

ZOOM  
-IN영국의 비상장 기업 거래 플랫폼 PISCES  
출범과 기대효과

- 영국 FCA는 비상장 민간기업 주식을 일정 기간 거래할 수 있는 규제된 거래 플랫폼인 PISCES를 도입
- PISCES 설립 추진은 영국의 자본시장 경쟁력 회복과 투자혁신이라는 정책적 목적을 반영
- PISCES의 도입은 비상장 기업의 자금조달 유연성 확대와 투자자의 자금 회수 용이성 제고에 기여할 것으로 기대
- 국내에도 여러 비상장 주식 거래 플랫폼이 운영되고 있는 가운데, 보다 안정적인 중간 플랫폼에 대해 검토해 볼 필요

- 영국 FCA는 2025년 자본시장 혁신 프로젝트의 일환으로 ‘비상장 민간기업 주식을 일정 기간 동안 거래할 수 있는 규제된 플랫폼’ PISCES를 도입<sup>1)</sup>
  - PISCES(Private Intermittent Securities and Capital Exchange System)는 비상장 기업이 정기적인 상장절차를 거치지 않더라도 일정한 기간 동안 주식을 공식적인 절차에 따라 거래할 수 있도록 설계
    - PISCES의 도입은 비상장 기업이 상장 이전 단계에서 초기 투자자나 직원에게 유동성을 제공하여 투자회수와 인재 확보를 용이하게 하고, 장기적 성장 기반을 강화하기 위한 목적
    - 또한 최근 런던 증권시장에서 IPO가 감소하고 대형 기업의 이탈이 이어지고 있는 상황에서, 비상장 기업 생태계와 공모 시장을 연결하는 새로운 통로를 마련함으로써 런던 금융시장의 경쟁력 제고를 도모
  - PISCES는 금융혁신 촉진을 위한 ‘금융시장 인프라 샌드박스(Financial Markets Infrastructure Sandbox)’ 내에서 운영
    - UK MiFIR(Markets in Financial Instruments Regulation)상 공식적인 ‘거래소(Exchange)’로 분류되지 않아 기존 거래소에 적용되는 엄격한 투명성 및 시장남용 규제가 직접적으로 적용되지 않음
  - 기존 비상장 주식 거래의 유동성, 투명성, 가격발견 기능의 한계를 PISCES의 도입으로 보완이 가능
    - 특히 PISCES는 일정한 간헐적 거래 기간을 운영하고 중앙화된 절차와 기본적 감독 체계를 갖춘 규제된 환경에서 거래를 진행함으로써, 기존의 사모, 개별 협상 중심 구조에서 발생하던 비정기성, 정보 비대칭을 완화하고 더 높은 유동성, 공정한 가격 형성, 그리고 보다 폭넓은 투자자 접근성을 확보할 수 있도록 함

1) FCA, 2025. 5. 26, PISCES: platforms for trading private company shares.

— FCA는 2025년 말부터 PISCES의 시범 운영을 시작해 제도의 실효성과 시장 반응을 점검할 계획

□ PISCES는 허가받은 운영사가 정해진 기간에만 간헐적 거래를 열고, 투자자를 한정하며 일정 요건을 갖춘 비상장 기업만 참여하도록 하는 한편, FCA 감독과 세계 인센티브를 통해 정보비대칭을 완화하고 거래 활성화를 도모<sup>2)</sup>

— PISCES는 상장시장처럼 지속적 거래가 이루어지는 구조가 아니라, 운영사(Operator)가 정한 특정 기간에만 간헐적(Intermittent) 거래 이벤트 형태로 매매가 가능

- 이는 기업 경영진이 거래 시기와 방식에 대한 통제력을 유지하고, 기업가치 변동성을 관리할 수 있게 하려는 목적
- PISCES는 ‘구매자 책임 원칙(buyer-beware)’ 시장으로 설계되어 운영사가 가격의 적정성을 검증할 의무가 없고, 가격은 주로 매도자와 매수자의 수요와 공급에 의해 결정되나, 기업이 참고 가격(Reference Price)을 제시하거나 경매 방식을 채택할 수 있음
- 또한 공식적 거래소가 아니므로 엄격한 투명성 요건이 적용되지는 않지만, 운영사에게 이해 충돌 방지와 필요한 공시가 이루어지도록 감시할 의무를 부여

— PISCES는 투자자를 제한하고 참여 비상장 기업은 요건을 충족해야 하며 운영사도 허가가 필요

- 비상장 주식 거래의 위험성을 고려하여 일반 개인투자자 참여를 제한하고 전문투자자 및 기관투자자와 이들과 동등한 자격을 갖춘 고액자산가(High-Net-Worth Individuals) 또는 공인된 투자자(Certified Sophisticated Investors)로 한정
- 참여 기업 요건은 유동주식 수가 일정 수준 이상이거나 자산, 매출액 등 재무 요건을 충족하는 일정 규모 이상의 비상장 기업
- 또한 PISCES 운영은 증권거래소, 핀테크 플랫폼, 투자은행 등 적합한 기술과 관리 역량을 갖춘 기관으로 FMI Sandbox의 운영 허가를 받아야 가능

— PISCES는 FCA의 감독하에 운영되며, 거래 활성화 및 참여 유도를 위해 세계 인센티브도 부여

- FCA는 플랫폼 운영 승인, 거래 절차, 공시 의무 등을 규정하여 불투명한 비상장 주식 거래의 불투명성과 정보비대칭 문제를 완화
- 거래 활성화를 위해 인지세를 면제하고, 직원 스톡옵션 행사 시점에 과세를 유예하는 등 세계 인센티브를 제공하여 투자자 참여 유도

□ PISCES 설립 추진은 영국의 자본시장 경쟁력 회복과 투자혁신이라는 정책적 목적을 반영

— PISCES 도입은 브렉시트 이후 런던 금융시장이 겪고 있는 구조적인 문제에 대한 전략적 대응

2) FCA, 2025. 5. 26, PISCES: platforms for trading private company shares; FCA, 2025. 6, *Private Intermittent Securities and Capital Exchange System: Sandbox Arrangements*.

- 최근 몇 년간 영국 FTSE 100 대형 기업들이 높은 규제 부담 및 상장비용, 유동성 우려 등을 이유로 뉴욕 등 해외 시장으로 상장을 이전하며 상당한 시가총액이 런던시장을 이탈했고, 이로 인해 금융허브로서의 위상과 성장동력이 약화<sup>3)</sup>
  - 스타트업 및 유니콘 기업들도 영국 상장시장의 낮은 PER로 인한 저평가 문제로 상장을 기피하며 비상장 상태에서의 자금조달을 선호하는 경향이 강해짐
  - 그러나 비상장 주식의 공식 거래 시장이 부재하여 초기 투자자 및 직원들의 유동성 확보가 어렵고, 이는 기업의 인재 유치 및 장기 성장 전략에 제약으로 작용<sup>4)</sup>
- 이에 FCA는 자본시장 경쟁력 회복과 혁신 촉진을 위해 다수의 제도 개편을 추진해온 가운데, 비상장 주식 시장에서 자금조달 및 주식 거래 수요가 확대되면서 새로운 플랫폼에 대한 요구도 높아짐
- PISCES는 비상장 시장과 공모 시장의 평가격차(Valuation Gap)를 완화하는 중간 단계의 시장 인프라로서 역할 수행이 가능
- PISCES는 스타트업의 IPO전, 유동성을 부분적으로 확보하고 시장 기반의 가치 평가를 받을 수 있는 중간 단계를 제공하는 연결고리으로써 비상장 민간기업의 유동성 확보와 투자시장 접근성 제고를 구체화한 실험적 제도

**□ PISCES의 도입은 비상장 기업의 자금조달 유연성 확대와 투자자의 자금 회수 용이성 제고에 기여할 것으로 기대**

- PISCES의 출범은 비상장 기업 생태계 전반에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 기대
- 상장 전 단계의 고성장 기업들은 은행 대출이나 벤처캐피탈에 의존하던 기존 구조에서 벗어나 초기 투자자 및 임직원 주식에 간헐적 유동성을 제공할 수 있는 체계적인 거래 창구를 확보하게 되며, 특히 유니콘 기업이나 증견 스타트업은 PISCES를 활용해 소수 투자자 간 지분 거래를 합법적이고 효율적으로 처리할 수 있음
  - 간헐적이지만 공식 절차를 갖춘 거래를 통해 객관적 시장가치를 도출할 수 있는 기반이 마련되며, 이는 후속 투자 유치나 향후 IPO 과정의 불확실성을 줄이는 효과로 연결
- 또한 전문 투자자에게 새로운 형태의 투자 기회를 제공할 수 있고 시장 측면에서도 거래 투명성과 신뢰가 개선될 것으로 기대
- 성장 잠재력이 높은 비상장 기업에 상장 이전 단계에서 접근할 수 있게 되면서, 그동안 사모펀드나 벤처캐피탈의 영역에 국한되던 비상장 투자 기회가 보다 넓어짐
  - FCA 감독 아래에서 운영되는 만큼 기존 비상장 시장의 구조적 문제였던 정보 비대칭, 가격 불투명성 등이 완화되며, 세제 인센티브 부여는 참여 유인을 높여 시장 활성화에 기여할 것으로 예상

---

3) ECGI, 2023, *Who is Killing the London Stock Exchange's Equity Market?*

4) HM Treasury, 2024. 11. 15, PISCES: HM Treasury response to consultation.

- 비상장 상태에서도 제한적 거래를 허용하여 기업의 시장성 테스트를 가능하게 함으로써, 보다 성숙한 시점에 IPO를 추진하게 하고 장기적으로 런던의 상장 파이프라인을 강화하는 효과를 기대

- 다만, PISCES가 공모시장의 현실적 대안이 되기 위해서는 간헐적 거래로 인한 유동성 부족, 우수한 참여자 기반 확보의 어려움, 그리고 실사 포털(due diligence portal)을 통한 정보 과부하 위험<sup>5)</sup> 등 과제 해결이 선행되어야 할 것으로 예상<sup>6)</sup>

#### □ 해외 주요국에서는 다양한 방식으로 비상장 주식의 거래를 활성화함으로써 비상장 주식시장의 유동성을 높이고 성장 기반을 강화

- 전통적으로 비상장 기업 주식 거래는 장외시장 또는 사적 거래의 형태로 이루어졌으나 최근에는 핀테크 기업의 등장과 디지털 플랫폼의 발전으로 비상장 주식 거래에 보다 투명하고 접근성이 높은 방식으로 변화하는 추세

- 미국은 다양한 민간 주식 거래 플랫폼들이 활성화되어 있어 비상장 기업 주식 거래가 활발

- 미국에서는 Nasdaq Private Market(NPM), Forge, CartaX 등과 같은 거래 플랫폼에서 고성장 비상장 기업의 사모 지분 거래를 중개하며 기관투자자 및 공인투자자(Accredited Investor)를 대상으로 간헐적 거래 방식

- 일본은 비상장 기업의 자금조달 촉진을 위해 공적 인프라와 민간 플랫폼을 병행하는 방식

- 도쿄증권거래소가 운영하는 TOKYO PRO Market을 통해 전문투자자의 비상장 주식 거래를 허용

- 민간 영역에서는 FUNDINNO, Unicorn 등 크라우드 펀딩 기반 플랫폼이 활성화되어 초기 기업을 중심으로 개인투자자의 소액 투자 유입이 가능하고 세제 혜택도 있음

- 싱가포르의 민간 플랫폼을 통해 비상장 주식 거래를 허용

- 싱가포르의 비상장 주식 거래를 위해 싱가포르거래소(SGX)가 전략적 파트너로 참여하고 있는 Ixchange(IX)와 같은 민간 증권거래소를 운영

- 전문투자자 위주이며 개인투자자는 연간소득 30만싱가포르달러 이상이거나 순금융자산 100만싱가포르달러 규모를 보유하는 경우 투자자 자격을 부여

#### □ 국내에도 비상장 주식 거래 플랫폼이 운영되고 있는 가운데, 보다 안정적인 중간 플랫폼에 대해 검토해 볼 필요

- 국내에는 여러 비상장 주식 거래 플랫폼이 운영되고 있으며, 금융투자협회가 운영하는 K-OTC와 민간 장외주식 플랫폼 등이 있음

5) 실사 포털(due diligence portal)은 주식 거래 절차를 간소화하도록 설계되었지만, 제공되는 정보의 양이 기업과 투자자 모두에게 부담을 줄 수 있는 위험이 있음(Bird&Bird, 2025. 9. 23, PISCES: A new approach to private company share trading)

6) Bird&Bird, 2025. 9. 23, PISCES: A new approach to private company share trading; Browne Jacobson, 2025. 3. 12, PISCES: A big fish in the capital markets pond or a red herring?

- K-OTC는 금융당국이 제도적으로 인정한 장외시장으로 일정 수준의 공시 및 요건이 존재하나, 참여 기업 수가 제한적이고 거래 활성화도 낮은 편
  - 민간 플랫폼은 접근성과 편의성이 뛰어나 개인투자자 중심으로 성장했지만, 기업 정보 불균형, 시세 신뢰성 부족, 투자자 보호 미흡 등의 문제가 있으며 기업별로 공정가치를 체계적으로 확인하기 어렵고, 기관투자자가 활용하기에는 신뢰도 및 규모 측면에서 한계
- 국내에서도 비상장 주식의 거래 활성화를 위해 샌드박스 기반 비상장 및 조각투자 거래 플랫폼의 제도권 편입을 위한 법 개정을 추진
- 올해 규제 샌드박스 하에 시범적으로 운영되던 비상장주식 거래 플랫폼과 조각투자 장외거래소의 제도권 편입을 위한 자본시장법 시행령 개정안이 의결<sup>7)</sup>
- 국내에서도 사적시장 거래 인프라 신뢰성과 효율성을 높이기 위해 비상장 주식 거래 플랫폼의 제도화 과정에서 거래 구조와 공시 체계를 점진적으로 정비하여 보다 안정적인 중간시장 역할을 수행할 수 있도록 유도하는 방안을 고려해 볼 필요

선임연구원 홍지연

---

7) 금융위원회, 2025. 9. 16, 비상장주식, 조각투자 장외거래소(유통플랫폼) 제도 도입을 위한 자본시장법 시행령 개정안 국무회의 의결, 보도자료.