

증권형 크라우드펀딩 제도의 구축방향과 과제

2013. 6.

연구위원

천창민



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

序 言

클라우드펀딩은 다수의 자금공급자가 인터넷 등의 사회관계망을 통해 창의력을 가진 자금수요자에게 소액의 자금을 제공하는 것을 말합니다. 2012년 4월 미국에서 오바마 대통령이 일명 JOBS법에 서명한 것을 계기로, 증권형 클라우드펀딩이 전세계적인 주목을 받기 시작하였습니다. 우리 정부도 JOBS법이 통과되자, 클라우드펀딩을 통한 신생·벤처기업 등의 자금조달 활성화와 일자리 창출을 위한 가능성을 타진해 왔습니다. 특히, 올해 초부터 금융위원회와 자본시장연구원, 금융감독원, 금융투자업 유관기관 등을 중심으로 증권형 클라우드펀딩의 제도화를 위한 구체적인 방안을 논의한 바 있습니다.

증권형 클라우드펀딩도 증권을 매개로 자금을 조달하는 방식이므로 발행인의 자금조달 활성화의 측면뿐만 아니라, 적절한 투자자보호를 통한 건전한 클라우드펀딩 시장의 구축이 무엇보다 중요한 과제라고 생각합니다. 실패한 시장에서는 원활한 자금조달을 기대할 수 없기 때문입니다. 따라서 증권형 클라우드펀딩 제도의 도입에 있어서 발행인의 자금조달 활성화와 투자자보호 간의 균형점을 맞추는 것이 가장 큰 과제라 할 수 있습니다.

이러한 관점에서 이 보고서에서는 클라우드펀딩의 개념과 유형, 국내외 클라우드펀딩 현황, 미국 CROWDFUND법의 주요내용, 한국판 증권형 클라우드펀딩 제도의 구축방향, 증권형 클라우드펀딩 제도의 성공적 정착을 위한 주요과제를 논의하고 있습니다. 모쪼록 이 보고서에서 논의된 내용이 향후 우리나라에 도입될 증권형 클라우드펀딩의 성공적인 정착과 활성화에 작은 보탬이 될 수 있기를 기대합니다.

이 보고서는 2013년 5월 16일 새누리당의 신동우 국회의원께서 주최하고 자본시장연구원이 주관한 '창조경제를 위한 한국형 크라우드펀딩 제도 도입방안 정책토론회'에서 천창민 박사가 '한국형 크라우드펀딩 제도의 구축방향과 과제'라는 제목으로 발표한 내용을 기초로 작성된 것임을 밝힙니다.

이 보고서의 작성과정에서 지정 논평을 맡아 유익한 논평을 해주신 이석훈 연구위원과 자료수집 및 편집에 도움을 주신 이현정 연구원, 안유미 연구원 및 주혜림 연구조원에게 감사의 말씀을 드립니다. 끝으로 이 보고서의 내용은 연구진 개인의 의견이며 자본시장연구원의 공식 의견이 아님을 밝힙니다.

2013년 6월
자본시장연구원
원장 김형태

목 차

Executive Summary	vii
I. 서론	3
1. 연구의 배경	3
2. 연구의 구성	5
II. 클라우드펀딩의 개념과 유형 및 국내의 현황	9
1. 클라우드펀딩의 개념과 성장배경	9
2. 클라우드펀딩의 유형	11
3. 글로벌 클라우드펀딩 현황	14
4. 국내 클라우드펀딩 현황	19
III. 미국 CROWDFUND법의 주요내용과 시사점	27
1. 영미 증권발행 규제의 차이에 따른 증권형 클라우드펀딩의 제도화 영향	27
2. 미국 CROWDFUND법의 주요내용	33
3. 시사점	46
IV. 한국판 증권형 클라우드펀딩 제도의 구축방향	51
1. 자본시장법을 통한 제도 구축	51
2. 증권형 클라우드펀딩의 법적 명칭	53
3. 발행인 관련 규제 완화와 보충적 장치	55
4. 투자자보호 장치	63

5. 중개기관의 진입규제	90
6. 대출형 크라우드펀딩에 대한 규제	93
V. 증권형 크라우드펀딩 제도의 성공적 안착을 위한 주요과제: 결론에 갈음하여	97
참 고 문 헌	103

표 목 차

<표 II-1> 국내 크라우드펀딩 플랫폼 현황	20
<표 III-1> Regulation D에 의한 증권발행 요건 등	31

그 립 목 차

<그림 II-1> 크라우드펀딩의 유형별 세분류	14
<그림 II-2> 지역별 크라우드펀딩 자금모집 현황	15
<그림 II-3> 크라우드펀딩 유형별 성장률	17
<그림 II-4> 건별 크라우드펀딩 현황	18
<그림 II-5> 유형별 크라우드펀딩 성공률	19
<그림 II-6> 자금모집 금액기준 국내 크라우드펀딩 현황	21
<그림 II-7> 건수 기준 국내 크라우드펀딩 현황	22
<그림 II-8> 연도별 국내 크라우드펀딩업체 회원수 현황	23

약 어 표

EIS	Enterprise Investment Scheme
FCA	Financial Conduct Authority
FINRA	Financial Industry Regulatory Authority
FSA	Financial Services Authority
FSMA	Financial Services and Market Act 2000
JOBS Act	Jumpstart Our Business Startups Act
P2P	Person to Person
PRA	Prudential Regulation Authority
SEC	Securities and Exchange Commission
SEIS	Seed Enterprise Investment Scheme

《 Executive Summary 》

크라우드펀딩(crowdfunding)은 종래 특정 프로젝트에 대해 다수의 군중이 프로젝트진행자와 인터넷상에서 서로의 의견을 교환하며 후원·지원하는 형태로 개인이나 기업에 대해 자금을 공급해 주는 역할을 해 왔다. 2012년 4월 5일 미국에서 JOBS법이 제정됨에 따라 크라우드펀딩이 전세계적인 주목을 받기 시작하였고, JOBS법을 통해 도입된 증권형 크라우드펀딩이 신생·벤처기업 등의 대안적 자금조달 경로로 이용될 수 있는 계기가 마련되었다.

그러나 증권형 크라우드펀딩은 기부·후원형과는 달리 증권을 매개로 투자를 통하여 수익을 얻고자 하는 목적으로 자금을 공급하는 것이므로 단순히 자금수요자의 자금조달 활성화에만 초점을 맞출 수는 없으며, 자금공급자인 투자자의 적절한 보호를 통하여 건전한 발행시장이 형성될 수 있도록 하여야 한다. 발행인과 투자자 모두 증권사기가 난무하는 시장에서는 ‘금융’이라는 제도의 가장 핵심이라고 할 수 있는 ‘신뢰’를 찾을 수 없기 때문이다. 따라서 증권형 크라우드펀딩 제도 도입 시 가장 중요한 과제는 바로 자금조달 활성화와 투자자보호라는 두 가지 목표의 최적 균형을 찾는 것이라 할 수 있다.

크라우드펀딩은 자금공급자의 자금공급 목적에 따라 통상 기부형, 후원형, 대출형, 투자형으로 분류하나, 크게 자금공급자가 이익추구를 목적으로 하는 것이냐에 따라 비투자형과 투자형으로 대별할 수 있다. 비투자형은 다시 단순한 기부를 목적으로 하는 기부형과 일정한 보상(reward)을 받는 후원형으로 세분류할 수 있다. 초창기 크라우드펀딩은 비투자형이었고, 지금도 비투자형이 크라우드펀딩의 다수를 차지하고 있다. 비투자형이 발전하기 시작

한 이후 크라우드펀딩은 단순한 기부 또는 후원 목적이 아니라 이익을 얻기 위한 투자의 수단으로 점점 발전하기 시작하였다. 먼저 사인 간의 대출이라는 형태로 나타났고, 다음으로 증권을 매개로 한 증권형 크라우드펀딩의 형태로 진화를 거듭하였다. 증권형 크라우드펀딩은 다시 주식과 같은 지분에 투자하는 지분증권형과 프로젝트 수행이나 차입을 목적으로 하는 투자계약·채무증권형으로 점차 분화하며 발전하고 있다.

국내 크라우드펀딩은 2007년 5월 머니옥션과 팝펀딩이 대출형 크라우드펀딩 플랫폼을 제공하면서부터 시작되었으며, 2011년 1월 디스이즈트루스토리를 시작으로 기부·후원형의 크라우드펀딩 플랫폼이 등장하면서 본격적인 주목을 받기 시작하였다. 2013년 5월 현재 15여개의 크라우드펀딩업체(플랫폼은 17개)가 활동 중이며 향후 증권형 크라우드펀딩 제도가 도입될 경우 보다 많은 업체가 설립될 것으로 예상 된다. 현재 우리나라에는 후원형 크라우드펀딩 플랫폼이 다수를 차지하며, 2011년과 2012년에 집중적으로 플랫폼이 개설된 것이 특징이다. 우리나라의 17개 크라우드펀딩 플랫폼을 대상으로 조사한 바에 따르면 2012년도 말 자금모집 기준으로 대출형이 52%, 약 46억원으로 가장 많고, 다음으로 지분증권형이 26%, 약 23억원을 차지하고 있다.

미국 CROWDFUND법의 가장 큰 특징은 제도의 처음과 끝 모두가 투자자보호로 귀결된다고 해도 과언이 아닐 정도로 투자자보호를 위한 세심한 제도설계를 하고 있다는 점이다. CROWDFUND법을 제정한 목적은 신생기업 등이 등록면제와 완화된 공시의무를 통해 보다 원활한 자본조달을 할 수 있는 환경을 만들어줌으로써 창업육성과 고용창출을 촉진하기 위한 것이지만, 규정의 면면을 살펴

보면 결국 그 내용은 투자자를 보호하기 위한 조치라 할 수 있다. 적절한 투자자보호 장치가 없는 시장에서는 자본조달 자체가 제대로 이루어질 수 없다는 점을 간파한 결정이라 평가할 수 있다.

증권형 크라우드펀딩을 우리나라에서 제도화 할 경우, 증권 등의 금융투자상품에 관한 규제와 투자자보호의 문제를 통합하여 규정하고 있는 자본시장법에서 규정하는 것이 가장 자연스럽게 규제차익과 규제공백을 제거할 수 있는 방식이다. 증권형 크라우드펀딩은 현재도 자본시장법의 적용 대상이며, 그 내용을 완화하고 보완하는 것이 제도 설계의 핵심이므로 자본시장법의 규제를 완화하여 제도를 설계하는 것이 일관된 입법이라 할 수 있다. 따라서 증권형 크라우드펀딩 제도 자체는 자본시장법을 통해 구현하여야 하고, 신생·벤처기업 등의 자금조달 활성화와 촉진을 위해서는 다른 제도적 지원을 통해 구현하는 것이 바람직하다.

크라우드펀딩을 통한 증권발행은 소액공모 시의 발행한도와 균형을 맞추어 그 한도가 설정되어야 하며, 발행금액에 따라 자금모집 제출서류와 관련한 완화가 필요하다. 발행인에 대해서는 업종, 업력 등을 제한하여 증권형 크라우드펀딩이 신생·벤처기업 등의 자금조달 통로가 될 수 있도록 하여야 할 것이다. 발행증권의 종류는 크라우드펀딩의 구조와 속성을 고려하고 발행인과 투자자의 발행·투자수요를 감안하여 지분증권, 채무증권 및 투자계약증권의 발행을 positive방식으로 인정하는 것이 바람직하다.

증권형 크라우드펀딩에서는 전통적인 발행인 중심의 공시규제가 상당 수준으로 완화되었으므로, 미국 CROWDFUND법의 경우와 유사하게 다음과 같은 제도설계가 필요하다.

첫째, 투자자의 연간 투자한도를 도입하고, 투자자 교육을 강화하는 등 책임투자가 될 수 있는 투자환경을 조성하는 방향의 투자자에 중심을 둔 투자자보호 장치를 마련할 필요가 있다. 둘째, 클라우드펀딩업체 대한 규제 장치를 마련함으로써 클라우드펀딩업체를 통한 간접적인 모니터링이 될 수 있도록 하여야 한다. 셋째, 사후적 투자자보호 장치인 발행인에 대한 손해배상책임과 클라우드펀딩업체에 대한 손해배상책임 제도의 도입을 통해 투자자보호에 만전을 기할 필요가 있다. 넷째, 목표도달형, 1년간의 유통금지, 청약대금의 제3자 예치 등을 통하여 투자자보호를 강화하는 방향의 제도 설계가 필요하다.

증권형 클라우드펀딩이 성공적으로 안착하기 위해서는 창조적 투자자·중개업자·기업이라는 클라우드펀딩의 ‘창조적 트로이카’가 창조적 역할을 할 수 있도록 하여야 하며, 이를 위해 제도설계의 측면에서 자금조달 활성화와 투자자보호라는 두 가지 목표 간의 균형점을 최대한 모색하는 것이 중요하다. 제도적 측면에서도 증권형 클라우드펀딩의 도입에 따라 신생·벤처기업 등의 자금조달에 관한 제도적 장치가 완성되었다고 볼 것이 아니라, 자금공급자 즉, 투자자가 제도를 적극적으로 이용할 수 있는 환경을 조성하는 것이 무엇보다 중요하다. 증권형 클라우드펀딩을 통한 투자는 초고위험을 수반하는데 반해 투자자에게 다른 제도에서와 같은 정책적 보조수단을 제공하지 않는다면 투자를 꺼릴 수밖에 없기 때문이다. 따라서 조세적 측면의 지원, 정책금융의 적절한 활용, 벤처캐피탈 성과평가 체계의 개선 등을 통해 실질적인 자금공급의 유인책을 마련할 필요가 있다.

1. 서론

1. 연구의 배경

2. 연구의 구성

I. 서론

1. 연구의 배경

- 글로벌 금융위기로 인하여 신생·벤처기업 등에 대한 민간부문의 대출이 크게 위축됨
 - 2008년 리만브라더스의 파산을 계기로 그간의 금융위기가 전세계적 경제위기로 전이됨에 따라 주요 은행 및 기업 등의 도산, 대규모의 실업 등 세계경제는 유례없는 경제한파를 경험하였고, 곧 이어 유럽 재정위기는 현재까지도 세계경제에 영향을 미치며 진행형 상태로 남아 있는 실정임
 - 이러한 일련의 금융위기·경제위기·재정위기 등에 따라 세계 주요은행들이 도산과 위기에 대비한 자금확충 노력의 일환으로 민간대출을 축소하는 현상이 발생함
 - 그러나 민간부문에 대한 대출 축소는 은행대출을 주요 자금공급원으로 하는 신생·벤처기업 등에 대한 자금공급원의 차단을 의미하고, 이는 곧 기업생태계 하부의 체계적 부실가능성을 의미하기 때문에 각국은 신생·벤처기업 등에 대한 대체적 자금공급원의 발굴과 이를 통한 신생·벤처기업 등의 육성에 대한 필요성을 절감함
 - 국가경제 전체의 중장기적 관점에서 볼 때 신생·벤처기업 등의 생태계의 부실은 곧 미래성장동력의 부실화와 일자리창출력의 부실화를 초래할 수 있다는 의미로 해석할 수 있음
 - 이에 신생·벤처기업 등에 대한 대안적 자금조달 수단으로서 크라우드펀딩이 전세계적인 관심을 받고 있음

4 증권형 크라우드펀딩 제도의 구축방향과 과제

- 크라우드펀딩(crowdfunding)은 종래 특정 프로젝트에 대해 다수의 군중이 프로젝트진행자와 인터넷상에서 서로의 의견을 교환하며 후원·지원하는 형태로 개인이나 기업에 대해 자금을 공급해 주는 역할을 수행해 왔음
 - 후원·기부 형태의 크라우드펀딩 외에도 개인 간 직접 자금을 공급하는 대출형 크라우드펀딩(P2P crowdfunding)도 활발한 상황

- 크라우드펀딩이 전세계적으로 주목을 받기 시작한 것은 2012년 4월 5일 일명 JOBS법이 제정됨에 따라 증권형 크라우드펀딩이 법적으로 승인되고, 이를 통해 신생·벤처기업 등에 대한 새로운 자금조달 경로가 열리기 시작하면서부터임
 - JOBS법은 Jumpstart Our Business Startups Act(신생기업촉진법)의 약칭으로서 크라우드펀딩은 이 법의 제3편(Title III)에 규정되어 있음
 - JOBS법은 중소·중견기업 등의 자본시장을 통한 자본조달에 장애가 되는 기존의 증권규제를 완화함으로써 미국의 고용창출과 경제성장을 향상시키기 위하여 제정된 것임

- 현재 우리나라에서도 증권형 크라우드펀딩을 도입하기 위한 논의가 활발한 상황임
 - 증권형 크라우드펀딩의 제도화와 관련하여, 2013년 5월 24일 전하진 의원이 「중소기업창업 지원법 일부개정법률안」을, 2013년 6월 12 신동우 의원이 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률 일부개정법률안」을 대표발의한 상태임¹⁾

1) 이 보고서는 두 개정법률안이 발의되기 전에 작성된 관계로 개정법률안에 관하여는 논의하지 않았음을 밝힘

2. 연구의 구성

- 이러한 배경 하에, 이 보고서에서는 증권형 크라우드펀딩 제도의 도입과 관련하여 제도의 구축방향과 성공적 안착을 위한 과제를 제시하고 있으며, 구체적으로 다음의 이슈를 논의하고 있음
 - 크라우드펀딩의 개념과 성장배경을 소개하고, 크라우드펀딩의 유형화와 의의를 정의함
 - 글로벌 크라우드펀딩의 현황 분석을 통해 전세계적 시장규모를 가늠하고, 국내 크라우드펀딩의 현황에 대한 분석을 통해 그 시사점을 제시함
 - 영미 증권규제의 차이에 따른 증권형 크라우드펀딩 법제의 현상을 소개하고, 미국 JOBS법 제3편에 규정된 CROWDFUND법의 주요내용을 분석함으로써 한국법에 대한 시사점을 도출함
 - 이 보고서의 핵심으로서, 한국판 증권형 크라우드펀딩 제도의 구축방향에 대한 주요 이슈들을 항목별로 분류하여 정책적 분석을 시도함
 - 결론에 갈음하여 증권형 크라우드펀딩 제도의 성공적 안착을 위한 주요과제를 논의함

II. 크라우드펀딩의 개념과 유형 및 국내외 현황

1. 크라우드펀딩의 개념과 성장배경
2. 크라우드펀딩의 유형
3. 글로벌 크라우드펀딩 현황
4. 국내 크라우드펀딩 현황

II. 크라우드펀딩의 개념과 유형 및 국내외 현황

1. 크라우드펀딩의 개념과 성장배경

□ 크라우드펀딩은 군중 또는 다수를 의미하는 영어의 '크라우드(crowd)'와 자금제공을 뜻하는 '펀딩(funding)'을 조합한 용어로서, 자금수요자 측면에서 보면 창의력을 가진 자금수요자가 인터넷 등에서 자금모집을 중개하는 자 즉, 크라우드펀딩업체를 통하여 불특정 다수로부터 필요한 소액의 자금을 조달하는 것을 의미

— 우리말로는 크라우드펀딩이 인터넷 등의 가상공간을 통해 이루어지므로 이를 통칭하는 의미를 가진 '온라인'과 소액의 자금을 십시일반 제공한다는 특성을 감안한 '소액자금제공'을 합한 '온라인 소액자금제공'이라고 할 수 있을 것임

□ 현대적 의미의 크라우드펀딩은 통상 1997년 매릴리언(Marillion)이라는 영국 락그룹의 미국 순회공연을 돕기 위해 팬들이 인터넷을 통해 6만달러 이상을 모금하여 이들의 미국 순회공연을 후원한 것을 원조로 들고 있음

— 인터넷의 등장 이전으로는 모차르트나 베토벤이 작곡활동이나 연주회를 위해 미리 후원금을 받고 이후 악보나 연주회의 입장권을 준 것도 크라우드펀딩이고, 자유의 여신상도 프랑스와 미국의 일반대중이 십시일반 모금한 금액으로 세워졌기 때문에 크라우드펀딩의 사례로 설명하기도 함

10 증권형 클라우드펀딩 제도의 구축방향과 과제

- 그러나 오늘날 현대적 의미의 클라우드펀딩은 인터넷이라는 가상 공간에서 클라우드펀딩업체가 운영하는 플랫폼을 통해 이루어진다는 것이 주요 특징이라는 점에서 클라우드펀딩에 대한 개념을 좁힐 필요가 있음

□ 클라우드펀딩이 급속히 성장하게 된 배경으로는 다음의 세 가지를 들 수 있음

- 2008년 인디고고, 2009년 킥스타터 등 특정 자금모집 프로젝트를 지원하는 클라우드펀딩 전문플랫폼(클라우드펀딩업체)이 등장하게 되면서 본격적인 활성화의 계기
- 또 다른 클라우드펀딩의 본격적 성장배경으로는 'Web 2.0'으로 알려진 IT기술의 발전이라 할 수 있음
 - 소셜네트워크서비스(SNS)를 통해 가상공간에서 자금공급자의 능동적 참여로 참여자간의 양방향 의사소통이 가능하게 됨
 - 자금수요자(발행인)의 일방적인 공시가 아닌 자금공급자(투자자)가 자금수요자의 공시내역에 대한 검토와 질의 등을 통해 그 진정성을 가리고 제품 등의 향상을 위한 아이디어도 제공하는 이른바 집단지성(wisdom of crowds)의 발현이 가능해짐
 - 위와 같은 점에서 2000년 초 우리나라에서 IT붐이 일어났을 당시 흥행한 인터넷공모는 클라우드펀딩과 그 자금모집 방식의 기술적 메커니즘이 상이함
- 끝으로, 2007년 서브프라임사태 및 2008년 리만브라더스의 파산으로 인한 금융위기 이후 은행들의 급격한 대출축소에 따라 신생·벤처기업 등에 대한 금융소외현상이 심화되자 클라우드펀딩이 대안적 기업금융 방식으로서 대두되기 시작함

2. 크라우드펀딩의 유형

- 크라우드펀딩은 자금공급자의 자금공급 목적에 따라 통상 기부형, 후원형, 대출형, 투자형으로 분류하나, 크게 자금공급자가 이익추구를 목적으로 하는 것이냐에 따라 비투자형과 투자형으로 대별하는 것이 이해에 용이함
 - 비투자형은 다시 단순한 기부를 목적으로 하는 기부형과 일정한 보상(reward)을 받는 후원형으로 세분류할 수 있음
 - 초창기 크라우드펀딩은 비투자형이었고, 지금도 비투자형이 크라우드펀딩의 다수를 차지함
 - 이후 크라우드펀딩은 단순한 기부 또는 후원 목적이 아니라 이익을 얻기 위한 투자의 수단으로 점점 발전하기 시작
 - 사인 간의 대출이라는 형태가 가장 먼저 나타났으며 다음으로 증권을 매개로 한 증권형 크라우드펀딩이 출현함
 - 증권형 크라우드펀딩은 다시 주식과 같은 지분에 투자하는 지분증권형과 프로젝트나 대출을 목적으로 하는 투자계약·채무증권형으로 점차 분화
 - 미국의 CROWDFUND법(CROWDFUND Act)이 대상으로 하는 크라우드펀딩은 증권형 크라우드펀딩임

- (기부형) 기부형은 자금공급자가 자금수요자로부터 받은 재산적 급부에 대하여 일체의 반대급부를 제공하지 않는 형태의 크라우드펀딩임
 - 자금공급자의 자금수요자에 대한 재산적 급부와 관련하여 제3자가 일정한 반대급부를 제공하는 경우에는 기부형에서 제외될 수 있음

12 증권형 크라우드펀딩 제도의 구축방향과 과제

- 우리나라의 경우 「기부금품의 모집 및 사용에 관한 법률」에서 1,000만원 이상의 기부금품을 모집하려는 경우 10억원 이상인 경우는 안전행정부장관, 10억 이하인 경우에는 시장·도지사에게 등록하여야 함

□ (후원형) 후원형은 기부형에 비금전적인 보상(rewards)이 더해진 개념으로서 보상형이라고도 함

- 자금공급자의 재산적 급부에 대해 '보상'이란 형태의 비금전적 반대급부를 제공하는 것으로서 그 반대급부가 통상적인 수익으로 볼 수 없는 것을 의미함
- 최근에는 후원형과 대출형 또는 증권형을 결합하여 자금을 모집하는 경우도 있으며, 이 경우에는 후원형이 아니라 대출형 또는 증권형으로 분류하여야 할 것임

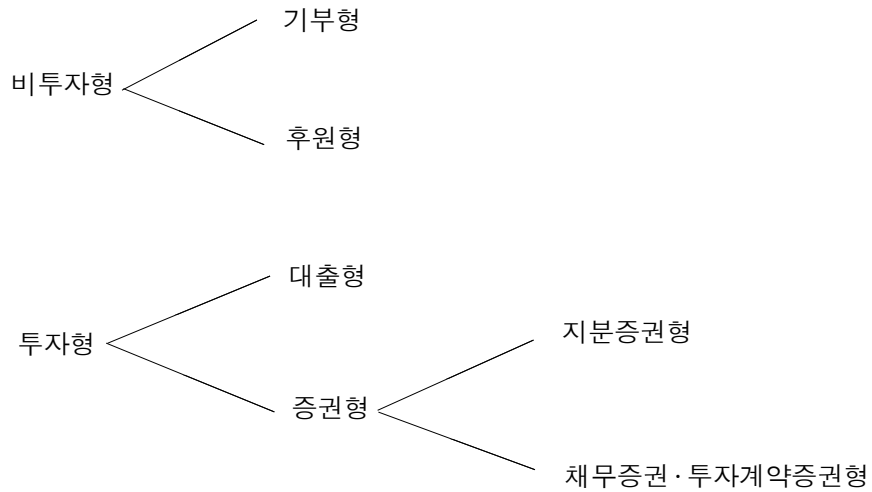
□ (대출형) 대출형은 증권을 매개로 하지 않고, 자금공급자(錢主)가 수익을 얻기 위하여 직접 또는 간접적인 방식에 의하여 자금수요자(借主)에게 재산적 급부를 제공하는 형태의 크라우드펀딩임

- 간접적인 방식은 자금공급자인 투자자의 재산적 급부(투자금)가 직접 자금수요자(차주)에게 전달되는 것이 아니라, 자금 공급자와 수요자 사이에 크라우드펀딩업체 내지 은행 등이 관여하여 전주와 차주 사이에 직접 계약관계가 형성되지 않는 것을 의미함
- 우리나라의 경우 대부업법 등으로 인해 직접방식의 대출형 크라우드펀딩은 실무적으로 어려우며, 영국 Zopa의 경우 직접방식에 의해 대출형 크라우드펀딩이 이루어짐

- (증권형) 증권형은 증권을 매개로 자금을 조달하는 방식이라 할 수 있음
- 증권형은 다시 증권의 종류에 따라 크게 지분증권형과 채무증권·투자계약증권형 등으로 분류할 수 있음
 - 지분증권형은 주로 주식회사의 주식, 조합·익명조합 등에 대한 출자지분을 그 예로 들 수 있으며, 향후 창조금융의 한 축을 형성할 한국형 크라우드펀딩의 주축이 될 것으로 전망
 - 채무증권형은 준대출형²⁾ 크라우드펀딩이라 할 수 있으며, 우리나라의 현행 기업대출형 크라우드펀딩을 이 방향으로 유도하여 적절한 규제영역에 들 필요가 있음
 - 투자계약증권형은 문화콘텐츠계의 프로젝트성에 다수 이용될 것으로 예상되며, 기업 측면에서도 다양한 형태의 조건에 의한 발행이 가능하므로 향후 이용도가 상당할 것으로 전망

2) 미국의 경우 대출형 크라우드펀딩은 펀딩업체가 채무증권 내지 투자계약증권에 속하는 notes를 발행하여 대출을 일으키기 때문에 필자의 분류법에 따르면 증권형 크라우드펀딩에 속하고 이를 준대출형이라 칭할 수 있음. 한편 영국의 대표적인 대출형 크라우드펀딩업체인 Zopa의 경우에는 증권의 매개 없이 당사자 간 곧바로 대출을 일으키기 때문에 원래 의미의 대출형 크라우드펀딩에 속한다고 할 수 있음

<그림 II-1> 크라우드펀딩의 유형별 세분류



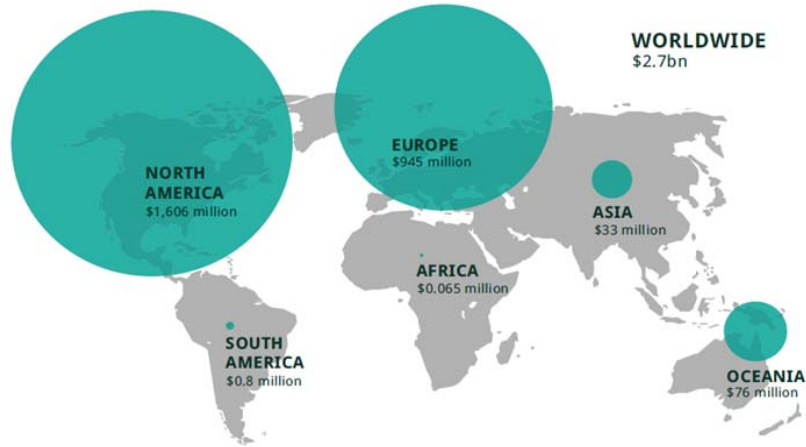
3. 글로벌 크라우드펀딩 현황³⁾

가. 글로벌 크라우드펀딩 성장현황

- 2012년 글로벌 크라우드펀딩 시장의 모집 총액은 약 27억달러로서 전년 대비 81%의 성장세를 보임
 - 2011년은 2010년 대비 64% 성장

3) Massolution(2013)을 참조로 작성되었음

<그림 II-2> 지역별 클라우드펀딩 자금모집 현황



주 : 2012년 전체 모집금액(USD)
 자료: Massolution(2013)

- 여러 국가에서 기업들이 새로운 자금 공급처로서 클라우드펀딩을 채택하는 사례가 증가하고 있으나, 북미와 유럽에서의 클라우드펀딩이 여전히 압도적으로 많은 상황임
 - 북미와 유럽의 클라우드펀딩 시장이 전세계의 95% 이상을 점유하고 있음

- 2012년은 북미의 클라우드펀딩 시장은 모집금액을 기준으로 전년 대비 105% 증가하였고, 유럽의 클라우드펀딩 시장은 전년 대비 65% 성장하였음
 - 이는 2011년도의 북미 86%, 유럽 42%의 성장에 비해 성장률이 크게 증가함 것임
 - 클라우드펀딩의 글로벌 가속화는 북미와 유럽 클라우드펀딩 시장의 성장에 의한 것임을 알 수 있음

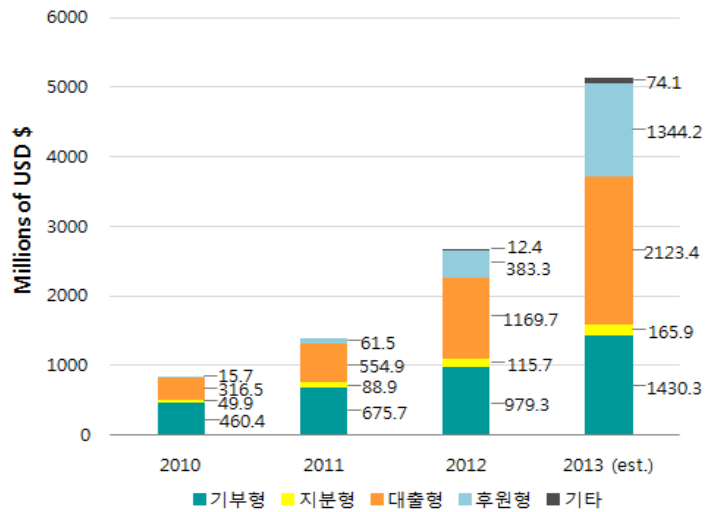
16 증권형 크라우드펀딩 제도의 구축방향과 과제

- 북미와 유럽을 제외한 크라우드펀딩 시장은 2011년 59%의 성장률에서 2012년 125%의 성장률을 보이고 있음

나. 크라우드펀딩의 유형별 성장률

- 2012년의 크라우드펀딩 액수의 성장은 주로 대출형 및 기부형에 의한 것이었으며, 대출형이 12억달러로 111% 성장하였고, 기부형이 9.79억 달러로 45%의 성장률을 달성하였음
 - 대출형은 주로 소액개인대출과 지역 중소기업대출에서 발생
 - 금전적 이익이 없는 크라우드펀딩인 기부형과 후원형의 합계액은 총 14억달러에 달하며 85%의 성장을 보임
 - 신생기업(start-ups)과 중소기업이 후원형 크라우드펀딩에 의하여 자금을 조달하였다는 것으로 이러한 성장을 설명할 수 있음
- 많은 국가에서 지분증권형 크라우드펀딩은 여전히 증권규제로 인하여 걸음마 단계이며, 향후 미국의 CROWDFUND법 등이 시행될 경우 폭발적인 성장이 예상됨
 - 2012년 지분증권형은 1.15억달러로 30% 성장

<그림 II-3> 크라우드펀딩 유형별 성장률



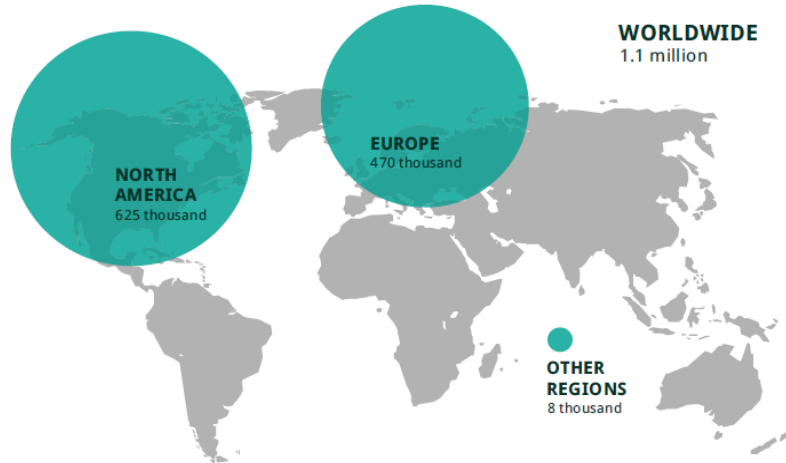
자료: Massolution(2013)

- 대출형 크라우드펀딩은 35%, 후원형 크라우드펀딩은 232% 성장하였고, 기부형 크라우드펀딩은 45% 성장하였음

다. 크라우드펀딩 프로젝트 건별(campaign) 통계

- 2012년 글로벌 크라우드펀딩 건수는 110만건으로서 크라우드펀딩 모금액의 분포와 동일하게 북미 및 유럽의 크라우드펀딩업체가 주도하였음
 - 62.5만건은 북미의 크라우드펀딩업체에 의한 것이었으며, 47만건은 유럽의 크라우드펀딩업체에 의해 주도되었음

<그림 II-4> 건별 크라우드펀딩 현황



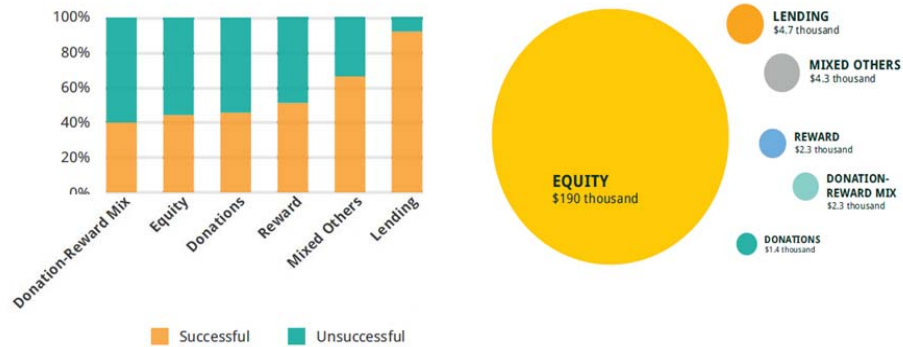
주 : 2012년 크라우드펀딩 총건수
자료: Massolution(2013)

- 유형별 건수의 통계에 따르면, 2012년 모금에 성공한 총건수의 65%(68만건)가 기부형이고, 그 다음으로 대출형이 22%(25만건), 기부형과 대출형을 혼합한 형태가 15%를 차지함

라. 펀딩 성사건수 및 성공률

- 공시된 건수의 총합계와 성사된 수치를 비교함으로써 각 크라우드펀딩 유형에 대한 펀딩의 확률을 추산할 수 있음
 - 대부분의 유형에서 50% 정도의 성공률을 보임
 - 대출형의 경우에는 예외적으로 91%의 성공률을 보이는데, 이는 주로 소액대출의 형태이기 때문인 것으로 분석됨

<그림 II-5> 유형별 크라우드펀딩 성공률



자료: Massolution(2013)

4. 국내 크라우드펀딩 현황

- 국내 크라우드펀딩은 2007년 머니옥션과 팝펀딩이 대출형 크라우드펀딩 플랫폼을 제공하면서부터 시작되었음
 - 2011년 1월 디스이즈트루스토리를 시작으로 기부·후원형의 크라우드펀딩 플랫폼이 등장하면서 본격적인 주목을 받기 시작함
 - 2013년 5월 현재 15여개의 크라우드펀딩업체(플랫폼은 17개)가 활동 중이며 향후 증권형 크라우드펀딩 제도가 도입될 경우 보다 많은 업체가 설립될 것으로 예상됨
 - 아래 국내 크라우드펀딩 플랫폼 현황에서 보는 바와 같이 현재 후원형 크라우드펀딩 플랫폼이 다수를 차지하며, 2011년과 2012년에 집중적으로 플랫폼이 개설된 것이 특징임

<표 II-1> 국내 크라우드펀딩 플랫폼 현황

유형	업체	개설연도	유형	업체	개설연도
기부형	한국문화 예술위원회	2011. 4.	후원형	오마이컴퍼니	2012. 5.
	위제너레이션	2012. 8.		개미스폰서	2011. 12.
	힘내요	2013. 2.		와디즈	2013. 5.
후원형	텀블벅	2011. 3.	대출형	머니옥션	2007. 5.
	핀듀	2011. 4.		팝펀딩	2007. 5.
	굿펀딩	2012. 2.		펀딩트리	2011. 8.
	업스타트	2011. 5.		오피툰	2012. 3.
	유캐펀딩	2012. 8.	증권형	오픈트레이드	2012. 1.
				데모데이	2012. 11.

□ 우리나라의 17개 크라우드펀딩 플랫폼을 대상으로 조사한 바에 따르면, 2012년도 말 자금모집 기준으로 대출형이 52%, 약 46억원으로 가장 많고, 다음으로 지분증권형이 26%, 약 23억원을 차지함

— 대출형의 경우 대부분 개인을 대상으로 하는 소액대출이며, 차주 입장에서는 이자율이 사금융보다는 낮고 전주 입장에서도 저금리 시대에 상대적으로 높은 수익을 올릴 수 있어 선호하는 방식인 것으로 보임

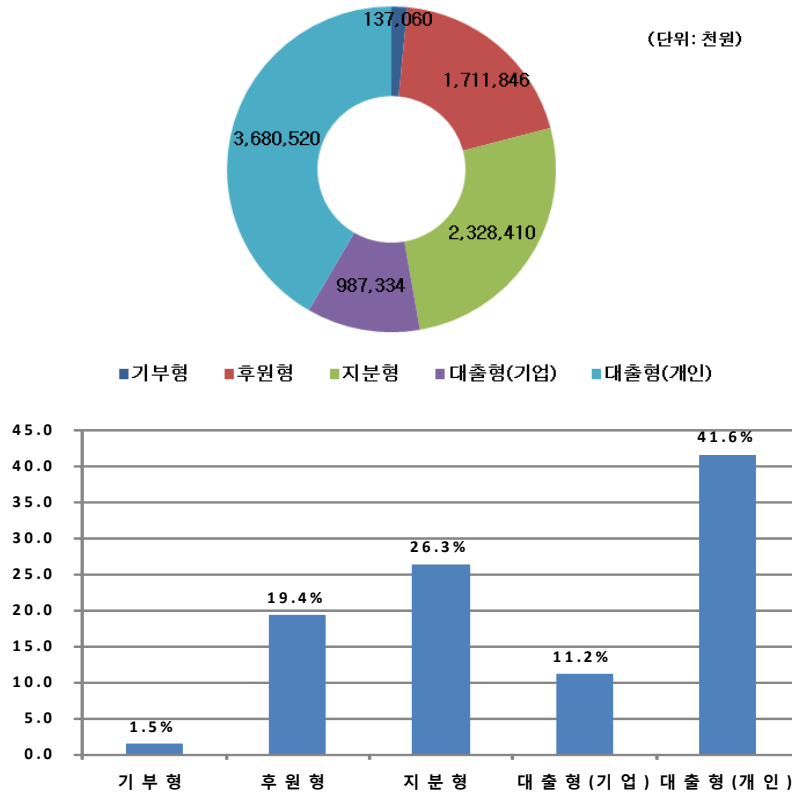
- 국내에서 가장 많은 대출형 크라우드펀딩이 일어나고 있는 한국 금융플랫폼의 경우 2010년부터 2012년까지 각각 12.6%, 15.3%, 11.7%의 연체율을 보인 반면, 이 기간 평균 이자율은 28%라고 함⁴⁾

4) 이 통계는 필자가 한국금융플랫폼으로부터 받은 자료에 근거한 것임

— 지분증권형의 경우 현행 자본시장법상 증권 모집의 중개는 투자중개업자만이 가능하기 때문에 투자중개업 면허가 없는 크라우드펀딩업체를 통한 사례는 없다고 할 수 있음

- 통계상의 수치는 사모 형태로 보이거나 이 또한 모집의 중개에 해당될 수 있으므로 위법적 요소가 다분함
- 따라서 우리나라의 경우 증권형 크라우드펀딩의 제도화를 통해 이 부분에 관한 규제의 완화가 필요함

<그림 II-6> 자금모집 금액기준 국내 크라우드펀딩 현황



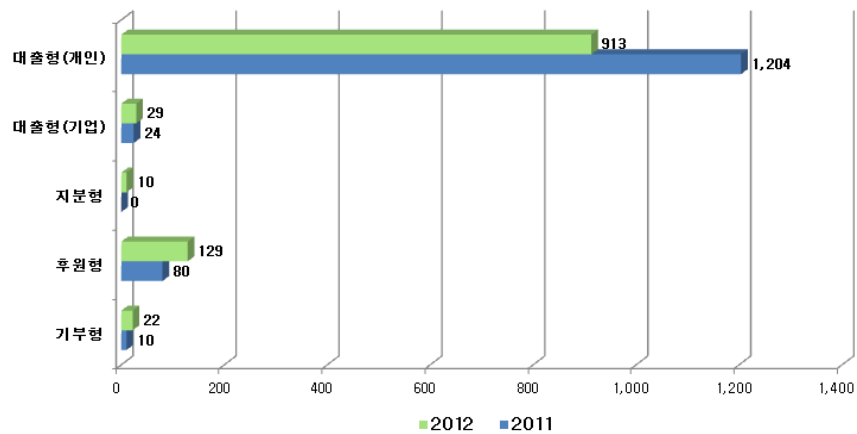
주: 조사대상 17개 플랫폼 중 텀블벅 제외

22 증권형 크라우드펀딩 제도의 구축방향과 과제

□ 크라우드펀딩을 통한 국내의 자금모집 건수도 2012년 913건으로 개인대출형이 월등히 많은 것으로 나타남

— 지분증권형은 10건으로 조사되었으나, 기술한 바와 같이 우리나라에서는 투자중개업의 인가 없이는 증권형 크라우드펀딩의 중개가 불가능하며, 비인가 사모 행위로 보임

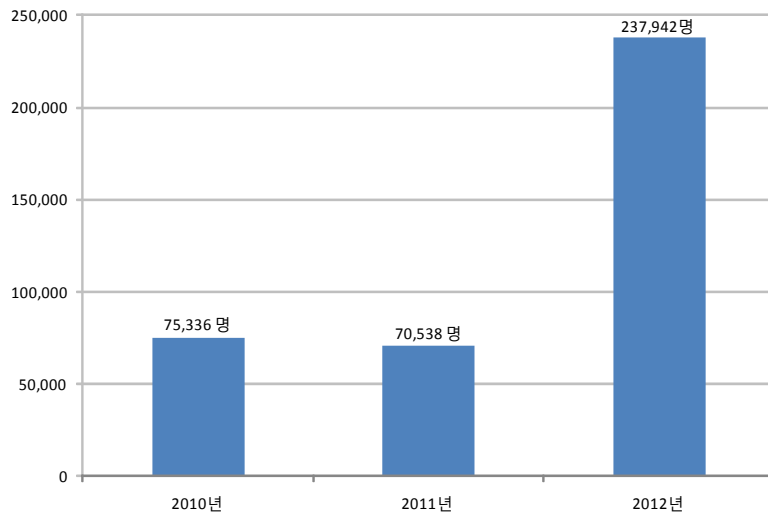
<그림 11-7> 건수 기준 국내 크라우드펀딩 현황



주: 조사대상 17개 플랫폼 중 텀블벅 제외

□ 크라우드펀딩업체의 회원수는 2011년 약 7만명에서 2012년 약 24만명으로 300% 정도의 급격한 증가세를 보이며 크라우드펀딩에 관한 대중적 관심이 고조되어 가고 있음을 보여 줌

<그림 II-8> 연도별 국내 크라우드펀딩업체 회원수 현황



주: 1) 조사대상 17개 플랫폼 중 한국문화예술위원회와 텀블벅 제외
 2) 회원수는 각 업체의 가입회원 단순합산이므로 중복 가능

- 크라우드펀딩에 대한 전세계적인 관심에도 불구하고, 2012년의 국내 통계에 따르면 국내 크라우드펀딩의 대부분은 대출형이고, 증권형은 증권규제로 인해 불가능한 상황임
 - 이는 근본적으로 미국과 같이 증권형 크라우드펀딩은 증권규제에 관한 정부차원의 법적 조치를 필요로 하기 때문임
 - 다만, 증권형 크라우드펀딩의 자금공급자는 종래의 기부·후원형과는 달리 투자형의 자금공급자로서 '돈'을 벌겠다고 뛰어들 '투자자'이기 때문에 이들에 대한 적절한 보호와 관련 규제의 균형점을 잘 찾아야 할 것임

III. 미국 CROWDFUND법의 주요내용과 시사점

1. 영미 증권발행 규제에 따른 증권형 크라우드 펀딩의 제도화 영향
2. 미국 CROWDFUND법의 주요내용
3. 시사점

III. 미국 CROWDFUND법의 주요내용과 시사점

1. 영미 증권발행 규제의 차이에 따른 증권형 크라우드펀딩의 제도화 영향

가. EU 및 영국의 증권규제

- 영국을 비롯한 주요 유럽국가에서는 유럽판 CROWDFUND법이 없는 상태에서도 지분증권형 크라우드펀딩이 이루어지고 있음
 - 영국의 경우 CrowdCube, Seedrs 등의 크라우드펀딩업체를 통해 지분증권형 크라우드펀딩이 활발한 상황임

- 이는 EU와 영국의 증권신고서에 관한 증권규제가 미국과 다르기 때문이며, 이에 대한 이해를 위해서는 먼저 EU와 영국의 증권신고서 규제에 관한 고찰이 필요함
 - 영미 간의 증권규제의 차이를 통해 한국판 증권형 크라우드펀딩 제도 도입의 필요성을 용이하게 이해할 수 있음
 - 영국은 EU회원국으로서 EU증권규제의 통제를 받기 때문에 위임된 범위 내에서만 독자적인 증권규제가 가능함

- EU 투자설명서지침(Prospectus Directive)과 증권신고서 제출면제
 - EU증권규제에서도 미국과 동일하게 증권신고서 제출이 면제되는 경우를 제외하고 반드시 증권신고서(투자설명서)를 제출하여야 증권을 공모할 수 있음(제3조 1항)

- 그러나 투자설명서지침은 다음의 경우 증권신고서 제출을 면제하고 있음(제3조 2항)
 - 전문투자자(qualified investor)⁵⁾만을 대상으로 한 매도청약
 - 전문투자자를 제외하고 EU회원국별로 150명 미만의 자연인 또는 법인을 대상으로 하는 매도청약
 - 각 개별 공모에서 투자자당 최소 총 10만유로의 증권을 취득하는 투자자를 대상으로 하는 매도청약
 - 증권의 단위당 액면금액이 최소 10만유로인 증권의 매도청약
 - 12개월간 EU내에서 공모된 증권의 총액이 10만유로 미만인 매도청약
 - 중개금융기관을 통한 전매로서 일정요건을 갖춘 경우
- 투자설명서지침은 12개월간 공모금액 총액이 5백만유로 이하인 경우에는 지침의 적용 자체를 면제하고 있음
 - 따라서 EU회원국은 10만유로~5백만유로 사이의 공모에 대해서는 자국의 시장상황에 맞게 증권신고서 제출 여부를 규정할 수 있음

□ 영국의 자본시장법(FSMA)상 증권신고서 제출면제

- EU증권규제에 따라 영국도 증권신고서의 제출 없는 공모는 불법으로 규정(제85조 1항)
- FSMA 제86조 1항 및 1A항은 EU의 투자설명서지침의 경우와 유사한 요건으로 증권신고서를 면제하고 있음

5) Qualified investor를 원어대로 번역하면 적격투자자로 하는 것이 옳으나, 이는 MiFID의 professional client와 범위가 동일하고 우리나라의 전문투자자 개념과 그 의미가 일치하므로 여기서는 전문투자자로 번역

- 전문투자자만을 대상으로 한 매도청약
 - 전문투자자를 제외하고 EEA국가별로 150명 미만의 투자자를 대상으로 하는 매도청약
 - 투자자가 증권을 취득하기 위해 지불하여야 하는 최소금액이 최소 10만유로인 경우
 - 공모증권의 액면금액이 최소 10만유로인 경우
 - 12개월간 EEA국가 내에서 공모된 증권의 총액이 10만유로를 초과하지 않는 경우
 - 중개금융기관을 통한 전매로서 일정요건을 갖춘 경우
- 따라서 영국은 10만유로~500만유로 사이의 공모에 대해 별도의 면제규정을 두지 않았다고 해석할 수 있으므로 FSMA 제86조에서 규정하는 사항에 대해서만 증권신고서를 면제하고 있음

□ 크라우드펀딩 규제에 관한 영국 FSA의 견해와 크라우드펀딩 실무

- 2012년 FSA는 “Crowdfunding: Is Your Investment Protected?” 라는 제목의 의견을 홈페이지에서 표명하였음
- 이 의견은 지분증권형 크라우드펀딩에 관한 것인가는 명확히 밝히고 있지 않지만, 신생기업 등에 대한 투자는 상당히 복잡하고 높은 위험을 수반한다고 밝힘
 - “잃을 준비가 되어 있지 않으면 투자하지 말고, 대부분의 신생기업은 실패한다는 사실을 명심하라”라고 조언함
 - 또한 거의 모든 크라우드펀딩에 의한 자금모집은 FSA에 의해 인가된 것이 아니며 따라서 사고발생 시 금융감독서비스나 금융서비스보상제도의 도움을 받지 못한다고 경고함

- FSA는 결론적으로 “크라우드펀딩은 신생기업의 가치산정방식을 알고, 투자에 수반된 위험과 투자금 전액을 잃을 수 있다는 사실을 이해하는 전문투자자를 대상으로 해야만 한다고 믿는다”는 견해를 밝힘
 - 아울러 일부 크라우드펀딩업체는 FSA의 허가 또는 인가 없이 고객자금을 취급하고 있을 우려가 있고, 이 경우 적절한 투자자보호가 없을 수 있음을 경고함
- FSA의 견해와 같이 현행 영국의 지분증권형 크라우드펀딩은 대부분 전문투자자를 대상으로 하는 것으로 판단됨
- 일반투자자가 150명 미만인 공모나 모집금액의 총액이 10만유로 미만인 공모에는 증권신고서가 면제된다는 것을 이용하여 일반투자자를 대상으로 하는 지분증권형 크라우드펀딩을 운영하고 있음

나. 미국의 증권규제

- 유럽의 투자설명서지침은 미국의 증권규제를 참조로 만들어진 것이기 때문에 미국의 증권규제에서도 증권신고서 없이 증권을 발행하는 것은 금지됨⁶⁾
- 그러나 유럽과는 달리 10만유로 상당의 공모에 대한 증권신고서 면제 규정 등이 존재하지 않고, Regulation D, Regulation A 등에 의한 소액공모 및 사모발행에 의한 증권신고서 면제거래가 존재하나 각종 제약이 존재하여 일반인을 대상으로 한 증권형 크라우드펀딩은 금지되고 있음

6) 33년 증권법 제5조

- Regulation D의 Rule 504 및 505와 Regulation A는 소액공모와 유사하며, Regulation D의 Rule 506은 사모발행에 해당됨
- Regulation D에 의한 발행 시 권유를 통하여 주식을 매수한 투자자는 전문투자자(accredited investor)일 것이 요구됨
 - 다만, Rule 505에 따라 제한된 투자자수인 35인 계산 시 전문투자자는 제외되고, Rule 506에 의한 35인 계산 시에는 전문투자자는 제외되지만 전문지식(sophistication) 보유가 요구됨
- Regulation A는 소액공모로서 5천만달러까지 발행할 수 있음
 - JOBS법에 따라 종전 5백만달러에서 5천만달러로 10배 증액
- Regulation D에 의한 증권발행 요건 등은 아래의 표와 같이 요약할 수 있음

<표 III-1> Regulation D에 의한 증권발행 요건 등

구 분	Rule 504	Rule 505	Rule 506
총액한도	1백만달러 (12개월)	5백만달러 (12개월)	무제한
모집방법	공개권유금지	공개권유금지	공개권유금지
투자자수	무제한 ¹⁾	35명까지 ²⁾	35명까지 ³⁾
정보제공	불요	필요	필요
발행인제한	투자회사, SEA 보고회사 등 제외	Rule 262에 따른 부적격자 제외	없음
전매제한	제한적 허용	금지	금지

주: 1) 모든 투자자는 전문투자자이어야 함
 2) 전문투자자(accredited investors)는 기산에서 제외
 3) 전문투자자는 기산에서 제외하고, 비전문투자자에 대한 모집은 전문지식(sophistication)을 보유한 투자자로 제한

- 미국에서는 이와 같은 증권규제로 인해 CROWDFUND법에 의한 증권형 크라우드펀딩의 입법적 조치를 단행하였으나, 2012년 12월 31일 까지 요구된 SEC의 하위 규정마련 작업이 지체되어 아직까지 미국에서 일반투자자를 대상으로 한 증권형 크라우드펀딩은 위법인 상태임

- 다만, 2013년 3월 26일 SEC는 FundersClub, Inc.에 대한 비조치의견서(no-action letter)⁷⁾를 통해 현행의 증권규제 테두리 내인 제한적 형태의 집합투자형 크라우드펀딩 모델을 인정하였고, FundersClub은 자사를 최초의 온라인 벤처캐피탈로 평가됨⁸⁾
 - SEC는 FundersClub이 전문투자자만을 대상으로 하여 Regulation D, Rule 506에 의한 사모만을 행한다는 점을 확인하고 있음
 - 벤처캐피탈과 같이 성공보수만을 받고 자본거래와 관련한 거래수수료(transaction fee)를 받지 않는다면 브로커/딜러로서 등록할 의무가 없다는 점을 인정함
 - 이러한 비조치의견서에 따라 FundersClub은 CROWDFUND법이 시행되기 전까지 합법적으로 크라우드펀딩 영업을 수행할 수 있는 최초의 집합투자형 크라우드펀딩업체로 인정받게 되었음
 - 다만 이 경우에도 FundersClub은 기존의 증권규제인 Regulation D의 Rule 506에 의한 전문투자자만을 대상으로 자금모집을 하여야 함

7) FundersClub에 대한 SEC의 비조치의견서 원문은 다음의 링크에서 입수할 수 있음: <http://www.sec.gov/divisions/marketreg/mr-noaction/2013/funders-club-032613-15a1.pdf>

8) <http://venturebeat.com/2013/03/28/sec-recognizes-fundersclub-as-first-ever-online-vc>

- 신생·벤처기업 등에 대한 투자의 주체는 FunderClub이므로 일반적인 크라우드펀딩의 모델과는 다른 집합투자형 크라우드펀딩으로 분류할 수 있음

□ SEC는 2013년 3월 28일 전문엔젤투자자를 대상으로 크라우드펀딩을 행하는 AngelList에게도 FundersClub와 유사한 형태의 비조치의견서를 발급하였음⁹⁾

— 향후 SEC의 후속 입법에 의해 CROWDFUND법이 시행되기 전까지는 FundersClub과 AngelList의 모델에 따른 전문투자자만이 참여하는 집합투자형 크라우드펀딩이 대세로 자리 잡을 것으로 전망됨

2. 미국 CROWDFUND법의 주요내용

가. CROWDFUND법의 구성과 특징

□ 2011년 9월 14일 하원에서 최초로 크라우드펀딩에 관련된 법안이 발의·의결된 후 11월과 12월 상원에서도 유사 법안이 발의되었고, 2012년 3월 이 법안들을 기초로 한 타협안인 CROWDFUND법과 그 밖의 발행시장 규제완화를 주요 골자로 하는 법안을 병렬적으로 결합한 Jumpstart Our Business Startups Act(JOBS법)가 의회에서 통과되었음

9) AngelList에 대한 SEC의 비조치의견서 원문은 다음의 링크에서 입수할 수 있음: <http://www.sec.gov/divisions/marketreg/mr-noaction/2013/angellist-15a1.pdf>

- CROWDFUND법은 JOBS법의 제3편에 규정되어 있음
- JOBS법은 각기 다른 6개의 법안이 옴니버스 형식으로 구성된 법률이기 때문에 각 편에 규정된 내용은 서로 연관성이 없으나, 신성장기업, 중소기업 등의 자본조달 편의를 도모하기 위한 것이라는 공통점을 가짐
 - JOBS법은 7개의 편(title), 25개의 조문으로 구성되어 있으나, 제7편은 JOBS법에 대한 SEC의 계몽활동에 관한 것이기 때문에 실질적인 JOBS법의 내용은 제1편~제6편에서 규정하고 있음
- 참고로, JOBS법의 각 편별 주요 내용은 다음과 같음
 - (1) 신성장기업에 대한 미국 자본시장의 재개방(Reopening American Capital Markets to Emerging Growth Companies)
: 중소기업의 주식공개 비용을 줄여줌으로써 보다 많은 기업이 용이하게 자본시장을 이용할 수 있도록 조치
 - (2) 고용창출자의 자본시장에 대한 접근규제 완화(Access to Capital for Job Creators): 소규모 비공개회사의 공개적 투자권유와 광고 금지를 폐지하는 등 사모규제 완화
 - (3) 크라우드펀딩(Crowdfunding): 발행인이 크라우드펀딩을 통해 다수의 소액투자자로부터 자본을 조달할 수 있도록 관련 규제를 제·개정
 - (4) 소규모 회사의 자본형성(Small Company Capital Formation)
: SEC등록의무에서 면제되는 회사의 모집총액기준을 5백만 달러에서 5천만달러로 증액함으로써 소규모기업의 자본조달 용이화
 - (5) 비공개회사의 유연성 및 성장(Private Company Flexibility and Growth): 34년 증권거래법상의 주주수에 따른 등록의무 산정 기준인 500명을 2000명으로 인상하여 소규모기업의 자본형성 장애 제거

- (6) 자본확대(Capital Expansion): 모든 은행 및 은행지주회사에 대해 증권거래법상의 등록의무의 주주수 기준을 500명에서 2000명으로 인상하고, 등록취소에 관한 기준은 300명에서 1200명으로 인상

□ 2012년 4월 5일, 오바마 대통령이 JOBS법에 서명하면서 발행인이 증권신고서를 제출하지 않고도 크라우드펀딩을 통해 일반투자자에게 증권을 공모할 수 있는 법적 근거가 마련되었음

— 다만 기술한 바와 같이 SEC의 시행규정 마련 미비로 아직까지 일반투자자를 대상으로 한 증권형 크라우드펀딩은 위법으로 취급됨

□ CROWDFUND법은 5개의 조문으로 되어 있으며, 법형식 면에서 별도의 의미를 가지는 법률이 아니라 전체적으로 33년 증권법과 34년 증권거래법을 개정하는 법률로서의 의미를 가짐

— 제302조는 33년 증권법을 개정하는 내용이고, 제303조 및 제304조는 34년 증권거래법을 개정하는 내용을 담고 있음

- 제305조는 州法과의 관계에 관한 규정

— 2012년 10월 이탈리아판 크라우드펀딩을 도입한 성장촉진법(Decreto Crescita)도 CROWDFUND법과 같이 이탈리아의 금융통합법(TUF)을 개정하는 형식을 취함

□ CROWDFUND법의 가장 큰 특징은 제도의 처음과 끝 모두가 투자자보호로 귀결된다고 해도 과언이 아닐 정도로 투자자보호를 위한 세심한 제도설계를 하고 있다는 점임

- CROWDFUND법을 제정한 목적은 신생기업 등이 증권의 등록면제와 완화된 공시의무를 통해 보다 원활하게 자본을 조달할 수 있는 환경을 만들어줌으로써 창업육성과 고용창출을 촉진하기 위한 것이지만, 규정의 면면을 살펴보면 결국 그 내용은 투자자보호 장치를 중요하게 고려한 것이라 할 수 있음
- 적절한 투자자보호 장치가 없는 시장에서는 자본조달 자체가 제대로 이루어질 수 없다는 점을 간과한 결정이라 평가할 수 있음
- 제3편의 약칭도 CROWDFUND법 외에 ‘온라인 자금조달과 사기 및 비윤리적 비공시 방지에 관한 법(Capital Raising Online while Deterring Fraud and Unethical Non-Disclosure Act of 2012)’라고 할 정도로 법 제정 시 증권사기 방지를 통한 투자자보호에 상당한 주의를 기울였음을 알 수 있음
- 투자자보호 관련한 주요내용으로는 다음을 들 수 있음
 - 발행인의 연간 총발행한도 설정
 - 소득수준에 따른 개인투자자의 연간 투자한도 설정
 - 펀딩포털에 대해 FINRA 가입 의무화 및 펀딩포털 등의 크라우드펀딩업체를 통해 발행인의 경영진과 재무에 관한 정보를 게시하도록 함
 - 투자자보호를 위해 발행인이 투자자에게 일정한 정보제공의무 부담
 - 목표도달형(all-or-nothing) 채택
 - 중개기관을 통한 투자자 교육 및 위험 고지

나. CROWDFUND법의 주요내용

1) 발행인의 연간 발행한도 및 투자자의 연간 투자한도

- CROWDFUND법의 핵심 조항은 크라우드펀딩을 통한 증권발행의 경우 등록(증권신고서 제출)을 면제하는 것 등을 주 내용으로 하는 제302조라 할 수 있음
 - 제302조에 의해 신설된 증권법 제4조 a항 6호는 발행인¹⁰⁾이 크라우드펀딩을 통해 100만달러까지 조달할 수 있도록 규정하고 있음
 - 100만달러까지로 제한을 둔 것은 크라우드펀딩을 통한 등록면제 거래금액을 제한함으로써 정보비대칭으로 인해 고도의 투자위험을 수반하는 신생기업 등에 대한 발행한도를 제한하고 그 결과 증권신고서가 면제되는 거래를 일정 범위로 한정시키는 효과가 있음

- 또한 크라우드펀딩에 대한 등록이 면제되고 공시의무가 완화되기 때문에 일반 개인투자자를 보호할 수 있는 추가적인 장치로서 투자자의 소득이나 순자산에 따른 연간 투자한도를 도입함
 - 개인투자자¹¹⁾의 투자손실을 양적으로 제한하기 위한 것이며, 연간 투자한도의 구체적인 내용은 다음과 같음

10) 미국 증권법에서는 issuer 즉, 발행인이라는 용어를 사용하여 회사 형태 외에도 조합이나 개인 등이 증권을 발행할 경우에도 증권법의 적용대상이 되도록 하고 있음. 이는 우리나라의 자본시장법에서도 동일함

11) 신설된 33년 증권법 제4조 a항 6호 B목은 investor라고만 하여 법인도 포함될 수 있는 것으로 해석할 여지가 있으나, 동법 제4A조 h항 2호는 명확히 'natural investor'라고 하여 투자한도가 적용되는 투자자는 개인(자연인) 투자자임을 명확히 하고 있음

- 개인투자자의 연소득 또는 순자산이 10만달러 미만인 경우에는 2천달러나 연소득 또는 순자산의 5% 중에서 큰 금액 이하의 범위에서 크라우드펀딩을 통한 투자가 가능함
 - 연소득 또는 순자산이 10만달러 이상인 경우에는 연소득 또는 순자산의 10% 이하의 금액으로서 최대 10만달러까지 투자할 수 있도록 제한함
 - 위 금액은 개별 발행인뿐만 아니라 '모든' 발행인에 대한 연간 투자한도를 의미하기 때문에¹²⁾, 발행인별로 10만달러를 계속 투자할 수는 없지만, 이 금액 이내이기만 하면 한 발행인에게만 자금을 몰아서 투자할 수도 있음
 - 이러한 점에서 2천달러 내지 10만달러라는 투자한도는 투자자의 최대손실한도로 볼 수 있고, 이 정도의 금액은 손해를 보더라도 이를 감내할 수 있는 투자자만이 크라우드펀딩을 통해 투자하라는 의미로 해석할 수 있음
- 그러나 이는 연간 한도로서 매년 이 금액이 누적될 경우 투자금액의 절대치가 높아질 수밖에 없기 때문에 일부 학계에서는 투자한도가 너무 높다는 의견이 있는 반면, 업계에서는 투자금액 한도가 작을 뿐만 아니라 발행인의 자금모집 한도도 너무 낮다는 의견도 있음¹³⁾
- 투자자의 연간 투자한도설정 규제는 발행인의 공시를 중심으로 한 기존의 증권규제가 발행인의 공시부담 완화를 통한 자본조달 활성화에 초점을 맞춘 증권형 크라우드펀딩에서는 더 이상 투자자보호의 목적을 적절히 달성할 수 없다는 점에서 규제의 방향을 투자자의 투자위험 자체를 원천적으로 제한하는 방향으로 선회한 것이라 평가할 수 있음

12) 증권법 제4A조 a항 8호 참조

13) Bradford(2012); Whitbeck(2012); Burkett(2011); SBE Council(2010) 참조

- 다만, 증권사기로 100만원을 잃는 것과 1,000만원을 잃는 것은 정도의 차이는 있지만 증권사기가 있었다는 사실에는 변화가 없고, 100만원과 1,000만원의 가치는 개인에 따라 편차가 있을 수밖에 없기 때문에 전통적인 증권규제의 이론적인 측면에서는 완성도가 높은 시장건전화 및 투자자보호 장치는 아니라고 판단됨

2) 중개기관 및 발행인에게 요구되는 조치 등

- 제302조에 의해 신설된 증권법 제4A조(특정 소액거래에 관한 요건)는 제4조 a항 6호와 더불어 미국판 증권형 크라우드펀딩 규제의 핵심을 이루는 규정임
- 펀딩포털이나 브로커와 같은 크라우드펀딩 중개기관이 취해야 할 주요 조치 및 요건들은 다음과 같음
 - SEC에 브로커 또는 펀딩포털로 등록하고, 자율규제기관에 회원으로 등록할 것
 - 관련 위험과 그 밖에 투자자 교육자료를 포함해 SEC가 규칙에 의해 적절하다고 판단하는 정보를 공시할 것
 - 투자자에게 투자자 교육정보와 손실위험에 대해 이해할 수 있도록 할 것
 - 임원, 이사 및 발행인의 증권을 모집하는 자로서 발행지분의 20%를 초과해 보유하는 자에 대해 SEC 규칙에서 정한 조치를 취할 것
 - 투자자에게 증권을 매도하는 초일의 21일 전(또는 SEC가 정할 수 있는 다른 기간)까지 발행인이 제공한 모든 정보를 SEC와 잠재적 투자자가 입수할 수 있도록 할 것

40 증권형 크라우드펀딩 제도의 구축방향과 과제

- 투자자들로부터 모집한 금액이 발행인이 목표로 했던 금액일 경우에만 발행인에게 제공하고, SEC가 규칙에서 적절하다고 판단하는 바에 따라 모든 투자자가 청약을 취소할 수 있도록 할 것
- 투자자의 연간 총투자한도를 넘지 않도록 조치를 취할 것
- 투자자로부터 수집된 정보의 프라이버시 보호 조치를 취할 것
- 투자자로부터 수집된 개인정보 보호 및 서비스를 이용하는 발행인에 대한 일체의 재무적 이익을 가질 수 없도록 할 것

□ 크라우드펀딩을 통해 자금을 모집하기 위해 발행인이 취해야 할 주요 조치와 요건들은 다음과 같음

- 발행인과 관련된 정보¹⁴⁾를 SEC에 제출하고 투자자 및 관련 브로커나 펀딩포털에 제공하여 잠재적 투자자가 이를 입수할 수 있도록 할 것
- 발행인의 재무상황에 관한 내역은 과거 12개월 내에 모집한 금액과 모집 목표금액의 총액에 따라 서류제출 부담이 다른데, 총액이 (1) 10만달러 이하인 경우에는 최근 결산년도의 소득세·법인세 신고서와 대표이사가 서명한 재무내역서, (2) 10만달러에서 50만달러 사이인 경우, 독립 공인회계사의 심사를 거친 재무내역서, (3) 50만달러를 초과하는 경우 적격외부감사인의 감사를 받은 재무내역서의 제출이 요구됨
- 발행가액 및 그 가격의 결정방법도 공시하여야 하며, 매도 전에 각 투자자에게 서면으로 최종 가격과 모든 의무적 공시내역을 제공하여야 하고, 투자자가 청약을 취소할 수 있는 합리적 기회를 제공하여야 함

14) 발행인의 명칭, 법적 지위, 물리적 주소 및 웹사이트 주소, 이사 및 임원과 발행인의 주식을 20% 초과하여 보유하는 자의 명칭, 사업내용 및 사업계획에 관한 설명, 재무상황에 관한 내역서 등

- 중개기관인 펀딩포털 또는 브로커 쪽으로 연결시키는 통지를 제외한 발행인의 모집조건에 대한 모든 광고는 금지됨
 - 증권발행 이후에도 연간 최소 1회는 경영성과보고서 및 재무내역서를 투자자에게 제공하도록 함으로써 투자자보호를 도모함
 - 발행인 등은 중요사실의 부실기재 및 누락에 대한 민사책임을 부담함
- 발행인에 대한 의무공시사항 중 어느 하나의 요건이라도 충족하지 못할 경우 등록면제의 혜택이 박탈됨
- 의무공시사항 중 주목할 만한 것은 발행인의 모집 목표금액에 따라 공시해야 할 재무내역서와 그 검증 정도를 달리 규정함으로써 발행인의 공시부담을 덜어주고 있다는 점임
 - 이에 대응하여 발행인에게 발행증권의 가격 결정방법, 발행인의 주요주주가 보유한 권리의 행사가 투자자에게 미칠 수 있는 부정적 영향, 증권의 추가발행과 관련된 위험 등을 공시하도록 함
- CROWDFUND법 제304조에 따라 개정된 증권거래법 제3조는 브로커가 아니면서 크라우드펀딩의 중개기관 역할을 할 수 있는 자(者)인 펀딩포털의 개념을 도입함
- 펀딩포털은 브로커·딜러로서의 등록은 면제됨
 - 펀딩포털은 FINRA의 회원으로 등록하여야 함
 - 펀딩포털은 투자자의 자금·증권을 관리할 수 없음

- CROWDFUND법에 의한 등록면제를 받기 위해서는 반드시 펀딩포털이나 브로커를 통한 크라우드펀딩이어야 하기 때문에 발행인이 직접 인터넷을 통해 크라우드펀딩 방식으로 공모하는 경우에는 등록면제가 적용되지 않음
 - 펀딩포털 등의 크라우드펀딩업체에게는 투자위험손실 공지의무, 발행인의 공시내역 공표의무, 투자자의 투자한도 관리의무, 발행인의 임원 등에 대한 사실확인을 포함한 사기방지 조치의무, 목표금액 도달을 조건으로 하는 자금모집 장치의 구축의무 등 중개기관에게 투자자보호를 위한 각종 의무나 일련의 조치를 요구하고 있음
 - 그런데 발행인이 직접 자사의 홈페이지를 통하거나 등록되지 아니한 크라우드펀딩업체를 통해 공모를 하는 경우 이러한 투자자 보호 장치가 무력화되기 때문임

3) 취득증권의 매도 제한 및 광고 제한

- 제4조 a항 6호에서 규정하는 거래 즉, 크라우드펀딩을 통해 발행된 증권은 1년간 매도가 제한됨
 - 다만, 다음의 경우는 예외적으로 매도가 가능함
 - 증권발행인에 대한 양도
 - 전문투자자에 대한 양도
 - SEC에 등록된 모집의 일부로서의 양도
 - 매수인의 가족이나 이와 동등한 자에 대한 양도 또는 매수인의 사망·이혼 또는 그 밖의 유사한 경우와 관련하여 SEC가 재량에 따라 정하는 양도

- 그 외 SEC가 규칙에서 정하는 바에 따라 양도가 제한될 수 있음
 - 양도를 제한하는 것은 단순히 크라우드펀딩을 통해 발행된 증권이 고위험을 수반하기 때문에 초기 투자에 참여한 자들에게 위험을 일정기간 한정시키려는 의도임
 - 보다 근본적으로는 크라우드펀딩을 통해 발행인이 공개한 내역은 SEC를 통해 공시가 되지만, Web 2.0의 특성을 가진 크라우드펀딩의 경우 발행인이 크라우드펀딩업체의 플랫폼에 질의에 대한 응답을 할 수 있고, 이에 대한 정보는 해당 업체의 회원만 알 수 있는 것이므로 제3자인 양수희망자의 경우 위험을 제대로 인지하지 못한 상태에서 증권을 양수받을 수도 있기 때문에 1년간의 양도제한을 두는 것임
 - 따라서 해당 위험을 이미 숙지하고 있거나 할 수 있는 발행인, 취득자의 가족, 전문투자자 등에 대한 양도는 예외적으로 인정하는 것임
 - 또한 고도의 위험성을 감안하여 1년 정도 이후에도 발행인의 경영상태가 좋은 것을 보고 양수희망자가 최종 매수판단을 하라는 의미와, 1년간 양도가 제한될 정도로 위험한 투자이므로 최초 투자 자체에 신중을 기하라는 의미로도 해석할 수 있음
- 크라우드펀딩을 통한 모집내역의 광고는 크라우드펀딩업체를 통하여서만 가능하도록 하고, 그 외 매체를 통해서도 크라우드펀딩업체로 링크(direct)가 되도록 하는 것만 허용됨
- 이는 과도한 광고로 인해 일반 대중들이 고위험의 투자에 현혹되는 것을 방지하고 자금력을 가진 발행인에게만 유리하게 작용할 수 있는 타광고를 원천적으로 봉쇄하기 위함

- 따라서 CROWDFUND법은 발행인 자체의 인터넷을 통한 발행 조건 광고도 금지됨

4) 발행인의 부실기재 등에 따른 손해배상책임

- CROWDFUND법은 기존의 증권규제에서와 유사하게 크라우드펀딩을 통해 투자한 투자자가 발행인 공시의 부실기재 및 누락으로 인해 손해를 보았을 경우 발행인과 임원 등에 대해 민사적 책임을 추궁할 수 있는 규정을 도입하고 있음
 - 중요사실의 부실기재나 누락과 손해발생 간의 인과관계에 대한 입증책임을 발행인에게 지움으로써 입증책임을 전환함
 - 또한 원고가 피고(발행인)의 부실기재나 누락에 대한 인지 (scienter)도 증명할 필요도 없기 때문에 단순히 발행인이 부실기재 등을 했다는 사실만으로 책임을 물을 수 있음
 - 조문의 해석상 부실기재 등의 범위는 단순히 SEC에 제출한 재무내역서뿐만 아니라 크라우드펀딩업체의 플랫폼에서 제시하거나 공시한 내역도 포함하는 것으로 보임
 - 이러한 조치는 사기적 증권발행으로부터 투자자를 두텁게 보호하려는 장치로 해석할 수 있음
 - 다만, 발행인이 허위 및 누락에 대해 알지 못했고 적절한 (reasonable) 주의를 기울였음에도 불구하고 이를 알지 못하였음을 입증할 경우에는 책임이 배제됨

5) 공개회사의 기준이 되는 주주수 요건 배제

- JOBS법 제5편은 정기보고서 제출 대상인 공개회사가 되는 요건으로서의 주주수 산정 기준을 완화하고 있는데, JOBS법 제3편의 CROWDFUND법은 이에서 더 나아가 크라우드펀딩을 통해 주식을 취득한 주주는 기산 자체에서 완전히 제외함
 - JOBS법 제501조는 증권거래법 제12조 g항 1호 a목을 수정하여 공개회사로서 등록하여야 하는 요건을 완화하였음
 - 종전의 기준에 따르면 발행인의 직전사업연도 총자산이 1천만달러를 초과하고, 종류별 지분증권의 주주명부상 주주가 500명 이상이면 증권의 공모여부에 상관없이 SEC에 등록이 강제됨
 - 다만, 증권의 종류별로 주주수를 산정하므로, 예컨대 보통주의 주주수가 400명이고, 우선주의 주주수가 300명이더라도, 종류별로는 500명이 되지 않으므로 등록의무 없음
 - JOBS법에 따른 새로운 기준에 따르면 총자산기준은 동일하나, 면제증권을 제외한 종류별 지분증권의 명부상 주주수가 2,000명 이상, 비전문투자자가 500명 이상인 경우임
 - 2,000명을 기준으로 산정 시에는 전문투자자·비전문투자자를 묻지 않고 계산하나, 500명을 기준으로 산정 시에는 비전문투자자만을 대상으로 함
 - 따라서 SEC 등록회사에 관한 명부주주수 계산의 기본규칙은 명부주주수 2,000명 이상이지만, 주주수가 2,000명이 아니더라도, 비전문투자자가 500명 이상이면 등록하여야 한다는 의미임
 - 그러나 JOBS법 제303조에 의해 크라우드펀딩을 통해 주식을 취득한 주주수는 계산에서 제외되는 특칙을 둬으로써 소액의 다수 주주가 참여하는 크라우드펀딩의 특징을 반영함

3. 시사점

- 영국을 비롯한 유럽의 경우, 증권형 크라우드펀딩이 미국에 비해서는 상대적으로 활발한데, 이는 증권규제의 근본적 차이와 낮은 진입규제에서 비롯된 것임
 - 유럽연합의 투자설명서지침은 10만유로 이하의 증권발행은 증권신고서 제출의무를 면제하고 있기 때문에 소액의 지분증권형 크라우드펀딩이 가능함
 - 10만유로 이상의 크라우드펀딩은 전문투자자가 참여하고, 10만유로 이하의 경우에도 증권형 크라우드펀딩업체는 대부분 투자자의 투자위험 인지 등 전문지식을 갖춘 투자자를 회원으로 등록하여 투자위험을 제어하고 있음
 - 업규제 측면에서도 그 진입요건이 그리 높지 않고, 영국의 경우 대부분의 주요 크라우드펀딩업체는 제한된 범위의 금융투자업 면허를 취득하여 운영하고 있기 때문에 우리나라의 경우와 규제환경이 다르다고 평가할 수 있음

- 증권신고서 제출과 관련하여 미국의 증권규제를 따르고 있는 우리나라의 경우 미국과 같이 구체적인 증권신고서 면제조항과 펀딩포털과 같은 개념이 없는 한 증권형 크라우드펀딩은 허용되지 않음
 - 소액공모제도를 통한 증권형 크라우드펀딩을 고려해 볼 수 있으나, 발행인 측면에서 이 또한 절차와 요건이 까다로워 신생·벤처기업 등이 이용하기에는 여전히 힘든 상황임
 - 크라우드펀딩업체 측면에서도, 크라우드펀딩업체의 역할은 모집의 중개인데 이는 투자중개업 인가를 필요로 하고 투자중개업 면

허가 없는 크라우드펀딩업체는 모집의 중개를 할 수 없기 때문에 현재 우리나라에서는 법적 제약으로 인해 증권형 크라우드펀딩이 불가능한 상태임

- 따라서 우리나라에서 증권형 크라우드펀딩 제도를 도입하기 위해서는 명확한 법적 근거가 필요하며, 이는 자본시장법을 개정해 관련규제를 완화함으로써 구현 가능함
 - 다만, 미국과 같이 규제완화에 따른 투자자보호 문제를 해결하기 위한 연간 투자한도, 의무투자자교육 등의 조치를 취하여야 할 것임

IV. 한국판 증권형 크라우드펀딩 제도의 구축방향

1. 자본시장법을 통한 제도 구축
2. 증권형 크라우드펀딩의 법적 명칭
3. 발행인 관련 규제 완화와 보충적 장치
4. 투자자보호 장치
5. 중개기관의 진입규제
6. 대출형 크라우드펀딩에 대한 규제

IV. 한국판 증권형 크라우드펀딩 제도의 구축방향

1. 자본시장법을 통한 제도 구축

- 증권형 크라우드펀딩은 크라우드펀딩업체의 중개를 통한 신생·벤처기업 등의 증권공모에 관한 것을 주 내용으로 하며, 규제완화의 핵심은 기존의 공모규제 및 업규제의 완화와 이에 따른 투자자보호 장치의 마련임
 - 소액공모보다 완화된 공모규제를 도입함으로써 신생·벤처기업 등의 대안적인 증권발행 방식을 제공하여 자금조달 원활화를 도모하고, 기존의 투자중개업자에 대한 진입규제 등을 완화함으로써 크라우드펀딩업체도 모집의 중개를 가능하도록 하는 것임
 - 또한, 공모규제와 업규제의 완화에 따른 투자자보호의 문제를 해결하기 위한 보완적 규제 장치를 마련함으로써 크라우드펀딩이 신생·벤처기업 등의 지속적인 자본조달 수단이 될 수 있도록 하는 것이 제도 구축의 핵심적 내용이라 할 수 있음

- 따라서 증권형 크라우드펀딩 제도는 증권 등의 금융투자상품에 관한 규제와 투자자보호의 문제를 통합하여 규정하고 있는 자본시장법에서 규정하는 것이 규제차익과 규제공백을 없앨 수 있는 방안임
 - 자본시장법은 일명 ‘자본시장통합법’으로서 증권 등의 금융투자상품과 금융투자업 규제와 관련한 ‘기본법’이며, 금융혁신과 투자자보호 및 국민경제발전의 도모를 입법 목적으로 하고 있음

- 증권형 크라우드펀딩은 발행인과 투자자가 상호소통과 아이디어의 공유를 기반으로 직접 자본을 조달하는 금융혁신의 한 유형으로 분류할 수 있음
 - 증권형 크라우드펀딩은 현재도 자본시장법의 적용 대상이며, 그 내용을 완화하고 보완하자는 것이 제도 설계의 핵심이므로 자본시장법의 규제를 완화하여 제도를 설계하는 것이 일관된 입법이라 할 수 있음
 - 자본시장법을 통한 일관된 입법을 통해 발행인 및 투자자보호와 관련한 규제차익이나 규제공백을 제거할 수 있음
 - 따라서 증권형 크라우드펀딩 제도 자체는 자본시장법을 통해 구현하여야 하며, 신생·벤처기업 등의 자금조달 활성화와 촉진을 위해서는 다른 제도적 지원을 통해 구현하는 것이 바람직함
 - 예컨대, 후술하는 바와 같이 영국의 SEIS제도를 통한 조세적 지원을 통해 고위험을 수반하는 투자에 대해 정부가 일정 부분의 위험을 부담하는 등의 기업의 자금조달 촉진 방안과 증권형 크라우드펀딩 제도의 구축 자체는 구분하여야 할 것임
- 미국의 CROWDFUND법이나 이탈리아의 성장촉진법의 경우에도 그 내용은 관련 증권법을 개정하는 것으로서 별도의 특별법적 내용을 담고 있는 것은 아님
- 기술한 바와 같이 미국의 CROWDFUND법은 33년 증권법과 34년 증권거래법을 개정하는 법률임
 - 이탈리아판 증권형 크라우드펀딩을 도입하고 있는 2012년 10월의 성장촉진법(Decreto Crescita) 또한 단일한 법률로서의 의미를 갖는 것이 아니라, 이탈리아의 금융통합법(TUF)에 크라우드펀딩에 관한 조문을 추가하는 입법 방식을 취하고 있음

- 참고로, 영국과 일본의 경우에도 각각 FCA¹⁵⁾와 금융청에서 제도 도입에 관한 검토를 진행 중에 있음

2. 증권형 크라우드펀딩의 법적 명칭

□ 발행인 측면에서 보면 증권형 크라우드펀딩은 인터넷, 사회관계망 등을 통해 소액의 증권을 공모한다는 특성을 가지므로 인터넷 등을 아우르는 ‘온라인’과 ‘소액공모’를 조합한 ‘온라인소액공모’로 하고, 크라우드펀딩업체는 ‘온라인소액공모중개업자’¹⁶⁾로 정의할 수 있음

- 크라우드펀딩은 대부분 크라우드펀딩업체가 인터넷 등에서 개설한 플랫폼을 통해 이루어지므로 ‘온라인’이라는 용어가 타당함
 - 미국 CROWDFUND법의 또 다른 약칭인 ‘온라인을 통한 자금 조달과 사기 및 비윤리적 비공시 방지에 관한 법(Capital Raising Online While Deterring Fraud and Unethical Non-Disclosure Act of 2012)’에서 ‘온라인’이라는 용어를 채택하고 있음
 - 우리나라의 현행법에서는 「콘텐츠산업진흥법」 제21조에서 ‘온라인’이라는 용어를 사용한 예가 있음

15) Financial Conduct Authority의 약자로서 2013년 4월 1일부터 종전 Financial Services Authority(FSA)가 담당하던 금융감독업무 중 영업행위 등의 규제 부분을 담당하는 기관을 말함. FSA가 담당하던 금융기관의 건전성 규제는 영란은행의 완전자회사인 Prudential Regulation Authority가 담당하게 되었음

16) 신동우 의원이 대표발의한 자본시장법 개정법률안에서는 ‘온라인소액투자중개업’이라는 용어를 도입하고 있는데, 이는 ‘펀딩’의 개념을 증권투자에 대입하여 투자자의 입장에서 크라우드펀딩중개업을 조어한 것으로 보임

- ‘소액공모’라는 용어가 금융투자업규정 제2-17조에서 사용되고 있어 자본시장법상에서 소액공모라는 용어를 채택할 경우 서로 혼란을 유발할 수도 있어 앞에 ‘특수’라는 단어를 추가하여 혼동을 방지하거나 ‘온라인소액공모’ 자체의 정의규정에 이러한 특성을 반영하여 기존의 소액공모와는 다른 것임을 명확히 할 수 있을 것임
 - ‘특수’라는 단어 없이, ‘온라인소액공모업’의 정의에 관한 법문을 다음과 같이 구성할 수 있을 것임: “발행인과 투자자의 의견교환이 개방된 온라인상에서 제000조에서 규정하는 증권의 모집·매출¹⁷⁾에 관한 중개를 영업으로 하는 투자중개업을 말한다”
 - ‘특수’라는 단어를 추가할 경우 그 의미는 단순한 종래의 인터넷공모가 아니라 Web 2.0에 의한 상호소통이라는 크라우드펀딩의 특수한 속성을 감안한 의미라 할 수 있음

17) 공모의 방식에는 모집과 매출이 있는데, 증권형 크라우드펀딩에서도 두 가지 방식을 모두 인정할 필요가 있음. 그런데, 증권형 크라우드펀딩에서의 주 타겟은 장기의 자기자본이 필요한 신생기업 등일 것이므로 거의 대부분은 모집에 해당할 것이고, 증권형 크라우드펀딩을 도입하려는 이유가 신생·벤처기업 등의 자금조달 원활화에 있으므로 대주주 등의 유동성 공급을 목적으로 하는 매출은 제외하는 것이 바람직하다고 생각할 수도 있음. 그러나 발행인의 자사주 매출을 통한 자금조달도 가능하므로 정의규정에서 매출을 포함하였음. 온라인을 통한 사모의 중개도 가능할 것이나, 인터넷이라는 공개적 특성과 크라우드펀딩을 통해 보다 좋은 신생기업 등을 일반투자자에게 널리 알리는 것도 중요하다는 점에서 사모는 제외하였음

3. 발행인 관련 규제 완화와 보충적 장치

가. 발행한도 규제 및 공시규제 완화

- 소액공모 시의 발행한도와 균형을 맞추어 크라우드펀딩을 통해 모집할 수 있는 금액을 연간 10억원으로 설정하고, 3억원~5억원 정도의 건별 발행금액을 둘 필요가 있음
 - 미국 CROWDFUND법이 100만달러로 발행금액을 제한하고 있는 것과 소액공모 발행한도가 10억이라는 점에서 10억원으로 한도를 설정하는 것이 바람직함
 - 이는 고도의 투자위험을 수반하는 증권발행을 일정금액으로 제한함으로써 거시적 관점에서 투자위험의 발생을 제한한다는 의미가 있음
 - 2011년도 통계청의 자료에 의하면, 신생·벤처기업 등의 창업자금은 통상 5천만원에서 1억원이 32.1%로 다수를 차지하므로 3억원~5억원 정도의 건별 발행한도를 둬으로써 거액의 사기적 증권발행을 억제할 필요가 있음
 - 소액공모금액과 증권형 크라우드펀딩금액은 분리하여 각각 10억원으로 산정하는 것이 바람직함
 - 미국의 경우에도 Regulation D에 따라 발행한 금액과 증권형 크라우드펀딩에 의해 발행한 금액은 합산하지 않음
 - 크라우드펀딩을 통해 증권을 발행할 수 있는 적격발행인의 범위도 일정부분 제한될 예정이므로 향후 소액공모를 이용하는 발행인과 크라우드펀딩을 이용하는 발행인은 분리될 것으로 전망됨
 - 또한 크라우드펀딩에 의한 발행의 경우에도 아래에서 기술하는 바와 같이 누적 연간 발행금액이 높아질수록 발행공시 서

류가 소액공모와 유사해지므로 규제차익도 그리 크지 않을 것으로 전망됨

- 다만 정기공시의 수준은 누적발행 금액에 따라 달리 정해지지 않을 전망이므로, 향후 요건을 갖춘 발행인의 경우 소액공모 보다는 증권형 크라우드펀딩을 주로 이용할 것으로 예상됨

□ 발행공시는 증권신고서를 면제하고, 미국의 CROWDFUND법과 유사하게 연간 발행금액을 합산 후 다음과 같이 3단계로 구분하여 공시 규제를 완화하는 방안을 고려할 필요가 있음

- 1억원 미만의 경우에는 대표이사 등이 진정성을 확증한 재무내역서와 발행관련 서류를 공시
- 1억원 이상 5억원 이하의 경우에는 세무사 또는 공인회계사의 확인과 의견표시를 받은 재무내역서와 발행관련 서류를 공시
- 5억원 이상의 경우에는 회계감사인의 감사를 받은 감사보고서와 발행관련 서류를 공시

□ 정기공시는 증권형 크라우드펀딩을 이용하는 발행인의 영세성을 반영하여 가장 부담이 낮은 단계로 도입하되, M&A, 도산 등과 같은 중요 사실에 대하여는 수시공시 사항으로 포함할 필요가 있음

- 사업보고서, 분기·반기보고서를 대신하여 연 1회 경영성과보고서 및 약식 재무서류를 제출하게 함으로써 정기공시 의무 완화
- 투자계약증권의 경우 해당 투자계약의 목적인 사업의 진행·성과보고서가 경영성과보고서가 될 것임

나. 발행인의 범위

- 크라우드펀딩을 통해 증권을 발행할 수 있는 발행인의 업종에 대한 범위는 증권형 크라우드펀딩 제도의 도입목적이 신생·벤처기업 등의 자금조달 활성화를 통하여 창조경제의 주춧돌 역할을 할 수 있도록 하는 것이므로 이에 적합하지 않는 업종만 배제하는 negative 방식이 바람직함
 - 중소기업창업지원법 시행령 제4조에서 금융 및 보험업, 부동산업, 숙박·음식점업, 무도장운영업, 갬블링 및 베팅업 등은 창업지원법의 지원대상에서 제외하고 있으므로 이를 기준으로 할 필요가 있음
 - 다만, 크라우드펀딩의 적용제외대상 업종과 창업지원법의 적용제외대상 업종을 반드시 동일하게 가져 갈 필요는 없으므로 대부업을 포함한 금융 및 보험업, 부동산업, 갬블링업 및 베팅업, 그 밖에 미풍양속을 해치는 업종을 제외한 모든 업종에 적용함으로써 신생·벤처기업 등의 원활한 자금조달을 지원하여야 할 것임
 - 저축은행, 대부업자 등의 금융업자가 크라우드펀딩을 통해 자금을 모집하는 것은 집합투자업과 유사함

- 유가증권시장, 코스닥, 코넥스에 상장된 회사의 경우에는 당해 시장을 통하여 자금을 조달하거나 소액공모를 통하여 자금을 조달할 수 있는 통로가 이미 마련되어 있으므로 크라우드펀딩을 이용할 수 없도록 금지하여야 할 것임
 - 증권형 크라우드펀딩은 통상 창업 시 또는 창업 후 1년~5년 사이의 단계 즉, 이른바 '죽음의 계곡' 단계에 있는 기업에게 대안적인 직접금융의 기회를 제공하는 것이므로 별도의 자금조달 통

로가 마련된 상장기업은 배제함으로써 자금의 쏠림현상을 방지하고 한정된 재원을 '죽음의 계곡' 단계에 있는 기업에 집중하여 제도 도입효과를 극대화하여야 할 것임

- 이와 유사한 논의로서, 창업 후 7년을 초과한 기업에 대하여도 크라우드펀딩의 이용을 금지하여 신생기업 등에 자금을 집중하는 것이 필요하다는 점에서 업력의 제한도 고려할 필요가 있을 것으로 보임
 - 그 외, 통상 7년 이상의 업력이 있는 기업이 벤처캐피탈 등으로부터 투자금을 받지 못했거나 추가의 자금지원을 받지 못한다는 것은 한계기업이거나 기업전망이 좋지 않다는 것을 의미할 수도 있으므로 투자자보호 차원에서도 제도 이용을 배제하는 것이 원칙적으로 바람직함
 - 참고로 중소기업창업지원법에서도 그 적용대상을 7년을 기준으로 하고 있음
 - 다만, 영화제작 등 프로젝트성 자금모집의 경우에는 업력이 아니라 프로젝트가 얼마나 성공할 수 있을 것인가가 중요하므로 특정 업종의 경우에는 업력에 따른 제도의 이용을 금지할 필요는 없음
 - 채무증권의 경우에는 특정기간 내에 자금의 순환을 위한 목적으로 발행할 필요가 있을 수 있고, 지분증권과 달리 비교적 단기에 원리금을 상환하므로 업력을 7년으로 제한할 필요는 없으며 투자자의 투자판단과 집단지성에 맡길 필요는 없는지 검토가 필요함

- 투자계약증권을 인정하는 이상 기업의 종류를 별도로 제한할 필요는 없으며, 개인사업체의 경우에는 투자계약증권만 가능하도록 유도하여야 함

- 소상공인 등의 개인도 투자계약증권의 발행을 통해 크라우드펀딩을 이용할 수 있도록 제도의 길을 열어 놓을 필요가 있음
- 다만, 증권형 크라우드펀딩만이 자금조달의 ‘만능키’가 아니며, 후원형, 대출형을 통해서도 충분히 필요한 자금을 조달할 수 있으므로 크라우드펀딩업체가 발행인의 상황에 맞게 적절한 유형의 크라우드펀딩을 안내할 것임
 - 대부분의 개인 소상공인 등의 경우 후원형이나 대출형을 통해서도 충분히 필요한 자금을 조달할 수 있을 것임
 - 자칫 증권형 크라우드펀딩을 통해 증권사기 등의 소송에 휘말릴 경우 향후 경제활동에 상당한 어려움을 줄 수도 있기 때문에 실무적 측면에서 개인의 증권형 크라우드펀딩의 이용은 신중을 기할 필요

- 증권형 크라우드펀딩은 우리 기업의 자금조달 활성화 및 혁신기업 육성과 이에 따른 일자리 창출 등을 목적으로 도입하는 것이므로 대한민국 국적의 신생·벤처기업 등에만 허용하여야 할 것임
 - 따라서 외국인은 대상에서 제외되나, 외국기업의 국내 현지법인의 경우에는 적용대상에 포함된다고 해석할 수 있음

다. 발행증권의 종류

- 자본시장법상 6가지 종류의 증권 중 크라우드펀딩의 구조와 속성을 고려하고 발행인과 투자자의 발행·투자수요를 감안하여 지분증권, 채무증권 및 투자계약증권의 발행을 positive방식으로 인정하는 것이 바람직함

- 파생결합증권, 증권예탁증권, 수익증권은 다음과 같은 이유로 증권형 크라우드펀딩의 적격증권에서 제외함
 - 종래 정치인 펀드의 경우 투자자가 가지는 권리의 법적 성질은 외생적변수 즉, 선거에서의 득표결과에 따른 원리금지급이라는 파생적 성격을 결합한 파생결합증권으로 분류할 수 있어 이를 포함할 필요도 있으나, 정치인 개인이 특수목적을 위해 발행하는 파생결합증권은 경제성장과는 무관하다는 측면에서 제외함
 - 증권예탁증권은 그 발행의 목적과 성질상 적합하지 않으므로 제외함
 - 수익증권은 신탁의 구조를 취하는 집합투자기구에 의해 발행되고 이 경우 크라우드펀딩업체가 집합투자기구에 해당하나, 영세한 크라우드펀딩업체가 집합투자기구의 요건을 만족하고 증권발행에 따른 책임을 부담하기 어렵다는 점에서 제외함
- 지분증권은 주식회사의 주식, 유한책임회사, (익명)조합 등의 지분을 예로 들 수 있음
- 채무증권은 종래 우리나라에서 기업대출형 크라우드펀딩을 대부분 흡수할 것으로 예상되며, 전환사채나 신주인수권부사채 등 메자닌증권의 활용도 활발할 것으로 예상됨
 - 다만, 개인대출형의 경우 개인의 채무증권은 유사성과 균일성 기준에 따라 자본시장법상 채무증권으로 포함되지 않은 것으로 해석되므로 제외함
- 투자계약증권은 프로젝트성 사업에 적용될 수 있을 것으로 보이며, 향후 크라우드펀딩에 활용예가 많을 것으로 예상됨
 - 다만, 합리적 투자판단을 형성할 수 있도록 사전 공시에 의하는 등의 공정한 조치가 없는 한 투자자간 투자 조건을 달리하여 투자계약증권을 발행하는 것은 허용되지 않는다고 해야 할 것임

- 이런 점에서 어느 정도의 표준화가 필요할 것으로 보임

라. 증권발행 시 발행인의 주요 조치·공시 사항

□ 크라우드펀딩을 통한 증권발행 시 발행인이 취해야 할 조치·공시사항으로서 다음의 사항에 대한 도입의 고려가 필요함

- 목표금액도달로 자금조달에 성공할 경우 최종 계약 전 투자자에게 전자적 형태로 각 투자자에게 최종 발행가격과 조건을 제시하고, 투자자에게 최종적인 투자결정 기회 부여
 - 다만, 허위 청약으로 인한 청약취소를 방지하기 위해 최초 공시한 발행조건과 최종 발행조건에 변함이 없을 경우 목표금액도달 및 청약기간 종료 후에는 청약 취소 금지
- 투자자간 발행조건을 달리하는 경우 합리성을 갖추어야 하며, 사전 공시를 의무화하고 이를 투자자가 쉽게 확인할 수 있도록 특별한 조치를 취하도록 의무화
- 최초 공시 이후 발행조건이 변경되는 경우, 공시서류를 다시 제출하도록 하고 이미 청약한 투자자에게는 개별적인 이메일 통지를 의무화하며, 크라우드펀딩업체를 통해 투자자가 이를 쉽게 확인할 수 있도록 변경조건과 그 이유를 게시하도록 조치
- 발행인이 이미 발행한 증권과 모집하고자 하는 증권 간에 권리의 내용이 다른 경우, 그 내용의 차이에 관한 설명과 주식매수선택권, 전환사채, 신주인수권부사채 등의 권리행사나 추가적인 증권발행에 의해 모집하고자 하는 증권의 권리가 어떻게 희석화되거나 제한될 수 있는가에 대한 공시 의무화
 - 단순한 희석화 등의 가능성에 대한 기술이 아니라 구체적인 예시를 통해 투자자가 용이하게 이해할 수 있도록 할 필요

- 발행인의 대주주 등 주요주주가 보유한 증권의 권리행사가 모집하고자 하는 증권에 미치는 부정적 영향에 관한 공시 의무화
- 발행가격의 산정 이유와 방식의 공시 의무화

마. 광고제한

- 인터넷이 가지는 정보의 빠른 전파라는 속성상 클라우드펀딩의 광고에 대한 제한이 없을 경우 투자과열과 유사클라우드펀딩업체 등에 의한 증권사기가 있을 수 있으므로 광고를 제한할 필요가 있음

- 또한 증권형 클라우드펀딩에서는 신생기업 등의 발행증권에 대한 공시가 상당부분 면제되므로 정보비대칭성이 그 어느 투자보다 높아 고위험군의 투자에 해당하므로 이러한 투자의 조건에 대한 광고 내지 홍보는 클라우드펀딩업체 내로 한정하는 것이 바람직함
 - 따라서 발행인의 홈페이지 자체에 발행조건 등을 광고하는 것도 금지하는 것이 바람직함
 - 고의 또는 과실로 클라우드펀딩업체에서 공시된 발행조건과 발행인 홈페이지에서 게재된 발행조건이 상이할 경우 불필요한 분쟁이 발생할 수 있음
 - 또한 금융감독 하에 있는 등록클라우드펀딩업체와는 달리 발행인은 자사 홈페이지에서 과장 광고를 할 유인이 상당하기 때문임
 - 다만, 해당 클라우드펀딩업체에서 증권발행이 있다는 사실을 알리는 링크는 허용하여 자금조달 활성화를 도모하여야 할 것임

4. 투자자보호 장치

가. 투자자보호의 기본방향

□ 발행인의 공시의무에 대한 대폭적 완화를 통한 원활한 자금조달의 지원이라는 정책적 결정은 전통적인 증권규제의 측면에서는 투자자 보호의 문제와 관련하여 사실상 규제를 포기하는 수준의 경계선에 맞닿은 극단의 조치로 평가할 수 있음

— 일반 상품과 달리 금융투자상품은 결국 발행인에 대한 정보가 그 상품의 본질이나, 정보의 공개의무를 사실상 면제하는 크라우드펀딩의 경우 도대체 어떤 상품에 투자하는 것인지에 관한 합리적 투자판단을 형성할 근거가 부족할 수밖에 없어 초고위험군의 투자에 속함

— 따라서 종래 이런 유형의 투자는 전문투자자의 투자영역으로 남겨져 있었으나 이를 일반투자자에게도 허용하는 점에서 투자자보호 장치의 마련이 강력하게 요구된다고 할 것임

- 코넥스의 경우 지정자문인에 의해 상장 대상회사를 분석하고 일정 정보가 공시됨에도 불구하고, 사실상 전문투자자만을 대상으로 시장이 설계되었다¹⁸⁾는 점에서 크라우드펀딩에 의한 발행시장이 얼마나 큰 위험을 수반하는 것인지 쉽게 이해할 수 있을 것임

18) 개인투자자가 코넥스에 참여하기 위해서는 3억원의 고객예탁금이 요구됨. 따라서 코넥스에 참여하는 개인투자자는 거의 없을 것으로 전망되므로 코넥스시장은 '사실상' 전문투자자만을 위한 시장이라 할 수 있을 것임

- 집단지성(wisdom of crowds)의 발휘와 상호소통에 의한 공시부족 문제를 어느 정도 감쇄할 수 있다고 하더라도, 종래 기부·후원형의 비투자형에서 작동하던 집단지성이 증권형에도 그대로 잘 발휘될 수 있다는 보장은 그 어디에도 없음
 - 이익을 얻기 위해 자금을 제공하는 대출형과 증권형의 투자형 크라우드펀딩에서는 본래 의미의 ‘따뜻한’ 집단지성이 그대로 발현되기 어려운 면이 존재함
 - 공시부족으로 인해 집단지성이 도리어 근거 없는 풍문에 의해 증권을 매수하도록 유도하는 증권사기의 도구가 될 우려도 농후하여 자칫 집단지성이 도리어 ‘집단사기’를 부추길 수 있음

- 이러한 관점에서, 증권형 크라우드펀딩의 제도화에 있어 투자자보호 장치의 마련은 필수적이나, 다만 그 기본방향은 원활한 자금조달 활성화라는 목표와 균형을 맞추어야 할 것임

- 따라서, 증권형 크라우드펀딩에서는 전통적인 발행인 중심의 공시규제가 상당 수준으로 완화되었으므로, 미국의 CROWDFUND법의 경우와 유사하게 다음과 같은 방식의 투자자보호 장치를 설계할 필요가 있다고 판단됨
 - 첫째, 투자자의 투자한도를 총량적으로 제한하고, 투자자 교육을 강화하는 등 투자자의 책임투자가 이루어질 수 있는 투자환경을 조성하는, 투자자에 중심을 둔 투자자보호 장치를 마련
 - 둘째, 크라우드펀딩업체 자체에 대한 규제를 활용하여 크라우드펀딩업체를 통한 간접적인 모니터링 실시
 - 셋째, 사후적 투자자보호 장치인 발행인에 대한 손해배상과 크라우드펀딩업체에 대한 손해배상 제도의 도입

- 넷제, 목표도달형, 1년간의 유통금지, 청약대금의 제3자 예치 등을 통하여 투자자보호를 강화하는 방향의 제도 설계

나. 투자자의 투자한도 설정

- 증권형 크라우드펀딩 제도에서 발행인의 연간 발행한도 설정과 더불어 투자자의 연간 투자한도 설정을 통해 투자자보호를 도모하는 것이 제도의 가장 핵심적인 부분이라 할 수 있음
 - 발행인의 발행한도는 위험증권의 규모를, 투자자의 투자한도는 투자위험을 각각 일정 범위내로 한정하는 의미를 가짐
 - 다만, 투자한도의 제한은 투자자의 투자위험을 제한한다는 의미는 가지지만, 기술한 바와 같이 증권사기 등의 발생 자체를 제어하는 수단은 아님
 - 발행시장의 규범적 측면에서는 거액의 증권사기와 소액의 증권사기는 동가치적 성격을 지닐 수 있음
- ‘일반개인투자자’에 대한 투자한도는 연간 총투자한도와 발행인별 투자한도로 구분하고, 발행인별 투자한도는 다시 건별 투자한도와 연간 투자한도로 구분 가능함
 - 투자자의 연간 총투자한도는 투자자의 연간 최대 원본손실가능성과 동일한 의미를 가짐
 - 발행인별 연간 투자한도는 투자자의 분산투자를 통한 위험분산 기능을 담당함
 - 발행인별 1회 투자한도는 개별 발행인에 대한 위험을 보다 더 좁히고자 할 경우 채택할 수 있음

- 따라서 정책적 판단에 따라 발행인별 연간 투자한도만 설정하고 1회당 투자한도는 개별 크라우드펀딩업체나 발행인의 자율에 맡길 수도 있을 것임
- 실제 외국의 후원형 크라우드펀딩이나 영국의 증권형 크라우드펀딩은 크라우드펀딩업체가 최저 투자금액의 한도를 자율적으로 정하는 경우가 다수이며, 미국의 CROWDFUND법도 개별 투자한도는 두고 있지 않음

□ 투자한도 설정 방식

- (편면적 방식) 소득금액·보유자산에 따른 연간 투자한도의 차별 없이 연간 및 발행인별 투자한도를 설정하는 방식임
 - 예컨대, 자본시장법 단계에서 연간 총투자금액은 1,000만원, 발행인별 연간 투자한도는 500만원으로 설정하고, 시행령 단계에서 정책방향에 따라 투자한도를 줄일 수 있음
 - 발행인별 1회 투자한도를 둘 경우에는 자본시장법 단계에서는 최대 300만원이 적절할 것으로 보임
- (단계적 방식) 편면적 방식과 같이 원칙적으로는 소득금액·보유자산에 따른 투자한도의 차이를 두지 않되, 예외적으로 일정 소득 이상의 개인투자자가 스스로 소득을 증빙하고 투자한도를 높여 줄 것을 요구하는 경우 자본시장법 단계의 투자한도까지 투자할 수 있도록 허용하는 방식임

□ 편면적 방식의 장단점

- 소득·보유자산에 근거한 차별화에 따른 정서적 문제가 없고, 소득·보유자산 관리에 대한 추가적 비용 및 부담을 줄일 수 있는 장점이 있음

- 반면, 단계적 방식에 비해 투자금액이 적기 때문에 투자가치 자체가 미미할 수 있고, 이에 따라 투자자의 투자의향이 저하되고 자금모집의 성공률도 하락할 수 있다는 단점이 있음
- 하지만, 증권형 크라우드펀딩을 반드시 수익을 얻기 위해 투자한다는 개념에서 접근하기 보다는 좋은 기업을 발굴하고 향후 엔젤투자를 통해 추가적인 투자를 할 수 있다는 측면에서 볼 필요가 있음
- 또한 미국의 경우에도 연간소득이 10만달러 미만의 개인투자자는 연소득 또는 순자산 내역에 따라 연간 약 200만원에서 최대 500만원까지밖에 투자하지 못하기 때문에, 투자금액의 한도로 인한 투자의향의 저하와 자금모집 실패율의 문제는 조세적 측면의 투자유인 및 위험감소와 정책금융 등을 통한 정부차원의 간접적 투자지원 및 적격엔젤투자자의 인정 등 전문투자자 범위를 넓혀 투자자 풀을 넓히는 것이 바람직함

□ 단계적 방식의 장단점

- 일정한 투자자의 경우 소득·보유재산에 대한 증빙을 통해 보다 많은 금액의 투자가 가능하므로 발행인의 자금모집에 유리한 장점이 있음
 - 투자자가 스스로 필요 시 소득을 증빙하므로 미국과 같이 10만달러라는 기준에 의해 모든 투자자가 의무적으로 소득 증빙서류를 제출하여야 하는 경우보다 우리나라의 현실에 맞는 방식임(장외시장에서 일부 투자자는 소득에 대한 노출을 꺼려하는 경우가 많음)
- 그러나 소득·보유재산 관리시스템의 구축·유지·이용에 따른 추가비용과 소득·보유재산의 기준을 어떻게 정할지에 관한 보다 합리적인 논의가 필요하다는 단점도 있음

- 현행 전문투자자의 판단 기준도 일정 소득금액을 기준으로 하고 있고, 외국의 경우도 전문투자자지식과는 무관하게 일정 소득·보유재산에 근거하여 전문투자자의 범위를 확정하므로 큰 문제는 없음
- 그러나 합리적인 기준이 설정되지 않는 경우 '소득이 낮다면 투자판단도 낮다는 것인가' 라는 '정서적' 비판이 있을 수 있음
- 소득·보유재산 관리시스템은 어차피 연간 투자한도 관리시스템 등 중앙기록관리플랫폼을 구축 시 동시에 프로그래밍이 가능하므로 별도의 큰 비용이 소요되지 않을 것임

□ 소득·보유재산을 기준으로 할 경우 다음의 방식을 고려해 볼 수 있음

- 올해부터 새로 도입된 재형저축가입 가능 근로자기준인 연소득 5천만원과 미국과 유사하게 1억원으로 하여 투자가능 금액의 한도를 정하는 방식과
- 5천만원과 1억원의 두 구간을 두고 투자가능금액의 한도를 보다 세분화하는 방안을 생각해 볼 수 있음
- 보유자산의 경우에는 자본시장법의 전문투자자 구분 기준과 유사하게 보유 금융자산을 기준으로 하는 것이 바람직함

□ 다소 정서적 저항이 있을 수 있으나, 자금조달 활성화라는 측면에서 단계적 방식으로 접근하고 향후 시장이 과열될 우려가 있다고 판단하는 경우 편면적 방식으로 전환하는 정책이 바람직한 것으로 판단됨

- 다만, 소득·보유재산 증빙을 통해 투자한도의 증액을 요구하는 투자자에 대해서는 투자위험을 다시 한 번 고지하여 투자실패에 따른 불필요한 민원을 방지하여야 할 것임

□ 발행증권의 종류에 따른 투자한도의 차별 가능성 문제

- 통상 지분증권(주식)의 경우 발행금액 자체가 크다는 측면에서 발행인별 투자한도를 높여줄 필요가 있다는 의견이 있을 수 있음
 - 반대로 채무증권의 경우 준대출형의 기능을 담당할 것이므로 투자한도를 낮추어 충분한 분산투자가 가능하도록 해야 한다는 의견도 가능함
- 그러나 지분증권에 대한 투자는 타 증권에 비해 장기의 투자위험을 수반하므로 단순히 자금조달 활성화만이 아니라 투자위험 축소도 같이 고려되어야 하므로 증권 종류에 따라 투자한도를 달리할 필요성은 크지 않다고 판단됨
 - 채무증권에 대해 더 낮은 1회 투자한도의 설정이 필요할 수도 있으나, 이는 크라우드펀딩업체의 자율에 맡겨도 큰 문제는 없을 것으로 전망됨

다. 투자자 등에 대한 교육

□ 투자자교육은 투자한도 설정과 함께 투자자 측면에서 이루어질 수 있는 가장 적극적인 투자자보호 정책으로서 모든 개인투자자에 대해 교육이수를 의무화하여야 할 것임

- 교육이수는 온라인을 통한 동영상 강의의 청취를 원칙으로 하고 예외적으로 오프라인 방식을 취하는 것이 바람직함
- 전문투자자를 제외하고, 모든 개인투자자는 교육이수를 하여야 크라우드펀딩을 통한 투자가 가능하도록 설계하여야 함
- 동영상 강의를 통해 보다 입체적인 설명이 가능하고, 단순한 체크나 확인버튼에 의한 교육이수 여부 판단은 교육의 실효성을 담보하지 못하므로 동영상 강의를 보다 효과적일 것임

- 금융위원회가 지정한 교육기관을 통해 오프라인 교육을 받은 경우에도 동일한 투자자교육 이수를 인정할 수 있을 것임
 - 예컨대, 엔젤투자자협회의 교육과정 중 일부를 청강한 경우 청강확인증을 크라우드펀딩업체에 제출한 경우 교육이수로 처리
 - 온라인 강의의 수행주체, 구체적인 내용과 시간 등에 대해서는 추후 논의가 필요하나, 온라인 강의의 관리와 수료인증에 대해서는 중앙기록관리플랫폼을 통해 집중관리하는 것이 바람직함
- 신생·벤처기업 등은 대부분 주식발행이나 증권발행과 관련한 법적·실무적 지식이 없는 경우가 많을 것이므로 명의개서대행기관과 중앙예탁기관으로서의 역할을 담당하는 예탁결제원을 통하여 사전·사후 교육이 필요할 것으로 판단됨
- 투자자교육과는 달리 이는 예탁결제원의 자율적 판단에 따라 교육여부와 내용을 결정하는 것이 바람직할 것으로 보임
- 크라우드펀딩업체는 투자중개업자로서의 기능을 수행할 것이므로 가능한 경우 금융투자협회를 통해 증권업자와 그 임직원에게 대한 교육과 유사한 교육프로그램을 통해 발행중개기관으로서의 이해상충 방지와 사기적 증권발행을 미연에 방지하고 공정한 크라우드펀딩이 진행될 수 있도록 계도할 필요가 있음
- 금융투자협회가 규정을 수정하여 크라우드펀딩업체를 금융투자협회의 특별회원 등의 방식으로 등록하게 하여 모범규준이나 약관, 행위준칙 등을 마련하도록 하는 것이 크라우드펀딩의 원활한 운영과 지속적인 발전을 위해 바람직하다고 판단됨

- 참고로 기술한 바와 같이 미국은 전업크라우드펀딩업체인 ‘펀딩포털’을 의무적으로 SEC와 자율규제기관인 FINRA에 등록하도록 하고 있음

라. 투자자 제한

- 만 19세 이상의 대한민국 성년에 한하여 투자가 가능하도록 투자연령과 국적에 대한 제한을 도입할 필요가 있음
 - 증권형 크라우드펀딩의 고위험을 감안하고, 미성년자를 이용하여 투자한도를 회피하는 것을 방지하기 위하여 투자연령을 제한하여야 함
 - 외국인을 대상으로 한 청약의 권유 시에는 외국 증권법의 적용가능성이 높고 인터넷의 편재성으로 인해 복수국가의 법이 관여될 확률이 높으므로, 외국인은 명시적으로 제외하고 내국민으로 한정하는 것이 바람직함
- 크라우드펀딩업체 및 그 임직원의 투자 제한
 - 모집을 중개하는 크라우드펀딩업체 및 그 임직원은 해당 업체를 이용하는 발행인의 증권에 대해 투자를 금지하여야 함
 - 자본시장법상 투자중개업자의 임직원은 일정한 요건 하에 금융투자상품의 매매가 허용되나,¹⁹⁾ 목표금액도달을 위해 크라우드펀딩업체의 임직원이 동원되거나 게시판 등을 통해 발행인에 대해 과장된 글을 올리는 등의 불공정 행위가 일어날 여지가 높다고 판단되므로 당해 크라우드펀딩업체를 통해 모집되는 증권에 대해서는 투자금지가 바람직함

19) 자본시장법 제63조 참조

- 다만, 이해상충 방지 장치의 도입과 크라우드펀딩업체 임직원의 의견제시를 금지하는 조치가 있는 경우 직원에 한하여는 투자를 허용할 수도 있을 것임
 - 참고로, 미국의 경우 크라우드펀딩업체의 이사·임원 등은 당해 업체를 이용하는 발행인에 대한 일체의 재무적 이익의 보유를 금지하고 있음²⁰⁾
- 크라우드펀딩업체 자체의 자기투자(principal investment)에 대하여는, 이해상충 측면과 크라우드펀딩업체에 대해서는 건전성 규제인 NCR 규제를 면제할 것으로 예상되므로 해당 업체를 이용하는 발행인에 대한 자기투자 또한 금지하는 것이 타당할 것으로 판단됨
- 크라우드펀딩업체가 투자를 했다는 홍보를 함으로써 과잉투자를 부추기는 것을 방지하는 효과도 있음
 - 참고로, 미국의 경우 크라우드펀딩업체가 자신을 이용하는 발행인의 증권에 대해 취득하는 행위를 금지하지는 않음²¹⁾

마. 손해배상책임의 도입

□ 부실기재 등으로 인한 발행인의 손해배상책임

- 증권형 크라우드펀딩 제도는 발행인의 증권신고서 제출을 면제하고 심사과정이 없이 약식의 재무서류만 제출하여도 증권 발행이 가능하여 사실상 발행공시가 면제되는 수준이라고 할 수 있기 때문에 발행인이 거짓 또는 부실한 재무서류를 제출할 유인이 높음

20) 33년 증권법 제4A조 (a)항 (11)호

21) 33년 증권법 제4A조 (a)항 (11)호 참조

- 따라서 이러한 유인을 제거하기 위하여 자본시장법 제125조와 유사한 거짓·부실기재로 인한 발행인의 손해배상책임을 도입함으로써 입증책임을 발행인에게 전환하여 투자자를 보호할 필요가 있음
 - 거짓·부실기재의 범위는 공시한 재무서류뿐만 아니라, 크라우드펀딩업체의 플랫폼을 통해 투자자에게 답변을 한 내용도 포함하여 발행인의 진정성을 확보하여야 할 것임
- 다만, 발행인이 부실기재에 관하여 고의·과실이 없거나, 합리적 주의를 다하였음에도 발행인이 부실기재의 사실을 예상할 수 없었던 경우 또는 투자자가 부실기재를 알고도 투자한 경우에는 책임을 배제함으로써 선량한 발행인의 자금조달 원활화를 도모하여야 할 것임
- 손해배상책임을 부담하는 자의 범위는 발행인 및 온라인소액공모 서류에 서명·연명한 자뿐만 아니라, 서명·연명한 자를 사실상 지배하여 서명·연명하도록 지시한 자를 포함하여야 함
- 참고로, 소액공모 시에도 증권신고서 제출이 없고 따라서 자본시장법 제125조의 적용이 없기 때문에 손해배상책임이 면제되나, 증권형 크라우드펀딩에는 자본시장법상의 손해배상책임 제도를 도입할 예정인데 그 이유로는 다음을 들 수 있음
 - 소액공모의 경우에는 회계감사인의 감사를 받은 감사보고서를 제출하게 하는 등 공시내용이 보다 객관적이라 할 수 있지만, 증권형 크라우드펀딩의 경우 가장 낮은 규모의 자금모집에는 대표이사 등의 서명이 있는 재무서류만으로도 가능하므로 부실기재의 유인이 큼
 - 환언하면, 공시규제가 완화된 만큼 그에 상응하는 발행인의 책임을 강화하여 규제의 균형을 맞출 필요가 있기 때문임

- 또한 크라우드펀딩업체의 플랫폼에서 투자자에게 답변한 내용까지 책임의 범위에 포함함으로써 과장된 장미빛 전망을 제시하여 투자자를 현혹하는 것을 방지하는 등 발행인의 도덕적 해이를 방지할 수 있는 장치가 필요함
- 크라우드펀딩은 소액공모에 비해 소액·다수의 개인투자자가 참여하게 될 것인 바, 이러한 개인투자자가 민법에 의한 불법행위책임보다 용이하게 민사적 배상을 받을 수 있는 제도적 장치가 필요함

□ 크라우드펀딩업체의 손해배상책임

- 크라우드펀딩업체가 상기 발행인의 책임과 관련하여 온라인소액 공모서류에 ‘객관적인’ 부실기재가 있음에도 불구하고 사실확인을 게을리 하거나 이를 묵인한 경우 손해배상책임을 지움으로써 업무의 충실을 기하고, 투자자보호에 기여할 수 있음
- 또한, 크라우드펀딩업체가 발행인의 이사, 주요주주에 대한 범죄사실 등의 사실관계를 확인해야 하는 등 법에서 기술하는 의무를 이행하지 않음으로 인해 투자자에게 손해가 발생한 경우 책임이 있다는 규정을 두어야 할 것임
- 자본시장법 제64조는 금융투자업자의 법령 등 위반행위와 업무소홀로 인한 손해배상책임 및 투자자에 대한 손해배상책임이 있는 경우 관련 임원에게 귀책사유가 있는 때에는 연대하여 배상하도록 규정하고 있음

바. 비등록업체를 통한 증권형 크라우드펀딩의 금지

□ 비등록크라우드펀딩업체 등을 통한 증권형 크라우드펀딩 금지

- 증권형 크라우드펀딩은 금융위원회의 인가를 받아 등록된 크라우드펀딩업체를 통해서만 가능하도록 제도를 설계하여, 비등록 크라우드펀딩업체의 난립과 이로 인한 투자자의 피해 양산을 방지하여야 할 것임
- 등록크라우드펀딩업체만을 통해 증권형 크라우드펀딩이 가능하도록 강제하는 또 다른 이유는 크라우드펀딩업체에게 투자자 보호를 위한 각종 조치를 부과하고 있는데, 비등록업체나 발행인의 홈페이지를 통한 경우 이러한 투자자보호 장치를 무력화시키기 때문임

□ 크라우드펀딩업체 자사주의 자사 플랫폼을 통한 온라인소액공모의 금지

- 온라인소액공모를 크라우드펀딩업체를 통하도록 한 것은 사실관계 확인과 객관성을 갖도록 하기 위한 조치임을 감안할 때 크라우드펀딩업체가 자사의 주식을 자기 플랫폼을 통하여 공모할 경우에는 크라우드펀딩업체를 통하도록 한 취지와 배치된다는 점에서 금지하는 것이 바람직함
 - 이 경우 크라우드펀딩업체는 타 크라우드펀딩업체를 통하여 공모를 진행하여야 할 것임

사. 목표도달형(all-or-nothing)의 도입 및 청약철회권 부여

- 목표도달형이란 발행인이 모집하고자 하는 모집예정목표금액에 도달한 경우에만 청약이 유효하도록 하는 장치임
 - 목표금액의 도달로 투자자들이 해당 발행인의 사업이나 프로젝트가 충분히 투자 가치가 있다는 것을 동의했다는 의미를 가짐
 - 또한 발행인으로 하여금 과도한 투자금 유치를 억제하여 발행인이 '소액'의 자금모집을 지원한다는 제도의 취지에 부합하는 모집예정금액을 정할 수 있도록 유도하는 기능을 담당함
 - 목표도달형에서는 목표금액에 도달하지 못하는 경우 발행계획이 자동적으로 취소되는 것이 특징임
 - 이 경우 발행인은 목표금액을 낮추고 사업계획을 정비하여 다시 모집을 시도할 수 있을 것임

- 목표금액의 일부만 도달하는 경우 등 목표도달과 다른 조건성취형에 대한 취급²²⁾
 - 예컨대, 목표금액의 90% 도달이라는 조건성취 시에도 청약이 유효한 것으로 한다는 조건을 붙이는 것은 목표도달형 도입의 취지에 반하므로 이를 허용할 것인가에 대한 논의가 필요함
 - 100%가 아닌 90%의 조건을 붙인 조건성취형을 허용하지 않을 경우, 발행인은 처음부터 90%만큼에 해당하는 금액을 모집예정금액으로 정하여 모집하여야 할 것임

22) '목표도달형'은 모집하고자 하는 목표금액의 전부에 도달하는 경우에만 청약이 유효하도록 하는 것이고, '조건성취형'은 목표금액의 일부분에 해당하는 조건, 예컨대 목표금액의 90%에 도달하면 청약이 유효하다는 조건이 있는 것을 의미하는 것으로 정의할 수 있음

- 발행인의 자금조달 활성화 도모를 위하여 조건성취형을 허용할 경우에는 명확한 사전공시가 전제되어야 할 것임
 - 또한 조건성취형을 도입하더라도 조건이 너무 낮을 경우에는 조건 자체의 의미가 무의미할 것이므로 최소 80% 이상의 조건이 바람직할 것임
- 그리고 목표도달형의 도입으로 소위 ‘목표금액쪼개기’가 있을 수 있으나 이를 법으로 금지할 필요는 없을 것으로 판단됨
- 대신, 발행인의 12개월간 증권발행을 통한 자금모집 이력을 의무적으로 공시하도록 하고, 이를 참고로 투자자가 투자결정을 할 수 있도록 하여야 할 것임
 - 또한 발행인이 ‘목표금액쪼개기’를 하여 복수의 크라우드펀딩 업체를 통해 동시에 자금을 모집하는 경우도 상정할 수 있으나, 이에 관한 정보가 중앙기록관리플랫폼을 통해 투자자에게 전달된다면 투자자가 이에 관한 판단을 할 수 있어 제도의 남용에 관한 우려는 크지 않을 것으로 판단됨
 - 참고로, 실제 후원형 등의 크라우드펀딩에서는 수차례 소액의 자금을 모집하는 사례가 종종 있으며, 투자자가 자금수요자의 과거 크라우드펀딩 이력과 모집자금의 사용내역 및 금번 자금의 사용처를 검토하여 투자·후원을 집행하고 있음
- 투자자에게 모집기간 동안 언제든지 청약 철회할 수 있고, 모집기간 후 최종 매매조건 내역을 받은 후에도 청약 철회할 수 있는 권리를 부여하는 제도적 장치의 도입 필요성
- 모집마감 전까지의 청약철회권 부여 외에도, 발행인은 모집마감일에 목표금액에 도달한 경우에도 투자자에게 최종적인 발행조건에 관한 서류를 전자적 형태로 투자자에게 교부하여 투자자가 이를 바탕으로 최종적인 투자결정을 할 수 있도록 하여야 할 것임

- 모집기간 중 발행조건이 변경되거나 그 밖에 최초 내지 청약의 의사표시 당시의 공시사항과 다른 내용이 추가되는 등의 사유가 발생할 수도 있으므로 최종적인 발행조건을 의무적으로 청약의 의사를 표시한 자에게 공지하도록 하고
 - 이 공지를 받은 투자자가 발행조건과 그 간에 플랫폼 내에서 진행된 의견내역을 바탕으로 최종적인 투자결정을 할 수 있는 기회를 부여하도록 한다는 의미임
 - 다만, 자금조달 원활화 측면에서 발행조건 등에 중대한 변화가 없는 한, 발행인이 마감일에 목표금액에 도달한 경우 곧바로 계약이 체결되고 청약을 철회할 수 없다는 사실을 발행조건에 명시적으로 공시한 경우에는 예외적으로 최종적인 투자결정 기회를 주지 않을 수도 있을 것임(물론, 이 경우 투자자가 마감일 전까지 청약을 철회할 수 있는 권리는 여전히 가지도록 해야 할 것임)
- 일부 투자자가 마감일 이후 청약을 철회하여 목표금액에 도달하였던 액수가 줄어든 경우의 처리에 대하여는 정책적 결정이 필요할 것이나, 반복되는 발행 취소를 방지하여 원활한 자본조달이 가능하도록 할 필요가 있다는 측면에서 목표도달로 취급하는 것이 바람직하다고 판단됨
- 일부 악의적 투자자의 마감일 이후의 청약철회로 인해 자금모집에 어려움이 있을 수도 있고, 이 경우 반복하여 목표금액도달이 실패할 경우 자금조달 자체가 상당히 어려워 질 수 있다는 문제점이 있을 수 있기 때문에 정책적 차원에서 마감일의 목표금액도달을 최종 목표금액성취로 간주하여야 할 것임

- 결론적으로, 발행조건의 변경이 없고 최초 공시내역과 다른 중요 사항의 추가공시가 없는 한 마감일에 곧바로 계약이 체결되는 것으로 한다는 명시적이고 명확한 공시가 없는 한, 기본 규칙으로서 마감일 이후에 최종 계약체결의 기회를 투자자에게 제공하고 투자자가 청약을 철회할 수 있는 권리를 법에서 부여하는 것이 타당함
 - 그 외 무제한의 청약철회를 인정함으로써 인해 발행인이 불측의 자금조달 실패가 있을 수도 있으므로 청약철회권 행사의 회수를 제한하는 조건을 두는 것도 가능하다고 생각됨
 - 다만, 전문투자자의 경우에는 투자의 신중을 기하라는 의미에서 발행조건이 변경되는 등의 상당한 이유가 없는 한 청약철회권을 주지 않는 것도 고려해 볼 수 있을 것임

아. 발행인의 투자자선택권 등에 관한 사전공시 의무화

- 비공개기업의 특성을 감안하여 발행인이 주주 등의 투자자를 선택할 수 있는 권리를 인정하되, 합리적인 이유와 사전공시를 의무화하는 방식을 도입하여야 할 것임
 - 비공개기업인 신생·벤처기업 등은 투자자 관리 등의 문제로 인해 거액을 투자하고, 회사운영에 멘토(mentor)로서 조언을 해 줄 수 있는 소수의 전문투자자를 선호함
 - 그러나 합리적인 사유나 규칙에 의한 사전적 공시 없이 발행인에게 투자자를 선택할 권리를 줄 경우 투자자간 형평성의 문제가 발생할 가능성이 있음
 - 이와 유사하게 발행인이 크라우드펀딩을 통한 모집 기간 중 벤처캐피탈 등의 투자제안을 받고 발행인이 크라우드펀딩을 취소하는 경우 이미 청약을 완료한 투자자에게는 불측의 손해를 끼칠 수 있음

- 따라서 발행인의 투자자선택권과 발행취소권은 명시적인 사전공시와 그 선택방식과 이유가 합리적인 것을 법에서 규정할 필요가 있음
 - 투자자선택권의 경우 사전공시를 통해 전문투자자를 우선으로 배정하고 나머지 금액에 대해서는 청약일을 기준으로 한다는 것을 투자자에게 고지하는 방식을 예로 들 수 있음
 - 목표금액을 넘는 금액에 대해서도 그 처리방식을 사전에 공시함으로써 추후 불필요한 논란을 종식할 필요가 있음

자. 청약대금 등의 별도예치

- 투자중개업자가 아닌 크라우드펀딩업체의 경우 영세성과 진입규제 완화 등의 조치를 감안하여 청약대금, 원리금 등의 보관·관리를 금지하고 이를 별도의 기관을 통해 보관·관리하도록 조치가 필요함
 - 크라우드펀딩에서 자금모집기간은 종래 공모주청약이 2일이라는 것과는 달리 통상 3주 정도의 장기간에 걸치므로 투자자가 청약자금을 예치하고 청약이 마감되어 최종계약이 체결되기 전에 크라우드펀딩업체가 도산할 경우 투자자의 청약대금을 어떻게 보호할 것인가의 문제가 있음
 - 당연한 것이겠지만, 도산 이외에도 크라우드펀딩업체가 자금모집기간 중 자금을 횡령하여 도주하는 이른바 ‘떡튀’방지의 필요성도 존재함
 - 현행 대출형 크라우드펀딩의 실무를 보면, 투자자(대여자)는 대여금을 크라우드펀딩업체가 거래은행에 개설한 ‘투자자명의’의 가상계좌에서 관리하는 경우와 ‘크라우드펀딩업체명의’에서 관리하는 경우로 대별됨

- 그러나 첫 번째 유형의 가상계좌도 법적인 측면에서는 크라우드펀딩업체 모계좌의 자계좌에 불과하여 투자자 자금의 법적 보호 기능은 없음
- 즉, 두 경우 모두 크라우드펀딩업체가 중간에 도산하는 경우 제3자에 대한 관계에서 투자자가 권리를 행사할 수 없는 문제와 크라우드펀딩업체의 횡령문제가 상존함
- 투자중개업자 및 투자매매업자의 경우에는 자본시장법에 따라 고객예치금은 자신의 고유자산과 분리하여 증권금융회사에 의무적으로 예치 또는 신탁하여야 하고, 그 ‘투자예탁금’에 대해서는 상계, (가)압류가 금지되는 등 그 물권적 보호가 명문으로 보장됨²³⁾
- 따라서 증권회사가 아닌 크라우드펀딩업체의 경우에도 자본시장법 제74조가 적용되도록 하여 투자자의 청약대금, 배당금, 원리금 등은 원칙적으로 증권금융에 예치하여 투자자의 자금을 보호하여야 할 것임
- 다만, 이 경우 전업크라우드펀딩업체는 기존 증권업자와는 달리 고객계좌 자체를 관리하지 않는다는 점, 제74조는 청약증거금, 원리금, 배당금 등에는 적용되지 않는다는 점, 전업크라우드펀딩업체가 기존에 이용해 오던 금융기관을 계속 이용하여야 할 필요가 있을 수도 있다는 점 등의 사정을 감안한 규정의 개정이 있어야 할 것임
 - 참고로, 자본시장법시행령 제137조 제1항 제3호의2는 증권회사를 이용하지 않고 발행인이 직접 소액공모를 하는 경우를 대비하여 투자자의 청약증거금 보호를 위해 증권회사, 은행 및 증권금융에 계좌를 개설하고 청약증거금관리계약을 체결하도록 하고 있음

23) 자본시장법 제74조 참조

- 다만 이 조항은 소액공모 시의 청약증거금에만 적용된다는 점에서, 3주 정도의 긴 청약기간이 존재하는 증권형 크라우드펀딩에는 적합하지 않은 것으로 판단됨

차. 취득증권의 1년간 매도금지

- 크라우드펀딩을 통해 취득한 '모든 투자자'의 증권은 1년간 매도·유통을 금지함으로써 고도의 위험을 수반한 증권의 일시적 위험전이 방지와 잠재적 투자자 및 매수자를 보호할 필요가 있음
 - 모든 투자자를 대상으로 한다는 점에서 대주주 등이 보유한 주식에 대해서만 1년간 보호예수를 요구하는 상장규정의 조치와는 차이가 있음
- 대주주뿐만 아니라 일반투자자의 증권까지 매도를 금지하는 이유는 다음과 같음
 - 크라우드펀딩은 기존의 공시체계와는 달리 발행인이 모집 전에 공시하는 온라인소액공모서류 외에도 크라우드펀딩업체의 플랫폼 내에서도 질의응답 형식으로 공시가 이루어지는데, 해당 크라우드펀딩업체의 회원이 아니면 이 내용은 잠재적 매수자에게 알려지지 않는 사항이므로 잠재적 매수자의 정보비대칭성 문제를 해결하기 위해 일정기간의 유통을 금지할 필요가 있음
 - 신생기업 등의 높은 도산율을 감안할 때, 1년 정도의 기간 이후에도 해당 기업이 건설한 사업을 진행하고 있을 경우 잠재적 매수자가 투자를 고려할 수 있는 계기가 될 수 있음

- 또한 잠재적 투자자 측면에서도 크라우드펀딩업체를 통한 투자 전에 매수 후 1년간 거래가 금지된다는 사실을 충분히 인지하도록 하고 발행인의 장래성에 투자하도록 유인하는 측면이 있음

- 이상의 매도금지 이유에 비추어 볼 때 다음의 경우 등에 대하여는 예외적으로 매도 내지 양도가 가능하다고 할 것임
 - 전문투자자에 대한 매도
 - 발행인에 대한 매도
 - 다만 이 경우에도 발행인이 자금모집의 성공을 위하여 특정 전문투자자나 유명연예인 등을 동원하여 자금모집 후, 이들에게 자금을 환급해 주는 용도로 사용될 우려가 있으므로 이를 인정할 필요가 있는 것인가에 관한 고려가 필요함
 - 투자자의 배우자 및 직계존비속에 대한 매도
 - 상속, 합병 등의 포괄적 승계로 인한 양도

- 증권의 권리행사로 인해 추가로 취득한 증권 등의 매도금지 여부와 매도금지의 기산점의 문제
 - 주식의 경우 발행일로부터 1년 이내에 유상증자 또는 무상증자 등에 따라 투자자의 보유 주식수가 증가하거나 신주인수권부사채의 신주인수권 행사를 통해 주식수가 증가할 수 있음
 - 전환사채의 경우에는 권리행사에 의해 증권의 종류가 사채에서 주식으로 변경됨
 - 이러한 권리행사로 인해 신규로 취득하게 되는 증권도 매도를 금지하여야 하는 것인지, 매도를 금지한다면 기산점은 언제로 하여야 할 것인지가 문제됨

- 크라우드펀딩을 통하여 취득한 증권의 매도를 금지하는 가장 큰 이유는 크라우드펀딩업체 내에서의 공개된 정보가 외부의 투자자에게는 공개되지 않는다는 것이고, 크라우드펀딩업체 밖에서 이미 크라우드펀딩을 통해 취득한 증권의 권리행사로 인하여 증가·변형된 증권이라면 기존의 금지기간에 추가로 금지기간을 부과하는 것은 투자자의 권리를 과도하게 제한하는 측면이 있으므로 기존에 취득한 증권의 매도금지일을 기산으로 하여 1년간 매도를 금지하는 것이 바람직함

□ 매도 후 투자자의 추가 투자한도 부활 여부

- 일반 개인투자자의 경우 연간 총투자한도와 발행인별 투자한도가 있으므로 투자자가 크라우드펀딩을 통해 취득한 특정 발행인의 증권을 전문투자자 등에게 매도한 경우 투자한도가 부활하는가의 문제가 있음
- 투자한도를 설정한 것은 투자자의 원본손실가능액을 그 한도액만큼으로 낮추겠다는 취지인 만큼, 연간 총투자한도와 발행인별 투자한도 모두 부활한다고 해석하여야 할 것임
- 부활하는 투자한도는 투자취득 시의 금액이어야 할 것임
- 또한 한도의 부활을 위해 투자자가 전문투자자 등에 대한 양도사실과 그로부터 양도대금을 수령한 사실을 입증하여야 할 것임
 - 예컨대 직계존비속 및 배우자에 대한 양도는 무상증여에 의할 수도 있는데, 이 경우에는 연간 손실가능한도의 감소가 없기 때문에 투자한도도 부활하지 않아야 하고, 이런 점에서 양도대금 수령사실의 입증할 필요가 있음
 - 19세 미만의 미성년자인 직계비속에 대한 무상증여는 19세 미만의 미성년자에 대한 투자를 금지하고자 하는 취지에 반함

카. 중앙기록관리플랫폼에 의한 시스템적 투자자보호

- 발행인의 연간 총발행한도와 투자자의 발행인별 연간 투자한도 및 연간 총투자한도를 전산시스템적으로 관리함으로써 자금조달 활성화와 투자자보호를 보다 향상시킬 수 있을 것임
 - 증권형 크라우드펀딩에서는 미국의 예와 같이 발행한도와 투자한도를 도입하는 것이 큰 특징인데, 이 경우 복수의 크라우드펀딩업체가 존재하기 때문에 사실상 중앙기록관리플랫폼이 존재하여야 현실적인 한도관리가 가능함
 - 중앙기록관리플랫폼 없이 개별 크라우드펀딩업체 및 발행인에게 한도관리 업무를 맡길 경우 개인정보 공유로 인한 노출 등 보안 리스크가 상존함
 - 한도관리를 위한 크라우드펀딩업체 간 개인정보의 공유로 정보노출, 발행정보의 게시에 따른 위변조나 삭제, 웹사이트 해킹의 위험 등이 존재함

- 중앙기록관리플랫폼의 본질적 업무로는 다음을 들 수 있음
 - 투자자의 발행인별 연간투자한도 및 총연간투자한도 관리
 - 청약취소, 채무증권 등의 1년 내 원금상환, 1년 내 매도 등의 사유 발생 시 투자자의 투자한도를 부활시키는 업무 포함
 - 투자불가·제한 투자자 관리
 - 크라우드펀딩업체의 임직원이 해당 업체를 이용하는 발행인의 증권 취득을 금지할 경우 이에 관한 관리
 - 이 외에 추후 감독규정 내지 모범규준에서 특정 투자자에 대해 투자제한조치를 할 경우 이에 관한 관리

— 전문투자자 관리

- 전문투자자의 경우 투자한도가 없기 때문에 전문투자자 내역을 제시할 필요가 있으며, 한 번 전문투자자로 등록된 경우 전 업체에서 이용 가능하도록 조치
- 다만, 전문투자자 중에서도 1년간만 자격을 유지할 수 있는 자도 있으므로 이에 관한 별도의 관리
- 일반투자자와는 달리 투자한도가 없는 전문투자자의 경우 자금 세탁 우려도 있으므로 이에 관한 관리

— 발행인의 연간 총발행한도 관리

- 발행공시내역의 검증정도를 결정하는 발행인의 연간 발행금액 내역의 관리 포함

— 발행인의 업종관리

- 발행금지업종의 사전차단 목적

— 발행인의 업력관리

- 기술한 바와 같이 7년과 같은 발행인의 업력에 대한 제한을 두는 경우 이에 관한 관리

— 발행인의 공시내역 관리 및 공표

— 감독지원업무

- 근거법규에 따라 감독당국의 요청 시 관련 자료제출을 통한 감독지원 업무 수행
- 기술한 바와 같이 전문투자자의 경우 투자총액한도가 없으므로 이를 통한 자금세탁 등이 가능하므로 금융정보분석원(FIU)에 대한 의심거래내역 통보 등 역할 수행

— 금융위에 등록된 크라우드펀딩업체의 재(再)공표

- 최근 사회적 문제가 되고 있는 피싱이나 비등록·유사 크라우드펀딩업체 등을 통한 사기를 방지하기 위해 등록된 크라우드펀딩업체를 중앙기록관리기관의 메인화면에서 제공표하고 주의 환기

- 투자자교육 이수내역 관리
- 통계공표업무

□ 중앙기록관리플랫폼의 본질적업무 수행으로 투자자 측면에서는 편리하고 신뢰할 수 있는 투자환경이 제공될 수 있고 강화된 투자자보호 기능을 제공할 수 있음

- 개별 크라우드펀딩업체별로 흩어진 프로젝트 정보를 한 곳에서 조회할 수 있기 때문에 편리한 투자환경의 조성이 가능함
- 크라우드펀딩업체가 도산하는 경우에도 발행인의 공시내역 및 대화기록내역 등이 중앙기록관리기관에 존재하기 때문에 투자자보호를 한층 강화하는 역할을 수행함
- 목표금액도달 실패, 원금상환, 허용된 증권매도 등의 사유로 투자한도가 부활되는 경우 중앙기록관리기관에서 자동적으로 이를 관리해 주므로 편리한 투자환경을 제공함
- 사기적 위험성이 있는 블랙리스트에 오른 발행인은 크라우드펀딩업체 간 서로 공유될 수 있으므로 이들을 발견해 낼 수 있는 확률이 높아져서 투자자보호가 더욱 강화될 수 있음

타. 증권의 의무적 예탁·보관 등

- 크라우드펀딩을 통해 발행된 증권을 실물증권으로 발행할 경우 그에 따른 비용과 위변조·도난의 위험이 있으므로 발행인과 투자자를 위해 예탁결제원을 통해 일괄예탁하거나 보호예수하여야 할 것임
 - 발행단계에서 증권을 전량 일괄예탁하고, 주권불소지 제도를 준용하여 사실상의 무권화를 실현하여야 할 것임
 - 예탁결제제도로 수용된 '예탁증권'의 경우 1년간의 유통금지 기간 이후 현행과 같이 계좌상 대체의 방식으로 증권을 처분할 수 있을 것임
 - 다만, 전업크라우드펀딩업체의 경우 예탁결제원의 '예탁자'가 아니고, 투자자의 계좌를 관리하지도 않기 때문에 예탁증권의 이전단계에서는 증권회사의 계좌로 일괄 배분하는 절차가 필요할 것으로 전망
 - 예탁수용이 불가능한 증권의 경우에는 보호예수 등의 방식을 통해 단순보관하고, 원리금 등의 배분 시 일괄처리하는 방안을 모색할 필요가 있음

파. 발행인 평가 및 등급제 도입 여부

- 발행인에 관한 신용평가와 그 결과에 따른 등급제를 도입하는 것은 투자자 보호 측면에서는 바람직하나 비용측면을 고려하여 업계 자율에 맡기는 것이 바람직함
 - 발행인의 재무상황과 가치 및 대표이사의 이력에 따라 발행인 평가 및 등급제를 도입하고 이 기준에 따라 투자금액 상한이나 투

자자를 분류하는 방안을 고려해 볼 수 있음

- 그러나 신생기업 등에 관한 객관적인 평가기준의 마련이 대단히 어렵고, 발행인 평가에 따른 비용증가로 인해 신중할 필요가 있음
- 다만, 발행인의 대표이사, 주요주주, 감사 등에 대한 이력은 반드시 조치가 필요하며, 특이사항이 있는 경우 반드시 공시하도록 하여 투자판단에 참조가 되도록 하여야 함
 - 표준공시양식을 통해 발행인이 최소의 비용으로 공시내역을 준비할 수 있도록 하여야 할 것임

하. 중장기적 관점에서의 중간회수시장 활성화

- 중장기적인 관점에서 장외 중간회수시장 활성화를 위한 방안을 검토하여 비공개기업 주식의 유통이 보다 원활하게 이루어질 수 있도록 하여야 할 것임
 - 신생·벤처기업 등에 대한 투자금의 회수는 통상 IPO, M&A 및 중간유통시장을 통해 이루어짐
 - 중간유통시장(secondary market)은 전형적으로 5년~6년 정도의 기업이 발행한 증권을 어느 정도 '정형화'된 장외시장에서 매매할 수 있는 플랫폼으로 정의할 수 있음
 - 대표적인 중간유통시장으로는 미국의 SecondMarket와 Shares Post를 들 수 있음
 - 자본시장법은 '유사시설 개설등 금지' 규정을 두고 있고,²⁴⁾ 투자중개업자가 아니면 매매중개를 할 수 없기 때문에 사실상 순수한

24) 2013년 8월 29일에 시행예정인 자본시장법 제8조의2는 '금융투자상품시장'과 '거래소시장'의 개념을 도입하고, 제373조는 무허가 시장개설행위를 금지하고 있음

의미의 장외시장이 아닌 '조직화된 장외시장'은 명문의 규정이 없는 경우 개설이 불가함

- 자본시장법상 순수한 의미의 장외시장이란 증권시장(KRX가 개설한 유가증권시장과 코스닥시장) 및 파생상품시장 외에서 금융투자상품을 상대매매의 방식으로 거래하는 곳이라 정의할 수 있음²⁵⁾
- 금융위원회는 유권해석을 통해 사설주식거래사이트는 유사시설 또는 투자중개업에 해당할 여지가 농후함을 표명한 바 있음(2010. 9. 10)

- 따라서 현실적으로 크라우드펀딩을 통해 취득한 증권의 매매는 사실상 투자자간 상대매매의 방식에 의할 수밖에 없음
- 그러므로 크라우드펀딩을 통해 취득한 증권에 대해서만 예외적으로 장외거래시설을 인정하기는 힘들 것으로 보이며, 이는 향후 중장기적인 관점에서 미국의 중간유통시장과 유사한 형태의 시장이 형성될 수 있도록 규제완화를 검토하여야 할 것으로 판단됨

5. 중개기관의 진입규제

□ 투자중개업자로서의 크라우드펀딩업과 온라인소액공모업의 창설

- 크라우드펀딩업은 온라인상에서 증권의 모집·매출의 중개를 본업으로 하는 투자중개업임
 - 외국의 경우 실무상 크라우드펀딩업을 집합투자업으로 설계하는 경우도 있으나, 미국 CROWDFUND법의 경우나 우리나라

25) 자본시장법 제9조, 제13조 및 제166조 참조

의 자본시장법상 집합투자업자의 요건 등에 비추어볼 때 적합하지 않는 것으로 판단됨

- 기술한 바와 같이 대주주 등의 매출은 신생기업 등의 자금조달 원활화와는 관계가 없으므로 제외할 수도 있으나, 발행인이 자사주를 매출하여 자금을 조달하는 경우가 있을 수 있음
- 사모는 인터넷의 공개성과 공모를 통해 보다 많은 양질의 기업이 공개되어 발굴될 수 있도록 할 필요가 있으며, 크라우드펀딩업체 경우 모집·매출에 의해서도 충분히 사업을 영위할 수 있다는 점에서 제외하는 것이 바람직함

— 따라서 크라우드펀딩업자는 투자중개업자 중 등록을 요하는 특수한 형태인 온라인소액공모업자로 분류하여 인가단위를 신설하는 것이 바람직함

— 다만, 대출형 크라우드펀딩을 자본시장법에서 규제하고자 하는 경우에는 ‘금융투자업관계기관’으로 분류하여 규제할 수도 있을 것임

□ 등록제에 의한 크라우드펀딩업체의 진입규제 완화와 최저 자기자본 적용으로 인한 크라우드펀딩업의 육성

— 크라우드펀딩업체의 난립을 막고, 건전한 업문화의 정착을 위해서는 일정 정도의 진입규제가 필요함

— 그러나 아직 증권형 크라우드펀딩업이 시작되지 않았고, 보다 많은 혁신적인 신생·벤처기업 등이 발행시장에 소개될 수 있도록 융통성 있는 크라우드펀딩업체에 대한 진입규제를 고려하여야 할 것임

- 이러한 관점에서 인가제 대신 등록제에 의함으로써 객관적인 요건만 충족할 경우 진입이 가능하도록 하고, 자기자본요건도 일반 투자자를 대상으로 한 것 중 가장 낮은 수준인 5억원에서 10억원 정도로 설정하는 것이 보다 내실 있는 업체가 진출할 수 있는 방안이 될 것으로 예상됨
 - 참고로 자본시장법에서 등록제는 투자자문업과 투자일임업에 적용되고 있으며, 일반투자자를 대상으로 하는 투자자문업의 경우 5억원, 투자일임업의 경우 15억원의 자기자본이 필요함
 - 따라서 5억원 정도가 가장 적절할 것으로 판단됨
- 물적 요건과 관련하여, 투자자문·일임업에서는 물적 요건을 요구하지 않으나 크라우드펀딩업은 모든 업무가 온라인상에서 이루어지는 ‘전자금융’의 특징을 가진다는 점에서 온라인 보안요건 등을 충족할 수 있는 요건이 요구되어야 할 것임
 - 그러나 현행 투자중개업자에 관한 전산설비 등의 요건을 그대로 적용하기 어려운 면이 있으므로 적절한 요건 완화의 검토가 필요할 것임
 - 또한 영세업체의 경우 전산업무의 위탁도 필요할 것이므로, 크라우드펀딩의 본질적 업무에 관한 업무위탁 시의 요건이 제시되어야 할 것임
- 인적 요건으로서는 최소한 증권업 분야에서 증권인수, 증권분석 등에 관한 일정 기간의 업무경력을 가진 인력을 1인 이상은 보유하도록 할 필요가 있을 것으로 판단됨
- 재무건전성규제는 기술한 바와 같이 자기투자 허용 여부에 따라 달라질 수 있으며, 자기투자를 허용하지 않는 경우 영업용순자본비율제도(NCR)를 적용할 필요는 없을 것임

6. 대출형 크라우드펀딩에 대한 규제

□ 기업대출형 크라우드펀딩의 동일규제 적용을 통한 규제차익 제거

- 채무증권의 발행이 허용될 경우 그 실질은 대출형 크라우드펀딩과 동일하므로 기업을 대상으로 한 대출형 크라우드펀딩의 경우에도 동일규제를 통해 투자자보호를 도모할 필요가 있음
 - 증권형 크라우드펀딩의 도입취지가 신생·벤처기업 등의 자금조달 활성화에 초점이 맞추어져 있는 만큼 기업대출에 대해 실질이 동일한 두 영역에 대한 규제차익을 제거하여 투자자보호가 필요하다고 판단됨
- 실무적으로는 기업대출형 크라우드펀딩을 통해 투자자가 보유하는 권리의 법적 성질을 채무증권이나 투자계약증권으로 간주할 경우 사실상 순수한 의미의 기업대출형이 증권형으로 포섭되어 기업대출형을 동일한 규제 영역에 둘 수 있음
 - 현재 기업대출형 크라우드펀딩을 통해 투자자가 취득하는 권리의 법적 성질은 약관상 ‘원리금수취권’이라는 형태로 구성되어 있음
 - 하지만 그 본질은 자본시장법상 투자계약증권으로도 해석할 여지가 있음
- 만약 기업대출형 크라우드펀딩을 현재와 같이 비규제 영역에 남겨 둘 경우 증권형 크라우드펀딩 제도의 도입을 통해 투자자보호를 도모하고자 하는 입법 취지가 무색해질 수 있음
 - 발행인의 경우 증권형 크라우드펀딩에서의 연간 발행한도가 넘는 금액을 대출형 크라우드펀딩을 통해 조달하려고 시도할 수 있고, 이 경우 중앙기록관리플랫폼을 통한 시스템적 모니터링이 없기 때문에 이를 적발할 수 없음

- 투자자 측면에서도 연간 총투자한도를 넘는 투자가 가능해져서 증권형 크라우드펀딩 제도에서 추구하고자 하는 목적이 무색해질 우려가 있음
- 따라서 기업대출형 크라우드펀딩을 통해 투자자가 보유한 권리의 법적 성질을 증권으로 간주하는 규정을 두어 동일한 규제 영역으로 포섭하거나, 증권간주규정을 두지 않는 경우 증권형 크라우드펀딩업을 등록한 업체는 부수업무로서 기업대출형 크라우드펀딩을 하지 못하도록 금지함으로써 어느 정도의 규제공백을 제거할 수 있을 것임²⁶⁾

□ 개인대출형 크라우드펀딩은 경제성장이나 고용창출과는 무관한 경우가 대부분이고, 개인대출자의 유형도 다양하여 자본시장법에서 규제하는 것은 바람직하지 않고, 동일한 투자자보호의 요건에 따라 타 법규에서 규제하는 방안을 모색하는 것이 바람직함

- 단순한 생활자금이나 카드빚 상환을 위한 대출 등 개인대출은 기존 제도권금융에서 소외된 계층이 주로 이용하는 것으로 파악됨
- 이들에 관한 개인대출형 크라우드펀딩은 대부분이 대기업이 개입하여 진행되고 있으므로 대부분법 등을 개정하는 것이 바람직함
- 다만 개정 시 증권형 크라우드펀딩과 유사하게 투자자의 연간 투자한도와 개인의 총대출한도를 도입하여 적절한 규제를 가하여야 할 것임

26) 후자의 방식은 기업대출형 크라우드펀딩에 대한 부수업무를 금지하는 방식을 취한다고 하더라도 대출형 크라우드펀딩 자체에 대한 동일규제 장치를 마련하지 않을 경우에는 동일 기업이나 투자자가 대출형만을 전업으로 하는 비규제대상 크라우드펀딩업체를 통해 얼마든지 자금을 조달하고 투자할 수 있기 때문에 완벽한 규제장치는 아님

V. 증권형 크라우드펀딩 제도의 성공적 정착을
위한 주요과제: 결론에 갈음하여

V. 증권형 크라우드펀딩 제도의 성공적 안착을 위한 주요과제: 결론에 같음하여

- 창조적 투자자·중개업자·기업이라는 크라우드펀딩의 '창조적 트로이카'가 증권형 크라우드펀딩 제도의 성공적 안착을 위한 원천이라 할 수 있음
 - 증권형 크라우드펀딩 제도의 성공적 안착을 위한 핵심요소는 무엇보다 제도를 이용하는 플레이어들이 얼마나 크라우드펀딩의 속성을 숙지하고, 창의력을 발휘하여 서로 유기적인 역할을 하느냐에 달려 있음

- 이런 측면에서 창조적 트로이카가 발행시장에서 창조적 역할을 할 수 있도록 제도설계의 측면에서 자금조달 활성화와 투자자보호 등을 통한 건전한 시장의 형성·발전이라는 두 가지 목표 간 최적의 균형점을 모색하는 것이 중요함
 - 앞서 논의했던 제도 설계의 기본적 논점을 염두에 둔 제도의 융통성 있는 운용 및 감독도 중요한 역할을 담당할 것으로 판단됨

- 증권형 크라우드펀딩은 신생·벤처기업의 자금조달을 위한 만능열쇠(master key)가 아니며, 크라우드펀딩의 전부가 아님을 유념할 필요가 있음
 - 크라우드펀딩업체가 발행인에게 우선 후원형 또는 대출형부터 단계적으로 이용할 수 있도록 유도함으로써 발행인의 사업성을 미리 타진해 볼 수 있도록 한다면 이후 증권형 크라우드펀딩에서 발행인과 투자자 모두 윈윈(win-win)할 수 있는 환경이 조성될 확률이 높아질 수 있을 것임

- 특히, 소상공인의 경우 대부분 후원형이나 대출형을 통해서도 충분히 자금을 조달할 수 있는 경우가 많을 것으로 예상됨

□ 제도적 측면에서도 증권형 크라우드펀딩의 도입으로 신생·벤처기업 등의 자금조달에 관한 제도적 장치가 완성되었다고 볼 것이 아니라, 자금공급자 즉, 투자자가 제도를 적극적으로 이용할 수 있는 환경을 조성하는 것이 매우 중요함

- 증권형 크라우드펀딩을 통한 투자는 초고위험을 수반하는데 반해 다른 제도에서와 같은 정책적 보조수단을 제공하지 않는다면 투자를 꺼릴 수밖에 없을 것임
 - 예컨대, 엔젤투자자에 대해서는 50%까지 소득공제를 상향할 예정임에도 불구하고, 일반투자자에 대해서는 아무런 혜택이 없는 경우 제도적 불균형으로 인해 자칫 제도의 안착에 상당한 장애요인이 될 수 있을 것임
 - 또한 벤처캐피탈 입장에서도 부도율이 높은 신생기업 등에 대한 투자에 대해 투자실패에 따른 결과만으로 성과보수를 평가할 경우 일반투자자의 경우와 마찬가지로 투자를 주저하게 되는 요인이 될 것임
- 따라서 조세적 측면의 지원, 정책금융의 적절한 활용, 벤처캐피탈 성과평가 체계의 개선 등을 통해 실질적인 자금공급의 유인책을 마련할 필요가 있음
- 정부의 지원방안 중 일반투자자에게 직접적인 유인이 될 수 있는 것은 영국의 EIS, SEIS와 같은 대폭적인 세금공제 혜택이라 할 수 있음
 - 신생기업을 대상으로 하는 SEIS의 경우 투자금의 최대 78%까지 세금을 환급 받을 수 있음

- 참고로, 영국의 경우 SEIS제도를 CrowdCube, Seedres와 같은 크라우드펀딩업체와 연계하여 운용함으로써 크라우드펀딩을 통한 신생·벤처기업 등에 대한 투자를 간접적으로 장려·지원하고 있음

- 요컨대, 자본시장법에서 증권형 크라우드펀딩에 대한 법적근거를 마련하는 것은 단지 새로운 고속도로를 여는 것과 같고, 이 고속도로 위에서 자동차(기업)가 잘 달릴 수 있도록 '연료'(각종 혜택, 지원)를 공급하는 것이 제도의 성공적 안착에 상당히 중요할 것으로 판단됨
 - 물론 자본시장법상 투자자보호의 작동으로 건전하고 건강한 크라우드펀딩 '발행시장'이 전제가 되어야만 일반투자자의 신뢰를 받을 수 있을 것임

참 고 문 헌

참 고 문 헌

<국내문헌>

- 관계부처합동, 2013, 벤처·창업 자금생태계 선순환 방안: 엔젤투자 및 M&A 활성화를 중심으로, 창조경제 명석깔기 ①(경제관계장관회의).
- 김건식·정순섭, 2010, 『자본시장법』, 두성사.
- 김건식·송옥렬, 2001, 『미국의 증권규제』, 홍문사.
- 김병연·권재열·양기진, 2012, 『자본시장법: 사례와 이론』, 박영사.
- 김연미, 2012, 벤처창업과 크라우드펀딩(Crowdfunding), 정보법학, 제16권 제2호.
- 김용재, 2011, 『자본시장과 법(상)』, 고려대학교출판부.
- 변제호 외 4인, 2009, 『자본시장법』, 지원출판사.
- 윤민섭, 2012, 자금조달수단으로서 Crowdfunding에 관한 법적 연구, 「기업법연구」, 한국기업법학회, 제26권 제2호.
- 이상헌, 2013, 지분증권형 크라우드펀딩에 대한 영국의 조세제도, 자본시장연구원 Zoom-In, 2013-17호.
- 임재연, 2009, 『미국증권법』, 박영사.
- 천창민, 2013, 미국의 크라우드펀드법과 시사점, 자본시장연구원 자본시장 Weekly, 2013-14호.
- 한국증권법학회, 2009, 『자본시장법 주석서』, 박영사.

<해의문헌>

- Bradford, C. Steven, 2012, The New Federal Crowdfunding Exemption: Promise Unfulfilled, *Securities Regulation Law Journal*, Vol. 40:3 2012.
- Bradford, C. Steven, 2012, Crowdfunding and the Federal Securities Laws, *Columbia Business Law Review*, Vol. 2012, No. 1:1.
- Cohn, Stuart R., 2012, The New Crowdfunding Registration Exemption: Good Idea, Bad Execution, *Florida Law Review*, Vol. 64.
- Crowdsourcing, 2012, Crowdfunding Industry Report: Market Trends, Composition and Crowdfunding Platforms.
- De Buysere, Kristof, et al., 2012, A Framework for European Crowdfunding.
- GAO, 2011, Person-to-Person Lending: New Regulatory Challenges Could Emerge As the Industry Grows.
- Hazen, Thomas Lee, 2012, Crowdfunding or Fraudfunding?: Social Networks and the Securities Law-Why the Specially Tailored Exemption Must Be Conditioned on Meaningful Disclosure, *Social Networks and Securities Law*, Vol. 90.
- Hemingway, Joan MacLeod & Shelden Ryan Hoffman, 2011, Proceed at Your Peril: Crowdfunding and the Securities Act of 1933, *Tennessee Law Review*, Vol. 78:879.
- Loss, Louis, Joel Seligman & Troy Paredes, 2011, *Fundamentals of Securities Regulation*, Wolters Kluwer.

- Massloution, 2013, 2013CF the Crowdfunding Industry Report, Massolution.Com.
- Moloney, Niamh, 2008, *EC Securities Regulation*, 2nd ed., Oxford University Press.
- RocketHub, 2012, Implementation of Crowdfunding: Building on Title III of the JOBS Act, Whitepaper 2.0, RocketHub.com.
- Röthler, D., Wenzlaff, K., 2011, Crowdfunding Schemes in Europe, EENC Report.
- SBE Council Committee, 2010, Letter to Gerald J. Laporte, SEC, Re: SEC Government-Business Forum on Small Business Capital Formation-SBE Council Recommendation.
- SEC Division of Trading and Markets, 2013(March 28), AngelList LLC and AngelList Advisors LLC, No-Action Letter.
- SEC Division of Trading and Markets, 2013(March 26), FundersClub, Inc. and FundersClub Management LLC, No-Action Letter.
- SEC Division of Trading and Markets, 2012(May 7), Jumpstart Our Business Startups Act Frequently Asked Questions About Crowdfunding Intermediaries.
- Traeger, Heather, Theodore W. Kassinger & Zachary D. Kaufman, 2013, Democratizing Entrepreneurship: An Overview of the Past, Present, and Future of Crowdfunding, Securities Regulation & Law Report, Vol. 45. No. 5.
- Whitbeck, Britton, 2012, The JOBS Act of 2012: The Struggle Between Capital Formation and Investor Protections, <http://ssrn.com/abstract=2149744>.

<웹사이트>

굿펀딩	www.goodfunding.net
머니옥션	www.moneyauction.co.kr
오마이컴퍼니	www.ohmycompany.co.kr
오픈트레이드	www.opentrade.co.kr
위제너레이션	www.wegen.co.kr
유캔펀딩	www.ucanfunding.com
팝펀딩	www.popfunding.com
힘내요	www.himneyo.com
CrowdCube	www.crowdcube.com
Crowdsourcing	www.crowdsourcing.org
EIS	www.hmrc.gov.uk/eis
FCA	www.fca.org.uk
FSA	www.fsa.gov.uk
FINRA	www.finra.org
ProFounder	www.profounder.com
SEC	www.sec.gov
Seedrs	www.seedrs.com
SEIS	www.seis.co.uk
Zopa	uk.zopa.com