

## Special Purpose Acquisition Companies(SPAC)의 도입 및 제도화를 위한 법적 고찰\*

김 애 경

(삼성증권 법무팀, 미국변호사)

### 【초 록】

SPAC(Special Purpose Acquisition Company)은 미국에서 시작된 기업형태로서 백지수표회사(Blank Check Companies)의 진화된 형태이며, 주식공모를 통해 자금을 모은 후 합병, 주식인수, 주식교환, 자산양수 등의 방식을 이용해 기업을 인수할 목적으로 설립된 회사이다. SPAC은 공모금액의 95-100%를 신탁하여야 하고, SPAC이 인수할 대상회사의 가치는 신탁금액의 최소 80%에 해당되어야 한다. 주식공모 후 통상 18-24개월(최근에는 30-36개월로 연장) 이내에 대상회사를 인수하여야 하며, 그렇지 못한 경우 SPAC은 신탁금액을 공모주주에게 분배한 후 청산한다. SPAC이 대상회사를 물색한 후 기업인수를 달성하기 위해서는, 공모주식 과반수의 결의를 얻어야 하고, 반대 공모주주는 주식매수청구권을 행사하여 미리 정해진 금액을 환급받는다. 미국에서 시작된 SPAC은 영국의 AIM과 네덜란드의 증권거래소 등에 상장되었고, 향후 유럽시장에서 그 수의 증가가 예상되고 있다.

SPAC의 도입과 제도화를 위한 국내법 검토 결과, SPAC은 자본시장통합법상 집합투자기구에 해당되지 않을 것으로 보인다. SPAC은 증권선물거래소에 상장이 예정되어 있으므로 상법상 주식회사로 설립되어야 하고, 상법상 워런트 발행이 가능하지 않아 SPAC의 Unit은 보통주만으로 구성되어야 할 것으로 보인다. 주식매수청구권, 주주총회 과반수결의, 경영진의 주주권 제한 등은 상법상 가능하도록 설계될 수 있을 것으로 보이며, SPAC과 같은 매출이 없는 신설회사의 상장이 가능하도록 증권선물거래소 상장규정에 SPAC 상장요건특례를 신설해야 할 것으로 보인다. 또한 SPAC은 PEF와 그 제도와 기능 면에서 상이하여, 투자자에게 대안적 투자기구의 역할을 함으로써 투자대상의 다양화에 기여할 수 있다고 본다.

주제어 : Special Purpose Acquisition Company / 백지모집 / 백지수표회사 / 기업공개 / 역합병 / 우회상장

### 【차 례】

#### I. 머리말

#### II. SPAC의 소개

1. 미국에서의 SPAC의 기원
2. SPAC의 유럽 진출

#### III. SPAC의 국내 도입 및 제도화를 위한 시도

1. SPAC의 법적 성격: 집합투자기구 해당 여부
2. SPAC의 기본구조에 대한 국내법상 제도화 가능성 검토
3. 투자자 입장에서의 SPAC의 평가

#### IV. 맺음말

## I. 머리말

통상적으로 ‘기업공개’ (initial public offering 또는 IPO) 또는 ‘공모’ (public offering)<sup>1)</sup>를 통해 투자자를 모집하는 회사는 현재 영위하고 있거나 준비중에 있는 사업에 대한 건설성, 성장성 및 안정성 등을 제시하고 투자자는 기업의 이러한 성장가능성에 투자를 한다. 그런데 최근 미국 기업공개시장에서 급속도로 성장하고 있는 소위 SPAC(Special Purpose Acquisition Companies)<sup>2)</sup>이라 불리는 회사는 기업인수를 유일한 목적으로 설립된 후 기업공개를 통해 불특정다수인으로부터 자금을 모으는 회사이다. 현재 영위하고 있는 사업도 없을 뿐만 아니라 상근 직원도 없다. 한마디로 껍데기 회사인 셈이다. 그럼에도 불구하고 2003년부터 현재까지 미국시장에서 SPAC의 기업공개는 그 건수나 금액 규모에 있어서 괄목할 만한 증가를 보이고 있다. 2007년까지 SPAC의 기업공개 건수의 증가율이 매년 100%를 초과하는 추세를 보이면서 약 154개의 SPAC이 기업공개를 했으며 공모발행총액도 약 \$210억에 달한다(아래 <표 1> 참조). SPAC은 미국뿐만 아니라 유럽시장에도 진출하여 이미 11개가 기업공개를 실시하였고 앞으로도 그 수의 지속적인 증가가 예상되고 있다. 최근에는 한국회사의 인수를 목적으로 한 SPAC 1개가 아메리카증권거래소(American Stock Exchange, AMEX)에 상장되었고,<sup>3)</sup> 다른 하나는 미국의 증권거래위원회(이하 “SEC”)에 ‘증권등록신고서’ (registration statement)를 제출해 놓고 있다.<sup>4)</sup>

미국과 유럽의 기업공개시장에서 SPAC의 약진과 함께 국내에서도 SPAC에 대한 관심이 높아지고 있는 가운데 SPAC의 도입 및 제도화에 대한 논의가 진행되고 있다. 하지만 현재까지 미국에서 SPAC의 성장 및 현황에 대한 간략한 소개자료<sup>5)</sup> 외에는 SPAC의 특성에 대한 상세한 검토나 국내법상 제도화 가능성에 대한 검토를 시도한 연구는 거의 없다. 본 논문에서는 SPAC에 대하여 구체적으로 소개한 후 국내법상 SPAC의 도입과 제도화가 가능한지를 고찰하고자 한다. 이를 위해 II.장에서는 SPAC의 역사적 배경 및 현황, 기본구조, 투자자보호제도 등의 개괄을 통해 SPAC을 소개하고, III.장에서는 SPAC의 법적 성격을 규명하고 국내 법령상 SPAC의 도입과 제도화의 가능성 및 이를 위해 요구되는 법적 정비 내용을 순차적으로 살펴보고자 한다.

## II. SPAC의 소개

### 1. 미국에서의 SPAC의 기원

#### (1) 백지모집(Blank Check Offerings) 규제와 SPAC의 등장

##### 1) 장외저가주(Penny Stock)와 백지모집(Blank Check Offerings)의 규제

미국에서 기원한 SPAC은 ‘백지수표회사’ (Blank Check Companies)를 그 모태로 한다. 백지수표회사는 ‘사업계획이나 목적이 없거나 특정되지 않은 기업의 인수를 사업계획으로 밝힌 준비단계에 있는 회사’를 일컫는다.<sup>6)</sup> 백지수표회사의 기업공개를 일컬어 ‘백지모집’ (Blank Check Offerings)이라 부르는데, 이는 백지수표회사가 현재 영위하고 있는 사업이 없는데다 장래 무슨 기업을 인수할지도 정해져 있지 않기 때문에 사업계획이나 목적에 대한 중요한 정보가 충분치 않은 상태에서 이루어지는 기업공개라는 것에서 비롯된 개념이다.<sup>7)</sup> 미국에서 1980년대 후반 및 1990년대 초반에 백지모집이 붐을 이루었는데, 1987년부터 1990년까지 총 2700건에 달했다.<sup>8)</sup>

백지모집에 주로 ‘장외저가주’ (Penny Stock)가 이용되었는데,<sup>9)</sup> 이는 투기적 성격의 주식

으로서 주로 장외시장에서 거래되고 주당 발행가격이 낮은 주식을 말한다.10) 당시 브로커-딜러들의 장외저가주에 대한 사기적 판매행위는11) 그 정도가 매우 심각하여, 36개의 주(州)에서 백지모집을 전면 금지하거나 제한하였고,12) 1989년 50개 주(州)에서 실시한 설문조사 결과에 따르면 장외저가주 관련 사기행위가 주식 관련 불공정거래행위 1위를 차지하였다.13) 미국의 연방의회는 이러한 사기적 판매행위가 가능한 것은 장외저가주에 대한 중요한 투자정보가 투자자에게 제대로 제공되지 않았기 때문이라고 판단하여,14) 1990년 장외저가주의 정의를 신설하고15) 백지수표회사의 증권등록신고서에 대한 구체적 기준을 제시하는 것을 골자로 한 Penny Stock Reform Act를 제정한다.16) 그리고 그 구체적 시행규정 마련을 위임받은 SEC는 Securities Act Rule 419(이하 “Rule 419”)17)를 신설함으로써 현재의 백지모집에 대한 규제의 틀을 마련하게 된다.

Rule 419의 적용대상은 백지수표회사가 발행하는 장외저가주의 공모를 위한 모든 증권등록신고서이다.18) 신설된 장외저가주의 정의에 따르면, 장외저가주란 “주요 증권거래소에서 거래(예정)되지 않는 주식으로서 그 발행인이 3년 연속 영업을 한 경우에는 순자산 \$2백만 미만이거나 연평균 매출액이 최소 \$6백만 미만인 경우 또는 발행인이 3년 미만 영업을 한 경우 순자산 \$5백만 미만인 경우”를 말한다.19) 따라서 Rule 419는 순자산이 \$5백만 미만인 백지수표회사의 기업공개에 한하여 적용된다.20) Rule 419의 주요 내용을 살펴보면, 백지수표회사의 증권등록신고서에 다음과 같은 내용을 포함할 것을 의무화하고 있다:

- ① 기업공개를 통해 모집한 자금 중 일정금액을 제외한 금액의 90% 이상을 신탁21)
- ② 신탁된 자금은 예금이나 일정한 기준을 충족하는 MMF 또는 연방정부가 발행하거나 보증한 채권(이하 “연방정부채권”)에 한하여 투자22)
- ③ 공모주식 및 워런트(이하 “공모주식 등”)의 신탁 및 거래 금지23)
- ④ ‘대상회사’(target company)의 가치가 공모발행총액에서 인수수수료를 제외한 금액의 최소 80%에 해당24)
- ⑤ 대상회사와 인수계약 체결 후 인수 관련 중요정보 공시25)
- ⑥ 위 공시로부터 20-45 영업일 이내에 투자자에게 투자철회 기회 제공26)
- ⑦ 기업공개로부터 18개월 이내 대상회사 인수 완료27)
- ⑧ 18개월 이내에 대상회사 인수에 실패하거나 투자철회 의사를 표명하지 않는 경우 5영업일 이내에 신탁금액을 투자자의 투자비율대로 자동 환급28)

## 2) SPAC의 등장 및 현황

SPAC은 1990년대 초에 기존의 백지모집에 대한 투자자의 우려와 SEC의 부정적 시각을 극복하기 위해 Rule 419가 부과하는 규제의 틀을 자발적으로 도입함으로써 시작되었다.29) SPAC의 모든 증권등록신고서에서 밝히고 있듯이, SPAC은 “합병, 주식교환, 주식인수, 자산양수 등 방식을 통해 하나 또는 그 이상의 기업을 인수할 목적으로 설립된 백지수표회사”이다. SPAC의 기업공개는 그 성격이나 목적이 백지모집과 유사하나 Rule 419의 적용을 받지 않는다. 왜냐하면 SPAC의 공모발행총액이 \$5백만을 초과하도록 설계함으로써 그 주식은 장외저가주에 해당되지 않기 때문이다.

SPAC은 1993-1994년 13개가 성공적으로 기업공개된 후 쇠퇴하는데,30) 이는 SPAC 자체에 문제가 있었기 때문이기보다는 당시 미국 기업공개시장의 성황으로 인해 중소기업이 직접공모를 통한 자금조달이 용이해짐으로써 SPAC 활용에 대한 필요성이 그다지 크지 않았기 때문이다.31) 이후 SPAC은 2003년 중반 미국 기업공개시장의 부진과 함께 다시 등장하여 현재까지 급속도로 성장하고 있다. 아래 <표 1>에서 보는 바와 같이 2003년부터 2008년 상반기

기까지 총 154개의 SPAC이 기업공개를 하였고 이들이 모은 공모발행총액도 약 \$214억에 달한다. SPAC의 기업공개를 최다 기록한 2007년 한 해 동안의 공모발행총액만도 약 \$120억에 달했는데, 이는 같은 해 미국 시장의 총 기업공개 건수 및 금액 규모 각각의 23%와 18%에 해당되며,<sup>32)</sup> 2006년 공모발행총액과 비교하여 350% 이상 증가한 규모이다.

2005년 SPAC이 처음으로 아메리카증권거래소에 상장한 것을 기점으로<sup>33)</sup> 공모발행총액 규모나 투자자보호제도 측면에서 장외시장에서 공모된 그 이전의 SPAC과는 크게 다른 특성을 보인다. 따라서 아메리카증권거래소 상장이 주류를 이루는 2006년을 기점으로 초기 SPAC과 후기 SPAC으로 다시 구분될 수 있다. 중소형 증권사들이 인수인으로 참여한 초기 SPAC과는 달리, 후기 SPAC에는 주로 Citigroup, Deutsche Bank 등과 같은 대형 글로벌투자은행들이 참여하는 경우가 현저히 증가하였다.<sup>34)</sup> 이러한 인지도 높은 글로벌투자은행의 참여는 투자자들의 SPAC에 대한 관심을 고조시키는 역할을 하였으며 결과적으로 공모발행총액의 규모도 증가시키는 결과를 가져왔다.<sup>36)</sup> 더욱이 아메리카증권거래소에 상장이 가능해짐으로 인한 SPAC 주식의 유동성 증가는, 글로벌투자은행의 참여와 맞물려, 헤지펀드, 주식형펀드 등 기관투자자를 SPAC의 주요 고객층으로 유인하는 요인이 되었다.<sup>37)</sup>

[표1] 연도별 미국에서 SPAC의 기업공개 현황 (2008년 6월 말 현재)

연도	SPAC 수			평균 상장 규모 (백만)	총 상장 규모 (백만)
	총	장외시장	아메리카증권 거래소		
2008	10	1	9	\$337.0	\$3,370
2007	66	17	49	\$183.1	\$12,083
2006	37	19	18	\$91.5	\$3,384
2005	28	22	6	\$75.5	\$2,113
2004	12	12	0	\$40.4	\$485
2003	1	1	0	\$24.2	\$24
총	154	72	82	\$139.3	\$21,459

## (2) SPAC의 기본구조

SPAC마다 약간씩 차이를 보이고 있지만, 거의 모든 SPAC은 주요한 제도에 있어서는 동일한 모습을 갖추고 있다. SPAC의 핵심적 투자자보호제도는 기업공개를 통해 모은 공모주주의 공모발행총액이 SPAC의 기업인수 목적이 달성되기 전까지 신탁계좌에 예치되고 공모주주가 대상회사 인수에 대해 의결권행사를 통해 가부를 결정할 수 있으며 만약 부결되는 경우 신탁금액을 되돌려 받는다는 것이다. 여기서는 SPAC의 기본구조 및 투자자보호제도에 대하여 자본구조, 투자자금의 신탁, 주주총회 결의, 대상회사에 대한 제한, 경영진 관련 규제 및 인수인 관련 규제 순으로 구체적으로 살펴보고 초기 SPAC과 후기 SPAC 간의 차이점에 대해서도 살펴보기로 한다.

### 1) 자본구조

SPAC은 주로 M&A 전문가, 펀드매니저 등으로 구성된 소수의 개인들에 의해 설립된다. 이들은 ‘설립자’ (founders) 또는 ‘후원자’ (sponsors)로 불리며, SPAC의 CEO를 비롯한 ‘경영진’ (management)을 구성한다. 본 논문에서는 이들을 “경영진”으로 통일하여 부르고자 한다. 경영진은 설립 당시 통상적으로 \$25,000을 출자하여 Unit 또는 보통주를 단위당 \$0.01438)에 인수한다. 경영진의 지분비율은 설립시점에 100%이나 기업공개를 통해 공모주주의 투자가 이루어지면 약 20% 정도가 되도록 설계된다. 따라서 대다수의 SPAC은 공모주

주가 지분의 80%를 그리고 기존 주주인 경영진이 20%를 나누어 소유한다. 하지만 최근에는 경영진에게 7.5%의 지분만 부여함으로써 SPAC의 자본구조에 변화를 가져오는 시도도 이루어지고 있다.<sup>39)</sup>

SPAC은 기업공개시 보통주 1주와 통상 ‘워런트’ (Warrant) 1-2매로 구성된 Unit을 발행한다. Unit당 발행가격은 통상 \$6 또는 \$8이었으나 최근 공모발행총액의 규모가 큰 SPAC의 경우 Unit 발행가격이 \$10에 달한다.<sup>40)</sup> Rule 419의 적용을 받는 백지수표회사의 공모주식이 기업인수가 완료되기 이전에 거래될 수 없는 것과는 달리, SPAC의 Unit은 공모 후 곧바로 거래될 수 있으며, 일정한 기간이 지나면 Unit은 보통주와 워런트로 분리되어 각각 따로 거래될 수 있다.<sup>41)</sup>

워런트는 Unit의 공모발행가격보다 통상 약 25-35%<sup>42)</sup> 할인된 가격으로 보통주 1주를 취득할 권리이며, SPAC이 기업인수를 완료한 후 3-5년 동안 행사할 수 있다. 또한 SPAC의 보통주가 미리 정해진 가격(통상 공모발행가격의 130-150%) 이상으로 일정기간 지속적으로 거래되면, SPAC는 워런트에 대하여 명목금액만을 지급함으로써 임의로 상환할 권리가 있다.

## 2) 투자자금의 신탁

SPAC의 가장 중요한 투자자보호제도 중 하나는 Rule 419와 마찬가지로 공모주주로부터 모집한 투자자금을 신탁계좌에 예치하여 사용을 제한한다는 것이다. 초기 SPAC의 경우 공모발행총액의 평균 85-90%를 신탁하였으나, 후기 SPAC의 경우 평균 95-98%를 신탁한다.<sup>43)</sup> 특히 2007년의 경우 신탁된 금액에서 발생하는 이자수익의 일부를 SPAC의 운영 및 관리비용에 충당함으로써 공모발행총액의 100%를 신탁하는 SPAC도 증가하고 있다.<sup>44)</sup>

Rule 419하에서는 신탁금액을 예금이나 일정 기준을 충족한 MMF 또는 연방정부가 발행하거나 보증한 채권에만 투자할 수 있는 반면, SPAC의 경우 투자대상이 별도로 정해진 것은 아니다. 하지만 SPAC은 미국의 펀드를 규제하기 위한 법령인 Investment Company Act of 1940(이하 “투자회사법” 또는 “ICA”)의 규제를 받는 투자회사에 해당되지 않도록 신탁금액을 만기가 180일 이내인 연방정부채권에 주로 투자한다.<sup>45)</sup>

신탁금액은 SPAC이 기업인수에 성공하거나 실패하여 청산하기 이전에는 인출할 수 없다. SPAC의 기업인수 관련 실사 및 자문 비용 등도 애초에 신탁금액에 포함되지 않은 자금에서 사용하거나 신탁금액에서 발생하는 이자소득에서만 사용한다. SPAC이 기업인수에 성공하면 신탁금액은 대상회사의 인수자금으로 사용되거나 인수대가가 주식인 경우에는 대상회사 운영자금으로 충당된다. 만약 SPAC이 기업인수에 실패하는 경우 신탁금액 전부 및 그로부터 발생한 이자소득(이에 대한 세금 및 이미 허용된 지출분 제외)은 공모주주가 보유하는 주식수에 비례하여 균등하게 분배된다.

## 3) 기업인수에 대한 주주총회 결의

SPAC이 기업공개 후 대상회사를 모색하여 합병계약, 주식교환계약 등을 체결하면, 이를 주주총회를 통해 공모주주의 결의에 붙여야 한다. SPAC 설립지의 법령상 주주총회 결의가 요구되지 않는 경우에도 SPAC 제도상으로는 요구된다.<sup>46)</sup> SPAC이 기업인수를 완료하기 위해서는 주주총회 결과 두 가지 조건이 모두 충족되어야 한다. 첫째는 공모주식 총수의 과반수가 기업인수를 찬성해야 한다. 둘째는 기업인수에 반대하는 공모주주는 증권등록신고서나 투자설명서에 정해진 절차와 금액에 따라 ‘주식을 현금으로 상환해줄 것을 요청할 권리’(conversion right)가 있는데, 그 수가 미리 정해진 수를 초과하지 않아야 한다. 주식을 현금으로 상환해줄 것을 요청할 권리는 SPAC에 자신의 주식을 되사줄 것을 요청하는 권리와 동일하며 따라서 이를 ‘주식매수청구권’(appraisal right)으로 부르는 데 무리가 없다고 본

다. 초기 SPAC의 경우 주식매수청구권 행사한도는 총 공모주식 수의 20% 미만이었으나 후기의 경우 그 한도가 총 공모주식 수의 30-40% 미만으로 증가한 것을 볼 수 있다.<sup>47)</sup>

#### 4) 대상회사 가치 및 인수 시한 등

Rule 419의 경우 기업공개로부터 18개월 이내에 기업인수를 완료해야 하는 것과는 달리, SPAC은 보통 18개월 이내에 기업인수를 완료하는 것을 원칙으로 정해 놓고 그 기간이 만료되기 전에 대상회사와 ‘인수의향서’ (letter of intent)나 ‘인수약정서’ (definite agreement)를 체결하는 경우 6개월 자동 연장되도록 설계된다. 최근에는 그 기간이 30개월 이내에 기업인수 완료를 원칙으로 하고 6개월 연장하는 추세로,<sup>48)</sup> 시한연장 여부를 주주총회 결의를 통해 결정하는 SPAC도 있다.<sup>49)</sup> 정해진 기한 이내에 대상회사 인수에 실패하는 경우 SPAC은 청산 및 해산 절차를 밟아야 한다.

또한 SPAC이 인수할 대상회사의 가치는 신탁금액의 80% 이상이어야 한다. 따라서 SPAC이 대상회사를 인수하는 데 신탁금액의 최소 80%를 사용해야 하고, 만약 대상회사 하나의 가치가 80%에 미치지 못하는 경우 복수의 대상회사를 동시에 인수해서 80% 요건을 충족시켜야 한다.<sup>50)</sup> 하지만 대상회사의 가치가 신탁금액의 80%를 초과하는 경우 그 상한선에는 제한이 없다. 2003년부터 2007년까지 기업인수를 완료한 SPAC이 인수한 대상회사의 가치는 공모발행총액의 178%<sup>51)</sup>에 달한다.

SPAC이 인수할 대상회사에 대하여 산업이나 지역에 대해서는 제한이 없다. 산업이나 지역을 밝히는 경우도 있으며 이를 특정하지 않는 경우도 많다.

#### 5) 경영진 관련 제도

SPAC이 아메리카증권거래소에 상장되고 대형화하기 시작하면서 대부분의 후기 SPAC의 경우 경영진이 워런트 인수를 통해 ‘자기 돈’을 투자하는 제도를 갖추고 있다. 이는 경영진이 워런트 1매당 \$1로 인수함으로써 통상적으로 공모발행총액의 2-4%<sup>52)</sup>에 해당하는 금액을 투자하는 제도이다. 이 금액은 공모발행총액과 함께 신탁된 후, 기업인수에 실패하는 경우 공모주주에게 나누어 지급된다.

경영진은 SPAC으로부터 아무런 보수를 받지 않는다. 다만, 경영진이 선급한 회사설립비용, 사무실 및 집기 사용료, 기업인수 관련 비용을 실비로 정산하여 지급받는다. 대신 기업인수가 성공적으로 완료된 후 매우 저렴한 가격으로 인수한 주식을 매매하고, 추가로 인수한 워런트 행사를 통해 보통주를 시가보다 낮은 행사가격으로 매입 후 매매하여 매매차익의 실현을 통해 수익을 얻는다.

경영진이 보유한 보통주, 워런트 또는 Unit은 공모주주의 그것과 비교하여 동일한 특성 및 권리를 가지나, 약정을 통해 경영진의 주식에는 다음의 제한이 적용된다: (i) 기업인수에 대하여 공모주주의 과반수와 동일하게 의결권을 행사해야 하고(이하 “그림자투표”), (ii) 청산시 신탁금액에 대한 분배권을 포기하며(이하 “청산분배권포기”), (iii) 기업인수 완료 후 1년이 경과하기 전에는 제3자에게 처분할 수 없다(이하 “주식양도제한”).

#### 6) 인수인 관련 제도

대형 글로벌투자은행이 참여하면서 인수인도 SPAC의 성공에 대한 위협을 나누어 분담한다. 인수인은 공모발행가격에 일정한 ‘인수할인율’ (underwriting discount)을 적용한 가격으로 SPAC으로부터 Units을 ‘총액인수’ (firm commitment underwriting)한 후 공모발행가격으로 투자자에게 매도한다. 따라서 인수인의 수익은 인수할인율만큼이 되며, 이를 “인수수수료”라 한다. 초기 SPAC의 경우 인수수수료는 통상 8-10% 정도이며 이를 기업공개 시점에 전액을 지급하였으나, 후기 SPAC의 경우 인수수수료가 통상 7%로 감소하고 그 지급 방식

도 투자자에게 유리하게 변화되었다. 즉 총 7%를 두 번에 나누어 기업공개 완료시점에 일부(통상 1/2)를 지급하고 나머지 수수료는 기업인수가 완료되는 것을 조건으로 지급한다.<sup>53)</sup> 기업인수 완료를 조건으로 지급하는 인수수수료를 ‘후지급인수수료’ (deferred underwriting discount)라 한다. 특히 주목할 만한 것은 후지급인수수료는 공모발행총액과 함께 신탁계좌에 예치되며, 만약 기업인수에 실패하여 청산하는 경우 인수인 대신 공모주주에게 나누어 지급된다.

이상에서 설명한 SPAC의 주요 투자자제도를 요약하면 <표 2>와 같다.

[표2] SPAC의 주요 제도 요약

	Rule 419	초기 SPAC	후기 SPAC
공모발행금액 신탁	공모발행총액에서 특수관계 없는 인수인에 지급한 인수비용을 제외한 금액의 90%를 신탁	85-90%	95-100%
신탁금액의 투자	예금, 일정 MMF, 연방정부채권	연방정부채권	좌동
대상회사 기업 가치	신탁금액의 최소 80%	신탁금액의 최소 80%	좌동
Units의 거래 제한 여부	Units, 보통주, 워런트는 기업인수가 완료될 때까지 거래 금지	Units은 기업공개 직후 거래 가능. 보통주와 워런트는 기업공개 후 30-60일 이후 분리 거래 가능	좌동
워런트 행사기간	기업공개 이후 언제든지 행사가능하나, 행사 결과로 인해 발행된 보통주는 기업인수 완료 시점까지 거래 금지	기업인수 완료일로부터 3-5년	좌동
기업인수 조건	기업인수 약정 체결로부터 20-45 영업일 이내에 공모주주의 서면 승인. 충분한 주식수(sufficient number)의 승인이 없는 경우 청산 및 해산	공모주주 과반수의결 및 주식매수청구권이 일정 수를 초과하여 행사되지 않을 것 (20%)	좌동 (단, 주식매수청구권 행사 한도 30%-40% 미만)
기업인수 완료 시한	18개월	18-24개월	24-30/30-36개월
대상회사 물색	기업공개 이후	기업공개 이후	좌동

신탁금액 인출	기업인수 완료 또는 청산	기업인수 완료 또는 청산	좌동
경영진 주주권리 행사 제한	규정 없음	(i) 그림자투표 (ii) 청산분배권포기 (iii) 주식양도제한	좌동
경영진 추가출자 의무	규정 없음	종종 있음	대부분 2-4%
경영진 보수	규정 없음	없음	좌동
후지급인수수료	규정 없음	종종 있음	후지급인수수료는 청산시 공모주주에게 분배됨

### (3) SPAC의 Life Cycle: 설립에서 기업인수까지

지금까지 SPAC이 시작된 배경과 그 기본구조 및 투자자보호제도를 살펴보았다. 아래에서는 하나의 SPAC이 설립되어 기업공개를 거친 후 기업인수를 완료하기까지의 과정을 간략히 살펴보려고 한다.

#### 1) SPAC의 설립

앞서 언급한 바와 같이 SPAC의 경영진은 주로 M&A 전문가, Private Equity Fund(이하 “PEF”)나 헤지펀드 매니저 등이며, 어떤 경우에는 대상회사의 산업을 잘 아는 전문 CEO가 동참하기도 한다.<sup>54)</sup> SPAC은 미국에 설립되기도 하고, 대상회사가 중국 등 아시아 지역인 경우는 주로 Cayman Islands,<sup>55)</sup> 해운업 인수를 목적으로 하고 있는 경우 주로 Marshall Islands에 설립되기도 한다.<sup>56)</sup> 미국에 설립된 SPAC의 경우라도 중국 기업을 인수하기 위해 British Virgin Islands(이하 “BVI”)로 거주지국 이전과정을 거치는 경우도 있다.<sup>57)</sup> 현재까지 미국시장에서 기업공개를 실시한 SPAC의 90% 이상이 미국의 델라웨어주(州) 회사법에 따라 설립된 회사이다.

#### 2) SPAC의 기업공개 및 상장

위와 같이 설립된 SPAC은 기업공개를 위해 Securities Act of 1933(이하 “증권법”)에 따라 SEC에 증권등록신고서를 제출해야 한다.<sup>58)</sup> 미국에서 설립된 SPAC의 경우는 Form S-1을 제출해야 하고, 미국 외의 지역에 설립된 SPAC의 경우 Form F-1을 제출해야 한다.<sup>59)</sup> Form S-1/F-1을 준비 및 제출하여 SEC의 심사를 받는 데 약 3-6개월 정도 소요된다.<sup>60)</sup> Form S-1/F-1에는 Unit 관련 내용, SPAC의 투자자보호제도, 투자위험, 경영진, 대상회사의 산업 또는 지역 등 기업인수에 대한 내용 등이 포함되어야 하고, SEC는 내용의 정확성, 완전성, 진실성에 대하여 심사한다. 기업공개가 완료되면, SPAC은 이를 통해 모은 금액이 \$5백만을 초과한다는 것을 Form 8-K/6-K를 통해 SEC에 입증해야 한다. 이는 SPAC의 주식이 Rule 419의 적용을 받는 장외저가주에 해당되지 않는다는 것을 증명하기 위해서이다.<sup>61)</sup> 물론 SPAC의 Units은 기업공개 직후 바로 거래될 수 있지만, Form 8-K/6-K 제출이 완료되기 이전에는 Unit이 보통주와 워런트로 분리되어 별도로 거래될 수 없다.

SPAC은 기업공개외의 장외시장, 아메리카증권거래소, 뉴욕증권거래소, 나스닥 중 하나를 선택할 수 있으나, 최근에 거의 모든 SPAC이 증권거래소에 상장한다. SPAC이 장외시장보다 증권거래소를 선호하는 이유는 장외시장이 주(州)증권거래법의 적용을 받는 반면 증

권거래소에 상장된 증권은 동법의 적용을 받지 않아 주(州)정부의 규제로부터 자유롭고, 따라서 보다 적은 준법비용으로 보다 큰 유동성을 얻을 수 있기 때문이다.62) SPAC이 아메리카증권거래소에 상장되기 시작한 2005년 이래 그 수가 현저히 증가하였다.63) 아메리카증권거래소는 SPAC에 대해 별도의 상장요건을 마련해 놓지는 않았으나, 비공식적인 가이드라인을 통해 인수인의 적격성 및 상장 규모가 최소 \$50백만일 것을 요구하고 있다.64) SPAC에 대한 이해가 부족한 일반투자자의 투자에 대한 우려를 표명하면서 최근까지 SPAC의 상장을 거부해오던 뉴욕증권거래소와 나스닥은65) 각각의 거래소규정을 변경해가면서 경쟁적으로 SPAC 상장시장에 뛰어들어,66) 2008년 하반기에 각각 첫 번째 SPAC이 상장되었다.67) <표 3>에서 보이는 바와 같이, 뉴욕증권거래소와 나스닥의 SPAC 상장요건은 공통적으로 공모발행총액의 90% 이상을 신탁할 것, 대상회사 가치가 신탁금액의 80% 이상일 것, 공모주식의 주식매수청구권 행사 한도가 40% 미만일 것 등을 정하고 있다. 나스닥의 경우 기업인수에 대한 공모주주의 과반수 결의 외에도 사외이사(independent director) 과반수결의를 추가적으로 요구하고 있다.

[표3] SPAC의 증권거래소 상장요건 요약1)

	아메리카증권거래소2)		뉴욕증권거래소3) (SPAC 상장요건특례)	나스닥4)	
	Standard 3	Standard 4		Global Market Standard 3	Capital Market Standard 2
세전이익	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
기업활동경력	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
자기자본	\$4백만	N/A	N/A	N/A	\$4백만
상장주 시가총액(백만)	\$50	\$75 (또는 \$75 자산 및 매출)	\$250	\$75 (또는 \$75 자산 및 매출)	\$50
주당최소(공모) 가격	\$2	\$3	\$4	\$5	\$4
소액주주 시가총액 (백만)	\$15	\$20	\$200	\$20	\$15
소액주주수/ 소액주식수5)	800/5십만, 400/1백만, 400/5십만		400/1.1백만	400/1.1백만	300/1백만
SPAC 특이사항					
공모발행총액 대비 신탁금액비율	별도 규정 없음		90% 이상	90% 이상	
대상회사 가치			80% 이상	80% 이상	
기업인수 승인			공모주주 과반수의결	공모주주 과반수의결 사외이사 과반수의결	
주식매수청구권			있음 (10% 이상 40% 미만)	있음 (10% 이상)	
기업인수 완료			최대 36개월	최대 36개월	

1) 아메리카증권거래소와 나스닥의 경우 일반법인에도 공통적으로 적용되는 상장요건인 반면, 뉴욕증권거래소의 경우 SPAC에만 별도로 적용되는 상장요건이다.

시한			
경영진 권리 제한		청산분배권 포기	별도 규정 없음
인수수수료		후지급인수수수료 포기	별도 규정 없음

그 밖에도 아메리카증권거래소, 뉴욕증권거래소 및 나스닥은 공통적으로 SPAC 상장요건의 일환으로 사외이사, 감사위원회(audit committee), 주요 경영사항에 대한 주주총회 결의 등에 대한 의무를 준수해야 할 것을 요구하고 있다.<sup>69)</sup> 특히 뉴욕증권거래소는 상장요건 심사를 통해 발행인의 견실성 및 건전성을 스크린하는 것이 투자자보호 및 시장안정성에 필요하다는 입장을 취하면서, 경영진의 경력, 전문성, 보수체계, 지분 비율 및 주식양도제한 규정, 신탁금액 비율, 주주의 의결권 등을 사안별로 심사할 것이라고 밝혔다.<sup>70)</sup>

증권거래소 상장 이후 SPAC은 Securities Exchanges Act of 1934 Section 12(a)에 따른 상장회사로서 Sections 13 및 15에 정한 공시의무를 진다.<sup>71)</sup>

### 3) 기업인수

경영진은 기업공개가 완료된 후에야 비로소 인수대상회사를 물색할 수 있다. SPAC의 증권등록신고서의 효력이 발생하기 전에 경영진이 대상회사를 물색한다거나 잠재적 대상회사를 접촉하는 것은, Rule 419상의 규제 내용 중 하나인 ‘특정되지 않은 기업(identified company)의 인수’ 요건을 SPAC이 자발적으로 도입하여 자신의 증권등록신고서에서 밝힌, “현재 인수협상이 진행되고 있거나 이미 물색해 놓은 잠재적 대상회사가 없다” 라는 내용의 위반에 해당하기 때문이다.<sup>72)</sup> 대상회사와 기업인수 관련 약정을 체결한 후 주주총회 결의를 거쳐야 하는데, 이 때 SPAC의 설립지 회사법이 SPAC의 요건보다 높은 수준의 결의를 요구하는 경우 해당 법에 따른 주주총회 결의가 필요하다.

기업인수가 발표되면 SPAC 주식의 시장가격이 통상 상승하게 되며, 투자자는 이 때 보통주를 매도하여 자신의 투자원금을 회수하고 워런트는 그대로 보유하면서 기업인수의 진행상황을 지켜볼 수 있다.<sup>73)</sup> 2003년부터 2007년까지 기업인수를 완료한 SPAC의 일부를 대상으로 한 연구결과에 따르면, 기업공개 다음날부터 기업인수 발표 전까지 기간 동안 연환산 평균 수익률은 -0.38%를 기록하고 있으며, 기업인수 발표일로부터 주주총회 결의까지의 기간 동안 연환산 평균수익률은 2.03%를 보이고 있다.<sup>74)</sup> 또한 공모발행총액의 규모가 클수록 각각의 기간 동안 연환산 평균수익률이 증가한 것을 볼 수 있다.<sup>75)</sup>

2007년까지 약 45개의 SPAC이 기업인수를 완료하였고, 약 7개가 기업인수에 실패하여 청산하였으며, 나머지 중 약 24개는 기업인수를 발표하였고 약 74개는 아직 대상회사를 물색중에 있다.<sup>76)</sup> SPAC이 인수하는 대상회사의 가치가 공모발행총액 규모의 178%(중앙값)인 것에서 알 수 있듯이, 기업인수가 완료되면 대상회사의 주주가 SPAC의 경영권을 획득하게 되는 ‘역합병’ (reverse merger)에 해당되는 경우가 많다.<sup>77)</sup> 2007년까지 완료된 45개의 기업

2) AMEX, "Equities Listing Standards" ([www.amex.com](http://www.amex.com) 참조) [hereinafter AMEX Listing Standards].

3) *Id.*

4) NASDAQ Rule Change, *supra* note 52; NSADAQ, "Listing Standards & Fees", available at [http://www.nasdaq.com/about/nasdaq\\_listing\\_req\\_fees.pdf](http://www.nasdaq.com/about/nasdaq_listing_req_fees.pdf) [hereinafter NASDAQ Listing Standards].

5) 공모주주 및 공모주식 수에는 기업의 이사, 임원, 대주주(controlling shareholders), 10% 이상 소유주주 및 그 특수관계인의 소유주식은 포함하지 아니한다.

인수 중 최소 20개의 경우 비상장회사인 대상회사의 주주가 상장회사인 SPAC의 경영권을 획득하였다.78) 역합병이 초래되는 경우 아메리카증권거래소, 뉴욕증권거래소 및 나스닥은 공통적으로 주주총회 결의 및 역합병으로 탄생한 회사가 신규상장요건을 충족했는지를 사전에 심사받을 것을 요구하고 있다.79) 나아가 기업인수 후 대부분의 SPAC은 상호 및 경영진을 대상회사의 상호와 경영진으로 교체한다.80)

## 2. SPAC의 유럽 진출

2005년 후반기부터 유럽에 상륙한 SPAC은 2008년 7월 말 현재까지 영국의 런던증권거래소(London Stock Exchange, LSE)의 Alternative Investment Market(이하 “AIM”)에 8개,81) 네덜란드의 유로넥스트(NYSE Euronext)에 3개82) 총 11개가 상장되어 있으며, 2008년 후반기에 10개 이상의 SPAC이 추가로 상장될 것이 예상되고 있다.83) 유럽에 상장된 SPAC의 특징은 그 설립지역이 주로 유럽 외의 국가라는 것이다. 구체적으로 Cayman Islands(3개), Bermuda(3개), Guernsey(1개) 등 조세피난처로 알려진 국가가 대부분이며, 미국 델라웨어주(州)에 설립된 것도 3개나 되나, 유럽 국가에 설립된 것은 네덜란드에 설립된 것이 현재까지는 유일한 것이다. 또한 미국과는 달리 SPAC의 주요 투자자가 ‘고액자산을 가진 개인투자자’(high net worth individuals)라는 것도 유럽에 상장된 SPAC의 또 다른 특징이다.84)

[표4] 미국 SPAC과 유럽 SPAC 구조의 비교

	미국	영국 (AIM) <sup>6)</sup>	네덜란드 유로넥스트 <sup>7)</sup>
Units	1 보통주 1-2 워런트 기업공개 후 30-60일 이후 분리	1 보통주 1-2 워런트 기업공개와 동시에 분리 (Units은 거래 안됨)	1 보통주 1 워런트 초과배상옵션 만기 후 5일 분리 (단, 40일을 초과하지 않음)
워런트 행사	행사가격: 25-35% 할인 행사기간: 기업인수 완료 이후 3-5년	행사가격: 15-25% 할인 행사기간: 기업인수 완료 이후 4년	행사가격: 25-30% 할인 행사기간: 기업인수 완료 이후 4-5년
공모발행금액 신탁	초기 85-90%, 후기 95-100%	90-98%	98-99.2%
주식매수청구권 행사 한도	초기 20% 미만 후기 30-40% 미만	20% 미만	30% 미만
기업인수 조건	공모주주의 과반수의결 및 주식매수청구권 행사 한도 조건 충족	좌동	좌동
대상회사 가치	신탁금액의 80%	사안별로 상이 (예를 들면, 50% 또는 \$75백만 또는 첫 번째 기업-\$75백만, 두 번째 \$25백만)	신탁금액의 80%

기업인수 완료 시한	18-24개월 (최근 30-36개월로 연장 추세)	12-18개월	24-30 개월
대상회사 기업 물색 및 접촉	기업공개 이후	기업공개 이전 및 이후	기업공개 이후
경영진 추가 출자의무	2-4%	0-0.4%	2-11%
경영진 주주권리 행사 제한	(i) 그림자투표 (ii) 청산분배권포기 (iii) 주식양도제한	좌동	좌동
경영진 보수	없음	좌동	좌동
후지급인수수료 포기	청산시 공모주주에게 분배됨	없음	청산시 공모주주에게 분배됨
기타 거래소 규정	[표 4] 참고	-공모금액-최소 £3백만 -기업활동 경력 요건 및 주식분산요건 없음 -Nominated adviser 선임 -Lock-in Agreement: 상장후 1년간 10% 이상 소유주주 (임직원은 0.5%) 주식처분제한 -역인수합병의 경우 주주총회결의	-공모금액:최소 €5백만 -공모주식수 25% 이상 -기업활동 경력요건 없음 -기업인수시 주주총회 과반수 결의

<표 4>는 미국, 영국 및 네덜란드에 상장된 SPAC의 기본구조를 비교하여 유사점과 차이점을 요약한 것이다. <표 4>에서 보이는 바와 같이, 유럽의 SPAC은 기본구조에 있어서 미국의 것을 복제하고 있지만, 몇 가지 점에 있어서 미국 SPAC과는 차이를 보인다. 그 주된 이유는 유럽의 경우 Rule 419를 비롯한 미국의 증권관련 법령이 적용되지 않기 때문이다. 따라서 Rule 419의 대표적 규제 내용이라 할 수 있는 “대상회사 가치 80%”, “특정되지 않은(unidentified) 대상회사 물색” 등의 요건으로부터 자유롭다. 예를 들면, 유럽 SPAC의 경우 기업공개 이전에도 대상회사를 물색하거나 접촉할 수 있으므로 기업인수 기간을 단축시킬 수 있다. 실제로 AIM에 상장된 SPAC인 Infinity Bio-energy Ltd.의 경우 투자설명서에서<sup>85)</sup> 이미 잠재적 대상회사를 물색해 놓고 대리인을 통해 인수양해각서(MOU)를 체결해

6) 투자설명서가 공개되거나 그 내용의 일부가 공개된 3개의 SPAC을 바탕으로 정리되었다. 또한 AIM 거래소 규정은 AIM Rules을 참조하였다.

7) 투자설명서가 공개된 2개의 SPAC을 바탕으로 정리되었다. 또한 유로넥스트 규정은 NYSE Euronext, "Listing Alternative Investment Vehicle", available at <http://www.euronext.com/fic/000/033/110/331109.pdf> 를 참고하였다.

높은 상태임을 밝히고 있으며, 기업인수 완료 시한도 미국보다 상대적으로 짧은 12-18개월로 정하고 있다.<sup>86)</sup> 또한 대상회사의 가치도 80%가 아닌 기준을 적용하는 것을 볼 수 있으며 따라서 복수의 대상회사를 순차적으로 인수할 수도 있다. 구체적으로 50%를 적용한 것도 있었고,<sup>87)</sup> \$75백만 기준을 적용한 것도 있었으며,<sup>88)</sup> 어떤 것은 첫 번째 대상회사와 두 번째 대상회사를 각각 \$75백만 및 \$25백만으로 정한 경우도 있다.<sup>89)</sup>

유럽 SPAC의 기업인수 진행상황을 보면, 영국의 AIM에 상장된 것은 모두 기업인수를 완료했고, 네덜란드에 상장된 것 중 1개는 기업인수를 발표했으나<sup>90)</sup> 나머지 2개는 아직 대상회사를 모색중에 있다. 기업인수를 완료한 영국의 AIM에 상장된 SPAC의 경우도 기업인수 후 대상회사가 SPAC의 경영권을 확보하는 ‘역인수합병’ (reverse takeover)에 해당됨을 볼 수 있다.<sup>91)</sup>

### III. SPAC의 국내 도입 및 제도화를 위한 시도<sup>92)</sup>

지금까지 미국에서 SPAC의 기원과 기본구조, 현황 및 유럽의 SPAC 등 SPAC에 대하여 전반적으로 살펴보았다. SPAC에 대한 이러한 이해를 바탕으로 이 장에서는 국내법상 SPAC의 제도화 가능성을 살펴보고자 한다. 나아가 SPAC의 주요 제도의 도입을 위해 어떠한 법적 정비가 필요한지도 함께 살펴보기로 한다.

#### 1. SPAC의 법적 성격: 집합투자기구 해당 여부

SPAC이 대상회사 인수를 목적으로 기업공개를 통해 다수의 투자자로부터 자금을 모집한다는 점에서 얼핏 보기에 ‘집합투자기구’ (collective investment scheme)와 그 성격이 유사하다고 할 수 있다. 대부분의 SPAC은 설립지의 회사법에 따라 회사형태로 설립되고 있는데, 이들이 집합투자기구에 해당된다면 해당 국가의 집합투자규제법상 등록, 시가평가, 엄격한 공시, 차입금지, 이해상충행위의 금지 및 지배구조 등에 대한 규제의 적용을 받는다. 따라서 SPAC의 도입에 앞서 SPAC이 집합투자기구에 해당하는지에 대한 검토가 먼저 요구된다.<sup>93)</sup> 아래에서 미국, 영국 및 네덜란드에서 SPAC이 집합투자기구에 해당하는지를 먼저 살펴본 후 우리나라의 자본시장과금융투자업에관한법률(이하 “자통법”)상 어떻게 취급될 수 있는지를 살펴보고자 한다.

##### (1) 미국 및 유럽 SPAC의 집합투자기구 해당 여부

미국의 경우 SPAC은 집합투자에 해당되지 않는다. 미국의 집합투자를 규제하는 법령인 투자회사법은 집합투자기구에 해당되는 ‘투자회사’ (investment company)를 포괄적·기능적으로 정의한 후 일정 요건에 해당되면 그 적용을 면제해주고 있다.<sup>94)</sup> 면제요건 중 회사의 총자산(연방정부채권 및 현금자산 제외) 중에서 (i) 투자증권이 45% 이하이면서 (ii) 투자증권으로부터 발생한 투자수익이 세후순이익의 45% 이하인 경우 그 회사는 투자회사에 해당되지 않는다.<sup>95)</sup> 연방정부가 발행하거나 보증한 채권 또는 지분의 과반수 이상 소유 자회사 등이 발행한 증권은 투자증권에서 제외된다. 또한 회사가 직접 또는 100% 자회사를 통해 간접적으로 증권투자업 외의 사업을 영위하는 경우 집합투자에서 면제된다.<sup>96)</sup> 따라서 미국 SPAC은 위 면제요건을 충족시키기 위하여 기업공개 이후부터 기업인수 시점까지 신탁금액을 연방정부채권에 한정하여 투자하고 있다. 그리고 기업인수가 완료된 이후 SPAC은 합병을 통해 대상회사의 사업을 직접 영위하거나 주식인수, 주식교환 등을 통해 대상회사를 통해 사업을 영위하므로 투자회사로부터 면제된다.

영국의 경우도 SPAC은 집합투자기구에 해당되지 않는다고 볼 수 있다. 영국의 Financial

Services and Markets Act 2000(이하 “금융서비스시장법” 또는 “FSMA”)은 집합투자를 둘 이상의 투자자가 ‘공동’ (pooling)으로 출자한 자금을 투자자들의 일상적 운용지시 없이 제3자가 자산에 운용하는 모든 ‘약정’ (arrangements)으로 정의한 후,97) 집합투자에 포함되지 아니하는 21가지의 경우를 열거하고 있다.98) 이에 따르면 ‘개방형투자회사’ (open-ended investment company)를 제외한 모든 ‘회사’ (body corporate)는 집합투자에서 면제된다. 개방형투자회사는 회사형집합투자기구로서 (a) 투자위험 분산 및 이익획득을 목적으로 하면서 (b) 투자자가 판단하는 합리적인 기간 내에 투자금액 환매의 기대 및 환매가 전적으로 투자회사 자산의 가치에 기초하여 이루어지는 것으로 정의된다.99) 요건 (b)의 충족 여부를 판단함에 있어서 회사법상 주식의 상환가능성(actual or potential redemption or repurchase of shares)은 고려되지 않는다. SPAC이 하나 또는 두 개의 대상회사만을 인수해야 한다는 점에서 요건 (a)의 투자위험 분산 등 목적 요건을 충족시키지 아니한다. 또한 SPAC의 주식매수청구권은 요건 (b)에서 말하는 투자자가 판단하는 합리적인 시점에 투자금액 환매를 가능케 하는 요소로 보일 수 있으나 이는 회사법상 주어진 권리로서 개방형투자회사 판단에 고려되지 않으므로 요건 (b)도 충족되지 아니한다. 결국 SPAC은 개방형투자회사 요건을 충족시키지 않는 것으로 해석되며, 따라서 집합투자에서 배제된다고 볼 수 있다.

네덜란드의 경우도 미국 및 영국과 마찬가지로 SPAC은 집합투자의 규제100)로부터 면제된다. 네덜란드의 Act on the Supervision of Collective Investment Schemes (이하 “집합투자감독법” 또는 “ASCIS”)에서 집합투자에 대한 별도의 개념정의 없이 법인형식의 ‘투자회사’ (investment company)와 계약형식의 ‘공동기금’ (common fund)으로만 정의하고 있고,101) 투자회사를 다시 투자자의 ‘공동출자’ (pooling)와 그로부터 발생한 ‘수익의 공유’ (sharing in the income)를 목적으로 한 법인(legal person)이라고 포괄적으로 정의하고 있다.102) 하지만 네덜란드도 역시 미국의 투자회사법과 같이 집합투자로부터 면제되는 요건을 명시화하여 그 요건을 갖춘 경우 집합투자규제를 적용하지 않는다.103) 면제요건 중에는 투자자산이 총자산의 50% 미만이고 투자수익이 총수익의 50% 미만인 법인이 포함된다.104) 투자자산에 대한 별도의 정의가 없으므로 모든 자산이 투자자산에 해당될 수 있다. 따라서 네덜란드에 설립된 SPAC은 기업인수 이전에는 신탁금액을 현금예금계좌나 요구불예금계좌에 예치함으로써 집합투자규제의 적용을 면제받고, 기업인수가 완료된 후에는 직접 사업을 영위하여 주된 수익이 투자수익이 아닌 사업수익이 되게 함으로써 집합투자에서 면제될 수 있다.105)

## (2) 자본시장통합법상 집합투자기구 해당 여부

자통법상 집합투자기구는 ‘집합투자를 수행하기 위한 기구’로서 상법에 따라 설립된 주식회사를 포함한다. 따라서 주식회사가 ‘집합투자’를 수행하는 경우 자통법상 집합투자기구인 투자회사에 해당된다.106)

자통법 제6조 제5항에서 집합투자에 대하여 포괄적으로 정의함과 동시에 일정 요건을 갖춘 경우 집합투자에서 배제하고 있다. 그 정의를 살펴보면, 집합투자란 ① 2인 이상에게 투자권유를 하여 모은 금전등을 ② 투자자로부터 일상적인 운용지시를 받지 아니하면서 ③ 재산적 가치가 있는 투자대상자산을 취득·처분, 그 밖의 방법으로 운용하고 ④ 그 결과를 투자자에게 배분하여 귀속시키는 것을 말한다.107) 집합투자에서 배제되는 것에는 (a) 특별법에 따라 사모의 방법으로 금전을 모아 운용하는 경우, (b) 자산유동화계획에 따라 자금을 모아 운용하는 경우 및 (c) 행위의 성격 및 투자자보호의 필요성 등을 고려하여 대통령령으로 정

하는 경우가 포함된다.108) 대통령령으로 정하는 경우는 자통법시행령 제6조 제4항에 명시되어 있는바, 여기에는 제6호 지분증권의 소유를 통하여 다른 회사의 사업내용을 지배하는 것을 주된 사업으로 하는 국내회사가 그 사업을 하는 경우(이하 “지주회사” 109)), 제9호 사업을 하는 자가 직접 임직원, 영업소, 그 밖에 그 사업을 하기 위하여 통상적으로 필요한 인적·물적 설비를 갖추고 투자자로부터 모은 금전등으로 해당사업을 하여 그 결과를 투자자에게 배분하는 경우(이하 “사업영위회사”), 그리고 제14호 ‘집합투자 판단기준’을 종합적으로 고려하여 금융위원회가 집합투자에 해당하지 아니한다고 인정하는 경우를 포함한다. ‘집합투자 판단기준’에는 (가) 운용에 따른 보수를 받는 전문적 운용자의 존재 여부, (나) 투자자의 투자동기가 전문적 운용자의 지식·경험·능력에 있는지, 투자자와 전문적 운용자 간의 인적 관계에 있는지 여부, (다) 운용 결과가 합리적 기간 이내에 투자금액에 따라 비례적으로 배분되도록 예정되어 있는지 여부, (라) 투자자로부터 모은 재산을 전문적 운용자의 고유재산과 분리할 필요성이 있는지 여부, (마) 집합투자로 보지 아니할 경우에는 투자자보호가 뚜렷하게 곤란할 가능성이 있는지 여부를 포함한다.

그렇다면 SPAC이 위 집합투자에 해당되는지 살펴보자. SPAC이 대상회사 인수를 완료한 이후에는 집합투자의 정의상 집합투자에 해당되지 않을 것이다. 왜냐하면, SPAC이 기업인수를 완료한 후에는 대상회사의 사업을 승계하여 직접 영위하는 사업영위회사이거나 대상회사의 지분을 취득·소유함으로써 대상회사의 사업내용을 지배하는 지주회사에 해당되어 자통법상 집합투자에서 배제될 수 있기 때문이다. 문제는 기업공개한 후부터 기업인수를 완료하기 전까지의 기간이다. 이 기간 동안의 SPAC은 기업공개를 통해 2인 이상에게 투자권유를 하여 자산을 모으고 투자자가 일상적 운용지시를 하지 않으며110) 그 결과를 투자자에게 귀속시킨다는 점에서 위 집합투자 요건①, ② 및 ④를 충족한다고 볼 수 있다. 하지만 요건③은 충족한다고 보기 어렵다. 왜냐하면 요건 ③의 ‘운용’이라 함은 재산적 가치가 있는 투자대상자산을 취득·처분, 그 밖의 방법 등을 통해 ‘이익을 얻을 목적으로 계속적이거나 반복적인 방법으로 행하는 행위’를 전제하고 있으나,111) SPAC의 경우 투자자로부터 모은 자금은 기업인수가 완료될 때까지는 제3자에 신탁되어 경영진이 ‘취득, 처분 등을 통한 운용’이 제한되기 때문이다.

또한 SPAC에 자통법시행령 제6조 제1항 제14호에서 제시하고 있는 ‘집합투자 판단기준’을 적용해 보면, 기준 (나)를 제외한 다른 기준을 모두 충족시키는 것으로 보인다.112) 즉 SPAC은 (가) 경영진이 주로 실제 펀드매니저로 구성된다는 점에서 전문적 운용자가 존재한다고 볼 수도 있으나 이들이 운용에 따른 보수를 받는다고 볼 수 없고, (다) SPAC이 기업인수에 실패하는 경우 한시적 기간만 존재할 가능성은 있으나 기업인수 실패라는 조건이 충족되어야 청산한다는 점에서 ‘합리적 기간 이내에 투자금액에 따라 비례적으로 배분되도록 예정’되어 있다고 볼 수 없으며, (라) 투자자로부터 모은 재산은 제3자에 신탁되어 경영진의 통제권을 벗어나 처분이 제한된다는 점에서 전문적 운용자의 고유재산과 분리할 필요성이 제기될 여지가 없으며, 그리고 (마) 투자자금 신탁, 주주총회 결의 등 투자자보호제도가 이미 제도화되어 있고 증권신고서나 투자설명서 및 상장심사를 통해 이에 대한 충분한 규제가 가능하므로 집합투자로 보지 아니하여도 투자자보호가 뚜렷하게 곤란할 가능성이 없다. 따라서 ‘집합투자 판단기준’을 종합적으로 고려할 때에도 SPAC은 집합투자에 해당하지 아니한다고 인정될 수 있다고 보인다.

결론적으로 SPAC이 기업인수를 목적으로 투자자로부터 자금을 모은다는 점에만 기초하여 자동적으로 집합투자기구에 해당된다고 볼 수는 없다. SPAC이 설립부터 기업인수 완료 전

까지는 모은 자금에 대한 운용 행위가 일어나지 않는다는 점에서 집합투자에서 배제되는 것으로 보아야 하고, 기업인수가 완료된 시점부터는 사업영위회사나 지주회사가 되므로 역시 집합투자에서 배제된다고 보인다.

이상에서 살펴본 바와 같이 자통법이 집합투자에 대하여 포괄적으로 정의하고 이로부터 배제되는 요건을 명시하고는 있으나, SPAC과 같이 자산의 대부분이 현금으로 구성되고 아직 사업을 수행하고 있지 아니하는 단계의 회사를 집합투자로부터 배제시킬 수 있을 만큼 명확한 기준을 제시하고 있지는 않다. 자통법시행령 제6조 제1항 제14호에서 제시하고 있는 ‘집합투자 판단기준’을 종합적으로 고려하여 금융위원회가 집합투자에 해당하지 아니한다고 인정하는 경우는 그 기준만 제시하고 있을 뿐 이를 어떻게 적용할지에 대해서는 명시하고 있지 않아 그 기준 적용에 있어 불확실성이 예상된다. 따라서 SPAC의 도입 및 활성화를 위해서는 집합투자로부터 배제시키는 보다 명확한 기준을 제시할 필요가 있다.

## 2. SPAC의 기본구조에 대한 국내법상 제도화 가능성 검토

이상에서 살펴본 바와 같이 우리나라의 경우 미국, 영국 및 네덜란드와 같이 명확한 기준이 확립되어 있지는 않지만 자통법의 해석상으로 SPAC은 집합투자기구에서 배제될 수 있다고 본다. 따라서 SPAC은 일반회사로서 그 설립 근거법인 상법의 적용을 받으며, 그 주식의 발행, 상장 및 유통과 관련된 제반규정의 적용을 받을 것이다. 이 장에서는 SPAC이 주요한 기본구조를 그대로 유지한 채 국내에 도입되는 것이 현행 법규정상 가능한지를 살펴보고 나아가 필요하다면 어떠한 법규정의 정비가 요구되는지를 살펴보고자 한다.

### (1) SPAC의 조직형태

우선 SPAC은 증권선물거래소(Korea Exchange, KRX) 상장을 예정하고 있으므로 주식회사로 설립되어야 한다. 이는 상장심사의 질적기준 중의 하나가 법적 성격과 운영방식 측면에서 주식회사로 인정될 것을 요구하는 증권선물거래소 상장규정을 충족시키기 위함이다.<sup>113)</sup> 그러면 SPAC의 사업목적이나 잠재적 존립기간의 한시성에 비추어 상법상 주식회사로 설립하는 것이 가능한지 살펴보자. 상법상 주식회사의 목적은 영리성을 실현할 수 있는 것인 한 그 범위에 제한이 없으므로,<sup>114)</sup> 기업인수를 그 사업목적으로 정할 수 있다고 보인다. 또한 상법상 주식회사는 존립기간의 만료 기타 정관으로 정한 사유의 발생, 합병, 분할 또는 분할 합병 및 주주총회 결의 등의 사유로써 해산될 수 있으므로, 정관에 정해진 기한 이내에 기업인수를 실패하는 경우를 해산사유로 하나로 기재하는 것도 가능하다고 본다.<sup>115)</sup> 따라서 SPAC의 사업목적이 기업인수라는 점 및 기업인수 실패시 해산된다는 점은 주식회사로서의 법적 성격에 영향을 미치지 않는 것으로 보인다.

### (2) SPAC의 Units

상법이나 증권선물거래소 상장규정상 SPAC의 자본구조가 그대로 도입될 수는 없을 것으로 보인다. 우선 SPAC의 Unit을 구성하는 워런트의 발행이 상법상 가능하지 않기 때문이다. 워런트와 동일한 기능 및 성질을 갖는 것으로서 신주인수권이 존재하나, 상법상 신주인수권이란 회사가 신규로 발행하는 주식에 대하여 이를 우선적으로 인수할 주주의 권리로서<sup>116)</sup> 이사회가 신주발행 결의와 함께 주주에게 구체적으로 부여되기 전까지는 주식과 분리하여 양도·처분될 수는 없기 때문에 발행 및 유통이 제한된다.<sup>117)</sup> 예외적으로 회사는 신주인수권이 부착된 사채인 신주인수권부사채를 발행할 수 있으며, 신주인수권부사채가 분리형으로 발행되는 경우 신주인수권은 사채에서 분리되어 따로 유통될 수는 있다.<sup>118)</sup> 하지만 신주발행이나 사채발행과 상관없이 신주인수권만을 별도로 발행하는 것이 가능하지 않는 한 현행 상법상 신주인수권이 SPAC에 활용되기는 어려워 보인다. 또한 워런트와 유사한 기능을 갖

는 것으로서 전환우선주나 주식매수선택권을 고려해 볼 수 있으나, 전환우선주의 경우 보통 주로 전환은 가능하나 워런트 행사에 따른 행사가격만큼 투자금액이 새롭게 유입되는 것과 동일한 신규자금 유입효과가 없으며,<sup>119)</sup> 주식매수선택권의 경우 행사가격만큼의 투자자금의 새로운 유입은 있으나 현행 상법이나 증권거래법상 주식매수선택권을 부여받을 수 있는 자나 발행규모가 제한되어 모든 주주에게 일괄적으로 부여되기는 힘들다고 보인다.<sup>120)</sup> 따라서 법령 개정을 통해 워런트 발행이 가능해지거나 신주발행이나 사채발행과 상관없이 신주인수권 발행이 가능해지지 않는다면 현재로서는 국내에 도입되는 SPAC은 미국 및 유럽의 그것과는 달리 보통주만을 발행해야 할 것으로 보인다.

또한 SPAC의 Unit은 현재 증권선물거래소의 상장단위가 될 수 없다. Unit을 상장단위로 사용하고 있는 미국의 증권거래소와는 달리,<sup>121)</sup> 증권선물거래소 상장규정상 두 개의 다른 종류의 증권으로 구성된 Unit은 상장가능한 증권에 포함되어 있지 않기 때문이다.<sup>122)</sup>

### (3) 기업공개 및 증권선물거래소 상장

국내 SPAC의 기업공개를 위해서는 증권신고서를 금융위원회에 제출하여 수리되어야 하고,<sup>123)</sup> 증권신고서의 효력 발생 후 투자설명서를 금융위원회에 제출함과 동시에 일반인이 열람할 수 있도록 특정한 장소에 비치하여야 한다.<sup>124)</sup> 증권신고서나 투자설명서에 중요사항이 허위로 기재되거나 누락되는 경우 신고인 등은 투자자에 대하여 그에 따른 손해배상책임을 진다.<sup>125)</sup> 따라서 Rule 419와 같이 SPAC의 증권신고서에 기재되어야 할 의무기재내용을 별도로 명시화하지 않더라도 증권신고서나 투자설명서 상 중요사항의 허위기재나 누락에 따른 손해배상책임 조항을 통해 그 내용의 진실성, 정확성 및 완전성을 규제할 수는 있다고 본다. 하지만 자동법시행령에 SPAC의 증권신고서상 의무기재사항을 명시함으로써 투자자보호를 위한 최소한의 기준을 제시하는 것이 투자자보호에 더욱 긍정적인 역할을 할 것으로 보인다. 최소한의 기준으로서 앞서 살펴본 바와 같이 투자자금의 신탁, 대상회사 가치 및 인수 시한, 기업인수에 대한 주주총회 결의, 기업인수 실패시 청산, 경영진에 대한 권리제한, 인수인에 대한 자격요건 및 후지급인수수료 등을 포함할 수 있을 것이다.

한편, SPAC의 투자유인 중 하나가 주식의 유동성이라 할 수 있는데, 이를 위해서는 증권선물거래소 상장이나 필수요건이라 할 수 있다. 현재 증권선물거래소 상장규정상 회사가 설립된 후 3년이 경과할 것과 기타 매출액 및 이익요건을 포함하고 있기 때문에 매출액이나 이익이 없는 신설회사가 상장되는 데 제한이 있다. 따라서 SPAC이 설립 직후 상장이 가능하도록 뉴욕증권거래소나 나스닥과 같이 매출액 및 이익요건을 배제하고 주식분산 등을 주요요건으로 한 SPAC 상장요건특례를 새롭게 마련할 필요가 있다.<sup>126)</sup> 또한 이러한 양적요건뿐만 아니라 투자자금의 신탁, 기업인수에 대한 주주총회 결의, 기업인수 실패에 따른 청산 등 주요한 투자자보호제도를 최소상장을 위한 질적 요건으로 명시함으로써 자본시장의 안정과 투자자보호를 위한 문지기(gate-keeper) 역할을 할 수 있다고 본다.

### (4) 기업인수 관련 검토

대상회사 인수에 대한 SPAC의 주주총회 결의 요건도 상법상 요건에 부합되도록 설계될 수 있을 것으로 보인다. SPAC이 대상회사 인수목적을 달성하기 위해서는 공모주식의 과반수 이상이 이를 찬성해야 한다. 이 때 경영진은 공모주식 과반수와 동일하게 의결권을 행사하는 그림자투표를 한다. 따라서 SPAC의 발행주식총수의 최소 60% 이상이 대상회사 인수를 의결해야 한다.<sup>127)</sup> 한편, 상법상 (i) 합병, (ii) 주식의 포괄적 교환, (iii) 주식의 포괄적 이전, (iv) 다른 회사의 영업전부의 양수 또는 회사의 영업에 중대한 영향을 미치는 다른 회사 영업의 일부 양수 등(이하 “합병 등”)은 주주총회의 특별결의사항으로, 출석한 주주의

의결권의 2/3 이상의 수와 발행주식총수의 1/3 이상의 수의 결의가 요구된다.128) 예를 들어 발행주식총수의 100%가 출석하는 경우 SPAC의 주주총회 결의요건인 60%보다 높은 66.7%의 결의가 요구된다. 따라서 SPAC의 주주총회 결의요건이 위의 상법상 주주총회 특별요건을 충족하도록 설계될 필요가 있다.

또한 SPAC의 주식매수청구권 제도도 현행 상법상 반대주주의 주식매수청구권과 상반되지 아니한다. 상법은 합병 등에 반대하는 주주에게 주식매수청구권을 부여하고 있으며,129) 주주의 주식매수청구권 행사로 인한 자기주식 취득을 인정하고 있다.130) 주식매수가격은 일차적으로 당사자간 협의를 통해 결정하나 기본적으로 객관적인 공정한 가치를 반영해야 한다.131) SPAC은 주식매수청구권을 행사하는 주주에게 사전에 약정한 금액을 지급하며, 이 주식매수가격은 공모발행총액에서 일부 비용을 제외한 금액을 공모주식수로 나누어 산정한 가격이므로 공정한 가치가 반영된 것이라 할 수 있을 것이다.

SPAC의 대상회사 인수 결과 비상장법인인 대상회사의 주주가 상장법인인 SPAC의 경영권을 획득함으로써 비상장회사가 ‘정상적인 상장과정을 거치지 않고 상장효과를 얻는’ 132) 우회상장에 해당되는지 여부가 쟁점이 될 수 있다. 유가증권시장상장규정에 따르면 상장회사가 비상장회사와 합병, 포괄적 주식교환, 영업 또는 자산양수와 연계한 제3자배정증자, 주식스왑133) 등의 결과 비상장법인의 최대주주(특수관계인 포함) 및 5% 이상 주주가 상장법인의 최대주주가 되는 경우 우회상장이 발생한 것으로 보고 있다.134) 우회상장이 발생한 경우, 해당 비상장회사의 최대주주의 주식은 6개월간 매매가 제한되고135) ‘우회상장’ ~주식임을 공표하며136) 또한 우회상장요건을 충족하지 못하는 경우 상장이 폐지된다.137) 이러한 우회상장에 대한 엄격한 규제는 전통적인 신규 공모상장과 비교하여 상장심사제도가 갖는 (i) 부실기업이 자본시장에 진입하지 못하게 하는 심사기능과 (ii) 자본시장에 진입하려는 회사에 대해 투자자가 이를 올바르게 평가할 수 있도록 하는 정보의 가공 및 확산 기능을 하지 못한다는 가정 위에 기초한다고 할 수 있다.138) 하지만 이미 앞에서 살펴본 바와 같이 SPAC이 대상회사의 인수에 대하여 주주총회 결의과정을 통해 대상회사에 대한 양적·질적 기준에 대한 심사기능과 정보의 가공 및 확산 기능을 수행한다고 볼 수 있으므로 SPAC이 부실한 회사를 자본시장에 진출시키는 도구로 이용될 가능성은 그다지 크지 않다고 할 수 있다. 또한 SPAC이 보유하는 신탁금액은 기업인수 후 비상장회사 운영자금으로 사용될 수 있다는 점에서 성장성이 있는 비상장회사에 자금융입이라는 순기능역할을 할 수도 있을 것으로 본다.

#### (5) 경영진 관련 규제

SPAC의 경영진은 자신이 보유한 보통주에 대해서 공모주주와 동일한 권리를 가지나, 약정을 통해 (i) 공모주주의 과반수와 동일하게 의결권을 행사해야 하고(그림자투표 또는 의결권행사제한), (ii) 청산시 잔여재산에 대한 분배권을 포기해야 하며(청산분배권포기), (iii) 기업인수 완료로부터 1년 이내에는 주식의 양도가 제한된다(주식양도제한). 의결권행사제한 및 주식양도제한 약정은 그 내용이 다른 주주의 권리를 침해하거나 강행규정에 반하지 않는 한 상법상 유효하다고는 해석되고 있으나, 이는 당사자간 채권적 효력에 그치고 약정에 위반한 의결권행사 및 주식양도의 효력은 상법상 유효하다.139) 따라서 경영진이 약정에 위반하여 의결권행사 및 주식양도를 행사할 수 없도록 의결권행사의 사전위임140) 또는 주식의 보호예수 혹은 제3자 신탁 등 제도적 안전장치를 마련할 필요가 있다. 한편, 상법상 동종의 주식을 보유한 주주는 회사와의 법률관계에서 평등한 대우를 받도록 한다는 주주평등원칙141)하에 보통주를 보유한 주주에게 차별 없이 잔여재산분배청구권을 부여한다.142) 하지만

주주가 이 원칙을 포기하는 것이 허용되므로,143) 약정을 통해 경영진의 잔여재산 청구 포기가 가능할 것으로 보인다.

경영진이 SPAC 공모발행총액의 2-4%에 해당하는 금액의 워런트를 인수하는 제도는, 상법상 워런트의 발행이 가능하지 않기 때문에 그 도입이 어려워 보인다. 대안으로서 주식매수선택권의 부여를 고려해 볼 수 있으나, 앞서 살펴본 바와 같이 현행 상법 및 증권거래법상 주식매수선택권은 부여대상 및 발행규모의 제한이 있다.144)

#### (6) 기업인수와 세무 이슈

SPAC의 국내도입 및 제도화를 위해서는 인수합병과 관련하여 세법상 어떠한 이슈가 있는지도 함께 살펴볼 필요가 있다. 왜냐하면 SPAC이 인수합병으로 인해 부담해야 하는 조세부담이 일반회사간 인수합병의 경우보다 과도하다면, 이는 SPAC을 이용한 인수합병에 제약으로 작용하여 SPAC의 제도화 및 활성화에 장애요소가 될 것이기 때문이다. 따라서 현행 세법상 인수합병에 부여되는 과세특례를 SPAC의 인수합병에도 적용될 수 있는지에 대하여 간략히 살펴보고 어떠한 부분에 정비가 필요한지를 짚어보기로 한다.

우선 SPAC과 대상회사간 합병을 살펴보자. 법인세법은 원칙적으로 내국법인간의 합병을 과세의 계기가 된다고 보지만, 구조조정을 촉진하기 위하여 일정한 요건을 충족하는 적격합병의 경우에는 과세를 이연하여 주는 구조로 되어 있다.145) 적격합병 요건 중 합병 당사회사들이 합병등기일 현재 1년 이상 계속하여 사업을 영위하여야 한다는 요건(이하 “1년 요건”)이 있는데, 만약 SPAC이 설립된 후 1년이 되기 전에 대상회사와 합병하고자 하는 경우에는 1년 요건을 충족할 수 없어서 합병으로 인한 조세부담(의제배당 과세문제, 청산소득세 과세문제 등)이 발생할 수 있다. SPAC은 기업인수가 유일한 사업목적이고 그 밖의 다른 사업을 영위하고 있지 않다는 특성을 고려하여, SPAC이 대상회사와 합병하는 경우에는 1년 요건을 다소 완화하여 적용하는 것을 고려할 필요가 있다고 본다.

만약 SPAC이 대상회사와 바로 합병하지 않고 대상회사의 주식 중 일정부분을 인수한 뒤 그로부터 2년 이내에 SPAC을 존속법인으로 하여 대상회사를 합병하는 경우에는, 당초 취득하였던 대상회사 주식이 ‘포함주식’이 되어 대상회사의 청산소득 과세문제가 발생할 수 있다. 법인세법은 존속법인이 피합병법인의 주식이나 지분을 취득하고 그 지분을 취득한 후로부터 2년 이내에 피합병법인과 합병하는 경우, 당해 피합병법인 주식의 가액 즉 포함주식의 가액을 피합병법인의 청산소득금액에 가산하도록 규정146)하고 있기 때문이다. 이와 같은 법인세법 규정으로 말미암아 SPAC은 대상회사의 주식을 취득한 뒤 자신을 존속법인으로 하는 합병을 하기 위하여 상당한 기간을 기다려야 하는 등의 현실적 제약이 있을 것으로 보인다.

한편, SPAC이 상법상 정하여진 주식의 포괄적 교환을 통하여 대상회사의 완전모회사의 지위에 올라서게 될 수도 있다. 하지만 현행 과세체계상 주식의 포괄적 교환을 통하여 공정거래법에 의한 지주회사 및 금융지주회사법에 의한 금융지주회사로 전환하는 경우에 한하여 과세특례(대상회사 주식의 양도차익에 관한 과세이연 등)를 부여하고 있다.147) 따라서 SPAC이 제도화되고 활성화되기 위해서는 SPAC이 주식의 포괄적 교환으로 공정거래법상 지주회사나 금융지주회사로 전환되는 경우 외에 일반 지주회사로 전환되는 경우에도 과세특례를 적용받을 수 있도록 그 범위를 넓혀줄 필요가 있다.

<표 5>는 지금까지 논의한 국내법상 검토 내용을 요약한 것이다.

[표5] 국내법상 검토 요약

	국내 SPAC(안)	관련 법령
Units	보통주	상법상 워런트 발행 불가
워런트	없음	상동
공모발행금액 신탁	95% 이상	-
신탁금액 운용	운용 행위 제한	-집합투자에 해당되지 않도록 계속적·반복적 운용 제한 -자통법시행령 제6조 제5항에 집합투자 배제요건 명시
기업인수 조건	출석주식총수의 2/3와 발행주식총수의 1/3 이상 의결 및 주식매수청구권 행사한도 충족	상법상 주주총회 특별결의 충족할 수 있도록 주주총회결의 요건 설계
주식매수청구권 행사 한도	20-30% 미만	상법상 주식매수청구권 행사로 인한 자기주식 취득 가능
대상회사 가치	신탁금액의 80% 이상	-
기업인수 완료 시한	최대 36 개월	상법상 해산사유로 정관 기재 가능
대상회사 물색 및 접촉	기업공개 이후	-
경영진 워런트 인수제도	주식매수선택권 부여 고려가능 (10% 이상 주주 제외)	상법상 발행주식총수 10% 한도 증권거래법상 15% 한도
경영진 주주권리 행사 제한	(i) 그림자투표 (ii) 청산분배권포기 (iii) 주식양도제한	상법상 약정의 효력 인정되나 약정을 위반하여 의결권 및 주식양도 행사시 상법상 효력 인정되므로 이를 막을 의결권 사전위임이나 주식의 보호예수등 제도적 장치 마련 필요
경영진 보수	없음	-
후지급인수수료 포기	청산시 공모주주에게 분배	-
기타	-	-자통법상 SPAC 증권신고서 의무 기재사항 명시화 필요 -유가증권시장규정상 SPAC 상장요건특례 신설 -세법상 SPAC의 인수합병 관련 과세특례 고려 필요

### 3. 투자자 입장에서의 SPAC의 평가

현재 시점에서 SPAC의 성과를 총체적으로 평가하기엔 아직 이르다고 본다. 2008년 초까지 기업공개를 실행한 SPAC 154개 중 77개 정도가 기업인수를 완료하였거나(청산 포함) 대상회사와 인수계약을 체결하였고 약 74개는 아직도 대상회사를 물색중에 있다. 최대 SPAC의 기업공개를 기록한 2007년 한 해 동안 기업공개된 SPAC은 기업인수 완료 시한까지 아직 1-2년이 남아있다. 따라서 시간이 조금 더 지난 후에야 SPAC에 대한 보다 객관적이고 총체적인 평가가 가능할 것으로 보인다. 그럼에도 불구하고 지금까지 살펴본 SPAC의 특성 및 기본구조를 통해 투자자의 입장에서 SPAC의 위험성이나 안정성을 진단해 보고 SPAC이 대안적 투자대상으로 허용될 수 있는지를 조망하는 것은 유의미하다고 본다.

SPAC 연구자들이 흔히 지적하는 위험은 SPAC이 자산의 전부를 하나의 대상회사에 투자해야 하므로 투자위험의 분산이 이루어지지 않는다는 것이다.<sup>148)</sup> 또한 이들은 SPAC의 기업인수 성공 여부를 결정하는 경영진이 하나의 SPAC만을 경영하는 것이 아니라 다수의 SPAC 및 그와 유사한 투자기구를 동시에 관리·운영하므로 ‘충실의무’ (fiduciary duty)를 다하지 못할 위험이 있다는 것을 지적한다.<sup>149)</sup>

하지만 지금까지 살펴본 SPAC의 기본구조는 이러한 위험요소를 감소시킬 수 있는 투자자 보호제도로서의 기능을 할 수 있을 것이다. 우선 투자자의 투자금액의 95-100%가 제3자에게 신탁되어 경영진의 사용이 제한되고 기업인수가 완료될 때까지 안전하게 보관된다. 또한 SPAC이 인수할 대상회사에 대해 투자자는 주주총회에서 의결권 행사를 통해 대상회사 인수를 거부할 수 있다. SPAC이 공모주주 과반수가 부결함으로써 최종적으로 기업인수에 실패하는 경우 SPAC을 청산하고 전재산을 분배받을 수도 있다. 최근 공모발행가격 대비 신탁금액 비율이 95-100%로 증가했다는 것은 공모주주에게 환급되는 금액이 증가함과 동시에 투자손실률도 그만큼 하락했음을 의미한다. 다시 말하면 SPAC이 기업인수에 실패하는 경우 공모주주의 투자손실률은 평균 5%에도 못 미친다고 할 수 있다. 따라서 투자자의 입장에서 본다면 SPAC은 투자원금 손실은 SPAC의 비용 정도로 한정되나 잠재적 투자수익은 확정되어 있지 않은 비교적 안정된 투자대상이라 할 수 있다.

나아가 SPAC이 대상회사 인수에 실패하는 경우, 경영진의 워런트 인수대금 및 인수인의 후지급인수수료를 포기하게 함으로써, 경영진과 인수인이 소위 ‘자기 돈’ ~투자를 통해 SPAC의 성공 여부에 대해 공모주주와 동일한 이해관계를 갖게 되므로 공모주주에게는 또 다른 안전장치로 작용할 수 있다.<sup>150)</sup>

한편, SPAC이 기업인수를 목적으로 설립된다는 점에서 자통법상 사모투자전문회사(PEF)와 그 역할이나 기능을 동일하게 보고 SPAC의 필요성에 대해 의문을 제기하는 시각도 있을 수 있다.<sup>151)</sup> 하지만 <표 6>에서 요약한 바와 같이, SPAC은 제도적 측면이나 기능적 측면에서 사모투자전문회사와 사뭇 다르다고 할 수 있다. 우선 증권의 발행방식이 상이하다. 사모투자전문회사는 사모발행으로 일반투자자가 49인 이하의 수로 한정되나, SPAC은 공모발행이므로 투자자의 수에 제한이 없다. 또한, 투자가능한 투자자의 범위가 상이하다. 사모투자전문회사의 경우 사모집합투자기구로서 소수의 일반투자자에게만 투자기회가 제공되고 최소 투자단위가 개인인 경우 10억원에 달해 부유층 개인으로 투자자가 한정되는 반면, SPAC은 일반주식 공모와 동일하게 투자단위가 최소 청약단위이므로 부유층 개인이 아닌 일반투자자에게도 얼마든지 투자기회가 제공된다. 나아가 각각이 발행한 증권의 유동성도 상이하다. 사모투자전문회사가 존속하는 3-5년 동안 투자자는 자신의 지분을 양도할 수 없다. 아주 예외적으로 정관에서 사원전원의 동의를 통해 양도를 허용하는 경우에만 지분의 분할 없

이 전부 양도가 가능하다. 하지만 SPAC의 주식은 거래소에 상장되어 있으므로 투자자는 언제든지 매매를 통해 투자자금을 회수할 수 있다. 마지막으로 투자대상도 상이하다. 사모투자 전문회사의 경우 대상회사가 발행한 의결권 있는 주식의 10% 이상만을 취득하면 되기 때문에 다수의 대상회사에 대한 투자가 동시에 이루어질 수 있으나, SPAC의 경우 대상회사 가치 제한으로 인해 대부분 1개의 대상회사로 투자대상이 제한된다. 결론적으로, SPAC은 제도나 기능 면에서 사모투자전문회사와 동일하지 않음을 볼 수 있으며, 따라서 SPAC은 투자자에게 대안적 투자기구를 제공한다는 점에서 투자대상의 다양화에 기여할 수 있다고 본다.

[표6] 사모투자전문회사와 SPAC의 특성 비교

	사모투자전문회사	SPAC
조직형태	합자회사	주식회사
법적성격	집합투자기구	일반회사
증권발행방식	사모	공모
등록여부	금융위원회 등록	등록 의무 없음
투자자 범위	일반투자자 49인 이하 연·기금 등 전문투자자	제한 없음
존속기간	3-5년	제한 없음 (단, 기업인수 실패시 최대 36개월)
증권의 유동성	지분양도 불가 (예외적으로 사원전원 동의시 양도가능)	상장주식으로서 높은 유동성
최소 투자단위	법인 20억/개인 10억	공모발행가격 @ 최소 청약단위
투자자금 회수의 용이성	폐쇄형으로서 이익배분은 업무집행사원의 재량에 따라 이루어짐	거래소를 통한 매매
투자자의 투자방법	주로 Capital Call 방식으로 분할 납입	공모주식 청약 및 전액 납입
운용보수(기본보수)	약정금액(capital commitment) 기준 (총약정금액 또는 실제출자이행금액 기준)	없음
운용보수(성과보수)	실현이득 기준	없음(주식매매차익)
투자목적	경영권 참여, 사업구조 또는 지배구조 개선	기업인수
운용제한	설립 후 2년 이내에 PEF 재산 50% 이상을 의결권 있는 주식 10% 이상 등 투자목적 달성을 위해 투자	기업공개후 30-36개월 이내에 대상회사 가치 기준요건을 충족하는 기업 인수 완료
투자대상에 대한 의결권 행사 여부	주로 없음	있음
소득에 대한 과세	실질적으로 투자자 단계에서 과세	법인세 부담

#### IV. 맺음말

SPAC은 가장 최근에 등장한 투자대안 중 하나로서 미국 등 금융선진국에서는 이미 대중적인 투자수단으로 정착되어가고 있다. 그러나 국내에서는 아직 생소한 개념일 뿐만 아니라 그 내용에 대해서도 잘 알려지지 않고 있는 실정이다. 본 논문의 목적은 SPAC에 대한 이해를 높이기 위해 SPAC에 관한 전반적이고도 체계적인 소개를 진행시키고 그것의 국내 도입 가능성에 대한 분석을 시도하는 것이었다.

이를 위해 우선 SPAC의 기원과 기본구조를 개괄적으로 소개하였다. 특히 미국 사례를 통해 SPAC의 등장배경과 현황을 살펴보고 기본구조에 있어서는 자본구조, 투자자금 신탁, 기업인수에 대한 주주총회 결의, 인수대상 가치 및 시한문제, 경영진과 인수인 관련제도를 중심으로 분류하여 그 내용과 특징을 중심으로 살펴보았다. 더불어 미국 이외에 유럽 SPAC과 관련한 내용도 추가적으로 비교하여 논의를 진행시켰다.

그 다음으로는 SPAC의 국내 도입 가능성과 제도화를 위한 여러 가지 쟁점에 대해서 살펴보았다. 국내법 검토 결과 SPAC의 도입과 정착을 위해서는 몇 가지 쟁점에 대한 검토와 제도개선이 필요한 것으로 판단된다. 우선 SPAC이 자통법상 ‘집합투자기구’에 해당되는지에 대한 명확한 기준의 정립이 요구된다고 할 수 있다. 더불어 SPAC Unit의 구성요소인 워런트 발행이 상법상 가능하지 않아 변형된 형태의 Unit 도입이 불가피하다는 점을 살펴보았다. 나아가 증권신고서 작성 및 증권선물거래소 상장 과정의 규제문제, 그리고 기업인수 과정과 관련된 법제상의 문제를 전반적으로 검토하였다. 법규정의 신설이나 개정이 요구되는 몇몇 쟁점을 제외하고 현행 상법이나 자통법, 증권선물거래소 규정상 주요한 투자자보호제도를 대폭적으로 변형시키지 않고도 SPAC의 한국에서의 운용이 가능할 것으로 보인다.

SPAC의 역사가 비교적 길지 않고 현재까지 기업공개를 한 대부분의 SPAC이 자신의 목적 완료까지 아직 많은 시간이 남아 있으므로 SPAC의 성과에 대하여 총체적으로 판단하기는 아직 이르다고 할 수 있다. 하지만 SPAC은 자발적으로 도입한 투자자금 신탁 및 대상회사 인수에 대한 의결권 행사 등 투자자보호제도를 통해 투자원금 손실이 SPAC의 비용 정도로 한정되는 비교적 안전한 투자대상이라 할 수 있다.

그러나 SPAC이 한국적 상황에서 안정적인 투자대안으로서 정착되기 위해서는 본 연구에서 논의된 것 외의 여러 가지 쟁점들과 더불어 다른 국가들의 경험에 대한 보다 실증적이고 심층적인 분석 및 추가적인 연구가 필요할 것으로 판단된다.

#### 참고문헌

강원, “비공개기업의 상장사 인수와 신규상장의 비교연구,” 2007년 제1차 증권학회 학술발표회 발표논문.

권기범, 『현대회사법론』, 제2판(삼지원, 2007).

김건식·송옥렬, 『미국의 증권규제』, 제2판(홍문사, 2004).

김은집, “사모투자전문회사제도에 대한 법적 고찰,” 『증권법연구』, 제8권 제1호.

이철송, 『회사법강의』, 제14판(박영사, 2007).

임재연, 『증권거래법』(박영사, 2006).

조상욱·이진국, “자본시장과 금융투자업에 관한 법률(안)상 집합투자규제의 주요 내용 및 문제점,” 『BFL』, 제22호(2007. 3).

최운열 · 이호선, “우회상장은 IPO와 무엇이 다른가?: 코스닥기업을 중심으로,” 2006년 제4차 증권학회 학술발표회 발표논문.

David N. Feldman & Steven Dresner, *Revers Mergers: Taking a Company Public Without an IPO*, 1st ed.(Bloomberg Press, 2006).

Thomas Lee Hazen, *The Law of Securities Regulation*, Revised 5th ed.(2006).

Daniel S. Riemer, “Special Purpose Acquisition Companies: SPAC and Span, or Blank Check Redux?,” 85 Wash. U. L. Rev. 931.

Derek K. Heyman, “From Blank Check to SPAC: The Regulator’s Response to the Market, and the Market’s Response to the Regulation,” 22 Entrepren. Bus. L.J. 531.

Roger Walsom, “Collective Investment Schemes,” *The Financial Services and Markets Act: A Practical Legal Guide*(Sweet & Maxwell, 2001).

William Chalk, “The Official Listing of Securities,” *The Financial Services and Markets Act: A Practical Legal Guide*(Sweet & Maxwell, 2001).

William K. Sjostrom, Jr., “The Truth About Reverse Mergers,” 22 Entrepreneurial Bus. L.J. 743.

The Korean Journal of Securities Law, Vol. 9, No. 2, 2008

A Study on Introduction of Special Purpose Acquisition Companies (SPAC) into Korean Legal System

Ae-Kyung Kim

#### ABSTRACT

Special purpose acquisition companies (SPAC), are set up, usually by an existing company’s management team, solely for the purpose of completing an unspecified M&A transaction. SPAC IPOs are very different from normal operating company offerings in terms of structure and generally conform to almost identical formats. Almost all the proceeds, typically 95-100%, of the SPAC’s flotation must be placed into a trust account. The SPAC must make an acquisition, or acquisitions, within a specified time frame, typically 18 to 24 months (recently extended to 30 to 36 months), and for a value of at least 80% of the total amount in the trust account. If it fails to do so it must return the money in the trust account to the SPAC’s public shareholders and dissolve the company. Once the SPAC locates a target, it must also gain the approval of its public shareholders to go ahead with the deal. Those who do not wish to proceed with the acquisition will have their money returned to them from the trust account.

Under the Consolidated Capital Market Act of Korea, the SPAC would not be qualified as a collective investment scheme. For the purpose of introducing SPACs into Korean legal system, the SPAC shall be incorporated in the form of Chusik Hoesa, and issue IPO units containing only common stock. The listing rules of Korea Exchange shall be amended to allow a newly formed SPAC having no record of business to be listed. Other investor protections may be adopted with little adjustments under the current Commercial Code of Korea. Also, SPACs could be differentiated from private equity funds in material respects, playing a role as an alternative investment vehicle for investors.

Key words : Special Purpose Acquisition Company, Blank Check Company, Blank Check IPO, Listing, Reverse Merger.

\* 본 논문은 2008년 9월 증권법학회 정기세미나에서 발표된 글을 수정·보완한 것이다. 심사과정에서 이 논문을 상세히 읽고 적절한 지적을 해 주신 익명의 세 분 심사위원들께 감사 드린다.

1) ‘기업공개’ (initial public offering 또는 IPO)는 불특정다수인에 대하여 주식을 공개적으로 발행하는 ‘공모’ (public offering)의 방식을 통해 최초로 기업이 발행한 신주를 ‘모집’ 하거나 대주주가 보유하고 있는 구주의 일부를 ‘매출’ 하여 주식을 분산시키는 것을 말하고, ‘상장’ (listing)은 특정기업이 발행한 주식을 거래소에서 자유롭게 매매될 수 있도록 거래와 관리를 위탁하는 것이다. 임재연, 『증권거래법』 (박영사, 2006), 65-67면. 기업공개가 거래소 상장을 통해 이루어지는 경우 이를 ‘공모상장’ 이라 정의된다. 한국증권선물거래소, 『신규상장안내서』 (2007), 1-2(2). 본 논문에서는 이러한 국내법상 용어를 사용하여, SPAC의 IPO를 ‘기업공개’ ~또는 ‘공모’ 로, IPO가 거래소를 통해 이루어지는 경우 ‘공모상장’ 으로 표현하고자 하며, SPAC의 IPO시 발행된 신주를 청약한 주주를 ‘공모주주’, 신주발행가격을 ‘공모발행가격’, 그리고 IPO시 신주발행을 통해 모은 공모금액 총액을 ‘공모발행총액’ 이라 표현하고자 한다.

2) SPAC는 1992년 미국의 증권회사인 EarlyBirdCapital Inc.과 몇몇 변호사들에 의해 최초로 소개된 것으로, EarlyBirdCapital이 Special Purpose Acquisition Company™으로 1992년 U.S. Patent and Trademark Office에 상표등록을 하였으나, 6년이 지난 후 상표권 존속기간 갱신등록 출원을 하지 않아 2000년 소멸되었다. Daniel S. Riemer, “Special Purpose Acquisition Companies: SPAC and Span, or Blank Check Redux?” ~85 Wash. U. L. Rev. 931, Note 5; “ICR White Paper Series: Special Purpose Acquisition Company™,” ~January 2, 2006, available at [http://www.icrinc.com/web/downloads/ICR\\_SPAC\\_White\\_Paper.pdf](http://www.icrinc.com/web/downloads/ICR_SPAC_White_Paper.pdf) [hereinafter ICR White Paper Series]. SPAC의 한글 명칭으로 ‘기업인수목적회사’ ~또는 ‘특별목적매수회사’ 로 부르는 것을 고려할 수도 있겠으나, 본 논문에서는 SPAC을 한글로 번역하여 쓰기보다는 이미 고유명사화되어 사용되고 있는 영문 그대로를 사용하고자 한다.

3) North Asia Investment Corp.

4) Korea Milestone Acquisition Corp.

5) 금융연구원, “미국의 특별목적매수회사의 급성장 배경 및 전망,” 『주간금융브리프』, 제17권 제6호(2008. 2. 9 - 2. 15), 18-19면; “미국의 특별목적매수회사 진출기관 대형화 현황,” 『주간금융브리프』, 제17권 제13호(2008. 3. 29 - 4. 4), 20-21면; “최근 미국의 특별목적매수회사 활성화 현황 및 당면과제,” 『주간금융브리프』, 제17권 제26호(2008. 6. 21 - 6. 27), 22-23면.

6) SEC는 백지수표회사를 “A blank check company is a development stage company that has no specific business plan or purpose or has indicated its business plan is to engage in a merger or acquisition with an unidentified company or companies, other entity, or person” 이라고 정의하고 있다. SEC, <http://www.sec.gov/answers/blankcheck.htm>.

7) H.R. Rep. No. 101-617(1990), as reprinted in 1990 U.S.C.C.A.N 1408, 1424 [hereinafter 1990 U.S.C.C.A.N 1408].

8) Derek K. Heyman, “From Blank Check to SPAC: The Regulator’s Response to the Market, and the Market’s Response to the Regulation,” 22 *Entrepren. Bus. L.J.* 531, 532.

9) 1988년 및 1989년 3사분기까지 장외저가주의 공모가 백지모집의 약 70%를 차지하였다. 백지모집과 장외저가주의 연관성에 대하여 앞의 각주 7)의 1990 U.S.C.C.A.N 1408에 상세히 설명되어 있다.

10) 김건식·송옥렬, 『미국의 증권규제』, 제2판(홍문사, 2004), 442면. 미국에서 장외저가주의 역사는 1880년대 Colorado주(州)의 금 광산 주식으로 거슬러 올라가 1950년대 Utah주(州)의 우라늄광산 주식, 1980년대 초반의 High-tech 주식까지 이르는데, 그때까지는 주로 몇몇 주(州)를 중심으로 거래되었으나, 이후 통신기술의 발달로 장거리전화 판매가 가능해지자 미국 전역으로 판매되기 시작하였다. 1980년대 말 공모로 발행된 주식의 종류가 약 55,000종에 달했는데, 그 중 뉴욕증권거래소(New York Stock Exchange, NYSE)나 아메리카증권거래소에서 거래되고 있던 약 3,350종 및 나스닥(NASDAQ)을 통해 거래되었던 약 4,970종을 제외한 약 47,000종이 장외시장(OTC)에서 거래되고 있었다. 1990 U.S.C.C.A.N 1408, *supra* note 7, at 1411.

11) 장외저가주는 보일러룸 방식으로 판매되었는데, 이는 모텔방에서 해당 주식에 대한 정보가 전혀 없는 판매원이 투자자들을 대상으로 무차별적으로 과장되거나 허위정보를 이용하여 투자자를 유인하는 텔레마케팅 방식에서 유래한 말이다. *Id.*, at 1412-1415.

12) *Id.*, at 1420.

13) *Id.*, at 1411-1412. 1988년 및 1989년에 브로커-딜러와 관련되어 SEC에 접수된 투자자 민원 건수 중 장외저가주와 관련된 민원이 각각 12.5% 및 22%에 달했으며, 1987년부터 1988년까지 장외저가주와 관련하여 착수한 조사 건수가 총 97% 증가하였는데 47개 주(州)에서 그 수가 증가한 것을 볼 수 있었다.

14) 장외저가주는 주로 Pink-sheets을 통해 거래되었는데, Pink-sheets이란 장외시장에서 거래되는 주식에 대한 브로커-딜러가 제시하는 매매호가를 발표하는 일종의 장외호가표로서 그 색깔이 분홍색이어서 붙은 이름이다. Pink-sheets은 브로커-딜러의 비상장주식에 대한 거래가격 형성을 주목적으로 하는 것이므로, 여기서 거래되는 주식들은 SEC의 규제대상에서 제외되어 있다. 따라서 증권등록신고서나 중요사항에 대한 공시의무가 없어 충분한 정보

- 가 공개되지 않으며, 공개된 정보의 정확성에 대하여 법적 책임이 따르지 않아 해당 주식 또는 발행회사에 대하여 과장되거나 허위정보를 통해 투자자를 유인하곤 했다. Id., at 1410.
- 15) Securities Exchange Act Rule 3a51-1, Definition of “Penny Stock,” 17 C.F.R. 240.3a51-1(2008). Rule 3a51-1이 1992년에 신설될 당시에는 \$5 미만으로 거래되는 주식도 장외저가주에 포함되었으나, SEC는 \$5 기준이 너무 쉽게 충족될 수 있어서 장외저가주를 이용한 백지모집을 규제하겠다는 Penny Stock Reform Act의 당초의 취지를 훼손한다고 판단하여 백지수표회사에 대해서는 \$5 미만 기준의 적용을 배제하였다. Penny Stock Definition for Purposes of Blank Check Rule, SEC Release No. 7024, Release No. 33095, Release No. 33-7024, Release No. 34-33095, 55 S.E.C. Docket 722, available at 1993 WL 432358 [hereinafter Penny Stock Definition for Blank Check Rule].
- 16) Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act of 1990, Pub. L. No. 101-429, 1990 S 647(1990). Penny Stock Reform Act는 백지모집을 전면 금지하기보다는 백지모집이 갖는 중소기업 투자자금 유입 등 자본시장에서의 순기능적 역할을 고려하여 투자자보호 규정의 법제화를 통한 규제방식을 채택한다.
- 17) Securities Act Rule 419, Offerings by Blank Check Companies, 17. C.F.R. § 230.419(2008).
- 18) 17. C.F.R. §230.419(a)(1).
- 19) Penny Stock Definition for Blank Check Rule, supra note 15.
- 20) 발행인 순자산은 기준시점으로부터 과거 15개월 이내에 작성된 재무제표를 기준으로 판단하나, 백지수표회사의 경우 공모주주로부터 공모발행총액이 납입된 후에야 순자산 기준 충족 여부를 판단할 수 있다는 특수성을 고려하여, SEC는 인수인의 총액인수금액을 백지수표회사의 순자산에 포함시키는 것에 동의하고 공모 직후 순자산 기준 충족 여부를 입증할 수 있도록 Form 8-K를 통해 재무제표를 제출할 것을 허용하였다. Id.
- 21) 인수인에게 지급되는 인수수수료, 인수비용을 지급하고 남은 잔액 및 그 잔액의 최대 10%를 제외한 금액은 모두 신탁하여야 한다. 단, 인수인이 백지수표회사의 특수관계인인 경우 그 지급비용은 차감할 수 없다. 17. C.F.R. §230.419(b)(2)(i).
- 22) 17. C.F.R. §230.419(b)(2)(iv).
- 23) 17. C.F.R. §230.419(b)(2)(i)-(iii).
- 24) 17. C.F.R. §230.419(e)(1).
- 25) Id.
- 26) 17. C.F.R. §230.419(e)(2)(i)-(ii).
- 27) 17. C.F.R. §230.419(e)(2)(iv).
- 28) Id.
- 29) David N. Feldman & Steven Dresner, *Revers Mergers: Taking a Company Public Without an IPO*, 1st ed.(Bloomberg Press, 2006), at 181; Daniel S. Riemer, supra note 2, at 945.
- 30) ICR White Paper Series, supra note 2, at 5.
- 31) Daniel S. Riemer supra note 2, at 946; Derek K. Heyman, supra note 8, at 532.
- 32) Lynn Cowan, “Blank Checks Generate New Interest,” *Wall Street Journal*(2007. 12. 24), C1.
- 33) Michael A. Pittenger & Cara M. Grisin, “When SPACs Attack: The Role of Special

Purpose Acquisition Companies in the M&A Market,” ~2007. 10. 9, at 3, available at <http://www.abanet.org/buslaw/newsletter/0064/materials/pp5.pdf>.

34) 이들 대형 글로벌투자은행에는 Deutsche Bank, Citigroup, JP Morgan, Merrill Lynch, Morgan Stanley, UBS, Lazard, Credit Suisse, Bear Stearns, Bank of America 등을 포함하며, 이들이 참여한 SPAC은 공통적으로 아메리카증권거래소에 상장되었고, 공모발행총액 규모가 \$1억-\$5억의 범위이며 몇몇 SPAC의 경우 \$7.5억-\$9억에 달한다.

35) <표 1>에 포함된 SPAC의 기업공개 건수는 다음 4개의 자료를 참고하여 작성한 것으로 실제 사실과 약간 차이가 있을 수 있다: Scott Eden, “Brainstorm: Year of the SPAC,” ~DealMaker(February/March, 2008); Renaissance Capital’s SPAC Facts: 2nd Quarter 2008 Review, available at <http://www.IPO-fund.com/IPOHome/review/SPACReview.pdf>; PriceWaterhouseCoopers, “US IPO quarterly report,” ~available at <http://www.pwc.com/extweb/ncpressrelease.nsf/docid/D1C2A6D1373A20298525749500610C55>; PriceWaterhouseCoopers, “2007 US IPO Watch: Analysis and Trends,” ~available at [http://www.pwc.com/extweb/pwcpublishings.nsf/docid/98F7B2826B57E1258525743400723EB8/\\$File/2007\\_US\\_IPO\\_Watch.pdf](http://www.pwc.com/extweb/pwcpublishings.nsf/docid/98F7B2826B57E1258525743400723EB8/$File/2007_US_IPO_Watch.pdf).

36) M. Ridgway Barker & Randi-Jean G. Hedin, “SPACs-Continuing To Grow and Evolve,” ~The Metropolitan Corporate Counsel, 2007, available at <http://www.metrocorpcounsel.com/current.php?artType=view&artMonth=August&artYear=2008&EntryNo=6780>.

37) Sarah Hewitt, “Specified Purpose Acquisition Companies,” ~available at [http://www.brownraysman.com/resources/documents/06\\_BCLJ.pdf](http://www.brownraysman.com/resources/documents/06_BCLJ.pdf); ICR White Paper Series, supra note 2, at 4; Michael A. Pittenger & Cara M. Grisin, supra note 33, at 7.

38) 이는 median 또는 중앙값으로서, 2003년부터 2007년까지 기업공개를 한 135개의 SPAC 경영진의 1 Unit당 인수가격을 비교해 보면 \$0.014 값이 중앙에 있는 숫자라는 의미이다. Vijay Jog & Chengye Sun, “Blank Check IPO: A Home Run for Management,” ~presented at 2008 FMA Annual Meeting Program, Session 001 Special Doctoral Student Consortium Paper Presentation Session, at 17, available at <http://www.fma2.org/Texas/Papers/BlankCheckIPOsAHomeRunforManagement.pdf>.

39) Stephen Grocer, “Analyzing Goldman Sachs’ ~Busted SPAC Deal,” ~Wall Street Journal(2008. 05. 30), available at <http://blogs.wsj.com/deals/2008/05/30/analyzing-goldman-sachs-busted-spac-deal/>.

40) Michael A. Pittenger & Cara M. Grisin, supra note 33, at 2.

41) 보통은 인수인의 초과배정옵션 행사기간에 해당되는 30-60일 이후에 보통주와 워런트가 분리되어 거래된다. Bruce Rader & Shane de Burca, “SPACs: A Sound Investment or Blind Leap of Faith?,” ~Insights, Vol. 20, No. 1(2006. 1), at 3.

42) 2003-2004년에 상장한 SPAC의 경우 공모발행가격과 워런트 행사가격이 각각 \$6, \$5이었으나 최근 공모발행총액 규모가 증가하면서 각각 \$8-\$10, \$5.5-\$7 범위를 보이고 있다.

43) Vijay Jog & Chengye Sun, supra note 38, at 26.

44) Asia Special Situation Acquisition Corp., China Fundamental Acquisition Corp., Angelo, Gordon Acquisition Corp. 외 다수.

- 45) 투자회사에 대한 정의는 아래 III.1(1) 참조.
- 46) SPAC이 100% 자회사 설립을 통해 삼각합병이나 역삼각합병으로 대상회사를 인수하는 경우 합병의 주체가 자회사이므로 델라웨어주 회사법상으로는 SPAC의 주주단계에서 주주총회 결의가 요구되지 않으나 SPAC 제도상으론 주주총회가 필요하다. William K. Sjostrom, Jr., “The Truth About Reverse Mergers,” 22 *Entrepreun Bus. L.J.* 743, 746-747.
- 47) Michael A. Pittenger & Cara M. Grisin, *supra* note 33, at 5.
- 48) Liberty Acquisition Holdings Corp.의 경우 30개월을 원칙으로 하고 그 기간 전에 인수 의향서나 인수약정서가 체결되는 경우 6개월 연장한다.
- 49) Trian Acquisition I Corp. 외 다수.
- 50) 예를 들면 Community Bankers Acquisition Corp., Fortress America Acquisition Corp. 등이 2개의 대상회사를 인수했다.
- 51) 여기서도 178%는 median 또는 중앙값을 말하며, 2003년부터 2007년까지 기업공개된 135개의 SPAC 중 기업인수를 완료한 것의 대상회사의 가치를 비교해 보면 공모발행총액의 178%에 해당하는 값이 중앙에 있는 숫자라는 의미이다. Vijay Jog & Chengye Sun, *supra* note 38, at 15.
- 52) Securities Exchanges Act Release No. 34-57785(May 6, 2008), Self-Regulatory Organizations; New York Stock Exchange LLC; Order Approving Proposed Rule Change to Adopt New Initial and Continued Listing Standards to List Securities of Special Purpose Acquisition Companies, at 11 [hereinafter NYSE Rule Change]; Securities Exchanges Act Release No. 34-58228(July 25, 2008), Self-Regulatory Organizations; The NASDAQ Stock Market LLC; Notice of Filing of Amendment No. 1 and Order Granting Accelerated Approval to Proposed Rule Change, as modified by Amendment No. 1, to Adopt Additional Initial Listing Standards to list Securities of Special Purpose Acquisition Companies, at 6 [hereinafter NASDAQ Rule Change].
- 53) 후지급인수수료를 포함하고 있는 SPAC의 공통점은 아메리카증권거래소 상장 및 글로벌투자은행의 인수단 참여를 들 수 있다는 점에 비추어 후지급인수수료는 SPAC의 아메리카증권거래소를 계기로 제도화된 것으로 보인다.
- 54) Acquiror Technology Inc.의 경우 Apple 컴퓨터의 창업자 중 하나인 Steve Wozniak, CEO를 역임한 Gil Amelio, 그리고 중역을 지낸 Ellen Hancock이 설립한 SPAC이다. 또한 미국 연방의회 의원을 지낸 Tomas McMillen은 방위산업체를 대상회사로 한 Fortress America Acquisition Corp.과 Secure America Acquisition Corp.을 설립했다.
- 55) Spring Creek Acquisition Corp., North Asia Investment Corp., ASM Acquisition Company Ltd., Infinity I-China Acquisition Corp. 외 다수.
- 56) Seenergy Maritime Corp., First Class Navigation Corp., Navios Maritime Acquisition Corp. 외 다수.
- 57) Chardan China Acquisition Corp., China Unistone Acquisition Corp., Chardan North China Acquisition Corp., Chardan South China Acquisition Corp. 등이 여기에 해당한다. 이들 SPAC들은 공통적으로 BVI에 자회사를 설립한 후 자회사가 존속회사로 남는 흡수합병을 통해 설립지를 BVI로 변경한 후 중국기업을 인수한다.
- 58) 증권의 발행을 규제하는 미국의 증권법상 Regulation A(소액발행면제규정) 또는

Regulation D(소액발행 및 사모발행 면제규정) 등에 해당되어 증권등록신고서 제출이 면제되지 않는 한, 모든 증권의 발행을 위해서는 SEC에 증권등록신고서의 제출이 요구된다. 등록이 면제된 발행에 대하여는 Thomas Lee Hazen, *The Law of Securities Regulation*, revised 5th ed.(Thomson, 2006), Chapter 4 참고. SPAC의 경우 공모주주의 수나 공모발행 총액 규모 면에서 어떠한 면제요건도 충족시키지 못하므로 SEC에 증권등록신고서를 제출해야 한다.

59) 각종 SEC Form에 대한 자료는 <http://www.sec.gov/about/forms/secforms.htm> 참조.

60) Sarah Hewitt, *supra* note 37, at 2.

61) 앞의 각주 20) 참고.

62) Thomas Lee Hazen, *supra* note 58, at 27; Cynthia M. Krus, Harry S. Pangas & Christopher M. Zochowski, "A Primer on Special Purpose Acquisition Companies," available at [http://www.sutherland.com/file\\_upload/SPACWebinarPPT2006.pdf](http://www.sutherland.com/file_upload/SPACWebinarPPT2006.pdf).

63) 2007년 한 해 동안 미국의 증권거래소 중 아메리카증권거래소가 상장 금액 규모와 건수에서 각각 400%와 136%의 증가를 기록했는데, 이는 SPAC의 대부분이 아메리카증권거래소를 이용해 상장한 탓이다. PriceWaterhouseCoopers, "2007 US IPO Watch: Analysis and Trends," *supra* note 35.

64) Bruce Rader & Shane de Burca, *supra* note 41, at 3.

65) Michael A. Pittenger & Cara M. Grisin, *supra* note 33, at 3.

66) NYSE Rule Change, *supra* note 52; NASDAQ Rule Change, *supra* note 52.

67) 2007년 11월 16일 아메리카증권거래소에서 상장한 Heckmann Corp.이 뉴욕증권거래소의 상장규정 개정 직후인 2008년 5월 23일 뉴욕증권거래소로 이전함으로써 그곳에 상장한 첫 번째 SPAC이 되었다. NYSE announcement, available at

<http://www.nyse.com/events/1211365659495.html>. 나스닥의 상장규정 변경 이후 처음으로 2008년 8월 15일 중국기업을 인수하겠다고 밝힌 SPAC을 상장했다. NASDAQ OMX, "NASDAQ Announces Listing of Chardan 2008 China Acquisition Corp.," available at <http://ir.nasdaq.com/releasedetail.cfm?ReleaseID=328387>.

68) 아메리카증권거래소와 나스닥의 경우 일반법인에도 공통적으로 적용되는 상장요건인 반면, 뉴욕증권거래소의 경우 SPAC에만 별도로 적용되는 상장요건이다.

69) AMEX, "Equities Listing Standards" ([www.amex.com](http://www.amex.com) 참조) [hereinafter AMEX Listing Standards]; NASDAQ Rule Change, *supra* note 52, at 7; NASDAQ Rule Change, *supra* note 52; NSADAQ, "Listing Standards & Fees," available at [http://www.nasdaq.com/about/nasdaq\\_listing\\_req\\_fees.pdf](http://www.nasdaq.com/about/nasdaq_listing_req_fees.pdf) [hereinafter NASDAQ Listing Standards], at 21-22; NYSE Rule Change, *supra* note 52, at 2; NYSE, "Listed Company Manual," §303A, available at

[http://www.nyse.com/Frameset.html?nyseref=http%3A//www.nyse.com/regulation/listed/1182508124422.html&displayPage=/lcm/lcm\\_section.html](http://www.nyse.com/Frameset.html?nyseref=http%3A//www.nyse.com/regulation/listed/1182508124422.html&displayPage=/lcm/lcm_section.html) [hereinafter NYSE Manual].

70) NYSE Rule Change, *supra* note 52, at 5-6.

71) 예를 들면, Form 8-K/6-K(current report), 10-K/20-F(annual report), 10-Q(quarterly report), S-4/F-4(registration of securities issued in a business combination), 14A(proxy statement), DEFM14(proxy statement relating to merger and acquisition) 등의 제출의무가 있다.

72) 통상적인 문구는 다음과 같다. “We do not have any business combination under consideration and we have neither identified nor been provided with the identity of any potential target businesses.” ~실제로 2005년 International Shipping Enterprises Inc.라는 SPAC이 기업공개 후 2-3개월이 된 때 대상회사 인수를 발표하자 SEC는 사전에 잠재적 대상회사와의 접촉이 있었다고 판단하고, 해당 SPAC뿐만 아니라 당시 등록을 신청을 한 모든 SPAC의 증권등록신고서 심사를 보류하기도 했었다. David N. Feldman & Steven Dresner, supra note 29, at 184.

73) Id., at 188.

74) Vijay Jog & Chengye Sun, supra note 38, at 28.

75) Id.

76) Scott Eden, supra note 35, at 4.

77) SEC의 정의에 따르면 역합병은 ‘비상장회사와 상장회사 간의 합병을 통해 상장회사가 존속회사가 되고 비상장회사의 주주가 존속한 상장회사의 경영권을 장악하는 것’ ( “the private business merges into the shell company, with the shell company surviving and the former shareholders of the private business controlling the surviving entity” )을 말한다. Use of Form S-8, Form 8-K, and Form 20-F By Shell Companies, SEC Release Nos. 33-8587; 34-52038; International Series Release No. 1293; File No. S7-19-04. at 4. 또한 미국 증권거래소의 경우도 역합병을 유사한 의미로 정의하고 있는데, 즉 ‘상장회사와 비상장회사 간의 기업결합을 통해 비상장회사의 주주가 상장회사의 경영권을 획득하여 비상장회사를 상장시킨 것과 유사한 효과를 발생시키는 기업결합’ ( “a transaction or series of transactions whereby a listed issuer combines with, or into, an entity not listed on the Exchange, resulting in a change of control of the listed issuer and potentially allowing such unlisted entity to obtain an Exchange listing” )으로 정의한다. AMEX Company Guide, §341, available at <http://wallstreet.cch.com/AMEX/CompanyGuide/>; NYSE Manual, supra note 69, §703.08(D).

78) 이 기간동안 기업인수가 완료된 SPAC의 Form S-4, Form 8-K, Proxy statement 등 SEC filing 분석을 통해 대상회사 주주가 기업인수후 SPAC의 발행주식총수의 50%를 초과하여 소유하게 된 경우의 수를 말한다.

79) AMEX Company Guide, supra note 77, §341; NYSE Manual, supra note 69, §703.08(D).

80) 일반적으로 상장회사의 상호변경을 위해서는 주주총회 결의가 요구되고 경영진 교체는 SEC에 Schedule 14F의 제출이 요구된다. David N. Feldman & Steven Dresner, supra note 29, at 100-101.

81) AIM에 상장된 8개의 SPAC은 다음과 같다. Viceroy Acquisition, International Metal Enterprises, Cross Shore Acquisition Corp., India Hospitality Corp., Infinity Bio-Energy Ltd., Energy XXI (Bermuda) Ltd., IRF European Finance Investments Ltd., Platinum Diversified Mining, Inc.

82) Euronext에 상장된 SPAC은 다음과 같다. Pan-European Hotel Acquisition Company N.V., Liberty International Acquisition Company, Germany1 Acquisition Ltd.

83) Daisy Ku, “In Europe, a specialized investment vehicle gain favor,” ~International Herald Tribune (2008. 7. 14), available at

<http://www.iht.com/articles/2008/07/14/business/col.php>.

84) “Deal Journal Q&A: Will SPACs Cross the Pond?,” ~2008. 4. 30, available at <http://blogs.wsj.com/deals/2008/04/30/deal-journal-qa-will-spacs-cross-the-pond/>.

85) SPAC이 유럽에서 상장·거래되기 위해서는 해당 국가의 금융감독기관이 투자설명서에 대한 승인을 해야 한다. 기관투자자만을 대상으로 판매되거나 100인 미만의 일반투자자만을 대상으로 제공되는 등 면제요건에 해당되는 경우 투자설명서의 승인의무가 면제된다. Prospectus Directive 2003/71/EC, available at <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32003L0071:EN:HTML>.

86) Infinity Bio-energy Ltd., Prospectus, at 20, available at [http://www.mzweb.com.br/infinity/web/arquivos/INFINITY\\_IPOProspectus\\_20061605\\_ENG.pdf](http://www.mzweb.com.br/infinity/web/arquivos/INFINITY_IPOProspectus_20061605_ENG.pdf). 또한 IRF European Finance Investments Ltd.의 경우 상장 후 2-3개월 이내에 기업인수를 발표한 것으로 보아, 사전에 대상회사를 물색해 놓은 것으로 보인다.

87) Platinum Diversified Mining Inc., Prospectus, at 53, available at <http://www.icmi-inc.com/investor-relations/admission-documents/AdmissionDocument.pdf>.

88) IRF European Finance Investments Ltd., available at [http://www.irf-finance.com/pub/Press\\_Releases.asp?lang=en&page=3&pressid=1](http://www.irf-finance.com/pub/Press_Releases.asp?lang=en&page=3&pressid=1).

89) Infinity Bio-energy Ltd., Prospectus, at 17, available at [http://www.mzweb.com.br/infinity/web/arquivos/INFINITY\\_IPOProspectus\\_20061605\\_ENG.pdf](http://www.mzweb.com.br/infinity/web/arquivos/INFINITY_IPOProspectus_20061605_ENG.pdf).

90) Pan-European Hotel Acquisition Company N.V., Press Release, available at <http://www.pehac.com/071116.pdf>.

91) AIM 상장규정에 따르면 역인수합병은 (i) 대상회사의 총자산, 이익 또는 가치 중 하나가 SPAC의 총자산, 이익 또는 가치의 100%를 초과하거나 (ii) SPAC의 사업, 이사회, 경영권에 중대한 변화가 발생하거나, (iii) SPAC의 투자목적이나 전략에서 벗어난 기업인수를 하는 경우로 정의된다. London Stock Exchange, “AIM Rules for Companies,” ~available at [http://www.londonstockexchange.com/NR/rdonlyres/91B19E7D-550C-440A-BCCA-52A32F1913DB/0/AIMRULESFORCOMPANIES\\_2007.pdf](http://www.londonstockexchange.com/NR/rdonlyres/91B19E7D-550C-440A-BCCA-52A32F1913DB/0/AIMRULESFORCOMPANIES_2007.pdf).

92) SPAC이 국내에 도입된다면 2009년 2월 시행예정인 자통법의 규제를 받게 될 것이므로 국내법상 도입 및 제도화 가능성을 고찰함에 있어서 자통법에 따른 가능성을 살펴보기로 한다.

93) SPAC이 자통법상 집합투자기구에 해당된다면 상법뿐만 아니라 자통법상 집합투자에 대한 규제가 함께 적용된다. 자통법 제10조 제1항 및 제181조.

94) ICA §3(b)-(c)에서 투자회사 규제에서 면제되는 요건을 열거하고 있다.

95) ICA Rule 3a-1.

96) ICA §3(b).

97) FSMA §235; Roger Walsom, “Collective Investment Schemes,” ~The Financial Services and Markets Act: A Practical Legal Guide(Sweet & Maxwell, 2001), at 295.

98) Financial Services and Markets Act 2000(Collective Investment Schemes) Order 2001.

99) FSMA §236(4); Roger Walsom, supra note 97, at 301-303.

100) 집합투자감독법상 집합투자기구의 운용자(management company) 또는 운용자가 없는 회사형 집합투자기구는 인가(license) 없이 집합투자기구의 증권을 발행할 수 없다. ASCIS §4.

101) ASCIS §1(c).

- 102) ASCIS §1(a).
- 103) Exemption Regulation pursuant to the Act on the Supervision of Collective Investment Schemes, §2a.
- 104) Id. §2a(1).
- 105) 네덜란드에 설립된 Germany1 Acquisition Company Ltd. N.V.는 이러한 내용을 투자 설명서에 기재하고 있다. Germany1 Acquisition Company Ltd. N.V., Prospectus, at 27 참조.
- 106) 자통법 제9조 제18항.
- 107) 자통법 제6조 제5항.
- 108) 자통법 제6조 제5항.
- 109) 제6호의 내용이 ‘지주회사’의 정의와 유사하다고 보아 본 논문에서는 편의상 지주회사라는 용어를 사용하기로 한다. 하지만 일반적 지주회사를 독점규제및공정거래에관한법률(이하 “공정거래법”)상 지주회사와 구별할 필요가 있는 경우에는 후자를 ‘공정거래법상 지주회사’로 특정하기로 한다.
- 110) 주주로서 주주총회에서 의결권 행사를 통해 중요사항을 결정하는 것은 일상적 운용지시로 보기는 힘들다는 해석이 있다. 조상욱·이진국, “자본시장과 금융투자업에 관한 법률(안)상 집합투자규제의 주요 내용 및 문제점,” 『BFL』, 제22호(2007. 3), 34-35면. 이러한 해석에 따르면 SPAC의 대상회사 인수에 대하여 공모주주가 주주총회에서 의결권 행사를 통해 인수 여부를 결정하는 것은 ‘일상적 운용지시’에 해당하지 않는다고 할 수 있다.
- 111) 자통법 제6조 제1항 및 제4항에 따르면 집합투자업이란 집합투자를 영업으로 하는 것으로 정의되고, 또한 집합투자업은 ‘이익을 얻을 목적으로 계속적이거나 반복적인 방법으로 행하는 행위’로 정의되고 있는 금융투자업 중 하나이므로, 자통법상 집합투자규제를 받기 위해서는 우선 영업으로서 계속적 반복적 행위가 전제되어야 한다고 할 수 있다.
- 112) 보다 우수한 역량을 가진 경영진이 포진한 SPAC에 투자자들이 상대적으로 높은 관심을 갖는다는 점과 투자자와 경영진 간의 인적 관계에 있지 않다는 점에 비추어 기준(나)를 충족시키지 못한다고 볼 수 있을 것이다. 하지만 그 밖의 다른 기준을 모두 충족시킨다고 보이므로 기준(나)를 충족시키지 못한 점이 SPAC을 집합투자기구에서 배제하는 ‘종합적 판단’에 영향을 미치지 않는다고 본다.
- 113) 유가증권시장상장규정 제35조 제3호; 증권선물거래소, 『상장심사매뉴얼』, (2008. 1), 143면.
- 114) 이철송, 『회사법강의』, 제14판(박영사, 2007), 186면.
- 115) 상법 제517조 제1항.
- 116) 권기범, 『현대회사법론』, 제2판(삼지원, 2007), 794면.
- 117) 위의 책, 795면.
- 118) 위의 책, 870면.
- 119) 상법 제346조 및 제347조에 따르면 전환우선주는 정관으로 주식을 다른 종류의 주식으로 전환할 수 있다는 뜻, 전환의 조건, 전환으로 발행할 주식의 내용, 전환청구 기간 등을 정하여 발행할 수 있다.
- 120) 상법 제340조의2는 주식매수선택권에 의해 발행할 신주는 회사의 발행주식총액의 10%를 초과할 수 없으며, 그 부여 대상도 회사의 이사, 감사 및 피용자로 한정(단, 의결권있는 주식 10% 이상을 가진 주주나 회사의 중요한 경영사항에 대하여 사실상 영향력을 행사하는 자는 제외)하고 있다. 또한 증권거래법 제189조의4에서는 주식매수선택권을 부여할 수 있는

대상의 범위에 계열사 임직원을 추가하고 발행규모를 회사의 발행주식총액의 15%로 확대하고 있기는 하나 여전히 모든 주주에게 일괄적으로 발행할 수 없는 것으로 보인다.

121) NASDAQ Stock Market Rules §4350(h)(1)(a).

122) 유가증권시장의 경우 주권, 외국증권 및 외국주식예탁증서, 채권, 외국채권, 주식워런트 증권이 상장 가능하며, 코스닥시장의 경우 코스닥상장법인이 발행한 주권(외국주식예탁증서를 포함) 및 코스닥상장지수간접투자신탁 수익증권이 상장 가능하다. 유가증권시장상장규정 제2조 제1항; 코스닥시장상장규정 제2조 제4항.

123) 자통법 제119조 제1항.

124) 자통법 제123조 제1항.

125) 자통법 제125조.

126) 유가증권시장상장규정 제32조 제1항; 코스닥시장상장규정 제6조 제1항 제1호.

127) 통상적으로 공모주주와 경영진이 각각 발행주식총수의 80%와 20%의 소유를 전제로 한다.

128) 상법 제434조, 제360조의3, 제360조의16, 제522조.

129) 상법 제360조의5, 제360조의21, 제374조의2, 제522조의3. SPAC이 주식인수의 방식으로 대상회사를 인수하는 경우 상법상 반대주주의 주식매수청구권이 인정되지 않는 점에서 인수 방식에 대한 제한요소로 작용할 수는 있다고 본다. 하지만 SPAC과 합병 등을 하고자 하는 대상회사는 통상 합병 등을 통해 상장효과를 얻기 위한 것이라고 본다면, 대상회사의 주주들에게 주식인수대금을 현금으로 지급하여 소위 Cash-out하는 방식을 취하기보다는 상법상 반대주주의 주식매수청구권이 인정되는 합병, 포괄적 주식 교환이나 이전, 영업양수도 등의 방식을 취해야 할 것으로 보여, 주식인수와 관련하여 주식매수청구권이 인정되지 않는 것이 그다지 큰 제약이 되지는 않을 것으로 보인다.

130) 상법 제341조 제5호.

131) 상법 제374조의2 제3항 및 제4항.

132) 최운열·이호선, “우회상장은 IPO와 무엇이 다른가?: 코스닥기업을 중심으로,” ~2006년 제4차 증권학회 학술발표회 발표논문, 72면.

133) 주식스왑의 결과 상장회사가 소유하는 비상장회사의 지분율이 50% 이상이거나 30% 초과하면서 최대출자자가 되는 경우에 한한다.

134) 유가증권시장상장규정 제46조. 코스닥시장상장규정에도 유사한 조항(제19조 내지 제19조의4)이 있다. 코스닥시장에서 합병의 경우 최대주주 변동 이외에도 자산총액, 자본금, 매출액 기준으로 비상장기업이 상장기업보다 2가지 이상 큰 경우 우회상장이 발생한 것으로 보고 있다.

135) 유가증권시장상장규정 제46조.

136) 유가증권시장상장규정 제97조의2.

137) 유가증권시장상장규정 제80조 제18호. 주권비상장법인에 적용되는 우회상장요건은 다음과 같다.

구 분	합병	주식교환	주식스왑*	영업양수*
이익(택일) ① ROE 최근연도 5%이상 & 3년 합계 10%이상 ② 이익액 최근연도 25억이상 & 3년 합계 50억이상 ③ 자기자본 1,000억 이상 & 최근연도 ROE 3%이상 (또는 이익액 50억 이상) & 최근연도 영업현금 흐름 양(+)	적용	적용	적용	적용
감사의견 (최근연도 적정 및 직전 2년 적정 또는 한정)	적용	적용	적용	적용
부도사유 해소 (1년전)	적용	적용	적용	적용
소송 등 중요한 분쟁 無	적용	적용	적용	적용
최대주주 변경제한 (1년간)	적용	적용	-	-

\*주식스왑이나 영업양수의 결과 상장회사가 소유하는 비상장회사의 지분율이 50%이상이거나 30%초과하면서 최대출자자가 되는 경우에 한한다.

138) 하지만 우회상장과 신규 공모상장에 대하여 비교한 한 연구에 따르면, 가정 (i) 및 (ii)가 근거가 없음을 알 수 있다. 즉 상장사를 인수하여 자본시장에 진입할 때에도 상장회사의 기존주주는 부가 훼손되기보다는 자본이득을 향유하였음과 기업인수 시점에 비상장회사에 대한 충분한 정보가 제공되었음을 밝히고 있다. 강원, “비공개기업의 상장사 인수와 신규상장의 비교연구,” ~2007년 제1차 증권학회 학술발표회 발표논문, 23면.

139) 이철송, 앞의 각주 114)의 책, 305면, 436면.

140) 기간이 특정될 수 있는 한 일정한 기간에 걸쳐 포괄적으로 대리권을 수여하는 것은 적법하다는 견해가 있다. 또한 대법원 판례는 하나의 총회에서 주주권의 행사는 이를 포괄적으로 위임할 수 있다고 판시하고 있다. 손주찬·정동윤, 『주석 상법(회사 III)』, 제4판(한국사법행정학회, 2006), 86면.

141) 권기범, 앞의 각주 116)의 책, 360면.

142) 상법 제583조.

143) 권기범, 앞의 각주 116)의 책, 363면.

144) 앞의 각주 120)

145) 적격합병에 해당되기 위해서는 ① 합병 당사회사들이 합병등기일 현재 1년 이상 계속하여 사업을 영위할 것, ② 피합병법인의 주주가 합병법인으로부터 받은 합병대가 중 주식가액이 95% 이상일 것, 그리고 ③ 합병법인이 합병등기일이 속하는 사업연도의 종료일까지 피합병법인으로부터 승계받은 사업을 계속 영위할 것 모두가 충족되어야 한다. 법인세법 제44조 제1항.

146) 법인세법 제80조 제2항.

147) 조세특례제한법 제38조의2, 제52조의2.

148) Bruce Rader & Shane de Burca, supra note 41, at 4.

149) Scott Eden, supra note 35, at 4.

150) Sarah Hewitt, supra note 37, at 1; Daniel S. Riemer, supra note 2, at 959.

151) 특히 바이아웃펀드가 SPAC과 그 목적이 유사하다고 볼 수 있는데, 바이아웃펀드는 직·간접적인 경영참여에 중점을 두고 성숙산업에 투자하는 펀드로서, 합병, 사업전환, 사업매각, 분사 등 기업인수·개발 후 매각 전략을 주로 구사한다. 김은집, “사모투자전문회사제도에 대한 법적 고찰,” 『증권법연구』, 제8권 제1호, 141면.