

獨逸의 資本(金融)市場法上 隨時公示에 관한 考察

鄭 成 淑*

<목 차>

- I. 서론
- II. 독일의 證券去來法
 - 1. 內部者去來의 禁止
 - 2. 隨時公示
- III. 隨時公示의 문제점
 - 1. 법적인 문제
 - 2. 경제적인 문제
- IV. 결론

I. 서론

연방증권감독원(der Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel; BAWe)은 독일 헌법 제87조3항의1에 의하면 연방재정경제부(das Bundesministerium der Finanzen)산하에 있는 연방관청(Bundesbehörde)으로써, 유가증권과 금융파생상품(Derivate)과 관련된 시장의 기능능력(Funktionsfähigkeit der Märkte)을 보장하는 역할을 한다. 연방증권감독원은 內部者去來의 禁止를 위반한 경우 법적 소추를 담당하며 나아가

* 부산외국어대학교 비교법연구소 전임연구원, 법학박사

2 比較法學 (第17輯)

時公示와 관련된 義務(Ad-hoc-Publizitätspflicht)를 이행하였는지, 투명성지침¹⁾에 따른 申告義務와 情報義務(die Melde- und Informationspflicht)를 이행하였는지를 감독하고, 유가증권서비스지침²⁾의 의미에서 특별한 행위를 규제(Verhaltensregeln)하며, 증권거래감독과 관련된 국제적인 협력 등을 담당하는 권한이 있었다. 그러나 2002년 5월 1일부터 연방금융서비스감독청(der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht; BaFin)이 새로이 설립됨으로써 “통합적인 금융서비스업무의 감독에 관한 법률(das Gesetz über die integrierte Finanzdienstleistungsaufsicht)”에 의하여 과거의 은행업무, 보험업무, 증권거래업무를 담당하던 연방감독원(Bundesaufsichtsämter für das Kreditwesen, das Versicherungswesen und den Wertpapierhandel)의 권한과 더불어 연방증권감독원의 담당권한 마저도 금융서비스감독원(BaFin)의 권능아래에 통합되어, 분야를 뛰어 넘는 전체 자본(금융)시장(Finanzmarkt)에 대한 연방차원의 감독이 이루어지게 되었다.

본 논문은 BaFin의 이러한 권한들 가운데 증권거래와 관련된 권한에 범위를 한정하며, 그 중에서도 자본시장에서 가장 중요하게 여겨지는 內部者去來의 禁止와 더불어 隨時公示(Ad-hoc-Publizität)에 관하여 고찰하고자 한다. 독일에서 隨時公示義務(Ad-hoc-Publizitätspflicht)를 도입한 지 10여년이 지났지만, 隨時公示와 관련된 규정을 적용함에 있어서 여전히 해결되지 않은 문제점과 관련된 논의가 이어지고 있다. 특히 隨時公示義務를 이행하기 위한 전제조건을 개별적으로 어떻게 해석해야 하는지 그리고 證券去來法 제15조를 어떻게 해석해야 하는지 등과 같은 관련된 법적인 문제, 隨時公示와 관련된 경제적인 문제 이 두 가지가 논의의 핵심을

- 1) Transparenzrichtlinie 2004/109/EG, 2001년의 지침(Richtlinie 2001/34/EG)의 변경과 유가증권이 규정된 시장에서 거래가 허용된 발행자에 관한 정보와 관련된 투명성요구조건의 조화를 위한 지침을 말하며, 이 지침(Richtlinie)은 2005년 금융서비스에 있어서 내부시장의 실현을 위한 활동계획의 구성요소이다.
- 2) Richtlinie 93/22/EWG des Rates vom 10. Mai 1993 über Wertpapierdienstleistungen, ABl Nr. L 141/27 vom 11.6.1993

이루고 있다. 여기에서 먼저 독일의 증권거래법(Wertpapierhandelsgesetz, WpHG)의 생성과정과 관련규정의 의미를 짚어보고, 가장 중요한 것으로 여겨지는 內部者去來와 隨時公示에 대한 법적인 고찰 특히, 隨時公示의 기능, 전제조건, 隨時公示內容의 流布, 公示義務의 면제가능성, 제재조치 등을 살펴본 후, 隨時公示와 관련된 法的·經濟的인 문제점을 언급하고, 마지막으로 테제를 종합적으로 정리 하고자 한다.

II. 독일의 證券去來法

증권거래법(WpHG)이 발효되기 전(1998년) 독일에서 隨時公示가 증권법(Börsengesetz; BörsG)에 규정되어 있었지만, 그 당시 그러한 義務는 강행적인 것이 아니었다. 증권법의 수차례에 걸친 개정절차속에서 특히, 1986년 유럽공동체의 상장지침(EG-Börsenzulassungsrichtlinie)³⁾이 內國法으로 전환됨으로 인하여 隨時公示는 1987년의 증권법 제44a조에 규정되었다. 同條에 따르면 隨時公示는 보다 높은 자본(금융)시장의 투명성을 마련해주고, 투자자의 보호에 기여함을 목적으로 한다고 한다. 그럼에도 불구하고 그 때까지도 內部者去來(Insiderhandel)의 禁止에 관한 규정은 아직 존재하지 않았었다.⁴⁾ 독일의 金融地(Finanzplatz)로서의 매력과 그 金融地의 경쟁능력을 제고하기 위해 1994년 7월 26일 聯邦議會(Bundestag)는 “제2차 資本市場育成法”(das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz)을 가결하였고, 同 法律 제1조의 핵심내용으로써 증권거래법을 새로이 마련하였다.⁵⁾ 이 증권거래법은 연방증권감독원이 자본(금융)시장을 감독할 수 있는 기구를 설치할 수 있는 법적인 근거를 마련해주었고, 1995년 1월1

3) RiL 79/279/EWG - Börsenzulassungsrichtlinie.

4) Vgl. Hsu, S. 15

5) Vgl. Gehrt, S. 29

4 比較法學 (第17輯)

일부 隨時公示義務의 이행을 감독할 수 있는 기반을 제공하였으며, 나아가 內部者去來의 禁止를 규정하고 있다.⁶⁾ 그때까지 적용되었던 증권법 제44a조의 규정이 삭제되었지만, 그 대신에 거의 字句 그대로 새로운 證券去來法 제15조에 규정되었고, 隨時公示의 내용을 공개하지 않은 경우 제재조치는 그 당시에 상상할 수 없을 정도로 가혹한 것이었다. 왜냐하면 1987년부터 1993년까지 단지 6차례의 隨時公示만이 BaFin에 申告되었고, 그것은 隨時公示의 공개가 그만큼 소홀히 취급되었다는 것을 보여주었기 때문이다.⁷⁾ 또한 內部者去來의 禁止는 전혀 새로운 것이었고, 게다가 특히 유의할 것은 隨時公示義務를 증권거래법상의 내부자감독규정으로 轉用과 결부시킴으로써 隨時公示의 기능이 확대되게 되었다. 즉, 증권법 제44a조에서 隨時公示가 하나의 순수한 情報義務였다면, 이제 증권거래법상의 隨時公示는 또한 內部者去來를 예방하는 조치으로써의 기능을 하게 되었다.⁸⁾

1998년 4월 1일부터 발효된 “제3차 資本市場育成法(das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz)”의 목적은 市場參與者(Marktteilnehmer)를 위한 여러 條件을 改善하는데 있었다. 그렇지만 同 法律에 의한 여러 변화는 隨時公示와 관련해 볼 때 內國의 유가증권발행자에게 별다른 의미가 없는 것으로 언급되기도 하였다.⁹⁾ 證券去來法 제15조에 의해서 株價에 영향을 미치는 事實을 申告(通知)하고 공개해야 하는 義務가 확대되었지만, 공시의 전제조건이었던 “재산상태와 자본상황(Vermögens- und Finanzlage)에 미치는 영향” 대신에 이제는 조금 완화된 “재산상태 혹은 자본상황에 미치는 영향”이 전제조건으로써 同 法律에 통합적으로 규정되었다. 舊證券去來法에 따르면 ‘공개되지 않은 사실이 해당 발행자의 재

6) Gruson/Wiegmann, S. 173

7) Pellens/Fülber, S. 1385

8) Schlittgen, S. 9

9) Leis/Nowak, S. 7

산상태 뿐만 아니라 자본상황에도 영향을 미치는 때' 隨時公示의 내용이 申告되어야 하는 반면, 이제는 '오직 이 두가지중 하나에 만 해당하는 때'에 公示義務가 존재하게 된다. 나아가 證券去來法 제15조에 따른 公開義務가 발생되기 위해서는 회사의 辨濟能力(Liquidität)의 결정적인 惡化 만으로도 충분하다.¹⁰⁾

2002년 6월 1일 "제4차 금융시장육성법(das vierte Finanzmarktförderungsgesetz)"의 도입을 통하여 특히 아래의 내용들이 증권거래법에 수용됨으로써 시장의 투명성과 시장의 무결점(Markttransparenz und -integrität)을 상승시키고, 그 결과 투자자보호의 개선할 수 있다고 한다: 株價에 영향을 미칠 수 있는 사실을 공개하지 않거나 혹은 공개를 지체하거나 혹은 허위로 공개를 하는 경우에 투자자의 손해배상청구권을 인정하는 것이 그중의 하나이고, 다른 하나는 자기거래("Directors Dealing")의 경우 지체없이 신고하도록 하고 있다.

그 후 2005년 5월 22일 까지 증권거래법 자체가 여러 차례 개정이 이루어졌지만 입법자의 핵심관점은 예나 지금이나 투자자의 신뢰에 두고 있다. 왜냐하면 여하한의 장애가 없이 기능을 할 수 있는 자본(금융)시장의 근본적인 전제조건이 바로 자본시장에 대한 투자자의 신뢰이기 때문이다. 이러한 투자자의 신뢰는 장기적이어야 하고 또한 확고해야만 한다. 거기에 기여할 수 있는 것이 바로 內部者去來의 禁止와 隨時公示義務라고 할 수 있다.

1. 內部者去來의 禁止

內部者去來에 대한 감독은 證券去來法 제3장, 제12조 내지 제14조에 규정되어 있다. 증권거래법 제12조에 의하면 內部證券(Insiderpapier)은 유

10) Weisgerber/Baur, S. 21

렵연합의 어떤 회원국내에서 거래가 허용되거나 혹은 上場이 신청되거나 혹은 上場이 公示된 회사의 유가증권을 말한다. 證券去來法 제13조1항에 따르면 內部事實(Insidertatsache)은 아직 공개적으로 알려지지 않거나, 그것이 공개된 경우 유가증권의 가격(株價)에 현저하게 영향을 미칠 수 있는 사실을 말한다.¹¹⁾ 입법자는 內部者(Insider)의 개념을 證券去來法 제13조와 제14조에서 언급하고 있으며, 거기에 따르면 내부자의 會社內에서 지위 혹은 회사에 대한 업무상의 지위 그리고 회사에 대한 소유지분을 고려하여 ‘증권시장에서 그 이점을 활용할 수 있는 회사내부의 사실에 대한 정보를 소유한 자’가 내부자로 간주된다. 내부자는 또한 原始內部者와 2次的인 內部者(Primaer- und Sekundaerinsider)로 구분을 한다.. 원시내부자는 내부사실에 대한 직접적인 接近權을 가진 者를 말하며, 여기에 속하는 사람으로서 이사, 감사, 대주주, 주주(사원) 그리고 회사밖에 있는 특정된 者 등을 들 수 있다. 2차적인 내부자는 우연히 혹은 의도적으로 정보 전달과정을 통하여 내부사실을 알게 된 제3자를 말한다.¹²⁾ 內部者去來는 證券去來法 제14조에 의해서 규정되어 있으며, 同條는 내부자가 내부사실을 이용한 가운데 회사의 유가증권을 매수하거나 매도하는 것을 금하고 있다. 나아가 불법으로 내부사실을 전달하거나 혹은 내부사실에 바탕을 둔 매수 혹은 매도를 권유하는 행위도 禁止된다.¹³⁾

이러한 內部者去來의 禁止는 隨時公示制度和 밀접하게 관련이 되어 있다. 즉, 證券去來法 제15조에 규정된 隨時公示制度는 “자본시장의 능률(효능)”이라고 하는 법적 사고(Gedanken der Kapitalmarkteffizienz)의 표현이며, 다수의 시장참여자들 사이의 情報의 차이를 해소하는데 역할을 하기 때문이다.

11) Hirth/Neus, S. 101

12) Claussen, S. 6-11

13) Weisgerber/Baur, S. 35

2. 隨時公示

1995년 “제2차 자본시장육성법”을 통하여 도입된 隨時公示는 內國의 증권시장 혹은 규칙적으로(정기적으로) 개장되는 증권시장에서 거래되는 유가증권의 발행자에게 株價에 영향을 미칠 수 있는 회사의 정보를 지체 없이 공개해야만 하는 義務를 부과하고 있다.

1) 기능

첫째, 隨時公示는 특정 회사의 모든 주주들과 시장참여자들에게 동일한 정보를 동시에 제공하는 기능을 수행한다. 隨時公示의 원시적인 목표(설정)는 자본시장의 機能能力과 投資者保護이다. 隨時公示에 의해서 그리고 증권시장에서 가격형성에 영향을 미칠만한 모든 정보를 고려함으로써 자본(금융)시장의 기능능력이 보장되고, 그것을 기반으로 한 현실을 반영하는 가격형성을 가능케 한다.¹⁴⁾ 또한 자본시장의 기능능력은 매력적인 “최적의 金融地(Finanzplatz)로써 독일”을 존재하게 하고 아울러 국제경쟁능력도 상승시킬 수 있다. 독일에서 이러한 자본(금융)시장의 기능능력은 세 가지의 보조기능 즉, 定期公示(Regelpublizitaet)를 위한 보완으로써 隨時公示, 隨時公示를 통한 자본(금융)시장의 透明性提高, 內部者去來에 대한 예방조치로써 隨時公示의 기능을 토대로 하여 발휘된다. 定期公示는 일반적으로 분기별 결산과 연말결산(Jahresabschluss)을 포함하는 결산 보고서(Jahresbericht)의 공개를 말한다. 그러나 결산보고서는 -최적의 경우- 3개월에 한번 작성되고, 그것을 인쇄하고 발송함으로써 시간상의 지체가 있을 수 있기 때문에 일반적으로 시장참여자들은 이러한 보고서를 원하는 시점에 취득할 수 없다는 단점이 있다. 그래서 1987년 증권법 제 44a조에 의해서 분기별 공시(die periodische Publizitaet)가 隨時公示를 통하여 보완되게 되었다. 즉, 定期公示의 보완으로써 隨時公示를 통하여

14) Gehrt, S. 19

규칙공시가 이루어지기 전이라도 시장참여자들에게 회사와 관련된 중요한 정보에 대한 신속한 접근을 가능하게 하였다. 중요한 정보는 그와 같이 지속적으로, 시기적절하게 株價에 반영되어야 한다. 이것은 公開義務가 있는 사실은 '그 사실이 발생된 후 지체없이 공개되어야 한다'는 것을 의미하며, 이 경우 理事는 정기공시의 경우와 달리 우선적으로 시장에 정보를 제공해야 한다.¹⁵⁾

둘째, 규칙공시에 대한 보충을 통하여 투자자들 사이에 정보와 관련된 기회균등이 이루어지게 된다. 이러한 정보의 기회균등은 또한 투자자들을 하나의 동질적인 그룹(eine homogene Gruppe)으로 볼 수 없기 때문에 필수적이다. 즉, 투자자들은 항상 동일한 목적을 추구하지 않으며 또 동일한 정보를 가지고 있는 것도 아니기 때문에 서로 다른 投資者의 類型이 존재하게 된다. 그 예로서 먼저 -가능한 한- 다양한 분산투자(Portfolio)를 원하거나 혹은 투기에 가담하는 것을 원치 않는 소액투자자가 존재할 수 있고, 해당회사의 내부사실을 소유하고 있는 이사도 또한 투자자일 수 있다. 나아가 어떤 다른 회사에 상당한 지분을 소유함으로써 인하여 정보에 대한 보다 나은 접근가능성을 가진 기관투자자로서 은행도 존재한다. 이러한 投資者의 類型으로부터 보아 투자자의 이익은 폭넓게 분산될 수 있고 그러한 이익이 서로 상반될 수도 있다는 것은 의문의 여지가 없다. 그래서 정보를 보다 많이 소유하거나 혹은 보다 나은 정보접근권을 가진 투자자가 자신보다 더 적은 정보를 소유하거나 정보에 대한 접근이 더 어려운 투자자에 대해서 정보에 관한 자신의 우월적 지위를 이용하는 것을 저지함으로써 정보의 濫用危險에 대처하기 위해 '자본(금융)시장에서의 최상의 투명성을 마련하는 것이 필수적이다. 그렇지 않다면 상대적으로 불리한 지위에 있는 투자자들은 자본(금융)시장으로부터 이탈하게 될 것이고 그것은 모든 자본시장참여자와 자본(금융)시장의 기대에 어긋나게

15) Fürhoff/Wölk, S. 450

될 것이다. 결과적으로 자본을 구하고 있는 회사와 투자자들 사이의 정보와 관련된 불균형의 해소는 자본시장의 기능능력을 위해 불가결한 조건으로 보인다.¹⁶⁾ 보다 광범위하게 그리고 더 정확하게 시장에 정보가 제공될 수 있다면, 유가증권을 거래하는 경우 현실을 반영한 가격으로 이루어지게 될 것이고, 투자자들의 정확한 매수결정이 있을 수 있다. 隨時公示를 수단으로 하여 추구하고자 하는 자본(금융)시장의 효율성은 시장의 투명성, 정확한 가격의 형성 그리고 보다 나은 資源의 配置를 가능케 한다. 또한 시기적절한 정보를 통하여 현재 상태의 수정 혹은 예상했던 바와 기대했던 바를 확인할 수 있게 함으로써 가격형성이 쉽게 이루어지고, 부적절한 株價의 형성을 피할 수 있다.¹⁷⁾ 그것으로부터 보아 隨時公示는 자본(금융)시장의 투명성을 제고하고, 이것은 자본(금융)시장의 기능능력과 효율성(Effizienz)을 위해서 포기될 수 없는 것으로 보인다. 오직 시장참여자들이 주가에 영향을 미치는 중요한 모든 사실을 상세하게 그리고 신속하게 습득하는 때에만 확실한 투자결정을 내릴 수 있을 것이다.

그밖에 주가에 영향을 미치는 사실의 공개와 內部者去來의 禁止는 밀접하게 관련이 되어 있다. 隨時公示를 통하여 최대한으로 가능한 투명성이 마련되게 되고, 隨時公示는 또한 內部者去來에 대한 예방조치로써 內部者去來이 이루어질 수 없도록 하는 기능을 한다. 內部者로 간주될 수 있는 者에게 株價에 영향을 미치는 사실을 지체없이 공개해야 하는 義務를 부과하고 있고, 그것은 정보가 신속하게 공개된다면 공개된 사실은 더 이상 내부정보로 볼 수 없기 때문에 어떤 정보가 내부정보로써 濫用될 현실성을 줄이게 된다. 그렇다면 ‘모든 투자자의 기회균등을 박탈함으로써 株價에 영향을 미칠 수 있는 아직 공개되지 않은 중요한 사실을 利用(濫用)하여야 한다’ 것이 內部者去來의 구성요건이기 때문에 사실이 공개되는

16) Schlittgen, S. 31 f.

17) Gehrt, S. 22

한, 內部者去來는 설자리가 없게 될 것이다.¹⁸⁾

2) 전제조건

어떤 새로운 사실이 ‘재산상태 혹은 자본상황’ 혹은 ‘발행자의 일반적인 영업과정’에 대한 영향으로 인하여 거래가 허용된 유가증권의 가격에 현저하게 영향을 미칠 염려가 있는 때, 內國의 증권시장에서 거래가 허용된 유가증권의 발행자는 ‘회사의 영업활동범위내에서 발생한 아직 공개되지 않은 사실’을 지체없이 공개해야만 한다.¹⁹⁾

첫째, 證券去來法 제15조에 적용을 받는 者는 內國의 증권시장에서 公的인 去來(amtliche Handel)가 허용되거나 혹은 규칙적으로 開場되는 증권시장에서 거래가 허용된 모든 유가증권의 발행자이다. 이 두 개의 시장에 대해서 국가에 의한 감독이 이루어지며, 여기에서 정기적으로 거래가 이루어진다. 그렇다면 株式이 場外에서 거래되는 회사는 隨時公示義務에 적용을 받지 않는다.²⁰⁾

둘째, 隨時公示義務를 발생시키기 위해서는 어떤 새로운 사실이 발생해야만 한다. “事實”이라는 개념은 개별적으로 설명이 가능하고, 이미 발생하였거나 혹은 현존하고 있는 것으로써 증명가능한 과거 혹은 현재의 일”로 이해하는 것이 통설이다. 입장표명(Meinungsäußerung), 법적인 견해(Rechtsauffassung) 혹은 개인적인 확신(persönliche Ansicht)과 같은 價値判斷(Werturteile)은 증권거래법의 의미에서 “사실”로 볼 수 없다.²¹⁾

셋째, 사실은 발행자의 영업활동의 범위내에서 발생해야만 한다. 그러나 문제가 되는 것은 발행자의 영향력과 상관없는 어떤 특별한 사정이 유가증권의 가격에 상당한 영향을 미칠 수 있는 경우이다. 거기에 대한 예로서 아직 알려지지 않은 분야와 관련된 (특별한) 입법의도 혹은 발행자의

18) Vgl. Kümpel, S. 97

19) § 15 Abs. 1 Satz 1 WpHG,

20) Röder, S. 3

21) BAWe/Deutsche Börse AG, S. 30

유가증권에 대한 상당한 매수주문(Orderaufkommen) 등을 들 수 있다. 이러한 예는 결국 경제적인 혹은 경제정책적인 진행과정과 관련이 있는 어떤 사실을 발행자 스스로 공개한다는 것은 일반적으로 불가능한 것으로 보인다.²²⁾

넷째, 隨時公示義務는 사실이 아직 공개적으로 알려지지 않을 것을 전제로 한다. 법률에 따르면 불특정 다수인으로부터 그러한 사실을 알 수 있는 때, 그 사실은 공개적으로 알려진 것으로 간주된다. 굳이 (언론)매체에 의한 (특별한) 공개를 필요치 않는다.²³⁾

다섯째, 隨時公示義務가 있는 사실은 발행자의 '재산상태 혹은 자본상황' 혹은 '일반적인 영업과정'에 영향을 미쳐야만 한다. 앞에서 언급한 바와 마찬가지로 舊證券去來法에서는 공개를 위해서 '재산상태와 자본상황'에 미치는 영향을 요구했었다. 그러나 새로운 證券去來法은 이제 실질적으로 발행자의 활동영역 안에서 업무상 발생한 모든 사실이 공개되어야 하는 것에 포함된다.²⁴⁾ 사실의 공개시에는 어떤 사실이 특정된 관찰시점에 '재산상태 혹은 자본상황' 혹은 '일반적인 영업과정'에 실질적으로 영향을 미쳤는지 그리고 장래의 특정 어느 시점에 영향을 미치게 될 것이라는 것이 고려되어야 한다. 그렇지 않으면 公示義務에 지배를 받게 되는²⁵⁾ 대량매수주문(Groessauftraege), 새로운 업무영역의 개발 혹은 準備金의 轉用 등이 申告되지 않을 수 있기 때문이다.

여섯째, 사실은 그것이 공개된 경우 유가증권의 가격에 현저하게 영향을 미칠 수 있는 것이어야 한다. 여기에서 나중에 실질적으로 현저한 가격변동이 일어났었는지는 중요하지 않다. 오히려 나중에 현저한 가격변동이 기대될 수 있는지 없는지가 중요한 역할을 하게 된다. 따라서 발행자는 그

22) Gehrt, S. 137 f.

23) Schruiff/Nowak/Feinendegen, S. 720

24) Schruiff/Nowak/Feinendegen, S. 720

25) BAWe/Deutsche Börse AG, S. 36 f.

가 이 시점에 가지고 있는 모든 사실을 고려한 가운데 공개결정을 내려야 하고, 사전에 여러 가지의 사정을 고려함으로써 어떤 사실이 유가증권의 가격에 대해서 미칠 수 있는 영향을 가늠해야 한다. 이 경우 公示義務履行者의 입장에서 가장 중요한 그리고 동시에 가장 검토가 어려운 공시의 전제조건 중의 하나인 “株價에 미치게 되는 현저한 영향”을 판단하는 것이다. 그래서 입법자는 상황에 따라 객관적인 전문가의 상담을 이용할 것을 권하고 있다.²⁶⁾

3) 隨時公示를 통하여 신고된 내용의 유포

어떤 회사가 아직 종료되지 않거나 혹은 종료된 어떤 사정을 공개하기 위해서 언론이나 혹은 기타의 매체에게 공개하기란 쉽지 않다. 그렇지만 이러한 경우에 內部者去來禁止의 위반을 나타낼 수도 있다. 즉, 가장최신의 회사에 대한 정보가 어떤 저널리스트(Journalist)에게 알려지게 된다면 주가에 민감하게 영향을 미칠 수 있는 그러한 새로운 정보가 통제되지 않은 채 유포되고 그리하여 禁止된 內部者去來가 濫用될 위험이 존재한다. 그 때문에 公開義務가 있는 사실의 유포에 관하여 證券去來法 제15조 제2항 내지 제4항에서 법적으로 규정하고 있다.²⁷⁾

앞에서 언급된 義務적인 隨時公示內容의 공개를 위한 전제조건들이 충족된다면, 隨時公示의 면제를 신청하지 않은 발행자는 우선적으로 BaFin 과 유가증권이 거래되는 해당 증권거래소에 관련 사안(Sachverhalte)을 통지해야만 한다. 이것은 지체없이 그리고 시장개장시간에 의존하지 않고 이루어져야 한다. 隨時公示의 감독을 원활하게 하기 위해 BaFin은 맨 처음으로 정보를 취득하게 된다. 유가증권과 관련된 업무의 집행을 적시에 알림으로써 內部者去來를 하거나 혹은 그와 유사한 유가증권의 불법거래를 하는 경우 내려지게 되는 증권거래의 정지 혹은 상장폐지(Kursaussetzung)²⁸⁾가

26) BAWe/Deutsche Börse AG, S. 36 f.

27) Fürhoff/Wölk, S. 456 f.

가능하게 된다.²⁹⁾ 증권거래소와 BaFin은 증권거래의 정지 혹은 상장폐지에 관한 결정을 내리기 위해 사전정보(Vorabinformation)가 도달한 때부터 30분의 여유시간을 가진다. 그 결정에 이어 -규칙적인 정보공개를 확실하게 하기 위해- 발행자가 領域公開가 이루어지도록 통지함으로써, 법률에 의해서 정해진 종류와 방법에 따라서 隨時公示內容의 공개가 이루어지게 된다. 領域公開의 履行은 직업적인 시장참여자들 즉, 주로 은행, 보험회사 그리고 內國의 증권시장에서의 거래가 허용된 기타의 회사들 사이에서의 通知를 말한다. 그러나 법률은 소규모투자자를 포함한 모든 시장관여자들에게로의 통지를 요구하지 않는다. 영역공개는 최소한 지역적인 제한이 없는 증권거래소가 義務적으로 이용해야만 하는 雜紙(Börsenpflichtblatt)³⁰⁾에 게재하거나 혹은 시장참여자들이 마련한 전자정보유포시스템(Informationsverbreitungssystem)을 거쳐서 이루어지게 된다. 전자매체를 거친 유포는 시간적인 측면에서 결정적인 장점을 지닌다. 왜냐하면 義務적으로 이용해야만 하는 雜紙에 의한 공개는 빨라야 그 다음날에 비로소 이루어질 수 있는 반면 전자매체는 紙面의 경우와 달리 편집시간을 고려할 필요도 없고, 그다지 많은 시간을 낭비하지 않고서도 신속한 정보를 전달할 수 있기 때문이다. 게다가 다양한 전자적인 방법을 이용할 수 있는 隨時公示의 가능성은 보다 폭넓은 공개가 이루어질 수 있게 한다. 그래서 1999년에 신고된 隨時公示의 98%가 정보유포시스템을 거쳐서 공개되었다는 것이 놀라운 것이 아니다. 공개절차의 종료시점에 또한

28) 어려운 경제적 정치적 혹은 기타의 사건을 통하여 정상적인 증권거래가 위협에 빠지게 된다면, 증권거래소는 잠정적으로 증권거래를 정지시킬 수 있다. 게다가 개별적인 상장폐지도 할 수 있다. 이것은 특정된 주식에 대한 매수요청이 없거나 혹은 매수요청이 거의 없는 때 이루어지게 된다.

29) Kämpel, S. 123 f.

30) 여기에 속하는 것으로 "Börsen-Zeitung", "Frankfurter Allgemeine Zeitung", "Frankfurter Rundschau", "Handelsblatt", "Süddeutsche Zeitung", "Die Welt" 등이 있음.

BaFin과 증권거래소는 공개가 이루어졌다는 확인을 통하여 영역공개의 이행 여부를 알아야 하지만, 과거에 규정되었던 聯邦官(公)報(Bundesanzeiger)에의 案內公告(Hinweisbekanntmachung)와 같은 것은 더 이상 요구되지 않는다.³¹⁾

公示義務가 있는 사실의 流布(Verbreitung)와 관련된 발행자의 부담을 줄이기 위해 1996년 DGAP(Deutsche Gesellschaft für Ad-hoc-Publizität mbH, 임시공시를 전담하는 하는 有限會社)가 설립되었다. 이 DGAP는 Reuters, VWD³²⁾ 그리고 증권거래소의 -그 당시까지 시장을 이끌고 있었던- 정보유포시스템의 병합을 통하여 설립되었고, 발행자가 유포서비스의 이용을 표명한 경우 有償으로 공개와 관련된 발행자의 업무(사전의 정보제공에서부터 공개된 정보의 확인까지)를 대신한다. 먼저 발행자가 公示義務가 있는 사실을 DGAP에게 전달함으로써 메카니즘(Mechanismus)이 작동하게 된다. 비로소 그 후에 DGAP는 隨時公示의 지속적인 유포를 맡게 되고, 우선적으로 증권거래소와 BaFin에게 발행자로부터 제공된 事前情報를 전달하게 된다. 이어서 DGAP가 정보유포시스템을 거쳐 영역 공개를 함으로써 비로소 적법한 공개가 이루어지게 된다. 이것을 통하여 隨時公示를 내용으로 하는 인터넷, FAX 그리고 문자방송(Videotext)이 또 다른 정보서비스를 제공하게 된다. 마지막으로 DGAP는 公開義務가 있는 사실이 공개되었다는 확인서를 해당 증권거래소, BaFin 그리고 발행자에게 발송함으로써 隨時公示의 절차가 종료되게 된다. 그래서 DGAP는 投資者公衆(Anlerpublikum) 즉, 관련영역 뿐만 아니라 公衆에게 인터넷 혹은 문자방송을 통해 새로운 정보를 시기적절하게 제공하는 아주 중요한 역할을 하고 있다.³³⁾

31) Leis/Nowak, S. 10 ff.

32) Vereinigte Wirtschaftsdienste, 세계의 주가와 주식·펀드·주식옵션-차트에 대한 경제정보(Wirtschaftsinformationen zu Kursen und Charts von Aktien, Fonds und Optionsscheinen)를 제공한다.

4) 隨時公示義務의 免除와 制裁措置

證券去來法 제15조1항의 2에 의하면 隨時公示內容의 공개로 인하여 발행자의 이익이 침해될 우려가 있는 때 BaFin은 隨時公示義務를 免하게 할 수 있다. 公示義務로부터 면제되는 동안 부당한 가격으로 유가증권이 거래될 수 있는 가능성이 존재하게 되고, 증권거래소가 이러한 면제사실을 쉽게 알 수 없는 경우가 있다. 그렇지만 입법자는 이러한 가능성을 해당 회사와 투자자의 보호를 위하여 의도적으로 허용하고 있다. 隨時公示의 면제를 신청하게 되면, 발행자의 公開義務는 BaFin이 최종으로 그것을 결정할 때까지 중단되게 된다. 이러한 결정에 있어서 BaFin은 한편으로 지체없는 공시와 관련된 투자자들의 이익, 발행자의 이익, 주주의 이익을 고려하여야 하고, 다른 한편으로 內部者去來의 禁止를 통한 자본시장의 보호라는 측면을 적절하게 고려하여야 한다. 그렇지만 실제에 있어서 면제신청서를 제출을 통하여 면제를 요청한 경우는 극히 드물고, 다만 '변제 무능력이 임박한' 更生事案(Sanierungsfaelle)의 경우에 면제신청서가 접수된 경우가 종종 있었다. 갱생사례의 경우 회사의 부정적인 사실이 사전에 공개된다면 그로 인하여 나타나게 되는 부정적인 영향을 무시할 수 없기에 회사의 입장에서는 면제제도를 이용하게 된다. 특히 회사구성원(종업원)들 사이의 동요를 제외하더라도 관련자들과의 갱생협상도 쉽지 않을 뿐더러 또한 '경쟁자들이 해당회사의 약점을 이용하거나 혹은 납품업자들이 대금이 입금된 후에만 제품공급을 하게 됨으로써 회사가 시장에서 존재하기 어려운 상황을 맞이할 수도 있고, 부정적인 사실을 사전에 공개하는 것은 갱생협상에 불리한 상황을 초래하게 되고 그것으로 인하여 주주가 손해를 입을 수 있기 때문이다.³⁴⁾ 나아가 BaFin은 제재조치와 관련된 결정권을 가지고 있다. 즉, 담당관청으로써 BaFin은 隨時公示가 전혀 이

33) Füllbier, S. 1261-1263

34) Fürhoff/Wölk, S. 457 f.

행되지 않거나 이행하더라도 제때에 이루어지지 않거나, 형식을 벗어나거나, 불완전 또는 부정확하게 이루어진 경우 證券去來法 제38조와 39조에 의해서 1.500.000 유로에 해당하는 과태료 혹은 5년 이하의 자유형에 처할 수 있다. 그러나 외국의 발행자의 경우 하자있는 隨時公示와 관련하여 BaFin은 제재조치를 담당하는 관청으로써 별다른 역할을 하지 못하고 있다. 隨時公示義務를 위반한 회사가 그 영업소를 외국에 둔 경우 해당 외국회사에 대한 소추는 일반적으로 거의 불가능하다. 왜냐하면 일반적으로 그와 같은 규정위반에 관한 법률상의 국제적인 공조협정(Rechtshilfeabkommen)이 존재하지 않기 때문이다.³⁵⁾

III. 隨時公示의 문제점

隨時公示와 관련된 개별적인 조항들은 법문자체와 결부되는 법적인 문제 그리고 隨時公示의 適用으로부터 발생하는 경제적인 문제점들을 내포하고 있다.

1. 법적인 문제

證券去來法 제15조에 의해서 정의된 隨時公示義務는 불특정한 법적 개념들을 포함하고 있다. 1995년 법이 발효된 이후 上場會社의 경영진에게 있어서 어떤 事案이 公示義務가 있는 사안인지 아닌지를 구별하는 것이 매우 어려운 문제였다. 왜냐하면 舊證券法 제44a조 뿐만 아니라 또한 증권거래법 자체 혹은 증권거래법의 立法理由書에서도 隨時公示의 범주내에서 어떤 정보가 공개되어야만 하는지를 확실하게 추론할 수 없었기 때

35) Füllbier, S. 1266

문이다.³⁶⁾ 그로 인하여 경연진이 마주하게 제재조치의 위협과 관련된 문제점이 나타나게 되었다.

이러한 불특정한 개념으로써 먼저 隨時公示義務의 전제조건을 들 수 있다. 먼저 ‘事實(Tatsache)’이라고 하는 개념 자체가 문제가 된다. 그렇다면 어떤 것을 ‘사실’로 볼 수 있는가? 입법자의 의사에 따르면 입장표명, 법적인 견해 혹은 개인적인 확신과 같은 가치판단은 증권거래법의 의미에서 ‘사실’이 아니라고 한다. 그래서 발행자의 영업계획, 영업전략 혹은 영업전망(Prognose)은 공개될 필요가 없다고 한다. 그렇다면 언제 그러한 회사의 영업계획과 영업전략이 “사실”로 취급되는가? 회사의 유가증권의 가치에 민감하게 반응하는 투자자들은 가장 최신의 회사의 의도에 관하여 알고 싶어 하는 것은 당연하다. 그렇다면 또한 “새로운 사실”은 무엇을 말하는가? 어려운 문제는 새로운 사실의 정확한 발생시점을 명확하게 확정할 수 없다는 것이다. 어떤 회사내에서 특정된 결정이 처음의 결정단계에서 바로 내려진 경우는 극히 드물며, 오히려 어떤 결정이 있기 까지 대부분 수차례의 결정단계를 거치는 것이 일반적이기 때문에 언제 그러한 사실이 발생했는지를 확인하기 어렵다. 그럼에도 불구하고 法律字句에 따르면 公示는 지체없이 이루어져야 한다고 하고 있어 어떤 사실이 사전에 공개될 위험을 내포하고 있다.

또한 문제가 되는 것은 ‘公開義務는 발행자의 활동영역내에서 발생한 사실에 한정된다’는 것이다. 다단계의 기업결합(콘체른)구조로 이루어진 다국적 회사의 활동영역은 상당히 방대하고 복잡할 수 있다. 그렇다면 예를 들어 각각의 회사와 각각의 자회사의 지분관계가 隨時公示義務에 포함되는 지도 문제가 된다. 또한 법률은 ‘언제 사실이 공개적으로 알려지지 않은 것으로 볼 수 있는지’를 정하지 않고 있다. 영역공개에 이행기준도 애매하게 설정되어 있고, 개별적인 사례안에서 어떤 사실이 이미 공개되

36) Pellens/Fülbier, S. 1384

어 있는지 아닌지를 항상 알 수는 없다. 개별적인 사실이 ‘재산상태 혹은 자본상황’ 혹은 ‘일반적인 영업과정’에 영향을 미쳤는지 아닌지는 오직 연말결산서(Jahresbericht)의 열람을 통해서만 그리고 추후에만 가늠할 수 있다. 여기에서도 문제는 재산상태와 자본상황을 고려하면서 왜 수익상태는 왜 고려하지 않는가라는 것이다.

나아가 불명확성은 “株價에 현저한 영향을 미칠 수 있어야 한다”는 데에서도 존재한다. 그렇다면 무엇이 “현저한” 것인가? “현저하게 주가에 영향을 미쳤다”라고 볼 수 있는 사안에서는 ‘어떤 사실이 얼마만큼 주가에 영향을 미치는지를 확인하기 위해서’ 특정된 사실에 관련된 모든 결과의 언급을 필요로 한다. 그러나 애초부터 그러한 영향력을 가늠하기가 쉽지 않고, 또한 추후에도 어떤 요인이 주가에 영향을 미쳤었는지를 확인하는 것도 쉽지 않다. 그래서 언제 어떤 사실이 隨時公示義務와 관련된 사항인지를 경영진들이 판단하기 어렵기 때문에 결론적으로 ‘무엇이 언제 공개되어야 하는지 혹은 그렇지 않은지’를 시장에서도 또한 구분하기 어려울 것이다. 隨時公示와 관련된 회사의 어려움을 해결하기 위해서 (株)독일증권거래소(Deutsche Börse AG)는 1994년과 1998년 연방증권감독원과 협력한 가운데 “증권거래법에 따른 内部者去來의 禁止와 隨時公示”라는 入門書(Leitfaden) 제2판을 발간하였다. 이 입문서는 證券去來法 제15조의 불특정된 법적 개념들을 개별적으로 보다 구체화하였고, “주가에 현저한 영향을 미칠 수 있는”사실의 해석을 위해서 몇 개의 例(Beispielliste)³⁷⁾를 들기도 하였지만, 그것으로도 완벽함에 대한 요구를 충족시킬 수 없었다. 왜냐하면 개별적인 사례와 관련된 구체적인 사정이 문제가 되기 때문이다. 거기에 언급된 사례는 계속적으로 公開義務가 있을 것이고, 거기에 언급되지 않은 사례는 公示義務가 없을 수도 있다. 이와 관련하여 입법자는 의도적으로 ‘구속력이 있는 目錄例(Katalogbeispiel)를 작성하는 것’을 염두

37) BAWe/Deutsche Börse AG, S. 30 f.

에 두지 않았다. 그렇지만 문제가 될 수 있는 사안은 개별적으로 공시가치가 있는지 없는지를 고려하여 검토할 수 있기 때문에 그러한 목록예(Beispielkatalog)는 勸告로써의 특성을 가질 수는 있을 것이다.³⁸⁾ 결국 公示義務가 있는 사실인지 아닌지를 결정하는데 있어서 그와 같은 입문서(Leitfaden)는 어려움을 해결하기에는 부족하기 때문에, 회사는 자체적으로 공시담당 전문가를 두든지 아니면 공시담당회사에게 공시관련업무를 떠 넘길 수 밖에 없을 것이다.

2. 경제적인 문제

1) 법적인 개념과 결부된 문제

개별적인 법적인 문제는 또한 경제적인 문제를 수반하게 된다. 왜냐하면 불특정된 법적 개념을 잘못된 해석하는 경우 -피할 수 있었던- 비용이 발생하게 되기 때문이다. 예를 들어 잘못된 신고 혹은 때 이른 신고의 경우에 일어날 수 있다. 證券去來法 제15조에 따르면 어떤 “사실”은 지체없이 공개되어야만 하고, 구체적인 내부사실을 미리 공개하는 것은 내부사실의 誤濫用에 대한 최선의 대책일 수 있다. 그러나 신속한 公開義務는 ‘심사숙고하였다면 정보를 공개하지 않았었을 것이다’는 결과를 초래할 수도 있다. 이 경우 일반적인 事情下에서는 이러한 정보가 시장에 알려지지 않았을 것이기 때문에, 이 경우 자본(금융)시장은 혼란을 겪게 되고, 특히 회사에게 있어서 그것은 돌이킬 수 없는 일이 될 것이다. 왜냐하면 한번 했던 (공시)신고는 그 뒤를 잇는 수정된(혹은 변경된) 신고를 통하여 애초의 상태로 회복될 수 없기 때문이다.³⁹⁾ 예를 들어 부정적인 隨時申告를 통하여 어떤 회사의 株價가 떨어질 수 있고 그리고 적대적인 기업매수가 쉬워질 수도 있을 것이다.⁴⁰⁾

38) Fülbier, S. 16

39) Handelsrechtsausschuss des Deutschen Anwaltsverein e.V., S. 560

투자자들은 유가증권 발행회사에 대한 기대를 근거로 그 회사의 유가증권을 매수하고 최대한 빠른 시간에 회사의 새로운 것에 대해서 정보를 얻고자 한다. 그와 달리 발행자의 관심은 가능한 한 늦게 그리고 최소한의 공개를 이행하는 데 관심을 가지게 된다. 사전에 이루어진 어떤 사실의 공개는 회사내에서의 최종적인 결정을 방해하게 되고, 개척한 會社間 협력, 아직 장담할 수 없는 계약체결 혹은 기타의 경쟁상의 이점 등과 같은 영업비밀로 치부될 수 있는 사실에 경쟁자들의 적절하게 대응함으로써 해당 회사가 손해를 입을 수도 있다.⁴¹⁾ 이러한 경우를 대비하여 회사는 정당한 이익이 존재하는 한, BaFin에 隨時公示免除를 신청함으로써 사실의 공개를 연기 또는 면제받을 수 있다. 申告義務(Meldepflicht)로부터 면제되기 위한 발행자의 정당한 이익은 투자자의 그것보다도 더 보호할 가치가 있어야만 한다.⁴²⁾ 그래서 업무와 관련된 조치, 예를 들어 계약이 체결될 때까지 부정적인 영향을 미칠 염려가 있는 사실과 관련된 비밀을 유지하기 위해서 면제신청을 하는 것이 유리하다.

規則公示(定期公示) 보충으로써 隨時公示의 기능은 또한 경제적인 문제를 필수적으로 수반하며, 규칙공시는 隨時公示를 통하여 그 가치를 현저하게 잃어버리게 된다. 즉, 핵심적인 사실은 이미 隨時公示를 통해서 공개되었고 또한 공개된 정보가 이미 주가에 반영되었기 때문에 영업보고서와 연말결산서로부터 얻을 수 있는 이점이 점점 더 줄어들게 된다. 자본시장의 기능능력의 보호는 隨時公示의 주된 목적이다. 거기에서 투자자의 이익보호도 또한 요청되지만 회사의 관점으로 보아 그것이 정당한지가 문제가 되며, 이러한 정당성은 공시와 관련된 투자자의 기대와 반응을 개별적으로 관찰할 때에만 받아들여질 수 있다. 아래의 <표1>에서는 株價에 긍정적인 그리고 부정적인 영향을 미칠 수 있는 공시와 관련된 투자자의

40) Kleinmann, S. 261

41) Hopt, S. 152

42) Hopt, S. 152

반응을 여러 경우의 수로 나누어 보았다.

<표 1>

구분		투자자의 의도			
		매입	비매입	매도	비매도
긍정적인 영향을 미칠 수 있는 새로운 사실	공시된 경우	(1) 매입한 경우 → 중립적	(5) 매입한 경우 → 이익	(9) 매도하지 않은 경우 → 이익	(13) 매도하지 않은 경우 → 중립적
	공시되지 않은 경우	(2) 매입한 경우 → 중립적	(6) 매입하지 않은 경우 → 일실이익	(10) 매도한 경우 → 일실이익	(14) 매도하지 않은 경우 → 중립적
부정적인 영향을 미칠 수 있는 새로운 사실	공시된 경우	(3) 매입하지 않은 경우 → 손해회피	(7) 매입하지 않은 경우 → 중립적	(11) 매도한 경우 → 중립적	(15) 매도한 경우 → 손해회피
	공시되지 않은 경우	(4) 매입한 경우 → 손해	(8) 매입하지 않은 경우 → 중립적	(12) 매도한 경우 → 중립적	(16) 매도하지 않은 경우 → 손해

- (1)과 (2) : 투자자는 매입해야 한다. 긍정적인 정보가 공시되거나 혹은 또한 공시되지 않더라도 투자자는 매입할 의도를 가지고 있기 때문이다. 그래서 투자자는 공시를 통하여 이익을 본 것도 아니고 손실도 입지 않는다.
- (3) : 부정적인 영향을 미칠 수 있는 정보가 공시되었기 때문에 투자자는 매입의도가 있었음에도 불구하고 매입을 하지 않았다. 결과적으로 투자자는 공시를 통하여 손해를 보지 않게 된다.
- (4) : 투자자는 매입의도가 있었기 때문에 매입하였다. 부정적인 영향을 미칠 수 있는 정보가 있었지만 공시되지 않았다. 그렇지만 매입으로 인하여 그는 결과적으로는 손실을 입게 될 것이다.
- (5) : 긍정적인 영향을 미칠 수 있는 정보가 공시되었고, 투자자는 매입의도가 없었으나 매수하였다. 결과적으로 투자자는 공시를 통하여 이익을 얻는다. 왜냐하면 그는 이것이 없었더라면 매수하지 않았을 것이기 때문이다.
- (6) : 긍정적인 영향을 미칠 수 있는 정보가 공시되지 않았고, 투자자는 매입할 의도가 없었다. 결과적으로 투자자는 매입하지 않았지만, 매수했더라면 이

익을 얻을 수 있었을 것이다.

- (7)과 (8) : 부정적인 영향을 미칠 수 있는 정보가 공시되었으나, 투자자는 매입할 의도가 없어서 그리고 이루어졌으나 매입할 의도가 없기 때문에 매입하지 않았다. 결과적으로 투자자는 공시와 관련하여 어떠한 이익도 얻지 않았고 손실도 입지 않았다.
- (9) : 긍정적인 영향을 미칠 수 있는 정보가 공시되었고 팔고자하는 의도가 있었으나 투자자는 의도대로 하지 않았다. 결과적으로 그는 공시를 통하여 이익을 보게 된다. 왜냐하면 공시가 없었다면 팔았을 것이기 때문이다.
- (10) : 긍정적인 정보가 공시되지 않았고 의도대로 매도하였다. 결과적으로 투자자는 공시되었더라면 얻게 될 이익을 잃어버리게 된다.
- (11)과 (12) : 부정적인 정보가 공시되거나 혹은 공시되지 않았지만, 투자자는 의도대로 매도하였다. 결과적으로 공시와 관련하여 투자자는 이익을 얻지도 않고 손실도 입지 않는다. 왜냐하면 어차피 그는 팔의도가 있었기 때문이다.
- (13)과 (14) : 긍정적인 정보가 있었으나, 투자자는 그 공시와 상관없이 팔 의도가 없었고 팔지 않았다. 결과적으로 공시와 관련하여 그는 어떤 이익도 얻지 않고 어떤 손실도 입지 않았다. 왜냐하면 어차피 그는 팔 마음이 없었기 때문이다.
- (15) : 부정적인 정보가 공시되었고, 팔고자 하는 의도가 없었으나 팔게 되었다. 결과적으로 그는 공시를 통하여 손해를 입지 않을 수 있다.
- (16) : 부정적인 정보가 공시되지 않았고, 투자자는 팔고자 하는 의도가 없어서 그는 팔지 않았다. 결과적으로 투자자는 그는 손실을 입게 된다.

<표1>에서 손해를 입게 되는 경우에 투자자는 시기적절한 정보를 습득함으로써 손해를 피할 수 있게 된다. 少額投資者들이 이러한 정보를 적시에 취득할 수 있는냐는 현실적인 문제가 존재한다. 왜냐하면 隨時公示로부터 요구된 領域公開를 행하는 경우 개별적인 投資者에 대한 통지가 포함되지 않기 때문이다. 일반적으로 정보유포시스템을 사용하는 경우 모든 시장참여자들은 정보를 쉽게 취득할 수 있지만, 이러한 사정은 실질적으로 시장분할을 촉진하게 된다. 少額投資者들은 일반적으로 정보유포시

시스템에 상응하는 네트워크를 소유하지 못하고 그 때문에 새로운 정보에 대한 신속한 대응가능성을 가지지 못하기 때문에 특히 機關投資者들이 선호되는 위치에 있게 된다.⁴³⁾ 결국 선호받은 投資者들은 隨時公示를 통하여 확실히 그리고 신속하게 정보를 제공받게 된다.

정보유포시스템에 의한 공개가 없더라도 機關投資者들은 최소한 私的인 投資者들보다 더 나은 위치에 있게 된다. 왜냐하면 機關(Institutionen)은 자본시장에 산재해 있는 최신의 정보를 자체적으로 평가할 수 있는 위치에 있기 때문이다. 금융전문가, 전문언론의 출판물 그리고 신뢰성있는 담화(vertraute Gespraechе)를 통하여 기관은 少額投資者들이 소유할 수 없는 어느 정도의 배경지식(Hintergrundwissen)을 가진다. 그래서 기관 투자자들은 계속적으로 정보를 가공하고, 어떤 사안의 결정에 있어서 중요한 정보를 더욱더 견고하게 만들 위치에 있게 된다.⁴⁴⁾ 機關投資者들의 우월성은 또한 시장에서 정보가 넘쳐나는 경우에도 마찬가지이다. 이 경우 개인투자자들은 어떤 것이 중요한 정보이고 어떤 것이 중요하지 않은 정보인지를 구분하기가 매우 어렵다. 종합적으로 관찰해 본다면 隨時公示를 통하여 투자자들이 과거보다는 더 나은 위치에 서게 되지만, 소액투자자들에게 있어서 隨時公示를 통한 정보의 이용가능성은 기관투자자들에 비하여 현저하게 낮다고 볼 수 있다.

2) 공시신고와 시장투명성

隨時公示節次를 시작하기 위해 BaFin에 신고된 隨時公示횟수를 통하여 자본(금융)시장이 보다 더 투명해졌다는데 대한 간접증거로써 순수하게 받아들인다면, 잘못된 결론에 도달하게 된다. 왜냐하면 隨時公示의 급속한 증가는 시장의 투명성을 위한 자본시장참여자의 노력으로 인한 결과가 아니라, 개선된 隨時公示義務를 따라야만 하는 것으로부터 기인하기 때문이다. 한편

43) Pellens/Fülbier, S. 31

44) Gehrt, S. 21 f.

으로 공개된 회사의 수가 늘어 가고, 그 증가는 특히 새로운 시장에서 나타나고 있지만, 다른 한편으로 공개의 이념(Veroeffentlichungsmentalitaet)이 시간이 흐르면서 변화되고 있다. 그러한 변화의 하나로써 隨時公示가 회사의 이목을 끌기 위한 광고목적으로 濫用된다는 것이다.⁴⁵⁾

<표 2> 1995년부터 2001년까지의 Ad-hoc-신고

년도	1995	1996	1997	1998	1000	2000	2001
內國발행자의 통지	991	1024	1272	1805	3219	5057	4605
외국발행자의 통지	10	34	7	51	198	636	816
합계	1001	1058	1279	1856	3417	5693	5421

3) 공시비용

최근의 경제적인 문제는 隨時公示에 의해서 발행자에게 발생하는 비용이다. 먼저 비용은 法定된 공개절차로부터 발생한다. DGAP가 개입된다면, 公示義務가 있는 사실을 공개하는 경우 어느 정도의 기본비용이 발생하게 된다. 그 경우가 아니라면 발행자는 隨時公示를 담당하는 부서를 회사내에 설치해야만 할 것이다. 특히 BaFin이 대화채널로써 회사내에 傳任者(Beauftragten)를 들 것을 요구하기 때문에 또한 인적·물적인 비용이 발생하게 된다. 공개절차가 진행되는 동안 불가피하게 공인회계사 혹은 세무사와 같은 어떤 외부의 相談專門家(Berater)가 개입된다면, 이들로부터 또한 비용이 발생하게 된다. 나아가 발행자는 市場監督官廳(Marktaufsichtsbehoerde)과 발생한 비용을 부분적으로 分擔해야만 한다.⁴⁶⁾ 결국 隨時公示義務로 인하여 費用要因(Kostenfaktor)이 발생 또는 증가할 수 있고, 이러한 비용은 중소기업에게 지속적으로 여러 가지의 문제를 가져다 줄 수 있다.

45) Feinendegen/Nowak, S. 372, 380

46) Kleinmann, S. 255 f.

IV. 결론

이상에서 살펴본 바와 같이 독일에서의 隨時公示義務는 이미 어느 정도의 模糊性(Zweidutigkeit)을 자체적으로 내재하고 있는 것으로 보인다. 특히 隨時公示를 통하여 한편으로 회사가 너무 많은 것을 공개하지 않아도 되고, 다른 한편으로는 회사의 장래의 모든 전망과 계획을 모두 공시하는 것은 바람직하지 않은 것으로 보인다. 애매모호한 법적인 개념과 관련된 문제점들이 계속적으로 지적되고 있고, 그와 관련하여 해당회사가 자체적으로 公示義務가 있는 사실이 존재하는지, 존재한다면 언제 존재하는지를 스스로 결정해야만 하는 어려움에 직면하게 된다. 해당회사에 있어서 그러한 결정이 어려운 경우 전문지식이 있는 외부의 전문가의 조력을 구할 수 밖에 없다.

그렇지만 어느 경우든 隨時公示의 고유한 목적인 자본(금융)시장의 作用能力(Funktionsfähigkeit)이라는 것을 간과해서는 안된다. 隨時公示義務를 도입함으로써 자본(금융)시장에서의 투명성이 보다 높아지고, 內部者去來가 설 자리가 없도록 한다는 것은 의문의 여지가 없다. 그래서 隨時公示와 內部者去來의 禁止를 통하여 증권시장에서의 再分配(Umverteilung)가 적절하게 진행된다. 이러한 隨時公示는 표준화된 절차에 따라서 이루어져야 하며, 그러한 절차는 모든 시장참여자들이 동등하게 정보를 취득할 수 있도록 이루어져야 하고, 그렇게 함으로써 隨時公示와 관련된 모든 사실의 공개가 통합적인 형식으로 이루어지게끔 하기 위해서는 여전히 몇몇 資本市場서비스法律(einige Finanzmarktdienstleitungsgesetze)의 개정이나 새로운 입법이 요구된다.

새롭게 나타난 중요한 문제는 隨時公示가 기업의 광고목적을 위해서 濫用된다는 것이다. 그래서 2001년 3월 이후 DGAP에 의한 公開時 그러한 濫用을 막기 위해 그 범위를 제한하게 되었다. 왜냐하면 隨時公示는 투

자자를 혼돈하게 해서는 안되며, 오히려 그들에게 가능한 한 회사의 제반 상황에 대한 상세하고 분명한 정보를 제공하는 기능을 하기 때문이다. 최근에 또다시 隨時公示의 횡수가 조금씩 줄어들고 있기는 하지만, 隨時公示의 질(質)이 높아지고 있는 추세이고, 회사는 많은 정보는 아니나 보다 상세한 정보를 제공하고 있는 것으로 나타나고 있다.⁴⁷⁾

참고문헌

Caspari, Karl-Burkhard, Die Problematik der erheblichen Kursbeeinflussung einer publizitätspflichtigen Tatsache, in : Baetge, Jorg (Hrsg.) : Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität : Was bedeuten die neuen Regelungen für Unternehmenspublizität und Finanzanalyse? -, Düsseldorf 1995.

Claussen, Carsten Peter, Insiderhandelsverbote und Ad-hoc-Publizität : Praktikerhinweise und -empfehlungen für Ermittlenden, Anleger, Banken, Wertpapierdienstleister und ihre Berater, Köln 1996.

Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel / Deutsche Börse AG (Hrsg.) : Insiderhandelsverbote und Ad-hoc-Publizität nach dem Wertpapierhandelsgesetz : Erläuterungen und Empfehlungen zur Behandlung kursbeeinflussender Tatsachen gemäß § 12 ff. Wertpapierhandelsgesetz, 2. Auflage, Frankfurt am Main 1998.

Feinendegen, Stefan / Nowak, Eric, Publizitätspflichten börsennotierter

47) Handelsblatt, S. 31

- Aktiengesellschaften im Spannungsfeld zwischen Regelberichterstattung und Ad-hoc-Publizität : Überlegungen zu einer gesetzeskonformen und kapitalmarktorientierten Umsetzung, in : Die Betriebswirtschaft (DBW) 2001, S. 371-389.
- Fülbier, Rolf Uwe*, 5 Jahre Ad-hoc-Publizität: Ein Zwischenergebnis, in: Steuern und Bilanzen (StuB) 1999, S. 1260-1267.
- Fürhoff, Jens / Wölk, Armin*: Aktuelle Fragen zur Ad hoc-Publizität, in : Wertpapier-Mitteilungen (WM) 1997, S. 449-459.
- Gehrt, John Alexander*, Die neue Ad-hoc-Publizität nach § 15 Wertpapierhandelsgesetz : Eine kritische Betrachtung im Vergleich zur französischen und angloamerikanischen Regelung, Baden-Baden 1997.
- Gruson, Michael / Wiegmann, William J.*, Die Ad-hoc-Publizitätspflicht nach amerikanischem Recht und die Auslegung von § 15 WpHG, in: Die Aktiengesellschaft(AG) 1995, S. 173-181.
- Handelsblatt* : Qualität von Ad-hoc-Mitteilungen steigt, in : Handelsblatt Nr. 74 vom 15.04.2003, S. 31.
- Handelsrechtsausschuss des Deutschen Anwaltsvereins e. V.* : Anwendung des § 15 WpHG bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen, in: Die Aktiengesellschaft (AG) 1997, S. 559-567.
- Hirth, Hans / Neus, Werner*, Ad-hoc-Publizität und Wettbewerb beim Insiderhandel, in : Wirtschaftswissenschaftliches Studium (WiSt) 2001, S. 101-104.
- Hopt, Klaus J.*, Grundsatz- und Praxisprobleme nach dem Wertpapierhandelsgesetz - insbesondere Insidergeschäfte und Ad-hoc-Publizität, in: Zeitschrift für das gesamte

- Handelsrecht und Wirtschaftsrecht (ZHR) 1995, S. 135-163.
- Hsu, Peter Ch.* Ad-hoc-Publizität : Bekanntgabe von kursrelevanten
Tatsachen - ein
Mindeststandard kapitalmarktgerechter Unternehmenspublizität,
Zürich 2000.
- Kleinmann, Niko J.*, Die Ausgestaltung der Ad-hoc-Publizität nach
§ 15 WpHG - Notwendigkeit einer segmentspezifischen
Deregulierung, Berlin 1998.
- Kleinmann, Niko J.*, Die Wirkung der Ad-hoc-Publizität nach § 15
WpHG, in : Finanz-Betrieb 1999, S. 254-262.
- Kümpel, Siegfried*, Wertpapierhandelsgesetz : eine systematische
Darstellung, Berlin 1996.
- Leis, Josef / Nowak, Erich*, Ad-hoc-Publizität nach § 15 WpHG,
Stuttgart 2001.
- Pellens, Bernhard / Fulbier, Rolf Uwe*, Gestaltung der Ad-hoc-Publizität
unter Einbeziehung internationaler Vorgehensweisen, in :
Baetge, Jorg (Hrsg.): Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität :
Was bedeuten die neuen Regelungen für Unternehmenspublizität
und Finanzanalyse? -, Dusseldorf 1995.
- Pellens, Bernhard / Fulbier, Rolf Uwe*, Publizitätspflichten nach dem
Wertpapierhandelsgesetz - Ausgestaltung unter Berücksichtigung
angloamerikanischer Regulierungen -, in: Der Betrieb (DB)
1994, S. 1381-1388.
- Röder, Klaus*, Der Einfluß der Verbreitungstechnologie auf die
Informationsverarbeitung von Ad-hoc-Meldungen, Augsburg
1998.

- Schlittgen, Volker*, Die Ad-hoc-Publizität nach § 15 WpHG, Frankfurt am Main u.a. 2000.
- Schruff, Wienand / Nowak, Eric / Feinendegen, Stefan*, Ad-hoc-Publizitätspflicht des Jahresergebnisses gemäß § 15 WpHG : Wann muss veröffentlicht werden?, in : Betriebs-Berater (BB) 2001, S. 719-725.
- Schweizer, Thilo*, Insiderverbote - Interessenkonflikte und Compliance : Auswirkungen der Insiderregulierung auf deutsche Banken, Berlin 1996.
- Weisgerber, Thomas / Baur, Georg*, Das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz und das Richtlinienumsetzungsgesetz : Erläuterungen - Gesetzestexte - Materialien; Leitfaden zum Insiderrecht - Rechtsstand : Mai 1998, Köln 1998.
- Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht: BaFin, <http://www.bafin.de>
- Deutsche Börse AG : 4. Finanzmarktförderungsgesetz, http://marketinfo.deutsche-boerse.com/cmscontent/fileupload/db_APPLanalys es_prod_1_APPLAnalyses_fileupload_url1_2_1025180811_3_Fi maf_G_2706.pdf.

<Zusammenfassung>

Über die Ad-hoc-Publizität im deutschen WpHG

Jeong, Seong-Suk

Nachdem Entstehung und Bedeutung des Wertpapierhandelsgesetzes erläutert wurden, treten seine wichtigsten Bestandteile in Form von Insiderhandelsverbot und Ad-hoc-Publizität in den Mittelpunkt. Das Hauptaugenblick wird auf die Ad-hoc-Publizität gerichtet sein, in dem zunächst Funktionen, Voraussetzungen, Verbreitung, Befreiungsmöglichkeiten und eventuelle Sanktionen ausführlich erörtert werden und im Anschluss daran die ökonomischen und rechtlichen Probleme, die mit der Anwendung des § 15 WpHG einerschreiten, aufgezeigt werden. Die Arbeit wurde dann noch mit einer kürzern Schlussbetrachtung abgeschlossen. Durch die Ad-hoc-Publizität soll unter anderem einerseits vermieden werden, dass Unternehmen zu viel veröffentlichen und es kann auch nicht sinnvoll sein, alle Prognosen und Planung des Unternehmens zu publizieren. Andererseits sind es aber gerade Erwartungen in die Zukunft, die an den Börsenplätzen gehandelt werden und diese werden von Prognosen und Planungen geprägt, dessen Veröffentlichung durch die Ad-hoc-Publizität verboten ist.

Key words : 隨時公示(Ad-hoc-Publizität), 정기공시(Regelpublizität), 隨時公示義務(Ad-hoc-Publizität), 內部者去來의 禁止(Insiderhandelsverbot), 내부유가증권(Insiderpapier), 내부사실(Insidertatsache), 자본시장의 작용능력과 투명성(Funktionsfähigkeit und Transparenz des Kapitalmarktes).