▣ 논 단

SPAC과 투자자보호

김 정 연
이화여자대학교 법학전문대학원

요 약 문

SPAC은 비상장기업에게 증권시장 진출의 기회를 보장하는 자금조달 수단이 되었고, 일반투자자들에게는 비상장기업 발굴에 참여할 기회를 원금 회수라는 옵션과 함께 제공하는 유익한 투자수단으로 인기를 얻어왔다. 특히 최근 미국에서는 SPAC 투자 붐에 이어 일반투자자들이 막대한 손해를 입게 되면서 일련의 제재/소송 사건들이 생겨나고 있다. SPAC은 스폰서들이 적은 돈을 투자하여 막대한 차익과 숨겨진 수수료를 착취하면서도 가치 파괴적 합병을 강행하여 투자자들에게 손해를 입히는 금융기법이라는 비난에 처하게 된 것이다. 이에 미국에서는 증권거래위원회 주도로 SPAC에 투자한 일반투자자들을 보호하기 위하여 규제를 강화하고 제재를 활성화하하기 위한 방안을 적극적으로 추진 중이다.

한국에서는 2009년 미국식 SPAC을 모방한 한국식 기업인수목적회사가 도입되어 전통적 IPO에 대한 대안으로 꾸준한 인기를 얻고 있다. 한국의 기업인수목적회사는 첫째, 규제적 측면에서 법령에 의해서 그 요건이 규율되고, 공시내용도 감독당국에 의해서 엄격하게 통제를 받는다는 점, 둘째, 감독이 가능한 증권회사가 상당한 지분을 투자하고 거래 전체를 주도함으로써 일반투자자들과 스폰서간의 이익충돌이 미국만큼 극적이지 않다는 점을 특징으로 한다. 그런 연유로 SPAC은 기한 내 합병에 실패하거나 투자자들이 제시된 합병에 반대한다면 원리금을 보장받을 수 있는 안전한 투자수단으로 인식되어 왔고, 주목할 만한 분쟁/제재사례도 없었다. 그러나 한국식 기업인수목적회사가 도입되고 지금까지 합병비율의 산정 자율화, 기업결합방식의 확대 등 SPAC의 자율성을 늘리는 방향의 법령 개정만이 일어났을 뿐, 투자자 보호 제고를 위한 별다른 논의가 이루어진 바는 없다. 한국에서도 SPAC 거래를 주도하는 증권회사가 자신이 이해관계를 위하여 투자자에게 불리한 합병대상선정, 합병비율산정 등에 나설 유인이 없다고 단언하기는 어렵고, 그 경우 자본시장법의 해석상 책임소재가 불명확해 질 수 있다. 현재 미국에서의 SPAC 제도 개선을 위한 논의에 주목하여 한국 SPAC의 투자자 보호의 공백을 메울 수 있도록 점검할 필요가 있을 것이다.

주제어 : SPAC, 기업인수목적회사, 증권신고서, 투자자보호, 상장, 합병공시, 이익충돌

〈目 次〉

Ⅰ. 서 론
1. 문제의 제기
2. 논문의 구성
Ⅱ. SPAC 구조와 거래참여자들의 이익충돌
1. 미국의 SPAC
2. 한국의 기업인수목적회사
Ⅲ. SPAC의 투자자 보호 관련 법적 쟁점
1. 합병시 SPAC 경영진의 의무와 책임
2. SPAC의 합병관련 공시의무 : 정보의 정확성 보장 및 예측정보의 면책
3. IPO시 인수인의 합병공시 관련 손해배상 책임
Ⅳ. 제도적 개선방안
1. 미국 증권거래위원회의 SPAC 규제 개정 방안
2. 국내법상 함의
Ⅴ. 결 론

Ⅰ. 서 론

1. 문제의 제기

SPAC(Special Purposes Acquisition Company, 이하 "SPAC"이라 하고, 필요한 경우에는 '기업인수목적회사'로 칭한다.)은 소수의 발기인들(promoter)이 일종의 페이퍼 컴퍼니(paper company)를 설립하여 최초기업공개(Initial Public Offering, 이하 "IPO"라 한다.)를 진행한 후 일정한 기간 내에 비상장기업을 인수·합병하거나, 인수·합병에 실패할 경우 IPO시 공모한 투자자예치금을 상환하고 청산하는 거래구조 또는 해당 페이퍼 컴퍼니 자체를 의미한다.[1)]

미국 시장에서는 2020-2021년 동안 SPAC 거래가 특히 활성화되었고, 같은 기간 진행된 IPO의 절반가량이 SPAC을 통해서 이루어졌다.[2)] 미국에서 SPAC은 2020년 800억 달러, 2021년에는 1600억 달러의 자금을 조달했는데, 2019년의 136억 달러, 2018년의 108억 달러에 비교하면 최근 활황의 규모와 정도를 짐작할 수 있다.[3)] SPAC은 전통적인 IPO와 비교할 때 거래참여자

1) Securities Exchange Commission, Special Purpose Acquisition Companies, Shell Companies, and Projections, Release Nos.33-11048; 34-94546; IC-34549 (Mar 30, 2022), p.9.
2) Securities Exchange Commssion, 위의 자료 (주 1), p.8.
3) Securities Exchange Commssion, 위의 자료 (주 1), p.8.

들에게 다음과 같은 장점을 제공한다고 인식되었다.4) 첫째, SPAC은 IPO 보다 시간 및 비용 측면에서 경제적이다. SPAC은 설립 후 상장까지, 또 상장 후 합병까지 거래성사의 시간적 제약이 있기 때문에 예측 가능한 단기간에 거래가 완료될 수 있고, 인수인 등에게 지급되는 수수료율도 IPO보다 더 낮기 때문이다. 둘째, SPAC 투자자들은 합병 이후 주가 등락 위험으로부터 안전성을 확보하면서도 M&A 시장에 참여할 기회를 얻을 수 있다. SPAC이 시한 내 합병에 실패하더라도 최초공모시의 예치금액에 이자를 붙여서 환급받을 수 있고, 합병반대시에는 상환권행사가 가능하기 때문이다. 셋째, 스폰서(sponsor)라고 통칭되는 SPAC의 설립자(이하 '설립자' 또는 '스폰서'라 한다.)들은 낮은 가격에 설립 지분을 취득하기 때문에 출자한 금액에 비해서 합병 성사 후 막대한 차익을 누릴 수 있다. 넷째, 합병거래를 조력한 투자은행들은 전통적인 인수인과 달리 1933년 연방증권법(Securities Act of 1933, 이하 "연방증권법"이라 한다.) 상 책임에서 자유로울 수 있다.5)

최근 SPAC 투자에 대한 회의론이 급증하면서 이러한 장점들이 모두 하나의 신화에 불과하다는 비판이 제기되고 있다.6) 2021년 이후 SPAC의 거래구조가 일반투자자들의 이익을 보호하는데 매우 취약하다는 문제점들이 여러 경로를 통하여 지적되었고, 투자자들의 손해배상 소송이 다수 제기되었으며, SPAC의 설립자 및 임직원들에 대한 조사와 제재가 개시되었다.7) 델라웨어주 형평법원에서는 2021년 10건가량의 SPAC 관련 손해배상 소송이 제기되었는데 설립자, 경영진과 일반투자자 간의 이익충돌이 내재된 SPAC 거래구조상 SPAC 경영진이 부담하는 의무와 책임의 내용 및 그 위반 여부가 주로 다투어진다.8) 미국 증권거래위원회(Securities Exchange Commission, 이하 "증권거래위원회"라고 한다.)는 SPAC 설립자 및 그 경영진의 부실공시, 실사의무 위반 등에 대한 제재를 가하는 동시에 SPAC에 대한 공시의무와 인수인 등 거래조력자들의 책임을 강화하는 규정 개정을 제안했으며, 미국 의회에서도 SPAC 규제 강화에 대한 관심이 커지고 있다.9)

---

4) Michael Klausner, Michael Ohlrogge & Emily Ruan, A Sober look at SPACs, Yale 39 Journal on Regulation 228 (2022) [Michael Klausner et al.,], pp.267-269.

5) Tuch, Andrew F. and Seligman, Joel, The Further Erosion of Investor Protection: Expanded Exemptions, SPAC Mergers and Direct Listings (December 15, 2021). Washington University in St. Louis Legal Studies Research Paper No. 22-01-03, p.26. Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=4020460.

6) Coates, John C., SPAC Law and Myths (February 11, 2022). Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=4022809 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4022809.

7) New Yorr Times, Wall Street's New Favorite Deal Trend Has Issues (Feb 10, 2021); Jenny Hochenberg and Justin C. Clarke, SPAC Litigation: Current State and Beyond, The Review of Securities & Commodities Regulation Vol.55, No.4 (Feb 2022), p.1.

8) Hochenberg & Clarke, 앞의 논문 (주 7), p.4.

9) Office of Sen. Elizabeth Warren, The SPAC Hack :How SPACs Tilt the Playing Field and Enrich Wall Street Insiders (May 2022); Usha Rodrigues, Testimony before the Investor Protection, Entrepreneurship, and Capital Markets Subcommittee of the U.S. House Committee on Financial Services "Going Public: SPACs, Direct Listings, Public Offerings, and the Need for Investor Protections (May 2021).

2021년 영국에서는 미국식 SPAC 거래를 허용하는 내용으로 상장규정을 정비하면서 투자자 보호 관련된 우려를 불식시키기 위한 조치를 마련하는 데 주력하였다.[10] 유럽연합 증권시장감독기구(European Securities and Markets Authority)는 2021년 7월 회원국의 금융감독당국을 대상으로 (i) 유럽연합 투자설명서 규정(Prospectus Regulation)[11]에 의거한 SPAC 공시서류 감독에 협력할 것, (ii) SPAC에도 금융상품시장지침(Directive 2014/65/EU, Markets in Financial Instruments II)에 따른 투자자보호 규제를 적용할 것을 촉구하는 취지의 성명서를 발표한 바 있다.[12] 일본에서도 2022년 도입을 목표로 SPAC을 활용한 상장·합병 허용을 추진한 바 있으나, 투자자보호 수단을 강화하기 위한 제도를 보강할 필요성이 제기되고 있는 상황이다.[13]

한국은 2009년 미국 SPAC의 구조를 본딴 '기업인수목적회사' 제도를 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 "자본시장법"이라 한다.) 시행령 개정을 통해 도입하였다(제6조 제4항 제14호).[14] 지난 2010년부터 2022년 2월까지 총 220개의 SPAC이 거래소에 상장되었으며 그 가운데 112개가 비상장기업의 합병·상장에 성공하였다.[15] 한국 시장에서 SPAC은 자금조달 규모나 IPO 건수가 매년 비슷하게 유지되어 왔는데, 2022년 8월 현재 주가 하락, 경기 불황 등의 어려운 경제 여건 하에서 공모주 펀드 등 기관투자자들에게 SPAC의 인기가 꾸준히 이어지고는 있다.[16] 흥미롭게도 '기업인수목적회사'는 미국제도를 모델로 도입되었으나 아직까지 대단한 붐을 경험한 적도 없고, SPAC 투자를 둘러싼 대규모 분쟁/제재 사례가 알려진 바는 없다. 그렇다고 하더라도 한국 시장에서 SPAC의 설립자와 일반투자자간 잠재적 이익충돌로 인한 투자자이익 침해가능성이라는 문제가 완전히 예방되거나 해소된 것은 아니다.[17] 금융감독 당국도 SPAC 투자의 위험성을 경계하는 주의사항을 시장에 전파하는 등 잠재적 분쟁 발생을 염두에 두고 투자자보호 수준을 높이기 위한 방안을 고민 중이다.[18]

---

10) Bobby V. Reddy, Warning the UK on Special Purpose Companies (SPACs) : Ggreat for Wall Street but a nightmare on Main Street, Journal of Law Studies (2022), pp.18-19.
11) Regulation (EU) 2017/1129 of the European Parliament and of the Council of 14 June 2017 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading on a regulated market, and repealing Directive 2003/71/EC (OJ L 168, 30.6.2017, p.12).
12) ESMA, Public Statement, SPACs: Prospectus disclosure and Investor protection considerations (July 15, 2021). https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma32-384-5209_esma_public_statement_spacs.pdf.
13) Reuters, Tokyo bourse chief says SPACs possible in Japan but only with safeguards (2022.1.19.)
14) 박해식, 스팩(SPAC)의 투자자 보호에 대한 평가, 금융브리프 제31권 제13호 (2022), 4쪽.
15) 박해식, 위의 글 (주 14), 10쪽.
16) 인베스트조선, IPO 침체에 … 스팩(SPAC)에 '락업' 걸고, 청약 수수료 내는 기관들 (2022.7.6.).
17) 박해식, 앞의 논문 (주 14), 12쪽.
18) 금융감독원, 스팩(SPAC) 투자자 유의사항 안내 (2021.8.27.).

2. 논문의 구성

가. 선행 연구의 검토

(1) 미국의 연구

미국 시장에서는 SPAC은 2019년 COVID 19 발발 이후 직상장(Direct Listing)과 함께 활성화되었는데, 전통적인 IPO에 대한 대안적 옵션을 투자자들에게 제공한다는 측면에서 언론과 학계의 주목을 받았다.[19] 미국에서 최근 문제가 되고 있는 소위 3세대 SPAC은 2000년대에 등장하였으며, SPAC의 원형이라고 불리는 소위 '백지수표 회사(Blank Check Company)'와는 법적인 구조에 차이가 있다.[20] 최근 미국의 연구들은 SPAC이 야기하는 투자자보호 문제를 다양한 각도에서 조망하고 있다. 일부 학자들은 공시자료를 바탕으로 SPAC의 이사회 구성을 분석함으로써 SPAC에 내재하는 스폰서와 투자자 간 이익충돌을 검증하거나,[21] SPAC 거래의 각 단계별로 소요되는 비용, SPAC의 상장 및 합병 이후 주가 변동에 관한 실증연구를 진행하였다.[22] 증권법적 측면에서는 SPAC의 상장 및 합병 단계에서 투자자들에 대한 충분한 정보가 공시되지 않는다는 점이 강조되고, 합병단계의 부실공시에 대해서는 1933년 연방증권법에 따른 엄격책임을 부담하는 인수인이 부재한다는 점이 부각된다.[23] 회사법적 측면에서는 SPAC의 경영진이 합병대상의 선정, 합병 구조의 설계, 합병비율의 산정, 실사 및 공시 단계에서 스폰서 및 그 이해관계자들의 이익을 우선함으로써 일반투자자들에게 손해를 입힌 경우 신인의무 위반 여부 등이 주요 쟁점이 된다.[24]

---

19) Andrew Tuch & Joel Seligman, 앞의 논문 (주 5), pp.3-4; 직상장에 관한 국내문헌으로는 류지민, 직상장(direct listing)에 관한 미국 증권법상의 논점 상사법연구 제40권 제2호 (2021); 김정연, 직상장(direct listing)과 투자자보호: 미국의 동향과 한국의 법제개선 방향, 기업법연구 제36권 제3호 (2022).

20) Michael Klausner et al., 앞의 논문 (주 4), p.235. note 8; Daniele D'Alvia, The International Financial Regulation of SPACs between legal standardised regulation and standardisation of market practices, Journal of Banking Regulation, vol.21 (2019) pp.4-9; 미국에서 SPAC의 기원에 관한 국내 문헌으로는 이경윤·박권의, 새로운 기업조직으로서의 SPAC에 관한 검토, 서울대학교 금융법센터 BFL 제32호 (2008).

21) Gofman, Michael and Yao, Yuchi, SPACs' Directors Network: Conflicts of Interest, Compensation, and Competition (June 28, 2022). Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=4148668 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4148668.

22) Michael Klausner et al., 앞의 논문 (주 4), pp.246-267.

23) Andrew Tuch & Joel Seligman, 앞의 논문 (주 5), pp.47-55; Spamann, Holger and Guo, Hao, The SPAC Trap: How SPACs Disable Indirect Investor Protection (June 12, 2022). Yale Journal on Regulation, Forthcoming, Harvard Law School John M. Olin Center Discussion Paper No. 1080 (2022), Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=4135558 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4135558, pp.7-8. Rose, Amanda M., SPAC Mergers, IPOs, and the PSLRA's Safe Harbor: Unpacking Claims of Regulatory Arbitrage (May 19, 2021). Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=3945975 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3945975.

24) Hochenberg & Clarke, 앞의 논문 (주 7), p.4.

(2) 한국의 연구

한국에서는 2009년 '기업인수목적회사'의 도입을 계기로 SPAC의 구조 및 설립-상장-합병 단계별 법적인 쟁점에 관한 연구들이 본격적으로 진행되었다.[25] 2019년 이후에는 SPAC 제도가 기대만큼 활성화가 미진한 이유를 분석하고, 비상장 유망기업의 대안적 자본조달 수단으로 SPAC을 활용하기 위한 규제완화 방안을 제시하는 연구들도 나오기 시작했다. 예컨대 SPAC에 적용되는 세제를 유연화해야 한다는 제언이나,[26] SPAC의 상장 후 기업결합 방식을 상법상 합병에 국한하지 말고 다양한 대안을 허용하자는 취지의 제언[27] 등이 이에 해당하며, 실제로 법인세법 및 상장규정의 개정을 통하여 SPAC이 소멸법인이 되는 합병 방식도 허용되기에 이르렀다.[28] 2021년 이후에는 미국에서의 SPAC과 투자자보호 문제와 관련된 법적인 쟁점들을 검토·분석하고 한국 시장에 대한 시사점을 제공하는 연구들도 출간되고 있다.[29]

나. 본 논문의 구성

본 논문은 미국의 선행연구를 토대로 SPAC의 법적 구조가 야기할 수 있는 투자자보호의 문제점 및 이를 예방하기 위한 제도개선 방안들을 검토하는 것을 목표로 한다. 본 논문은 다음과 같은 질문에서 비롯되었다. 다양한 장점을 내세우며 전통적인 IPO의 대안으로까지 평가되던 SPAC이 미국시장에서 순식간에 탐욕의 상징이자 사기의 수단으로 돌변하게 된 이유는 무엇일까. 그리고 그러한 현상이 한국에서는 왜 발생하지 않았는가. 미국에서는 SPAC이 스폰서-일반투자자-투자은행 모두에게 이로운 투자구조라고 알려져 왔으나, 참여자 간 '이익충돌' 문제가 극단적으로 발현되면서 정보와 전문성의 우위에 있는 스폰서 등이 일반투자자를 착취하는 구조라고 인식되기 시작하였다.[30] 반면, 후술하듯이 한국의 법령상으로는 SPAC의 스폰서이자 전체 거래를 조력하는 증권회사(미국의 '설립자' 또는 '스폰서'에 해당)가 상당한 지분을 SPAC에 투자함으로써 참여자 간 이해관계를 일치시키고 있어서 그런지 투자자 손해를 둘러싼 논란은 잠잠한 편이다. 본 논문에서는 이러한 문제의식을 바탕으로 SPAC의 구조적 이익충돌과 투자자보호에 관한 법적인 쟁점들을 검토하고자 한다.

---

25) 이경윤·박권의, 앞의 논문 (주 20); 김범준, 자본시장법상 기업인수목적회사(SPAC)제도의 도입과 법제적 과제, 기업법연구 제24권 제2호 (2010); 신영수, 기업인수목적회사(SPAC)의 설립, 상장, 운영 관련 실무상 제문제, YGBL 제2권 제1호 (2010).
26) 노미리, 기업인수목적회사(SPAC)의 개선과제-세법상 개선과제를 중심으로, 상사판례연구 제33집 제4권 (2020).
27) 성희활. 우회상장 규제의 역사와 현황 및 개선방안, 기업법연구 제34권 제1호 (2020).
28) 한국경제, 한국거래소, 스팩 소멸·비상장사 존속하는 합병 방식 허용 (2021.8.26.); 서울경제 [단독] '스팩 소멸 합병' 1호 시동 … 비스토스, 코스닥 상장예심 청구 (2022.4.12.).
29) 김지안, SPAC 제도의 최근 쟁점과 규제동향, 상사법연구 제 40권 제3호 (2021).
30) IFLR, US shareholder litigation threatens SPAC dilution practice (Feb 3, 2022).

이하 II.에서는 SPAC의 법적 구조와 관련하여 SPAC의 설립자/경영진, SPAC에 참여한 기관투자자 및 소액투자자, SPAC 거래를 조력하는 금융회사 등 각 당사자들이 갖는 인센티브와 이익충돌 문제에 관하여 검토한다. 이하 상술하겠지만 한국에서는 이해관계의 대립이 미국만큼 극적으로 드러나지 않을 뿐이지 현행 법제상으로도 SPAC을 주도하는 금융회사가 자신의 이익을 위해서 일반투자자들을 오도할 가능성은 상존한다. III.에서는 SPAC의 투자자보호와 관련된 증권법·회사법적 쟁점들을 미국의 실제 사례들과 함께 검토한다. 미국 및 한국에서는 SPAC의 투자자예치금 별도보관, 합병시 상환권(한국에서는 주식매수청구권)보장과 같은 보호장치를 두고 있지만 미진한 것으로 평가된다. IV.에서는 SPAC 거래에 참여하는 투자자들의 이익을 보호하기 위한 제도적 개선방안을 검토한다. 미국의 증권거래위원회는 SPAC의 사기 적 행위에 대한 적극적인 집행과 함께 SPAC의 상장 및 합병 단계에서 공시의무를 강화하고 스폰서 및 거래에 관여된 전문가의 증권법상 책임을 강화하기 위한 방안을 발표하였다.[31] 한국의 SPAC은 미국의 SPAC을 모델로 도입되었기 때문에, 미국 SPAC의 투자자보호 관련 분쟁 증가 및 규제 강화 시도는 한국의 SPAC 관련 법리에도 상당한 영향을 줄 수 있다. 본 논문에서는 이러한 방안들을 토대로 한국에서도 투자자보호 수준을 제고하기 위한 규제강화의 필요성을 살펴본다.

Ⅱ. SPAC 구조와 거래참여자들의 이익충돌

1. 미국의 SPAC

가. 역사적 발전 과정 및 SPAC의 주요 특징

미국 SPAC의 역사적 발전단계는 세 단계로 요약될 수 있다. 첫 번째는 백지수표회사(Blank Check Company) 단계이다.[32] 1980년대에는 특정 사업계획/목적이 없거나 불특정 회사와의 합병을 사업계획으로 하면서 주로 5달러 미만의 투기적 저가주인 '페니 스톡(Penny Stock)'을 발행하는 백지수표회사가 횡행하였다. 백지수표회사의 페니스톡이 거래되는 시장은 규제대상도 아니었고 발행회사 경영진 및 투자중개업자들에 의한 사기 및 주가조작이 난무하였다.[33]

---

31) SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION 17 CFR Parts 210, 229, 230, 232, 239, 240, 249, and 270 [Release Nos. 33-11048; 34-94546; IC-34549; File No. S7-13-22] (Mar 30, 2022).

32) 역사적 전개 과정에 관해서는 Amanda Rose, 앞의 논문 (주 23), pp.7-8; Rodrigues, Usha and Stegemoller, Michael A., Redeeming SPACs (2021), University of Georgia School of Law Legal Studies Research Paper No. 2021-09, Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=3906196 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3906196, pp.27-29.

두 번째는 1990년 페니스톡개혁법(Penny Stock Reform Act of 1990, 이하 "PSRA"라 한다.) 제정에 따른 백지수표회사 규제단계이다. PSRA 제정을 계기로 1934년 미국 연방증권거래소법 규칙 3a51-1상 (i) 순자산가치가 5백만 달러를 초과하지 않을 것, (ii) 3회계년도 이상 영업할 것, (iii) 순수익이 75만 달러 이상일 것이라는 페니스톡 발행 요건이 규정되었고, 1933년 미국 연방증권법상 백지수표회사의 등록신고서(registration statetment) 제출의무가 부과되었으며, 1992년 제정된 증권거래위원회 규칙 419 (이하 "SEC Rule 419"이라 한다.)에 백지수표회사가 준수해야 할 의무, 즉, IPO시 투자자자금 별도예치의무, 18개월 내 합병 성사의무, 미성사시 투자자자금 반환의무 및 합병반대 의결권 행사 및 합병반대주주에 대한 상환권 보장 의무가 도입되었다.[34]

세 번째가 바로 현재의 SPAC 단계이다. PSRA 제정은 백지수표회사 거래의 폭락을 초래하였고, 그 대안으로 오늘날의 SPAC이 부상하였다. 21세기 초반에 등장한 SPAC은 연방증권거래소법 규칙 3a51-1에 따른 페니 스톡을 발행하지 않았기 때문에 SEC Rule 419의 적용 대상은 아니었다. SPAC의 발행회사들은 신뢰를 확보하기 위해 SEC Rule 419에 따른 고객자금 별도예치, 합병 기한 설정 및 합병미성사시 예치자금 반환과 같은 의무를 자체적으로 준수하기로 하고 유능한 경영진을 확보하는 데 노력을 기울였다.[35] 3세대 SPAC 등장 초기에는 상장요건이 완화된 OTC Bulletin Board 또는 American Stock Exchange 등에서 IPO를 진행하였고, 2008년이 되어서야 뉴욕증권거래소(New York Stock Exchange) 및 나스닥(NASDAQ) 등 대형 거래소들에 상장되었다.[36] 현재 미국의 SPAC 상장 실무는 각 거래소의 업무규정에 따라 진행되고 있으며, 뉴욕증권거래소 및 나스닥의 SPAC 상장요건은 대동소이하다. 양 거래소 모두 (i) 90퍼센트 이상의 투자자납입금을 별도 에스크로 계좌에 예치 (또는 신탁설정) 할 것, (ii) 36개월 내 합병을 성사시킬 것 (실패시 자동 청산절차 돌입), (iii) 투자자납입금의 80퍼센트 이상을 기업인수에 사용할 것 (iv) 합병 종결 전 합병반대 투자자에 대한 현금상환 보장 등을 공통적인 SPAC의 상장요건으로 두고 있다.[37]

33) D.D'Alvia, 앞의 논문 (주 20), p.4.
34) Amanda Rose, 앞의 논문 (주 23), p.8.
35) 위의 논문, pp.5-6.
36) 위의 논문, p.12.
37) 나스닥 상장업무규정에서는 SPAC의 모든 투자자에 대한 합병 종결시까지 환매권을 보장하고, 모든 합병에 대하여 SPAC 사외이사 과반수에 의한 찬성을 얻도록 하는 추가적인 의무를 부과한다는 차이가 있다. 뉴욕증권거래소 업무규정(Rule 102.6 Listing Company Manual) 및 나스닥 상장업무규정 (NASDAQ Listing Rules, Section IM-5101-2)의 상세한 비교는 D.D'Alvia, 앞의 논문 (주 20), pp.7-8.

나. SPAC 거래와 이해관계자들의 인센티브

(1) SPAC의 설립자(sponsor)

SPAC 이해관계자들의 SPAC 거래 생애주기별 인센티브를 차례로 살펴본다. 첫째, SPAC의 설립자(sponsor)들이다. 통상 헤지펀드나 사모펀드의 운영자들이 SPAC을 설립하며 전직 상장기업의 임원, 투자은행가 등을 SPAC의 경영진으로 선임하고 투자은행의 조력을 받아 IPO를 성사시키며, 이후 인수·합병을 통한 투자금 환수를 도모한다.[38] SPAC의 설립자들은 SPAC 주식의 20%에 해당하는 수백만 주의 '설립자 주식(founder's share)' 또는 '발기인 몫(promote)'을 최소한의 금액(통상 25,000달러 또는 그 이하)만 내고 인수하며, 합병 이전에 제3자의 지분투자가 이루어지더라도 20%의 지분비율을 보장받을 수 있는 반희석화 조항(anti-dilution provision)의 적용을 받는다.[39] 이들에게는 IPO에 참여하는 공모투자자들에게 인정되는 합병반대주주의 상환청구권이 보장되지 않고, 합병시 의결권을 행사할 수 없도록 정관에서 정하는 경우가 많다.[40] SPAC의 설립자들은 별도 예치된 IPO 공모대금으로부터 초기투자금을 환급받을 권리가 없고, 통상 설립자지분은 합병성사 후 1년 경과시점, 합병 후 주가가 공모가의 20퍼센트를 초과하는 시점 또는 합병 후 SPAC의 청산 시점 가운데 가장 빠른 시점까지는 보호예수된다.[41]

설립자들은 SPAC 합병성사시 주가의 상승에 따른 막대한 수익을 기대할 수 있고, 설립자주식을 저가로 인수한 까닭에 설령 합병 후 주가가 하락해도 수익을 거둘 확률이 높다. 예컨대 마이클 클라인(Michael Klein)은 2020.2.15. Churchil Capital III에 25,000달러를 출자하고 2,750만주를 인수하였는데 해당 SPAC이 2020.10.9. MultiPlan이라는 회사를 합병한 후 주가가 50% 가깝게 하락하였음에도 자신은 출자금의 5,500배에 달하는 수익을 거둘 수 있었다[42] 통계에 따르면, SPAC의 설립자들은 2019년부터 2021년 1월까지 평균 958퍼센트에 해당하는 수익을 올렸고, 수천 배의 수익을 기록한 극단적인 케이스들까지도 알려진 바 있다.[43]

SPAC의 설립자들이 합병 성사로 기대하는 이익은 (i) 수백만주 또는 수천만주에 달하는 공

---

38) Andrew Tuch & Joel Seligman, 앞의 논문 (주 5), p.23.
39) B.V. Reddy, 앞의 논문 (주 10), pp.19-20; 미국 SPAC의 거래 조건 등에 관한 최근 실무상의 동향에 관해서는 ROPES & GRAY, SPECIAL PURPOSE ACQUISITION COMPANIES (SPACs) : AN INTRODUCTION 3 (Jan 2021), p.17.
40) ROPES & GRAY, 위의 자료 (주 39), p.18.
41) 위의 자료 (주 39), p.18.
42) the Office of Seen. Elizabeth Warren, 앞의 보고서 (주 9), p.9.
43) Michael Cembalest, EYE ON THE MARKET - Hydraulic Spacking: The SPAC capital raising boom, and why Biden's early stage energy policies are more likely to increase oil imports rather than reduce emissions, J.P. Morgan (Feb 2021), p.2. https://assets.jpmprivatebank.com/content/dam/jpm-wm-aem/documents/en/investing/eotm/Hydraulic-Spacking.pdf.

모전주식을 저가에 인수하여 합병 차익을 극대화할 수 있도록 하는 발기인 몫(promote)의 보장, (ii) IPO 단계에서 발행하는 유닛의 워런트에 대한 투자, (iii) 합병 발표 후 성사 전 단계에서 추가적 자금조달을 위한 공모주식의 사모투자기회(Private Investment in Public Equity, 이하 "PIPE"라 한다.)에 참여할 권리의 보장 등을 통해서 배가될 수 있다.44) PIPE는 제한된 기관투자자들에 대한 사모발행으로서 등록신고서 제출의무가 면제되고, 합병 후에는 기제출한 일괄신고서에 기대어 PIPE 투자자들의 전매가 허용되는 절차로서 기업의 추가적 자금조달 수요 및 기관투자자들의 합병 대상에 대한 정보접근 수요를 모두 충족킬 수 있다.45) 스폰서들은 PIPE가 이루어지면 다른 기관투자자들과 함께 SPAC의 워런트를 0.5달러에서 1.5달러의 저가에 매수하는데, 이때 납입한 금액으로는 주관사의 인수수수료 및 IPO 관련 비용들을 지급하고, 남는 금액은 합병 종료시까지 묶어둔다.46) 최근 통계에 따르면 SPAC의 평균적 환매비율이 50%에 이르렀기 때문에 합병에 필요한 현금의 부족을 겪게 되는 SPAC의 설립자들은 PIPE를 추진하고, 그 계기에 일반투자자들보다 몇 배 낮은 금액으로 SPAC의 유닛을 매수하는 경우가 많다.47)

(2) 일반투자자

일반투자자들은 SPAC의 IPO 단계에서 "SPAC의 보통주 + 워런트(또는 워런트의 일부, 예컨대 1/3주를 매수할 옵션)"로 구성된 '유닛(Unit)'을 매수하는데, 통상 유닛의 공모가는 10달러로, 워런트의 행사가는 11.5달러로 하고 워런트의 행사기간은 합병 종료 후 5년 내로 정해진다.48) 이들은 자신이 보유한 주식 및 워런트를 시장에서 거래할 수 있으므로 합병 후에는 합병회사의 주가등락에 따른 손익을 부담한다. SPAC에 따라서는 IPO시 참여한 일반투자자들에게도 향후 PIPE 투자자들로 인한 가치 희석화에 대비하여 워런트의 행사가를 재조정할 수 있는 권리를 보장하기도 한다.49)

SPAC은 뉴욕증권거래소 또는 나스닥 상장회사 업무규정에 따라 IPO시 공모자금의 90퍼센트 이상을 에스크로 계좌 또는 신탁 계좌에 예치하여야 하므로 합병 대금을 안전하게 보관하고 투자자들의 안정적 원금회수를 보장할 수 있다.50) SPAC은 일정한 경우 원리금회수가 가능하다는 점에서 일반투자자들에게 매우 안전한 투자옵션으로 보이지만, 투자자들이 합병 후 주가 하락의 리스크에 노출될 수 있고, 설립자들의 합병강행 인센티브로 인해서 그러한 위협이

44) Michael Klausner et al., 앞의 논문 (주 4), pp.239-240.
45) Andrew Tuch & Joel Seligman, 앞의 논문 (주 5), p.25.
46) ROPES & GRAY, 앞의 자료 (주 39), p.17.
47) Andrew Tuch & Joel Seligman, 앞의 논문 (주 5), p.25.
48) ROPES & GRAY, 앞의 자료 (주 39), p.3.
49) 위의 자료, p.3.
50) D.D'Alvia, 앞의 논문 (주 20), pp.7-8.

가중될 우려가 있다는 점에서는 위험한 투자임에 틀림없다. SPAC은 이러한 위험에서 투자자들 스스로 벗어날 권리를 보장하기 위해서 합병에 대한 의결권 행사와 환매권을 보장한다.51) 투자자들은 SPAC의 합병을 위한 주주총회 위임장권유서식을 받고 환매권을 행사하는데, 합병에 찬성한 주주들의 환매권 행사도 허용하는 SPAC이 많아지면서 2010년 이후 평균 환매율이 50%를 초과할 정도로 급증하였다.52)

(3) 투자은행 : IPO의 인수인이자 합병의 자문인

SPAC은 설립 직후 IPO를 진행하여야 하고 상장 후 18-24개월 내에 합병을 성사시켜야 하기 때문에 상장과 합병을 조력할 전문가의 도움이 필요하고, 골드만삭스, 크레딧스위스, 시티그룹과 같은 대형 투자은행들이 SPAC의 상장 및 합병 과정에 활발히 참여하고 있다.53) 대형 투자은행들은 IPO 인수수수료 및 합병 자문수수료 수익을 목표로 거래를 조력하는 경우가 많지만 스폰서와 계열관계에 있는 투자은행이 설립자/인수인/자문인 역할을 모두 수행하는 경우도 있다.54)

미국에서는 전통적인 IPO시 인수수수료가 총 공모금액의 7.0%에 이르는데, SPAC의 IPO시 인수수수료의 시장 평균 수치는 총 공모금액의 5.5%에서 6.0% 정도이고 그 가운데에서도 IPO 성사시 2%를 지급하고 차액은 합병 종료시에 지급하는 것으로 정한다.55) 최근 연구들에서는 SPAC거래를 상대적 저비용으로 평가하는 것은 '신화'만들기에 지나지 않으며, 투자자가 최종적으로 부담하는 비용의 총액이 SPAC 거래 구조 곳곳에 잘 숨겨져 있다는 점을 지적한다.56) 첫째, SPAC 합병 전 환매 비율이 상당히 높은데 인수수수료는 그에 따른 조정을 거치지 않기 때문에 환매 후 남은 투자자들의 입장에서는 공시된 인수수수료보다 훨씬 큰 금액을 인수수수료로 제하고 남은 현금으로 합병을 진행하게 된다. 둘째, IPO 인수인은 인수수수료 외에 높은 요율의 합병 자문수수료를 받으며, 투자자들은 합병 후 법인이 선임하는 회계, 법률, 재무자문인 수수료까지도 부담하게 되는데 이러한 점도 잘 알려져 있지 않다.57)

특히 SPAC이 설립자 또는 그와 이해관계가 있는 금융회사를 공동주관사 및 합병의 재무자문인으로 선임한 다음 수수료를 몰아주려는 목적으로 일반투자자들에게 해가 되는 합병을 강행시키려 하는 행태가 문제된다.58) 예컨대 투자은행인 캔터 피츠제럴드(Cantor Fitzgerald)는

51) Andrew Tuch & Joel Seligman, 앞의 논문 (주 5), p.24.
52) 위의 논문, p.24; Holger Spamann & Hao Guo, 앞의 논문 (주 23), p.3.
53) 뉴욕증권거래소 및 나스닥 상장업무규정상으로는 36개월 내라고 규정되어 있지만, 실무상 SPAC의 정관 및 관련 계약서에서는 18개월 또는 24개월로 정한다. ROPES & GRAY, 앞의 자료 (주 39), p.3
54) the Office of Senator Elizabeth Warren, 앞의 보고서 (주 9), pp.12-13.
55) Michael Klausner et al., 앞의 논문 (주 4). p.250.
56) Michael Klausner et al., 앞의 논문 (주 4). pp.250-251.
57) Michael Klausner et al., 앞의 논문 (주 4). p251.

자신이 설립한 SPAC의 거래 전 과정에 걸쳐 IPO의 인수인, PIPE의 판매회사(Placement Agent), 합병시 재무자문인, 자본시장 자문인으로 각각 선임되었고 각 단계별로 높은 수수료를 수취하였다.[59] 캔터 피츠제럴드는 2020년 CF Finance Acquisition Corp. II를 설립하여 IPO를 진행한 다음 16억 달러 정도로 평가되는 차세대 스마트 윈도우 제조사인 View를 2021년 3월 합병하였다.[60] 캔터 피츠제럴드는 이 거래 전반에 걸쳐 IPO 인수인, PIPE 판매회사, 자본시장 자문인, 합병재무 자문인으로서 총 3,170만 달러의 수수료를 수취하고 750,000 주의 주식을 취득하였는데, 이 수수료는 View의 2019년 총수익 2,340만 달러보다도 큰 수치이다. 합병이후 View의 주가가 주당 2.5달러까지 떨어지자 IPO에 참여한 투자자들은 "캔터 피츠제럴드의 이사회가 합병 후 가치 하락시에도 자신들의 이익을 보전받을 수 있기 때문에 독립성을 잃은 합병 강행 판단을 하였다."라며 손해배상 소송을 제기하였다.[61]

SPAC 구조의 특성상 IPO는 사실상 페이퍼 컴퍼니의 기업공개 절차로서 투자은행들이 미국 연방증권법 제 11조에 따른 인수인으로서 증권신고서의 기재누락 및 허위기재에 따른 무거운 책임을 부담할 실질적 가능성이 낮다.[62] 한편, IPO 이후 합병시에는 합병의 상세에 관한 공시가 이루어지긴 하지만 이 때 조력하는 투자은행들은 단지 '자문인'에 지나지 않기 때문에 연방증권법상 인수인의 책임으로부터 벗어날 수 있다. 즉. 투자은행은 SPAC의 IPO 및 합병 전 과정을 조력하면서도, 전통적인 IPO에 비해 수수료 총합은 낮지 않고 책임부담은 훨씬 경감되는 이점을 누리는 것이다.

(4) 소결

미국 SPAC의 구조적 특성상 그 설립자들은 경제성 없는 합병이라도 성사되는 것이 수익 창출에 절대적으로 유리하고, IPO에 참여한 인수인들도 합병이 성사되어 인수수수료 잔액과 자문수수료를 추가로 수취하는 것이 유리하다. 반면, IPO에 참여한 투자자들은 합병 후 주가 상승이 기대되는 합병만 성사되고 그렇지 않다면 SPAC 청산 후 지분비율에 따른 원리금을 상환받는 것이 유리하다. 이처럼 SPAC의 주가가 하락할 가능성이 있는 합병의 성사 여부에 대한 설립자/투자은행과 일반투자자 간의 이해관계가 대립하기 때문에 IPO에 참여하는 투자자들의 이익을 보호하기 위한 법적, 제도적 장치가 요구되는 것이다.

일반투자자들의 이익을 보호하기 위해서 다음과 같은 제도적 방안을 생각해 볼 수 있다. 첫

58) the Office of Senator Elizabeth Warren, 앞의 보고서 (주 9), p.13.
59) the Office of Senator Elizabeth Warren, 앞의 보고서 (주 9), p.13.
60) Bloomberg, Is This the SPAC Era's Worst Deal? (May 18, 2022). https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2022-05-19/view-inc-is-this-the-spac-era-s-worst-deal.
61) Law360, View Inc. Investors Seek Records On 'Disastrous' SPAC Deal (Jan 28, 2022). https://www.law360.com/articles/1459560/view-inc-investors-seek-records-on-disastrous-spac-deal.
62) John Coates, 앞의 논문 (주 6), p.7.

째, 설립자와 인수인의 일반투자자에 대한 의무와 책임을 강화하는 방안이다. 둘째, 일반투자자에 대한 합병 관련 정보제공의 수준을 높이는 방안이다. 셋째, 설립자와 인수인의 이해관계와 일반투자자의 이해관계를 일치시키는 방안이다. 후술하는 분쟁/제재 사례에서 드러나듯이 미국의 SPAC 관련 제도 및 거래 관행은 일반투자자의 이익을 보호하는데 취약점을 노출하고 있다. SPAC의 일반투자자들이 합병에 대해서 반대의사표시를 할 수 있고, 환매권 행사를 통해 투자 원리금을 회수할 수 있다는 안전장치만으로는 SPAC의 설립자들과 투자은행들의 '약탈적' 합병 추진을 제어할 수 없다. 이하 III.1 및 IV.1에서는 미국에서 SPAC의 투자자보호가 문제된 구체적인 소송, 제재 사례들 및 이를 해소하기 위한 증권거래위원회의 규제개정안에 관하여 상세히 검토한다.

2. 한국의 기업인수목적회사

가. 한국형 SPAC의 도입 및 전개

2009년 초부터 금융위원회와 한국거래소는 IPO 시장의 활성화, 우회상장의 건전화를 표방하며 미국의 주요 거래소들에 상장되고 거래가 활황을 이루던 SPAC의 한국시장 도입을 추진하였다.[63] 2009년 12월 자본시장법 시행령 개정을 통해 '다른 법인과 합병하는 것을 유일한 사업목적으로 하고 모집을 통하여 주권을 발행하는 법인'을 '기업인수목적회사'라고 정의하고, 이에 대하여 자본시장법상 집합투자업 규제 적용을 배제하는 근거를 마련하는 한편(법 제6조 제5항 제3호, 동법 시행령 제6조 제4항 제14호), 금융투자업규정, 증권의 발행 및 공시에 관한 규정, 한국거래소의 유가증권시장/코스닥시장 상장업무규정 등 제반 규정을 개정함으로써 SPAC의 상장 및 합병을 위한 제도를 정비하였다.[64] 자본시장법 시행령상 기업인수목적회사로 인정받기 위해서는 (i) 공모주식대금 90% 이상의 별도예치 (ii) 예치된 금전의 합병등기 전 인출 또는 담보제공의 금지 (iii) 발기인 중 1인 이상은 투자매매업자일 것 (iv) 임원의 결격사유 없음 (v) 90일 내 주권상장 (vi) 36개월 내 합병등기의 완료의 요건을 모두 충족해야 한다.[65]

SPAC 제도 활성화를 위하여 설립 후 1년 내의 합병에 대해서는 합병과세 특례의 대상이 되도록 법인세법 시행령을 개정하고, 주식회사 등의 외부감사에 관한 법률상 외부감사인 지정의무를 면제하는 등 규제 완화 지향적으로 SPAC 관련 제도가 정비되었다.[66] 2014년에는 SPAC의 자기자본 요건을 100억원에서 30억원으로 하향조정하여 진입 문턱을 낮추고, 발기인의 공

63) 한국거래소, "기업인수목적회사(SPAC) 제도 도입을 위한 상장규정 개정" (2009.12.18.).
64) 안현수, 한국형 기업인수목적회사(SPAC) 규제체계의 특징과 개선과제 - 미국의 기업인수목적회사 제도와의 비교를 중심으로, 증권법연구 제21권 제1호 (2020), 192-193쪽.
65) 자본시장법 시행령 제6조 제4항 14호 가목 - 바목.
66) 노미리, 앞의 논문 (주 26), 49-50쪽; 안현수, 앞의 논문 (주 64), 193쪽.

모 이후 취득지분에 대해서는 합병 주주총회시 의결권 행사를 허용하도록 코스닥시장 상장규정이 개정되었다.[67] 2021년에는 인수대상법인의 업력을 활용할 수 있도록 SPAC을 소멸법인으로 하는 합병이 허용되면서 비상장법인의 증권시장진출 수단으로의 활용도가 높아지고 투자자들의 선호도 꾸준히 이어지고 있는바, 2022년 8월 현재 400억원 이상의 공모를 추진하는 대형 SPAC 들이 상장을 준비하고 있고, 향후 1조원 이상의 기업가치를 지닌 소위 '유니콘' 인수까지도 기대된다는 전망이 있다.[68]

나. 법적 구조 및 이해관계자들의 인센티브

(1) 발기인

통상 벤처투자자, 증권회사, 집합투자업자 등이 기업인수목적회사의 발기인이 되는데, 그중에서도 1인 이상은 최근사업연도 말 기준 1000억 원 이상의 자기자본이 있는 투자매매업자로 선임하여야 한다(자본시장법 시행령 제6조 제4항 제14호 다목, 금융투자업규정 제1-4의2 제4항). 법률에 따라 인가받은 투자매매업자의 발기인 선임을 강제한 것은 한국 SPAC의 가장 중요한 특징으로 외국문헌에서 언급할 정도이다.[69] 발기인이 되는 투자매매업자는 SPAC의 설립, 상장 및 합병에 이르기까지 전 과정을 주도한다. 즉, SPAC의 IPO시에는 대표주관회사로 선임되고 대상회사의 합병시에는 합병자문인으로 역할을 하며, 그 역할 및 수수료 요율은 IPO시 제출, 공시되는 증권신고서 및 합병시 제출, 공시되는 합병신고서에 각각 기재된다.

투자매매업자가 SPAC 거래 전반을 주도하도록 하는 것은 증권회사의 자기자본 투자에 필요한 인가를 요구하는 차원을 넘어서 증권회사에 대한 감독을 통해 SPAC의 건전성을 확보하고, 일반투자자들이 믿음을 가지고 거래에 참여할 수 있도록 장려하기 위함이다.[70] 이들 투자매매업자는 반드시 5퍼센트 이상의 SPAC 지분에 투자해야 하므로 일반투자자들의 이해관계와 자신의 이해관계를 일치시킬 인센티브가 있고, 일반투자자들 입장에서는 대리비용을 절감하는 효과가 있다.[71] 단, 금융산업구조개선법상 증권회사가 SPAC의 의결권 있는 발행주식총수의 5퍼센트 이상을 취득하는데 제한이 가해질 수 있으므로(제24조 제1항 제2호), 금융투자업

---

67) 한국은 통상 일반주주 출석의결권 과반수 찬성을 요구하고 (나스닥 상장업무규정에 따라) 소수주주의 다수결을 추가로 요구하는 미국과 달리 SPAC의 합병시 상법상 주주총회 특별결의를 요구한다. 따라서 미국에서처럼 발기인의 의결권행사를 제한할 경우에는 주주총회 의결정족수를 맞추기가 훨씬 어렵다. 같은 취지 안현수, 앞의 논문 (주 64), 193쪽 주 34.

68) 이데일리, 증시한파에도 나홀로 뛰는 스팩 (2002.8.2.).

69) 말레이시아 증권거래소에 상장되는 기업인수목적회사도 경영진의 전문성을 요구하고 있다. Daniele D'alvia, p.13.

70) 한국거래소, 기업인수목적회사, SPAC의 이해 (2009), 61쪽.

71) 안현수, 앞의 논문 (주 64), 198쪽.

규정에서는 투자매매업자인 발기인으로 하여금 전환사채, 신주인수권부사채 등 주식으로 전환될 수 있는 증권(자본시장법 시행령 제139조 제1호 각목의 증권)을 기준으로 발행총액의 100분의 5 이상에 투자할 것을 요구하고 있다(금융투자업규정 제1-4의2 제5항 제3호). 통상 SPAC의 IPO 전 발행되는 주식 및 전환사채는 모두 1,000원으로 발행되고, 전환가액은 IPO시 공모가액과 같은 2,000원으로 정해지기 때문에 전환사채권자로서도 전환시 차액을 득할 수 있는 구조이다.[72]

(2) 일반투자자

일반투자자들은 SPAC의 IPO시 공모절차에 참여한다. 통상 공모가액은 2,000원으로 정해지고, 합병이 성사되지 않으면 별도 예치된 공모수익금에 이자를 가산한 금액을 돌려받을 수 있고, 합병이 성사되면 합병된 회사의 주가 등락에 따라 손익이 결정된다.[73] 첫째, 예치금액의 반환에 관해서 본다. 자본시장법 시행령상 기업인수목적회사로 인정받기 위해서는 공모전 주식을 제외한 주식 발행대금의 90% 이상을 증권금융회사 또는 신탁업자에게 별도로 예치 또는 신탁해야 하고 예치금액은 인출 및 담보제공이 금지되기 때문에 발기인 등의 유용으로부터 안전할 뿐만 아니라 SPAC 거래의 비용으로 지출될 위험도 없다.[74] SPAC 제도 도입 초기에 설립된 SPAC들은 95%의 의무예치비율을 유지하였으나 최근에 설립된 SPAC은 의무예치비율을 100%까지 높이기도 한다.[75] 투자자는 90일 내 SPAC 상장 실패시, 36개월 내 합병등기 완료 실패시 뿐만 아니라 합병을 결정하는 주주총회에서 자본시장법 제165조의5.에 따른 주식매수청구권을 행사하는 경우에도 공모시 납입한 금전을 반환받을 수 있다.[76]

둘째, 합병된 회사의 주가 등락에 따른 일반투자자의 손익에 관하여 본다.[77] 이에 결정적 영향을 미치는 합병가액 산정에 관해서는 자본시장법 시행령 및 증권의 발행 및 공시규정상 특례규정을 두어 상세히 규율한다.[78] 첫째, SPAC의 합병가액은 정해진 공식에 따라 산정된

---

72) 박해식, 앞의 글 (주 14), 6쪽.

73) 금융감독원, 스팩(SPAC) 투자자 유의사항 안내 (2021.8.27.), 4쪽.

74) 따라서 상장 및 합병에 소요되는 제반 수수료는 공모 전 발기인들이 납입하는 주금 및 전환사채에 투자하는 투자매매업자인 발기인의 전환사패 발행대금에서 충당되어야 할 것이다. 자본시장법 시행령 제6조 제4항 제14호 가목, 나목, 금융투자업규정 제1-4조의2 제2항, 제3항.

75) 공모자금을 100% 예치 또는 신탁할 경우 경영진 보수, IPO 비용 등은 공모전 주주의 몫이다. 신영수, 기업인수목적회사(SPAC)의 설립, 상장, 운영 관련 실무상 제문제, YGBL 제2권 제1호 (2010), 75-76쪽. 예컨대 코스닥시장에 최초상장한 미래에셋제1호기업인수목적회사(2010.2.)는 의무예치비율이 95%이고, 공모전 주식가격, 전환사채 발행가액/공모주 가격도 현재의 1,000원/2,000원이 아니라 500원/1,500원으로 책정되어 있다. https://dart.fss.or.kr/dsaf001/main.do?rcpNo=20100226000410.

76) 금융투자업규정 제1-4조의2 제3항, 제5항 제2호.

77) 미국은 SPAC의 IPO시 보통주+워런트로 구성된 유닛을 발행하는 반면 한국에서는 공모주 투자자에 대해서 신주인수권을 배정하지는 않으므로, 합병 후 주가상승에 따른 수익에 대한 기대도 미국보다는 낮을 것이다.

78) 자본시장법 시행령 제176조의5 제3항, 증권의발행및공시등에관한규정 제5-13조 및 동규정 시행세칙 제4조

SPAC의 주식가격, 즉, [1개월 가중평균주가+1주일 가중평균주가+최종일주가의 산술평균/3]으로 하되 최대 30%까지 할인 (또는 할증)된 금액으로 정할 수 있다. 2020년부터 2021년 8월까지 합병을 완료한 SPAC 24개 중 20개사는 위 [1개월 가중평균주가+1주일 가중평균주가+최종일주가의 산술평균/3]을 공식을 적용한 다음 상당한 할인율을 적용한 금액인 2,000원으로 SPAC의 합병가액을 결정하였다.[79] SPAC 일반투자자들 입장에서는 SPAC의 주가 상승분이 합병산정에 반영되지 않도록 할인율을 적용할 경우에는 합병비율 산정에 불리한 요인으로 작용할 수 있다. 둘째, 비상장회사인 합병대상법인의 가액은 특례규정의 적용을 받아 합병법인과 비합병법인의 협의로 정할 수 있되, 피합병법인의 자산가치와 수익가치를 1:1.5로 가중산술평균하여 산정한 일반규정상의 합병비율을 비교공시하면 된다.[80] SPAC 경영진과 피합병법인과의 협의에 따라 가중산술평균시 피합병법인의 수익가치 비율을 높게 반영할 경우 SPAC 특례규정 미적용시에 비하여 합병비율이 높아질 것이다. 투자자들은 이러한 점에 유의하여 (i) SPAC의 공모직후 주가 상승시 매도, (ii) 합병 제안에 대한 검토 후 주식매수청구권의 행사등의 옵션을 함께 고려하여야 한다.[81]

(3) 투자매매업자 : SPAC의 발기인-IPO의 인수인-합병의 자문인

한국의 SPAC 시장은 거래의 전과정을 SPAC에 5% 이상 지분을 투자할 의무가 있는 투자매매업자가 주도한다는 특징을 지닌다. SPAC의 발기인이 되는 투자매매업자는 자사의 임직원 1인을 SPAC의 이사로 선임되도록 추천하며, 상장을 위한 주관사로 선임되고, 합병시에는 재무자문인으로 전 과정을 조력한다. 합병을 비롯한 SPAC의 의사결정은 SPAC 이사들의 법적 책임으로 귀결되지만, 실질적으로는 투자매매업자가 SPAC의 경영진을 추천하고 합병 전 과정을 자문하는데 중요한 역할을 하는 것이다. SPAC 시장에서는 중소형 증권회사들이 설립과 상장·합병을 주도하고, 따라서 인수대상 회사를 물색하는데도 중소형 증권회사들이 전문성을 지니는 중소기업을 발굴하는 데 초점이 맞추어지는 경향이 있다.[82]

SPAC의 발기인인 투자매매업자는 IPO시 주관회사가 되고, SPAC으로부터 인수수수료를 수취한다. 인수수수료는 미국의 5.5%에 비해서 낮은 수치인 통상 공모금액의 3% 또는 3억원 선에서 정해지는데, 전통적인 IPO시 인수수수료율과 비교할 때는 낮다고 보기 어렵다.[83] SPAC

- 제8조.

79) 금융감독원, 위 보도자료 (주 73), 3쪽.

80) 해당 특례를 적용받기 위해서는 (i) 기업인수목적회사가 공모가격 이상으로 합병반대주주의 주식을 매수할 것 (ii) 스폰서인 투자매매업자가 보유하는 SPAC의 주식 등을 합병기일 이후 1년간 계속 소유할 것의 요건을 추가로 충족하여야 한다(자본시장법 시행령 제176조의5 제3항, 증권의발행및공시등에 관한 규정 제5-13조 제4항 제1호, 제2호).

81) 금융감독원, 위 보도자료 (주 73), 3쪽.

82) 안현수, 앞의 논문 (주 64), 199쪽.

IPO시 인수인은 인수계약상 수수료의 절반 이상을 합병등기 완료시에 지급받아야 하고(증권인수업무등에 관한 규정 제3조 제2항 제6호), 합병 성사시에는 인수수수료보다도 더 높은 비율로 책정되기도 하는 합병자문료까지 수취할 수 있으므로 합병 성사에 대한 인센티브가 매우 크다.[84] 그러나 미국과 달리 이들 투자매매업자는 최소 5%, 통상 10%에 달하는 상당한 지분을 SPAC 설립시 주식 또는 공모전 발행하는 전환사채에 투자하기 때문에 전망이 나쁜 합병 강행시에는 자신들의 지분가치도 부정적 영향을 받을 수 있다.

인수인은 기업이 증권을 공모로 발행할 때 실사, 수요예측, 공모가산정, 로드쇼, 증권신고서 작성 및 공시, 시장안정화 등 자금조달을 위한 전 과정을 돕고, 명성과 평판자본을 바탕으로 발행기업의 정보를 시장에 환류하는 역할을 하는 자본시장의 문지기이다.[85] 특히 주관회사는 발행기업과 이해관계가 있으면 인수인으로서 기대되는 문지기 역할을 충실히 수행하기 어렵기 때문에 증권인수업무등에관한 규정(이하 "증권인수업무규정"이라 한다.)에서는 발행회사 주식을 5% 이상 보유한 증권회사는 기업공개시 주관회사업무를 수행하지 못하는 것을 원칙으로 하고 있었다(제6조 제1항). 2009년 한국형 SPAC 제도를 도입하면서 "투자매매업자의 SPAC 지분 5% 이상 취득"을 요건으로 정하였기 때문에 기존의 증권인수업무규정에 따르면 SPAC의 발기인이 되는 증권회사는 SPAC의 상장시 대표주관회사가 될 수 없게 되었으므로, 동 규정을 개정하여 주관회사의 발행회사 주식보유 제한의 예외를 인정하였다.[86] 2009년 증권인수업무규정 개정문에 따르면 SPAC은 (i) 금융투자회사의 적극적인 투자유치가 요구되므로 발기인인 금융투자회사의 주관회사 업무를 허용할 필요가 있고, (ii) 다른 증권회사에게 주관업무를 수행하도록 할 경우 관련 know-how 유출 및 바터거래 등 탈법행위 발생의 우려가 있으며 (iii) 공모자금 별도예치, 합병실패시 투자원금 반환 등 투자자보호장치가 마련되어 있어서 주관회사의-발행회사 지분보유 제한 예외를 인정한 것이다.[87] 2009년 개정된 증권인수업무규정에서는 SPAC에 대해서 '금융투자회사가 자신과 자신의 이해관계인이 합하여 5%이상 지분보유시 반드시 다른 주관회사를 추가로 선임하도록 하는 의무'를 면제하는 예외도 마련하였다(제6조 제4항 단서). SPAC 관련 know-how의 유출을 방지하고, 발기인의 책임성 있는 IPO 수행을 위한다는 사유로 공동주관사선임 의무가 면제된 것이다.[88] 한편, IPO 수수료 취득만을 위한 SPAC의 설립을 방지하기 위해서 주관업무 관련 수수료 중 100분의 50 이상은 발행회사와 다른 법인과의 합병등기가 완료된 경우에만 지급을 청구할 수 있도록 하였다(제3조 제2항).

83) FSN 증권신고서 (케이비투자증권, 2015.2.12.), 고려시멘트 증권신고서 (2014.6.30., 우리투자증권), 교보12호 스팩 증권신고서 (교보증권, 2022.5.12.), 미래에셋대우 스팩5호 (미래에셋대우, 2020.8.5.) 등.
84) 같은 취지, 안현수, 앞의 논문 (주 64), 199쪽.
85) 인수인의 문지기 역할과 책임에 관해서는 허유경, 게이트키퍼로서의 증권인수인의 책임, 서울대학교 금융법센터, BFL 제82호 (2017.3.), 23-24쪽.
86) 금융투자협회, 증권인수업무등에관한 규정 개정문(2009.12.23.), 3쪽.
87) 금융투자협회, 위 개정문 (주 86), 3쪽.
88) 금융투자협회, 위 개정문 (주 86), 5쪽.

이러한 예외규정들은 “주관회사의 지분투자를 통한 SPAC 및 일반투자자들과의 이해관계 일치”가 “발행회사 지분보유제한, 공동주관회사 선임의무 부과를 통한 SPAC으로부터의 독립성 확보”보다 SPAC 제도 활성화에 유리하고, 투자자보호에도 문제가 없다는 정책적 판단에서 비롯된 것으로 보인다. 게다가 SPAC의 IPO시에는 “발기인이 주관회사이고, 향후 합병절차까지 주도적으로 진행한다”는 사실 외에는 투자판단에 영향을 미치는 정보가 별달리 공개되는 것도 아니다.89)

(4) 소결

한국의 SPAC은 제도 탄생시부터 투자매매업자가 설립시 5% 이상의 지분을 출자하고 IPO 및 합병의 전 과정을 주도하게 함으로써 SPAC 설립자와 투자자들 간의 이해관계를 일치시키고자 했다는 점을 가장 큰 특징으로 한다. SPAC에 상당한 금액을 투자한 투자매매업자는 투자자에게 유해하다는 점을 알면서도 약정인수수수료의 50% 이상에 해당하는 미지급인수수수료를 수령하고, 약정인수수수료에 버금가는 합병자문료를 수취하기 위하여 질 낮은 합병을 성사시킬 유인이 미국에서만큼 강하게 작용할 수 없다. 특히 미국은 SPAC 설립자의 초저가 설립자지분인수 및 PIPE 참여기회보장이 가능하지만 한국에서는 공모전주식/전환사채발행가액과 공모금액의 차이가 그렇게 크지 않기 때문에 동 투자매매업자가 미국의 설립자만큼 막대한 수익률을 기대할 수도 없다.

이처럼 한국의 SPAC은 규제당국에서 감독이 가능한 증권회사가 SPAC의 전 과정을 주도하게 하면서 지분비율 의무화를 통해 일반투자자들의 이해관계도 보호하는 독특한 구조를 취한다. 한국 SPAC 고유의 인센티브 구조도 SPAC의 소위 ‘약탈적 합병’의 남발을 막는데 어느정도 기여한 것으로 볼 수 있다. 그렇다고 오늘날 한국의 SPAC 제도가 자금조달 측면에서나 투자자보호 관점에서나 완벽한 것만은 아니다. SPAC 거래는 전통적인 IPO에 비교하여 자금조달 규모가 미미하기 때문에 IPO 가능성이 있는 대형 비상장기업의 선호를 이끌어내기 어렵고, 투자자보호 측면에서도 ‘원금보장’의 신화가 잘못 전파될 경우 합병 후 가격 하락으로 인한 위험에 노출될 우려가 있기 때문이다.90)

89) 같은 취지, 김지안, 위의 논문 (주 29), 132쪽.
90) 2010년부터 2021년 8월까지 총 209건의 SPAC이 코스닥에 상장되었고, 동 기간 중 평균 공모금액은 평균 117억원이다. 금융감독원, 앞의 보도자료 (주 73), 2쪽.

Ⅲ. SPAC의 투자자 보호 관련 법적 쟁점

1. 합병시 SPAC 경영진의 의무와 책임

가. 미국 소송 사례 : MultiPlan 합병 건

현재 진행 중인 MultiPlan 소송은 SPAC 거래에서 경영진의 신인의무 위반이 문제시 되는 대표적인 사례로 꼽힌다.91) SPAC 시장의 큰손인 마이클 클라인(Michael Klein)이 2019년 10월 설립한 SPAC인 Churchill Capital Corp. III은 2020년 2월 11억 달러 규모의 IPO를 성공시킨 후 헬스케어 기업 및 소비자들에 대한 데이터 분석 서비스를 제공하는 MultiPlan을 합병하였다. MultiPlan의 합병 후 주가가 급락으로 손해를 본 IPO 참여 투자자들은 SPAC의 경영진이 중요한 사실을 합병 찬성에 대한 의결권 위임 권유서식 등에서 누락하였기 때문에 합병에 반대할 기회를 상실하였고, 합병 완료 전 환매권을 행사할 기회를 박탈당했다고 주장하면서 SPAC의 설립자인 마이클 클라인과 그 이사 및 최고재무책임자를 상대로 손해배상 소송을 제기하였다.92)

2022년 1월 델라웨어 형평법원의 윌(Will) 부법원장은 SPAC의 신인의무자들과 일반투자자들 간에 내재하는 이익충돌 때문에 전체적 공정성 기준이 적용되어야 한다는 의견을 제시하면서 피고의 각하신청을 기각하였다.93) 해당 의견에서는 MultiPlan 합병 이후 주가가 10.04 달러(신탁계정 예치금 이자 포함) 이상 되어야 손실을 피할 수 있는 일반투자자들의 이해관계와 동 주가가 10.04 달러 미만으로 내려가도 합병으로 인해 이익을 볼 수 있는 설립자의 이해관계가 상치하므로 전체적 공정성 기준 적용의 전제가 되는 이익충돌의 존재를 인정하였다. 94) 또, SPAC의 이사들은 설립자인 마이클 클라인 또는 마이클 클라인이 설립한 다른 SPAC과 가족관계, 재무관계, 사업관계로 연결되어 있으므로, SPAC 설립자 몫에 25,000달러를 투자하고 MultiPlan 합병 이후 3억 달러의 가치의 지분을 확보하게 된 마이클 클라인으로부터 '독립적'인 지위를 인정받을 수 없다는 점도 전체적 공정성 기준의 적용을 정당화하는 요소가 되었다.95)

---

91) Hochenberg & Clarke, 앞의 논문 (주 7), p.6. In re Multiplan Corp, Stockholders Litigation No.2021-0300 (Del Ch. Aug. 9, 2021).

92) MultiPlan의 최대 고객이 MultiPlan과 경쟁하기 위한 사내 플랫폼을 구축하고 있다는 정보의 누락이 문제되었다. In re Multiplan S'holders Litig., No.2021-0300, slip op. at 2. (Del Ch. Jan. 3, 2022).

93) In re Multiplan S'holders Litig., No.2021-0300, spol op. at 3. (Del Ch. Jan. 3, 2022).

94) In re Multiplan S'holders Litig., No.2021-0300, slip op. at 43. (Del Ch. Jan. 3, 2022)

95) 단, 해당 의견은 위임장 권유문서에 MultiPlan의 사업전망 관련 부실기재가 있었다는 점을 인정하면서도, '기재가 제대로 이루어졌다면' 손해가 발생하였을지 여부에 관한 가정적 질문에는 답을 하지는 않았다. In re Multiplan S'holders Litig., No.2021-0300, slip op. at 55. (Del Ch. Jan. 3, 2022)

Multipan 사건은 최근 SPAC의 일반투자자들이 미국 델라웨어주 형평법원에 잇달아 제기하는 손해배상 소송 가운데 최초로 경영진의 신인의무 위반이 재판부에 의해서 인정된 사건이라는 의의가 있다.96) SPAC의 일반투자자들은 SPAC 설립자·경영진의 신인의무 위반에 따른 합병에 관한 부실공시 및 환매권 침해로 인한 손해의 발생을 주장하고, 재판부가 경영진의 신인의무 위반을 판단함에 있어서 SPAC의 거래구조에 내재하는 이익충돌을 감안하여 '경영판단의 원칙'이 아닌 보다 엄격한 '전체적 공정성 기준(entire fairness rule)'을 적용한 것이다.97) 향후 본안에서 SPAC 설립자 등에 종래 회사 소송에서 발전한 경영진의 신인의무 위반에 관한 법리를 적용하기 위해서는 (i) 설립자들이 '지배적 지위(controller)'에 해당하는지, (ii) 설립자 몫(founders' share)의 보장과 SPAC 거래의 시한부적 성격 등 구조적 특징이 일반투자자와의 이익충돌을 야기하는지, (iii) 일반투자자의 환매청구와 합병에 대한 승인권리가 구조적인 해결책에 해당하는지를 추가적으로 검토해야 할 것이다.98)

나. 국내법상 함의

미국에서 제기되고 있는 SPAC관련 분쟁의 회사법적 쟁점은 합병과 관련된 SPAC 이사의 SPAC 투자자들, 즉 주주들에 대한 신인의무 위반 여부이다. 미국에서는 회사의 경영진이 주주에 대해 부담하는 신인의무가 정면으로 인정되기 때문에 본 논문에서 중점적으로 다루는 SPAC 스폰서와 SPAC 투자자간의 이익충돌 문제가 SPAC 경영진과 SPAC 일반투자자간의 이익충돌 문제로 치환될 수 있다. 반면, 한국 상법상 이사들은 '회사'에 대해서 선관주의의무(상법 제382조 제2항) 및 충실의무(제382조의3)를 부담하고, 그러한 의무를 게을리하여 '회사에' 발생하는 손해를 배상할 책임을 부담한다.99) 한국 대법원은 이사의 주주에 대한 신인의무를 부정하고 있으며 (대법원 2004. 6. 13. 선고 2002도7340), 이사의 의무부담 상대방은 '회사'라는 것이 통설 및 판례의 입장이다. 따라서 한국에서는 SPAC의 경영진이 일반투자자들의 이익을 희생하고 SPAC 스폰서의 이익을 우선시하는 선택을 했다고 하더라도 손해배상 책임이 발생한다고 장담하기 어렵다.100) 특히, 한국에서는 SPAC의 구조 자체가 지배주주와 SPAC의 이해

96) 단, 본안전 단계에서 이루어진 판단이다. Hochenberg & Clarke, 앞의 논문 (주 7), p.3.

97) 전체적 공정성 기준이 적용되면 본안 단계에서 사실관계 문제인 공정함('fairness')에 대한 판단이 이루어져야 하기 때문에 피고의 각하신청(motion to dismiss)이 받아들여지기 어렵다. Hochenberg & Clarke, 앞의 논문 (주 7), p.4.

98) Hochenberg & Clarke, 앞의 논문 (주 7), p.4.

99) 합병시 경영진의 주주 이익을 보호할 의무에 관한 일반론으로는 천경훈, 계열회사간 합병과 이사의 의무, 상사법연구 제36권 제3호 (2017), 280-282쪽. 본 논문에서는 SPAC의 스폰서-인수인-경영진-일반투자자 등 거래구조 참여자들간 이해관계의 대립을 조망하는 것을 목적으로 하고, 합병과 관련된 경영진과 (소수)주주간에 발생하는 대리비용 통제를 위한 회사법적 쟁점과 해결방안에 관한 검토는 후속 연구의 몫으로 남기고자 한다.

100) SPAC에 국한되지 않는 일반적인 합병에서도 경영진이 대주주의 이익을 우선시함으로써 소수주주의 이익을

관계를 일치 시켜 놓았기 때문에 지배주주가 임명한 경영진이 '회사'에 대한 배임적 결정을 할 확률은 더욱 낮다.

그렇다고 해도 여전히 SPAC의 이사가 '회사'에 대한 충실의무를 위반하여 자기 또는 제3자의 이익을 회사의 이익보다 우선했는지에 관하여 검토하는 것은 유의미하다. 상법상 이사의 충실의무란 회사와 이사의 이해관계가 충돌할 경우 회사의 이익을 우선할 의무, 즉 영미법상 인정되는 신인의무자의 충실의무(fiduciary duty of loyalty)를 국내법상 명확히 하기 위하여 도입된 것으로서. 민법상 수임인의 선관주의의무에 포함되는지 여부에 관한 논의와는 별개로 그 기능적인 독자성은 어렵지 않게 인정된다.[101] 요컨대, 충실의무가 한국의 사법체계하에서 어떻게 자리매김하는지와는 별개로, '회사와 이사의 이해관계가 충돌하는 지점'에 대해서는 충실의무라는 잣대를 적용할 수 있다는 것이다.[102]

한국의 SPAC은 통상 설립을 주도하는 증권회사가 자신의 임직원 1인이 이사로 선임되도록 추천하고, 이사회 구성에도 영향을 끼친다. 해당 증권회사의 임직원이 겸임하는 SPAC의 이사는 잠재적 이익충돌상황에 처하게 되고 따라서 SPAC의 의사결정에서 왜곡된 판단을 할 가능성을 안고 있다. 예컨대 SPAC의 스폰서가 선임하는 이사가 오로지 스폰서의 합병자문수수료, 인수수수료의 수취를 위해서 합병을 강행하거나, SPAC의 합병에 이르는 과정에서 SPAC의 스폰서 또는 그 관계회사이 수익 창출만을 위한 자문계약을 체결하는 문제 등과 관련해서는 한국 상법상 이사의 충실의무 위반여부가 다투어 질 수 있다.

SPAC을 주도하는 투자매매업자는 주요주주로서 상법 제398조상 이사회 승인을 요하는 자기거래의 상대방이 될 수 있다(상법 제524조의8 제2항 제6호, 제398조 제1호). 전환사채를 취득한 투자매매업자인 발기인은 자기의 계산으로 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수의 100분의 10 이상의 주식을 소유한 자는 아니더라도 이사・집행임원・감사의 선임과 해임 등 상장회사의 주요 경영사항에 대하여 사실상의 영향력을 행사하기 때문이다. 그럼에도 SPAC이 해당 투자매매업자를 대표주관회사(IPO시) 및 합병자문회사(합병시)로 선임하는 이사회 결의시 해당 거래에 관한 중요사실을 밝히고 거래의 내용과 절차의 공정성을 보장하기 위한 조치를 취하거나, 해당 이사가 특별이해관계인으로서 의결권 행사를 자제하지는 않는다.[103] SPAC 거래는 미리 주요주주와 회사/일반투자자간의 이해관계를 일치시켜 놓았기 때문에 이사의 이익충돌을 전제로 한 각종 상법상 규제조항의 적용을 받지 않는다는 취지로 보인다. 한편, SPAC

침해할 경우에도 '회사'에 손해 발생 여부를 기준으로 판단한다는 점은 마찬가지이다.

101) 영미법상 신인의무자의 충실의무가 국내법상 선관주의의무에 포섭되는지 여부에 관한 소위 '이질설/동질설' 논란이 초래한 혼란에 관해서는 김건식·노혁준·천경훈, 회사법 제6판, 박영사 (2022), 413쪽. 송옥렬, 상법강의 제12판, 홍문사 (2022), 1044쪽.

102) 같은 취지, 천경훈, 회사에서의 이익충돌, 저스티스 통권 제159호(2017), 246쪽.

103) 덴티스 증권신고서 첨부 이사회 의사록 (2016.12.13.). https://dart.fss.or.kr/dsaf001/main.do?rcpNo=20161223000140&dcmNo=5391495.

은 상장을 전제로 하는 회사이기 때문에 이사회 정수 1/4 이상을 사외이사로 선임하여야 하는데, SPAC의 사외이사가 SPAC의 스폰서 및 최대주주 등의 이해관계로부터 독립적인 판단을 내리는 역할을 충실히 수행하는지는 확인하기 어렵다.104) 요컨대, 미국과 달리 SPAC 경영진이 주주에 대한 직접적 신인의무를 부담하지는 않더라도, SPAC의 운영과 관련되어 이사의 회사에 대한 충실의무 위반이 문제가 되는 상황이 발생할 가능성이 있으나, 현재 SPAC 실무상 그러한 법적 문제를 특별히 염두에 두고 있는 것 같지는 않다.

2. SPAC의 합병관련 공시의무 : 정보의 정확성 보장 및 예측정보의 면책

가. 미국 제재 사례 : Momentus 합병 건

(1) 증권거래위원회의 제재

SPAC은 상장회사로서 IPO 및 합병단계에서 공개되는 정보의 정확성과 진실성을 투자자에게 담보할 수 있어야 하고 부실공시에 대한 투자자의 손해가 발생하면 1933년 증권법 및 1934년 증권거래소법의 법리에 따라 SPAC 및 기타 관련자들이 책임을 지는 것이 원칙이다.105) SPAC은 IPO 단계에서 유의미한 정보가 공개되지는 않으므로 전통적인 증권법제에서와 같이 상장시 제출되는 공시서류에 대해서 발행회사, 그 임직원 및 인수인 등에 대하여 엄격한 책임을 묻는 것만으로는 부족하고, 합병과 관련된 부실한 정보제공을 막는 것이 더 중요하다.106) 최근 미국의 규제당국도 SPAC의 합병시 대상회사에 대한 정보제공의 정확성을 높이고 예측정보에 대한 면책의 범위를 좁히는데 주력하고 있다.107)

2021년 7월 미국 증권거래위원회는 SPAC인 Stable Road Acquisition Corp., 그 스폰서, 최고경영자 및 합병대상 법인인 Momentus Inc.(이하 "모멘투스"라 한다.),에 대하여 모멘투스의 기술 및 그 설립자인 코코리치(Kokorich)의 국가안보 관련 위험에 관한 부실한 정보제공을 이유로 총 8백만 달러를 넘는 과징금을 부과하는 내용의 제재안을 발표하였다.108) 증권거래위원

---

104) 상법 제542조의8 제1항, 코스닥시장 상장규정 제28조 제1항 제7호.
105) John Coates, 앞의 논문 (주 6), p.5.
106) Usha Roadriguez, 앞의 논문 (주 9), p.21.
107) John Coates, 앞의 논문 (주 6), p.5-6; Andrew Tuch & Joel Seligman, 앞의 논문 (주 5), p.45.
108) 보다 구체적으로는 (i) Stable Road에 대해서 100만 달러, Momentus에 대해서는 700만 달러, SPAC CEO에게는 4만 달러의 과징금이 부과되고, 그 밖에 (ii) Stable Road 설립자 지분의 일부 (25만주) 몰수, (iii) PIPE 투자자들에 대한 인수계약 종료권한 인정, (iv) Momentus의 정보투명성 제고를 전제로 합병의 효력을 인정하는 내용의 합의가 진행되었고, 합의에 실패한 코코리치만을 상대로 소송이 제기된 것이다. SEC Press Release, SEC Charges SPAC, Sponsor, Merger Target, and CEOs for Misleading Disclosures Ahead of Proposed Business Combination, For Immediate Release 2021-124 (Jul 13 2021). https://www.sec.gov/news/press-release 2021-124.

회는 1년간의 조사 끝에 사상 최초로 SPAC 거래의 상장 및 합병 양 측면을 모두 겨냥한 본건 제재를 단행하였다.[109] 모멘투스는 우주에서 이동수단을 제공하려는 스타트업인데, 실제로는 자체적으로 설정한 위성궤도 진입기술 성공 기준에 못 미쳤으나 "테스트 성공"을 전제로 재무성과 전망치를 발표하였고, 코코리치의 러시아 국적 보유로 인한 미국 정부 승인절차 지연과 같은 국가안보 위험을 제대로 스폰서에게 알리지 않았다.[110] 스폰서는 등록신고서와 합병을 위한 위임장권유문서에서 모멘투스의 기술적 결함과 국가안보 위험에 관하여 부실기재를 함으로써 투자자들에게 불충분한 공시를 한 것으로 인정되었고, 향후 이러한 위험요소가 사업계획에 반영되고 나서는 모멘투스의 기업가치가 11억 달러에서 약 6억 달러로 폭락하였다.[111]. 게리 겐슬러(Gary Gensler) 증권거래위원회 위원장은 모멘투스 사건이 "SPAC 합병을 통해 큰 수익을 거두려는 자들이 불충분한 실사를 수행하고 투자자들을 오도할 지도 모른다는 SPAC 거래에 내재한 위험을 잘 드러낸다"고 비판하였다.[112]

(2) 예측정보 공시 관련 쟁점

합병당시 공시에 따르면 모멘터스의 수익은 2019년 0달러였지만 2027년 40억 달러까지 증가할 것이라고 예견되었는데 SPAC의 합병관련 공시서류에 기재된 예측정보(forward-looking statement)가 증권법상 면책대상이 되는지에 대해서도 활발한 논의가 이루어지고 있다.[113] 1995년 통과된 사적증권소송개혁법(Private Securities Litigation Reform Act, 이하 "PSLRA"라 한다.)은 개인투자자들의 남소를 저지하기 위하여 공시서류에 포함된 예측정보에 대해서는 유의미한 단서를 제공하는 등과 같이 일정한 조건을 충족시키는 것을 전제로 1993년 증권법 및 1934년 증권거래소법상 책임으로부터 면제될 수 있도록 하였다.[114] 다만 PSLRA는 'IPO와 관련된 예측정보'에 대해서는 면책대상에서 제외하고 있는데, SPAC의 합병관련 예측정보는 PSLRA상 면책대상이 되는 예측정보인지, 면책대상에서 제외되는 IPO 관련 예측정보인지 논의가 분분하다.

미국의 법률실무가들은 대체로 SPAC의 합병은 'IPO'와 달리 PSLRA상 면책조항의 적용을

109) Reuters, U.S. SEC charges blank check firm Stable Road, space startup Momentus with misleading claims (July 14, 2021). https://www.reuters.com/business/us-sec-charges-blank-check-firm-stable-road-space-startup-momentus-over-2021-07-13/.
110) SEC, 앞의 보도자료 (주 108).
111) 증권거래위원회는 스폰서가 모멘투스의 우주 기술 테스트 결과에 대해 충분한 실사를 수행하지 않았고 국가안보위험에 대한 경계가 부족했다는 점을 지적하였다. SEC, 위 보도자료 (주 108).
112) SEC, 위 보도자료 (주 108).
113) Usha Rodriguez, 앞의 논문 (주 9), p.22.
114) SPAC의 합병시 예측정보가 IPO시의 예측정보와 달리 개인투자자의 소송제기로부터 면책대상이 될 수 있다고 하더라도 증권거래위원회 등 규제당국의 제재 대상이 될 수 있다는 데는 이론이 없다. John Coates, 앞의 논문 (주 6), p.6.

받을 수 있다는 견해를 전파해왔다.[115] 최근 학계에서는 PSLRA상 면책에서 제외되는 IPO에 SPAC의 합병을 포함해야 한다는 취지의 반론이 제기되면서, PSLRA상 면책대상에서 제외되는 IPO의 범위, SPAC의 합병시 제공되는 예측정보의 면책 여부에 관하여 논란이 이어지고 있다.[116] 한편, 거래 실무상 IPO의 예측정보 면책 제외는 IPO시 예측정보의 공시 위축을 초래하였는데, SPAC은 반드시 합병대상의 재무적 전망에 대해서 투자자들에게 정보 제공이 이루어져야 하기 때문에 면책 제외가 능사는 아니라는 반론도 있다.[117] 증권거래위원회는 2021년 4월 SPAC의 합병시 예측정보를 면책 대상에서 제외해야 된다는 가이드라인을 발표함으로써 이러한 논쟁을 더 가속화시키고 있다.[118]

나. 국내법상 함의

자본시장법에 따르면 SPAC은 IPO와 합병시 모두 증권신고서를 제출하여야 하고(제119조 제1항), 증권신고서와 투자설명서 중 중요사항에 관하여 거짓의 기재 또는 표시가 있거나 중요사항이 기재 또는 표시되지 아니함으로써 증권의 취득자가 손해를 입은 경우에는 그 증권신고서의 신고인 등이 손해에 관하여 배상책임을 진다(제125조 제1항 제1호 – 제7호). 단, 예측정보가 일정한 조건을 충족하는 경우, 즉 그 기재 또는 표시가 예측정보라는 사실이 밝혀져 있고, 예측 또는 전망과 관련된 가정이나 판단의 근거가 밝혀져 있고, 그 기재 또는 표시가 합리적인 근거나 가정에 기초하여 성실하게 행하여졌고, 그 기재 또는 표시에 대하여 예측치와 실제 결과치가 다를 수 있다는 주의문구가 밝혀져 있으면 그 손해에 대한 배상책임으로부터 면책될 수 있고(제125조 제2항 제1호-제4호), "주권비상장법인이 최초로 주권을 모집 또는 매출하기 위하여 증권신고서를 제출하는 경우", 즉 IPO시에는 예측정보가 면책대상에서 제외된다(제125조 제3항).

한국에서는 SPAC의 상장 및 합병시 증권신고서에 기재되어야 하는 내용이 금융감독원이 안내하는 서식에 매우 상세하게 규정되어 있으므로 투자판단에 필요한 충분한 정보가 제공될 것으로 기대된다. 다만 아무리 서식 및 기재례가 상세하다고 하더라도 신고인, SPAC의 임직원, 인수인 등은 법률상 허위기재, 기재누락에 대한 책임의 주체로서 기업실사를 충실하게 진행하고 투자자들에게 제공되는 정보의 정확성을 담보해야 한다. 한국에서도 SPAC의 IPO시에는 거래를 주도하는 증권회사에 관한 정보를 제외하고는 해당 거래에 고유한 유의미한 정보는

---

115) Andrew Tuch & Joel Seligman, 앞의 논문 (주 5), pp.53-54.

116) Joan Coates, 앞의 논문 (주 6), pp.19-23.

117) Amanda Rose, 앞의 논문 (주 23), p.42.

118) John Coates, SPACs, IPOs and Liability Risk under the Securities Laws, SEC Division of Corporation Finance (Apr 8 2021). https://www.sec.gov/news/public-statement/spacs-ipos-liability-risk-under-securities-laws.

사실상 없으므로 발행회사의 공시와 투자참여 여부의 결정에는 별 상관관계가 없다. 한편, IPO에 참여한 투자자들은 합병신고서 및 위임장권유문서 등에서 제공된 정보를 보고 반대주주의 주식매수청구권을 행사할지, 즉 '탈퇴'에 관한 투자판단을 하게 되므로 해당 정보의 정확성을 제고하고 부정확한 정보에 대한 책임을 묻는 것은 중요할 수밖에 없다.

자본시장법도 미국의 PSLRA와 마찬가지로 최초 기업공개시에만 예측정보를 면책대상에서 제외하기 때문에 SPAC의 합병시 제공되는 합병대상회사의 예상 수익 등의 정보가 면책대상이 되는지 여부에 대해서도 견해대립이 예상된다.[119] 자본시장법 제125조 제3항의 문리해석상으로는 '최초로 주권을 모집 또는 매출' 개념에 IPO후 진행되는 합병시 SPAC의 신주발행이 포함되기 어려운 것은 사실이다. 한편, SPAC의 IPO시에는 실질적 정보가 거의 제공되지 않는다는 점에 주목하여 IPO와 SPAC 합병을 하나의 거래로 간주하는 적극적 해석을 통하여 SPAC 합병 관련 예측정보를 면책대상에서 제외하는 시도가 불가능한 것도 아니다.

3. IPO시 인수인의 합병공시 관련 손해배상 책임

가. 미국에서의 논의

SPAC 거래는 설립 후 IPO와 합병이라는 2단계로 진행되므로 IPO 단계에서는 투자은행이 인수인으로서 업무를 수행하고 합병단계에서는 같은 투자은행이 합병의 재무자문인이 된다.[120] SPAC은 IPO 단계에서 1933년 연방증권법에 대한 증권신고서를 제출하여야 하고 인수인으로 선임된 투자은행은 동 법 제11조에 따라서 해당 증권신고서의 허위기재 및 기재누락으로 인하여 투자자에게 손해가 발생하면 그 손해를 배상할 책임을 부담하기 때문에 이론적으로는 발행회사에 대한 충실한 실사를 수행할 의무가 있다.[121] 그러나 SPAC 구조의 특성상 투자판단에 영향을 미치는 중요정보는 합병 단계에서 투자자들에게 제공되고, IPO는 '깡통회사'를 상장시키는 형식상의 절차에 불과하여 IPO 시의 인수인은 사실상 1933 미국 연방증권법 제11조에 따른 책임을 질 가능성이 극히 낮다. 한편, SPAC의 합병단계에서 재무자문인이 되는 투자은행들은 인수인이 아니기 때문에 형식논리에 따르면 1933년 연방증권법 제11조에 따라 부실기재에 대한 손해배상책임을 부담하는 주체가 되지 않는다.[122]

최근 게리 겐슬러 증권거래위원회 위원장 등은 투자은행들이 형식논리를 활용하여 인수인의 무거운 법적 책임에 대해서 벗어나려는 행태를 비난하면서 SPAC의 거래구조의 특징으로 인해서 발생하는 규제차익을 없애는 쪽으로 관련 규정을 정비하는 안을 제안하였다.[123] 겐슬

119) 김지안, 앞의 논문 (주 29), 147쪽.
120) John Coates, 앞의 논문 (주 118), p.7.
121) 15 U.S.C. § 77k; John Coates, 앞의 논문 (주 118), p.7.
122) Usha Rodriguez, 앞의 논문 (주 9), p.20.

러 위원장은 “다수의 문지기들이 전통적인 IPO와 SPAC 거래에서 기능적으로 같은 역할을 수행하면서도, [1933년 연방증권법상 책임 주체가 아니라는 이유로 – 역자주] 자신들에게 기대되는 실사 의무를 이행하지 않는 것 같다.”라고 언급하고, SPAC 거래를 조력하는 투자은행들의 의무와 책임 강화를 추진하고 있다.[124)]

학계에서도 SPAC의 합병단계에서 투자자들에게 제공된 정보에 대해서 IPO시 인수인인 투자은행들이 연방증권법 제11조에 따른 책임을 부담하도록 해야 된다는 견해가 힘을 얻고 있다.[125)] SPAC은 (i) IPO 단계에서 증권신고서를 제출하고, (ii) 합병시 Form S-4 또는 F-4 서식을 사용한 증권신고서를 제출하며 (ii) PIPE 투자자와 워런트 보유자들의 전매를 위한 일괄신고서를 합병 완료 단계 이후에 제출하는데, 이 경우에는 (ii) 단계에서의 증권신고서의 기재에 대하여 재무자문인에게 인수인으로서 연방증권법 제11조에 따른 엄격책임을 물을 수 있는지, 그리고 상당한 주의의 항변(due diligence)이 허용되는지가 문제가 된다.[126)]

연방증권법 제2조(a)11에 정의된 인수인은 (i) 증권을 분매(distribution)할 목적을 가지고 발행인으로부터 증권을 매수하는 자, (ii) 증권의 분매와 관련하여 발행인을 위하여 매도하는 자 및 (iii) 직간접적으로 인수업무에 ‘참여(participate)’하는 자로 해석될 수 있는데, 인수인 여부 판단시에는 실제로 해당 증권의 모집과 관련하여 어떠한 역할을 수행하였는지가 중요하다.[127)] 따라서 SPAC의 합병단계에서 자문인의 역할이 해당 정의상 ‘인수업무에 직간접적’으로 참여하는 것으로 볼 수 있는지가 해석상 관건이 된다.[128)] 단, 연방증권법 제11(a)조에서 배상을 받을 수 있는 주체로 규정된 ‘증권을 매수한 자’의 해석과 관련하여 ‘추적가능성(tracebility)’을 요구하는 미국 판례법리 때문에 증권신고서의 제출시점 (합병) 및 손해를 입은 투자자의 증권 매수시점 (IPO시) 간 선후관계가 문제될 수 있다는 우려가 있다.[129)] 최근 들어 SPAC 투자로 인하여 손실을 입은 사례가 빈번하게 문제되면서 SPAC 구조를 법형식적으로만 해석하기 보다는 합병시 자문인의 역할을 인수인과 같이 취급할 수 있도록 적극적인 법리를 형성하자는

---

123) Reuters (Dec 10, 2021) U.S. SEC mulls tougher rules for SPAC gatekeepers, chairman says. https://www.reuters.com/legal/litigation/us-spac-gatekeepers-face-tougher-disclosure-rules-around-fees-conflicts-sec-2021-12-09/

124) Gery Gensler, Remarks Before the Healty Markets Association Conference (Dec 9, 2021). https://www.sec.gov/news/speech/gensler-healthy-markets-association-conference-120921.

125) Andrew Tuch & Joel Seligman (주 5), p.27

126) Andrew Tuch & Joel Seligman, 앞의 논문 (주 5), p.27.

127) Loius Loss, Joel Seligman and Troy Paredes, Fundamentals of Securities Regulation, 7th Edition, vol.1, Wolters Kluwer (2021), pp.496-497.

128) John Coates, 앞의 논문 (주 118), p.7.

129) Andrew Tuch & Joel Seligman, 앞의 논문 (주 5), p.27; Usha Rodriguez, 앞의 논문 (주 9), p.69. note 266. 에서는 연방증권법 제11조에 따른 책임을 부과하기 위해서 요구되는 ‘추적가능성’ 요건 때문에 SPAC 거래에서 합병단계 제출되는 신고서에 대해서 투자은행에게 무거운 책임을 물으려면 의회에 의한 법개정이 필요하다고 설명하고 있다.

견해가 힘을 얻고 있다.130)

나. 국내법상 함의

(1) 합병시 투자매매업자의 주선인 해당 여부

SPAC IPO시의 인수인으로 선임된 투자매매업자는 합병시에는 인수업무를 하지 않고 따라서 합병시 제출하는 증권신고서의 부실기재에 대해서 '인수인'으로서는 책임을 부담하지 않는다(자본시장법 제125조 제1항 제5호). 자본시장법상 인수인이란 증권을 모집·사모·매출하는 경우 인수를 하는 자를 의미하고(제9조 제12항), 인수란 제삼자에게 증권을 취득시킬 목적으로 총액인수 또는 잔액인수 계약을 체결하거나 동 계약 체결 행위를 전제로 발행인 또는 매출인을 위하여 증권의 모집·사모·매출을 하는 것을 의미한다(제9조 제11항). 자본시장법상 인수 또는 인수인 관련 조항의 문리해석상 SPAC이 발행하는 증권의 가격 변동에 따른 위험을 부담하지 않는 합병 거래에서의 재무자문인을 인수인의 정의에 포함시키기는 어렵다.

2013년 자본시장법 개정으로 증권모집의 주선인에 대해서도 인수인과 동일한 부실기재에 따른 배상책임을 부담하도록 자본시장법 제125조 제1항 제5호가 개정되었다. 자본시장법상 주선인이란 인수 외에 발행인 또는 매출인을 위하여 해당 증권의 모집・사모・매출을 하거나 그 밖에 직접 또는 간접으로 증권의 모집・사모・매출을 분담하는 자로 정의된다(제9조 제13항). 미국 연방증권법상 인수인의 정의를 확대해석하여 합병시 재무자문인을 "인수업무에 참여하는자"로 간주하려는 시도에 비추어 보면, 한국의 SPAC거래에서 합병시 자문을 제공하는 증권회사를 "증권의 모집을 간접으로 분담하는자"로 해석할 수 있을지가 관건이 될 것이다. 국내에서도 시장에서 수요공급에 따른 호가방식으로 상장된 주식의 유통시장 매매가 이루어지는 직상장(direct listing)의 경우 인수인이 선임되지 않기 때문에 전체 거래과정을 주도한 재무자문인들을 자본시장법상 주선인으로 볼 수 있다는 견해가 있다.131)

(2) 재무자문인의 증권신고서 부실기재 책임 부과 방안

한국 SPAC 시장의 특징 중 하나로 자문을 제공하는 증권회사가 합병회사 물색, 합병가격 산정에 주도적인 역할을 하고, 증권신고서에도 그러한 기재가 이루어지고 있다.132) 자본시장법

---

130) 위 III.2.가.에서 언급한 모멘투스 사건의 인수인/합병자문인이었던 캔터 피츠제럴드가 합병신고서 기재내용에 대해서 증권법상 무거운 책임을 부담한다면 불구하고 그렇게 허술한 실사를 진행하고 거짓정보가 공중에게 전달되도록 두었을 것인지 의문이라는 취지이다.Usha Rodriguez, 앞의 논문 (주 9), p.69.

131) 류지민, 앞의 논문 (주 19), 316쪽.

132) 기업공시서식 제11-4-7조(기업인수목적회사의 금융투자업자의 역할 및 의무) 기업인수목적회사의 발기인으로 참여하는 금융투자업자의 역할, 관련법규에 따라 일정수준 이상의 지분증권 등의 투자의무가 있는 경우

제125조에서 증권신고서 부실기재에 대하여 인수인 또는 주선인에게도 책임을 부담시킨 것은 일반투자자에 비하여 전문적인 지식을 가지고 발행인과 인수계약을 체결하여 증권의 모집·매출과정에서 업무를 통하여 증권이나 그 발행인에 관한 정보가 투자자에게 제공되도록 하기 위해서이다.[133] 즉, 해당 조문의 해석시에는 전문성의 우위에 있는 증권회사의 책임을 강화하여 실사를 충실히 하게 하고 정확한 정보가 시장에 유통되도록 하는 목적으로 발행인 외에도 다양한 전문가들을 책임 주체로 확대한다는 입법취지가 감안되어야 할 것이다. 거래에서 비중 있는 역할을 차지했다는 사정만으로 인수인에 상응하는 증권신고서 부실기재 책임을 부과하기는 것은 옳지 않지만,[134] 공모주식 매수시 인수인이 향후 합병 단계에서도 그 평판자본과 전문성을 활용하여 자문을 제공하고, SPAC 입장에서는 그 자문에 절대적으로 좌우된다는 점에서 IPO 모집과 합병간의 '연결고리'를 찾는 시도를 해 볼 수 있다.

한국의 기업인수목적회사가 IPO시 제출한 증권신고서는 '그 밖에 투자자보호를 위해 필요한 사항'에 "기업인수목적회사에서의 금융투자업자의 역할 및 의무"를 기재하고, 통상 "당사의 발기인으로 참여하는 금융투자업자인 [증권회사 명칭]는 당사의 기본구조를 디자인하고 발기인으로 참여할 자를 섭외하였으며, 직접 또는 대리인을 통하여 회사 설립에 필요한 각종 실무를 처리하였습니다. 또한, 상장 이후 성공적인 합병이 이루어지도록 합병대상법인 물색 및 제반 합병업무를 수행하고 합병 이후에도 기업이 계속적으로 성장하기 위해 필요한 경우 금융컨설팅 또는 경영컨설팅 등을 제공할 것입니다."라는 문구를 기재한다.[135] 이처럼 SPAC의 합병자문인은 (i) IPO시 인수인과 같은 법인(entity)으로서 거래 전반을 이끌어 가고, (ii) 일반투자자들은 IPO 단계에서 인수인이자 합병의 자문인이 되는 증권회사의 평판과 능력을 신뢰하여 투자를 결정하고, (iii) 인수수수료 총액보다 합병자문수수료가 많은 경우도 있어서 합병시 자문업무를 '단순 조력'이라고 치부하기 곤란하다는 점을 고려할 때, '빈껍데기 IPO 이후 비상장회사 합병'이라는 2단계 구조를 취함으로써 법적 책임으로부터 벗어나도록 하는 규제차익이 정당화 될 수는 없다. 따라서 합병시 증권신고서 부실기재에 대한 책임을 부과할 법적 근거를 만들 필요성이 인정된다.

합병자문인을 자본시장법상 인수인 또는 주선인으로 보기 어렵다면 자본시장법 제125조 제1항 제2호에 따른 상법상 업무집행지시자에 포섭하는 방안도 고려해 볼 수 있다. 자본시장법은 미국 연방증권법 제11(a)조와 달리 상법 제401조의2 제1항 각 호의 어느 하나에 해당하는

그 내용을 기재한다.

133) 임재연, 자본시장법, 2022년판, 박영사 (2022), 568쪽.

134) 김정연, 앞의 논문 (주 19), 113쪽.

135) FSN 증권신고서 (케이비투자증권, 2015.2.12.), 고려시멘트 증권신고서 (우리투자증권, 2014.6.30.), 교보12호 스팩 증권신고서 (교보증권, 2022.5.12.)는 모두 동일한 문구를 사용하고 있다. 미래에셋대우 스팩5호 (미래에셋대우, 2020.8.5.) 등 다소 표현에 차이가 있는 경우들도 있지만, '구조의 설계', '발기인 섭외', '합병대상법인 탐색(물색)', '합병실무 수행' 등 언급되는 역할은 동일하다.

자로서 증권신고서의 작성을 지시하거나 집행한 자도 배상책임자로 규정한다. SPAC 거래를 주도하는 증권회사는 상법 제401조의2 제1항 제1호의 "회사에 대한 자신의 영향력을 이용하여 이사에게 업무집행을 지시한 자"로서 자신의 임직원 가운데 SPAC의 이사로 추천한 자를 통하여 증권신고서 작성을 지시한 자로 해석될 여지가 없지는 않다. 상법상 업무집행지시자에 해당하더라도 경영상 결재라인에서는 비켜나 있는 경우라면 책임부과를 위한 지시를 증명하기는 현실적으로 어렵다는 부정적인 견해도 있지만,[136] SPAC 거래에서 인수인이자 합병자문인이 되는 증권회사의 역할을 감안하여 합병신고서 부실기재로 인한 손해배상 책임 주체가 되도록 적극적 해석을 하는 방안을 고려해 볼 수 있다.

Ⅳ. 제도적 개선방안

1. 미국 증권거래위원회의 SPAC 규제 개정방안

가. 기업공시국 가이드라인 (2020년 12월)

미국에서는 증권거래위원회가 SPAC의 거래구조로 인하여 발생하는 규제차익과 부실합병이 강행됨으로써 반복적으로 발생하는 투자자 손해 등의 문제를 극복하기 위한 제도개선을 주도하고 있다. 2020년 12월 상장회사의 공시를 총괄하는 기업공시국(Division of Corporation Finance)은 SPAC 공시 가이던스(CF Disclosure Guidance, 이하 "2020년 12월 가이던스"라 한다.)를 발표하였고, SPAC의 IPO 및 합병 각 단계의 공시서류 작성시 고려할 사항들을 짚고 있다.[137] 2020년 12월 가이던스는 SPAC의 스폰서 및 임직원들에 대하여 직접적인 구속력을 가지는 문서는 아니지만, 향후 잇단 증권거래위원회의 SPAC 조사 및 제재, 2022년 3월 규정 개정안 제출 등과 궤를 같이함으로써 SPAC 규제강화의 신호탄이 되었다는 의미를 지닌다.[138]

2020년 12월 가이던스는 일반투자자들에게 SPAC에 내재한 잠재적 이익충돌, SPAC의 스폰서·임직원 및 이해관계자들이 보유하는 경제적 이해관계 및 보상/보수에 관한 정보가 전달되록 하는데 초점을 맞춘다. 첫째, SPAC IPO 단계에서 이루어지는 공시서류 작성시에는 (i) SPAC을 청산하고 공모자금을 투자자에게 지분 비율로 반환할 의무가 발생하는 합병 기한이 다가올수록 스폰서와 임직원들이 선택지가 좁아진다는 점, (ii) 합병 대상 선정 및 가치 평가와

---

136) 한국증권법학회, 자본시장법 주석서 개정판 I (2015), 박영사, 644-645쪽.
137) Special Purposes Acquisition Companies, Division of Corporation Finance, Securities Exchange Commission, CF Disclosure Guideline: Topic No. 11 (Dec 22, 2020).
138) 김지안, 앞의 논문 (주 29), 139쪽.

관련해서 SPAC의 스폰서와 임직원들의 이해관계가 일반투자자들의 이해관계와 일치하지 않을 수 있다는 점, (iii) SPAC의 스폰서가 취득한 SPAC 발행 증권의 조건이 일반투자자들이 공모시 취득한 증권과 상이하여 스폰서가 SPAC에 지배력을 가지고, 일반투자자들과 투자조건이 다른 사모투자자가 유입될 수 있다는 점을 고려해야 한다.

둘째, SPAC의 합병단계에서의 공시서류 작성시에는 (i) 합병시 추가적 자금조달이 필요할 수 있고, (ii) 합병대상 선정시 SPAC의 스폰서와 임직원들은 일반투자자들과 이해관계가 다를 수 있고, (iii) IPO시의 인수인이 인수업무 외에도 다른 서비스를 제공할 수 있으며 합병이 성사되어야 수수료를 받을 수 있다는 점을 고려하도록 했다. 따라서 SPAC은 합병시 추가적 자금조달, 전환사채 등의 발행 여부, 예상 합병 대상 선정의 이유 및 합병 대가 등 합병 조건에 관한 상세, 합병 대상 선정과 관련된 이사회의 결의, SPAC의 스폰서, 임직원 등이 합병에 대해서 가지는 경제적 이해관계 및 합병시 지급될 대가, 일반투자자들과의 이익충돌 가능성 및 이를 조정할 방안, 인수인이 합병과 관련하여 제공하는 서비스 및 인수인이 합병 성사 후에 받게 되는 수수료 일체 등에 관한 정보를 상세히 제공하여야 할 것이다.[139]

나. SPAC의 집행 활성화

2021년 4월 당시 기업공시국을 이끌었던 존 코츠(John Coates) 교수는 급증하는 SPAC 거래가 투자자 보호와 관련하여 야기할 수 있는 법적인 문제를 지적하고, 특히 합병단계에서의 공시 개선 및 법적 책임의 강화를 주장하였다.[140] 코츠 교수에 따르면 SPAC의 합병단계에서는 전통적인 IPO에서의 부실공시에 대한 무거운 연방증권법상 책임이 부과되지 않는다는 시장참여자들의 고정관념은 오산이거나 의도된 규제차익 추구행위에 지나지 않으므로 합병과 관련된 정확한 정보제공 및 관련 규제 정비가 필요하다. 구체적으로는 첫째, IPO이건 SPAC이건 모든 종류의 증권거래에서는 투자판단에 필요한 중요한 정보가 제공되어야 하고, 둘째, PSLRA상 예측정보 면책의 예외를 IPO 단계뿐만이 아니라 비상장회사에 관한 정보가 최초로 시장에 공개되는 SPAC의 합병단계에도 확대 적용할 것을 적극 고려하여야 하고, 셋째, SPAC의 합병단계를 "실질적인 IPO"로 취급하여 실사를 바탕으로 한 정확한 예측정보가 전달되어야 한다.[141] 해당 성명서가 시장의 주목을 받은 것은 2021년 7월의 모멘터스 제재 건에서 유사한 논리가 그대로 적용되었기 때문이다.[142] 증권거래위원회는 SPAC의 공시서류에 모멘터스의

139) 2021년 발표된 SPAC관련 ESMA 가이드라인에서도 이러한 내용의 정보들이 특히 SPAC의 합병시 투자자들에게 전달되도록 하는 점을 강조한다. ESMA, Public Statement, SPACs: Prospectus disclosure and Investor protection considerations (July 15, 2021).

140) John Coates, SPACs, IPOs and Liability Risk under the Securities Law (Apr 8, 2021).

141) SPAC이 저비용 저규제 거래라는 시장의 오판이 만연하는 현상에 대한 비판은 John Coates, 앞의 논문 (주 140)에서 상술하고 있다.

142) Marc Berger et al., SEC Focuses Enforcement Efforts on SPAC Transactions, Harvard Law School Forum

기술테스트가 실패했음에도 성공을 전제로 한 예상수익정보를 공개한 것은 합병대상회사가 제공한 수치에 바탕을 두었다고 인정하면서도, 충분한 실사를 하지 않은 SPAC과 그 임원도 과실에 의한 증권거래소법 위반 혐의로 제재 대상이 된다고 밝혔다.[143)]

게리 겐슬러 위원장은 2021년 11월 증권 집행 포럼(Securities Enforcement Forum) 연설에서 향후 거래의 '경제적 실질'에 주목하여 임팩트가 큰 사건 중심으로 집행이 이루어져야 한다고 강조하면서 그 대표적인 유형으로 SPAC 거래를 꼽았다.[144)] 해당 연설 직후 증권거래위원회가 몇몇 SPAC의 증권법위반 혐의에 대한 조사를 진행중이란 사실이 알려졌고, 12월에는 니콜라(Nichola)사가 SPAC과의 합병단계에서 제품, 기술적 장점 및 상업적 전망에 관하여 허위정보를 제공하였다는 혐의에 관하여 1억2,500만 달러의 합의금을 지급하고 증권거래위원회와 합의를 체결한 사실이 발표되었다.[145)]

다. 증권거래위원회 규정 개정안 (2022년 3월)

증권거래위원회는 2020년 12월 가이던스(2020.12.), 기업공시국장의 공개성명(2021.4.), 증권거래위원장의 연설 및 집행활성화(2021.12.)를 통하여 SPAC 거래에서 투자자보호 수준을 높이기 위한 환경을 조성한 끝에 2022.3.30. SPAC 관련 규정 개정안(이하 "SPAC 규정 개정안"이라 한다.)을 제출하는 안건을 3:1로 통과시켰다.[146)] 게리 겐슬러 위원장은 개정안 발표 전부터 "같은 것은 같게 다른 것은 다르게"라는 아리스토텔레스의 격언까지 동원해가며 SPAC 규정 개정안이 공시, 판매기준 및 문지기와 발행회사의 책임을 강화하여 SPAC 투자자들이 전통적인 IPO 투자자들과 같은 수준의 보호를 받을 수 있도록 한다는 점을 강조했다.[147)]

SPAC 규정 개정안의 중요내용은 다음과 같다. 첫째, 증권거래위원회에 제출하는 공시서식에 SPAC의 합병관련 정보제공의무, 특히 예상 재무정보 및 합병시 '공정성' 판단에 관한 정보제공의무가 포함된다. 둘째, SPAC의 합병시 연방증권법에 따라 제출하는 증권신고서에 기재

---

on Corporate Governance (Aug 3 2021). https://corpgov.law.harvard.edu/2021/08/03/sec-focuses-enforcement-efforts-on-spac-transactions/.

143) Marg Berger et al., 위의 글 (주 142).

144) SEC, Nikola Corporation to Pay $125 Million to Resolve Fraud Charges, For Immediate Release 2021-267 (Dec 21, 2021). https://www.sec.gov/news/press-release/2021-267.

145) Alex Wyman, Colleen Smith, and Kristin Murphy, SPAC-Related Enforcement and Litigation: What to Expect in 2022, in Harvard Law School Forum on Corporate Governance (April 13 2022). https://corpgov.law.harvard.edu/2022/04/13/spac-related-enforcement-and-litigation-what-to-expect-in-2022/.

146) Gary Gensler, Statement on Proposal on Special Pupose Acquisition Companies(SPACs), Shell Companies and Projections (Mar 30, 2022). https://www.sec.gov/news/statement/gensler-spac-20220330.

147) Forbes, Gensler Gets Philosophical: Calls For New SPAC Rules And Hints At PSLRA Change (Jan 6, 2022). https://www.forbes.com/sites/insider/2022/01/06/gensler-gets-philosophical-calls-for-new-spac-rules-and-hints-at-pslra-change/?sh=4f4f2ad27eac.

되는 예측정보(forward-looking statement)에 대해 PSLRA하에서의 면책을 제공하지 않는다. 셋째, SPAC의 합병단계에서 증권신고서 부실기재에 대하여 거래를 조력한 자문인에게도 연방증권법상 인수인의 책임이 부과될 수 있다. 넷째, 합병단계에서 제출되는 공시서류들의 내용이 시장에 전파되도록 최소 20일의 기간이 확보되어야 한다. 다섯째, SPAC이 1940년 투자회사법(Investment Company Act of 1940)에 따른 등록이 요구되는 투자회사가 아니라는 점을 명확히 한다.148)

SPAC 규정 개정안 발표 후 이미 침체기에 접어든 SPAC 시장에 더욱 찬물을 끼얹는 조치라는 반응부터 증권거래위원회가 법률의 위임 범위를 벗어난 월권적 규제에 나섰다는 비판에 이르기까지 부정적인 시장 반응이 이어지고 있다.149) 다만 일련의 집행 및 소송사례들을 통해서 SPAC 스폰서들과 투자은행들이 이익충돌에 관한 정보의 불충분하고 부정확한 제공, 투자자들의 이익에 반하는 합병거래의 강행을 일삼은 행태가 알려진 이상 어떤 방식으로든 규제를 강화할 필요성에는 공감을 얻은 것으로 보인다. 미국 상원에서도 SPAC이 향유하는 규제차익을 줄이고 공시의무를 강화하는 방안의 입법 필요성이 제기된 것도 같은 맥락이다.150)

2. 국내법상 함의

가. SPAC의 공시의무 재정비

한국 SPAC의 공시는 관련 법령 및 코스닥시장의 상장업무규정, 금융감독원의 기업공시서식 작성기준에 따라 이루어지고, 미국 증권거래위원회가 2020년 12월 발표한 가이던스에서 지적하고 있는 대부분의 고려사항들, 즉 SPAC의 이해관계자들 간의 이익충돌, SPAC 거래의 참여자들이 받는 보수, SPAC 공모전주주 및 거래를 주도하는 증권회사의 투자 내역, SPAC의 합병 대상 선정 및 합병 비율의 근거 등이 상세하게 포함되어 있다. 금융감독 당국은 기업공시서식

148) SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION 17 CFR Parts 210, 229, 230, 232, 239, 240, 249, and 270 [Release Nos. 33-11048; 34-94546; IC-34549; File No. S7-13-22], Special Purpose Acquisition Companies, Shell Companies and Projections. 2021년 미국에서는 SPAC이 1940년 투자회사법상 등록이 요구되는 투자회사에 해당하는지 여부에 관하여 논쟁이 촉발되었으나, 한국에서는 자본시장법상 집합투자기구의 정의에서 배제하는 시행령 조문이 이미 시행되고 있기 때문에 본 논문에서는 별도의 쟁점으로 다루지는 않았다. 2021년 헤지펀드 퍼싱스퀘어의 운용자인 빌 애크먼(Bill Ackman)이 설립한 SPAC의 투자자들이 제기한 소송에서 해당 쟁점이 첨예하게 다투어졌는데, 관련 논쟁에 관해서는 Reuters, Law profs defend theory that SPAC is illegal under Investment Company Act (Nov 2, 2021). https://www.reuters.com/legal/transactional/law-profs-defend-theory-that-spac-is-illegal-under-investment-company-act-2021-11-01/.

149) White & Case, SEC Proposes Rules to Regulate SPACs (Apr 18, 2022). https://www.whitecase.com/insight-alert/sec-proposes-rules-regulate-spacs; Reuters, U.S. financial firms push back on SEC bid to rein-in blank check company deals (June 15, 2021) or https://www.reuters.com/legal/government/us-financial-firms-push-back-sec-bid-rein-in-blank-check-company-deals-2022-06-14/.

150) Office of Elizabeth Warren, 앞의 보고서 (주 9), pp.19-20.

기준에 따라 상장 및 합병시 제출하는 증권신고서에 SPAC의 스폰서와 투자자 간의 이익충돌 관련 내용이 최대한 반영될 수 있도록 유도하고 있다. 예컨대, 기업인수목적회사의 특수한 위험요소로서 경영진과 기업인수목적회사의 이해상충 요소를 기재해야 하고(2022.4.18. 시행 기업공시서식작성기준 제2-3-5조), 기업인수목적회사의 임원의 이해상충, 즉 겸임·겸직정보나 타회사 지분보유상황(제9-8-1조), 그 임원의 특수관계인을 상대로 거래가 있으면 그 내역을 기재해야 하며(제10-1-5조), 기업인수목적회사의 금융투자업자의 역할 및 의무(제11-4-7조), 합병관련 소요 비용에서 기업인수목적회사의 임원·발기인의 특수관계인으로부터 자문 등의 용역을 받을지 여부 및 비용지급 여부(제12-3-5조) 등에 관한 기재도 필요하다.[151] 또 동 서식에서는 SPAC과 피합병법인의 협의에 의한 합병가액 산정시 근거가 되는 피합병법인의 수익가치 및 수익가치: 자산가치 가중평균산출비율을 공시하고 통상적인 합병에서의 수익가치:자산가치 가중평균방식과 차이를 비교하도록 하는 등 투자판단의 기초가 되는 상당한 정보가 제공되고 있다.

단, 공시대상 정보가 양적으로 증대한다고 해서 투자자들의 합리적인 투자판단을 유도할 수 있다는 보장은 없다. 국내에서 SPAC 공시의무의 재정비는 투자자들이 공시를 통해서 제공된 내용을 '이해'하고 이를 바탕으로 투자 판단을 내리는 데 어려움이 없도록 유도하는 것이 중요하다.[152] 즉, 합병신고서에서도 "필요 최소한의 정보만을 표준화하여 선택지들 간에 비교가 가능하도록 가공된 정보를 제공하는 방식" 즉, 간편 공시(smart disclosure)의 기조를 도입할 필요가 있다.[153] 실무적으로도 기업공시석식작성기준에 포함시키는 정보의 양을 늘리는 데만 감독자원을 집중하기보다는 투자자들이 직관적으로 단시간에 이해할 수 있는 정보가 유통될 수 있도록 서식을 개선하는 노력도 병행되어야 할 것이다.

나. 증권법상 책임의 강화

미국 증권거래위원회의 SPAC 규정개정안은 연방증권법과 유사한 부실공시에 대한 민사책임의 근거조문인 자본시장법 제125조 해석에도 시사점을 제공한다. 첫째는 예측정보의 면책이고 둘째는 인수인의 책임문제인데, 위 II.2에서 상술한 바와 같이 자본시장법의 해석상으로도 명확하지 않은 쟁점이기 때문이다. 위 II.2에서는 전통적인 IPO와 SPAC의 합병거래가 갖는 유사성에 주목하여 SPAC의 합병신고서에 제공된 예측정보도 면책 대상에서 제외하도록 자본시장법 제125조 제3항을 개정하고, 합병자문인을 제125조 제1항 제2호상의 상법상 업무지시자로

151) 통상 합병신고서에는 인수수수료 및 자문수수료의 금액을 기재하고, 각주에 다음과 같은 문구를 기재한다. "신고서 제출일 현재 상기 비용 외에 추가적으로 예상되는 비용은 없으며, 상기 기재한 인수수수료 및 금융자문수수료를 제외하고, 당사 임원 및 발기인, 특수관계인 등과의 거래는 없습니다.". https://dart.fss.or.kr/dsaf001/main.do?rcpNo=20160118000179.

152) 투자자보호와 관련된 정보제공모델의 한계에 관해서는 김정연, 금융상품자문법리 정립을 위한 시론, 서울대학교 법학 제58권 제1호 (2017), 374-375쪽.

153) 위의 논문, 376쪽.

보아 SPAC의 합병시 제출되는 증권신고서 부실기재에 대한 책임주체로 포섭하는 안을 제시한 바 있다. 한국의 SPAC이 미국에 비해서 설립자와 일반투자자간에 이해관계 일치가 비교적 잘 이루어져있고, 법령 및 감독기관의 가이드라인에 따라 충분한 공시가 이루어진다고 하더라도 상장 및 합병의 2단계 구조 자체로 인하여 발생하는 규제의 공백에 대비하기 위한 법령의 개정 또는 해석 원칙의 확립은 필요할 것이다.

V. 결 론

SPAC은 비상장기업에게 증권시장 진출의 기회를 보장하는 자금조달 수단으로, 일반투자자들에게는 원금 회수라는 옵션이 있으면서도 숨겨진 비상장기업 발굴에 참여할 기회를 제공하는 유익한 투자수단으로서 인기를 얻어왔다. 그런데 최근 미국에서 벌어진 일련의 제재/소송사건들을 통해서 그 민낮이 드러났다고 할 정도로, SPAC은 스폰서들이 적은 돈을 투자하여 막대한 차익과 숨겨진 수수료를 착취하면서도 가치 파괴적 합병을 강행하여 일반투자자들에게 손해를 입히고 자신들은 규제차익을 누리면서 증권법상 책임에서는 자유로운 금융기법이라는 비난에 처하게 되었다. 이에 미국에서는 SPAC에 투자한 일반투자자들을 보호하기 위하여 집행을 활성화하고 공시 등 규제와 관련 금융업자들의 책임을 강화하는 방안을 적극적으로 추진 중이다.

한국에서는 2009년 미국식 SPAC을 모방한 한국식 기업인수목적회사가 도입되어 전통적 IPO에 대한 대안으로 꾸준한 인기를 얻고 있다. 한국의 기업인수목적회사는 첫째, 규제적 측면에서 법령에 의해서 그 요건이 규율되고, 공시내용도 감독당국에 의해서 엄격하게 통제를 받는다는 점, 둘째, 감독이 가능한 증권회사가 상당한 지분을 투자하고 거래 전체를 주도함으로써 일반투자자들과의 이익충돌이 미국만큼 극적이지 않다는 점 때문에, SPAC이 기한 내 합병에 실패하거나 각 투자자가 제시된 합병에 반대하는 경우에는 원리금이 보장되는 안전한 투자수단으로 인식되어 왔다. 그러나 한국식 기업인수목적회사가 도입되고 지금까지 합병비율의 산정 자율화, 기업결합방식의 확대 등 SPAC의 자율성을 늘리는 방향의 법령개정만이 일어났을 뿐, 투자자 보호 제고를 위한 별다른 논의가 이루어진 바는 없다. 한국에서도 SPAC 거래를 주도하는 증권회사가 자신이 이해관계를 위하여 투자자에게 불리한 합병대상선정, 합병비율산정 등에 나설 유인이 없다고 단언하기는 어렵고, 그 경우 자본시장법의 해석상 책임소재가 불명확해 질 수 있다. 현재 미국에서의 SPAC 제도 개선을 위한 논의에 주목하여 한국 SPAC의 투자자 보호의 공백을 메울 수 있도록 점검할 필요가 있을 것이다. ▧

(논문접수 : 2022. 8. 28. / 심사개시 : 2022. 10. 5. / 게재확정 : 2022. 10. 19.)

참 고 문 헌

<국내문헌>

김건식·노혁준·천경훈, 회사법 제6판, 박영사 (2022)

김범준, 자본시장법상 기업인수목적회사(SPAC)제도의 도입과 법제적 과제, 기업법연구 제24권 제2호 (2010)

김정연, 직상장(direct listing)과 투자자보호 : 미국의 동향과 한국의 법제개선 방향, 기업법연구 제36권 제1호 (2022)

______, 금융상품자문법리 정립을 위한 시론, 서울대학교 법학 제58권 제1호 (2017)

김지안, SPAC 제도의 최근 쟁점과 규제동향, 상사법연구 제 40권 제3호 (2021)

노미리, 기업인수목적회사(SPAC)의 개선과제-세법상 개선과제를 중심으로, 상사판례연구 제33집 제4권 (2020)

류지민, 직상장(direct listing)에 관한 미국 증권법상의 논점 상사법연구 제40권 제2호 (2021)

박해식, 스팩(SPAC)의 투자자 보호에 대한 평가, 금융브리프 제31권 제13호 (2022)

성희활, 우회상장 규제의 역사와 현황 및 개선방안, 기업법연구 제34권 제1호 (2020)

송옥렬, 상법강의 제12판, 홍문사 (2022)

안현수, 한국형 기업인수목적회사(SPAC) 규제체계의 특징과 개선과제 - 미국의 기업인수목적회사 제도와의 비교를 중심으로, 증권법연구 제21권 제1호 (2020)

신영수, 기업인수목적회사(SPAC)의 설립, 상장, 운영 관련 실무상 제문제, YGBL 제2권 제1호 (2010)

이경윤·박권의, 새로운 기업조직으로서의 SPAC에 관한 검토, 서울대학교 금융법센터 BFL 제32호 (2008)

임재연, 자본시장법 2022년판, 박영사 (2022)

천경훈, 회사에서의 이익충돌, 저스티스 통권 제159호(2017)

______, 계열회사간 합병과 이사의 의무, 상사법연구 제36권 제3호 (2017)

한국거래소, 기업인수목적회사, SPAC의 이해 (2009)

한국증권법학회, 자본시장법 주석서 I, 개정판, 박영사 (2015)

허유경, 게이트키퍼로서의 증권인수인의 책임, 서울대학교 금융법센터, BFL 제82호 (2017.3.)

<외국문헌>

Coates, John C., SPAC Law and Myths (February 11, 2022). Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=4022809 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4022809

Daniele D'Alvia, The International Financial Regulation of SPACs between legal standardised regulation and standardisation of market practices, Journal of Banking Regulation, vol.21 (2019)

Gofman, Michael and Yao, Yuchi, SPACs' Directors Network: Conflicts of Interest, Compensation, and Competition (June 28, 2022). Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=4148668 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4148668

Jenny Hochenberg and Justin C. Clarke, SPAC Litigation : Current State and Beyond, The Review of Securities & Commodities Regulation (Feb 2022)

Michael Klausner, Michael Ohlrogge & Emily Ruan, A Sober look at SPACs, Yale 39 Journal on Regulation 228 (2022)

Office of Sen. Elizabeth Warren, The SPAC Hack :How SPACs Tilt the Playing Field and Enrich Wall Street Insiders (May 2022)

Bobby V. Reddy, Warning the UK on Special Purpose Companies (SPACs) : great for Wall Street but a nightmare on Main Street, Journal of Law Studies (2022)

Rodrigues, Usha and Stegemoller, Michael A., Redeeming SPACs (2021). University of Georgia School of Law Legal Studies Research Paper No. 2021-09, Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=3906196 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3906196

Rose, Amanda M., SPAC Mergers, IPOs, and the PSLRA's Safe Harbor: Unpacking Claims of Regulatory Arbitrage (May 19, 2021). Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=3945975 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3945975

William K. Sjostrom, Jr., PIPEs, 2 Entrepreneurial BUS. L. J. 381 (2007)

Spamann, Holger and Guo, Hao, The SPAC Trap: How SPACs Disable Indirect Investor Protection (June 12, 2022). Yale Journal on Regulation, Forthcoming, Harvard Law School John M. Olin Center Discussion Paper No. 1080 (2022), Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=4135558 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4135558

Andrew F. Tuch & Joel Seligman, The Future Erosion of Investor Protection : Expanded Exemptions, SPAC Mergers and Direct Listings Iowa Law Review (2022 Forthcoming)

Loius Loss, Joel Seligman, Troy Paredes, Fundamentals of Securities Regulation, 7th Edition, vol.1, Wolters Kluwer (2018)

Abstract

SPAC and Investor Protection

Kim, Jung-Yeun

Special Purposes Acquisition Company (“SPAC” thereafter) became popular investment vehicle for general investors after break-up of COVID19 in the United States breaking its fundraising record of previous years.. Unlisted companies could sell their securities in the stock market by merging with SPAC without paying high underwriter fees or waiting for regulatory hurdles to be cleared, which are thought to be the cost of traditional Initial Offering process (“IPO” thereafter). However, increasing investor actions against SPAC sponsors and directors show that recent SPAC boom was beneficiary only to those who had chance to invest before general investors. In March 2022, SEC proposed a rule to reinforce disclosure regulation and strengthen the obligation of investment banks who take part in SPAC M&A transaction as financial adviser for SPAC to the level of underwriter's duty at the IPO process.

In Korea, American style SPAC regime was introduced in 2009 by amending the Presidential Decree of the Financial Services and Capital Markets Act. SPACs have been consistently popular in Korean market, but never have experienced such a boom or plunge as the model did in the United States. This Article intended to analyze the reason why those gaps exist between Korea and the United States. First, Korean SPAC is regulated under the statutory provision and its disclosure material is meticously controlled by the regulatory authorities. Second, Licensed broker-dealer must invest more that 5% of shares issued by Korean SPAC. This factor makes conflict of interest between SPAC sponsors and general investors in Korea less dramatic than in the United States. Korean SPAC sponsors does not have an incentive to push ahead with disadvantageous M&A because they also have large stake in the projection of that M&A. Because of this element, sanction or investor action cases were not known in Korea. However, there are possibilities that SPAC sponsors, who lead entire SPAC deal, architecture the deal structure favorable only to

themselves and do not reveal the detail to genearl investors throuhg disclosure material. Korean financial regulators need to review current regulatory status on SPAC and find ways to strengthen related investor protection measures.

Key Words : SPAC, special purpose acquisition company, IPO, investor protection, conflict of interest