시규제를 규율하던 기존의 투자설명서지침(Prospectus Directive: PD)[1]을 개별 EU 회원국의 입법 조치 없이도 그 자체로 효력을 가지는 '규정'(Regulation) 형식의 투자설명서규정(Prospectus Regulation: PR)[2]으로 개편하였다.[3] 투자설명서규정은 '규정'이라는 입법 형식의 변화 외에도 발행시장 공시규제와 관련하여 다양한 규제완화 조치를 담고 있다. 특히, 투자설명서규정은 공모 시에도 투자설명서 제출이

---

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

1) 투자설명서지침은 2003년 제정되어, 회원국의 관련 입법 조치에 따라 2005년 7월부터 시행되었다. 투자설명서침의 정식 명칭은 'Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of 4 November 2003 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC (Text with EEA relevance)'이다.
한편, 투자설명서지침은 2010년 기업의 자본조달 활성화 차원의 규제완화에 따라 개정 되었고 후술하는 바와 같이 투자설명서규정상의 모든 제도가 시행되는 2019년 7월 21일까지 2010년에 개정된 투자설명서지침의 일부가 계속 적용된다. 이 같은 제·개정 연혁상의 이유로, 유럽에서는 2003년에 제정된 투자설명서지침을 PD1, 2010년에 개정된 투자설명서지침을 PD2, 2017년에 새롭게 제정된 투자설명서규정을 PD3 또는 PR3라고도 구분하여 약칭한다.

2) 투자설명서규정의 정식 명칭은 'Regulation (EU) 2017/1129 of the European Parliament and of the Council of 14 June 2017 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading on a regulated market, and repealing Directive 2003/71/EC (Text with EEA relevance)'이다.

3) EU조약(Treaty on the Functioning of the European Union: TFEU)상 지침(Directive)은 입법지침을 의미하는 것으로서 해당 개별 회원국에서 별도의 입법적 조치가 필요하나, 규정은 별도의 입법조치 없이 그 자체로 모든 EU 회원국에 효력을 가진다. 규정(Regulation) 형식은 EU회원국 간에 보다 통일된 입법의 필요가 있을 경우 취하는 방식으로서, 금융 및 자본시장 분야에서는 점차 지침보다는 규정 형식의 입법이 이루어지는 것이 최근의 경향이다.

면제되는 기준금액의 범위를 확대하고, 비상장 중소기업용 투자설명서를 신설하는 등 중소기업의 자본조달(capital formation) 활성화를 위한 다수의 조치들을 포함하고 있다.

이런 점에서, 투자설명서규정은 2012년 4월에 제정된 미국의 JOBS법(Jumpstart Our Business Startups Act)과 그 궤를 같이 한다고 할 수 있다. 투자설명서규정과 JOBS법으로 대표되는 EU와 미국의 발행공시 관련 규제개혁 조치에서 발견되는 공통점은, 그간 발행시장의 높은 규제 장벽으로 인해 자본시장에 대한 접근이 어려웠던 혁신기업 등에 대해 자본시장에의 접근성을 용이하게 함으로써 자본조달 활성화와 이를 통한 고용창출 및 경제성장을 촉진하는 것을 규제개혁의 목표로 삼고 있다는 것이다. 이는 공정경제와 더불어 혁신성장을 경제 분야의 핵심적인 국정과제[4]의 하나로 삼고 있는 현 정부의 경제정책 목표와도 일치한다고 할 수 있다. 이 글에서는 EU 발행공시 규제의 핵심이라고 할 수 있는 투자설명서규정의 주요내용을 살펴보고, 우리나라 발행공시 규제에 주는 시사점을 간략히 제시하고자 한다.

투자설명서규정의 제정 목적과 배경

EU의 투자설명서규정은 EU 자본시장동맹(Capital Markets Union)[5] 구상의 일환으로 추진된 제도 개혁의 핵심으로서, 발행시장 규제와 관련한 EU 자본시장법[6]의 한 축을 이루고 있다. 투자설명서규정은 2003년에 제정되었던 종래의 투자설명서지침을 대체하는 성격을 지니며, 투자설명서지침에서 문제로 대두되었던 점들을 개선한 업데이트 버전의 투자설명서 관련 제도를 담고 있다. 투자설명서규정은 2017년 6월 14일에 제정 되었으며 대부분의 투자설명서 자체와 관련한 제도는 2019년 7월 21일부터 시행될 예정이다. 그러나 일부 투자설명서 면제와 관련된 주요 규정은 이미 2017년 7월 20일 및 2018년 7월 21일부터 시행되고 있다.

투자설명서규정 제정의 궁극적인 목적은 EU 자본시장동맹 구상의 목적과 동일하게, 자본시장 효율화와 투자자에 대한 추가적인 투자기회를 제공함으로써 기업의 자본조달 활성화와 일자리 창출(job creation) 및 경제성장을 도모하는 것이다.[7] EU의 투자설명서 제도는 2003년 투자설명서지침이 제정된 이후 2010년 1차례 개정이 이루어 졌으며, 2017년에 제정된 투자설명서규정은 2010년에 이루어진 투자설명서지침의 개정보다 진전된 규제완화를 시도하고 있다.

---

4) 문재인 정부는 '더불어 잘사는 경제'라는 국정과제 아래 다섯 가지의 전략을 제시하는데, 그중 혁신성장이 전략의 하나로 제시되어 있다.

5) EU 자본시장동맹 구상은 2015년부터 계획된 것으로서 중소기업의 자본조달 활성화를 통한 투자촉진과 일자리 창출을 목표로 유럽 단일자본시장의 강화를 위한 규범적 통합을 추진하는 것이다. EU 자본시장동맹에 대한 상세는 다음의 링크를 참조: 〈http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/index_en.htm〉.

6) EU 자본시장법(Kapitalmarktrecht)은 증권 발행시장, 유통시장, 금융투자업자 및 불공정거래를 규제하는 투자설명서규정, 금융투자상품시장지침(Markets in Financial Instruments Directive: MiFID), 투명성지침(Transparency Directive), 시장교란규정(Market Abuse Regulation) 등과 공사모 펀드를 규제하는 UCITS지침(Directive of Undertakings for the Collective Investment of Transferable Securities), AIFMD(Alternative Investment Fund Managers Directive) 등의 다양한 규정 및 지침으로 구성되어 있다.

7) Regulation (EU) 2017/21129, Preamble (1).

EU가 투자설명서지침에서 투자설명서규정으로 발행시장 공시규제를 재편하게 된 배경은 구 투자설명서지침 하에서 제기되었던 문제점들에 있으며, 이러한 문제점들은 다음의 다섯 가지로 요약된다.[8] 첫째, 구 투자설명서지침 하에서의 가장 큰 문제는 무엇보다 투자설명서지침의 규제 준수비용이 너무 높다는 것이었다. 주식발행과 관련하여 투자설명서를 준비하는데 평균 70만유로가 요구되었고, 이 중 법률 관련 비용이 전체 비용의 40%에 육박할 정도였다. 이 때문에 EU집행위원회는 투자설명서 제도가 자본시장에 접근하려는 중소기업들에게는 상당한 장애요인으로 작용한다고 분석하였다. 둘째, 투자자보호의 부실도 문제였다. 투자설명서 작성에 소요되는 비용 중 법률 관련 비용이 40%를 차지하지만, 그 실질을 따져보면 투자자보호를 강화하기 위해서가 아니라 증권발행과 관련하여 발행인 등이 지게 될지도 모르는 잠재적 책임을 회피하기 위한 목적으로 장문의 투자설명서가 작성되었다는 것이다. 아울러, '지침'이라는 입법 형식의 한계로 인해 국가마다 지침의 시행 내용에 차이가 있었고, 그 적용에 있어서도 차이가 있어 투자자의 불만과 불확실성만 높인다는 문제가 있었다. 셋째, 중소기업에게는 부적합한 경직된 규제 체계라는 것도 문제로 지적되었다. 기업군의 특성을 충분히 감안하지 못한 투자설명서 제도는 부적절한 행정 비용을 발생시키고 결국 기업들의 자본시장 접근을 방해하는 요소로 작용한다는 문제가 대두되었다. 넷째, 기술한 바와 같이 지침이라는 입법적 한계로 인해 회원국별로 그 시행과 적용에 상당한 재량권이 주어졌고 이에 따라 회원국별로 제도의 내용이 상이하게 실행되는 문제와 투자자보호 문제를 야기하였다. 마지막으로, EU 자본시장법 자체에 속한 문제로서, 투자설명서지침의 제정 이후 새롭게 제정되거나 개정된 다른 EU 자본시장법의 규제 내용과 일치하지 않는 문제도 발생하였다. 예컨대, MiFID II에서 정의하는 중소기업의 개념이 투자설명서지침의 것과 대응하지 못하는 문제가 있었다. 투자설명서규정은 이러한 문제를 배경으로 기존의 투자설명서지침 하에서의 규제 요건을 완화·개선하고, 새로운 제도의 도입을 시도하고 있다.

투자설명서규정의 주요 개정내용

1) 사모 영역의 확대: 투자설명서 면제 대상의 확대

EU에서 증권을 공모[9]하는 경우에는 명시적으로 규정된 경우를 제외하고 투자설명서를 감독당국에 제출하여 승인(approval)받아야 하며, 투자설명서 없이 증권을 공모하는 것은 위법이다(PR §3(1)).[10] 공모의 경우 투자신고서를 요한다는 점에서 우리나라와 유사하지만, 청약권유 대상자 수 50인을 기준으로 공모와 사모를 구분하는 우리나라와 달리 EU의 공모개념은 미국과 같이 투자자 수를 기준으로 하지 않고 매우 추상적인 형태로 정의되어 있다는 점에서 차이가 있다. 즉, EU 자본시장법은 우리나라와 달리 공모와 사모를 준별하는 기준이 없으며, 복수의 자에 대한 청약권유(communication)가 있게

8) 이하의 입법 배경과 문제점은 European Commission, 2015.11.30, SWD(2015) 255 final, 8~13면의 내용을 정리한 것이다.
9) 투자설명서지침과 규정은 증권공모라는 용어로 'offer of securities to the public'을 사용하고 있다.
10) 이런 점에서 EU 자본시장법상 투자설명서는 우리나라의 증권신고서 및 투자설명서 개념을 하나로 통합한 것이라 할 수 있다.

되면 공모에 해당한다.[11] 따라서 이러한 공모개념 하에서는 대부분의 증권발행이 공모에 해당하여 투자설명서를 제출하여야 하는 문제가 발생한다. 이에 투자설명서지침과 투자설명서규정은 다양한 투자설명서 제출 면제 기준(요건)을 설정하고 있다. 규정된 기준에 해당하면 투자설명서 제출 및 승인이 면제되기 때문에 면제 기준에 해당하는 증권발행을 사모라고 이해할 수 있다. 하지만 투자설명서규정 자체에서는 사모라는 용어를 사용하지 않는다. 다시 말해 EU 자본시장법 자체는 공모와 사모를 구분하지 않고, 투자설명서가 요구되는 증권발행과 그렇지 않는 증권발행으로 구분하므로, 정확히 우리나라의 사모 개념과는 일치하지 않는다. 그러나 우리 자본시장법상 사모에 해당하면 증권신고서가 면제되므로, 실무적인 관점에서는 EU 자본시장법상으로도 투자설명서가 면제되는 증권발행을 사모로 분류하여도 큰 무리가 없다.[12]

투자설명서 면제대상 기준과 관련하여, 투자설명서규정은 투자설명서가 면제되는 공모발행의 금액 기준을 기존 500만유로에서 800만유로까지 가능하도록 하는 등 투자설명서 없이도 자금조달이 가능한 증권발행 총액을 상향하였다.[13] 기존 투자설명서지침 하에서는 회원국의 재량에 따라 12개월간 EU 전체에서 500만유로 미만의 공모발행을 지침의 적용범위에서 제외하였다.[14] 하지만 투자설명서규정은 이를 800만유로까지로 상향하되, 이 경우 EU 회원국 간 패스포트를 이용한 국제적 증권발행을 할 수 없고, 특정 회원국에서만 투자설명서 없이 증권발행이 허용되도록 하였다.[15] 이와 더불어 투자설명서규정은 새로운 적용범위 설정에 따라 기존 지침에서 규정하던 12개월간 EU 전체에서 10만유로 미만의 투자설명서 면제 대상 공모발행 규정을 삭제하고, 투자설명서 면제대상 공모금액의 최저기준을 100만유로로 10배 증액하였다. 즉, 신설된 요건에 따르면 100만유로 이하의 공모발행은 투자설명서규정 자체가 적용되지 않도록 하여 투자설명서 없이도 증권발행이 가능한 최저 기준으로 설정하고, 100~800만유로 미만의 공모발행에 대해서는 패스포트가 적용되지 않지만 회원국의 재량으로 최저기준을 설정하도록 하였다. 과거 500만유로 기준과 관련하여 독일과 프랑스를 비롯한 8개국은 이 기준을 채택하지 않아 기본면제 기준금액인 10만유로가 공사모를 구분하는 기준이었으나, 영국, 아일랜드, 이탈리아, 스페인, 포르투갈 등 9개국은 500만유로를 면제 기준으로 설정하여 500만유로 미만의 증권발행은 투자설명서 없이도 가능하였다.[16] 참고로, 올해 7월 21일부터 800만유로의 신설 기준이

11) 투자설명서규정상 공모의 정의에 관한 원문은 다음과 같다. 'offer of securities to the public' means a communication to persons in any form and by any means, presenting sufficient information on the terms of the offer and the securities to be offered, so as to enable an investor to decide to purchase or subscribe for those securities. This definition also applies to the placing of securities through financial intermediaries(PR § 3(d)).

12) 주의할 것은, 이러한 이해는 투자설명서규정에서 정의하는 '증권(transferable securities)'의 발행에만 해당하며, 투자설명서규정에서 명시적으로 그 적용을 배제하는 개방형집합투자기구의 지분(수익권)에 대해서는 투자설명서규정에서 정의하는 투자설명서 면제 요건이 적용되지 않는다는 점이다. 환언하면, EU의 공사모펀드 규제에서 공모펀드와 사모펀드를 나누는 기준은 투자설명서규정상의 투자설명서 면제 기준에 따르지 않고 UCITS와 AIFMD에서 규정하는 판매(marketing) 규정의 적용을 받는다는 점이다.

13) 이 개정 사항은 2018년 7월 21일부터 시행되었다.

14) 적용범위 제외의 의미는 결국 투자설명서를 제출하지 않고도 증권발행이 가능하다는 의미와 동일하다고 할 수 있다.

15) 면제대상에 해당하여도 발행인이 자발적으로 투자설명서를 제출하게 되면 EU회원국간의 패스포트가 가능하다(PR § 4).

16) 국가별 면제금액 기준에 대한 상세는 European Commission, 2015.11.30, SWD(2015) 255 final, 19면 참조.

시행된 이후 독일과 프랑스는 최저 면제금액 기준을 800만유로로 설정하여 자본조달 활성화 도모와 EU 회원국 간 통일을 꾀하되, 일정한 정보제공 요건을 신설하여 투자자보호 조치를 보완하고 있다.[17]

투자설명서규정은 상술한 발행총액 기준 외에도 기존 투자설명서지침에서 규정하던 다음의 투자설명서 면제기준(요건) 즉, 사모요건을 기존과 동일하게 규정하고 있다. 발행총액 기준 외의 면제기준으로는 (1) 전문투자자[18]만을 대상으로 한 공모일 것, (2) 전문투자자를 제외한 일반투자자(법인 포함)를 대상으로 한 청약권유(offer) 대상 투자자 수가 개별 회원국당 150명 미만인 공모일 것, (3) 증권 단위당 최저 액면가액이 10만유로인 공모일 것 또는 (4) 개별 공모에서 투자자당 최저 투자총액이 10만유로인 공모일 것이 있다. (1)은 투자자보호의 필요성이 약하다는 측면을, (2)는 소수의 일반투자자만 개입된 공모라는 측면을, (3)과 (4)는 채권도매시장이라는 측면을 감안하여 공모개념에 해당하여도 투자설명서를 면제하는 것으로 이해할 수 있다.[19]

한편, EU법상 투자설명서는 공모 외에도 정규시장에 증권을 상장하는 경우에도 반드시 필요하다. 이에 구 투자설명서지침은 공모 시에 투자설명서를 면제해주는 것과 유사하게 상장 시에도 투자설명서를 면제해주는 기준을 두고 있었다. 이는 대부분 우리나라에서와 동일하게 전환증권의 전환, 주식배당, 무상증자 등에 따른 추가상장의 경우이다. 투자설명서규정은 지침과 달리 이와 관련한 일부 규제를 보다 완화하는 조치를 취하였다. 대표적으로, 투자설명서규정은 상장증권과 동종인 증권(fungible securities)을 발행하여 상장할 경우 그 증자 비율이 과거 12개월간 기존에 상장된 동종증권의 20% 미만인 경우 투자설명서 제출을 면제한다.[20] 과거 지침에서는 상장'주식'에 한하던 것을 모든 상장증권으로 범위를 확대하고, 증자 비율도 10%였던 것을 20%로 확대하여 자본조달 활성화를 도모하고 있다. 상장기업의 유상증자를 통한 추가상장에 대해 증권신고서를 면제해 주는 것은 빠른 수요예측을 통한 자본조달 등을 가능케 하여 보다 효율적으로 자본시장을 통한 자금조달이 가능하도록 하기 위한 조치이라 할 수 있다. 이 같은 조치가 가능한 것은 상장기업은 이미 정기적인 공시를 하고 있고 투명성지

17) 영국도 800만유로를 투자설명서 면제금액 기준으로 설정하였다. 독일과 프랑스의 조치에 대한 설명으로는 각각 Bafin, 2018.07.17, Wertpapierprospeckte: Neues Gesetz Bringt Liberalisierng; AMF, 2018.07.20, The AMF amends its general regulation and publishes an instruction following the entry into force of the new Prospectus Regulation을 참조.

18) PR은 적격투자자(qualified investor)라는 용어를 사용하나 PR상 적격투자자의 정의는 MiFID에서 규정하는 전문투자자(professional investor)를 의미하므로 양 법상의 용어 차이에도 불구하고 그 실질은 동일하므로, 여기서는 자본시장법상 용어인 전문투자자를 사용함

19) 사실상 (1)~(4)의 사유 모두가 전문투자자 위주의 도매시장 속성을 반영한 것으로 보아도 무방하다(Moloney, 2014, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford, 85면 참조). 참고로, (1)~(4)의 사유 및 발행총액 기준을 사유로 투자설명서의 승인 없이 증권이 전매되는 경우에는 해당 전매가 공모에 해당하는가를 다시 보게 되므로, 사모로 발행되었다 하더라도 해당 증권이 계속 투자설명서 없이 매출되는 것은 금지된다. 실무적으로 EU에서 전매로 인한 발행인 등에게 있을지 모를 불측의 손해를 방지하기 위해 계약의 방식으로 전매가 일어나지 않도록 조치하고 있다(Burn, 2014, The European Directives Relating to Issue and Trading of Securities, in *European Securities Law*, 2nd Ed., Oxford, 1.64 문단 참조).

20) 이 개정사항은 아래 전환사채 등의 전환관련 면제요건 완화와 더불어 이미 2017년 7월 20일 투자설명서규정의 효력발생일과 더불어 곧바로 시행되었다. 한편, 이 요건과 관련하여 주의할 것은 이 요건은 상장 시 투자설명서 제출을 면제하는 것이므로, 해당 증권발행이 공모에 해당하면 투자설명서 제출이 필요한 것으로 해석된다는 점이다. 즉, 투자설명서규정에서 투자설명서가 요구되는 것은 공모와 상장의 두 경우이고, 이 두 경우는 별도로 취급되므로, 상장허용과 관련하여 투자설명서가 면제되더라도 해당 증권발행이 공모이면 여전히 투자설명서가 요구된다. 이것은 이하 전환사채 등의 전환 관련 면제에서도 동일한 것으로 해석된다.

침과 시장교란규정의 적용대상이기 때문에 소규모의 증권발행에 대해서는 별도의 투자설명서를 요구하지 않아도 투자자보호에 큰 문제가 없는 것으로 보기 때문이다.[21]

증자비율이 20% 미만의 동종 상장증권 발행 시 투자설명서를 면제하는 것과 동일하게 전환증권이나 교환증권의 권리행사로 발행되는 주식이 기상장된 주식의 20% 미만인 경우에도 투자설명서 제출이 면제된다. 구 지침 체제에서도 동일한 내용의 규정이 있었으나, 투자설명서규정과 달리 20% 제한이 없었기 때문에, 기존 상장주식의 30%에 육박하는 주식전환 등이 있는 경우에도 투자설명서 제출이 면제되었다. 따라서 투자설명서규정의 20% 제한 조치는 투자자보호를 위한 합리적 보완장치로 볼 수 있다.[22] 그리고 투자설명서규정은 구 지침과 동일하게 동종의 대용주식 발행, 주식배당, 무상증자 등에 따라 주식 등이 추가로 발행되어 상장되는 경우에도 투자설명서를 면제하며, 이 경우에는 20% 제한을 두지 않는다.

2) 비상장 중소기업용 투자설명서의 신설 등[23]

구 지침의 가장 큰 문제점 중 하나로 지적되었던 높은 준수비용과 중소기업에 적합하지 않는 경직된 투자설명서 제도의 문제점을 개선하기 위해 투자설명서규정은 비상장 중소기업용 투자설명서라고 할 수 있는 'EU성장투자설명서'(EU Growth Prospectus)를 신설하였다. 비상장 중소기업용 EU성장투자설명서의 표준양식과 내용 등에 관한 구체적인 사항은 제도의 시행일 이전인 2019년 1월 21일까지 유럽증권감독기구(European Securities and Markets Authority: ESMA)가 위임입법으로 제정할 예정이다. 다만, 투자설명서규정은, 표준양식은 쉬운 언어를 사용하여 발행인이 용이하게 작성할 수 있도록 하여야 한다고 규정함으로써, 비상장 중소기업이 보다 적은 비용으로 투자설명서를 작성할 수 있도록 하고 이들의 자본시장 접근성을 높이려는 제도 도입의 취지를 선명하게 선언하고 있다.

비상장 중소기업용 투자설명서의 신설과 더불어 투자설명서규정은 유상증자 관련 증자규모가 20% 이내이면 사모로 취급하여 투자설명서를 면제하는 것과 유사하게, 일정 요건을 갖춘 발행인이 공모하는 이차 증권발행(secondary issuance)에 대해 간이한 발행공시가 가능하도록 간이투자설명서(simplified prospectus)를 도입하고 있다. 간이투자설명서의 도입 또한 이미 상장된 기업은 정기공시 규제체계에 따라 공시된 항목이 있으므로 간이공시를 통해 중복 공시를 지양함으로써 관련 비용을 줄일 수 있고 잠재투자자에게 해당 증권발행의 공시에 초점을 둘 수 있다는 데 근거를 두고 있다.[24] 간이공시제도의 구체적인 내용 또한 2019년 1월 21일까지 ESMA가 위임입법으로 제정할 예정이다.

---

21) European Commission, 2015.11.30, Revamping the prospectus, the gateway to European capital markets; Burn(2014), 1.72 문단 참조.

22) 이와 더불어, 투자설명서규정은 유상증자에 따른 증자비율과 전환증권 및 교환증권의 권리행사로 발행된 주식의 증자비율을 합산하여 20%를 계산토록 함으로써 규제를 잠탈하지 않도록 조치하여 투자자보호를 강화하고 있다.

23) 이하에서 논의하는 개정사항은 2019년 7월 21일부터 시행될 예정이다.

24) European Commission(2015.11.30.), Q 5.

3) 그 밖에 기업 및 투자자의 편의성 제고를 위한 제도 등

투자설명서규정은 이상에서 논의한 사모영역 확대(투자설명서 면제 등)를 통한 자본조달 활성화, 비상장 중소기업에 대한 배려 외에도 발행인이나 투자자의 편의성 제고를 위한 고려도 하고 있다. 대표적으로, 일괄신고서와 유사한 통괄등록서류(Universal Registration Document: URD) 제도와 이와 관련한 신속승인절차의 도입은 발행인의 편의를 위한 것이고, 요약투자설명서(prospectus summary)의 개선은 투자자의 편의성 도모와 투자자보호를 강화하기 위한 것이다.

URD제도는 미국 증권법상 일괄신고서(shelf registration) 제도를 벤치마킹한 것으로서, 채권과 같이 시장상황에 따라 잦은 증권발행이 요구되는 경우를 위해 도입된 것이다. 이 제도는 정규시장 또는 다자간거래시설(Multilateral Trading Facility: MTF)에서 거래되는 증권을 상장한 발행인이 매년 URD를 제출하고 실제 증권발행이 필요시 감독기구에 관련 투자설명서를 승인 받는 방식으로 작동되며, 감독기관이 5일 내에 개별 증권발행을 승인하는 신속승인절차가 허용된다는 점이 가장 큰 특징이다. 그리고 2년 연속 URD의 승인을 받은 경우 다음부터는 사전 승인 없이 매년 제출이 가능하다.[25]

투자설명서규정은 일반투자자에게 보다 핵심적인 투자정보를 전달하도록 하기 위해 구 지침에서 도입하고 있던 요약투자설명서 제도를 개선하여 일반투자자의 투자편의성을 도모하고 있다. 요약투자설명서는 별도의 투자설명서는 아니고, 투자설명서에 포함되는 요약본이며, PRIIPs규정(Packaged Retail and Insurance-based Investment Products Regulation)[26]의 핵심투자정보설명서(Key Information Document: KID)를 벤치마킹한 것이다. 따라서 PRIIPs규정에 따라 핵심투자정보설명서의 내용이 요약투자설명서에 포함될 경우 투자설명서규정에서 규정하는 요약투자설명서 요건을 만족하는 것으로 간주된다. 제도 개선의 핵심은 요약투자설명서의 분량을 원칙적으로 A4사이즈 7페이지 이내로 대폭 축소하고, 내용면에서도 반드시 ① 투자경고를 포함한 서문, ② 발행인에 관한 핵심정보, ③ 증권에 관한 핵심정보 및 ④ 공모(offer)의 내용 및 절차 등에 관한 네 가지 핵심정보를 포함하도록 하고 있다는 점이다. 특히, 내용의 기술적인 측면에 대해서도 구체적으로 포함되어야 할 정보에 관한 사항을 세밀하게 규정하고 있다는 점이 특색이다. 과거 투자설명서 지침에서는 15페이지 또는 투자설명서의 7% 분량의 페이지 둘 중에서 보다 긴 페이지까지의 요약투자설명서를 사용할 수 있었고, 그 내용도 투자위험의 경고 내용 외에는 세부적인 항목에 관한 규제를 두지 않았다. 한편, 요약투자설명서는 일반투자자를 위한 것이므로 (1) 전문투자자 시장에서만 거래되는 비지분증권의 상장이나 (2) 액면가가 단위당 최소 10만유로인 비지분증권의 상장 시에는 요구되지 않는다. 끝으로, 요약투자설명서에는 투자에 수반한 중요 위험요소를 포함하여야 하는데, 요약투자설명서에는 최대 15개 항목의 위험요소만 적시할 수 있도록 하여 투자 시 투자자가 반드시 알아야 할 핵심 정보만을 담도록 유도하고 있다.

25) 다만, 사전 승인 없이 제출하던 URD를 1 회계연도 동안 제출하지 않는 경우 다시 원점으로 돌아가 사전 승인을 받아야 한다.
26) Regulation (EU) No1286/2014. PRIIPs규정은 2018년 1월 1일부터 시행되고 있다.

시사점

EU의 투자설명서규정 제정은 미국의 JOBS법상 자본조달 활성화 조치와 유사하게 EU 자본시장동맹 구상의 큰 틀 안에서 기업들이 보다 완화된 규제환경 가운데 자본시장에서 필요자금을 용이하게 조달할 수 있도록 하기 위한 조치를 담고 있다. 기술한 바와 같이 투자설명서규정은 완전히 새로운 입법은 아니며, 기존의 투자설명서지침에서 발견되었던 문제점을 개선하고 회원국별로 다르게 규정되어 있던 발행공시 규제를 통일함으로써 자본시장동맹 구상을 한층 구체화하기 위한 조치이다. 그리고 투자설명서 규정은 발행공시 규제의 완화를 통해 고용창출과 경제성장을 이끌어 내기 위한 EU의 자본시장판 규제개혁의 산물 중 하나라고 평가할 수 있다.

투자설명서규정의 도입 통해 시도된 규제완화 조치 중 가장 주목할 만한 것으로는 사모영역의 확대를 꼽을 수 있다. 투자설명서규정은 종래와 같이 투자설명서 제출이 면제되는 대상을 발행총액 기준과 그 외 기준으로 나누되, 발행총액 기준은 개별 회원국이 100~800만유로 사이에서 이를 정할 수 있도록 하였다. 이는 곧 사모영역의 확대를 의미하며, 발행인의 자본시장을 통한 자본조달 비용의 완화를 의미한다. 그리고 발행총액 외에도 종래와 같이 권면액, 투자금액 단위와 같은 다양한 기준은 그대로 유지하여 투자자보호의 관점도 유의하고 있다는 점을 눈여겨 볼만하다. 즉, EU에서는 사모의 기준이 획일적이지 않고, 그 기준도 유연하다는 점은 우리나라의 자본시장법상 공사모규제 개선에 일정한 시사점을 줄 수 있다고 판단된다.

현재 우리나라는 청유권유 대상자 수만을 기준으로 공모와 사모로 나누고 그 수도 50인으로 협소하게 규제하고 있다. 그러나 EU는 청약권유 대상 투자자 수 기준만 놓고 보아도 개별 회원국별로 150인 미만이면 사모로 취급하므로 우리나라보다 그 기준이 상당히 완화되어 있다고 할 수 있다. 물론, 우리나라는 전문투자자 외에도 연고자를 50인 산정에서 제외시키고 있으므로 EU에 비해 그 규제수준이 크게 높은 것은 아니라고도 할 수 있다. 그러나 이는 연고자의 증권발행 참여 정도가 얼마인가에 따라 달라질 수 있는 것이므로, EU의 투자자 수 기준이 보다 완화된 기준이라는 점은 부인하기 어렵다. 그리고 우리나라 자본시장법은 10억원을 기준으로 증권신고서 제출을 의무화하고, 그 미만의 경우에도 공모이면 소액공모절차를 준수하도록 규정한다. 또한, 공모실적이 있는 기업은 사모로 발행할 때에도 전매가능성 때문에 모집으로 간주되는 등 EU나 미국에 비해 발행공시규제 체계가 경직되어 있다.

끝으로, EU 투자설명규정에서 새롭게 도입하고 있는 비상장 중소기업 전용 EU성장투자설명서 제도 등도 증권신고서 작성에 있어 중소기업의 특성을 충분히 감안하지 못하고 있는 현행 제도의 개선방향과 관련하여 시사점을 줄 수 있다고 판단된다. 향후 기업들의 자본시장 접근성 제고와 이를 통한 우리 경제의 혁신성장 촉진 측면에서 적극적으로 관련 제도에 관한 재고가 필요한 시점이다. 물론, 관련 제도의 개선에 관한 검토 시 규제완화에 따른 부작용을 최소화하고, 투자자를 보호하기 위한 보완적 조치의 고려가 필요함에 대해서는 두말할 나위가 없을 것이다.