조사보고서 15-08

KCMI
Korea Capital
Market Institute

미국의 증권형 크라우드펀딩 규제와 시사점

천창민

자본시장연구원

천창민 (Changmin Chun)

연구위원 / 법학 박사

연구분야

- Capital Market Law (Securities Regulation)
- Corporate Law
- Private International Law
- International Commercial Law

미국의 증권형 크라우드펀딩 규제와 시사점

2015. 12

연 구 위 원 천 창 민

자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

序 言

크라우드펀딩이란 인터넷 등의 온라인 매체를 통해 자금수요자가 자금공급자를 물색하여 소액의 자금을 모집하는 대안적 자금조달의 한 방식입니다. 크라우드펀딩은 크게 기부나 후원과 같이 금전적 대가를 바라지 않는 방식과 대출이나 증권공모와 같이 금전적 이익을 기대하는 방식으로 분류할 수 있습니다. 이 가운데 2016년 1월 25일부터 시행될 자본시장법상 크라우드펀딩 규제는 증권공모를 통해 자금을 조달하는 특수한 크라우드펀딩 방식을 정하는 것입니다. 증권을 매개로 자금을 모집하기 때문에 증권규제가 적용되지만, 기존의 규제를 그대로 적용한다면 소액의 자금을 모집하려는 신생기업(startups) 등에게는 사실상 크라우드펀딩이 불가능할 것입니다. 그리고 크라우드펀딩을 중개하는 중개기관도 높은 진입장벽으로 인해 적법한 중개가 사실상 불가능한 문제가 발생할 수 있습니다. 또한 인터넷 등의 온라인을 통한 증권발행은 투자자보호에 취약한 문제도 있어서 투자자보호의 문제를 고민하지 않을 수 없습니다. 자본시장법에서 마련한 증권형 크라우드펀딩 규제는 이러한 고려를 담은 것으로 이해할 수 있습니다.

자본시장법이 설계하고 있는 증권형 크라우드펀딩 규제는 2012년 4월에 제정된 미국의 CROWDFUND법을 모델로 한 것입니다. 그런데 2015년 10월 30일 미국 증권거래위원회는 CROWDFUND법을 시행하는 세부규정인 Regulation Crowdfunding을 제정하였습니다. Regulation Crowdfunding은 시행규정에 걸맞게 크라우드펀딩과 관련한 매우 상세한 규정을 도입하고 있으며, 자본시장법의 설계 당시에는 고려하지 못한 다수의 규정들도 담고 있습니다. 투자자보호를 위해 다양한 규제를 도입하고 있지만, 자금조달 활성화를 위해 상당부분 규제를 완화한 부분도 있습니다.

이 보고서는 한국의 증권형 크라우드펀딩 규제의 기초가 된 미국 크라우드펀딩 제도(특히, Regulation Crowdfunding)의 면면을 천착함으로써 우리 규범의 해석론과 개선을 위한 장래 과제들을 제시하고 있는 점에서 그 의의가 크다 하겠습니다. 조금 더 규제를 완화할 여지는 없는 것인지, 아니면 어느 부분을 조금 더 개선하여야 할 것인지에 대한 연구자의 연구목적을 훌륭히 반영한 보고서라고 생각합니다. 모쪼록 이 보고서가 크라우드펀딩에 관심을 가진 모든 분들에게 유용한 참고서가 될 수 있기를 바랍니다.

이 보고서의 집필을 위하여 촌음을 아껴가며 배가의 노력을 기울여 준 천창민 박사에게 감사의 뜻을 전합니다. 또한 보고서 작성과 관련한 세미나와 심사과정에서 훌륭한 조언을 아끼지 않으신 김종민 박사 및 연구조정위원들에게도 감사의 말씀을 전합니다. 그리고 보고서의 교정과 편집에 도움을 준 심수연 연구원과 주혜림 연구조원에게도 감사드립니다. 마지막으로 이 보고서의 내용은 연구진 개인의 의견이며, 자본시장연구원의 공식의견이 아님을 밝힙니다.

2015년 12월

자본시장연구원

원장 신인석

목 차

Executive Summary ····· vii
Abstract ····· xviii

Ⅰ. 여는 말 ····· **3**

Ⅱ. 크라우드펀딩 개관 ····· **7**
1. 크라우드펀딩의 개념 ····· 7
2. 크라우드펀딩의 유형과 규제 ····· 9
3. 국내외 크라우드펀딩 현황 ····· 16

Ⅲ. 미국의 증권형 크라우드펀딩 규제 ····· **29**
1. 개관 ····· 30
2. 발행인 관련 규제 ····· 33
3. 투자자 관련 규제 ····· 57
4. 중개기관 관련 규제 ····· 64

Ⅳ. 한국의 증권형 크라우드펀딩 규제 개관 및 비교 ····· **85**
1. 주요내용의 개관 ····· 86
2. 비교법적 검토 ····· 101

Ⅴ. 요약 및 시사점 ····· **107**

참고문헌 ····· **113**

표 목 차

<표 Ⅱ-1> 크라우드펀딩의 유형과 분류 ····· 15
<표 Ⅱ-2> 국내 유형별 크라우드펀딩 플랫폼 현황 예시 ····· 22
<표 Ⅲ-1> 투자자의 연간총투자한도 산정 예시 ····· 60
<표 Ⅳ-1> 투자중개업자 영업행위규제의 적용 및 배제 ····· 88
<표 Ⅳ-2> 한미 증권형 크라우드펀딩 규제 비교 ····· 104

그 림 목 차

<그림 Ⅱ-1> 2014년 전 세계 크라우드펀딩 현황(규모) ····· 16
<그림 Ⅱ-2> 3개년 크라우드펀딩 유형별 자금모집 규모 ····· 17
<그림 Ⅱ-3> 5개년 크라우드펀딩 유형별 자금모집 규모와
2015년 예상 자금모집 규모 ····· 18
<그림 Ⅱ-4> 2015년 크라우드펀딩 유형별 평균 모집금액 ····· 19
<그림 Ⅱ-5> 연도별 크라우드펀딩 플랫폼 수 ····· 20
<그림 Ⅱ-6> 2015년 유형별 크라우드펀딩 플랫폼 수 ····· 20
<그림 Ⅱ-7> 연도별 국내 크라우드펀딩 플랫폼 회원수 현황 ····· 22
<그림 Ⅱ-8> 2015년 국내 유형별 크라우드펀딩 모집규모 ····· 24
<그림 Ⅱ-9> 2013~2014년 크라우드펀딩 모집규모 비교 ····· 25

약 어 표

CRD	Central Registration Depository
FINRA	Financial Industry Regulatory Authority
IT	Information Technology
JOBS Act	Jumpstart Our Business Startups Act
P2C	Person to Company
P2P	Person to Person
Reg CF	Regulation Crowdfunding
SEC	Securities Exchange Commission
SPAC	Special Purpose Acquisition Company

≪ Executive Summary ≫

Ⅰ. 연구의 목적

2015년 7월 24일 자본시장법 개정으로 한국판 증권형 크라우드펀딩 규제의 틀이 완성되었다. 관련 하위규정이 정비되고, 크라우드펀딩 중개기관인 온라인소액투자중개업자의 등록과 자본시장법에서 예정하고 있는 중앙기록관리기관 등의 인프라가 갖추어지면 2016년 1월 25일부터 우리나라에서도 증권형 크라우드펀딩이 본격적으로 시작될 전망이다. 미국에서도 2012년 4월 5일 Jumpstart Our Business Startups Act 제3편에서 CROWDFUND법을 제정하고, 2015년 10월 30일 동법을 시행하는 세부규칙인 Regulation Crowdfunding(이하, "Reg CF"라 한다)이 제정됨으로써 2016년부터 5월부터 증권형 크라우드펀딩이 시작될 전망이다.

한국형 크라우드펀딩 규제의 핵심적인 내용은 CROWDFUND법을 모범으로 설계되었다. 그리고 한미 양국의 크라우드펀딩 규제 목적 또한 신생·벤처기업 등의 자금조달활성화와 투자자보호라는 두 가지 상충하는 법익의 조화와 균형 도모에 있다고 할 수 있다. 이를 위해 한미 모두 증권신고서를 면제하고 중개기관의 진입규제를 완화하되, 연간 발행한도, 투자자의 연간총투자한도, 광고규제, 전매제한 등과 관련한 규제를 도입하고 있다. 그리고 이와 관련한 한국형 크라우드펀딩의 규제논리는 상당부분 CROWDFUND법의 정신을 원용한 것이다. 그러나 미국과 달리 사모발행제도가 발달되지 않은 우리나라의 상황에서, 한국형 크라우드펀딩 규제가 국회 입법과정에서 강화된 부분도 있고, Reg CF와 비교시 규제가 느슨한 부분도 있다.

이에, 이 연구에서는 Reg CF를 중심으로 한 미국의 크라우드펀딩 규제를 보다 면밀히 검토해 봄으로써 한국형 크라우드펀딩 규제를 다시 한 번 점검하고, 한미 양국간 크라우드펀딩 규제의 비교법적 연구를 통해 시사점을 도출하고자 한다.

Ⅱ. 크라우드펀딩의 개념과 유형

크라우드펀딩(crowdfunding)이란 영어로 군중 또는 대중을 뜻하는 crowd와 자금의 공급을 의미하는 funding이 합쳐진 말이다. 따라서 원어 그대로 뜻을 풀이하면, 일반대중이 자금을 공급해주는 모든 행위가 크라우드펀딩이라고 할 수 있다. 그러나 현대적 의미의 크라우드펀딩이라 함은 인터넷이라는 가상적 공간에서 자금의 공급행위 내지 자금조달행위가 일어나는 것에 보다 초점이 맞추어져 있다. 그런데 오늘날 일반적인 의미의 크라우드펀딩이란 단순히 인터넷 등을 통한 자금모집 내지 자금공급이 아니라, 인터넷, SNS 등의 온라인 플랫폼을 통해 자금모집을 전문적으로 중개하는 전문중개기관이 개입하여 불특정 다수의 자금공급자로부터 자금수요자에게 자금의 중개가 일어나는 현상을 의미한다.

크라우드펀딩의 유형에 대해서는 다양한 분류방법이 시도되고 있으나, 기부형, 후원형, 대출형, 증권형으로 나누는 것이 일반적이다. 기부형과 후원형은 자금제공의 대가로 이익을 추구하지 않는다는 점에서 비수익형 내지 비투자형으로 분류할 수 있다. 반대로, 대출형과 증권형은 자금제공의 반대급부로 이익을 추구한다는 점에서 수익형 내지 투자형으로 분류할 수 있다. 크라우드펀딩의 발전 연혁에서 보

면 비수익형 내지 비투자형 크라우드펀딩이 먼저 출현하였고, 크라우드펀딩을 이익추구에 접목한 수익형 내지 투자형 크라우드펀딩이 뒤를 이어 나타났다고 할 수 있다.

Ⅲ. 미국의 증권형 크라우드펀딩 규제

공모에 따른 증권신고서 규제는 미국 증권규제의 가장 핵심 중 하나이며, 중요한 투자자보호 장치로 여겨진다. 따라서 크라우드펀딩에서는 증권신고서가 면제되기 때문에 이를 보완하는 장치가 필요하다. 이에, CROWDFUND법은 우선 발행인 측면에서 크라우드펀딩을 통한 연간 증권발행 총액 한도를 설정하여, 증권신고서를 제출하지 않고 크라우드펀딩을 통해 발행할 수 있는 증권의 양을 조절한다. 이는 기존의 사모규제 중 Regulation D Rule 504와 Rule 505에서 이미 도입하고 있던 제도이다. 투자자 측면에서는 기존 증권규제에서는 없던 직접적 통제규제로서, 투자자의 크라우드펀딩을 통한 연간 총투자한도를 도입하고 있다. 투자자의 연간총투자한도는 발행인의 증권신고를 주축으로 한 공시 중심의 기존 증권규제가 크라우드펀딩에서는 더 이상 적용되기 힘들기 때문에 투자자보호의 목적을 달성하기 위한 우회적 장치로 해석할 수 있다. 투자자의 연간총투자한도 규제에 따라 투자자의 연간 투자위험 자체를 원천적으로 통제함으로써 투자자의 재앙적 손실(catastrophic loss)을 방지하고 손실한도를 투자자가 감내할 수 있는 한도로 제한하는 것이 가장 큰 목적이다. 한편, 업규제 완화장치로서 CROWDFUND법은 펀딩포털이라는 개념을 도입하여 기존의 broker-dealer가 아니어도 펀딩포털로 SEC와 자율규제기관에 등록하면 증권형 크라우드펀딩 플랫폼을 운영할 수 있

도록 규제를 완화하였다. 펀딩포털은 SEC 차원에서는 별도의 자본금 요건을 규정하지 않고 있기 때문에 물적 요건 측면에서는 매우 간편하게 중개기관으로서의 지위를 취득할 수 있다고 할 수 있다.

발행인의 연간발행한도와 투자자의 연간투자한도 규제 외에도 투자자보호 장치로서 CROWDFUND법은 연간누적발행금액에 따른 재무공시서류의 검증정도 차별화, 발행실적 보고 및 연차보고서 공시, 목표도달형 채택, 중개기관의 재무적 이익의 수취 금지, 광고규제, 전매제한, 발행인의 손해배상책임 등을 규정하고 있다. Reg CF에서는 이러한 규정에 대해 보다 상세한 세부 내역과 투자자보호와 관련한 실무적인 문제를 다룬다.

크라우드펀딩을 통해 증권을 발행할 수 없는 발행인의 범위로서, Reg CF는 (1) 외국회사, (2) 공개회사 또는 (3) 1940년 투자회사법(Investment Company Act of 1940)에 따른 투자회사나 사모펀드, (4) Reg CF Section 227.503(a)에 따라 부적격자가 된 자, (5) 크라우드펀딩을 통해 증권을 발행하였으나 현재 모집내역서를 제출한 시점으로부터 직전 2년간 SEC와 투자자에게 연차보고서를 제출·제공하지 않은 자 또는 (6) 구체적인 사업계획이 없거나 SPAC(Special Purpose Acquisition Company)과 같이 사업목적이 확인불명인 회사를 인수·합병하는 자를 크라우드펀딩을 이용할 수 없는 자로 규정한다. (4)에서 말하는 부적격자란, 발행인, 발행인의 이사 등이 일정한 범법이력 등이 있어 크라우드펀딩 자격을 박탈당한 발행인을 의미한다.

또한, Reg CF는 투자자보호 차원에서 매우 상세하고 규칙중심으로 발행인이 공시해야 할 내역을 규제하고 있다. 모집 전단계에서의 공시와 모집 단계 및 모집 이후단계의 공시 사항을 구분하고, Form-C를 제정하여 일반 신생기업들도 크라우드펀딩을 쉽고 비용효율적으로 이용할 수 있도록 배려하고 있는 점이 특색이다.

Reg CF는 광고규제에서 공시 가능한 내역을 명확히 하였으며, 그 내역에 발행금액, 증권의 성격, 발행가 및 모집마감일을 포함할 수 있도록 하였다. 따라서 사실상 증권발행의 중요사항에 대한 대부분의 광고가 가능하도록 규제를 대폭 완화한 것으로 판단된다.

그리고 판촉인(promoter)에 대해서는 판촉인이 중개기관의 플랫폼에서 의견을 게시할 때마다 자신의 게시행위가 판촉인으로서의 활동임을 밝히도록 규제한다. 이에 의해 투자자와의 이해상충과 투자자의 올바른 투자의사판단 형성에 도움을 주고자 한다.

투자자의 연간총투자한도는 투자자의 연소득이나 순자산이 10만달러인 경우를 기준으로 달리한다. CROWDFUND법에서도 10만달러를 기준으로 하는 것은 동일하나 입법상 오류가 존재하여, Reg CF에서는 아래와 같이 투자한도를 계산하도록 산정방식을 변경하였다. 연소득 또는 순자산이 10만달러 미만인 경우 투자자는 2천달러나 연소득 또는 순자산에서 더 적은 금액의 5% 중 더 큰 금액까지 투자할 수 있다. 투자자의 연소득과 순자산 양자가 10만달러 이상인 경우에는 연소득 또는 순자산 중 더 적은 금액의 10%까지 투자할 수 있되, 10만달러를 초과하지 않는 범위 내에서 투자할 수 있다.

크라우드펀딩을 통한 공모에 청약(investment commitment)한 투자자는 그 청약의사를 언제든지 철회할 수 있다. 그러나 청약마감일 48시간 이후에는 청약을 철회할 수 없다. 따라서 청약마감일 48시간 전까지만 청약을 철회할 수 있고 그 이후에는 철회가 불가능하다. 그러나 청약마감일전 48시간부터 청약마감일 사이에 모집조건이나 발행인이 제공한 정보에 중대한 변경이 있어 중개기관이 이를 통지한 경우에는 청약의 철회가 가능하다.

미국법상 크라우드펀딩 중개기관이라 함은 등록 브로커와 펀딩포

털을 의미한다. 펀딩포털이 크라우드펀딩 중개기관이 되기 위해서는 기술한 바와 같이 SEC와 자율규제기관인 FINRA에 등록하여야 한다.

Reg CF상 펀딩포털은 증권형 크라우드펀딩을 통한 증권모집 거래에 중개기관으로 행위하는 브로커를 의미한다. 그러나 펀딩포털은 등록 브로커가 아니기 때문에 (1) 투자자문 또는 투자권유의 제공행위, (2) 자신의 플랫폼에 게시된 증권의 취득, 매도 또는 청약의 권유행위, (3) 그러한 권유나 자신의 플랫폼에 게시되거나 참조된 증권의 매도에 기초한 근로자, 대리인 또는 그 밖의 자에 대한 보상행위 또는 (4) 투자자의 자금 또는 증권을 보유・관리・점유하거나 달리 취급하는 행위가 금지된다. 펀딩포털은 단순한 중개행위에 그친다는 개념이 강하기 때문이다.

재무적 이익의 취득과 관련하여, Reg CF는 중개기관의 이사 등은 어떠한 경우에도 재무적 이익을 가지거나 수취할 수 없지만, 중개기관은 일정한 요건 하에 자신이 제공하는 증권모집서비스와 관련하여 받는 보상으로서의 재무적 이익은 받을 수 있도록 한다. 이는 유동성 자금이 부족한 신생기업이 중개기관을 이용하는 대가로 자신의 증권을 지급할 수 있도록 함으로써 신생기업의 자금조달 활성화를 도모하고 나아가 증권형 크라우드펀딩이 작동할 수 있는 구조를 발전시키기 위한 조치이다.

중개기관의 플랫폼상 대화채널 규제와 관련하여, Reg CF는 투자자와 투자자간의 의견교환, 투자자와 발행인의 대표자간의 의견교환은 가능하나, 중개기관이 펀딩포털인 경우 그 펀딩포털은 의견교환에 참여할 수 없도록 한다. 펀딩포털은 단지 의견교환을 위한 가이드라인을 수립하고 남용적(abusive)이거나 잠재적으로 사기적 내용인 대화를 삭제할 수만 있을 뿐이다. 여기서, 남용적인 의견이란 욕설, 비방 등과 같이 무례하거나 자극적인 것을 의미한다.

크라우드펀딩의 절차적인 측면에서, 중개기관은 투자자로부터 청약을 받게 되면 즉시 투자자에게 청약한 달러금액, 발행가 등을 포함하는 통지를 발송하여야 한다. 또한, 크라우드펀딩을 통한 증권 거래의 완료시 또는 그 전에 투자자에게 일정한 사항을 밝힌 통지를 발송하여야 한다.

모집기간 규제와 관련하여, Reg CF는 최소 21일간은 모집을 하여야 하고, 목표금액을 달성한 경우에도 21일간은 조기종료를 할 수 없도록 하고 있다. 최소한의 기간 동안 집단지성이 형성되고, 투자자가 합리적인 투자판단을 할 수 있도록 강제적인 최소모집기간을 설정하고 있는 것이다.

Ⅳ. 한국의 증권형 크라우드펀딩 규제 개관 및 비교

우리나라의 증권형 크라우드펀딩은 2015년 7월 24일에 도입되어 오는 2016년 1월 25일부터 시행될 예정인 개정 자본시장법과 동법 시행령 및 시행규칙,「금융투자업규정」및「증권의 발행 및 공시등에 관한 규정」에서 그 규제가 설계되어 있다. 기술한 바와 같이 우리나라의 크라우드펀딩 규제도 기본적인 뼈대는 미국과 동일하다. 그러나 세부적인 접근법에서는 우리나라의 상황에 맞추어 변형된 것이 많아 차이를 보이는 부분도 제법 있다. 그리고 일부 쟁점에서는 미국보다 규제가 완화되어 있으나, 어떤 쟁점에서는 규제가 과도하게 규정된 부분도 있다.

우선, 우리나라와 미국의 증권형 크라우드펀딩 규제는 규제수단과 방법 측면에서 매우 유사하고 대체로 그 규제수준도 유사한 것으

로 판단된다. 그러나 발행인의 공시와 관련하여 공시항목의 세부 내용에서는 많은 차이가 있다. 또한 상세한 부적격발행인 규정, 발행가능금액, 최소모집기간, 조기마감요건, 투자자교육자료의 세부내용과 제공요건, 대화채널규제, 판촉인규제, 거래결과 통지의무, 청약철회권 행사의 제한을 통한 발행인의 자금조달 도모와 중요변경사항 발생시의 예외 규정, 투자광고 허용의 범위, 중개기관의 허용행위 범위(특히, 자문), 중개기관의 사실확인의무의 정도 등 미국의 증권형 크라우드펀딩 규제는 그 내용면에서 우리나라의 규제보다 완성도가 높은 것으로 평가할 수 있다.

증권형 크라우드펀딩 규제의 내용에 있어 완성도가 뛰어나다는 것은 규제의 강도가 더 높다는 것으로 받아들여질 수 있다. 그러나 미국의 규제를 자세히 살펴보면 단순히 규제가 많은 것이 아니라, 투자자보호와 관련하여 모든 항목들을 매우 세밀하게 고민한 흔적이 보인다. 예컨대, 판촉인 규제는 자본시장법에는 예정하고 있지 않는 것으로서, 이해상충을 방지하고 판촉인의 편향되거나 과장된 의견게시로 인해 투자자의 투자의견에 영향을 주지 않도록 모든 판촉인의 의견표시에 판촉인임을 밝히도록 하는 규제이다. 또한 Reg CF에서는 사기의 잠재성이 있거나 투자자보호가 우려되는 의견 및 남용적 의견은 중개기관이 삭제할 수 있도록 하고 있으나,자본시장법은 온라인소액투자중개업자가 게재된 의견을 임의로 삭제할 수 없도록 규정하고만 있다. 따라서 대화채널이 자칫 욕설과 비방이 난무하거나 투자와 무관한 내용이나 투자자보호를 해치는 내용이 그대로 노출될 우려도 있다. 그리고 자본시장법상으로는 명확하지 않으나, Reg CF는 최소모집기간과 조기마감 요건을 명확히 규정하여, 집단지성의 발현을 유도하고, 조기마감시 발생할 수 있는 불측의 투자자손해를 미연에 방지하고 있다. 나아가 증권사기 등의 범죄이력이 있는 발행인

등에 대해서는 원천적으로 크라우드펀딩 자체를 이용할 수 없도록 함으로써, 사기에 취약한 온라인상 거래를 보완하고 투자자보호를 보다 엄격히 하고 있다. 이와 달리 자본시장법은 일정한 유형의 범죄이력을 모집단계전에 공시하도록 하는 규정만 채택하여 투자자의 투자판단에 따르도록 한다. 투자자들이 발행인이나 대주주 및 경영진의 범죄이력을 얼마나 심각하게 받아들이는지는 국가마다 차이가 있고, 범죄이력이 있다고 하여 크라우드펀딩을 통한 자금자달 자체를 금지하는 것이 과도한 규제로 받아들여질 수 있다는 고려로 보인다. 그러나 발행인 등의 범죄이력은 많은 공시항목 중 하나여서 이것에 대한 투자자의 평가가 제대로 이루어질 수 있을지 의문이다. 그리고 무엇보다 크라우드펀딩을 통한 증권발행이 재무제표의 검증이 다소 미흡한 상태에서 증권사기에 매우 취약한 온라인전용의 발행구조라는 점을 감안할 때, 추후 범죄이력과 발행금지의 연동에 대한 적극적인 추가적 검토가 필요하다고 생각한다.

한편, Reg CF에서는 발행인의 자금조달 활성화를 위해 어쩌면 필요할지도 모르는 규제를 과감히 포기하는 것도 발견된다. 예컨대 광고규제 부분에서는 인터넷을 통한 증권사기의 위험이 높음에도 불구하고 자본시장법의 측면에서 보면 거의 대부분의 중요 발행조건을 광고할 수 있도록 하여, 상당부분 광고가 자유로운 것으로 평가할 수 있다. 또한 일정한 소기업에 대해서는 계속공시 의무를 면제하여, 신생기업 등이 크라우드펀딩에 따른 과도한 부담을 지지 않도록 배려하고 있다. 공모발행이지만, 일정한 소기업의 부담을 고려하여 사모발행과 같이 취급한다는 사고체계가 반영된 것으로 판단된다. 그리고 크라우드펀딩을 처음 이용하는 발행인에 대해서는 회계감사인의 감사의견 대신 독립 공인회계사의 심사만 받아도 되도록 규제를 완화하는 부분도 주목할 만하다. 이상의 세 가지 논점은 향후 한국

형 크라우드펀딩 규제의 완화 측면을 재고할 때 중요한 고려 요소라 할 수 있다.

요컨대, 비교법적인 측면에서 한미 크라우드펀딩 규제는 그 형식이나 체계 측면에서는 유사하다. 그러나 구체적인 내용 측면에서는 투자자보호의 관점이나 자본조달 활성화 측면에서 자본시장법의 완성도가 다소 미흡하고, 조달가능 금액 등 일정 부분에서는 규제가 강하다고 평가할 수 있다. 향후 시장의 상황을 지켜보며 추가적인 보완이 필요할 것이다. 그러나 추가적인 보완 시에도 투자자보호라는 자본시장법적 이익과 자금조달 활성화를 통한 경제적 효과의 달성이라는 산업정책적 이익의 균형을 잃어서는 안될 것이다. 그리고 이런 점에서 Reg CF를 통해 구현된 미국의 증권형 크라우드펀딩 규제의 세밀한 규제내용은 양 이익의 균형점을 찾는데 좋은 참고자료가 될 수 있을 것이다.

Ⅴ. 요약 및 시사점

증권형 크라우드펀딩 규제의 핵심은 효율적인 자금조달 방식의 제공을 통한 자금조달 활성화와 투자자보호를 통한 건전한 크라우드펀딩 시장의 형성이다. 한미 크라우드펀딩 규제의 면면은 자금조달 활성화와 투자자보호의 균형을 맞추기 위한 것이라 요약할 수 있다.

Reg CF는 2012년 4월 5일 CROWDFUND법이 제정된 후 3년 6개월 여만에 완성되었다. 2012년 4월 CROWDFUND법 제정 이후 SEC는 2013년 10월 23일 Reg CF안을 공간하고 의견청취를 시작하였고, 그로부터 2년여 이후인 2015년 10월 30일 최종적으로 Reg CF를 채택하였다. 그 기간 동안 480개가 넘는 의견서가 SEC에 제출되

었고, SEC는 이러한 다양한 의견을 청취하고 분석한 결과로서 Reg CF를 제정하였다. 이에 따라 Reg CF에서는 보다 세밀하고 완성도 높은 규제가 담길 수 있었고, 투자자보호와 자금조달의 균형을 이루는 크라우드펀딩 규제 체계를 갖추었다.

Reg CF에서 규정하는 정치한 규제체계에 비교하면 우리나라의 크라우드펀딩 규제는 부족한 부분이 많은 것이 사실이다. 특히 투자자보호를 위해 공시가 필요한 내용의 범위 측면이나, 절차적 보호측면에서는 아쉬움이 남는다. 2016년 1월 25일 한국판 증권형 크라우드펀딩 시장이 개시된 이후, 시장 상황을 지켜보며 보완을 해 나가야 할 것이다. 그 전에 모범규준이나 업무방법서 또는 온라인소액투자중개업자의 내부 업무규정 등에서 필요한 조치를 취함으로써 입법적인 불비나 규제적 측면의 흠결을 보완하는 작업도 병행되어야 할 것이다.

아울러, 미국과 달리 우리나라는 사모시장 규제가 까다롭고, 소액공모 또한 제한적인 상황에서 증권형 크라우드펀딩을 보완할 수 있는 사모 자본시장 측면의 규제체계 정비도 뒤따라야 할 것이다. 그리고 크라우드펀딩 시장의 성공 여부에 따라 기존의 자본시장 규제가 적절한 것인지 원점에서 다시 한 번 고민하는 것도 필요할 것이다. 이런 점에서 크라우드펀딩 규제는 자본시장 규제완화의 '실험적' 시도이자 현행 규제의 적절성 여부에 관한 시금석의 하나로 평가될 수 있을 것이다.

≪ Abstract ≫

U.S. Regulation for Securities-Based Crowdfunding and Implications

Crowdfunding is a compound word of "crowd" and "funding", meaning a practice where those in need of money raise, in principle, small-scale funds from the general public via specialized intermediaries mostly over the internet. Since the advent of those intermediaries such as IndieGoGo and Kickstarter that employ the web 2.0 mechanism enabling two-way communication on the internet, crowdfunding has taken hold as a popular fund-raising mechanism.

Depending on the funding purpose and consequent benefits in return, crowdfunding can be classified into four types: (1) donation-based, (2) reward-based, (3) lending-based, and (4) securities-based crowdfunding. Donation- and reward-based crowdfunding are regarded as a non-profit or non-investment type because they do not seek profits in exchange for providing funds. By contrast, lending- and securities-based crowdfunding are grouped into profit or investment type crowdfunding in the respect that profits are expected in return. In the history of crowdfunding development, non-profit or non-investment crowdfunding first emerged, and profit or investment crowdfunding followed suit connecting crowdfunding to profit-seeking.

Both the US CROWDFUND Act stipulated in Title III of the JOBS Act and the Korean crowdfunding regulation set forth under the Financial Investment Services and Capital Markets Act (FSCMA) target the last type, i.e., securities-based crowdfunding. The key elements of Korea's crowdfunding regulation modeled after the US CROWDFUND Act.

Korea's and the US's securities regulations have two key elements in common. First, both require registration statements filing for public offerings. By definition, securities-based crowdfunding takes the form of public offerings because it solicits the general public through the internet. However, preparing and filing a registration statement can be onerous for startups tapping into crowdfunding for small-scale funding. Thus, the CROWDFUND Act and the FSCMA place exemptions from the registration statement requirement. Second, both regulatory frameworks place entry barrier requirements for financial intermediaries, but this can be hardly met by crowdfunding platforms that lack knowledge and sufficient resources for regulatory compliance. For this reason, the CROWDFUND Act and the FSCMA deregulate entry barriers for crowdfunding intermediaries. With regard to this, both legislations adopt several alternative steps to mitigate potential risk and to ensure robust investor protection.

Despite the aforementioned similarities, the US and Korea have the following differences. On October 30, 2015, the US adopted Regulation Crowdfunding, detailed enforcement rules for the

CROWDFUND Act, to address potential problems found in the CROWDFUND ACT and facilitate capital formation. Among others, Regulation Crowdfunding includes the following details that provide Korea with ample implications: Issuer disqualification requirements, no integration of the issue amount, detailed disclosure items, early closing processes, provision of investor education, communication channel regulation, promoter regulation, financial interest rules, advertisement, safe harbor for intermediaries, relaxed ongoing disclosure responsibilities, etc.

In conclusion, from the comparative law perspective, rules prescribed under Regulation Crowdfunding are more sophisticated and better constructed than the Korean regulation. In fact, Korea's crowdfunding regulation leaves much to be desired in many ways, especially, procedural protection or the range of items to be disclosed for the sake of investor protection. Korea's crowdfunding market is scheduled to kick off on January 25, 2016. It is desirable to closely monitor market responses to take supplementary measures for developing Korea's regulatory framework into a more complete one. Also necessary would be making further improvements by taking a look at Regulation Crowdfunding for reference.

Ⅰ. 여는 말

I. 여는 말

2015년 7월 24일 자본시장법 개정으로 한국형 크라우드펀딩 규제[1]의 기본적 틀이 세워졌다. 관련 하위규정의 정비가 완료되고, 크라우드펀딩 중개기관인 온라인소액투자중개업자의 등록과 자본시장법에서 예정하고 있는 중앙기록관리기관 등의 인프라가 갖추어지면 2016년 1월 25일부터 우리나라에서도 증권형 크라우드펀딩이 본격적으로 시작될 전망이다. 미국에서와 마찬가지로, 우리나라에서도 그간 자본시장법상의 증권공모규제와 금융투자업자 진입규제로 인해 증권형 크라우드펀딩이 사실상 금지되어 있었다. 따라서 규제적 측면에서 자본시장법에 따른 증권형 크라우드펀딩의 해금(解禁)은 기존 자본시장규제의 입장에서 보면 상당히 중요한 의미를 가진다. 2016년 1월부터 이루어질 증권형 크라우드펀딩의 결과에 따라 향후 자본시장규제를 원점에서 재점검해 보아야 할 정도로 동 제도의 도입 의의는 크다고 할 수 있다.

그런데 한국형 크라우드펀딩 규제의 핵심적인 내용들은 2012년 4월 5일에 제정된 미국의 Jumpstart Our Business Startups Act(이하, "JOBS법"이라 한다) 제3편에 규정된 CROWDFUND법[2]을 모범으로 한 것이다. 그리고 미국과 우리나라의 크라우드펀딩 규제는 신생·벤처기업 등의 자금조달활성화와 투자자보호라는 두 가지 상충하는 법익의 조화를 목적으로 한다. 이를 위해 한미 양국 모두 증권신고서를 면제하고 중개기관의 진입규제를 완화하되, 연간 발행한도, 투자자의 연간총투자한도, 공시규

1) 이하, "한국형 크라우드펀딩" 또는 "한국형 크라우드펀딩 규제"라 함은 '증권형' 크라우드펀딩에 한정한다.

2) CROWDFUND Act는 Capital Raising Online While Deterring Fraud and Unethical Non-Disclosure Act의 약칭이다. 약칭에서 나타나는 바와 같이, 미국의 CROWDFUND법은 자금조달활성화와 투자자보호 양자를 모두 고려하기 위해 마련된 법률임을 알 수 있다.

제, 중개기관 행위규제, 광고규제, 전매제한 등과 관련한 규제를 도입하고 있다. 그리고 이와 관련한 한국형 크라우드펀딩의 규제논리는 상당부분 CROWDFUND법의 정신을 원용한 것이다. 그러나 미국과 달리 사모발행제도가 발달되지 않은 우리나라의 상황에서, 한국형 크라우드펀딩 규제가 국회 입법과정에서 강화된 부분도 있고, 또 미국에서는 2015년 10월 30일 제정된 미국 증권거래위원회(Securities Exchange Commission: SEC)의 Regulation Crowdfunding[3](이하, "Reg CF"라 한다)에서 규제의 내용을 보다 완화한 부분도 있다. 이런 측면에서, Reg CF를 중심으로 한 미국의 크라우드펀딩 규제를 보다 면밀히 검토해 봄으로써 한국형 크라우드펀딩 규제를 다시 한 번 점검해 볼 필요가 있다.

따라서 이 연구는 미국 JOBS법 제3편에 규정된 CROWDFUND법과 이 법에 따라 SEC가 제정한 Reg CF에 따른 미국의 증권형 크라우드펀딩 규제에 관한 탐구와 이를 통한 국내 크라우드펀딩 규제의 시사점 도출을 목적으로 한다.[4] 이 연구는 이 같은 목적을 달성하기 위하여 이하의 장에서 다음과 같은 쟁점을 검토한다. Ⅱ장에서는 독자의 이해도를 높이기 위해 크라우드펀딩의 개념과 유형 및 국내외 현황을 간략히 소개한다. 이를 통해 증권형 크라우드펀딩이 갖는 위치와 규제의 필요성을 점검한다. Ⅲ장은 이 연구의 핵심으로서, CROWDFUND법과 Reg CF에서 규정하는 미국의 크라우드펀딩 규제를 소개한다. 특히, Reg CF에 따른 발행인과 중개기관 및 투자자보호 규제의 내용을 면밀히 검토한다. Ⅳ장에서는 한국형 크라우드펀딩 제도의 규제를 개관하고, 미국법과의 차이를 규명한다. 또한 이를 바탕으로 자본시장법상 일부 쟁점에 대한 해석론도 전개한다. 끝으로, Ⅴ장에서는 연구결과를 요약하고 시사점을 제시한다.

---

3) 80 FR 71387; Release Nos. 33-9974; 34-76327.

4) 그러므로 대출형 크라우드펀딩 등 증권형 이외 유형의 크라우드펀딩과 관련된 상세한 논점은 이 연구의 범위에서 제외한다.

Ⅱ. 크라우드펀딩 개관

1. 크라우드펀딩의 개념
2. 크라우드펀딩의 유형과 규제
3. 국내외 크라우드펀딩 현황

II. 크라우드펀딩 개관

Ⅲ장에서 논의할 증권형 크라우드펀딩 규제의 이해를 돕기 위해, 이 장에서는 크라우드펀딩에 관한 개념과 유형을 소개하고,[5] 각 유형별로 규제적 쟁점을 기술한다. 또한, 국내외 크라우드펀딩 현황을 소개함으로써 크라우드펀딩이 빠르게 확산되고 있음을 점검한다.

1. 크라우드펀딩의 개념

크라우드펀딩(crowdfunding)이란 영어단어 그대로 군중 또는 대중을 뜻하는 crowd와 자금의 공급을 의미하는 funding이 합쳐진 말이다. 따라서 원어 그대로 그 뜻을 풀이하면, 일반대중이 자금을 공급해주는 모든 행위가 크라우드펀딩이라고 할 수 있다. 그러나 현대적 의미의 크라우드펀딩은 인터넷 등의 가상공간에서 자금의 공급행위 내지 자금조달 행위가 일어나는 것에 보다 초점이 맞추어져 있다. 그래서 통상 크라우드펀딩의 효시로 소개되는 것이 1997년 매릴리언(Marillion)이라는 영국의 락그룹이 인터넷을 통해 미국 순회공연에 필요한 자금을 모집한 예이다. 그러나 이 예 또한 보다 정확히 말하면, 오늘날 통상적으로 말하는 크라우드펀딩과는 거리가 멀다. 오늘날 일반적인 의미의 크라우드펀딩이란 단순히 인터넷을 통한 자금모집 내지 자금공급이 아니라, 인터넷, SNS 등의 온라인 플랫폼을 통해 자금모집을 전문적으로 중개하는

5) 크라우드펀딩의 개념과 유형에 관한 이하의 소개는 천창민(2013)을 기초로 이를 발전시킨 것임을 밝힌다. 크라우드펀딩의 개념과 유형 등 크라우드펀딩에 관한 개론적 소개를 시도하는 국내문헌으로는 신혜성・정지훈 외 13인(2014)을 참조.

전문중개기관이 개입하여 불특정 다수의 자금공급자로부터 자금수요자에게 자금의 중개가 일어나는 현상을 의미한다. 따라서 크라우드펀딩의 개념은 불특정 자금공급자, 온라인플랫폼을 운영하는 전문중개기관 및 자금수요자와 자금의 중개행위라는 요소들이 결합된 것으로 이해하여야 한다.

오늘날 전문중개기관을 통한 크라우드펀딩이 발전하게 된 배경에는 무엇보다 정보통신(Information Technology: IT) 기술의 발달과 이 기술을 이용하여 특수목적의 플랫폼을 만들어낸 전문중개기관의 출현에 있다. 먼저 과거의 IT기술과 달리 Web 2.0에서는 쌍방향 의사소통이 가능하게 되었다. Web 2.0 기술을 통해 다수 군중의 의견이 집적될 수 있게 됨에 따라, 제품의 질적 향상에 대한 보다 나은 의견들을 들을 수 있고, 자금모집에서는 자금공급자의 일방적인 진술만이 아니라 서로 의견을 교환함으로써 자금공급자가 진술한 내용을 검증할 수도 있다. 이러한 군중의 의견에 모아지는 것을 가리켜 'wisdom of crowds'라고 하며, 이를 우리말로는 '집단지성' 내지 '대중의 지혜'라고 부른다. 크라우드펀딩의 급속한 발전과 관련한 또 다른 배경으로는 Web 2.0을 결합한 자금중개 전문플랫폼(중개기관)의 출현을 들 수 있다. 대표적으로 2008년 설립된 인디고고(Indiegogo)와 2009년에 설립된 킥스타터(Kickstarter)를 들 수 있다. 물론 그 이전에도 국내외에 크라우드펀딩을 전문으로 하는 플랫폼이 존재하였지만,[6] 인디고고와 킥스타터의 성공적인 안착은 전 세계적으로 크라우드펀딩의 우수성과 그 파급력을 알리는 계기가 되었다. 인디고고와 킥스타터는 후원형 내지 보상형 크라우드펀딩을 전문으로 하는 플랫폼인데, 미국의 CROWDFUND법상 증권형 크라우드펀딩에 대한 아이디어도 결국 후원형에서 출발했다고 볼 수 있다. 즉, 증권을 매개로 온라인플랫폼에서 크라우드펀딩 방식으로 자금을 중개하는 것이 가능해

6) 예컨대, 우리나라에서 대출형 크라우드펀딩을 전문으로 하는 머니옥션과 팝펀딩은 2007년 3월에 설립된 크라우드펀딩 중개기관이다.

지면, 신생기업(startup) 등의 자금조달이 보다 용이해지고 이에 따라 일자리창출과 경제의 성장동력이 살아날 수 있다는 점을 착안한 것이라 할 수 있다. 끝으로, 크라우드펀딩의 급성장 배경은 2008년 금융위기 이후 금융기관에 대한 건전성 강화규제로 금융기관의 대출여력이 줄어든 경제 및 규제환경의 변화에서 찾을 수 있다. 금융기관을 통한 대출이 어렵게 되자 대안적 방식의 자금조달 통로가 필요하였고, 크라우드펀딩이 보다 효율적인 자금조달 창구로 대두되었던 것이다.

2. 크라우드펀딩의 유형과 규제

크라우드펀딩의 유형에 대해서는 다양한 분류방법이 시도되고 있으나, 기부형, 후원형, 대출형, 증권형으로 구분하는 것이 일반적이다. 기부형과 후원형은 자금제공의 대가로 이익을 추구하지 않는다는 점에서 비수익형 내지 비투자형으로 분류할 수 있다.[7] 반대로, 대출형과 증권형은 자금제공의 반대급부로 이익을 추구한다는 점에서 수익형 내지 투자형으로 분류할 수 있다. 크라우드펀딩의 발전 연혁에서 보면 비수익형 내지 비투자형 크라우드펀딩이 먼저 출현하였고, 크라우드펀딩을 이익추구에 접목한 수익형 내지 투자형 크라우드펀딩이 뒤를 이어 나타났다고 할 수 있다.

유형별로 크라우드펀딩의 세부내역을 살펴보면, 우선, 기부형 크라우드펀딩(donation-based crowdfunding)은 일반적인 기부행위를 크라우드펀딩과 접목했다고 보면 가장 쉽게 이해할 수 있다. 따라서 기부자인 자금공급자는 반대급부를 목적으로 하지 않게 때문에, 크라우드펀딩 차원

7) 비수익형 내지 비투자형 크라우드펀딩에 대한 소개와 입법적 개선방안에 대한 것으로는 우선, 김정주・김애진(2014); 윤민섭(2014) 참조.

의 규제는 존재하지 않는다. 다만, 우리나라에서는「기부금품의 모집 및 사용에 관한 법률」에서 1천만원에서 10억원 이하의 기부금품[8]을 모집하려는 경우에는 모집·사용계획서를 작성하여 지자체장에게 사전에 등록하도록 하고 있고, 10억원을 초과하는 기부금품 모집은 행정자치부장관에게 사전 등록하도록 규정하고 있다. 그리고 기부금품 모집의 등록도 국제적 구제사업, 천재지변 등의 재난 구휼사업, 불우이웃돕기 등 자선사업, 영리 또는 정치·종교활동이 아닌 사업으로서 교육, 문화, 예술, 과학 등의 진흥을 위한 사업, 소비자 보호 등 건전한 경제활동에 관한 사업, 환경보전에 관한 사업, 사회적 약자의 권익 신장에 관한 사업, 보건·복지 증진을 위한 사업, 남북통일, 평화구축 등 국제교류·협력에 관한 사업, 시민참여, 자원봉사 등 건전한 시민사회 구축에 관한 사업 및 그 밖에 공익을 목적으로 하는 사업 등에만 허용된다. 이와 같이 등록의무가 적용되는 기부금품 모집행위의 범위가 매우 넓기 때문에, 대부분의 기부활동에 대해서는 기부금품법이 적용된다고 볼 수 있다.[9] 그런데 기

8) 기부금품법상 기부금이란, 환영금품, 축하금품, 찬조금품 등 명칭이 어떠하든 반대급부 없이 취득하는 금전이나 물품을 말하며, 다음의 어느 하나에 해당하는 것은 제외된다(기부금품법 제2조 제1호). 그리고 정치자금법, 사회복지공동모금회법 등의 법률에 따른 기부금품 모집에 대해서는 기부금품법이 적용되지 않는다(기부금품법 제3조 참조).
   가. 법인, 정당, 사회단체, 종친회(宗親會), 친목단체 등이 정관, 규약 또는 회칙 등에 따라 소속원으로부터 가입금, 일시금, 회비 또는 그 구성원의 공동이익을 위하여 모은 금품
   나. 사찰, 교회, 향교, 그 밖의 종교단체가 그 고유활동에 필요한 경비에 충당하기 위하여 신도(信徒)로부터 모은 금품
   다. 국가, 지방자치단체, 법인, 정당, 사회단체 또는 친목단체 등이 소속원이나 제3자에게 기부할 목적으로 그 소속원으로부터 모은 금품
   라. 학교기성회(學校期成會), 후원회, 장학회 또는 동창회 등이 학교의 설립이나 유지 등에 필요한 경비에 충당하기 위하여 그 구성원으로부터 모은 금품

9) 반면, 김정주·김애진(2014), 33~34면; 윤민섭(2014), 109면은 기부금품법상 기부목적을 열거적 형태로 규정함에 따라 상당수의 기부형 크라우드펀딩이

부금품법에서와 같이 사전적인 등록을 요건으로 할 경우, 크라우드펀딩에서는 초과모집이 발생할 수 있는데 이 경우 뜻하지 않게 형사처벌의 대상이 될 수도 있다. 즉, 기부형 크라우드펀딩을 통해 500만원 정도를 모집하고자 했으나, 2천만원이 모집된 경우 사전등록을 하지 않았기 때문에 3년 이하의 징역이나 3천만원 이하의 벌금을 받을 수 있기 때문이다.[10] 따라서 기부형 크라우드펀딩의 특성에 맞게 등록과 관련된 기부금품법의 정비가 필요한 것으로 보인다.

둘째, 후원형 크라우드펀딩(reward-based crowdfunding)은 금전 제공의 반대급부로 지급한 금전보다 적거나 이와 유사한 형태의 비금전적 '보상'을 약속하는 형태를 말한다. 최근 가장 많이 이용되고 있는 형태가 '선구매형' 방식이다. 선구매형에서는 아이디어 상태이거나 시제품 상태의 제품을 크라우드펀딩 플랫폼에 올리고 자금을 모집한 후 이 자금을 기초로 제품을 완성하여 보상으로 크라우드펀딩에 참여한 자금공급자에게 이를 발송하는 방식이다. 이 외에도 보상으로서 컵이나, 티셔츠 등을 주는 경우도 있고, 금액에 따라 감사편지만을 보내는 경우도 있다. 이런 의미에서 우리나라에서는 보상보다는 약한 '후원'의 개념을 따서 영어표현인 reward(보상) 대신에 후원형이라는 용어가 일반적으로 사용되고 있다. 후원형 크라우드펀딩과 관련하여서도 별도의 규제는 없으나, 선구매형의 경우에는 사실상 말 그대로 제품에 대한 가격지불을 먼저 하는 형태의 선도물품매매계약으로 볼 수 있기 때문에 통신판매와 관련된 법률 즉, 전자상거래법[11]의 적용여부가 문제 될 수 있다. 전자상거래법이 적

기부금품법에서 규정하는 모집목적 이외의 목적 달성을 위해 이루어지고 있다고 서술하고 있다. 그러나 기부형과 후원형을 보다 엄격히 구분하면, 기부금품법상 모집목적 이외의 기부형은 그리 많지 않을 것으로 보인다. 추후 보다 엄밀한 실증적 조사가 필요하리라 판단된다. 다만, 김정주・김애진(2014); 윤민섭(2014)의 지적은 적절하다.

10) 기부금품법 제16조 제1항 제1호.

11) 통신판매에 대해서는「전자상거래 등에서의 소비자보호에 관한 법률」이

용될 경우 자금수요자는 통신판매업자로 등록해야 하고, 법상의 각종 규제와 의무를 따라야 하나, 현재 선구매형 크라우드펀딩 실무에서는 자금수요자가 전자상거래법상 통신판매업자로 등록하는 경우는 없다. 이는 선구매형을 매매계약으로 보지 않고 단순한 '후원'으로 파악하기 때문인 것으로 보인다. 그러나 개별 유형에 따라서는 반드시 '후원'을 목적으로 하는 것이 아니라 상품홍보[12]나 선구매를 가장한 판매행위도 있을 수 있기 때문에, 향후 보다 안정적인 후원형 크라우드펀딩을 위해서는 담당부처의 명확한 가이드라인이 필요할 것으로 판단된다.

세 번째 유형은 대출형 크라우드펀딩(lending-based crowdfunding)이다. 통상 크라우드펀딩이라는 용어 없이 P2P(Person to Person) 대출이라고도 하나, P2C(Person to Company) 대출과 함께 P2P 대출도 대출형 크라우드펀딩의 일종이다.[13] 대출형 크라우드펀딩은 단순히 전문 크라우드펀딩 중개기관만 관여하여 자금수요자와 자금공급자간 직접 소비대차계약이 이루어지는 직접대출형과 중간에 은행이나 여신전문기관이 관여하여 간접적으로 소비대차계약이 이루어지는 간접대출형이 있다. 영국의 Zopa[14]를 통한 대출형 크라우드펀딩이 대표적인 직접대출형이고, 우리나라 팝펀딩·머니옥션과 미국의 랜딩클럽, 프로스퍼를 통한 대출형 크라우드펀딩이 대표적인 간접대출형이다. 간접대출형은 여신행위 규제로 인해 형식적인 여신행위는 은행 등의 여신기관이 담당하나, 실질은 직접대출형과 같이 대출에 따른 모든 부담을 자금공급자가 지는 방식을 취하는 것이 일반적이다.[15] 한편, 대출형 크라우드펀딩은 증권을 매개로

적용된다.

12) 후원형의 일종인 선구매형 크라우드펀딩은 기업이나 제품 홍보용으로도 많이 이용된다.

13) 영문의 뜻에서 알 수 있는 바와 같이, P2P는 개인과 개인간의 대출을, P2C는 개인이 기업에 행하는 대출을 의미한다.

14) Zone of Possible Agreement의 약자이다.

15) 우리나라에서는 대출형 크라우드펀딩에 따라 자금공급자가 가지는 권리의

자금공급이 이루어지지 않는 점을 제외하면, 채무증권형 크라우드펀딩과 경제적 실질이 매우 유사하다. 따라서 특히 기업대출형 크라우드펀딩에서는 증권형 크라우드펀딩과 규제차익이 발생할 수 있기 때문에, 향후 대출형 크라우드펀딩의 설계와 관련해서는 세심한 고려가 필요할 것으로 판단된다. 현재 우리나라에서는 대출형 크라우드펀딩에 대해 별도의 규제가 없으며, 간접대출방식에 따라 대부업자나 (저축)은행을 통한 간접적인 방식의 모니터링 수준의 규제만 실시하고 있는 것으로 평가할 수 있다. 그러나 간접적인 모니터링도 자금세탁 등의 감시 수준에 그치고 있어, 대출형 크라우드펀딩이 어느 정도로 이루어지는지, 대출이자는 얼마인지 등에 대한 정확한 파악조차도 힘든 실정이어서 가까운 장래에 대출형 크라우드펀딩의 성장과 자금공급자 보호 차원의 제도적 정비가 필요한 것으로 판단된다.[16]

마지막 유형인 증권형 크라우드펀딩은 자금수요자가 증권을 매개로 크라우드펀딩을 통해 금융을 받는 형태이다. 크라우드펀딩이라는 특수한 방식을 채택한 것 외에는 증권의 공모발행이 일어나고 있기 때문에 자동적으로 투자자보호를 목적으로 하는 자본시장법이 적용된다. 그러나

성질을 '원리금수취권'으로 구성하는 것이 일반적인데, 원리금수취권은 형성되는 대출채권에 대해 투자자가 자금공급자로 참여하고 대출 이후 이에 대한 원리금을 수취할 수 있는 권리를 의미한다. 원리금수취권은 신디케이트론에서의 채권참가에 따른 권리로 파악할 수 있다. 실제 자금공급자와 대부업자는 채권참가계약을 체결한다.

16) 특히, 기업대출형 크라우드펀딩에 대한 규제 보완이 필요하다. 개인대출형 크라우드펀딩은 시장규모가 아직도 미미하여 시장의 추이를 조금 더 지켜볼 필요가 있는 것으로 보인다. 국내외 대출형 크라우드펀딩 제도와 현황에 대한 소개와 대출형 크라우드펀딩의 규제방향에 대한 최근 연구로는 우선, 서병호・이순호(2015) 참조. 다만, 대출형 크라우드펀딩의 규제방향과 관련하여, 직접대출형과 간접대출형을 아우르는 종합적인 규제틀이 바람직하고, 개인대출형을 포함한다는 점에서 자본시장법 이외의 법률에서 규율하는 것이 바람직하다고 본다. 대출형 크라우드펀딩에 관한 보다 상세한 논점은 다른 기회를 통하여 논의하기로 한다.

자본시장법을 그대로 관철할 경우에는 공모에 따른 증권신고서 제출이나 소액공모 절차를 준수하여야 하고, 중개기관 측면에서는 투자중개업자로 인가를 받아야 하기 때문에 사실상 증권형 크라우드펀딩이 불가능한 문제가 발생한다. 이에 따라 미국은 증권공모규제 및 증권업자의 진입규제 완화를 골자로 하는 CROWDFUND법을 제정하였고, 우리나라도 이 법을 벤치마크하여 2015년 7월 자본시장법을 개정한 것이다. 한편, 증권형 크라우드펀딩은 지분투자형, 투자형, 지분형 크라우드펀딩이라고도 불리는데, 이는 지분증권에 투자한다는 것을 강조하기 위한 것으로 보인다.[17] 그러나 증권형 크라우드펀딩 규제를 마련하는 대부분 국가의 공통적인 특징은 주식과 같은 지분증권에 한정하지 않고 채무증권이나 나아가 투자계약증권까지도 발행할 수 있도록 하고 있다. 따라서 증권형 크라우드펀딩을 지분투자형이라거나 지분형이라고 부르는 것은 적합하지 않다.[18] 후술하는 바와 같이 자본시장법은 증권형 크라우드펀딩으로 발행할 수 있는 증권의 종류를 지분증권, 채무증권, 투자계약증권으로

17) 미국에서도 일반적으로는 이를 investment crowdfunding이고 부르는 경우가 많다.

18) 투자형은 증권투자형을 줄인 말로 보이는데, 필자는 반대급부로 금전적 이익을 추구하느냐에 따라 크라우드펀딩을 크게 투자형과 비투자형으로 대별하기 때문에 용어의 혼선을 줄이고, 증권을 매개로 이루어지는 크라우드펀딩이라는 측면에서 '증권형 크라우드펀딩'이라는 용어를 채택하고 있다. 필자에 따라서는 대출형을 투자형에 포함하는 것은 투자라는 용어가 '원본손실가능성'을 의미하기 때문에 투자형이라는 용어가 옳지 않다고 하는 의견도 있으나, 투자의 의미를 원본손실가능성으로 파악하는 것은 자본시장법에서 그렇게 정의하는 것이지, 일반적 의미의 투자가 반드시 원본손실가능성을 의미하는 것도 아니고 대출형 크라우드펀딩은 자본시장법 영역의 것도 아니기 때문에 대출형을 투자형에 포섭하는 것을 반대하는 의견에는 동의할 수 없다. 그러나 투자형이 미국에서는 증권형 크라우드펀딩을 의미하는 용어로 사용되는 경우도 있기 때문에 이에 대한 오해를 줄인다는 측면에서 이하, 투자형과 비투자형을 수익형과 비수익형이라는 용어와 같이 병기하거나 수익형, 비수익형이라는 용어를 사용하기로 한다.

한정하여 규정하고 있다. 지분증권은 주식이나 익명조합의 지분을 표창하는 증권을 의미하고, 채무증권은 사채와 같은 채무적 권리를 표창하는 증권을 말한다. 끝으로 투자계약증권은 특정 투자자가 그 투자자와 타인 간의 공동사업에 금전등을 투자하고 주로 타인이 수행한 공동사업의 결과에 따른 손익을 귀속받는 계약상의 권리가 표시된 증권을 말한다.[19] 투자계약증권은 지분증권과 채무증권이 아닌 예외적인 경우를 상정하여 이를 크라우드펀딩에서 수용하기 위해 도입한 개념이다. 그러므로 통상의 경우에는 사용되지 않고, 문화콘텐츠계의 프로젝트성 크라우드펀딩 등에 예외적으로 이용될 것으로 전망된다. 다만, 지분증권적 성격과 채무증권적 성격을 결합한 형태의 투자계약도 가능하므로 실무의 전개를 지켜보아야 할 것이다.

이상의 크라우드펀딩 유형을 표로 정리하면 <표 Ⅱ-1>과 같다.

<표 Ⅱ-1> 크라우드펀딩의 유형과 분류

유형		내 용	중개기관 예
비수익형	기부형	순수한 기부 방식	Kiva, 위제너레이션
	후원형	자금공급 행위에 대한 보상 (보상: 금전적 성격이 아닌 티켓, 음반, 시제품 등)	Kickstarter, 와디즈
수익형	대출형	크라우드펀딩 플랫폼을 통해 금전소비대차가 이루어지는 방식	Zopa, 팝펀딩, LendingClub
	증권형	증권발행을 매개로 크라우펀딩 플랫폼에서 금융이 이루어지는 방식	Crowdcube, 오픈트레이드 등

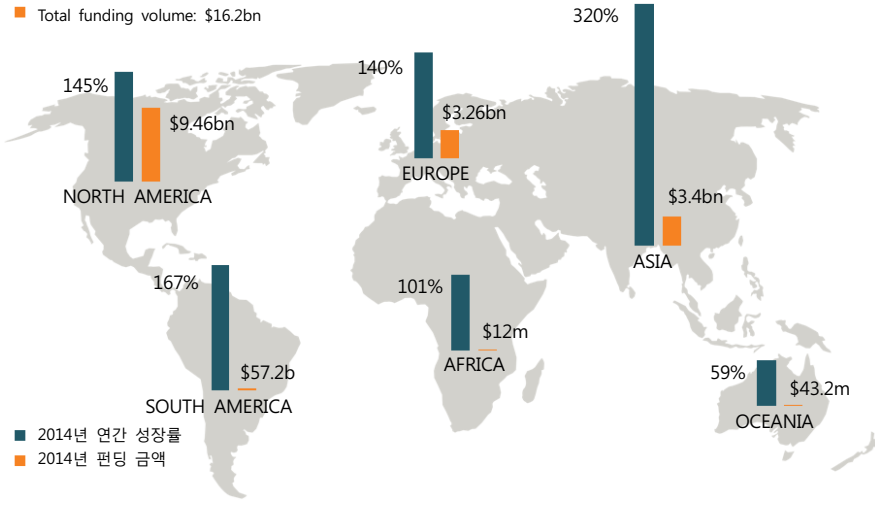
19) 자본시장법 제4조 제6항.

3. 국내외 크라우드펀딩 현황

가. 해외 크라우드펀딩 현황

2012년부터 전 세계 크라우드펀딩 현황을 집계하고 있는 Massolution에 따르면,[20] 2014년 전 세계 크라우드펀딩 시장을 통한 자금모집은 162억달러 규모이다. 대륙별로는 북미가 94억 6천달러 수준으로 가장 높고 다음으로 아시아 34억달러, 유럽 32억 6천달러 순이다. 아시아는 2014년도에 320%로 높은 수준의 성장률을 달성하였는데, 이는 거의 대부분 중국에서의 높은 성장률에 기인한 것이다.

<그림 Ⅱ-1> 2014년 전 세계 크라우드펀딩 현황(규모)

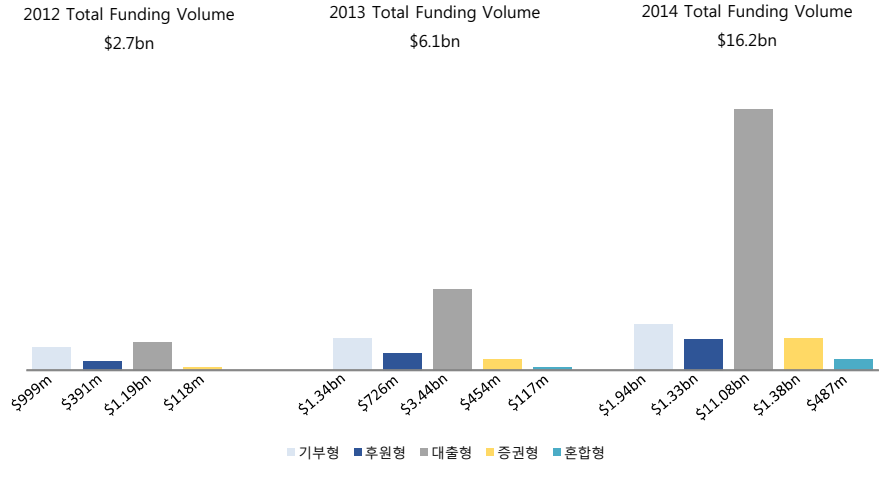


자료: Massolution 2015CF

20) 이하, 해외 크라우드펀딩 현황은 Massolution(2015)을 기초로 작성하였다.

2014년 전 세계 크라우드펀딩 시장 규모를 2013년에 대비하면 167%의 성장률을 보인다. 유형별로는 대출형 크라우드펀딩이 빠르게 성장하며, 가장 대표적인 크라우드펀딩 방식으로 안착한 모습을 보이고 있다. 2014년 대출형 크라우드펀딩 규모는 110억달러가 넘는 규모로서, 2013년 34억 4천달러 대비 223%의 성장률을 보였다. 그리고 대출형 크라우드펀딩이 전체 시장을 견인하여 총 크라우드펀딩 모집금액에서 68%를 차지할 정도로 압도적인 우위를 나타내고 있다. Massolution은 이 같은 대출형 크라우드펀딩의 성장 배경으로 대출형 크라우드펀딩 중개플랫폼의 증가를 들고 있으나, 보다 근본적으로 투자자의 투자성향에 가장 적합하기 때문인 것으로 판단된다. 한편, 2014년 증권형 크라우드펀딩도 2013년 대비 204%의 급격한 성장을 보였으며, 2015년에는 114% 정도 성장할 것으로 전망하고 있다. 유형별 자금모집규모의 연도별 비교를 그래프로 나타내면 <그림 Ⅱ-2>와 같다.

<그림 Ⅱ-2> 3개년 크라우드펀딩 유형별 자금모집 규모

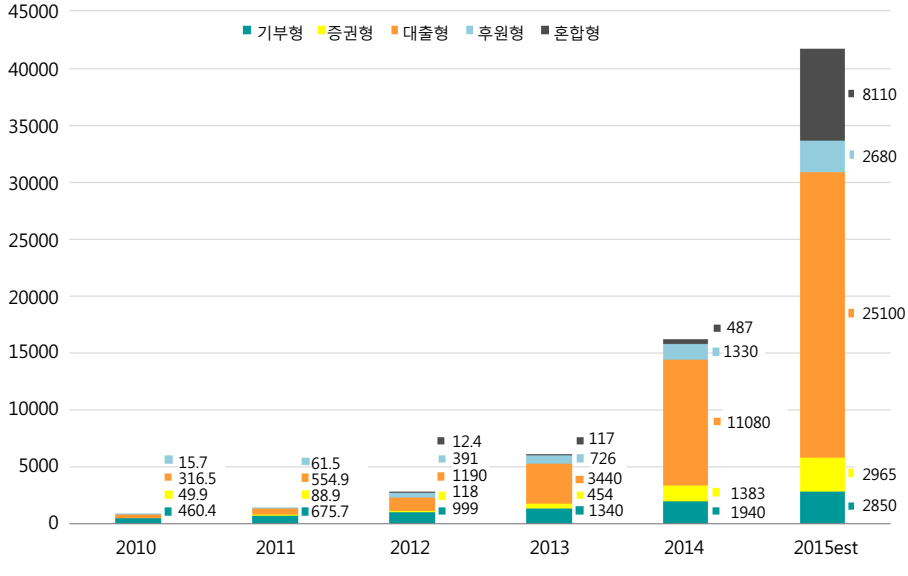


자료: Massolution 2015CF

<그림 Ⅱ-3>은 2010년부터의 크라우드펀딩 자금모집규모와 2015년 예상 자금모집 규모를 보여주는 것으로서, 여전히 대출형 크라우드펀딩이 전체 시장을 이끌 것으로 예상하고 있다. 주목할 만한 것은 2013년부터 두드러지기 시작한 혼합형 크라우드펀딩[21]의 규모이다. 2015년에는 증권형 크라우드펀딩과 유사한 규모로 증가할 것을 예상하고 있다.

<그림 Ⅱ-3> 5개년 크라우드펀딩 유형별 자금모집 규모와 2015년 예상 자금모집 규모

(단위: 백만달러)



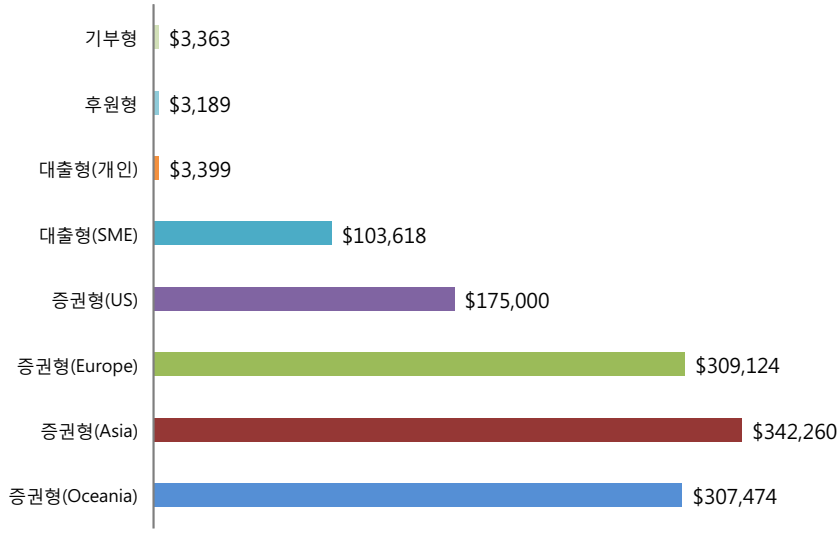
자료: Massolution 2013/2015CF

유형별 평균 모집금액을 보면, 미국에서는 17만 5천달러, 유럽에서는 약 30달러로 증권형 크라우드펀딩의 모집규모가 월등히 크다는 것을 알

21) 혼합형 크라우드펀딩은 네 가지 유형의 크라우드펀딩을 조합한 형태를 말한다. 예컨대, 후원형과 대출형을 묶어서 자금조달을 시도하는 형태이다.

수 있다. 반면 기부형, 후원형, 개인대출형은 대부분 한 모집당 평균 3천 달러 정도의 소액임을 알 수 있다.

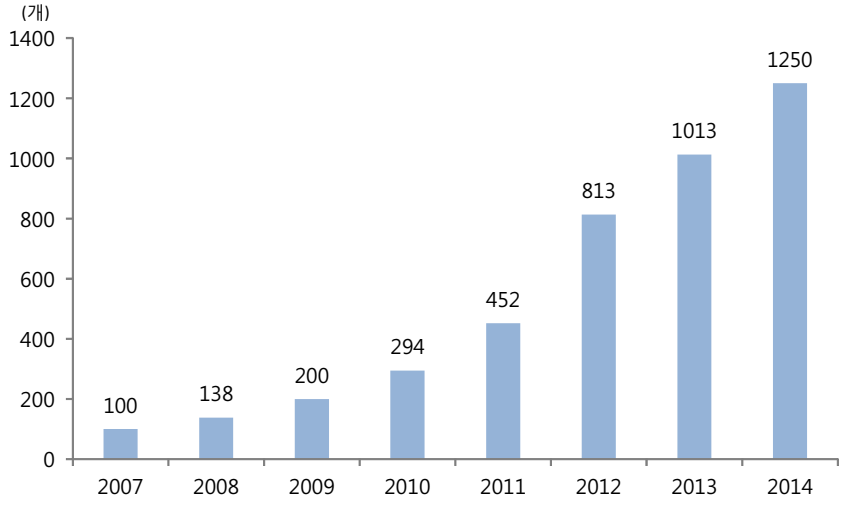
<그림 Ⅱ-4> 2015년 크라우드펀딩 유형별 평균 모집금액



자료: Massolution 2015CF

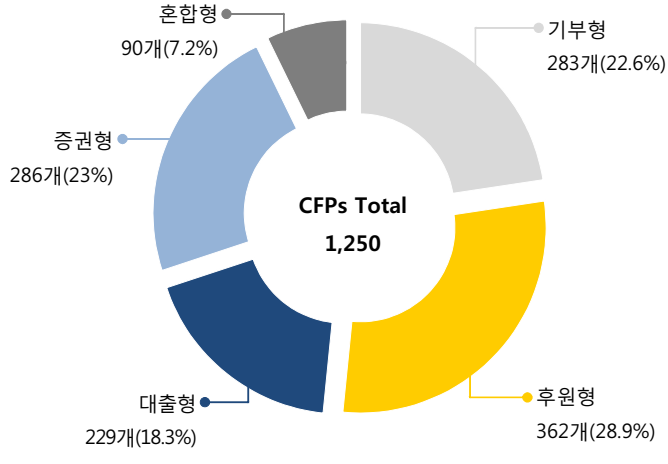
한편, 전 세계 크라우드펀딩 시장의 성장은 크라우드펀딩 중개플랫폼의 수적 증가와 밀접히 관련되어 있다. 통계적으로 2007년 100개의 플랫폼에서 2014년은 1,250개로 12배 이상 크라우드펀딩 중개플랫폼이 증가하였다. 이 중 후원형 크라우드펀딩 플랫폼이 수적으로 가장 많은 362개로 전체 1,250개 플랫폼 중 28.9%를 차지하고 있다. 다음으로 증권형 286개, 기부형 283개 순이다. 하지만, 의외로 자금모집 규모에 비해 대출형 크라우드펀딩 플랫폼은 229개로 전체의 18.3%만을 차지하고 있다. 대륙별로는 유럽이 600개로 가장 많고, 다음이 북미로 375개, 그 다음이 아시아로 169개의 플랫폼이 있는 것으로 조사되었다.

<그림 Ⅱ-5> 연도별 크라우드펀딩 플랫폼 수



자료: Massolution 2015F

<그림 Ⅱ-6> 2015년 유형별 크라우드펀딩 플랫폼 수



자료: Massolution 2015F

나. 국내 크라우드펀딩 현황

국내 크라우드펀딩 시장은 해외에 비해서도 늦지 않게 시작되었다. 2007년 3월 대출형 크라우드펀딩 플랫폼인 머니옥션과 팝펀딩이 개설되면서 국내에서 최초로 크라우드펀딩이 소개되었다. 그러나 당시에는 크게 주목을 받지 못하였고, 2011년 1월 디스이즈트루스토리를 시작으로 기부·후원형 크라우드펀딩 플랫폼이 출현하면서부터 본격적으로 언론과 일반인의 주목을 받기 시작하였다. 특히, 2012년 4월 미국에서 JOBS법상 CROWDFUND법이 제정되면서부터 국내에서도 크라우드펀딩에 대한 기대와 관심이 증가하기 시작하였고, 2012년에 증권형을 표방하는 오픈트레이드 등 다양한 유형의 크라우드펀딩 플랫폼이 속속 등장하였다. 2011년 이후 국내 크라우드펀딩 플랫폼은 계속 증가하여, 필자가 국내 크라우드펀딩 현황을 처음 조사할 2013년 5월 당시 국내 전체 크라우드펀딩 플랫폼은 17개였다.[22] 그러나 2014년과 2015년 들어서서 크라우드펀딩에 대한 관심의 증가와 더불어 크라우드펀딩 플랫폼 개설도 급속한 증가를 보여, 2015년 12월 현재 국내에도 40여개가 넘는 크라우드펀딩 플랫폼이 있는 것으로 파악되었다. 아울러, 크라우드펀딩 플랫폼에 가입한 회원수의 증가 추이도 국내 크라우드펀딩의 관심도를 그대로 반영하고 있다. 2013년 국내 8개 크라우드펀딩 플랫폼[23]의 전체 회원수는 28만명 수준이었으나, 2015년 9월 현재 73만명 수준으로 급증하였다. 과거 17개 플랫폼을 대상으로 조사할 때에는[24] 2011년 7만명, 2012년 23만명 수준이었기 때문에 2015년과 비교시 그 증가폭이 매우 크다는 것을

22) 천창민(2013), 19면 참조.

23) 조사대상 플랫폼은 2013년부터 영업을 하고 있던 오픈트렛이드, 팝펀딩, 굿펀딩, 와디즈, 오마이컴퍼니, 머니옥션, 오퍼튠 및 씨펀을 대상으로 하였다. 각 플랫폼의 가입회원은 중복될 수 있기 때문에 실재 크라우드펀딩에 참여하고 있는 회원수는 이 보다는 더 작을 것으로 판단된다.

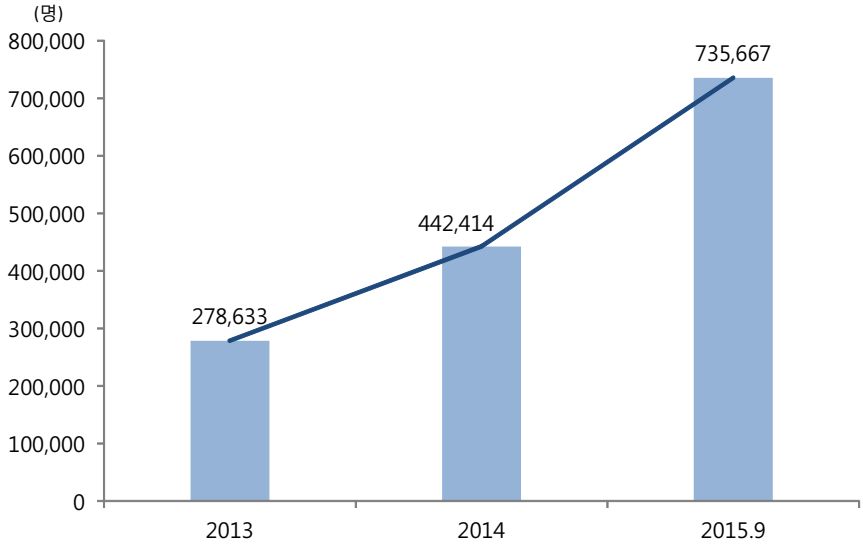
24) 천창민(2013), 23면 참조.

알 수 있다.

<표 Ⅱ-2> 국내 유형별 크라우드펀딩 플랫폼 현황 예시

유형	플랫폼	개설시기	유형	플랫폼	개설시기
기부형	한국문화예술위원회	2011. 4	후원형	펀루	2013. 6
	위제너레이션	2012. 8		키다리펀딩	2013. 11
후원형	텀블벅	2011. 1	대출형	머니옥션	2007. 5
	개미스폰서	2011. 12		팝펀딩	2007. 5
	굿펀딩	2012. 2		오퍼튠	2012. 3
	오마이컴퍼니	2012. 5		펀딩트리	2012. 6
	와디즈	2013. 3		8퍼센트	2014. 12
	펀딩21	2013. 6	증권형	오픈트레이드	2012. 5

<그림 Ⅱ-7> 연도별 국내 크라우드펀딩 플랫폼 회원수 현황



그러나 2014년 전체 크라우드펀딩을 통해 모집된 자금은 총 55억원으로서,[25] 해외에 비해서는 아직까지 크라우드펀딩 시장이 미약한 상황이다. 유형별로는 대출형이 총 31억원으로서[26] 56%를 차지하여 해외와 동일한 현상으로 보였다. 세부적으로는 대출형 모집금액 중 개인대출형이 21억원이고, 기업대출형이 10억원으로서, 개인대출형이 많음을 알 수 있다. 다만, 최근 설립된 대출형 크라우드펀딩 플랫폼의 경우 기업형 대출을 점차 늘리고 있어, 향후 금액면에서는 기업대출형 규모도 상당 폭 증가할 것으로 예상된다. 증권형 크라우드펀딩은 자본시장법상 투자중개업 인가규제와 공모규제로 인해 불가능하지만, 크라우드펀딩 플랫폼을 통해 사모와 유사한 형태로[27] 모집된 금액이 4억 3천만원 정도였다. 이는 전체 크라우드펀딩 모집금액 중 7.9%를 차지하는 수치이나, 2016년 1월 25일부터 증권형 크라우드펀딩이 시작될 경우 가장 빠른 속도로 성장할 것으로 전망된다. 기부·후원형[28]은 19억원 정도의 규모로, 현재로서는 개인대출형 다음으로 가장 큰 유형의 크라우드펀딩으로 분석되었다.

---

25) 조사대상은 굿펀딩, 머니옥션, 아이시드, 오마이컴퍼니, 오퍼튠, 오픈트레이드, 와디즈, 위제너레이션, 팝펀딩, 텀블벅 총 10개 플랫폼이다.

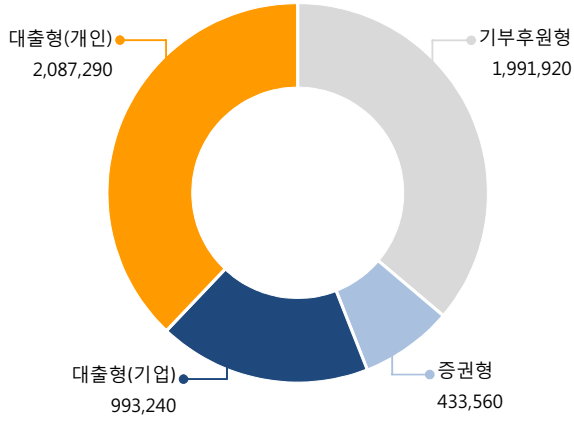
26) 서병호·이순호(2015), 13면의 조사자료에 따라, 대출형 플랫폼인 8퍼센트와 테라펀딩의 2014년 말 대출잔액인 10억 7천만원 및 8억 7천만원을 더하면 크라우드펀딩 통한 전체 모집금액 중 대출형이 차지하는 비중은 더 높아질 것이다. 필자는 2013년과 2014년의 크라우드펀딩 모집규모를 비교하기 위해 2014년에 설립된 크라우드펀딩 플랫폼은 조사대상에서 제외하였다.

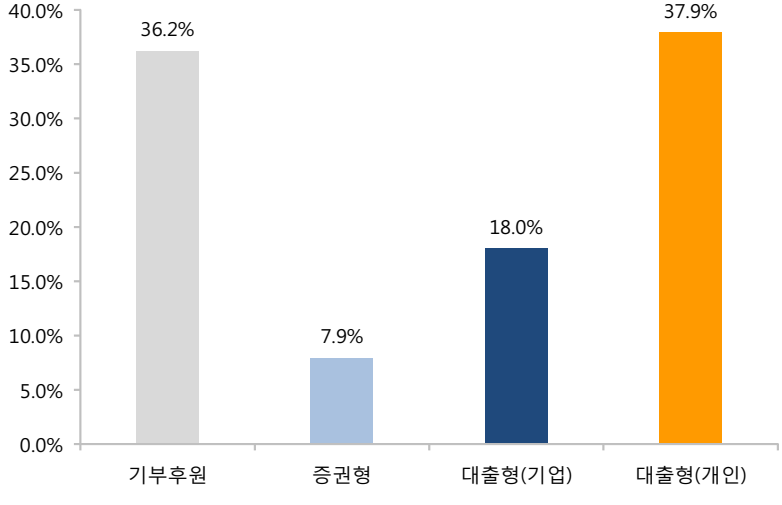
27) 참고로, 사모를 통한 중개도 자본시장법상 투자중개에 해당하기 때문에, 투자중개업의 인가를 받지 않으면 사모중개를 할 수 없다.

28) 우리나라의 크라우드펀딩 플랫폼은 대부분 기부형과 후원형을 크게 구별하지 않고 진행하는 경우가 많이 통계상으로는 기부·후원형을 합하여 집계하였다.

<그림 Ⅱ-8> 2015년 국내 유형별 크라우드펀딩 모집규모

(단위: 천원)





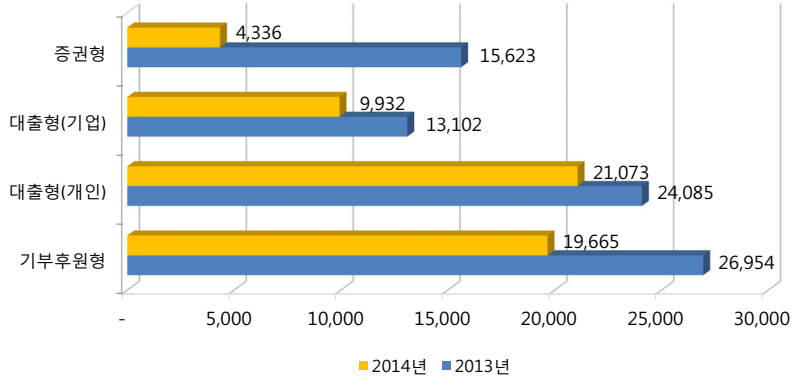
주: 조사대상 10개 플랫폼

한편, 2012년 말 기준 크라우드펀딩을 통한 자금모집 규모는 88억원 수준이었는데, 당시 조사대상 플랫폼은 총 17개였다. 그러나 당시 대출형 크라우드펀딩 플랫폼과 2014년 기준 조사대상 플랫폼이 동일하지만,

2012년에는 47억 수준(개인대출형은 37억원, 기업대출형은 10억원)이었기 때문에 크라우드펀딩 플랫폼 및 회원수의 증가에도 불구하고 실질적인 자금모집 규모는 도리어 줄어든 것을 알 수 있다.[29] 또한 2013년과 2014년 모집금액을 비교한 <그림 Ⅱ-9>를 보아도, 2014년의 모집 활동이 매우 저조하였다는 것을 알 수 있다.[30] 저조한 크라우드펀딩 실적에 대해서는 여러 가지 원인이 있겠지만,[31] 무엇보다 증권형 크라우드펀딩 법안 통과의 불확실성이 컸다고 판단된다. 따라서 2016년 증권형 크라우드펀딩 개시 이후 상황을 보다 면밀히 지켜볼 필요가 있다.

<그림 Ⅱ-9> 2013~2014년 크라우드펀딩 모집규모 비교

(단위: 십만)



29) 기부·후원형은 2012년 말 기준 18억원 수준이어서 2014년 말 현황과 유사하기 때문에 전체적으로 대출형과 증권형의 모집규모가 상당히 축소되었다는 것을 알 수 있다.

30) 2014년 유형별 모집금액 조사대상은 굿펀딩, 머니옥션, 오마이컴퍼니, 오퍼튠, 오픈트레이드, 와디즈, 위제너레이션, 팝펀딩, 텀블벅 총 9개 플랫폼이다.

31) 2014년 12월 이후부터 2015년 12월 사이 핀테크의 영향으로 상당수의 대출형 크라우드펀딩 플랫폼이 신설되었고, 이를 통한 자금모집 규모가 상당한 것으로 알려져 있다. 따라서 2014년 크라우드펀딩 실적 저조의 원인에 대해서는 어느 특정 요소가 작용하였다고 보기에는 어려움이 있다.

Ⅲ. 미국의 증권형 크라우드펀딩 규제

1. 개관
2. 발행인 관련 규제
3. 투자자 관련 규제
4. 중개기관 관련 규제

III. 미국의 증권형 크라우드펀딩 규제

이 장에서는 SEC의 Reg CF를 중심으로 미국의 크라우드펀딩 규제를 소개한다. Reg CF는 JOBS법 제3편 CROWDFUND법[32]의 시행규칙으로서, CROWDFUND법에 규정된 사항을 보다 명확하게 하거나 법에서 위임된 사항을 규정하는 역할을 한다. 따라서 Reg CF는 사실상 미국 증권형 크라우드펀딩의 세부적인 모습을 설계하는 규범이기 때문에 이에 관한 검토와 이를 통한 국내규범과의 비교 및 시사점 도출이 필요한 것이다.

이하에서는 Reg CF를 중심으로 먼저, 미국 크라우드펀딩 규제의 주요내용을 살펴보고, 자금조달 활성화와 투자자보호와 관련된 크라우드펀딩 규제의 세부내역을 발행인, 투자자, 중개기관으로 분류하여 각 항목별로 고찰하기로 한다.[33]

---

32) CROWDFUND법은 기술한 바와 같이 JOBS법 제3편에 규정된 법으로서 5개의 조문으로 구성되어 있다. CROWDFUND법은 별도의 법률이 아니라, 크라우드펀딩과 관련한 기존의 증권규제를 개정하기 위해 1933년 증권법과 1934년 증권거래법의 관련 조문을 개정하는 법률이다. 제302조가 1933년 증권법을 개정하는 조문이고, 제303조와 제304조가 1934년 증권거래법을 개정하는 조문이다. 제305조는 개별 주법과의 관계를 규정하고 있다.

33) 따라서 이 보고서에서는 업자규제인 중개기관의 진입규제에 대한 상세는 생략하기로 한다. 다만, 후술하는 바와 같이 증권형 크라우드펀딩 전문중개기관이라 할 수 있는 펀딩포털(funding portal)에 대해서는 물적 진입규제가 거의 없기 때문에 펀딩포털의 진입규제는 인적요건 등에 집중되어 있다.

1. 개관

가. 크라우드펀딩 규제 도입의 규범적 배경

전 세계 증권규제의 모범이 된 미국의 증권규제는 기본적으로 1933년 증권법(Securities Act of 1933)과 1934년 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934)을 기초로 한다.[34] 이 중 증권발행을 통한 자금모집과 관련된 규제 즉, 발행시장(primary market)과 관련된 규제를 담고 있는 1933년 증권법은 증권의 공모발행과 이를 통한 자금모집 행위에 증권신고서(registration statement) 제출을 요구함으로써 투자자보호를 도모하고 있다. 또한 1934년 증권거래법은 증권업자(broker-dealer)의 등록에 의한 진입규제 등을 규정함으로써 무등록 증권업자의 중개행위를 금지한다. 그런데 증권형 크라우드펀딩은 인터넷, SNS 등 온라인이라는 공간에서 모든 일반인을 대상으로 증권에 대한 청약권유 행위가 이루어지는 것이 일반적이다. 따라서 기존 증권규제 측면에서는 공모에 해당하여 증권신고서 제출 없이는 증권발행에 의한 자금조달이 쉽지 않다. 또한 크라우드펀딩을 중개하는 플랫폼도 자금모집의 중개에 증권이 개입하게 되면 그 순간부터 단순한 IT업체에 불과한 것이 아니라 증권의 모집을 중개하는 broker-dealer가 된다. 따라서 1934년 증권거래법에 따라 증권업자로 등록해야만 한다. 미국에서 CROWDFUND법에 의한 크라우드펀딩 규제를 도입한 규범적 이유는 바로 여기에 있다. 즉, 증권형 크라우드펀딩 행위는 공모에 해당하기 때문에 기존의 증권규제에 따른 공모규제가 적용되고, 중개플랫폼도 업규제로 인해 broker-dealer 등록 없이는 영업을 할 수 없다. 이에 따라, CROWDFUND법을 제정하여 공모규제와 업규제를 완화하고, 이에 따른 투자자보호 조치를 취한 것이다.

34) 우리나라의 자본시장법의 증권관련 규제도 기본적으로 이 두 법을 기초로 설계되었다.

나. 규제의 주요내용

공모행위와 관련한 증권신고서 규제는 미국 증권규제의 가장 핵심 중 하나이며, 중요한 투자자보호 장치로 여겨진다. 따라서 크라우드펀딩에서는 증권신고서가 면제되기 때문에 이를 보완하는 장치가 필요하다. 이에, CROWDFUND법은 우선 발행인 측면에서 크라우드펀딩을 통한 연간 증권발행 총액 한도를 설정하여, 증권신고서를 제출하지 않고 크라우드펀딩을 통해 발행할 수 있는 증권의 양을 조절한다. 이는 기존의 사모규제 중 Regulation D Rule 504와 Rule 505에서 이미 도입하고 있던 제도이다.[35] 투자자 측면에서는 기존 증권규제에서는 없던 직접적 통제 및 개입 규제로서, 투자자의 크라우드펀딩을 통한 연간총투자한도를 도입하고 있다. 투자자의 연간총투자한도는 발행인의 증권신고서를 주축으로 한 공시 중심의 기존 증권규제가 크라우드펀딩에서는 더 이상 적용되기 힘들기 때문에 투자자보호의 목적을 달성하기 위한 우회적 장치로 이해할 수 있다. 투자자의 연간총투자한도 규제는 투자자의 연간 투자위험 자체를 원천적으로 통제함으로써 투자자의 재앙적·파국적 손실(catastrophic loss)을 방지하고 손실한도를 투자자가 감내할 수 있는 한도로 제한하는 것이 가장 큰 목적이다.[36]

---

35) Regulation D Rule 504를 통해 발행할 수 있는 연간총액은 1백만달러이며, Rule 505를 통해 발행할 수 있는 연간총액은 5백만달러이다. 한편, Rule 506은 발행한도에 제한이 없다. 따라서 미국에서 대부분의 사모발행은 Rule 506에 따라 이루어진다. Rule 506 등 미국의 사모발행(unregistered securities offerings)에 대한 경제학적 분석에 대하여는, Bauguess, Rachita, Ivanov(2015)를 참조.

36) Bradford(2012a), 123면. 필자는 연간투자한도의 통제를 통한 투자자보호 장치는 "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 투자자

한편, 업규제 완화장치로서 CROWDFUND법은 펀딩포털(funding portal)이라는 개념을 도입하여 기존의 등록 증권업자(broker-dealer)가 아니어도[37] 펀딩포털로서 SEC와 자율규제기관에 등록하면 증권형 크라우드펀딩 플랫폼을 운영할 수 있도록 규제를 완화하였다. 펀딩포털은 SEC 차원에서는 별도의 자본금요건을 규정하지 않고 있기 때문에 물적 요건 측면에서는 보다 간편하게 중개기관으로서의 지위를 취득할 수 있다고 할 수 있다.[38]

발행인의 연간발행한도와 투자자의 연간투자한도 규제 외에도 투자자보호 장치로서, CROWDFUND법은 연간누적발행금액에 따른 재무공시서류의 검증정도 차별화, 발행실적 보고 및 연차보고서 공시, 목표도달형 채택, 중개기관의 재무적 이익 수취 규제, 광고규제, 전매제한, 발행인의 손해배상책임 등을 규정하고 있다. Reg CF에서는 이러한 규정에 대해 보다 상세한 세부 내역을 규정함으로써, 자본조달 활성화 및 투자자보호의 상충하는 법익의 조화와 균형을 달성하기 위한 실무적인 문제를 다룬다. 이하에서는 Reg CF에서 규정하는 내용을 보다 상세히 다루기로 한다.

보호 장치는 아니[다]"는 견해를 제시한 바 있다(천창민(2013), 39면). 즉, 연간투자한도 규제는 증권신고서 규제의 포기에 따른 '차선책'으로서의 규제장치로 이해하여야 할 것이다.

37) 미국에서는 broker-dealer이면 펀딩포털로 등록하지 않아도 증권형 크라우드펀딩을 중개할 수 있다.

38) Reg CF의 채택 이전 SEC가 제안한 규정안에서는 펀딩포털은 등록시점 및 등록 기간 내에 10만달러의 보증금(fidelity bond)을 보유하도록 규정하고 있었으나 최종 Reg CF에서는 진입장벽으로 작용할 수 있다는 측면에서 이를 폐지함으로써 매우 자유로운 진입을 허용하고 있다(80 FR 71387, 71458 참조).

2. 발행인 관련 규제

가. 연간 발행한도

발행인이 크라우드펀딩을 통하여 증권을 발행할 수 있는 연간총액은 1백만달러이다.[39] 따라서 어떠한 경우에도 크라우드펀딩을 통한 연간 증권발행액은 1백만달러를 초과할 수 없다.

1백만달러의 산정은 현재를 기준으로 과거 1년간의 크라우드펀딩을 통해 실제 투자자에게 매도된 금액과 현재 크라우드펀딩을 위해 청약을 권유하는 금액을 합산하는 방식에 의한다. 과거 1년간 실제 매도한 금액만을 합산하므로, 당연한 것이겠지만, 1백만달러 산정시 과거 12개월간의 크라우드펀딩에서 목표금액에 도달하지 못하여 조달에 실패한 청약권유 금액은 합산되지 않는다.

미국법상 발행한도 산정에서 중요한 것은 1백만달러는 크라우드펀딩을 통해 발행한 증권의 총액만을 의미하며, 다른 경로를 통해 발행한 모든 금액은 이에 합산(integration)되지 않는다는 점이다. 이는 크라우드펀딩 규제 도입의 가장 큰 목적 중 하나가 신생·중소기업의 자금조달활성화에 있기 때문에 보다 많은 금액을 조달할 수 있도록 하기 위함이다. 따라서 Regulation D에 의한 사모발행 금액, 미국판 소액공모제도라고 할 수 있는 Regulation A+[40]에 따른 발행 금액, 증권신고서를 제출하고 발행한 금액 등은 모두 1백만달러 산정에서 제외된다.[41]

그리고 크라우드펀딩의 발행한도 산정과 관련한 발행인의 범위에는

---

39) 1933년 증권법 § 4(6)(A); Reg CF 227.100(a)(1).

40) Regulation A+에 대한 소개로는, 천창민(2015a), 123~125면 참조.

41) 80 FR 71387, 71392.

그 발행인의 피지배기관 및 공동지배 하에 있는 기관[42]과 그 발행인의 전신에 의해 발행된 금액도 포함한다.[43] 이런 기관들은 사실상 발행인과 동일체의 성격을 가지기 때문이다.

나. 발행인의 범위

1) 발행제외 발행인

CROWDFUND법과 Reg CF는 크라우드펀딩을 이용한 자금조달 가능 발행인의 업종이나 업력에 대한 규제를 두고 있지는 않다. 대신, 일정한 범위의 발행인을 크라우드펀딩에서 제외하는 방식을 취한다. 또한 제외되는 발행인 중에서도, 범법행위 등의 이력이 있어 크라우드펀딩을 통해 증권을 발행할 수 없도록 자격을 박탈하는 부적격발행인에 대한 규정도 함께 두고 있다.

우선, 원천적으로 크라우드펀딩을 이용할 수 없도록 제외되는 발행인은 1933년 증권법 Section 4A(f)에 따라 (1) 외국회사[44], (2) 공개회사[45] 또는 (3) 1940년 투자회사법(Investment Company Act of 1940)에 따른 투자회사나 동법 Section 3(b)나 3(c)에 따라 투자회사의 정의에서 제외되는 투자회사(사모펀드)이다. 이에 더하여 추가적으로 Reg CF Section 227.100(b)에 따르면, (4) Reg CF Section 227.503(a)에 따른 부적격자, (5)

42) 이는 Rule 405에서 규정하는 '지배'의 개념에 따라 지배되는 기관을 의미한다(Reg CF § 227.100(c) Instruction; 80 FR 71378, 71392 중단 및 우단.).

43) Reg CF § 227.100(c); 80 FR 71378, 71392.

44) 여기서 외국회사라 함은 미국의 주나 속령 또는 콜롬비아 특별행정구의 법에 따라 조직되지 않고 그 법의 적용을 받지 아니하는 발행인을 의미한다. 크라우드펀딩에서는 캐나다 회사도 외국회사이므로 크라우드펀딩을 이용하여 자금조달을 할 수 없다.

45) 1934년 증권거래법에 따른 보고회사(reporting companies)를 말한다.

크라우드펀딩을 통해 증권을 발행하였으나 모집내역서를 제출한 현재 시점으로부터 직전 2년간 SEC와 투자자에게 연차보고서를 제출·제공하지 않은 자[46] 또는 (6) 구체적인 사업계획이 없거나 SPAC(Special Purpose Acquisition Company)과 같이 사업목적이 확인불명인 회사를 인수·합병하는 자도 크라우드펀딩을 이용할 수 없다.

2) 발행 부적격발행인

위 (4)에서 부적격자라 함은 원래는 크라우드펀딩을 통한 증권모집이 허용된 발행인이지만, 증권사기 등의 범법 이력으로 인해 그 자격이 박탈된 발행인을 말한다. 크라우드펀딩이 인터넷 등 온라인을 통해서만 이루어지는 비대면 거래여서 증권사기에 더욱 취약하다는 점을 반영한 것으로 보인다.[47]

우선, 자격이 박탈되는 범법행위의 기준이 적용되는 자의 범위는 발행인뿐만 아니라 발행인의 모든 전신(predecessor), 관계인, 이사, 임원, 무한책임사원(조합원; general partner), 관리자(managing member), 의결권 있는 지분증권의 20%를 보유하는 실질소유자, 증권모집시 발행인과 관련된 모든 판촉인, 증권모집과 관련하여 증권취득자의 권유에 대해 직간접적으로 보수를 받았거나 받기로 되어 있는 모든 자, 그러한 권유자의 모든 무한책임사원(조합원), 이사, 임원 또는 관리자이다.[48]

이상의 자가 행한 범법행위 등의 유형은 다음과 같이 구분된다.

첫째, 크라우드펀딩을 위한 모집정보를 제출하기 전 10년 이내(발행

46) 다만, 직전 2년간의 연차보고서를 제출할 경우에는 다시 크라우드펀딩을 이용할 수 있다.

47) 증권사기로 인해 증권형 크라우드펀딩 입법 자체에 대해 부정적 견해를 밝힌 것으로는 Hazen(2012)이 대표적이다.

48) Reg CF § 227.503(a).

인, 그 전신 및 관계인의 경우에는 5년 이내) 일정한 행위로 인해 중죄 또는 경범죄로 유죄선고를 받는 경우이다. 이에 해당하는 행위로는 (1) 증권의 취득 또는 매도와 관련하거나, (2) SEC에 허위신고를 한 것과 관련되거나 (3) 인수인, 브로커, 딜러, 지방증권딜러, 투자자문인, 펀딩포털 또는 증권취득자의 유상권유자 업무와 관련하여 발생한 것이어야 한다.[49]

둘째, 증권형 크라우드펀딩을 위한 모집정보를 제출하기 전 5년 이내, SEC에 모집정보를 제출할 당시 이상의 자가 위에서 기술한 세 가지 행위에 관여하거나 계속 관여하지 못하도록 관할법원이 명령, 판결 또는 결정(decree)을 내린 경우이다.[50]

셋째, 州증권위원회(또는 그와 같은 기능을 수행하는 주의 기관이나 집행관), 은행, 저축협회 또는 신용협동조합을 감독 또는 검사하는 州감독당국, 州보험감독위원회(또는 그와 같은 기능을 수행하는 주의 기관이나 집행관), 적합한 연방은행감독기관, 미연방상품선물거래위원회 또는 전국신용협동조합관리기관에서 최종명령[51]을 내린 경우로서, 크라우드펀딩을 위한 모집정보의 제출시, 그러한 위원회, 당국, 기관 또는 집행관에 의해 규율되는 기관에 연계되는 행위, 증권·보험·은행업에 관여하는 행위 또는 저축협회 또는 신용협동조합 행위에 관여하는 행위가 금지되어 있는 경우이다.[52] 또한 SEC에 그러한 모집내역서의 제출전 10년 이내 사기적 행위나 시세조종행위 또는 기망적 행위를 금지하는 법률이나 규정을 위반하여 최종명령을 받은 경우에도 자격이 박탈된다.[53]

49) Reg CF § 227.503(a)(1).

50) Reg CF § 227.503(a)(2).

51) 여기서 최종명령이라 함은 § 227.502(a)(3)에서 규정하는 연방 또는 주 정부기관이 발급한 서면 명령 또는 선언서로서, 심리에 관한 통지와 기회를 제공하는 법적 당국 하에서 그 연방 또는 주 정부기관의 최종적 처분이나 조치를 말한다(Reg CF § 227.503(a)(3) 지시사항).

52) Reg CF § 227.503(a)(3)(i).

넷째, 크라우드펀딩 모집내역서의 제출 당시 1934년 증권거래법 Section 15(b)나 15B(c)나 증권자문업자법 Section 203(e) 또는 (f)에 따라 SEC로부터 다음의 명령을 받은 경우이다. 첫째, 브로커, 딜러, 지방증권딜러, 투자자문업자, 펀딩포털로서의 등록을 중지하거나 취소하는 명령의 경우이다. 둘째, 행위, 기능 또는 운영에 제한을 가하는 명령의 경우이다. 셋째, 모든 기관과의 연계 또는 모든 저가주의 모집 참가를 금지하는 명령의 경우이다.[54]

다섯째, 크라우드펀딩 모집내역서 제출 당시 기준, 그 제출전 5년 이내에 SEC가 연방증권법상의 사기금지조항을 고의로 위반하거나 향후 위반할 것에 대하여 유지명령을 내린 경우이다.[55] 1933년 증권법의 공모규정인 Section 5 위반에 따른 유지명령도 동일하다.[56]

여섯째, 공정·공평한 거래와 합치하지 않는 작위 또는 부작위로 인해, 등록된 전국증권거래소나 등록된 전국증권협회(관련증권협회 포함)의 회원자격이 정지되거나 회원에서 제명된 경우나 회원과 연계되는 것이 중지되었거나 금지된 경우이다.[57]

일곱째, 등록인이나 발행인으로 또는 인수인이나 인수인명의로 증권신고서를 제출하였거나 모집내역서 제출전 5년 이내 거절명령, 중지명령 또는 보류명령을 받은 Regulation A 모집내역서를 제출하였던 경우이다.[58] 또한 그러한 제출 당시 중지명령이나 보류명령이 내려져야 할 것인가를 결정하는 조사나 절차가 진행중인 때에도 동일하다.[59]

---

53) Reg CF § 227.503(a)(3)(ii).
54) Reg CF § 227.503(a)(4).
55) Reg CF § 227.503(a)(5)(i).
56) Reg CF § 227.503(a)(5)(ii).
57) Reg CF § 227.503(a)(6).
58) Reg CF § 227.503(a)(7).
59) Ibid.

여덟째, 크라우드펀딩 모집내역서 제출전 5년 이내에 미우체국서비스의 허위기재명령을 받거나, 모집내역서 제출 당시 미우정국이 허위기재의 수단을 통해 우편으로 자금이나 재산을 수취하는 스킴 또는 계획이라고 판단하는 행위와 관련하여 임시적 금지명령이나 정지가처분명령을 받은 경우이다.[60]

이상의 여덟 가지 유형에 해당하는 경우에도, 다시 다음 네 가지의 경우에는 자격이 박탈되지 않는다.[61] 첫째, Reg CF가 공보(Federal Register)에 공간된 날부터 180일이 되는 날, 즉 Reg CF의 시행일(2016년 5월 16일) 전에 발생하거나 내려진 모든 유죄선고, 명령, 판결, 결정, 중지, 추방 또는 금지에 대해서는 위 규정이 적용되지 않아, 크라우드펀딩이 가능하다. 그러나 이 경우 이 사실을 모집내역서에 공시하도록 함으로써 투자자보호에 신중을 기하고 있다. Reg CF는 기본적으로 발행인 등의 범죄행위 등이 있는 경우 크라우드펀딩을 할 수 없도록 하고, 중개기관에도 그러한 범죄행위 유무에 대해 확인하도록 규정하여 사기적 증권모집을 방지하고자 한다. 그러나 Reg CF 시행일 이전에 발생한 범죄행위 등에 대해서는 부적격에 의한 자격박탈 규정을 적용하지 않되, 투자자보호를 위해 자격박탈을 야기한 모든 사실에 대해 공시하도록 함으로써 투자자가 적절한 투자판단을 할 수 있도록 하는 것이다.[62] 또한 자격박탈과 관련하여 공시를 하지 않은 경우에도, 발행인이 그 사실을 몰랐거나 사실관계를 확인(factual inquiry)하는 등 합리적인 주의를 기울였음에도 불구하고 이를 알 수 없었을 경우에는 자격이 박탈되지 않는다.[63] 둘째, SEC가 특정 상황에서 크라우드펀딩을 부적격으로 하는 것이 불필요하다고 결정하여, 정당한 이유를 제시하는 경우에도 자격이 박탈

60) Reg CF § 227.503(a)(8).
61) Reg CF § 227.503(b).
62) Reg CF § 227.201(u).
63) Reg CF § 227.201(u) 제2문 및 지시사항.

되지 않는다. 다만, 그 결정이 SEC가 내린 다른 조치를 해하지 않아야 한다. 셋째, 크라우드펀딩 모집내역서의 제출 전에 관련 명령, 판결 또는 결정을 내린 법원이나 규제당국이 서면으로 그러한 명령, 판결 또는 결정으로 인해 자격박탈이 되지 않아야 한다고 자문하는 경우이다. 넷째, 발행인이 위 여덟 가지 자격박탈의 원인이 되는 사실이 존재하였는지를 몰랐거나 사실관계를 확인하는 등 합리적인 주의를 기울였음에도 불구하고 이를 알지 못할 것이라는 것을 입증하는 경우이다.

한편, 자격박탈에 의한 부적격발행인으로 처리되는 위 여덟 가지 사안과 관련하여 발행인의 관계인이 되기 전에 발생한 여덟 가지 사안에 대해서는 자격박탈로 처리되지 않는다.[64] 이는, 발행인의 범위에 발행인의 관계인도 포함되나, 부적격에 의한 크라우드펀딩 자격박탈을 결정할 때에는 관계인이 되기 이전에 발생한 자격박탈 사유에 대해서는 관계인으로 보지 않고 이를 묻지 않는다는 의미이다.

3) 발행인의 조직형태

한편, Reg CF상 명확하게 규정하거나 해설하고 있지는 않으나, Reg CF Section 227.201(a)에서 '조직'의 형태 등을 모집설명서에서 요구하고 있는 점에서 순수한 개인은 증권형 크라우드펀딩을 이용한 자금모집을 이용할 수 없는 것으로 보인다. 다만, 조직(organization)이면 가능하기 때문에 발행인은 반드시 법인일 필요는 없으며, 조합과 같이 비법인의 경우에도 크라우드펀딩을 통한 자금모집이 가능하다.[65]

64) Reg CF § 227.503(c).
65) 78 FR 66427, 66439 좌단.

다. 발행인의 공시요건

CROWDFUND법 및 Reg CF에 따른 발행인 공시규제는 투자자보호 측면에서 매우 상세하고, 규칙중심의 열거적 형태로 규정되어 있다. 발행인의 공시규제는 크게 모집(offering)[66]과 관련한 공시 및 모집이후의 계속공시로 나눌 수 있다. 모집과 관련된 공시는 모집 전단계의 공시와 모집 단계의 공시 및 모집 이후단계의 공시로 나누어 볼 수 있다.

그런데 발행인의 이러한 공시요건과 모집 단계에서의 절차적 준수요건 등은 그 사항이 매우 복잡하여 사실상 신생기업이 모르는 채 이를 위반하는 경우가 있을 수도 있다. CROWDFUND법상 해석으로는 아래에서 기술하는 여러 내용 중 하나의 요건이라도 위반하면 법 위반에 해당하여 공모규제를 위반한 증권발행으로 취급된다. 이 경우 신생·중소기업에게는 과도한 부담이 될 수 있다. 이에, Reg CF Section 227.502에서는 경미한 위반의 경우에는 공모규제 위반이 아닌 것으로 취급하는 면제규칙(safe habor)을 규정한다. 면제규칙을 적용받기 위해서는, 우선 발행인은 모집 전체로 보았을 때 규정준수의 위반이 경미하여야 한다. 어떤 사항이 경미한 것인가는 개별적인 사실과 상황에 따라 판단하지만, 연간발행한도의 위반 등은 중대한 위반으로 취급된다고 한다.[67] 둘째, 발행인은 모든 Reg CF의 관련 규정을 준수하기 위해 신의성실하고, 합리적인 시도(good faith and reasonable attempt)를 하였어야 한다. 끝으로, Reg CF의 관련규정 위반이 중개기관의 행위로 발생되었거나 그러한 중개기관의 위반이 오로지 발행인의 모집이 아닌 다른 모집에서 발생하였던 경우 발행인이 이를 몰랐어야 한다.

---

66) 미국 증권규제 모집과 매출을 구분하지 않는다. 따라서 크라우드펀딩 규제에서 모집이라는 표현은 자본시장법상의 증권의 신규발행을 뜻하는 '모집'뿐만 아니라 이미 발행된 증권의 분매를 뜻하는 '매출'도 포함하는 개념이다. 이하, 모집과 매출을 구분하지 않고 모집이라는 단어로 서술하기로 한다.

67) 80 FR 71387, 71475 좌단.

1) 모집 관련 공시

가) 모집 전단계 공시

모집 전단계 공시는 크게 모집내역서(offering statement) 및 재무공시와 관련된 것으로 분류할 수 있다. 모집내역서 규제는 발행인과 모집 자체에 대한 정보공시와 재무공시에 관한 것이 핵심내용이며, SEC 및 투자자에게 이를 제출·제공하여야 한다.

발행인과 모집에 대한 정보공시에서는 (1) 발행인, 임원 및 이사에 관한 일반 정보, (2) 사업의 내용, (3) 자금의 사용목적, (4) 목표금액 및 청약마감일과 청약(투자약정)의 철회 등에 관한 정보, (5) 발행가(offering price), (6) 소유 및 자본 구조 및 (7) 중개기관의 명칭 및 SEC 파일번호와 CRD(Central Registration Depository) 번호, 수수료, 증권의 위험요소, 발행인의 채무내역, 과거 3년간 사모 등 증권신고서 면제 발행내역, 관련당사자거래, 발행인의 재무적 이익[68] 등이 포함되어야 한다. 재무공시에서는 기술한 바와 같이 누적 연간발행금액의 정도에 따라 차등적 재무공시 요건을 규정한다.

우선, 발행인, 임원 및 이사에 관한 일반 정보, 사업내용, 자금의 사용목적, 발행가에 관해 모집내역서에는 다음의 정보를 포함하여야 한다.

- 발행인의 명칭, 법적 지위(조직의 형태, 조직된 법역 및 조직일을 포함), 물리적 주소 및 웹사이트

68) Reg CF § 227.201(o)는 발행인과의 거래에 따른 재무적 이익과 발행인에 대한 재무적 이익을 공시하도록 한다. 발행인과의 거래에 따른 재무적 이익은 발행인으로부터 받는 수수료 등 모든 유형의 보수를 포함한다. 발행인에 대한 재무적 이익은 발행인의 지분을 의미한다. 즉, Reg CF는 중개기관의 중개행위에 따른 대가로 발행인의 지분을 받는 것을 금지하지는 않되, 이를 공시하도록 규제하는 것이다.

- 발행인의 이사 및 임원(그리고 유사한 지위를 가지거나 유사한 기능을 수행하는 모든 자)의 이름, 그러한 자가 발행인에게서 보유하는 모든 직위와 직무, 그 직위와 직무에서 근무한 기간, 과거 3년간의 업무경력 등[69]
- 모집내역서나 보고서 제출일 120일전부터 실무적으로 파악 가능한 가장 최근일 현재, 의결권을 기준으로 계산하여 발행인의 의결권 있는 지분증권의 20% 이상을 소유하고 있는 자 각각의 이름
- 최대주주내역
- 발행인의 사업내용과 그 발행인의 예상 사업계획에 대한 설명
- 발행인의 현 근로자수[70]
- 발행인에 대한 투자를 투기적이거나 위험하게 만드는 중요요인에 관한 논의
- 모집목적과 모집금액의 예정된 용도에 대한 설명[71]
- 발행가나 그 결정방법(다만, 발행가의 결정방법만을 공시하는 경우에는 증권의 최종 매도(발행) 전에 최종 발행가와 필요한 전체 공시내용을 서면으로 투자자에게 제공해야 함)

---

69) 신생기업에서는 이사진의 경력이 투자판단에 중요한 요소가 될 수 있기 때문에 과거 3년간의 경력을 요구한다(78 FR 66427, 66439 좌단).

70) 현 근로자수를 요구하는 하는 것은 투자자가 기업의 규모를 가늠할 수 있게 하기 위한 것과 추후 자금조달을 통해 근로자수가 늘어나 고용창출이 되었는가를 가늠하기 위한 것이 목적이다(78 FR 66427, 66443 좌단).

71) Reg CF § 227.201(i)의 지시사항(instruction)에서는 투자자가 투자판단을 내릴 수 있도록 모집금액의 예정된 용도에 대해 매우 상세히 서술할 것을 요구하고 있다. 또한 목표금액을 초과한 모집을 하겠다고 기술한 경우 그 초과모집금액의 용처도 상세히 밝혀야 한다.

목표모집금액, 청약 및 청약취소 등과 관련한 정보로서는 다음의 사항을 모집내역서에 기재하여야 한다.

- 목표모집금액과 그 목표모집금액 도달 마감일(모집마감일) 및 투자약정의 총액이 모집마감일에 목표모집금액에 도달하지 못하거나 목표모집금액을 초과하지 못할 경우 그 모집에서는 증권이 매도(발행)되지 않고, 투자약정(청약)은 취소되며, 약정된 자금은 반환된다는 것을 포함한 내역
- 발행인이 목표모집금액을 초과하는 투자약정을 수락할 것인지에 관한 사항 및 이를 수락한다면 발행인이 수락할 최대금액과 초과청약을 안분배정, 선착순배정 또는 그 밖의 기준으로 배정할 것인지에 관한 사항
- 다음의 내용을 포함한 투자약정(청약)의 완료나 철회를 위한 절차의 설명으로서, (1) 발행인의 모집서류에서 밝힌 마감일 48시간 전까지 투자자가 청약을 철회할 수 있다는 점, (2) 목표모집금액 도달시 중개기관이 투자자에게 통지한다는 점, (3) 모집서류에서 밝힌 마감일 이전에 목표모집금액에 도달한 경우, 발행인이 새로운 모집기한 최소 5영업일 전에 새로운 모집기한에 대해 통지하는 때에는 목표모집금액에 도달한 그 모집을 조기에 마감할 수 있다는 점[72] 및 (4) 투자자가 모집기한 48시간 전에 청약을 철회하지 않는 경우, 모집마감일에 그 자금은 발행인에게 전달되고 투자자는 자신의 투자와 교환하여 증권을 받게 된다는 점
- 모집에 중요한 변경이 발생한 이후에 투자자가 자신의 투자를 재확인하지 않는 경우, 투자자의 투자약정(청약)은 철회되며 약정된 자금은 반환된다는 내역

72) 이 경우 모집의 연장이나 투자약정의 재확인을 요구할 만한 중요한 변경이 없어야 한다.

CROWDFUND법이 목표도달형을 취한 결과 목표금액에 도달하지 못한 경우 청약(투자약정)이 취소되는 점을 모집내역서에 기재하는 것은 어쩌면 당연하다. 그리고 후술하는 바와 같이 발행인이 투자자에게 모집내역에 관한 진행상항을 통지하도록 규정함으로써 목표금액 도달에 관한 사항을 투자자가 보다 쉽게 알 수 있도록 규제의 실효성을 높이고 있다. 또한 모집 전단계에서 초과청약을 수락할 것인가에 대한 결정과 수락한다면 얼마까지 수락할 것인지 그 최대모집금액 및 초과청약의 배정기준을 미리 공시하도록 함으로써, 투자자가 초과청약에 따른 처리에 대해 미리 숙지할 수 있도록 하고 있는 점은 주목할 만하다. 초과청약을 수락할 경우 그 최대모집금액을 공시할 경우에도 목표금액 자체의 공시도 같이 하여야 하는 것은 당연하다. 그리고 크라우드펀딩을 통해 모집할 수 있는 연간총발행한도가 1백만달러이므로, 초과청약 수락에 따른 최대모집금액도 1백만달러를 넘을 수 없다. 한편, 발행인이 초과청약을 수락하여 최대금액을 정할 경우에는 후술하는 바와 같이 재무서류의 검증 자체도 목표금액이 아니라 최대금액에 맞추어 준비해야 한다. 그리고 기술한 바와 같이 초과금액에 대한 구체적인 용처도 밝혀야 하기 때문에 미국의 규제는 발행회사 입장에서 초과청약을 단순히 보너스와 같이 취급하지 않도록 주의를 기울이고 있음을 알 수 있다.

청약의 철회와 관련하여, 투자자는 청약마감일 48시간 전까지 언제든지 청약을 철회할 수 있지만, 청약이 자동으로 취소·철회되는 경우도 있다. 두 가지 경우인데, 첫째는 목표금액에 도달하지 못하는 경우에는 투자자가 별도의 청약철회 의사를 밝히지 않아도 청약자체가 자동으로 취소된다. 둘째는 모집에 중요한 변경이 발생하여 투자자가 이를 통지받았지만, 투자자가 중요변경 이전에 청약한 내역을 재확인하지 않는 경우 종래의 청약은 자동적으로 철회된다. 중요변경에 따른 불측의 투자자 피해를 막기 위한 조치이다.

발행인의 소유 및 자본 구조와 관련한 정보로서는 다음의 내역을 포함하고 있어야 한다.[73]

- 모집하고자 하는 증권 및 그 외 발행인이 발행한 각 종류별 증권의 조건, 의결권 유무를 불문하고 모집하고자 하는 증권 및/또는 발행된 증권의 수, 의결권의 제한, 모집하고자 하는 증권의 조건이 어떻게 수정될 수 있는지 및 그러한 증권과 발행인이 발행한 각 증권 종류와의 차이점, 그리고 모집하고자 하는 증권의 권리가 발행인이 발행한 다른 종류의 증권에 의해 어떻게 중대하게 제한, 약화 또는 한정될 수 있는지에 관한 사항
- 발행인의 주요주주의 권리행사가 모집 중인 증권의 매수자에게 어떠한 영향을 줄 수 있는가에 관한 사항
- 모집내역서나 보고서 제출일 120일 전부터 실무적으로 파악 가능한 가장 최근일 현재 기준, 의결권을 기준으로 계산한 결과 발행인이 발행한 의결권 있는 주식의 20% 이상을 보유하고 있는 주주의 명칭 및 보유 비율
- 모집하고자 하는 증권의 평가방법 및 이후 집단적 권리행사(corporate action)[74] 기간을 포함한 발행인의 향후 평가방법의 사례
- 발행인 증권의 소수지분과 관련한 증권 매수자의 위험, 증권의 추가발행을 포함한 집단적 권리행사와 관련된 위험, 발행인의 증권 환매(repurchase), 발행인 및 발행인 자산의 매도 및 관련 당사자 거래에 관한 사항
- 전매제한에 관한 사항

---

73) Reg CF § 227.201(m).

74) 주주총회 등 전체주주를 대상으로 주주권을 부여하는 것을 말한다.

발행인의 재무조건에 대한 설명은 중요한 범위까지 발행인의 과거 운영 결과, 유동성 및 주요재원에 대한 정보를 제공해야 하며, 과거 운영 내력이 없는 발행인은 재무 이정표와 운영, 유동성 및 다른 어려움에 대한 정보를 포함해야 한다.[75]

한편, Reg CF는 연간 누적발행금액에 따라 재무제표의 검증 정도를 3단계로 차등화 함으로써 발행인의 재무제표 검증에 따른 비용을 보다 낮추고 있다. 특히, 크라우드펀딩을 통해 처음 증권을 발행하는 발행인에 대해서는 특칙을 마련함으로써 보다 완화된 형태로 검증할 수 있도록 하고 있다. 누적발행금액의 범위는 (1) 10만달러 이하, (2) 10만달러 초과 50만달러 이하, (3) 50만달러 초과로 구분된다.[76] 첫째 범위에서는 발행인의 최고집행임원(principal executive officer)이 서명으로 보증(certify)한 가장 최근연도 발행인의 연방소득세신고내역서상 총소득, 과세대상소득 및 총세액의 제시가 필요하다. 그러나 이는 최근연도에 세금신고를 한 경우에 한하며, 신생기업 등의 경우에는 연방소득세신고내역이 없을 수 있기 때문에, 이 경우에는 소득세신고내역을 제시할 필요는 없다. 다음으로 반드시 필요한 것은 발행인의 최고집행임원이 모든 중요사항이 진실하고 완전하다는 것을 보증한 재무제표(financial statement)이다. 그러나 독립 공인회계사의 검토나 외부감사인의 감사를 받은 재무제표가 있는 경우에는 반드시 검토 또는 감사를 득한 재무제표를 제출하여야 한다. 검토 또는 감사를 득한 재무제표를 제출할 경우에는 연방소득세신고내역은 별도로 제출할 필요가 없다. 둘째 누적발행금액 범위에서는 독립 공인회계사의 검토를 득한 재무제표를 제시하여야 한다. 이 경우에도 외부감사의 감사를 받은 재무제표가 있는 경우에는 반드시 그 감사를 득한 재무제표를 제출하여야 한다. 끝으로 세 번째 누적발행금액 범위에서는 외부감사인의 감사를 받은 재무제표를 제출하여야 한다. 다

75) Reg CF § 227.201(s).
76) Reg CF § 227.201(t).

만, 특칙으로서, 처음 크라우드펀딩을 통해 자금을 조달하는 발행인이 50만달러를 초과하는 자금을 조달하고자 할 때에는 독립 공인회계사의 검토를 득한 재무제표를 제출하여도 무방하다. 그러나 이 경우에도 외부 감사의 감사를 득한 재무제표가 있는 경우에는 반드시 그 감사를 득한 재무제표를 제출하여야 한다. 그리고 어느 구간에서든 감사를 득하지 않은 재무제표를 제출하는 경우에는 재무제표에 '감사를 득하지 않았음(unaudited)'이라는 표시를 하여야 한다. 또한 재무제표는 최근 2개연도에 대한 것이어야 하며, 설립일이 2년 이하인 때에는 설립일부터의 재무내역을 반영한 것이어야 한다.[77] 한편, 이상의 누적발행금액의 구간별 재무제표 검증시 누적발행금액을 계산할 때에는 과거 12개월간의 크라우드펀딩 발행금액과 금번 모집예정금액을 합산하되, 초과모집을 수락하여 최대초과모집금액을 정한 경우에는 모집예정금액 대신 그 최대금액을 합산하여야 한다.[78] 따라서, 발행인이 초과모집시 최대모집금액을 정할 때 상당히 신중한 고려를 할 것으로 판단된다.

나) 모집 단계 및 모집 이후단계 공시

모집이 시작된 단계에서는 청약진행내역에 대한 갱신정보의 제공과 모집내역서의 내용 변경에 대한 공시규제가 문제된다.

청약 진행내역에 대한 갱신정보로서, 발행인은 목표금액의 50%와 100%가 도달한 각각의 날로부터 5일 이내에 이에 관한 정보를 SEC, 투자자 및 관련중개기관에 제출·제공하여야 한다. 다만, 관련중개기관이 갱신정보를 제공하는 경우, 발행인은 관련중개기관의 갱신정보로 갱신정보제공의무를 대신할 수 있다. 하지만, 이 경우에도 발행인은 모집마감일 5일 이내에 Form C-U에 따라 최종 총모집금액에 대한 공시를 하여

77) Reg CF § 227.201(t) 지시사항 3.
78) Reg CF § 227.201(t) 지시사항 1.

야 한다.[79] 발행인의 갱신정보제공의무는 투자자들로 하여금 투자관심도가 점차 증가하고 있는지 아니면 초반이나 말미에 관심도가 증가하였지에 관한 정도를 알 수 있게 하고, 투자자가 투자진행 상황을 숙지할 수 있도록 하는 역할을 한다.[80]

모집내역서의 변경공시의무는 아직 완성되거나 종료되지 않은 모집과 관련하여 기존에 제출한 모집내역서의 내용에 '중요한' 변경, 추가 및 갱신 사유가 있는 경우에 발생한다.[81] 변경, 추가 또는 갱신 사유가 중요한 것이 아닌 경우에도 이를 공시할 수는 있으나 의무는 아니다. 무엇이 '중요한 변경(material change)'이냐에 대해 Reg CF에는 별도의 규정이 없으며, 종래 판례에 따라 형성된 '상당개연성' 개념에 의한다.[82] 이에 따르면, 합리적 투자자라면 투자결정시 중요하다고 고려할 수 있는 상당한 개연성이 있다면 중요한 변경에 해당한다. SEC는 그 예시로서, 재무조건이나 모집자금 용처의 중요변경과 최종발행가의 결정을 중요한 변경사항으로 들고 있다. 따라서 발행인은 개개 사안과 상황에 따라 중요성 여부를 판단하여 공시여부를 결정하여야 한다. 그리고 중요한 변경 등에 따라 공시하는 경우에는 투자자에게 5일 이내 청약을 재확정하게 하여야 하고 재확정이 없으면 기존 청약은 자동 철회된다는 사항을 공시서류에 표시하여야 한다.[83] 변경공시 기한에 대해서도 Reg CF는 별도의 규정을 두지 않고, 발행회사가 이를 결정하도록 하고 있다. 중요사항의 변경에 따른 영향과 모집의 마감은 발행회사의 주요 관심사항이기 때문이다.[84] 끝으로, 중요변경 사항의 공시는 SEC, 투자자 및 관련중개

79) Reg CF §§ 227.203(a)(3)(i) 및 (iii).

80) 80 FR 71387, 71417 중단.

81) Reg CF § 227.203(a)(2)

82) Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988)(80 FR 71387, 71418 좌단).

83) 이는 이러한 내용을 적혀있는 공시양식의 체크박스에 체크표시를 하는 방식에 의한다.

84) 80 FR 71387, 71418 중단.

기관에 중요변경 등에 관한 공시서류를 제출·제공함으로써 이루어진다.

모집 이후 단계에서는 모집결과에 대한 실적보고를 하여야 하는데, 기술한 바와 같이 목표금액의 100%에 도달한 경우 5일 이내 이를 공시하도록 규정하고 있다.[85] 그 외에, 초과청약을 받은 경우에도 모집마감일 5일 이내 Form C-U에 따라 최종 총모집금액을 SEC, 투자자 및 중개기관에 공시하도록 규정하고 있다.[86] 이 경우 관련중개기관이 해당 정보를 제공하는 경우에는 이것으로 공시의무를 대체할 수 있음은 동일하다.[87]

2) 계속공시

계속공시[88] 내지 정기공시 사항으로서, 크라우드펀딩을 통해 증권을 발행한 발행인은 회계연도 말일로부터 120일 이내 재무제표를 포함한 연차보고서를 SEC에 제출하고 이를 발행인의 홈페이지에 게재하여야 한다.[89] 연차보고서에 의한 계속공시 외에, 분기나 반기보고서 공시 및 수시공시 의무는 없다. 그리고 계속공시는 SEC 제출과 발행인의 홈페이지에 게시만 하면 되기 때문에, 투자자에게 연차보고서를 직접 제공할 필요는 없다.[90] 나아가, 발행인은 연차보고서의 홈페이지 게시 사실 자체도 개별 투자자에게 통지할 필요도 없다. 또한 연차보고서를 관련중개기관에 제공할 필요도 없다.[91]

---

85) Reg CF § 227.203(a)(3)(ii).

86) Ibid.

87) Reg CF § 227.203(a)(3)(iii).

88) Reg CF에서는 ongoing report(계속보고)라는 용어를 사용한다.

89) Reg CF § 227.202(a).

90) 80 FR 71387, 71420. 발행인의 홈페이지에 게재하는 것으로 투자자에게 연차보고서를 제공한 것으로 취급하는 것이다(78 FR 66427, 66451 좌단).

91) 발행인의 홈페이지에 게재를 요구하고, 관련중개기관에 제공하거나 게재할

연차보고서에 포함되는 내용에는 모집내역서에서 공시한 항목 중, 모집과 관련된 것을 제외한 다음의 내용을 포함하여야 한다. 대부분 발행인과 발행인의 사업, 발행인의 임원, 주요주주, 소유 및 자본구조, 채무내역 등에 대한 것이다.

- 발행인의 명칭, 법적 지위(조직의 형태, 조직된 법역 및 조직일을 포함), 물리적 주소 및 웹사이트
- 발행인의 이사 및 임원(그리고 유사한 지위를 가지거나 유사한 기능을 수행하는 모든 자)의 이름, 그러한 자가 발행인에게서 보유하는 모든 직위와 직무, 그 직위와 직무에서 근무한 기간, 과거 3년간의 업무경력 등
- 모집내역서나 보고서 제출일 120일전부터 실무적으로 파악 가능한 가장 최근일 현재, 의결권 있는 지분증권의 20% 이상을 보유하고 있는 자 각각의 이름
- 발행인의 사업내용과 그 발행인의 예상 사업계획에 대한 설명
- 발행인의 현 근로자수
- 발행인에 대한 투자를 투기적이거나 위험하게 만드는 중요요인에 관한 설명
- 발행인의 소유 및 자본 구조
- 발행인의 모든 채무에 대한 중요 조건(채무액, 이자율, 만기 등)
- 지난 3년간 사모등 증권신고서 면제거래 현황
- 발행인과 관련당사자[92] 간 지난 회계연도 또는 현재 거래하였거

것을 요구하지 않는 것은 발행인과 중개기관의 계약관계가 지속적이지 않을 수 있기 때문이다(78 FR 66427, 66451 각주 223).

92) 발행인의 이사, 임원, 20% 보유 실질주주, 발기인(발행인이 설립후 3년 이

나 거래하려고 하는 금액이 과거 12개월 동안 크라우드펀딩을 통해 조달한 총액의 5%를 초과하는 경우 해당 거래내역(관련당사자 거래내역)

- 발행인이나 발행인의 모든 전신(predecessor)이 계속공시 의무를 위반하였는지의 여부

연차보고서와 같이 제출하는 재무제표는 최고집행임원이 모든 중요사항과 재무상태의 설명이 진실하고 완전하다는 것을 서명·보증하여야 한다. 원래 2013년 10월에 발표된 Reg CF안(proposal)에서는 연차보고서의 재무제표 검증은 모집 당시 검증 수준에 따르도록 규정하고 있었다.[93] 그러나 독립공인회계사 또는 감사인의 심사·감사를 요구하는 경우 관련 비용이 높다는 다수의 반대의견을 받아들여, 최종안에서는 최고집행임원의 재무제표에 대한 서명·보증으로 규제수준을 낮추었다. 다만, 이 경우에도 모집 단계에서와 같이 이미 심사나 감사를 받은 재무제표가 있는 경우에는 심사나 감사를 받은 재무제표를 첨부하여야 한다.

일정한 경우 계속공시의 의미가 없는 경우도 있는데, 다음 다섯 가지의 경우 계속공시의무가 없어진다.[94] 첫째, 발행인이 1934년 증권거래법상 보고회사(공개회사)가 되어 정기공시(계속공시)를 하게 되는 경우이다. 더 높은 수준의 공시의무를 지키기 때문에 이는 당연한 것이다. 둘째, 가장 최근 크라우드펀딩을 통한 자금모집 이후 적어도 한 번의 연차보고서를 제출하였고, 이에 더하여 발행인의 명의주주수가 300인 미만인 경우이다. 이는 1934년 증권거래법상 정기공시 의무가 정지되거나 없어지는 기준으로서의 주주수 300인을 감안하여 최종규정에서 새롭게 추가

내의 조직인 경우) 및 이 자들의 가족을 말한다.

93) 이에 관한 논의는 78 FR 66427, 66450~66452 참조.

94) Reg CF § 227.202(b). 기술하는 다섯 가지 사유가 발생한 경우 발행인은 계속공시 의무를 종료할 수 있으며, 종료사유 발생일로부터 5일 이내에 종료신청서를 SEC에 제출하여야 한다.

된 것이다.[95] 셋째, 가장 최근 크라우드펀딩을 통한 자금모집 이후 적어도 최근 세 번의 연차보고서를 제출하였고, 이에 더하여 발행인의 총자산이 1천만달러를 초과하지 않는 경우이다. 이는 소규모 회사임에도 불구하고 무한정 계속공시 의무를 부과하는 것은 문제가 있다는 지적에 따라 최종규정에서 새롭게 도입된 것이다.[96] 총자산 1천만달러는 1934년 증권거래법 Section 12(g)(1)에 따라 정기공시 의무를 발동시키는 기준 중 하나이다. 넷째, 발행인이나 타 당사자가 크라우드펀딩을 통해 발행한 모든 증권을 환매하거나, 모든 채무증권 또는 상환증권을 상환한 경우이다. 이는 크라우드펀딩을 통해 증권을 취득한 투자자가 더 이상 없기 때문에 계속공시의 의미가 때문이다. 다섯째, 발행인이 주법(州法)에 따라 사업을 청산하거나 해산한 경우이다.

3) 공시양식

SEC는 발행인의 모집내역서, 모집내역서의 변경, 모집 진행사항의 갱신, 연차보고서, 계속공시의 종료와 관련한 공시에 대해 표준화된 간략한 공시양식 Form C를 마련하여 핵심정보가 공시될 수 있도록 하고 있다. 발행인의 입장에서도 표준화된 양식을 사용함으로써 공시의무를 준수하는데 착오를 줄일 수 있을 것이다. Form C는 XML[97] 포맷으로 SEC의 공시사이트인 EDGAR을 통해 제출하면 된다. 그리고 모집내역서와 관련해서는 발행인, 이사 및 임원과 주요주주, 발행인의 소유 및 자

95) 80 FR 71387, 71421 좌단.

96) Ibid.

97) Extensible Markup Language의 약자로서, 인터넷 표준언어 중 하나이다. '확장성생성언어'로 번역된다. XML은 웹에서 구조화된 문서를 전송 가능하도록 설계되어 있기 때문에 문서를 구성하는 각 요소들의 독립성을 보장함으로써 호환성, 내용의 독립성, 요소 변경의 용이성 등의 특성을 제공한다(이에 대한 보다 상세는 시사상식사전 참조).

본 구조, 사업내용 등에 대해 별도의 Q&A 양식을 마련하여 Reg CF에서 요구되는 공시정보를 공시할 수 있도록 안내하고 있다. Q&A 양식은 선택적이어서 발행인이 꼭 이를 사용할 필요는 없다. 그리고 Q&A 양식은 XML 포맷으로 제출할 필요도 없다.

Form C에서는 각 공시유형별로 체크박스를 마련하고 있는데, 모집시 제출하는 모집내역서의 경우에는 Form C를, 모집내역서의 변경에 대한 공시는 Form C/A, 모집 진행사항의 갱신에 대해서는 Form C-U, 연차보고서는 Form C-AR, 연차보고서의 변경은 Form C-AR/A, 계속공시의 종료는 Form C-TR 부분을 체크하여, 공시 목적이 무엇인지를 밝히면 된다.

발행인의 Form C에 의한 모집내역서 및 모집내역서 변경 공시요건 중 관련중개기관에 대한 공시는 SEC에 제출한 공시내역의 사본을 관련중개기관에 제공하면 관련중개기관에 대한 공시요건은 만족하게 된다.

라. 광고규제 및 판촉인 보상규제

1) 광고규제

CROWDFUND법은 고위험 증권으로 분류될 수 있는 크라우드펀딩 증권의 모집시 무분별한 광고를 허용할 경우 증권사기의 우려가 높다고 보아 보다 엄격한 광고규제를 규정한다. 이에 따르면, 발행인은 투자자를 펀딩포털이나 브로커로 안내하는(direct) 고지(notice)를 제외하고 모집조건(terms of offering)에 대한 광고를 할 수 없다.[98] 이를 통해 발행인과 투자자의 대화채널을 중개기관의 플랫폼으로 제한하여 그 플랫폼 상에서만 합리적인 투자의사결정이 이루어지도록 규제한다. 그러나 여기서 광고가 금지되는 '모집조건'의 범위가 어디까지인지와 '고지'의 의미

98) 1933년 증권법 § 4A(b)(2).

도 불명확하다. 즉, 금지되는 모집조건에 해당하지 않아 고지하여도 무방한 정보가 어디까지인가가 불명확하다.

이와 관련하여, Reg CF는 우선 발행인이 '고지'로서 광고할 수 있는 사항을 다음 세 가지로 제한하며,[99] 이 외에는 광고할 수 없다.

- 발행인이 1933년 증권법에 따라 증권형 크라우드펀딩을 실시하고 있다는 사실과 모집이 수행되고 있는 중개기관의 명칭 및 잠재적 투자자를 그 중개기관의 플랫폼으로 안내하는 링크에 관한 내역
- 모집조건
- 발행인의 법적 신분(identity), 사업소재지에 관한 사실적 정보, 발행인의 주소, 전화번호 및 웹사이트, 발행인의 대표의 이메일주소 및 발행인의 사업에 대한 간략한 설명

중요한 것은, 여기서 '모집조건'은 모집하고자 하는 증권의 발행금액(amount of securities offered), 증권의 성격, 발행가 및 모집마감일을 의미한다는 점이다.[100] SEC는 광고할 수 있는 모집조건의 범위를 넓게 함으로써 사실상 증권발행의 중요사항에 대한 대부분의 광고가 가능하도록 규제를 대폭 완화한 것으로 판단된다. 또한 광고 매체에 대해 별도의 규제도 없기 때문에, 발행인은 신문광고나 SNS 게재 등을 통해서도 허용된 범위 내에서의 광고가 가능하다. 다만, 이러한 광고에도 투자자를 관련중개기관의 플랫폼으로 안내하는 것은 반드시 포함되어야 한다.

한편, 증권형 크라우드펀딩은 쌍방향 의사소통을 가능하게 하는 web 2.0 기술을 증권발행에 접목시킴으로서, 이를 통해 발행인과 투자자가 서로의 의견을 교환하고 집단지성이 형성될 수 있도록 하는 것이 특징이다. 따라서 발행인은 자신이 발행인임을 밝히는 한 중개기관의 플랫폼

99) Reg CF § 227.204(b).
100) Reg CF § 227.204 지시사항.

을 통해 의사를 개진하는 것이 자유롭다.[101] 그리고 투자자들은 모집내역서에 의한 발행인의 공시와 관련중개기관 플랫폼을 통해 발행인이 진술한 의견을 바탕으로 합리적인 투자의사 결정에 이를 수 있다. 이러한 점에서 미국에서는 투자자와 발행인의 모든 의사가 보다 집중적으로 이루어지는 환경에서 집단지성이 형성되고 이를 통해 투자결정에 이를 수 있도록 발행인이 크라우드펀딩을 통한 모집시 하나의 중개기관만을 이용하도록 강제한다.[102]

2) 판촉인 보상규제

CROWDFUND법에 따르면, 발행인은 모집 판촉인이 과거 또는 미래 크라우드펀딩 플랫폼상의 대화채널에서 각각의 대화에 대해 보상을 받았거나 받을 것이라는 것을 명백하게 공시할 수 있도록 SEC가 규정하는 조치를 취하지 않으면, 당해 판촉인에 대한 직간접적인 보상을 할 수 없다.[103] 이는 판촉인의 모집 판촉행위와 이에 관한 보상은 허용하되, 이에 관한 사실을 공시하도록 함으로써 집단지성의 형성과 이를 통한 투자의사결정에 왜곡이 생기지 않도록 하기 위함이다.

Reg CF는 판촉인 보상과 관련하여 직간접적인 보상을 받는 판촉인은 플랫폼의 대화채널에서 대화정보를 게시할 때마다 즉 모든 대화의 게시행위 때마다 이 사실을 공시하도록 발행인이 '합리적인' 조치를 취하도록 규정한다.[104] 나아가, Reg CF는 이러한 조치를 취해야 할 대상을 발행인이나 발행인의 이사, 임원, 근로자 등 발행인을 대신하여 행동하

101) Reg CF § 227.204(c). 발행인을 대리하는 자도 중개기관 플랫폼상의 모든 대화에서 자신의 발행인과의 관계를 밝혀야 한다.

102) Reg CF § 227.100(3) 지시사항.

103) 1933년 증권법 § 4A(b)(3).

104) Reg CF § 227.205(a). 합리적인 조치가 무엇인지에 대한 구체적인 규정은 두고 있지 아니하다.

는 자로 규정한다.[105] 그리고 판촉행위에 대한 공시는 발행인을 대신하여 판촉행위를 하는 자가 받는 보상이 구체적으로 판촉행위 때문인지 여부와 관계없이 적용된다.[106] 그러므로 발행인의 창업자, 이사, 임원, 근로자 등은 판촉행위 때문에 보상을 받지 않아도 자신이 판촉인임을 밝혀야 하는 것이다.

판촉인의 범위와 관련하여, 판촉인은 구체적인 판촉행위를 위하여 고용된 자뿐만 아니라 창업자, 이사, 임원, 근로자 등 발행인에 의해 고용된 자가 판촉행위를 할 때에도 적용된다. 또한 발행인을 위하여 판촉행위를 인수하는 자도 판촉인에 해당한다.

한편, 판촉인의 판촉행위는 관련중개기관의 플랫폼상 대화채널에 한정되며, 대화채널 밖에서 판촉행위를 할 때에는 기술한 광고규제 제한이 여전히 적용된다.[107]

마. 발행증권의 종류 및 발행가 규제

CROWDFUND법과 Reg CF는 발행증권의 종류에 대해 별도의 규제를 두지 않고 있다. 따라서 발행인은 주식과 같은 지분증권, 사채와 같은 채무증권 등 1933년 증권법에서 규정하는 모든 종류의 증권을 발행할 수 있다. 사실상 증권규제상의 크라우드펀딩 발행증권에 대한 제한은 없는 셈이다. 그리고 기술한 바와 같이 발행인은 모집내역서에 증권의 조건을 밝혀야 하기 때문에,[108] 투자자는 이를 통해 그 증권이 어떠한 특성을 지니는가를 파악할 수 있다.

---

105) Reg CF § 227.205(a); 80 FR 71387, 71426 중단.
106) Reg CF § 227.205(a) 지시사항.
107) Reg CF § 227.205(b).
108) Reg CF § 227.201(m)(1) 참조.

CROWDFUND법과 Reg CF는 모집하는 증권의 발행가나 발행가의 산정방법에 대해서도 별도의 규제가 없다. 다만, 모집내역서에서 증권의 발행가에 대한 평가방법도 공시하여야 하기 때문에,[109] 근거 없는 가격을 제시할 수는 없을 것으로 판단된다. 이 외에도 일정한 방식으로 발행가의 평가방법을 규제하지 않은 것은, 신생기업 등의 가치평가는 매우 다양하고, 특정한 평가방식을 규정하는 경우 유연성을 해칠 뿐만 아니라 합당한 이유 없이 규정되지 않은 평가방법을 배제하는 결과를 초래하기 때문이라고 한다.[110]

3. 투자자 관련 규제

증권형 크라우드펀딩에서 투자자와 관련한 규제는 연간투자한도, 전매제한 및 청약철회권제한 규제가 대표적이다. 이하, 이에 대해 항목을 나누어 분설한다.

가. 연간투자한도

1) 투자한도의 의미

CROWDFUND법상 투자자의 연간투자한도는 전체 크라우드펀딩의 연간총투자한도임과 동시에 개별 회사당 투자할 수 있는 연간투자한도를 의미한다.[111] 사실 CROWDFUND법상 이 점이 명확하지 않은 부분

109) Reg CF § 227.201(m)(4) 참조.
110) 80 FR 71387, 71427 우단.
111) Bradford(2012b), 200~202면.

도 있었고,[112] 2013년 Reg CF안에서도 이를 명확하게 규정하지 않았다. 그러나 최종 Reg CF에서는 "모든 발행인에 걸쳐(across all issuers)"라는 문구를 삽입함으로써 투자자의 투자한도는 모든 발행인에 대한 연간 총투자한도임을 명확히 하였다.[113] 투자자의 투자한도 규제가 투자자의 투자손실에 따른 재앙적·파국적 손실을 방지하기 위한 목적임을 비추어 볼 때 이는 당연한 논리적 귀결이다.[114] 회사당 투자한도로 해석할 경우에는 단순히 분산투자를 강제하는 기능에 그쳐, 원래 투자한도를 도입하고자 했던 취지가 반영되지 못하기 때문이다. 참고로, Reg CF에서는 투자자에 대한 경고의 일종으로 투자자가 중개기관에 크라우드펀딩을 위한 계좌를 개설을 할 경우 질의응답서의 내용에 이를 이해했다는 것을 밝혀야 하는데, 그 내용 중 하나로, 크라우드펀딩 증권에 투자하는 것은 위험을 수반하기 때문에 투자자가 자기 투자금의 전부를 잃을 수 있는 여유가 없다면 투자를 하지 않아야 한다는 것이 포함되어 있다.[115] 이는 미국의 입법자들은 기본적으로 크라우드펀딩을 통한 증권투자가 매우 위험한 것이고, 투자금을 모두 잃을 각오가 없으면 투자하지 말라

112) 1933년 증권법 § 4(a)(6)(B)의 표현은 회사당 연간투자한도로 읽힌다. 그러나 중개기관의 투자한도 관리의무에 관한 규정인 § 4A(a)(8)에서는 "모든 회사로부터(from all issuers)"라는 문구가 있었기 때문에 연간총투자한도를 의미하는 내용도 존재하였다. 이에 관한 Bradford(2012b)는 이를 연간총투자한도와 회사당 연간투자한도로 구분하여 규제하는 것이라고 해석하였다. 이에 반해 Whitebeck(2012), 각주 327이 있는 페이지에서는 조문상의 차이가 의도되지 않은 실수이거나 중개기관이 투자한도에 관한 정보를 입수하고 입증하기 어렵다는 점을 반영하는 것일 수 있다는 의견을 제시한다.

113) Reg CF § 227.100(a)(2).

114) Bradford(2012a), 131면도 투자한도 규제의 취지상 회사당 투자한도가 아니라, 연간총투자한도이어야 함을 강조한다. Bradford(2012a)와 같은 의견이나, Schwartz(2013), 50~51면은 의회의 생각은 증권사기를 통해 잃을 수 있는 연간한도를 구조적으로 제한한 것으로 설명한다.

115) Reg CF § 227.303(b)(2)(ii)(C).

는 철학 위에서 제도를 설계했다고 볼 수 있다. 이에 따라 투자자가 연간 투자할 수 있는 전체 금액을 일정 금액으로 한도를 제한하는 것이다.

한편, CROWDFUND법과 Reg CF는 별도의 회사당 연간투자한도를 규정하지 않는다.[116] 따라서 투자자는 자신의 판단에 따라 자기의 투자한도를 넘지 않는 선에서 여러 회사에 분산하여 투자하거나, 한 회사에 집중하여 투자할 수도 있다.

2) 투자한도

투자자의 투자한도는 투자자의 연소득이나 순자산 10만달러를 기준으로 달라진다. CROWDFUND법에서도 10만달러를 기준으로 하는 것은 동일하나 입법상 오류가 존재하여,[117] Reg CF에서는 아래와 같이 투자한도를 계산하도록 산정방식을 변경하였다.

연소득 또는 순자산이 10만달러 미만인 경우 투자자는 2천달러나 연소득 또는 순자산에서 더 적은 금액의 5% 중 더 큰 금액까지 투자할 수

116) CROWDFUND법에서 보면 회사당 연간투자한도가 없는 것이 아니라, 연간총투자한도와 회사당 연간투자한도가 같은 것이다. 그러나 Reg CF에서는 CROWDFUND법상 회사당 연간투자한도로 보이는 조문을 전체 크라우드펀딩의 연간총투자한도로 규정하기 때문에, 실질적으로는 두 한도간에 구별이 없다. 따라서 회사당 연간투자한도가 없는 것으로 보아도 무방하다.

117) CROWDFUND법에서는 투자자의 연소득 또는 순자산이 10만달러 미만이면 2천달러나 연소득 또는 순자산의 5% 중 큰 금액, 투자자의 연소득 또는 순자산이 10만달러 이상이면 연소득 또는 순자산 10% 이하의 금액(상한 10만달러)으로 규정하고 있다(1933년 증권법 § 4(a)(6)(B)). 이 산정방식에 따르면, 예컨대, 연수입이 10만달러 미만이나 순자산이 10만달러 이상이면 두 가지 기준에 모두에 해당하는 모순이 발생하여 어느 기준에 따라야 할지 불분명하다. 또한 두 기준 모두 5%와 10%의 기준을 연소득과 순자산 중 어느 것에 의하여야 하는지 규정하고 있지 않는 문제가 있다. Reg CF는 이 두 가지 입법상 오류를 시정하였다.

있다.[118] 예컨대, 투자자의 연소득이 2만달러이고, 투자자의 순자산이 20만달러라고 하면, 연소득이 10만달러 미만이므로 이 조건에 해당한다. 그리고 연소득과 순자산 중 더 적은 금액은 2만달러이므로 2만달러의 5%는 1천달러이다. 따라서 2천달러가 더 큰 금액이므로 이 투자자의 연간총투자한도는 2천달러가 되는 것이다. 투자자의 연소득은 20만달러이나 투자자의 순자산이 9만달러인 경우에도 동일하게 이 기준에 의해 연간총투자한도를 정해야 한다. 순자산이 10만달러 미만에 해당하기 때문이다. 이 경우 9만달러의 5%인 4,500달러가 2천달러보다 큰 금액이므로 이 투자자의 연간총투자한도는 4,500달러가 되는 것이다.

투자자의 연소득과 순자산 양자가 10만달러 이상인 경우에는 연소득 또는 순자산 중 더 적은 금액의 10%까지 투자할 수 있되, 10만달러를 초과하지 않는 범위 내에서 투자할 수 있다.[119] 예컨대, 투자자의 연소득이 12만달러이고 순자산이 15만달러인 경우 이 투자자는 이 중 더 적은 금액인 12만달러의 10%인 1만2천달러까지 투자할 수 있다. 투자자의 연소득이 150만달러이고, 순자산이 2천만달러인 경우 이 투자자는 이 중 더 적은 금액인 150만달러의 10%가 10만달러보다 더 크기 때문에 15만달러가 아니라 10만달러까지만 투자할 수 있다.

이상의 두 가지 기준에 의한 계산방식을 정리하면 <표 Ⅲ-1>과 같다.

<표 Ⅲ-1> 투자자의 연간총투자한도 산정 예시

연소득	순자산	산정	투자한도
$20,000	$200,000	$2,000과 $20,000의 5%($1,000) 중 큰 금액	$2,000
$200,000	$90,000	$2,000과 $90,000의 5%($4,500) 중 큰 금액	$4,500
$120,000	$150,000	$120,000의 10%($12,000)	$12,000
$1,500,000	$20,000,000	$1,500,000의 10%($150,000) → 상한	$100,000

118) Reg CF § 227.100(a)(2)(i).

119) Reg CF § 227.100(a)(2)(ii).

투자자의 투자한도 결정 시 연소득과 순자산 산정은 Regulation D Rule 501에서 규정하는 전문투자자(accredited investor) 기준에 따른다.[120] 따라서 예컨대 자연인인 투자자의 주 주택(primary residence)은 순자산 계산에서 제외된다.[121] 그리고 연소득과 순자산 산정은 Regulation D에서와 같이 부부 합산으로 할 수 있다. 다만 부부 합산으로 연소득이나 순자산을 정한 경우에는 투자한도 규제 취지를 잠탈(潛脫)하지 못하도록 부부의 연간총투자한도 또한 하나의 투자자로 보아 계산한다.[122]

이상에서 설명한 투자한도의 준수여부 확인의무는 발행인에게 있다.[123] 그러나 발행인은 동 의무의 이행을 중개기관이 Reg CF Section 227.303(b)에 따라 개별 투자자의 투자한도와 관련한 투자적격을 확인하여 투자한도를 초과하지 않도록 하는 행위에 의존할 수 있다.[124] 다만, 이 경우 발행인은 투자자가 투자한도를 넘었거나 증권취득에 따라 투자한도를 넘을 수 있다는 것을 몰랐어야 한다.[125] 크라우드펀딩이 중개기관의 온라인 플랫폼을 통해 이루어지기 때문에 대부분의 경우 발행인이 투자자의 투자한도를 알 수 있는 방법은 없고[126] 따라서 한도초과를 알 수 없는 것이 일반적일 것이다. 따라서 사실상 투자자의 투자한도 준수 확인의무는 중개기관에 있다고 할 수 있다. 그런데 미국에서는 우리나라와 같이 투자한도를 통괄하여 관리하는 중앙기록관리기관이 없기 때문에[127] 중개기관의 투자한도 관리는 투자자의 진술(representation)에 의

120) Reg CF § 227.100(a) 지시사항 1.

121) Regulation D Rule 501(a)(5)(i)(A).

122) Reg CF § 227.100(a) 지시사항 2.

123) Reg CF § 227.100(a) 및 Reg CF § 227.100(a)(2) 지시사항 3 참조.

124) Reg CF § 227.100(a)(2) 지사사항 3.

125) Ibid.

126) 발행인이 12개월 동안 두 차례 크라우드펀딩을 통해 자금을 모집했을 경우 동일 투자자가 다시 투자를 한다면 투자한도 준수 여부를 확인해야 할 것이다.

존할 수 있도록 규정한다.[128] 다만, 이 경우 중개기관은 투자자의 진술에 대한 신빙성에 대해 의문을 가질만한 사유가 없어야 한다.[129] 즉, 중개기관은 투자자가 투자한도 규정을 준수하고 있다고 믿을만한 합리적 근거[130]가 있는 경우 투자한도 준수에 관한 확인의무를 이행한 것이 되는데, 이 때 투자자의 진술에 의존할 수 있도록 규정하고 있는 것이다.

한편, 투자한도와 관련한 투자자의 범위는 개인투자자뿐만 아니라 법인도 포함하며, 일반투자자인지 전문투자자인지 등을 구분하지 않고 기술한 투자한도 기준이 동일하게 적용된다.[131] 미국에서는 전문투자자를 대상으로 하는 Regulation D 등의 사모발행 관련 규정이 있고, 이를 통한 증권발행액은 크라우드펀딩 발행한도에도 합산되지 않기 때문에 크라우드펀딩에서 굳이 전문투자자의 한도를 구분할 필요가 없기 때문이다.[132] 그리고 투자자 범위와 관련하여, 기술한 투자한도는 증권형 크라우드펀딩에 참여하고자 하는 외국인에 대해서도 동일하게 적용된다.[133] 최종 Reg CF 이유서에는 투자한도와 관련하여 외국인에 대한 설명이 없으나, Reg CF안에 대한 이유서에서는 외국인과 외국거주자에 대해서도

---

127) 미국에서도 중앙기록관리기관의 필요성에 대한 의견이 많았으나, 시장이 발전단계에 있는 점과 비용측면에서 이를 설치하지 않은 것으로 하였고, Reg CF 시행 이후 3년 이내 이에 관해 검토하기로 하였다(80 FR 71387, 71444 우단 및 각주 796 참조).

128) Reg CF § 227.303(b)(1).

129) Ibid.

130) 합리적 근거는 단순한 주관적 신뢰가 아니라 객관적 사실에 근거한 신뢰(객관적 기준)를 의미한다(80 FR 71387, 71436 중단).

131) 80 FR 71387, 71397 우단. 과거, 필자는 1933년 증권법 § 4A(h)(2)를 근거로, 투자한도가 적용되는 투자자는 개인(자연인) 투자자라는 기술을 한 바 있으나(천창민(2013), 37면 각주 11), 본 지면을 통해 이를 철회하며 착오를 일으킨 것에 대해 양해의 말씀을 드린다.

132) 80 FR 71387, 71398 좌단(크라우드펀딩과 Regulation D 등에 의한 면제발행을 동시에도 할 수 있음을 설명하고 있다).

133) 78 FR 66427. 66434 우단.

동일한 투자한도가 적용된다고 설명한다. 최종 Reg CF 이유서에서 이를 의도적으로 삭제한 것인지는 알 수 없으나 외국인을 명시적으로 제외하고 하고 있지 않다는 점에서 외국인과 외국거주자도 적용대상인 것으로 생각된다.

나. 전매제한

크라우드펀딩을 통해 증권을 취득한 투자자는 원칙적으로 그 증권의 발행일로부터 1년간 양도가 제한된다.[134] 다만, 예외적으로 (1) 발행인에 대한 양도, (2) 전문투자자[135]에 대한 양도, (3) SEC에 증권신고서를 제출한 공모의 일부로서의 양도 및 (4) 증권취득자의 가족 등[136]에게 양도하는 경우에는 1년 이전에도 양도가 가능하다. 중요한 것은 예외적으로 양도가 가능한 경우에도 위 네 가지 경우가 아니면 어떠한 경우에도 1년간 전매가 금지된다는 점이다. 예컨대, 최초의 증권취득자로부터 증권을 양도받은 전문투자자가 이를 1년 이내에 일반투자자에게 전매할 수 없다. 1년간 전매금지 규정을 우회하여 규정의 취지를 잠탈(潛脫)하는 것을 방지하기 위한 것이다.[137]

다. 청약철회권의 제한

크라우드펀딩을 통한 모집에 청약(investment commitment)한 투자자

134) Reg CF § 227.501(a).

135) 전문투자자의 범위는 Regulation D Rule 501(a)에서 규정하는 바에 따른다(Reg CF § 227.501(b)).

136) 가족 등의 범위에 대하여는 Reg CF § 227.501(c) 참조.

137) 이를 위해 Reg CF § 227.501(a)는 "증권이…양도될 수 없다"는 방식의 문구로 구성되어 있다.

는 그 청약의사를 언제든지 철회할 수 있다. 그러나 청약마감일 48시간 이후에는 청약을 철회할 수 없다.[138] 따라서 청약마감일 48시간 전까지만 청약을 철회할 수 있고 그 이후에는 철회가 불가능하다. 발행인 편의와 투자자의 권리를 모두 감안한 조치이다.

그러나 청약마감일전 48시간부터 청약마감일 사이에 모집조건이나 발행인이 제공한 정보에 중대한 변경이 있어 중개기관이 이를 통지한 경우에는 청약의 철회가 가능하다. 이 경우 청약투자자는 그 통지를 받은 날[139]로부터 5영업일 이내 자신의 청약을 재확인해야만 하며, 재확인 의사를 밝히지 않는 경우에는 그 청약은 자동으로 철회된다.[140] 그리고 중요사항의 변경이 청약마감일 5영업일 이내에 발생하는 경우에는 투자자의 청약 재확인을 위해 청약기간이 연장되어 5영업일이 확보되어야 한다. 따라서 청약마감일전 48시간부터 청약마감일 사이에 중요사항의 변경이 있는 경우에는 청약일이 항상 연장되어, 5영업일간 청약에 대한 재확인의 시간을 가지게 된다.

4. 중개기관 관련 규제

크라우드펀딩 중개기관은 비대면 플랫폼을 통해 발행인과 투자자를 연결하여 자금모집과 투자정보의 흐름을 가능케 하는 크라우드펀딩의 문지기 역할을 담당한다. 미국은 중개기관 규제와 관련하여 진입규제는 되도록 낮게 하여 많은 중개기관이 크라우드펀딩 중개업에 진출할 수

138) Reg CF § 227.304(a) 제2문. 다만, 48시간 동안 여전히 청약은 가능하다.

139) 통지의 발신일이 아니라 수신일로 규정하여 보다 투자자를 보호하고자 하고 있으나, 투자자가 실제로 중요사항 변경통지를 받았는지에 대해 어떻게 확인할 수 있는지에 대해서는 의문이다.

140) Reg CF § 227.304(c)(1).

있도록 하는 반면, 행위규제에 대해서는 매우 세밀한 규정을 도입하여 실질적인 투자자보호를 꾀하고자 하는 것이 특징이다. 이하, 중개기관과 관련한 주요 쟁점을 중심으로 분설한다.

가. 중개기관의 종류와 요건

미국법상 크라우드펀딩 중개기관이라 함은 (1) 등록 브로커와 (2) 펀딩포털을 의미한다. 펀딩포털이 크라우드펀딩 중개기관이 되기 위해서는 기술한 바와 같이 SEC와 자율규제기관인 FINRA[141] 양 기관에 등록하여야 한다.

Reg CF상 펀딩포털은 증권형 크라우드펀딩을 통한 증권모집 거래에 중개기관으로 행위하는 브로커를 의미한다.[142] 그러나 펀딩포털은 등록 브로커가 아니기 때문에 (1) 투자자문 또는 투자권유의 제공행위, (2) 자신의 플랫폼[143]에 게시된 증권의 취득, 매도 또는 청약의 권유행위, (3) 그러한 권유나 자신의 플랫폼에 게시되거나 참조된 증권의 매도에 기초한 근로자, 대리인 또는 그 밖의 자에 대한 보상행위 또는 (4) 투자자의 자금 또는 증권을 보유·관리·점유하거나 취급하는 행위가 금지된다. 펀딩포털은 단순한 중개행위에 그친다는 개념이 강하기 때문이다.

그럼에도 불구하고, 펀딩포털도 발행인의 중요사실의 부실기재 및 누락에 따른 민사책임에서 자유롭지 못하다. CROWDFUND법 Section

141) 현재 FINRA만이 유일한 증권 관련 자율규제기관이나 향후 새로운 자율규제기관이 설립될 경우 펀딩포털의 선택에 따라 등록하면 된다.

142) Reg CF § 227.300(c)(2).

143) 플랫폼이라 함은 인터넷이나 그 밖의 유사한 전자적 대화매체에 의해 접근가능한 프로그램이나 애플리케이션으로서, 이를 통해 등록 브로커나 등록 펀딩포털이 증권형 크라우드펀딩 거래에서 중개기관으로 행위할 수 있도록 하는 것을 의미한다(Reg CF § 227.300(c)(4)).

4A(c)에 따라 발행인은 중요사실의 부실기재 및 누락시 자신이 그러한 부실기재 및 누락에 대해 몰랐거나 합리적인 주의를 기울여도 알 수 없었다는 것을 입증하지 못하는 한 민사책임을 면하지 못한다. 중요한 것은 민사책임을 지는 발행인의 범위에 발행인의 이사, 파트너, 최고집행임원, 임원, 최고재무임원, 발행인의 회계감사인과 그러한 유사직위에 있거나 유사기능을 수행하는 자뿐만 아니라 "그러한 모집에서 증권을 모집하는 모든 자"도 포함된다는 점이다. SEC는 펀딩포털도 "그러한 모집에서 증권을 모집하는 모든 자"에 해당한다고 보아 발행인의 민사책임을 진다고 해석한다.[144] 따라서 크라우드펀딩 중개기관인 펀딩포털과 브로커는 합리적 주의를 기울임으로써 민사책임을 면할 수 있는 조치를 취해야 한다. 예컨대, 합리적으로 설계된 정책과 절차 규정을 통해 Reg CF에서 규정하는 요건을 준수하거나 발행인의 모집정보를 플랫폼에 게시전 중요한 거짓 정보나 오도하는 정보가 있는가를 심사함으로써 합리적 주의를 기울일 수 있을 것이다.[145] 이는 후술하는 자본시장법상 온라인소액투자중개업자의 '사실확인의무'와 유사하나, 우리나라는 온라인소액투자중개업자에게는 발행인의 손해배상책임 규정[146]을 적용하지 않는다[147]는 점에서 미국보다는 우리나라의 규제강도가 약하다고 할 수 있다.[148]

---

144) 80 FR 71387, 71478 우단.

145) 80 FR 71387, 71478 우단 및 71479 좌단.

146) 자본시장법 제125조 및 제117조의12에 따른 책임을 의미한다. 다만, 민법상 불법행위책임은 여전히 존재한다.

147) 미국에서도 펀딩포털에 대해 민사책임 규정을 적용하지 않아야 한다는 주장이 많았는데, 그 핵심적 논거는 펀딩포털의 업무성격이 등록 브로커·딜러와는 달리 발행인이 증권을 모집할 수 있도록 플랫폼을 제공하는데 그치고 직접 증권을 모집하지 하지 않는데 있다고 한다(80 FR 71387, 71478 좌단).

148) 자본시장법 제117조의12 제1항 각호 참조. 일반적인 경우 증권신고서와 관련하여 책임을 지는 자에는 인수인 또는 주선인이 포함된다(법 제125

나. 재무적 이익 규제

중개기관이 특정 발행인으로부터 중개에 따른 정당한 보수 이외의 재무적 이익[149]을 취득할 경우 투자자나 다른 발행인의 이익을 해할 수 있는 이해상충이 발생할 수 있다. 이에 CROWDFUND법은 중개기관의 이사, 임원 또는 파트너 또는 이와 유사한 지위에 있거나 유사기능을 수행하는 모든 자는 중개기관의 서비스를 이용하는 발행인으로부터 어떠한 재무적 이익도 가지지 못하도록 금지한다.[150] Reg CF는 이를 반영하여 기술한 중개기관의 이사 등이 크라우드펀딩 증권의 공모와 관련하여 발행인에게 제공하거나 발행인을 위해 제공되는 서비스를 대가로 발행인으로부터 그 보상으로서 재무적 이익을 수취하지 못하도록 규정하고 있다.[151] 2013년의 Reg CF안에서는 중개기관 자체도 일체의 재무적 이익을 가지거나 수취하지 못하도록 금지하고 있었다.

그러나 Reg CF는 일반적으로는 여전히 재무적 이익의 수취가 금지되지만, 두 가지 요건을 모두 만족하는 경우 예외적으로 중개기관도 재무적 이익을 가질 수 있도록 함으로써 규제를 보다 완화하였다. 중개기관이 발행인의 재무적 이익을 가지기 위해서는, 우선 그 재무적 이익이 중개기관의 플랫폼을 이용하여 크라우드펀딩을 통한 증권을 모집하는 것과 관련된 발행인에게 제공되었거나 그 발행인을 위하여 제공된 서비스의 보상으로서 수취한 것이어야 한다.[152] 둘째, 재무적 이익은 중개기

조 제1항 제5호).

149) Reg CF에서 재무적 이익이라 함은 증권의 종류와 관계없이 발행인의 증권에 대한 직간접적인 소유권이나 경제적 이익을 의미한다(Reg CF § 227.300(b)(2) 제2문).

150) 1933년 증권법 § 4A(a)(11).

151) Reg CF § 227.300(b) 제1문.

152) Reg CF § 227.300(b)(1).

관의 플랫폼을 통해 모집하는 증권과 동종의 증권이어야 하고 그 조건이나 권리도 동일한 것이어야 한다.[153] 첫째 요건에 따라 재무적 이익의 수취는 서비스 제공의 대가여야만 하므로 중개기관이 제공하는 서비스와 관련 없이 발행인의 증권을 취득하는 것은 금지된다. 따라서 중개기관의 자기투자는 여전히 인정되지 않는다.[154] 이해상충 가능성이 높기 때문이다. 둘째 요건에 따라 중개기관이 서비스의 대가로 받는 증권의 종류와 조건, 권리의 내용이 투자자의 것과 동일해야 하므로, 중개기관이 받는 증권에 우대적 내용이 있는 등 권리의 내용이 다를 경우 이는 불법적인 재무적 이익의 수취가 된다.

요약하면, 중개기관의 이사 등은 어떠한 경우에도 재무적 이익을 가지거나 수취할 수 없지만, 중개기관은 일정한 요건 하에 자신이 제공하는 증권모집서비스와 관련하여 받는 보상으로서의 재무적 이익은 받을 수 있다. 이는 유동성 자금이 부족한 신생기업이 중개기관을 이용하는 대가로 자신의 증권을 지급할 수 있도록 함으로써 신생기업의 자금조달 활성화를 도모하고 나아가 증권형 크라우드펀딩이 작동할 수 있는 구조를 발전시키기 위한 조치이다.[155] 또한 중개기관이 발행인의 재무적 이익을 갖도록 함으로써 중개기관과 투자자의 이익을 일치시킬 수 있도록 할 수 있고 또한 중개기관이 보다 세심하게 증권사기를 검증할 유인을 제공할 수 있는 장점도 있다.[156]

기술한 바와 같이, 발행인은 중개기관에 중개기관 서비스 이용의 대가로 재무적 이익을 제공할 경우 모집내역서에서 이를 공시하여야 한다.[157] 공시를 통해 투자자와의 잠재적 이해상충을 방지하기 위한 목적

153) Reg CF § 227.300(b)(2).
154) 80 FR 71387, 71431 우단.
155) 80 FR 71387, 71431 중단 및 우단.
156) Ibid, 중단.
157) Reg CF § 227.100(o).

이다. 또한 중개기관도 투자자의 계좌개설시 중개기관이 크라우드펀딩을 통한 증권모집과 관련한 보상의 방식을 명확하게 공시하여야 한다.[158] 그리고 중개기관이 거래의 종료와 함께 투자자에게 보내는 최종 거래확인통지에서도 발행인과 발행인 이외의 자로부터 받는 거래와 관련한 보수(remuneration)의 출처, 형태 및 금액을 공시하도록 하고 있다.[159]

다. 사기위험 감소조치 의무

CROWDFUND법은 중개기관이 발행인의 임원, 이사, 의결권 20% 보유주주에 대해 배경 및 증권규제 위반에 관한 과거 이력을 점검하는 등 사기위험을 저감시키기 위한 조치를 취하도록 규정한다.[160] 이에 Reg CF는 발행인의 규정준수 사항, 증권보유자명부 관리, 발행인의 중개기관 이용거절 의무에 대해 규정한다.

1) 발행인의 규정준수 및 증권보유자명부 관리

중개기관은 자신의 크라우드펀딩 플랫폼을 통해 증권을 모집하고자 하는 발행인이 CROWDFUND법 Section 4A(b)에 규정하는 요건[161]을 준수하고 있다는 합리적 근거를 가지고 있어야 한다.[162] 이 경우 중개기

158) Reg CF § 227.302(d).

159) Reg CF § 227.303(f)(1)(vi).

160) 1933년 증권법 § 4A(a)(5).

161) CROWDFUND법 § 4A(b)는 (1) 발행인의 명칭등, 이사・임원・의결권 20% 보유주주, 발행인의 사업내용, 목표금액, 발행가의 결정방법, 소유 및 자본구조 등 발행인이 중개기관에 제공해야 할 정보, (2) 광고금지, (3) 판촉인 보상규제, (4) 계속공시의무 등을 규정한다.

162) Reg CF § 227.301(a) 제1문.

관은 합리적 근거 요건을 만족함에 있어, 발행인의 진술에 의존할 수 있다.[163] 다만, 중개기관이 발행인의 진술에 대한 신뢰에 의문을 가질만한 사유가 없어야 한다.[164] 발행인의 진술에 의존할 수 있도록 함으로써 중개기관의 의무준수에 관한 부담을 줄이기 위한 조치이다. 그러나 발행인의 진술에 의존할 수 있다고 하더라도, 중개기관은 발행인이 자신은 모든 의무를 준수하고 있다고 진술하는 것 자체에 근거할 것은 아니다. 중개기관은 발행인이 제공한 정보의 사실유무를 점검한 후 이에 근거하여 그 발행인이 법규 준수의무를 이행하고 있다는 합리적 신뢰에 도달하여야 하는 것이다.[165]

또한, 중개기관은 크라우드펀딩을 통해 증권을 모집한 발행인이 증권보유자명부를 정확하게 관리할 수 있는 수단을 수립했다고 신뢰할 수 있는 합리적 근거를 가져야 한다.[166] 다만, 이 경우에도 동일하게, 발행인의 진술에 의존할 수 있으나, 발행인의 진술에 대한 신뢰성에 의문을 가질만한 사유가 없어야 한다.[167] 한편, 발행인의 증권보유자명부 관리[168]와 관련하여, 발행인이 1934년 증권거래법 Section 17A에 따른 등록 명의개서대행기관(transfer agent)을 이용하는 경우에는 명부관리 요건을 만족하는 것으로 간주된다.[169] 일종의 면책규칙(safe harbor)이라고 볼 수 있다.

---

163) Reg CF § 227.301(a) 제2문.

164) Reg CF § 227.301(a) 제2문 단서.

165) 80 FR 71387, 71433 참조.

166) Reg CF § 227.301(b) 제1문 본문.

167) Reg CF § 227.301(b) 제1문 단서.

168) 증권보유자명부 관리는 단순히 증권보유자의 명부 자체만 관리하는 것에 그치지 않는다. 이는 명의개서대행업무의 전반을 의미하는 것으로 이해할 수 있다. 미국법상 의미에 대해서는, 80 FR 71387, 71434 좌단 및 중단.

169) Reg CF § 227.301(b) 제2문.

2) 중개기관의 이용거절 의무

크라우드펀딩은 중개기관의 플랫폼에서만 거래가 이루어지는 비대면 거래로서, 증권사기의 위험성이 타 증권모집에 비해 높다고 보는 것이 일반적이다. 이에 Reg CF에서는 기술한 바와 같이 발행인과 발행인의 이사, 임원, 의결권 20% 보유주주의 범죄이력 등으로 인해 크라우드펀딩 이용자격이 없는 부적격 발행인에 대해서는 중개기관이 자신의 서비스를 이용할 수 없도록 그 발행인의 접근을 거절하여야 한다. 이 경우 중개기관은 발행인과 발행인의 이사 등이 Reg CF Section 227.503에 따른 자격이 박탈된 부적격자라고 믿을만한 합리적 근거를 가지고 있어야 한다.[170] 그리고 발행인이 합리적 근거를 가지기 위해서는 최소한 개별 발행인과 각 이사 등의 배경과 증권규제 위반에 관한 이력을 점검하여야 한다.[171] 다만, 기술한 바와 같이 Reg CF의 효력발생일 이전의 이력에 대해서는 자격은 박탈하지 않고 크라우드펀딩을 이용할 수 있도록 하되, 발행인이 이에 관한 내용을 공시하도록 하고 있다. 효력발생일 이후의 범죄이력은 당연히 부적격 발행인에 해당하지만, 자격박탈에 해당하지 않는 범죄이력은 크라우드펀딩 이용 여부와 관련이 없다. 그리고 모든 범죄이력의 점검 내역은 자격박탈 여부와 관계없이 발행인이나 중개기관이 공시해야 할 사항은 아니다. 범죄이력 점검의무는 부적격 발행인을 크라우드펀딩에서 배제하기 위한 것이 목적이기 때문이다.[172]

또한, 중개기관은 발행인이나 증권모집 자체가 사기의 잠재성이 있거나 투자자보호의 우려가 있다고 믿을만한 합리적 근거가 있을 경우 중개기관의 서비스를 이용할 수 없도록 그 발행인의 접근을 거절하여야 한다.[173] 이 요건을 만족함에 있어, 중개기관은 발행인이나 발행인의 잠

170) Reg CF § 227.301(c)(1) 제1문.
171) Reg CF § 227.301(c)(1) 제2문
172) 80 FR 71387, 71436 좌단.
173) Reg CF § 227.301(c)(2) 제1문 및 제2문.

재적 증권모집의 사기위험을 적절하고 효과적으로 평가할 수 없다고 판단하면, 그 발행인의 접근을 거절하여야 한다. 나아가, 중개기관이 발행인의 증권모집이 가능하도록 수락한 이후라도, 그 발행인이나 증권모집에서 사기의 잠재성이나 투자자보호의 우려가 있는 경우, 중개기관은 즉시 그 모집을 플랫폼에서 제거하여 모집을 취소하고 청약대금을 반환해야 한다.[174]

라. 교육자료 제공 의무

크라우드펀딩은 증권신고서의 제출 없이 공모의 방법으로 증권을 발행하는 방식이고, 상대적으로 도산의 위험성이 높은 신생기업 등이 이를 주로 이용할 것으로 예상되기 때문에 투자자보호의 필요성이 크다. 또한 그 절차나 방법이 기존 증권발행 방식과는 다르기 때문에 투자자에 대한 적절한 안내가 필요하다. 그리고 온라인상으로 모든 거래가 이루어지기 때문에 통지나 정보의 전달 및 수령을 전자적 방식에 의할 수밖에 없다.

이에 따라, Reg CF는 우선 투자자의 계좌[175]개설시 그 전제요건으로서 중개기관이 자료를 전자적 방식에 의해 전달하는 것을 동의해야만 하도록 규정한다.[176] 그리고 중개기관도 교육자료, 통지, 확인 등의 모든 정보를 전자적 수단을 통해 제공해야 한다.[177] 전자적 수단을 통한 정보

174) Reg CF § 227.301(c)(2) 제3문.

175) 펀딩포털은 증권과 대금을 관리할 수 없으므로, 펀딩포털에 계좌를 개설하는 것은 펀딩포털에 회원으로 가입하여 회원계좌를 가지는 것과 유사하다. 다만, 브로커의 경우에는 증권과 대금을 관리할 수 있기 때문에 이 경우 계좌의 의미는 증권계좌와 대금계좌를 아우르는 개념으로 이해할 수 있을 것이다.

176) Reg CF § 227.302(a)(1).

제공과 관련하여, 중개기관은 전자적 메시지를 통해 정보를 제공하면 그 요건을 만족할 수 있다. 이 경우, 전자적 메시지는 중개기관의 플랫폼에 게재된 정보를 구체적으로 연결시키는 링크메시지나 어떤 정보가 중개기관이나 발행인의 웹사이트 어디에 있다는 통지를 제공하는 메시지를 포함한다.[178]

한편, 중개기관은 투자자의 계좌개설과 관련하여, 투자자에게 쉬운 용어로 작성되고 효과적이고 정확하게 의사를 전달할 수 있게 설계된 교육자료를 제공하여야 한다. 교육자료에 포함되어야 하는 정보는 항상 최신정보로 갱신되어 있어야 하며, 교육자료에 중요한 변경이 있는 경우에는 추가적인 청약을 받거나 거래를 완료하기 전에 투자자가 그 변경된 교육자료를 입수할 수 있도록 하여야 한다.[179] 그리고 중개기관은 투자자가 청약할 때마다 그 투자자가 중개기관의 교육자료를 검토했다는 진술을 받아야 하여야 한다.[180] 교육자료에 반드시 포함되어야 할 내역은 다음과 같으며, 크라우드펀딩과 관련된 위험을 알리기 위해 필수적으로 포함되어야 할 정보와 투자자보호와 관련된 정보로 구성되어 있다고 할 수 있다.[181]

- 중개기관을 통한 증권의 모집, 취득 및 발행 절차와 크라우드펀딩을 통해 모집된 증권의 취득과 관련된 위험에 관한 사항
- 중개기관의 플랫폼을 통해 취득할 수 있는 크라우드펀딩 증권의

177) Reg CF § 227.302(a)(2).

178) Ibid(전자적 메시지는 이메일, 소셜미디어메시지, 실시간 온라인 의사소통 메시지(instant message) 또는 그 밖의 전자적 미디어 메시지를 의미한다).

179) Reg CF § 227.302(b).

180) Reg CF § 227.303(b)(2)(i). SEC는 이 규정과 관련하여 투자자의 청약전에 '최신의' 교육자료를 검토했다는 진술을 받도록 한다고 해석하여, 청약시에 항상 교육자료가 최신의 것으로 갱신되어야 하는 것으로 이해하고 있다(80 FR 71387, 71440 중단 참조).

181) Reg CF § 227.302(b)(1).

종류와 희석화로 제한된 의결권을 가지게 될 위험을 포함한 각 종류의 증권과 관련된 위험에 관한 사항

- 크라우드펀딩을 통해 모집된 증권의 전매제한에 관한 사항
- 발행인이 계속공시 의무에 따라 제공해야 하는 정보의 종류와 그 정보제공의 빈도 및 그와 같은 의무가 장래에 해제될 가능성에 관한 사항
- 투자자의 투자한도에 관한 사항
- 투자자의 청약철회권에 대한 제한 및 발행인이 투자자의 청약을 철회할 수 있는 상황에 관한 사항
- 크라우드펀딩으로 모집하는 증권에 투자하는 것이 투자자에게 적합한지 그 투자자가 고려할 필요에 관한 사항
- 중개기관에 의해 수행된 모집의 완료 이후 발행인과 중개기관간 계속적인 관계가 지속되거나 지속되지 않을 수 있다는 사항
- 어떤 상황에서 발행인이 연차보고서의 공간(publication)을 중단할 수 있고 이에 따라 투자자가 지속적으로 그 발행인에 대한 현재의 재무정보를 받지 못할 수도 있다는 것에 관한 사항

마. 거래관련 의무

크라우드펀딩 절차의 실질적인 운영자로서 중개기관은 발행인의 정보를 전달하고, 투자자의 청약을 접수하는 등 크라우드펀딩과 관련한 실무의 거의 대부분을 처리하는 크라우드펀딩의 문지기이다. 이에 따라 Reg CF는 중개기관에 대해 크라우드펀딩 거래의 업무처리와 관련하여, 발행인정보, 투자자적격 확인과 진술확보의무, 대화채널규제, 청약접수와

관련한 통지, 청약대금의 취급, 거래확인통지, 거래완료 등과 관련한 상세한 규정을 두고 있다. 이하에서는 절차적 측면과 투자자보호 측면에서 중요한 사항을 중심으로 설명하기로 한다.

1) 발행인정보의 제공과 게시 의무

기술한 바와 같이 크라우드펀딩을 통해 자금을 조달하고자 하는 발행인은 모집내역서를 통해 관련 정보를 공시하여야 할 의무가 있다. 그리고 발행인은 Form C에 따라 SEC, 투자자 및 관련중개기관에 모집내역서 등의 내용을 제출・제공하게 된다.[182]

중개기관은 이와 같이 발행인이 제공하는 정보를 수령하면, 우선, 자신의 플랫폼에 계좌를 개설하지 않은 일반인들도 이를 볼 수 있도록 공개적으로 게시하여야 하며, 일반인 누구라도 그 정보를 저장, 다운로드 등을 할 수 있도록 그 플랫폼에 접근할 수 있는 방식으로 게시하여야 한다.[183] 둘째, 발행인의 정보가 최소 21일 동안 게시될 수 있도록 하여야 하며, 그 21일 동안 투자자로부터 청약을 받을 수 있다.[184] 따라서, 미국의 크라우드펀딩에서는 최소 모집기간은 21일이며, 크라우드펀딩의 마감일은 모집을 위해 발행인 정보를 게시하는 날부터 최소 21일 이후로 잡아야 한다.[185] 21일 동안은 모집의 조기마감(종료)도 허용되지 않는다.[186] 이는 최소 21일간은 발행인정보가 공개될 수 있도록 하고 또 그 기간 동안 대화채널을 통해 집단지성이 발현될 수 있도록 보장함으로써

182) Reg CF §§ 227.201(a) 및 227.203.

183) Reg CF §§ 227.303(a)(1) 및 (4).

184) Reg CF § 227.303(a)(2).

185) 반대로, 크라우드펀딩 개시일은 마감일로부터 최소 21일 전으로 잡아야 한다는 의미이기도 하다.

186) Reg CF § 227.304(b).

투자자가 적절한 투자판단에 이르도록 시간적 여유를 법적으로 부여한 것으로 이해할 수 있다. 그러나 모집이 완료되거나 취소된 이후[187] 발행인 정보를 계속 게시하여야 하는 것인지 아니면 삭제할 수 있는 것인지에 대해서는 별도의 규정이 없기 때문에, 중개기관의 선택에 따라 처리할 수 있다.[188]

2) 투자자적격 확인 의무

중개기관은 투자자로부터 청약을 받을 때마다 그 투자자가 연간총투자한도 내에서 투자하는 것인가를 점검하여야 함은 기술한 바와 같다.[189]

이와 더불어 투자자로부터 청약의 접수시 매번, 중개기관은 투자자가 (1) 교육자료를 검토하였고, (2) 그의 투자금 전부를 잃을 수 있다는 것을 이해하였으며, (3) 그가 그러한 투자손실을 감내할 수 있는 재정적 상태에 있다는 진술을 받아야 한다.[190] 또한, 청약을 받을 때마다 투자자로부터 다음의 내용에 대해 그 투자자가 이해하였다고 기술하는 질의서를 받아야 한다. 투자자가 이해하였다고 기술해야 할 대상은 (1) 투자자의 청약철회권에 제한이 있다는 것, (2) 전매가 어려울 수 있다는 것과 (3) 크라우드펀딩을 통해 모집되는 증권에 투자하는 것은 위험을 수반하기 때문에 투자자가 자신의 투자금 전부를 잃을 수 있는 여유가 없다면 투자를 하지 말아야 한다는 것이다. 사실상 투자자에게 매우 직접적이고 강력한 투자경고를 하도록 규제하는 셈이다.

---

187) 이는 모집의 완료나 취소 전까지는 반드시 발행인정보가 플랫폼에 게시되어 있어야 한다는 의미이다(Reg CF § 227.303(a)(3)).

188) 80 FR 71387, 71442 중단.

189) Reg CF § 227.303(b)(1).

190) Reg CF § 227.303(b)(2)(ii).

3) 대화채널 규제

기술한 바와 같이, Reg CF는 복수의 중개기관을 이용한 크라우드펀딩을 불허하고, 오직 하나의 중개기관을 통해 크라우드펀딩을 할 수 있도록 함으로써 집단지성의 발현을 유도하고 있다. 그런데 이러한 집단지성이 발현될 수 있는 수단이 바로 대화채널이기 때문에, Reg CF는 우선 중개기관에 대해 대화채널을 제공하도록 규정한다.[191] 그리고 이 대화채널을 통해 투자자간, 투자자와 발행인의 대표간에 플랫폼에서 이루어지고 있는 증권모집에 대해 서로의 의견을 교환할 수 있도록 규정한다.[192]

그러나 Reg CF는 대화채널과 관련한 행위규제로서 다음과 같은 규제를 도입하고 있다. 첫째, 기술한 바와 같이 투자자와 투자자간의 의견교환, 투자자와 발행인의 대표자간의 의견교환은 가능하나, 중개기관이 펀딩포털인 경우에는 의견교환에 참여할 수 없다. 펀딩포털은 단지 의견교환을 위한 가이드라인을 수립하고 남용적(abusive)이거나 잠재적으로 사기적 내용인 대화를 삭제할 수만 있을 뿐이다.[193] 이를 반대해석하면, 브로커인 중개기관은 의견표명까지 할 수 있는데, 이는 브로커는 투자자문과 투자권유가 허용되어 있다는 것에 근거한 것으로 보인다.[194] 그러나 어느 경우이든 중개기관은 남용적 의견에 대해 삭제할 수 있는 권한이 법적으로 부여돼 있다. 여기서, 남용적인 의견이란 욕설, 비방 등과 같이 무례하거나 자극적인 것을 의미한다.[195]

둘째, 대화채널에서 의견을 표명하는 것은 중개기관에서 계좌를 개설한 자에게만 허용되나, 대화채널에서 이루어지는 의견교환에 대한 조회

191) Reg CF § 227.303(c).
192) Ibid.
193) Reg CF § 227.303(c)(1).
194) 78 FR 66427, 66472 중단 참조.
195) Ibid.

는 계좌를 개설하지 아니한 자도 가능하도록 설계되어 있어야 한다.[196] 책임감 있는 의견게시를 유도하고, 보다 폭넓은 집단지성의 형성을 위한 조치로 이해할 수 있다.

셋째, 중개기관은 대화채널 내에서 판촉인이 게시하는 모든 의견에 명확하고 눈에 띄는(prominently) 방식으로, 그가 발행인을 위한 판촉행위에 종사하는 창업주나 근로자인지 또는 그가 과거 또는 미래에 발행인의 모집에 대한 판촉의 보상을 받았거나 받을 것인가를 공시하도록 하여야 한다. 즉, 판촉인은 창업주나 근로자인지를 밝혀야 하고, 또 자신의 판촉행위가 유상인지 무상인지를 밝혀야 한다.[197] 이는 판촉인 규제에서 기술한 바와 동일하고, 중개기관에게 규제내용을 절차적으로 준수할 의무를 규정하는 것이다.

4) 청약 및 거래확인 통지의무

크라우드펀딩의 절차적인 측면에서, 중개기관은 투자자로부터 청약을 받게 되면 즉시 투자자에게 (1) 청약한 달러금액, (2) 발행가(알려진 경우에 한함), (3) 발행인의 명칭 및 (4) 투자자가 청약철회권을 행사할 수 있는 일시를 밝힌 통지를 발송하여야 한다.[198]

또한, 크라우드펀딩을 통한 증권 거래[199]의 완료시 또는 그 전에 투자자에게 다음의 여섯 가지 사항을 밝힌 통지를 발송하여야 한다.[200] 통지에 포함되어야 할 여섯 가지 사항은, (1) 거래일, (2) 투자자가 취득하

196) Reg CF §§ 227.303(c)(2) 및 (3).
197) Reg CF § 227.303(c)(4).
198) Reg CF § 227.303(d).
199) 여기서 거래(transaction)의 의미는 크라우드펀딩 발행시장에서의 증권발행거래를 의미한다고 판단된다.
200) Reg CF § 227.303(f).

는 증권의 종류, (3) 투자자가 취득하는 증권의 명칭(identity), 가격 및 수와 그 거래에서 발행인이 발행한 증권의 수와 증권의 발행가(들), (4) 채무증권의 경우, 이자율과 발행가로부터 산출된 만기시까지의 수익률 및 만기일, (5) 상환증권의 경우, 발행인이 상환을 청구할 수 있는 상환 청구초일 및 (6) 그 거래와 관련하여 중개기관이 받았거나 받을 예정인 모든 보수의 출처, 형태 및 그 금액(발행인 이외의 자로부터 받았거나 받을 예정인 보수도 포함한다)이다.

5) 거래의 조기종료 및 거래취소에 따른 절차

기부·후원형 크라우드펀딩은 통상 3주 이상의 모집기간을 설정하여 모집을 시작하고, 자금수요자의 아이디어나 자금모집 이유 등에 따라 빠르면 하루만에도 목표금액이 달성되어 자금모집이 완료될 수 있다. 증권형 크라우드펀딩에서도 발행인의 사업내용이나 증권의 발행조건에 따라 모집마감일 전에 목표금액에 도달하여 조기에 증권모집을 종료할 수도 있을 것이다. 그러나 증권형 크라우드펀딩에서는 투자자에게 청약철회권이 있고, 대화채널을 통해 집단지성이 충분히 이루어지고 난 후에 투자자가 투자판단을 다시 할 수 있으므로 조건 없이 조기종료를 허용할 경우 부작용이 발생할 우려도 있다. 이에 Reg CF에서는 다음의 요건을 만족하는 경우에만 조기 종료를 할 수 있도록 하고 있다.[201] 첫째, 조기종료는 최소 21일간의 모집기간 이후에만 할 수 있다. 이는 기술한 바와 같이 최소한의 기간 동안 집단지성이 형성되고, 투자자가 합리적인 투자판단을 할 수 있도록 Reg CF에서 강제적으로 최소모집기간을 설정한 것에 따른 것이다. 둘째, 중개기관이 잠재적 투자자와 이미 청약을 한 투자자에게 (1) 새로운 예정 모집마감일, (2) 새로운 마감일 48시간전 투자자에게 청약철회권이 있다는 사실 및 (3) 새로운 모집마감일 전 48시

201) Reg CF § 227.304(b).

간 동안 발행인이 계속 청약을 받을 것인가의 여부를 담은 통지를 발송하여야 한다. 셋째, 새로운 마감일은 기술한 새로운 조기마감 통지일 기준으로 5영업일 이후의 날이어야 한다. 그리고 당연한 것이겠지만, 새로운 마감일에도 발행인은 목표모집금액까지만 청약을 받거나 이를 초과하여 계속 청약을 받을 수 있다.

한편, 목표금액에 미달하는 등의 사유로 크라우드펀딩을 통한 모집 자체가 완료되지 못한 경우, 중개기관은 5영업일 이내 (1) 각 투자자에게 취소사유와 투자자가 받게 될 청약반환액을 밝힌 취소통지를 하여야 하고, (2) 투자자의 청약대금 반환을 지시하고, (3) 투자자가 그 취소된 모집과 관련하여 청약을 하지 못하도록 하여야 한다.[202]

사. 펀딩포털의 면책행위(safe harbor)

기술한 바와 같이 크라우드펀딩 중개기관의 하나인 펀딩포털은 브로커가 아니기 때문에 투자자문 또는 투자권유의 제공행위 등이 금지되어 있다. 그러나 금지행위와 관련하여, 포딩포털이 할 수 있는 행위의 범위가 어떤 것인지 명확하지 않다. 이에 Reg CF는 예시적 방식으로 펀딩포털이 할 수 있는 13가지 면책행위의 범위를 다음과 같이 열거하고 있다.

- 발행인이 크라우드펀딩을 통해 증권을 모집할 수 있는가와 어떤 조건에서 모집할 수 있는가의 판단
- 펀딩포털 플랫폼상 증권모집을 강조(highlight)할 수 있는 객관적 기준의 적용
- 펀딩포털이 하나 또는 그 이상의 발행인이나 모집을 강조하는 대가로 특별보상이나 추가적 보상을 받지 않는 행위

202) Reg CF § 227.304(d).

- 객관적 기준에 따라 펀딩포털 플랫폼상 모집을 탐색, 분류 도는 유형화하는데 이용할 수 있는 조회기능의 제공
- 대화채널의 제공
- 발행인의 모집서류 준비를 보조하는 하는 행위를 포함하여, 발행인의 모집에 대한 구조와 내용에 관해 발행인에게 자문하는 행위
- 일반인을 펀딩포털에 소개해주는 대가로 제3자에게 보상을 지불하는 경우
- 등록 브로커 또는 딜러에게 서비스에 대한 대가를 지불하거나 지불할 것을 요청하는 행위
- 펀딩포털이 크라우드펀딩을 통한 증권모집과 관련하여 등록 브로커 또는 딜러에게 제공한 서비스로부터 보상을 받는 행위
- 펀딩포털의 존재를 광고하여 플랫폼에서 게시되어 있는 하나 또는 복수의 발행인이나 증권모집을 밝히는(identify) 행위
- 발행인의 모집을 거절하거나 취소하는 행위
- 발행인을 대신하여 플랫폼상에 게시되어 있는 증권모집의 청약을 승낙(accept)하는 행위
- 크라우드펀딩을 통해 모집된 증권의 취득과 관련하여 투자자에게 어디로 자금을 보내라고 지시하는 행위
- 적격의 제3자에게 크라우드펀딩의 완료시에 모집자금을 발행인에게 송금할 것을 지시하거나, 크라우드펀딩의 취소시에 청약대금을 투자자에게 반환할 것을 지시하는 행위

이 중, 펀딩포털 플랫폼에서 객관적인 기준에 따라 기준을 충족하는 특정의 증권모집을 강조(highlight)할 수 있도록 하면서, 그 객관적인 기준에 포함될 수 있는 것이 어떤 것인가를 규정하고 있는 것은 참조할

만하다. 그리고 크라우드펀딩을 이용하는 상당수의 발행인이 신생기업임을 감안하여, 펀딩포털도 모집서류 준비를 보조하는 행위나 발행인의 모집에 대한 구조와 내용에 관한 자문하는 것을 허용하는 것 또한 의미있는 것으로 판단된다. 자문에 대한 구체적인 예로서 SEC는 발행인이 모집할 수 있는 증권의 종류나 그러한 증권의 조건 및 크라우드펀딩 관련 절차와 규제를 들고 있다.[203] 다만, 펀딩포털은 투자자문을 할 수 없기 때문에 어느 선까지 발행인에게 자문을 할 수 있는 것인지 여전히 분명하지 않다. 하지만, 어느 경우에도 투자자에게는 투자자문을 할 수 없음은 명백하다. 따라서 발행인의 모집에 대한 구조나 내용에 대한 자문의 범위를 확장하여 이해한다면, 투자자문 금지의 의미는 투자자에 대한 투자자문의 금지만을 의미하고, 발행인에 대해서는 모집과 관련해서는 허용된다고 해석할 수 있을 것이다. 추후 학설과 SEC의 해석론을 지켜 볼 필요가 있다.

203) 80 FR 71387, 71466.

Ⅳ. 한국의 증권형 크라우드펀딩 규제 개관 및 비교

1. 주요내용의 개관
2. 비교법적 검토

IV. 한국의 증권형 크라우드펀딩 규제 개관 및 비교

우리나라의 증권형 크라우드펀딩은 2015년 7월 24일에 개정되어 오는 2016년 1월 25일부터 시행될 예정인 개정 자본시장법과 동법 시행령[204] 및 시행규칙,「금융투자업규정」및「증권의 발행 및 공시등에 관한 규정」에서 그 규제가 설계되어 있다. 기술한 바와 같이 우리나라의 크라우드펀딩 규제도 기본적인 뼈대는 미국과 동일하다. 그러나 세부적인 접근법에서는 우리나라의 상황에 맞추어 변형된 것이 많아 차이를 보이는 부분도 있다. 그리고 일부 쟁점에서는 미국보다 규제가 완화되어 있으나, 어떤 쟁점에서는 규제가 과도하게 규정된 부분도 있다.

이하에서는 이러한 규제 차이를 염두에 두고 우선 한국형 크라우드펀딩 규제의 주요내용을 개관한 후, 주요 주제별로 한미간 규제의 차이를 비교법적 관점에서 간략히 짚어보기로 한다.[205]

---

204) 증권형 크라우드펀딩 규제에 관한 자본시장법시행령 개정안은 이 보고서를 작성한 이후인 2016년 1월 5일에 국무회의를 통과하였다. 독자의 편의를 위해, 이하 이 장에서는 국무회의를 통과한 시행령 규정의 내용을 반영하였다.

205) 이 장에서의 논의는 편의상, 한미간 증권형 크라우드펀딩 규제와 관련한 세부 조문의 인용처리를 생략하기로 한다. 한편, 자본시장법 개정안에 따른 크라우드펀딩 규제의 개괄적 소개와 분석을 시도하는 국내문헌으로는 우선 성희활(2013), 성희활(2014), 원동욱(2014), 최정환(2014)을 참조. 윤민섭(2015)은 크라우드펀딩에 관한 자본시장법이 확정된 이후 규정을 바탕으로 증권형 크라우드펀딩에 대한 전체적인 소개와 비판적 평가를 시도하고 있다.

1. 주요내용의 개관

한국형 크라우드펀딩도 미국과 동일하게 증권신고서 면제에 의한 공모규제 완화를 보완하는 투자자보호 장치와 투자중개업자 진입규제 등의 완화에 따른 보완 장치 등이 규제설계의 출발점이다.

가. 발행인의 발행한도 및 투자자의 투자한도 규제

우선, 증권신고서 면제에 따른 보완장치로서 발행인의 크라우드펀딩을 통한 연간발행한도와 투자자의 연간총투자한도가 있는 것은 미국과 동일하다. 한국형 크라우드펀딩에서 발행인이 크라우드펀딩을 통해 조달할 수 있는 연간총한도는 7억원이다.

투자자의 연간총투자한도와 관련하여, 전문투자자의 경우에는 투자한도 제한이 없다. 일반투자자는 기본적으로 연간 총 500만원까지 투자할 수 있으며, 이 금액의 한도 내에서 발행인당 200만원까지 투자할 수 있다. 그러나 일반투자자이지만 금융소득종합과세자나 사업소득과 근로소득의 합이 1억원 이상인 투자자는 연간 총 2천만원, 발행인별 총 1천만원까지 투자할 수 있도록 규제를 완화하고 있다.

나. 적격발행인 및 적격발행증권

크라우드펀딩을 이용할 수 있는 발행인은 비상장기업이어야 하고, 「중소기업창업 지원법」제2조 제2호에 따라 창업하여 사업을 개시한 날부터 7년이 지나지 않은 자로서 동법 시행령 제4조에서 규정하는 금융 및 보험업, 부동산업 등의 업종에 종사하지 않는 자 등이어야 한다.

그러나 등록벤처기업, 등록이노비즈기업 및 비상장중소기업의 프로젝트 사업에 투자하는 경우에는 7년 업력제한에 관계없이 크라우드펀딩을 통한 자금조달이 가능하다.

크라우드펀딩을 통해 발행할 수 있는 증권은 주권이나 익명조합의 지분과 같은 지분증권, 사채권과 같은 채무증권 및 투자계약증권[206]이다. 따라서 크라우드펀딩을 이용하는 발행인("온라인소액증권발행인")[207]은 수익증권이나 파생결합증권은 발행할 수 없다.[208]

다. 중개기관의 진입 및 영업행위 규제

한국형 증권형 크라우드펀딩의 중개기관은 온라인소액투자중개업자로서 특수한 형태의 '투자중개업자'이다. 자본시장법 제9조 제27항은 온라인소액투자중개업자를 온라인상에서 타인계산으로 온라인소액증권발행인이 발행하는 증권의 모집 또는 사모에 관한 중개를 영업으로 하는 투자중개업자로 정의한다. 온라인소액투자중개업자도 투자중개업자로 정의하기 때문에 기본적으로 투자중개업자에 대한 규정이 적용된다. 그리고 특이한 것은 투자중개업 인가를 받은 금융투자업자도 크라우드펀딩 중개기관이 되기 위해서는 별도로 온라인소액투자중개업 등록을 하여야 한다.

---

206) 투자계약증권은 포괄적 개념의 증권으로서, 지분증권과 채무증권에 포섭될 수 없는 경우에 한해 예외적으로 발행할 수 있을 것이다. 예컨대, 발행인의 법적 형태가 조합인 경우 채무증권을 발행할 수 없을 때 예외적으로 투자계약이라는 형태로 증권을 발행할 수 있을 것이다.

207) 자본시장법 제117조의7 제3항에서 온라인소액투자중개를 통하여 증권을 발행하는 자(발행인)를 '온라인소액증권발행인'으로 정의한다.

208) 증권예탁증권은 성질상 당연히 발행할 수 없을 뿐만 아니라, 우리나라는 증권예탁결제원만 국내에서 증권예탁증권을 발행할 수 있도록 발행독점을 규정하고 있기 때문에 온라인소액증권발행인은 증권예탁증권을 발행할 수 없다.

그러나 진입규제 측면에서 투자중개업자는 '인가'가 필요하나 온라인 소액투자중개업자는 '등록'만으로 진입할 수 있도록 규제를 완화하였다. 또한 자기자본도 투자중개업자는 30억원이 요구되나, 온라인소액투자중개업자는 5억원으로 진입자본을 대폭 낮추었다. 그 외에도 인적요건, 대주주요건 등에서 투자중개업자보다 낮은 수준의 진입규제가 적용되도록 하고 있다.

행위규제 측면에서 온라인소액투자중개업자는 자본시장법상 금융투자업자의 하나로서 투자자보호와 건전한 시장발전을 위해 반드시 필요하다고 판단되는 영업행위규제는 투자중개업자와 동일하게 적용받는다. 그러나 온라인소액투자중개업자는 투자자의 증권계좌나 대금계좌를 관리할 수 없고 단순한 발행주선 업무만 한다는 특성을 반영하여 상당부분의 영업행위 규제를 면제하고 있다. 온라인소액투자중개업자에 적용 또는 면제되는 영업행위 규제를 정리하면 <표 Ⅳ-1>과 같다.

<표 Ⅳ-1> 투자중개업자 영업행위규제의 적용 및 배제

적 용	배 제
자본시장법 제1편 제4장 제1절~제4절 공통 영업행위 규칙 등	
§37(신의성실의무), §38(상호), §39(명의대여의 금지), §41(부수업무 영위), §42(업무위탁), §43(검사 및 처분), §44(이해상충의 관리), §45(정보교류의 차단)	§40(다른 금융업무 영위)
	§46(적합성 원칙), §46의2(적정성 원칙), §47(설명의무), §48(손해배상책임), §49(부당권유 금지), §50(투자권유준칙), §51(투자권유대행인의 등록), §52(투자권유대행인의 금지행위), §53(검사·조치)
§54(직무관련정보의 이용금지), §55(손실보전 등 금지), §56(약관), §57(투자광고), §58(수수료), §60(자료의 기록·유지), §62(금융투자업 폐지 공고 등), §63(임직원의 상품 매매), §64(손해배상책임), §65(외국 금투업자의 특례)	§59(계약서류 교부 및 계약의 해제) §61(소유증권의 예탁)

<표 Ⅳ-1> 투자중개업자 영업행위규제의 적용 및 배제(계속)

적 용	배 제
자본시장법 제1편 제4장 제2절 제1관 투자매매·중개업자 영업행위 규칙	
§71(불건전 영업행위의 금지)	§66(매매형태의 명시), §67(자기계약의 금지), §68(최선집행의무), §69(자기주식의 예외적 취득), §70(임의매매의 금지), §72(신용공여), §73(매매명세의 통지), §74(투자자예탁금의 별도예치), §75(투자자 예탁증권 예탁), §76(집합투자증권 판매등 특례), §77(투자성 예금·보험 특례), §§77의2~3(종합금융투자사업자), §78(다자간매매체결회사 특례)

그 밖에, 자본시장법은 온라인소액투자중개업자에 맞춘 별도의 영업행위 규제를 도입하고 있다.

우선, 온라인소액투자중개업자는 (1) 자신이 중개하는 증권을 자기계산으로 취득하는 행위와 (2) 증권발행 또는 그 청약을 주선 또는 대리하는 행위를 할 수 없다. 이는 투자자보호 측면에서 온라인소액투자중개업자의 역할을 정보제공 등 단순 중개행위로 제한하였기 때문이다.

둘째, 온라인소액투자중개업자는 발행인의 신용 또는 투자여부에 대한 '투자자의 판단'에 영향을 미칠 수 있는 자문이나 발행인의 경영에 관한 자문 행위를 할 수 없다. 발행인에 대한 객관적 정보를 제공하고 투자자와의 이해상충을 방지하기 위함이다. 즉, 발행인에 대한 자문으로 금전적인 이익을 취한다면 자금모집에 영향을 줄 수 있고, 투자자의 이익과 상충할 수 있기 때문이다. 자문금지는 금전적 이익의 수취여부를 불문하고 금지된다.

한편, 자문금지를 규정하는 자본시장법 제117조의7 제3항의 법문상 '발행인의 신용 또는 투자여부에 대한 투자자의 판단에 영향을 미칠 수 있는 자문'의 대상과 '발행인의 경영에 관한 자문'의 대상이 명확하지 않

다. 법문을 문리대로 해석하면, 전자는 발행인의 신용 또는 투자여부에 대해 투자자에게 자문을 하지 말라는 것이고, 후자는 발행인에게 경영자문을 하지 말라는 것으로 읽힌다. 그렇다면, 투자자에게 발행인의 신용 또는 투자여부 외에는 투자자에게 자문을 할 수 있다는 것인지, 또한 발행인에 대해 경영자문 이외의 자문은 가능하다는 것인지 불분명하다. 후술하는 바와 같이 Reg CF와 동일하게 이해상충 방지를 위해 투자자에 대해서는 자문을 금지하고, 발행인에 대해서는 크라우드펀딩을 통한 자금모집과 관련해서는 일정한 범위의 자문행위를 할 수 있다고 해석하는 것이 바람직하다고 본다. 이는, 크라우드펀딩을 통한 자금모집과 관련하여 발행인에게 제공하는 자문은 '경영자문'이 아닌 것으로 해석하는 것이다.

셋째, 온라인소액투자중개업자는 투자자의 청약 의사표시를 받기 전에, 투자자가 크라우드펀딩에 따른 투자위험, 증권매도제한, 발행조건, 발행인의 재무상태가 기재된 서류 및 사업계획서의 내용을 충분히 확인하였는지의 여부를 서면(전자적 방식 포함)으로 확인하여야 한다. 온라인소액투자중개업자는 투자자가 관련 내용을 숙지하여 서면으로 확인한 이후에만 청약의 의사표시를 받을 수 있다. 자본시장법 제47조의 설명의무와 달리 온라인소액투자중개업자는 투자자가 이해할 수 있도록 설명할 필요는 없으며, 단순히 투자자가 충분히 확인하였다는 것을 확인받으면 된다. 비대면 온라인거래의 특성을 반영한 것이다.

넷째, 온라인소액투자중개업자는 발행인의 요청시 투자자의 자격 등을 합리적이고 명확한 기준에 따라 제한할 수 있다. 이는 다수의 투자자를 관리하는데 따른 어려움을 해소하기 위함이다. 다만, 사전에 이에 관한 공시를 하여야 하며, 그 기준은 합리적이고 명확하여야 한다. 예컨대, 전문투자자 우선 배정, 선착순 배정과 같은 기준을 들 수 있다. 그리고 이에 해당하는 경우에는 금지되는 영업행위인 부당한 차별 내지 우대에 해당하지 않는다.

다섯째, 온라인소액투자중개업자는 발행인의 발행한도와 투자자의 투자한도가 준수될 수 있도록 필요한 조치를 취할 의무를 진다. 자본시장법은 이를 위해 온라인소액투자중개업자가 한도관리업무를 중앙기록관리기관에 위탁하도록 의무화하고 있다.

여섯째, 온라인소액투자중개업자는 투자자가 청약의사를 표시하지 않았음에도 투자자 재산으로 청약하는 행위를 할 수 없다.

일곱째, 온라인소액투자중개업자는 발행인에 관한 정보의 제공, 청약주문의 처리 등의 업무를 수행하며, 특정 발행인이나 투자자를 부당하게 우대하거나 차별할 수 없다. 이는 건전한 거래질서를 해할 수 있기 때문이다. 다만, 투자자가 청약의사를 먼저 표시하거나, 기술한 바와 같이 미리 공시한 합리적 기준에 따라 차별하는 것은 부당한 차별이나 우대에 해당하지 않는다.

여덟째, 발행인은 청약기간이 만료된 경우 청약 및 발행내역을 전자우편 등의 방법으로 제공하여야 한다. 제공하여야 할 내용은 (1) 청약금액, 청약수량, 청약증거금 등 청약에 관한 내용, (2) 증권발행 성공여부, 실제 모집금액 등 증권발행에 관한 내용, (3) 투자자에게 배정된 금액 및 수량, 납입기일 등 배정에 관한 사항 및 (4) 청약증거금 반환금액 및 일정 등 반환에 관한 사항이다.

아홉째, 온라인소액투자중개업자의 청약권유 방법에 대한 제한으로서, 자본시장법은 일정한 행위를 제외하고 온라인소액투자중개업자의 청약권유행위를 금지한다. 온라인소액투자중개업자에게 허용된 청약권유 방법은 (1) 자신이 개설한 홈페이지를 통한 투자광고 행위, (2) 자신의 홈페이지에 발행인이 공시하는 내용을 게시하는 행위, (3) 증권 또는 발행인에 대한 의견이 자신의 홈페이지에서 교환될 수 있도록 관리하는 행위(다만, 투자자들의 의견을 임의로 삭제하거나 수정할 수 없다) 또는 (4) 사모의 경우 발행인의 공시내용을 특정 투자자에게 전송하는 행위이다.

열째, 온라인소액투자중개업자는 청약증거금의 보관·예치가 불가능하므로, 증권금융 또는 은행에 별도로 청약증권금이 예치 또는 신탁되도록 하여야 한다. 이 경우 동 청약증거금은 투자자재산임을 명시하여야 하고, 상계·(가)압류, 담보제공 등이 금지된다. 이는 일반적인 청약증거금 관리와 유사하다.

열한째, 투자광고의 특례로서, 온라인소액투자중개업자 또는 발행인은 온라인소액투자중개업자가 개설한 인터넷 홈페이지에서만 투자광고를 할 수 있다. 예외적으로, 온라인소액투자중개업자 또는 발행인은 다른 매체를 이용하여 투자광고가 게시된 동 인터넷 홈페이지 주소를 소개하거나 이곳에 접속할 수 있는 장치, 예컨대 링크를 제공할 수 있다. 즉, 본조는 투자광고 주체의 특례[209]로서 온라인소액투자중개업자와 발행인만이 투자광고를 할 수 있도록 하는 내용과, 투자광고 장소의 특례로서 온라인소액투자중개업자의 인터넷 홈페이지에서만 투자광고를 허용하되, 예외적으로 동 홈페이지를 소개하거나 연결시키는 장치를 허용하는 것을 내용으로 한다. 이는 무분별한 투자광고에 따른 투자자보호의 취약성을 극복하고, 피싱 등의 신종 금융사기를 미연에 방지하기 위한 목적이다. 그리고 자본시장법은 다음, 네이버, 네이트와 같은 전자게시판 서비스 제공자에게도 일정한 조치의무와 책임을 부여하여 투자광고 금지규제를 담보하고자 시도하고 있다. 다만, 이상과 같이 투자광고 특례를 엄격하게 해석하면 선의로 크라우드펀딩 정보를 링크한 일반투자자도 법규를 위반한 것이 되어, 1년 이하의 징역이나 3천만원 이하의 벌금[210]에 처할 수 있는 등 규제목적과 수단이 비례하지 않는 문제가 있

209) 일반적인 광고규제의 대상은 자본시장법 제57조(투자광고) 및「표시·광고의 공정화에 관한 법률」상 영리추구를 목적으로 하는 금융투자업자와 사업자등이지만, 본조는 온라인소액투자중개업자 및 발행인 외의 모든 자도 규제 대상에 포함시키는 점에서 특례이다.

210) 자본본시장법 제446조 제19호의7.

다. 따라서 온라인소액투자중개업자의 투자광고 특례를 규정한 자본시장법 제117조의9 제1항과 제2항[211]을 분리하여 해석함으로써, 선의인 일반투자자의 형사적 처벌을 방지할 필요가 있다. 즉, 제1항은 투자광고의 주체와 장소에 관한 원칙과 예외에 관한 특례를 규정한 것으로 해석하고, 제2항은 해석상 다소 무리는 있으나, '온라인소액투자중개에 대한 투자광고'를 좁게 해석하여, '온라인소액투자중개'가 아니라 '온라인소액증권모집' 사실에 대한 일반인의 단순소개는 허용하는 것이다. 자본시장법의 정의상 '온라인소액중개'는 온라인상 타인계산으로 의견교환이 이루어지는 방법에 의해 온라인소액증권발행인이 발행하는 증권의 모집 또는 사모를 중개하는 것을 말한다. 그리고 제2항이 제1항과 구별되는 것은 제1항은 투자광고 전체를 규제하지만, 제2항은 규제대상을 좁혀 '온라인소액투자중개에 대한' 투자광고를 금지한다. 따라서, 온라인소액투자중개업자의 투자중개행위가 아니라, 발행인이 온라인소액투자중개업자의 홈페이지에서 증권을 모집하고 있다는 사실을 소개하는 것은 투자중개를 광고하는 것이 아닌 것으로 보아 제외할 수 있는 여지가 있는 것이다. 그러나 이렇게 해석하는 경우에도 무분별한 광고의 억제와 증권사기를 방지하기 위한 본조의 입법취지를 고려할 때, 일반인의 단순소개 행위는 온라인소액투자중개업자의 홈페이지에 게시된 발행인의 모집내역을 연결시키는 링크와 링크의 내용에 대한 단순한 소개 정도만 허용된다고 보아야 할 것이다.

---

211) 제117조의9 제1항과 제2항은 다음과 같다.

"① 온라인소액투자중개업자 또는 온라인소액증권발행인은 온라인소액투자중개업자가 개설한 인터넷 홈페이지 이외의 수단을 통해서 투자광고를 하여서는 아니 된다. 다만 온라인소액투자중개업자 또는 온라인소액증권발행인은 다른 매체를 이용하여 투자광고가 게시된 인터넷 홈페이지의 주소를 소개하거나 해당 홈페이지에 접속할 수 있는 장치를 제공할 수 있다.

② 온라인소액투자중개업자 또는 온라인소액증권발행인이 아닌 자는 온라인소액투자중개에 대한 투자광고를 하여서는 아니 된다."

열둘째, 온라인소액투자중개업자는 온라인소액투자중개를 시작하기 전에 해당 발행인에 관한 게재예정 정보에 대해 '사실확인' 의무가 있다. 사실확인 의무는 '실사'(due diligence)보다는 낮은 단계의 사실에 관한 객관적인 확인 의무를 의미한다. 따라서 예컨대 발행인이 제출한 재무제표가 발행인의 실제 재무현황과 일치하는 것인지 구체적으로 점검하는 단계까지는 요구되지 않는다. 다만, 향후 어느 정도·수준까지 사실을 확인해야 하는가에 대해서는 보다 구체적인 가이드라인과 학설의 전개가 필요하다. 온라인소액투자중개업자의 사실확인 대상은 (1) 발행인의 재무상황, (2) 발행인의 사업계획에 사업의 목적 및 사업의 내용(자금 모집 이후 영위하고자 하는 사업의 내용을 포함)과 자금 모집 이후 영위하고자 하는 사업에 대한 구체적 계획 및 향후 추진일정을 포함하였는지 여부, (3) 발행인의 대표자 및 경영진의 이력, (4) 모집자금의 사용 계획에 모집자금의 세부 사용목적, 사업계획에 기초한 자금 사용목적, 실제 모집 금액이 목표금액에 미달할 경우 그 부족분을 조달하기 위한 세부계획을 포함하였는지 여부, (5) 발행인, 발행인의 대주주 및 임원이 금고 이상의 실형 선고를 받거나 자본시장법과 금융관련법령 또는 외국의 금융관련법령에 따라 벌금이상의 형을 선고 받고 그 집행이 종료되거나 집행이 면제된 날부터 5년이 경과되지 아니였는지와 금고 이상의 형의 집행유예 선고를 받고 그 유예기간 중에 있는지의 여부, (6) 증권모집 시점에 발행인의 업무와 관련하여 발행인, 발행인의 대주주 및 임원이 민사·형사상 소송의 당사자에 해당하는 경우에는 그 소송에 관한 사항, (7) 발행인이 온라인소액투자중개업자의 홈페이지에 자신의 각종 수상내역, 특허 출원 및 기술인증 내역 등을 게재한 경우 그에 관한 사항 및 (8) 발행인이 온라인소액투자중개업자의 홈페이지에 언론매체의 보도내용 등을 게재한 경우 그에 관한 사항이다. 이 중, 5번 항목은 미국의 부적격발행인의 자격박탈과 유사한 목적으로 규정된 것이다. 그러나 미국과 달리 자본시장법은 발행인의 크라우드펀딩 자격 자체를 박탈하지는 않고 단지 발행인

등의 범죄이력에 대한 여부만을 공시하도록 하여 발행자체를 금지하지는 않는다. 즉, 자본시장법은 투자자가 공시된 발행인 등의 범죄이력을 참작하여 투자판단을 하라는 입장을 취한다. 다만, 실무적으로 온라인소액투자중개업자는 사실확인 과정에서 발행인 등에게 5번 항목에 해당하는 범죄이력이 있는 경우 특단의 사정이 없는 한 투자자보호 차원에서 크라우드펀딩을 허용하지 않는 것이 바람직할 것이다.

라. 발행인의 모집 관련 행위규제 및 공시의무

자본시장법은 투자자가 크라우드펀딩을 통해 모집되는 증권에 대한 정보제공의 목적으로 모집 전단계에서 크라우드펀딩을 통한 모집개시일 3일 전에 모집내역, 재무내역을 포함한 발행인 관련 사항, 사업계획 등을 게재[212]하도록 규정한다. 재무제표에 대한 검증수준은 소액공모금액과 사모발행금액을 포함하여, 연간누적발행금액이 3억원 이하는 발행인에게 적용되는 회계기준에 따라 공정하게 작성되었으며 중요한 왜곡표시가 없다는 내용에 대한 발행인의 대표이사의 확인이 필요하다. 3억원 초과 5억원 이하는 공인회계사의 감사의견이 필요하고, 5억원 초과는 회계감사인의 감사의견이 필요하다. 후술하는 바와 같이 자본시장법은 목표모집금액을 초과하는 모집을 허용하지만, 재무제표의 검증 수준에 관한 구간별 요건에 대한 특례는 따로 규정하지 않는다. 따라서 예컨대, 목표모집금액이 3억원이었지만, 특정일에 이를 초과한 금액 모집되고 있는 경우, 추가적으로 공인회계사의 감사의견이 필요하다.[213]

---

212) 크라우드펀딩 규제와 관련하여 자본시장법은 공시라는 용어 대신 게재라는 용어를 채택하고 있다.

213) 따라서 발행인이 미리 초과모집을 예상하고 보다 높은 수준의 검증을 받지 않는 한, 재무제표의 검증수준에 관한 기준 금액을 넘어서는 초과모집은 사실상 불가능할 것으로 판단된다.

한편, 자본시장법은 발행인이 필요하다고 판단하는 경우 복수의 온라인소액투자중개업자를 통해 동시에 자금을 조달하는 행위를 허용하고 있다.[214]

모집 이후단계에서는 모집종료 후 지체없이 모집실적에 관한 결과를 온라인소액투자중개업자의 홈페이지에 게재하여야 한다. 그리고 계속공시로서, 온라인소액증권발행인은 사업보고서의 공시 대신 매 사업연도 경과 후 90일 이내에 온라인소액투자중개업자의 홈페이지에 재무제표를 게재하여야 한다. 다만, 발행인이 공개기업(사업보고서 제출대상법인)이거나 모집한 증권의 상환 또는 소각을 완료한 발행인은 더 이상 계속공시의무를 이행할 필요가 없다. 계속공시로서 게재하는 재무제표의 검증수준에 대한 별도의 규정은 없다. 입법의 불비다. 다만, 회계감사인의 회계감사를 받은 경우에 한하여 감사보고서를 제출하도록 하고 있는 점을 미루어 볼 때, 모집 전단계에서 최저수준으로 요구하는 대표이사의 확인은 필요한 것으로 해석하여야 할 것이다. 그리고 재무제표 외에 발행인의 경영성과나 사업현황 등에 대한 내역에 대해서는 공시의무가 없으나, 계속공시의 목적상 경영성과나 사업현황 등에 대해서도 같이 공시를 하여야 할 것으로 판단된다. 또한 크라우드펀딩을 중개한 온라인소액투자중개업자의 등록이 취소되어 더 이상 업무를 제공하지 않는 경우 발행인이 어디에 재무제표를 게재해야 하는가에 대해서도 별도의 규정이 없다. 이 경우에는 중앙기록관리기관에 이를 제출하여 게재할 수 있도록 하여야 할 것이다.

모집 단계에서는, 모집금액과 관련하여 자본시장법은 목표도달형이 아니라 조건성취형을 채택하고 있다. 즉, 미국과 달리 자본시장법은 원래 목표로 했던 금액에 도달하지 않더라도 목표금액의 80%까지만 자금

214) 자본시장법시행령 제118조의16 제3항 제2호 참조. 반대로 기술한 바와 같이 미국에서는 집단지성의 형성 차원에서 단일 중개기관만 이용하도록 규정한다.

이 모집되어도 증권발행을 허용한다. 자금조달 활성화 차원의 배려이다. 그런데 미국과 다른 또 한 가지는 모집금액이 80%에 미달하더라도 발행이 자동으로 취소되지 않는다는 점이다. 자본시장법 제117조의10 제3항의 법문은 "온라인소액증권발행인은…모집예정금액에…미달하는 때에는 그 발행을 취소하여야 한다"라고 하여, 발행인이 모집을 취소하지 않고 발행을 강행할 수 있다는 것을 전제로 한 구조를 취한다. 이렇게 이해하기 때문에, 목표금액의 80%에 도달하지 못했지만 그 발행을 취소하지 않은 발행인에게는 5천만원 이하의 과태료가 부과되는 것으로 벌과규정을 따로 두는 것이다. 실제, 목표금액의 80%에 미달할 경우 온라인소액투자중개업자가 시스템적으로 모집을 취소시킬 것이기 때문에, 실무상 모집을 취소하지 않는 경우는 발생하지 않을 것으로 예상된다. 하지만 법문 문구의 구성 자체는 바람직하지 않은 것이 사실이다. 차라리, 목표금액의 80% 미달시 그 모집은 취소되는 것으로 규정하는 것이 원래의 입법취지에 부합한다고 생각된다. 조건성취형의 조건은 해제조건이 아니라 정지조건이기 때문이다.[215] 그런데 어떤 이유에서든, 현행 규정 하에서 발행인이 80% 미만의 모집을 강행한 경우 그 민사법적 효력은 어떻게 처리할 것인가가 문제될 수 있다. 여전히 유효한 발행으로 인정된다고 판단된다.

한편, 발행인은 목표금액에 도달하더라도 그 모집을 임의로 종료할 수는 없다고 해석된다. 크라우드펀딩의 조기종료에 의한 자금조달을 허용하는 명문의 규정이 없고,[216] 조기에 종료하는 경우 투자자의 청약철회권을 임의로 박탈하는 결과를 초래하기 때문이다.[217] 다만, 발행인이

215) 정지조건은 효력발생이 정지되어 있다가 조건성취로 비로소 법률행위의 효력이 발생하는 조건을 말한다. 해제조건은 그 반대이다.

216) 자본시장법시행령 제118조의16 제3항 제1호는 자본시장법 제117조의7 제8항에서 사용하는 "청약기간이 만료된 경우"라는 용어 대신 "증권의 모집이 끝난 경우"라는 용어를 사용하여 청약기간의 만료 외에도 증권의 모집이 종료될 수 있는 것처럼 해석될 여지를 남겨두고 있다.

청약마감일까지 추가로 자금을 더 (초과)모집할 것인지 아니면 모집금액을 원래의 목표금액으로만 한정하고 투자자에게는 청약철회만 허용할 것인지는 정할 수 있을 것이다.[218] 그러나 발행인이 자금조달 없이 모집 자체를 취소하는 것은 가능하다고 판단된다.

모집 단계에서의 발행인의 행위규제로서, 발행인은 청약마감일 7일 전까지만 온라인소액투자중개업자의 홈페이지에서 투자판단에 도움이 되는 정보를 제공(의견을 제시)할 수 있고, 7일 이후에는 의견제시가 금지된다. 그리고 투자판단에 영향을 미칠 수 있는 중요정보가 모집개시 3일전에 게재한 내용과 상이하게 된 경우에는 그 게재내용을 즉시 정정하여야 한다. 중요정보의 변경에 따른 정정게재일이 청약마감일로부터 7일 이내인 때에는 청약마감일은 자동적으로 그 게재일부터 7일 이후로 변경된다. 충분한 투자판단 기회를 부여함으로써 투자자보호를 도모하기 위함이다. 그러나 미국과 달리 중요정보의 변경이 발생한 경우에도 별도로 투자자에게 이를 통지할 의무는 없으며, 투자자가 재확인하는 절차도 없다. 크라우드펀딩을 통해 투자하는 투자자에게는 청약마감일까지 언제든지 청약을 철회할 수 있는 권리가 부여되어 있기 때문에, 투자자가 원래의 청약마감일에 온라인소액투자중개업자의 홈페이지를 접속하여 현황을 점검해야 한다는 가정을 했기 때문으로 판단된다. 또한 크라우드펀

217) 반대로, 마감일 전의 임의종료를 금지하는 명문의 규정이 없고, 목표금액이라는 조건이 성취되었기 때문에 마감일 전이라도 모집을 종료하는 것은 청약철회권의 임의 박탈이 아니라고 해석할 여지도 있다. 그러나 투자자보호 차원과 집단지성의 발현 유도라는 측면 및 자본시장법은 중요사항의 변경에 대해 투자자에 대한 통지의무를 두고 있지 않다는 측면에서 임의종료는 보수적으로 해석하는 것이 바람직하다고 본다.

218) 이와 관련하여 발행인은 모집 전단계에서 모집금액의 사용목적과 계획을 공시해야 하는데, 목표금액 미만을 조달하거나 목표금액을 초과하여 자금을 조달할 경우에는 그 자금사용계획에 변경이 발생하므로 정정게재가 필요하다. 그런데 자금사용계획의 변경을 중요사항의 변경에 해당한다고 해석하는 때에는 후술하는 바와 같이 청약마감일이 자동으로 변경되는 경우도 있을 것이다.

딩이 온라인상으로 이루어지고, 이메일 등에 의한 변경통지와 관련하여 투자자의 수령 여부에 대한 다툼이 발생할 수도 있기 때문에 법상 통지 의무를 규정하지 않은 것으로도 보인다. 그러나 중요사항의 변경은 투자 판단에 직접적으로 영향을 미칠 수 있는 사항이므로, 추후 투자자에 대한 통지의 의무화와 투자자의 재확인이 없는 경우 청약을 자동으로 철회시키는 조치가 필요하다고 본다.

마. 전매제한

투자자보호 차원에서 자본시장법은 크라우드펀딩을 통해 증권을 취득한 증권 모두를 1년간 예탁결제원에 예탁하거나 보호예수하는 방법으로 매도 또는 양도할 수 없도록 규제한다. 다만, 전문투자자나 발행인, 발행인의 대주주에 대한 전매 및 증권시장과 금융투자협회가 운영하는 K-OTC에서의 전매는 허용한다. 다만, 미국과 달리 우리나라는 가족 등에 대한 매도나 양도는 허용하지 않는다.

나아가, 온라인소액증권발행인과 그 발행인의 대주주도 크라우드펀딩으로 증권을 발행한 후 1년간 자신의 온라인소액증권발행인 지분을 매도할 수 없다. 다만, 지분만을 매도할 수 없는 것으로 규정하므로 지분의 담보제공이나, 발행인의 채무증권 등의 매도는 가능한 것으로 해석된다.

바. 중앙기록관리기관 등 크라우드펀딩 관련 인프라

자본시장법은 효율적인 크라우드펀딩이 가능하도록 중앙기록관리기관 등 크라우드펀딩과 관련한 인프라(중앙기록관리기관, 증권예탁결제기관, 투자자명부관리기관, 청약대금관리기관)에 대한 규정을 두고 있다.

중앙기록관리기관[219]은 발행인의 연간발행한도, 투자자의 연간총투자한도와 발행인별 연간투자한도를 관리하고, 발행인과 발행정보 등을 보관·관리함으로써 효율적인 규제준수 유도와 투자자보호 기능을 수행한다. 특히, 발행인과 발행정보, 투자자들의 의견교환 내역 등을 집적함으로써, 온라인소액투자중개업자가 도산하거나 관련 정보를 소실한 경우에도 중앙기록관리기관의 집적된 자료에 근거하여 감독과 집행이 가능하도록 지원하는 기능을 수행한다. 다만, 시행령상 중앙기록관리기관이 관리하는 자료를 투자자에게 제공할 수 있도록 규정하고는 있지는 않다. 따라서 온라인소액투자중개업자가 도산함에 따라 관련 정보가 없어 발행인의 증권사기를 증명할 수 없는 때에 투자자가 집적된 정보를 이용하기 어려운 문제가 있다. 법원의 결정에 의해 이를 제공할 수 있게 하거나, 금융위원회가 고시로 이를 허용하는 방안을 고려해 볼 수 있을 것이다.

크라우드펀딩을 통해 발행된 증권은 1년간 의무적으로 예탁결제원에 예탁 또는 보호예수하도록 하여, 증권예탁결제시스템을 통한 실물증권의 불발행을 간접적으로 유도한다. 예탁된 증권은 1년 이후 예탁결제시스템에 의해 실물증권의 양도 없이도 계좌간 대체로 매매가 가능하여, 유통측면에서 효율성을 기할 수 있다. 또한 투자자명부관리기관으로 예탁결제원을 지정하여, 기명증권의 발행인은 의무적으로 예탁결제원에 투자자명부의 관리를 위탁하여야 한다. 주주명부 등의 기재는 투자자의 지위를 결정하는 중요한 문서이고, 신생기업들의 주주명부 관리의 어려움을 감안한 조치이다. 다만, 기명증권이 아닌 경우에는 투자자명부가 필요 없으므로 무기명증권을 발행한 경우에는 위탁의무 자체가 없다.[220]

---

219) 참고로, 한국예탁결제원이 중앙기록관리기관으로 선정되어 관련 시스템인 크라우드넷(CrowdNet)을 제공할 예정이다.

220) 그러나 배당금이나 이자의 지급 등 권리관리 등의 목적으로 무기명증권의 발행인이 자발적으로 명의개서대행기관을 지정하는 것은 언제든지 가능할 것이다. 당연히, 이 경우 예탁결제원을 이용할 의무는 없다.

끝으로, 온라인소액투자중개업자는 고객의 대금계좌 관리가 금지되어 있기 때문에, 청약대금 처리업무는 청약대금을 증권금융이나 은행과 같은 청약대금관리기관을 통하여야 한다. 온라인소액투자중개업자는 증권금융이나 은행에 청약대금(청약증거금)을 예치·신탁시 그 대금이 투자자의 재산이라는 사실을 밝혀야 한다. 투자자보호를 위해 예치·신탁된 청약대금의 (가)압류나 상계의 대상이 되지 못하도록 하는 등의 규제를 도입하고 있다. 또한 온라인소액투자중개업자는 예치·신탁된 청약대금을 양도하거나 담보로 제공할 수도 없다.

2. 비교법적 검토

우리나라와 미국의 증권형 크라우드딩 규제는 그 설계방법론 측면에서 매우 유사하고 규제수준도 대체로 유사한 것으로 판단된다. 그러나 앞서 살펴본 바와 같이 발행인의 공시와 관련하여 공시해야 할 세부 내용에서는 많은 차이를 보이고 있다. 또한 상세한 부적격발행인 규정, 발행가능금액, 최소모집기간, 조기마감요건, 투자자교육자료의 세부내용과 제공요건, 대화채널규제, 판촉인규제, 거래결과 통지의무, 청약철회권 행사의 제한을 통한 발행인의 자금조달 도모와 중요변경사항 발생시의 예외 규정, 투자광고 허용의 범위, 중개기관의 허용행위 범위(특히, 자문), 중개기관의 사실확인의무의 정도, 다양한 계속공시 면제요건 등 미국의 증권형 크라우드펀딩 규제는 그 내용면에서 완성도가 보다 뛰어난 것으로 보인다.

증권형 크라우드펀딩 규제의 내용에 있어 완성도가 뛰어나다는 것은 규제의 강도가 더 높다는 것으로 받아들여질 수 있다. 그러나 미국의 규제를 자세히 살펴보면 단순히 규제가 많은 것이 아니라, 투자자보호와

관련하여 모든 항목들을 매우 세밀하게 고민한 흔적이 보인다. 예컨대, 판촉인 규제는 자본시장법에는 예정하고 있지 않는 것으로서, 이해상충 방지와 판촉인의 편향되거나 과장된 의견게시로 인해 투자자의 투자의견에 영향을 주지 않도록 모든 판촉인의 의견표시에 판촉인임을 밝히도록 하는 규제는 주목할 필요가 있다. 또한 Reg CF에서는 사기의 잠재성이 있거나 투자자보호가 우려되는 의견 및 남용적 의견은 중개기관이 삭제할 수 있도록 하고 있으나, 자본시장법은 온라인소액투자중개업자가 게재된 의견을 임의로 삭제할 수 없도록 규정하고만 있다. 따라서 대화채널이 자칫 욕설과 비방이 난무하거나 투자와 무관한 내용이나 투자자보호를 해치는 내용이 그대로 노출될 우려도 있다. 그리고 자본시장법상으로는 명확하지 않으나, Reg CF는 최소모집기간과 조기마감 요건을 명확히 규정하여, 집단지성의 발현을 유도하고, 조기마감시 발생할 수 있는 불측의 투자자손해를 미연에 방지하고 있다. 나아가 증권사기 등의 범죄이력이 있는 발행인 등에 대해서는 원천적으로 크라우드펀딩 자체를 이용할 수 없도록 함으로써, 사기에 취약한 온라인상 거래를 보완하고 투자자보호를 보다 엄격히 하고 있다. 이와 달리 자본시장법은 일정한 유형의 범죄이력을 모집단계전에 공시하도록 하는 규정만 채택하여 투자자의 투자판단에 따르도록 한다. 투자자들이 발행인이나 대주주 및 경영진의 범죄이력을 얼마나 심각하게 받아들이는지는 국가마다 차이가 있고, 범죄이력이 있다고 하여 크라우드펀딩을 통한 자금자달 자체를 금지하는 것이 과도한 규제로 받아들여질 수 있다는 고려로 보인다. 그러나 발행인 등의 범죄이력은 많은 공시항목 중 하나여서 이것에 대한 투자자의 평가가 제대로 이루어질 수 있을지 의문이다. 그리고 무엇보다 크라우드펀딩을 통한 증권발행이 재무제표의 검증이 취약한 상태에서[221] 증권사기에 매우 취약한 온라인전용의 발행구조라는 점을 감안할 때, 추후 범죄이력과 발행금지의 연동에 대한 적극적인 추가적 검토가

221) 3억원 이하의 발행시 재무제표의 검증은 대표이사의 서명만 있으면 되기 때문에, 경영진의 과거이력은 중요한 요소로 평가할 수 있다.

필요하다고 생각한다.

한편, Reg CF에서는 발행인의 자금조달 활성화를 위해 어쩌면 필요할지도 모르는 규제를 과감히 포기하는 것도 발견된다. 예컨대 광고규제 부분에서는 인터넷을 통한 증권사기의 위험이 높음에도 불구하고 자본시장법의 측면에서 보면 거의 대부분의 중요 발행조건을 광고할 수 있도록 하여, 우리법의 측면에서 보면 상당부분 광고가 자유로운 것으로 평가할 수 있다. 또한 일정 규모 이하의 소기업에 대해서는 계속공시의무를 면제하여, 신생기업 등이 크라우드펀딩에 따른 과도한 부담을 지지 않도록 배려하고 있다. 공모발행이지만, 일정 규모 이하의 소기업에 대해서는 공시부담을 고려하여 사모발행과 같이 취급한다는 사고체계가 반영된 것으로 판단된다. 그리고 크라우드펀딩을 처음 이용하는 발행인에 대해서는 회계감사인의 감사의견 대신 독립 공인회계사의 심사만 받아도 되도록 규제를 완화하는 부분도 주목할 만하다. 이상의 세 가지 논점은 향후 한국형 크라우드펀딩 규제의 완화 측면을 재고할 때 중요한 고려 요소라 할 수 있다.

요컨대, 비교법적인 측면에서 한미 크라우드펀딩 규제는 그 형식이나 체계 측면에서는 유사하다. 그러나 구체적인 내용 측면에서는 투자자보호의 관점이나 자본조달 활성화 측면에서 자본시장법의 완성도가 다소 미흡하고, 조달가능 금액 등 일정 부분에서는 규제가 강하다고 평가할 수 있다. 향후 시장의 상황을 지켜보며 추가적인 보완이 필요할 것이다. 그러나 추가적인 보완 시에도 투자자보호라는 자본시장법적 이익과 자금조달 활성화를 통한 경제적 효과의 달성이라는 산업정책적 이익의 균형을 잃어서는 안될 것이다. 그리고 이런 점에서 Reg CF를 통해 구현된 미국의 증권형 크라우드펀딩 규제의 세밀한 규제내용은 양 이익의 균형점을 찾는데 좋은 참고자료가 될 수 있을 것이다.

아래 <표 Ⅳ-2>은 한미 증권형 크라우드펀딩 규제를 발행인, 투자자 및 중개기관으로 구분하여 비교한 내용을 정리한 것이다.

<표 Ⅳ-2> 한미 증권형 크라우드펀딩 규제 비교

구분		미국	한국
발행인 관련 규제	발행인의 범위	업력제한없음 비상장기업 등 (상세한 비적격 발행인 규정 존재)	업력 7년 이하의 비상장기업 등
	연간발행한도	1백만달러 (타유형발행 불합산)	7억원 (타유형발행 합산)
	발행가능증권	제한없음	지분・채무・투자계약증권 (미국과 사실상 유사)
	발행가규제	없음	없음
	모집단계의 공시정보량	많음	상대적으로 적음
	계속공시 예외사항	있음	상대적으로 적음
	광고규제 정도	약함	매우 강함
	판촉인보상규제	있음	없음
투자자 관련 규제	연간투자한도	10만달러* 미만: 2천달러 10만달러* 이상: 최대 10만달러	총한도: 5백만원 발행인별: 2백만원 고소득자: 2천만원 전문투자자: 한도없음
	전매제한	있음	있음(예외에 차이 존재)
	청약철회권제한	있음	없음
중개기관 관련 규제	재무적이익규제	있음	없음
	이용거절의무	있음	없음
	교육자료 제공의무	있음	없음
	대화채널규제	있음	없음
	거래 조기종료 절차규제 유무	있음	없음
	중개기관 면책행위규정	있음	없음
	중개기관 손해배상책임	있음	없음

주: 미국의 연간투자한도 10만달러는 투자자의 순자산 또는 연소득을 의미

Ⅴ. 요약 및 시사점

V. 요약 및 시사점

크라우드펀딩 규제의 요체는 효율적인 자금조달 방식의 제공을 통한 자금조달 활성화와 투자자보호를 통한 건전한 크라우드펀딩 시장의 형성이다. 한미 크라우드펀딩 규제의 면면은 자금조달활성화와 투자자보호라는 두 가지 상충하는 법익의 균형을 맞추기 위한 노력의 결실이라고 요약할 수 있다.

Reg CF는 2012년 4월 5일 CROWDFUND법이 제정된 후 3년 6개월여 만에 완성되었다. 2012년 4월 CROWDFUND법 제정 이후 SEC는 2013년 10월 23일 Reg CF안을 공간하고 의견청취를 시작하였고, 그로부터 2년여 이후인 2015년 10월 30일 최종적으로 Reg CF를 채택하였다. 그 기간 동안 480개가 넘는 의견서가 제출되었고,[222] SEC는 이러한 다양한 의견을 청취하고 분석한 결과물로서 Reg CF를 제정하였다. 이에 따라 Reg CF에서는 보다 세밀하고 완성도 높은 규제가 담길 수 있었고, 투자자보호와 자금조달 활성화의 균형점을 찾은 크라우드펀딩 규제 체계를 갖추었다.[223]

자본시장법상 크라우드펀딩 규제체계 또한 2013년 6월 자본시장법 개정안이 국회에 상정되면서부터 비교적 일찍 본격적인 논의와 제도적 기반을 갖추기 위한 노력이 이루어졌다. 그러나 여러 가지 이유로 인해 개정안의 채택이 미루어졌고, 2015년 7월에서야 자본시장법이 채택되었다. 그 때부터 본격적인 자본시장법 시행령 등의 하위법규 정비 작업이 시작되었다. 자본시장법상 크라우드펀딩 규제의 상당 부분이 시행령에

---

222) White(2015).

223) 물론, 미국의 증권형 크라우드펀딩 규제가 균형 잡힌 규제인가에 대해서는 필자에 따라 반대의 의견도 있을 수 있다. 실제 미국에서도 규제강도가 강하다는 의견도 많다.

위임되어 있다는 점을 미루어 볼 때, 어쩌면 완성도 높은 시행령을 만들 수 있었던 시간이 많이 부족했다고 판단된다. 그럼에도 불구하고 자본시장법과 동법 시행령 등에는 기존의 자본시장 발행규제의 틀 내에서 자금조달 활성화와 투자자보호 법익의 균형을 맞추기 위해 고민한 흔적이 많다. 전문투자자가 취득한 금액은 연간발행한도에서 제외시키는 부분이나, 업력이 7년 이상인 발행인에 대해서도 크라우드펀딩이 허용되는 범위를 넓힌 부분, 투자한도가 없는 전문투자자층을 대폭 넓힌 부분 등은 자금조달 활성화를 위해 많은 고민을 했던 것으로 판단된다.

하지만, Reg CF에서 규정하는 정치한 규제체계에 비하면 부족한 부분이 많은 것이 사실이다. 특히 투자자보호를 위해 공시가 필요한 내용의 범위 측면이나, 절차적 보호측면에서는 아쉬움이 남는다. 2016년 1월 25일 한국판 증권형 크라우드펀딩 시장이 개시된 이후, 시장 상황을 지켜보며 보완해 나가야 할 것이다. 그 전에 모범규준이나 업무방법서 또는 온라인소액투자중개업자의 내부 업무규정 등에서 필요한 조치를 취함으로써 입법적인 불비나 규제적 측면의 흠결을 보완하는 작업도 병행되어야 할 것이다.

아울러, 미국과 달리 우리나라는 사모시장 규제가 까다롭고, 소액공모 또한 제한적인 상황에서 증권형 크라우드펀딩을 보완할 수 있는 사모 자본시장 측면의 규제체계 정비도 뒤따라야 할 것이다.[224] 그리고 크라우드펀딩 시장의 성공 여부에 따라 기존의 자본시장 규제가 적절한

224) 사모 자본시장의 의의와 생태계 현황, 규제체계 및 그 개선방향에 대한 서론적 문헌으로는, 신인석(2015), 박용린(2015) 및 천창민(2015b)을 참조. 동 문헌은 2015년 9월 24일 자본시장연구원 18주년 개원기념 컨퍼런스에서 "사모 자본시장의 부상과 시사점"이라는 대주제 아래 발표된 것들이다. 참고로, 동 문헌에서는 '사모' 자본시장이라는 용어를 사용하고 있으나, 법적인 측면에서는 '사적' 자본시장으로 칭하는 것이 보다 바람직하다고 본다. 동 용어는 소액공모, 크라우드펀딩을 포함하는 개념이기 때문이다.

것인지 원점에서 다시 한 번 고민하는 것도 필요할 것이다. 이런 점에서 크라우드펀딩 규제는 자본시장 규제완화의 '실험적' 시도이자 현행 규제의 적절성 여부에 관한 시금석의 하나로 평가될 수 있을 것이다.

참 고 문 헌

참 고 문 헌

<국내문헌>

김정주・김애진, 2014,『비투자형 크라우드펀딩 법제화의 쟁점과 입법적 개선과제』, 국회입법조사처 현안보고서 Vol. 239.

박용린, 2015, 국내 사모 자본시장 생태계 현황과 발전방향, 자본시장연구원 18주년 개원기념 컴퍼런스 자료집.

서병호・이순호, 2015,『P2P 대출중개에 관한 제도적 개선방안』, 금융연구원 연구용역보고서.

성희활, 2013, 지분투자형 크라우드펀딩(Crowdfunding)의 규제체계 수립에 대한 연구, 증권법연구 제14권 제2호.

성희활, 2014, 지분투자형 크라우드펀딩 규제에 대한 비교법적 검토, 일감법학 제29호.

신인석, 2015, 세계 자본시장의 구조 변화: 사모 자본시장의 부상, 자본시장연구원 18주년 개원기념 컴퍼런스 자료집.

신혜성, 정지훈 외 13인, 2014,『세상을 바꾸는 작은 돈의 힘 크라우드펀딩』, 에딧더월드/MYSC.

원동욱, 2014, 크라우드펀딩 도입방안에 대한 법적 검토, 금융법연구 제11권 제1호.

윤민섭, 2014, 비금융형 크라우드펀딩의 법적 제문제와 개선방안, 저스티스 제142호.

윤민섭, 2015, 투자형 크라우드펀딩 도입방식에 관한 비판적 검토, 법학연구 제23권 제4호.

천창민, 2013,『증권형 크라우드펀딩 제도의 구축방향과 과제』, 자본시장연구원 정책보고서 13-01.

천창민, 2015a, 창조기업 자금조달 활성화 방안: 크라우드펀딩도입 이후의 과제, 자본시장연구원 자본시장리뷰 2015년 가을호.

천창민, 2015b, 국내 사모 자본시장 규제 현황과 개선과제, 자본시장연구원 18주년 개원기념 컴퍼런스 자료집.

최정환, 2014, 크라우드펀딩(crowdfunding)의 규제방안에 대한 연구, 고려대학교 석사학위논문.

<해외문헌>

Bauguess, S., B., Rachita, G., Vladimir, I., 2015, Capital Raising in the U.S.: An Analysis of the Market for Unregistered Securities Offerings, 2009-2014, October 2015, <https://www.sec.gov/dera/staff-papers/white-papers/unregistered-offering10-2015.pdf>.

Bradford, C. S., 2012a, Crowdfunding and the Federal Securities Laws, *Columbia Business Law Review*, Vol. 2012, No. 1:1.

Bradford, C. S., 2012b, The New Federal Crowdfunding Exemption: Promise Unfulfulled, *Securities Regulation Law Journal*, Vol. 40:3 2012.

Hazen, T. L., 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.

Massloution, 2013, 2013CF the Crowdfunding Industry Report, Massolution.Com.

Massloution, 2015, 2015CF the Crowdfunding Industry Report, Massolution.Com.

Schwartz, A. A., 2013, Keep It Right, Chairman White: SEC Rulemaking Under the CROWDFUND Act, 66 *Vanderbilt Law Review* 43.

Securities Exchange Commission, 2015, *Crowdfunding; Final Regulation*, 80 FR 71387.

Securities Exchange Commission, 2013, *Crowdfunding; Proposed Rule*, 78 FR 66427.

White, M. J., 2015, Statement at Open Meeting on Regulation Crowdfunding and on Securities Act Rules 147 and 504, Oct. 30, 2015, <http://www.sec.gov/news/statement/white-regulation-crowdfunding-147-504.html>.

Whitbeck, J. B., 2012, The JOBS Act of 2012: The Struggle between Capital Formation and Investor Protections, <http://ssrn.com/abstract=2149744>.

<웹사이트>

굿펀딩 www.goodfunding.net

금융위원회 www.fsc.go.kr

머니옥션	www.moneyauction.co.kr
오마이컴퍼니	www.ohmycompany.co.kr
오퍼튠	www.opportune.co.kr
오픈트레이드	www.opentrade.co.kr
와디즈	www.wadiz.kr
위제너레이션	www.wegen.co.kr
텀블벅	www.tumblbug.com
팝펀딩	www.popfunding.co
8퍼센트	www.8percent.kr
Crowdcube	www.crowdcube.com
FINRA	www.finra.org
Kickstarter	www.kickstarter.com
Kiva	www.kiva.org
Lendingclub	www.lendingclub.com
Massolution	www.massolution.com
SEC	www.sec.gov
Zopa	uk.zopa.com

<연구총서 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
15-05	위안화 국제화 가능성 분석 및 국제금융질서 변화에 관한 연구	이승호, 김한수, 현석, 주현수, 강현주	15.12
15-04	단기자금시장 구조개편에 대한 평가와 정책과제	백인석, 주현수, 황세운, 서현덕	15.10
15-03	주식시장의 구조적 변화: 거래회전율 감소의 원인 분석	강소현, 김준석, 양진영	15.05
15-02	글로벌 금융규제 흐름과 우리나라 금융규제개혁의 바람직한 방향	신보성, 권재현, 김종민, 이효섭, 천창민	15.05
15-01	한국파생상품시장의 현황진단과 발전방향	남길남, 이효섭, 천창민	15.04

<연구보고서 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
15-02	DB형 퇴직연금과 DC형 퇴직연금의 비교 - 투자위험을 중심으로 -	홍원구	15.03
15-01	비과세 종합저축투자계좌 도입에 관한 연구	홍원구, 천창민, 김재칠	15.03
14-08	가계의 주식 및 펀드시장 참여에 대한 연구	김재칠, 남재우, 장지혜	14.12
14-07	우리나라 외환스왑시장의 불균형 및 환율과의 관계에 관한 연구	이승호	14.12
14-06	선진국의 비전통적 통화정책과 출구전략 분석	강현주, 서현덕, 주현수	14.12
14-05	주식과세제도의 개선방향에 관한 연구	김갑래, 김준석, 황세운	14.07
14-04	그레인저 인과관계 네트워크를 이용한 금융기관간 상호연계성 추정	서현덕	14.05
14-03	금융산업의 특성을 고려한 담합의 판단기준에 대한 연구	이성복, 이승진	14.03
14-02	파생상품 불공정거래 규제 체계의 개선방향	정윤모, 이효섭	14.03
14-01	기관투자자가 자본시장 발전에 미치는 영향 및 정책과제	신보성, 김준석	14.02
13-05	국내 증권산업의 환경변화와 대응방안-2020 증권산업 비전과 전망	박용린, 이석훈, 장정모, 최순영	13.12
13-04	연금사회와 자산운용산업의 미래-2020 자산운용산업 비전과 전망	송홍선, 김재칠, 김종민 남재우, 홍원구	13.12
13-03	인구고령화와 우리나라의 자본시장 II : 퇴직연금과 자본시장 성장의 선순환	김재칠, 홍원구	13.12
13-02	글로벌 유동성과 국제자본이동과의 관계에 관한 연구	강현주, 이승호	13.12
13-01	통화 국제화의 결정요인에 관한 연구: 원화 국제화의 가능성에 관한 시사점	현석, 이상헌	13.02
12-05	글로벌 거래소 변화양상과 시사점	이인형, 강소현, 김준석	12.12
12-04	탄소금융의 국제동향 분석과 발전방안에 대한 연구	노희진, 김규림	12.12
12-03	국내 주식형펀드의 투자효율성과 규모효과에 대한 연구	김종민, 송홍선	12.11
12-02	국내 애널리스트 이직에 관한 연구	김종민, 이석훈	12.11
12-01	주가지수파생상품 만기일 효과에 관한 연구	남길남, 이효섭	12.06
11-03	아시아 통화와 아시아 국경간(cross-border) 채권시장의 발전방안에 관한 연구	현석, 이상헌	11.07
11-02	한국 외화자금시장 유동성 위기의 특징과 외환시장에의 영향 분석	이인형, 이윤재	11.02
11-01	금융투자업의 시장구조에 대한 분석 및 시사점	신보성, 이석훈, 이성훈, 장정모	11.01
10-05	국내 IPO 시장의 경쟁도 분석	이석훈, 박신애	10.12
10-04	선물환 수요 불균형 해소방안에 관한 연구	이성훈, 김형욱, 윤종문	10.11
10-03	국내 자산운용시장 경쟁구조에 대한 연구: 판매시장의 가격규율을 중심으로	김재칠, 박진모	10.07
10-02	학자금대출시장 분석 및 유동화 활성화 방안	김필규, 박연우, 이현진	10.06
10-01	증권발행가격 규제의 문제점과 제도개선 연구	장욱, 전상경	10.06
09-02	금융투자회사의 자기자본 규제 연구	권세훈, 송홍선, 정윤모, 한상범	09.04
09-01	국내 전자증권제도의 효율적 도입방안에 관한 연구	김필규, 이석훈, 황세운 김용재, 조인호	09.03
08-05	증권산업의 경쟁도 변화에 대한 분석 및 시사점	신보성, 이석훈, 이진호, 박신애	08.11

<연구보고서 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
08-04	모기지의 조기상환 모형에 근거한 MBS 가격결정에 관한 연구	박연우, 김필규, 이현진, 정재선	08.07
08-03	헤지펀드의 국내 허용 방안	노희진, 김규림	08.03
08-02	세계 신용파생상품시장의 혁신과 시사점	남길남, 이석형, 주윤신	08.03
08-01	KRX 가격제한폭제도의 유효성에 관한 연구	엄경식, 강형철, 이윤재	08.03
07-03	기업집단 지배-소유 괴리 측정에 관한 연구: 임계지배권 방법을 중심으로	강형철, 빈기범, 조성훈, 윤정선	07.12
07-02	프로그램 매매가 변동성에 미치는 효과에 대한 연구	한상범, 이윤재	07.07
07-01	미국주식시장의 재개편: Regulation NMS의 도입 및 시사점	엄경식, 장병훈	07.03
06-08	증권회사의 자기자본 규제 개선에 관한 연구	권세훈, 한상범, 김현숙, 박희선	06.12
06-07	장외파생상품 자동거래시스템에 관한 연구	진익, 한지연	06.12
06-06	기업 현금성 자산 보유와 기업 가치에 대한 연구	빈기범, 서은숙, 송민규	06.11
06-05	"U.S. 달러표시 주식부문" 도입을 통한 한국자본시장 국제화의 타당성 검토	엄경식, 김영식, 정순섭	06.11
06-04	증권회사의 과당매매 규제에 관한 법적 연구	정윤모, 박기령	06.11
06-03	인구 고령화와 우리나라의 자본시장 I: 가계의 주식보유에 미치는 영향을 중심으로	김재칠, 고광수, 김근수, 박진모, 박창욱	06.07
06-02	증권산업의 인적자본 축적에 대한 분석 및 시사점	신보성, 최강식	06.05
06-01	국내 주식시장의 버블 가능성 평가	김재칠, 빈기범, 송민규	06.04
05-05	유동성 증대를 위한 효율적 주식거래 메커니즘 연구	엄경식, 선정훈, 한상범, 강대일	05.12
05-04	우리나라 자본시장과 은행의 균형 발전 필요성	신보성, 빈기범, 박상용	05.11
05-03	기관투자자와 주식시장의 안정성에 관한 연구: OECD 국가를 대상으로	고광수, 박창욱	05.06
05-02	가계의 주식보유 비중 결정 요인에 대한 연구	김재칠	05.03
05-01	한국・일본・중국의 기관투자자 비교 연구	고광수, 김근수	05.02
04-09	우리나라 자본시장 규제의 선진화 방향	신보성, 박경서	04.12
04-08	한국주식시장의 투명성 연구: 외국계 증권회사 대량매매 정보공개 효과 분석	선정훈, 한상범, 강대일, 이윤재	04.12
04-07	수시공시제도의 개선방향 -포괄주의 방식의 도입 검토-	정윤모, 이주혜, 박기령	04.12
04-06	대량매매(Block Trade) 체결 메커니즘의 효율화에 관한 연구	선정훈, 한상범	04.11
04-05	증권산업 종사자의 자격 및 제한적 매매에 관한 연구	노희진, 주윤신	04.10
04-04	공적 연금의 지배구조에 관한 연구: 국민연금을 중심으로	조성훈, 고광수, 박창욱	04.09
04-03	공적 연기금의 투자 정책에 관한 연구	고광수, 김근수, 박창욱	04.09
04-02	투자자교육의 체계적 정립과 투자자보호	김근수	04.06
04-01	채권 스트립에 관한 연구	오승현, 유윤주	04.03
03-09	코스닥시장의 위상 재정립과 효율화 방안에 관한 연구	한상범, 엄경식, 강대일, 윤지아	03.12
03-08	증권산업에서의 이해상충에 관한 연구 II: 주식발행업무	정윤모, 조성훈, 한상범 박현수, 이종은, 강대일	03.11

<조사보고서 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
15-08	미국의 증권형 크라우드펀딩 규제와 시사점	천창민	15.12
15-07	금융중개의 발전과 사모펀드의 역할	송홍선	15.09
15-06	아시아자율규제기구(Asian SRO) 설립 논의와 시사점	현석, 황세운	15.07
15-05	미국 증권회사의 특화・전문화 전략: 부티크IB 사례 중심으로	최순영	15.05
15-04	금융투자상품 불완전판매 규제 현황 및 시사점	정윤모, 이효섭	15.03
15-03	영국의 금융 영업행위 규제 및 감독 체계 변화와 시사점	이성복, 이승진	15.03
15-02	미국의 비공개주식 유통플랫폼 현황과 시사점	남재우, 박용린, 천창민	15.01
15-01	해외 정부 벤처캐피탈의 현황 및 시사점	박용린, 김종민	15.01
14-03	배출권 시장 안정화 정책의 분석 -중앙은행 모델을 중심으로-	유종민	14.07
14-02	주식시장 분할에 따른 시장구조 변화와 감독 및 규제체계 시사점	이인형, 강소현, 양진영	14.03
14-01	주요국 국채시장의 제도적 특성과 시사점	김필규, 백인석, 황세운	14.03
13-07	ETN 시장의 특징과 시사점	남길남	13.12
13-05	영국의 사회적 투자시장 육성정책의 시사점	김갑래, 박수연	13.12
13-04	맥쿼리 그룹의 성장사례 및 한국 증권회사에 주는 시사점	최순영	13.11
13-03	녹색기후기금(GCF)의 특성과 향후 정책방안	노희진, 김규림	13.11
13-02	아시아 주요국의 펀드산업 현황 조사	송홍선, 남재우, 홍원구 공경신, 태희, 장지혜	13.09
13-01	자산운용업의 경영현황 분석과 자생력 확보 방향	김재칠, 장지혜	13.08
12-05	글로벌 금융위기 이후 자기자본 규제의 국제적인 변화	송홍선, 장정모, 한상범	12.12
12-04	이슬람금융의 현황과 시사점	김한수, 김보영	12.12
12-03	해외 선진 PEF의 운영현황과 시사점 -바이아웃(buyout)을 중심으로-	박용린, 천창민, 안유미	12.12
12-02	자본시장법과 외국환거래법의 비교 및 정합성 제고를 위한 과제	이승호, 이종덕	12.12
12-01	글로벌 국부펀드 현황 및 시사점	이승호, 김한수, 최순영	12.06
11-02	EU 금융서비스 통합 실행계획(FSAP)의 구조와 체계	이용우	11.12
11-01	신금융투자상품의 구조와 활용	박철호, 김형욱, 박연우, 빈기범	11.06
10-05	미국의 장외파생상품 규제: 도드-프랭크법을 중심으로	남길남	10.12
10-04	거래소 인수・합병: 동향과 사례	김준석, 장욱, 장병훈, 한지연	10.12
10-03	배당 재투자 계획(DRIP)에 관한 연구	권세훈, 박희선	10.09
10-02	FX마진거래제도 개선방안	박철호	10.07
10-01	녹색금융의 발전방향과 추진전략	노희진	10.06
09-02	펀드 규율체계의 바람직한 통합 방향	김재칠, 빈기범, 박진모, 김란영	09.08
09-01	신흥시장국 주식시장의 구조와 현황 분석(I): 중남미 주식시장	김준석, 이윤재, 장병훈, 한지연	09.07

<정책보고서 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
13-01	증권형 크라우드펀딩 제도의 구축방향과 과제	천창민	13.06
11-02	중국 주식시장 특성과 외국기업의 활용방안	안유화, 김은화	11.12
11-01	금융위기 이후 주요도시의 국제금융중심지 전략 변화 및 시사점	김한수, 김보영, 정은경	11.11

<이슈 & 정책 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
14-01	IPO 공모주 주가 변화에 대한 분석 및 시사점	이석훈	14.01
13-10	국내 상장기업 배당정책: 평가와 시사점	강소현, 김준석, 양진영	13.12
13-09	아시아 펀드패스포트(ARFP)에 대한 논의와 시사점	김종민	13.12
13-08	해외의 소액투자지원제도와 시사점	천창민, 이현정	13.11
13-07	이스라엘의 요즈마펀드에 대한 고찰 및 시사점	이성복	13.11
13-06	한국 채권시장의 변동성: 평가와 시사점	백인석, 황세운	13.10
13-05	한국 외환시장의 변동성: 원인과 대응	이승호	13.08
13-04	한국 주식시장 변동성: 평가와 시사점	김준석, 백인석	13.06
13-03	자본시장 관점에서 본 국민연금 주요이슈와 정책방안	남재우	13.03
13-02	한국 ELS/DLS 시장의 건전한 성장을 위한 방안	이효섭, 김지태	13.03
13-01	유럽의 금융거래세 도입논의와 한국에의 시사점	김준석, 황세운	13.03
12-08	캐나다 개인연금의 현황과 시사점	홍원구	12.11
12-07	기관투자자의 헤지펀드 활용 전략	남재우	12.11
12-06	주요국의 불공정거래 조사 및 제재의 분석과 시사점	정윤모, 이승진	12.11
12-05	위안화의 역외 사용 확대와 한국의 대응	안유화	12.11
12-04	사회성과연계채권(SIB) 활용방안: 자본시장을 통한 사회문제의 해결	김갑래	12.07
12-03	국채 CDS프리미엄의 결정요인 분석 및 시사점	조성원	12.06
12-02	영국 Vickers 보고서를 통해 본 울타리은행제도의 개요와 시사점	이용우	12.06
12-01	주요국 커버드본드시장 분석과 국내 도입 방안	김필규, 이현진	12.05
11-08	유로존위기의 현황과 향후 전망	이용우	11.12
11-07	세계 M&A 시장 전망과 시사점	박용린, 안유미	11.11
11-06	한국형 헤지펀드의 미래와 영향	김재칠, 김종민	11.11
11-05	DMA 개요와 국내외 현황	이인형, 표영선	11.10
11-04	통화안정증권 관련 주요 이슈와 정책과제	조성원	11.07
11-03	고령화 시대 장수채권 도입 방안	권세훈, 장정모	11.04
11-02	글로벌 자산운용시장의 변화와 국내 자산운용업계의 대응	김재칠, 장지혜	11.04
11-01	주요국 자산운용시장 발전모델 검토 및 시사점	김재칠, 윤종문, 태희	11.03
10-02	금융투자회사의 자산관리서비스 발전 과제	송홍선	10.09
10-01	조건부 자본의 사례 및 활용전략 – 역전환채권 구조를 중심으로 –	권세훈, 장정모	10.07
09-06	국가채무 수준의 국제비교와 정책적 시사점	조성원	09.12
09-05	자본시장을 활용한 원금보장형 우리사주제도의 도입 방안	송홍선, 공경신	09.12

<이슈 & 정책 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
09-04	주식공매도에 관한 주요 이슈 평가 및 정책적 시사점	김준석, 빈기범	09.09
09-03	외환시장과 외화자금시장의 구분 및 KRX 통화시장 역할의 중요성	빈기범, 강원철	09.08
09-02	스왑시장, 채권시장 및 외환시장의 연계성 분석 - IRS와 CRS를 중심으로 -	박연우, 박태준	09.06
09-01	한국 증시의 MSCI 선진시장 지수 편입에 관한 주요 이슈 분석	빈기범, Jaemin Kim, Sean Sehyun Yoo	09.06
08-03	금융투자지주회사 제도 도입 방안	신보성, 송홍선	08.11
08-02	금융허브경쟁력 제고방안 및 시사점	강형철, 김민석, 김한수, 송민규	08.08
08-01	금융투자업 겸영 확대에 따른 이해상충문제의 최소화 방안	김필규, 박연우, 김동철	08.06
07-04	서브프라임 사태의 금융시장 파급경로 분석 및 정책적 시사점	김민석, 빈기범	07.12
07-03	해외 부문 충격이 한국 주식시장의 수익률 및 변동성에 미치는 영향	빈기범, 강원철	07.12
07-02	미국 자본시장규제위원회(CCMR) 중간보고서 주요 내용 및 시사점	조성훈, 이종은, 심수연	07.05
07-01	ELS 시장 경쟁도 분석 및 진입규제에 관한 시사점	진익, 김형남, 한지연	07.05
06-02	자본시장통합법과 우리나라 자본시장 및 금융투자업 발전을 위한 과제	강형철, 조성훈	06.11
06-01	증권산업 지급결제서비스의 발전방향 : 자본시장통합법 제정과 관련하여	서은숙, 송민규, 윤지아, 김미혜	06.05
05-02	외국인 주주가 배당 및 투자 의사결정에 미치는 영향 분석	빈기범, 조성훈	05.08
05-01	출자회사 할인과 경영권 분쟁	빈기범	05.03
04-02	외국인 주식보유비중의 증대를 둘러싼 논의에 대한 검토	김재칠, 빈기범, 신보성 오승현, 조성훈	04.06
04-01	퇴직연금과 금융기관의 역할	고광수	04.03
03-01	주가연계증권(ELS) 현황분석과 활성화 방안	김형태, 선정훈	03.05
02-02	펀드형 금융 신상품 연구: ETFs, HOLDRs, PIPs	고광수, 박기홍	02.09
02-01	채권시장 투명성 강화 방안	오승현	02.06
01-08	매매거래 비활발종목에 대한 유동성 제고방안	엄경식, 윤지아	01.12
01-07	구조설계채권(structured bond) 활성화를 위한 제도개선 방안	김형태	01.10
01-06	우리나라 수시공시제도의 개선방안 -KOSDAQ시장을 중심으로-	김문현, 정윤모, 김란영, 박현주	01.08
01-05	제3시장의 개선방안	최원근, 오경희	01.07
01-04	세계의 주식시장, 그 변화의 물결	엄경식, 성윤중	01.07
01-03	자본시장을 통한 공기업 민영화 정책방향	조성훈	01.07
01-02	신용평가제도의 바람직한 방향	오승현	01.04
01-01	2001년 자본시장 발전방향	노희진, 오혜진	01.02
00-04	투신산업 신뢰성 회복을 위한 제도 검토 및 시사점	노희진, 오혜진	00.10
00-03	디지털경제와 주식시장	김근수, 강창윤	00.10
00-02	M&A시장의 활성화 방안	김형태, 노희진	00.09

<Working Report 안내>

발간번호	제 목	연구회 / 저자	발간년월
14-01	VCPE 시장의 과제와 전망	VCPE 연구회	14.02
13-02	지속가능성과 형평성 제고	사회적금융연구회	13.12
13-01	임팩트 투자(Impact Investment)의 성과와 과제	녹색금융연구회	13.05
12-01	탄소펀드의 미래투자 전략	녹색금융연구회	12.11
11-01	중국의 녹색성장과 녹색금융・재정정책	녹색금융연구회	11.07
10-02	에너지・환경 헤지펀드	녹색금융연구회	10.10
10-01	기후변화와 탄소금융	사회책임투자연구회	10.06
09-02	해외 탄소배출권시장 동향 및 국내 육성 방향	사회책임투자연구회	09.11
09-01	기업의 사회적 책임과 녹색금융	사회책임투자연구회	09.04
08-04	기업의 사회적 책임에 관한 고찰 (1)	사회책임투자연구회	08.09
08-03	헤지펀드 투자전략 연구 (2)	사회책임투자연구회	08.08
08-02	헤지펀드 투자전략 연구 (1)	사회책임투자연구회	08.08
08-01	사회책임투자를 위한 기업 정보공개	사회책임투자연구회	08.01
07-07	금융신상품 활용사례 및 시사점	파생상품연구회 Financial Engineering 분과	07.11
07-06	헤지펀드 활용사례 및 시사점	파생상품연구회 Hedge Fund and AI 분과	07.11
07-05	M&A 시장의 과제와 전망 (2)	M&A 연구회	07.10
07-04	M&A 시장의 과제와 전망 (1)	M&A 연구회	07.06
07-03	간접투자상품 운용성과 공시기준에 관한 연구	M&A 연구회	07.05
07-02	사회책임투자의 해외제도 검토 및 국내 발전방향	사회책임투자연구회	07.04
07-01	증권산업의 새로운 자금이체경로에 관한 논의: 자본시장통합법 제정과 관련하여	송민규, 서은숙	07.04
06-02	사회책임투자의 원칙과 적용	사회책임투자연구회	06.10
06-01	사회책임투자 개념 및 국제 동향	사회책임투자연구회	06.04

<오피니언 시리즈 안내>

발간번호	제 목	발간년월
07	금융투자산업과 펀드 · 연기금 발전 방향	13.04
06	한국 경제와 자본시장의 역할	13.04
05	새로운 금융질서 하의 한국 자본시장의 발전	11.09
04	글로벌 금융시장의 새로운 질서와 한국의 대응	10.10
03	선진 자본시장 모색을 위한 제언	09.11
02	금융위기 이후 국내외 금융시장의 변화 모습	09.11
01	글로벌 금융위기와 자본시장	09.01

조사보고서 15-08

미국의 증권형 크라우드펀딩 규제와 시사점

인 쇄 2016년 01월 11일
발 행 2016년 01월 15일
저 자 천창민
편집인 신인석
발행처 자본시장연구원
주 소 서울시 영등포구 의사당대로 143
전 화 3771-0600
팩 스 786-7570
인쇄소 비디아이

ISBN 978-89-6089-136-4-93320

www.kcmi.re.kr

KCMI

자본시장연구원
Korea Capital Market Institute
서울시 영등포구 의사당대로 143
T 02.3771.0600 www.kcmi.re.kr

값 10,000원
93320
9 788960 891364
ISBN 978-89-6089-136-4