

# Netizen Fund의 투자자 보호상의 문제

조 상 옥  
(변호사, 법무법인 율촌)

## 【초 록】

Netizen Fund는 법현상의 면에서는 “주로 영화 등 문화상품의 제작자/투자자가 스스로 또는 전문업체를 이용하여, 불특정 다수의 인터넷 사용자를 대상으로, 인터넷을 통하여 해당 문화상품의 예상수익률, 수익방법 및 제작진행과정 등의 수익과 관련된 정보를 제공하는 방법으로 그 제작에 소요되는 자금을 인터넷을 통해 조달하고, 투자자인 인터넷 사용자는 해당 투자상품 판매 등을 통해 수익이 발생하는 경우 제작자 등으로부터 그 투자지분에 상응하는 수익을 정산, 지급받는 투자수단” 이라고 정의할 수 있다. Netizen Fund는 1999년 11월 최초로 도입된 이래 2001년 9월 현재 총투자액 약 80억원 이상에 이르는 Netizen Fund가 설정되거나 설정이 예상될 만큼 빠르게 문화운동/마케팅수단의 성격으로부터 투자수단으로 발전해 왔고, 그로 인하여 많은 관심을 모아 왔다.

그러나 Netizen Fund는, 투자수단으로서의 변화된 성격에 상응하는 효과적인 투자자 보호수단을 갖추지 못하고 있다. 이러한 결함은 근본적으로 현행 법제도가 Netizen Fund와 같이 투자자 보호가 문제되는 새로운 법현상이 출현하는 경우 투자자를 충분히 보호할 수 있을 만큼 유연하지 못한 점에서 비롯하는 것이라고 본다. 따라서 Netizen Fund뿐만 아니라 앞으로 계속 등장하게 될 새로운 투자수단에서의 투자자 보호문제를 해결하기 위해서는 유사수신행위의규제에관한법률의 개정, 보다 근본적으로는 유가증권 개념에 있어서 “포괄주의”의 채택과 같은 법적 제도의 정비를 고민해 보아야 할 것이다. Netizen Fund는 그러한 점을 시사하는 면에서도 의미가 있는 법현상이라고 생각된다.

본고에서는 이러한 문제의식을 가지되, 아직 널리 알려지지 않은 법현상인 Netizen Fund에 관해서 자세히 소개하는 것에 주안점을 둔다. 구체적으로는, Netizen Fund의 분류를 통해서 그 법적 성질을 밝히고, Netizen Fund의 투자절차와 회수절차를 소개하며, Netizen Fund가 구조적으로 내포하는 투자자 보호상의 문제점을 실제 사례와 함께 알아본다. 그리고 마지막으로 Netizen Fund에서 투자자 보호를 위하여 가능한 법적 조치에 대해서도 간단히 언급한다.

주제어: 투자수단 / 투자지분 채권 / 중개형 Netizen Fund / 양도형 Netizen Fund / 설정형 Netizen Fund / 조합형 Netizen Fund / 포괄주의 / 유사수신행위의규제에관한법률 / 사기적 공모 / 회계의 투명성

## 【차 례】

### I. 서 론

#### II. Netizen Fund의 개념

1. Netizen Fund의 개념 정의
2. Netizen Fund의 도입 및 발전

#### III. Netizen Fund의 분류 및 투자/투자회수절차

1. Netizen Fund의 분류
2. Netizen Fund의 투자절차 및 회수절차

#### IV. Netizen Fund의 투자자 보호상 문제점

1. Netizen Fund 업무에 대한 금융규제법령의 부재
2. 기획단계: 투자자 보호에 반하는 Netizen Fund 구조 선택
3. 선전 및 공모 단계: 사기적 공모 등
4. 운영단계: 투자금 운영에 대한 감시 곤란
5. 정산단계: 회계의 투명성 부족
6. 기타 결함: Netizen Fund 업체 등의 기업 결합에 따른 문제

#### V. Netizen Fund와 관련된 실제 분쟁 사례

1. “친구” 예상수익률 변경사건
2. 운영의 적절성과 회계처리의 투명성에 대한 “갑”의 Netizen Fund상의 분쟁

#### VI. 결론 — 투자자 보호를 위한 규제

## I. 서 론

2001. 봄 개봉된 “친구”는 2001. 6. 현재를 기준으로 전국 기준 관객 800만명 가까이 동원하면서 비단 영화 문화적 측면에 국한되지 않는 다양한 이야기거리를 제공하고 있다. 그 중 하나가 여기서 논하게 될 Netizen Fund이다.<sup>1)</sup>

Netizen Fund는 “친구”의 사례를 계기로 하여 본격적으로 일반 대중에게 알려지기 시작했다. 2001. 6. 4.자 Times는 “친구”의 배급사 코리아픽처스 김동주 사장과 인터뷰 기사를 내용으로 하는 “Roll The Credits”라는 제하의 기사에서 Netizen

---

1) 본 논문은 2001.6.23. 한국증권법학회 제72회 세미나에서 같은 제목하에서 당시까지의 Netizen Fund의 현황을 기준으로 발표되었던 것으로서, 다시 정리하는 기회에 2001.9.까지의 Netizen Fund의 발전을 반영하였다.

Fund를 인터넷과 영화의 접목의 한 방편으로서 영화투자 및 선전에 있어서의 의욕적 수단으로 보도하기도 하였다.<sup>2)</sup> 그 밖에 “친구”를 계기로 하여 Netizen Fund의 방향에 대한 고민이 시작된 흔적을 여러 군데에서 찾을 수 있다.

이와 같이 “친구”가 Netizen Fund에 대한 지대한 관심을 불러일으킨 것은 “친구”가 광고문안상에 1억원 규모 Netizen Fund 공모가 1분만에 마감될 만큼 폭발적인 반응을 불러 일으켰던 사실을 적극 홍보하였다는 이유 외에, “JSA 공동경비구역”, “쉬리”를 제치고 국내영화사상 최고수의 관객을 동원한 결과 Netizen Fund에 참여한 투자자가 회수하게 될 수익 규모에 대한 언론 등의 강한 호기심을 자극한 점,<sup>3)</sup> 또한 그와 관련하여 Netizen Fund가 투자수단으로 기능할 가능성을 극적으로 보여준 점에 힘입은 것으로 보인다. Netizen Fund는 1999년 11월 인츠닷컴의 “반칙왕” Netizen Fund가 최초 등장한 이래 급속도로 문화참여운동 내지 온라인 마케팅 수단으로서의 수준을 넘어서서 점차 높은 수익성을 가지는 투자수단으로 그 성격이 변화되면서 Netizen 사이에서 영향력이 확대되고 있었는데, “친구”로 인하여 그러한 Netizen Fund의 성장과 변화를 일반 대중이 실감할 수 있게 된 것이다.

투자자의 입장에서 보면 Netizen Fund는 현재까지 경험적으로 고수익을 제공해온 반면, 그 투자회수기간이 상대적으로 짧으며 투자방법에 있어서도 매우 간편하다는 장점이 있다. 특히 “엔터스닥”의 아이피닉스(entersdaq.com)나 “엔터펀드”의 심마니(enterfund.simmani.com), “쇼비즈펀드”의 인터파크구스닥(goodsdaq.co.kr)과 같은 Netizen Fund 업체가 도입한 증권거래소 주식매매방식의 투자지분 채권 매매는 투자회수기간 단축에 관한 한 매우 획기적인 아이디어라고 할 수 있고, Netizen Fund 참여자로 하여금 원래 짧았던 투자회수기간을 더욱 단축시킬 수 있다는 기대를 불러일으켰다. 영화의 제작사/투자사와 같은 투자수요자 입장에서도 Netizen Fund에 투자한 투자자들이 투자대상인 영화 등을 여러 가지 경로로 선전하게 됨으로써 대단한 마케팅 효과까지 거둘 수 있는 동시에 자금조달창구로서의 기능도 수행하는 매력적인 도구임에 틀림없다. 처음에는 영화를 투자대상으로 한 Netizen Fund는 최근 음반, 악극, 콘서트, 책 등 갖가지 문화상품을 대상으로, 나아가 비문화상품에 대해서까지 그 투자대상이 확대되면서 공모 규모도 대규모화되는 움직임을 보이고 있는데, 이러한 현상은 위와 같은 Netizen Fund의 투자수단으로서의 장점을 반영하는 것이라고 할 수 있다.

그러나 일반 대중을 대상으로 한 영화 등 모험상품에 대한 투자수단으로서의 Netizen Fund는 인터넷만이 제시할 수 있는 가능성이라고 할 수 있는 반면, 법적인 관점에서는 어떠한 법령을 근거로 하여 Netizen Fund에 관련된 각 당사자의 이해관계를 조절, 규제하여 투자자 보호문제를 해결할 것인지의 문제를 야기시키고 있다. 투자수단으로서의 Netizen Fund는 그에 관여하는 소액 투자자의 보호를 위한 법적 장치가 제대로 정비된 투자수단으로 출발했다고 할 수는 없고, 영화 등의 온라인 마케팅과 자금조달을 목적으로 하는 제작사

---

2) 관련 부분 원문을 소개하면 다음과 같다. “...But the most ambitious innovation is revolutionizing how movies are financed and promoted. Koreans can now invest directly in films through online entertainment funds, with stakes as small as 10\$... Besides the funding, production companies get a share of the profits if the movie is a hit (if it flops, they lose)....”

3) “친구” Netizen Fund의 투자지분 채권은 심마니(enterfund.simmani.com)가 운영하는 거래소에서 투자자들 사이에 거래가 이루어졌는데, 투자지분 채권1단위(공모가 10,000원)당 거래가격이 2001.6. 당시 28,000원을 상회하는 수준이었다. 따라서 공모에 참여하였던 투자자가 2001.6. “친구” Netizen Fund의 투자지분 채권을 매각하였다면 180%이상의 수익률을 실현하는 결과가 되었다.

와 Netizen Fund 업무를 수행하는 인터넷 회사의 경제적 동기에 의하여, 간단한 투자계약서 기타 최소한의 법적 형식만을 갖추어 인터넷 공간에서 시작된 것이기 때문이다. 따라서 현재의 Netizen Fund는 그 투자수요자의 이익에는 부합하지만 투자자 보호를 위한 고려가 부족하다. 이러한 문제점으로 인하여 아래에서 상세히 보듯이 이미 투자자와 Netizen Fund 업체 또는 제작사/투자사간에는 심각한 법적 분쟁이 발생할 조짐도 나타나고 있다. 그렇다면, 아직 문제가 본격화되지 않은 지금이야말로 Netizen Fund에 대한 정확한 법적 분석과 그에 기한 적절한 규제방법의 모색이 필요한 시기일 수도 있을 것이다.

그러한 문제의식하에서, 이하에서는 Netizen Fund의 개념과 현황, Netizen Fund의 투자 구조에 대한 법적 분석, Netizen Fund에서 발생하는 여러 가지 법적 문제점과 현재 분쟁이 예정되는 사안에 대해 차례로 살펴보고, 마지막으로 Netizen Fund에 있어서 투자자 보호를 실현하기 위한 적절한 방법이 무엇인지에 대해서도 간단히 언급해 보고자 한다.

## II. Netizen Fund의 개념

### 1. Netizen Fund의 개념 정의

Netizen Fund는 인터넷 사용자를 의미하는 “Netizen” 이 주로 영화 등 문화상품의 제작과 홍보마케팅 등에 필요한 비용을 투자하여 조성한 “Fund” 라는 의미에서 사용되는 용어이다.<sup>4)</sup> 앞서 서론에서 말한 바와 같이 주로 “영화 등 문화상품” 의 제작에 필요한 제작비, 홍보마케팅비 등 자금의 조달을 한다는 점에 착안하여 Netizen Fund 대신 “Enter Fund”, “Entertainment Fund”, “Enjoy Fund” 등의 용어가 사용되는 경우도 있다.<sup>5)</sup>

이러한 Netizen Fund는 법령에 의해 정의된 개념이 아니라 1999년 11월 “반칙왕” Netizen Fund 설정 이래 거래계에서 통용되어 온 개념이므로 결국 현재까지의 Netizen Fund가 기능해 온 다양한 모습들 중에서 핵심적인 부분을 추출하여 정의되어야 할 것이다. 이러한 입장에서 Netizen Fund를 투자수단의 측면에 중점을 두고 정의한다면, “주로 영화 등 문화상품의 제작자/투자사가 스스로 또는 전문업체를 이용하여, 불특정 다수의 인터넷 사용자를 대상으로, 인터넷을 통하여 해당 문화상품의 예상수익률, 수익방법 및 제작진행과정 등의 수익과 관련된 정보를 제공하는 방법으로 그 제작에 소요되는 자금을 인터넷을 통해 조달하고, 투자자인 인터넷 사용자는 해당 투자상품 판매 등을 통해 수익이 발생하는 경우 제작자 등으로부터 그 투자지분에 상응하는 수익을 정산, 지급받는 투자수단” 이라고 하는 것이 적절하지 않은가 생각된다. 즉, “주로 영화 등 문화상품에 대한 자금을 조달한다” 는 부분과 “주로 인터넷으로 제공되는 정보에 의존하여 불특정 다수의 투자자가 투자한

4) “Fund”는 특정한 목적을 위해서 모집된 자금으로서 신탁적 법리에 의해서 규율되는 금전을 지칭하는 개념으로 사용되는 것이 통상적인 용법인 것 같다. (증권투자신탁업법상의 투자신탁에 대해서 “foun”라는 용어를 주로 사용하고, 외국의 Unit Trust에 대해서 Fund라는 명칭을 붙이는 것 등이 그러하다.) 따라서 Netizen Fund에서 사용되는 “Fund”는 Netizen Fund는 신탁법리와는 무관하다는 것이 개인적인 견해이다. 아래 IV.1. 참조.

5) 여기에서는 “Netizen Fund”를 사용하기로 한다. 이러한 “Netizen Fund”라는 용어는, 비교적 널리 사용되는 용어라는 점 외에도, 투자자 보호의 관점에서는 그 투자대상이 무엇이든간에 “주로 인터넷으로 제공되는 정보에 의존하여 불특정 다수의 투자자가 투자한다.” 는 측면이 문제되는 것이므로 다른 명칭에 비해서는 적절한 명칭인 것으로 본다.

다”는 부분이 Netizen Fund의 중심적 개념이라고 본다.

위 정의 중에서 “주로 인터넷으로 제공되는 정보에 의존하여 불특정 다수의 투자자가 투자한다” 부분과 관련하여, 현재 널리 알려진 Netizen Fund는 인터넷을 통한 불특정 다수의 투자자가 “대량적, 동시적으로 투자한다”는 것을 의미하는 것이므로<sup>6)</sup> “대량적, 동시적으로 투자한다” 부분도 정의에 포함시킬 수 있지 않은가 생각되기도 한다. 그러나 인터넷을 통해 영화 등의 문화상품에 대한 투자를 유인한 후 오프라인상에서 개별 투자계약을 체결하는 투자방법도 충분히 예상할 수 있고, 실제 인터넷 검색 결과 그러한 내용을 가진 외국의 예<sup>7)</sup>도 발견된다. 따라서 만약 “대량적, 동시적으로 투자한다”는 부분을 정의에 포함하게 되면 위 투자방법은 인터넷을 통해 투자자를 유인하고 있을 뿐 투자계약은 투자자의 유인 이후 충분한 정보의 공유를 통해 개별적으로 체결하는 것을 예정하는 점에서 Netizen Fund가 아닌 것으로 되는데, 이러한 예에 있어서도 주로 인터넷을 통해서만 영화, 음반 등 투자대상 문화상품에 대한 정보가 제공되고 그 수익의 분배과정에 대한 투자자의 관여가 배제되어 투자자 보호의 필요성에 있어서는 통상 Netizen Fund와 유사한 경우를 예상할 수 있다. 따라서 그러한 투자수단까지 Netizen Fund에 포함하려면 “대량적, 동시적”의 용어를 포함시키지 않는 것이 보다 정확할 것이다.

위 정의에 기해서 Netizen Fund를 다른 유사한 투자수단과 간략히 비교해 보기로 한다.

① “주로 영화 등 문화상품(주로 영화)에 대한 자금을 조달한다”는 부분과 관련하여, 이에 속하는 것으로서는 배급사와 제작사간 계약 또는 제작사/투자사와 중소기업창업지원법 제3장 이하의 규정에 의한 중소기업창업투자조합인 영화전문투자조합간의 계약에 의한 투자가 종전부터 널리 행하여져 왔다.<sup>8)</sup> 그러나 이러한 자금조달은 인터넷을 통한 정보의 제공 및 그로 인한 불특정 다수 투자자의 투자가 개입되지 않는다는 점에서 Netizen Fund와는 자금조달방식을 달리하고, 무엇보다도 위 영화전문투자조합의 투자는 대규모로, 제작사 등 문화상품 생산주체와의 개별적 협상에 의하여 충분히 투자자로서의 권리를 보호받으면서 행하여지는 것이므로 투자자를 보호해야 할 필요성에서 완전히 다르다.

② 위 정의에 따른 Netizen Fund는 투자유인의 방법, 투자수단 면에서 소위 “인터넷을 통한 소액공모”<sup>9)</sup>와도 매우 유사하며, 특히 투자자 보호 측면에서 “인터넷을 통한 소액공모”에 있어서 제기되는 여러 가지 문제점은 Netizen Fund에서도 그대로 적용될 수 있는 면이 많이 있다. 따라서 이러한 면에서 현재 “인터넷을 통한 소액공모”에 적용되는 투자자 보호의 법적 장치는 Netizen Fund에도 참고할 만 하다고 할 수 있다.

그러나 뒤에 다시 설명되는 바와 같이 “인터넷을 통한 소액공모”는 주식, 사채 등 증권거래법상의 유가증권을 대상으로 하는 반면 Netizen Fund의 투자지분은 최소한 현행 증권거래법상의 유가증권이 아니기 때문에 현행 증권거래법상의 규제를 받지 않는다는 점에서

---

6) 심마니, 인터파크구스탁, 아이피닉스의 영화 Netizen Fund공모의 사례를 보면, 일정한 공모기간과 공모액수를 정하여 인터넷을 통해 집단적으로 공모신청을 받아서 응모한 투자자에 대해서 동시적으로 투자지분 채권을 취득시키며, 투자계약서를 체결하는 단계는 없다.

7) [www.walkaboutcapital.com](http://www.walkaboutcapital.com) 참조.

8) 중소기업청 벤처진흥과 보도자료에 의하면, 창투사가 업무집행조합원으로 참여하는 영화투자 목적으로 하는 영화투자조합(영화전문투자조합)은 2000년중에 8개 조합이 결성되어 결성금액이 750억 원이고, 이 중에서 실제로 영화제작에 투자된 금액이 147.5억 원에 달한다고 한다. 또한 2001.6.1.자 한국경제신문 보도에 의하면, 2001년 상반기에만 총 투자금액 661억 원 규모의 7개 영화전문투자조합이 결성되었다는 보도가 있는 등, 현재 영화전문투자조합의 규모가 확대되어 가고 있는 추세이다.

9) “인터넷을 통한 소액공모”는 인터넷을 주된 모집수단으로 사용하여, 유가증권신고서 제출의무를 위해서 유가증권의 공모금액을 20억 원 미만으로 하여 행하여지는 공모를 말한다.

Netizen Fund의 공모와는 직접 관련이 없다.<sup>10)</sup>

## 2. Netizen Fund의 도입 및 발전

### (1) 도입단계

Netizen Fund는 1999년 11월 인츠닷컴의 “반칙왕” 영화의 제작비에 대한 공모를 통해 최초로 도입되었다.

이 때, “반칙왕” Netizen Fund의 제작사/투자사는 Netizen Fund를 통해 영화에 필요한 제작비를 조달하는 것을 직접적인 목적으로 하지는 않았고 오히려 Netizen Fund를 통한 온라인 마케팅 효과에 주된 목적을 두었던 것으로 알려져 있다. Netizen Fund는 현재에도 여전히 이러한 온라인 마케팅 기능의 면에서 강력하다. Netizen Fund 투자자에 대해서는 수익 발생시 투자지분에 상응하여 이를 향유할 수 있는 자격 외에, 시사회 초청 등 여러 가지의 혜택이 주어지는 것은 그러한 온라인 마케팅 수단으로서의 측면을 확인할 수 있는 현상이다.

즉, 최초의 Netizen Fund는 주로 소액을 영화에 투자한 인터넷 사용자들로 하여금 “자기 영화를 자기 손으로 갖게 된다는 기쁨을 누릴 수 있”도록 하여, 그들로 하여금 “자신이 투자한 영화에 대해서 홍보를 할 수 있도록 하자”는 영화 제작사/투자사의 온라인 마케팅 전략의 일환이었으며,<sup>11)</sup> 이에 자금조달창구의 역할을 함으로써 사이트 인지도를 높이고 자금조달에 따른 수수료를 챙기려고 하는 Netizen Fund 업체의 이해가 결합하여 시작된 것으로 보인다. 이러한 최초 도입 당시의 Netizen Fund 성격을 반영하여, Netizen Fund에 가입하는 투자자의 연령대는 10대, 20대가 대부분이었고, 그 일인당 투자액도 주로 1, 2, 3만원부터 최대 200만원까지, 평균으로는 20만원 정도의 소액에 그쳤다고 알려져 있다.

### (2) 투자수단으로의 발전

그러나 제작사/투자사의 영화 온라인 마케팅을 주목적으로 도입된 Netizen Fund는 도입 직후 짧은 기간 내에 온라인 마케팅 수단이라고만 평가하기에는 불충분할 정도로 인터넷 이용자의 새로운 투자수단(소위 “재테크” 수단)으로서의 성격이 강해지고 공모규모가 증대하고 있다. 그리고 관련 업체의 수나 투자대상인 영화 등 문화상품의 수, 투자자의 수의 측면에서도 역시 상당한 양적 발전을 보여주고 있다.

최초의 Netizen Fund인 “반칙왕” Netizen Fund는 97%의 수익률을 실현하였고, 그 외

---

10) 한편 “인터넷을 위한 소액공모” 포함한 20억원 미만의 유가증권 소액공모에 대해서는 2001.1. 증권거래법 18조의2(신고서를 제출하지 아니하는 모집 또는 매출)규정 및 동규정의 관련규정으로 동 시행령 제9조의2, 유가증권의 발행 및 공시에 관한 규정 제27조 등이 제정되어 현재로서는 투자자 보호문제가 상당 부분 보완된 상태이다. 즉, 증권거래법 제18조의2 등에 의하여 소액공모대상이 되는 유가증권의 발행인은 투자자 보호를 위하여 ①소액공모를 개시하는 날의 3일전까지 감사보고서를 금융감독위원회에 제출하여야 하고, ②청약권유시 모집 등의 개요, 수행하는 사업 등 발행인에 관한 사항을 인쇄물 등에 기재하여야 하고, ③모집 등을 개시한 때에는 즉시 청약의 권유방법과 그에 사용한 인쇄물 등에 기재한 내용을 금융감독위원회에 제출하여야 하며, ④모집 등이 종료한 때에는 지체없이 그 실적결과에 관한 보고서를 금융감독위원회에 제출하여야 하는 등의 의무를 이행하여야 한다.

11) 인츠닷컴의 “반칙왕” Netizen Fund의 실무작업에 직접 참여하였던 조진태 인츠닷컴 온라인 사업팀장의 영진위 주관 “영화 인터넷 펀드” 포럼(2001.5.29)에서의 발언내용.

에 다른 초기 Netizen Fund들 역시, 비록 실패한 Netizen Fund도 있지만 대개 10%(“화양연화”)에서 150%(“JSA 공동경비구역”)에 이르는 높은 수익률을 보여주고 있다. 이러한 Netizen Fund의 높은 수익률은 다른 모험투자에 비해 상대적으로 수익회수기간이 짧은 장점, 영화를 비롯한 문화산업에 대한 밝은 전망 등의 여러 가지 원인과 함께 작용하여 인터넷 사용자들은 Netizen Fund를 유력한 투자수단으로서 인식하기 시작하였다. 이러한 인식 변화를 단적으로 반영하는 것이 화제가 되었던 Netizen Fund 공모의 조기마감현상이라고 할 수 있다.<sup>12)</sup> 또한 투자 연령대와 1인당 투자액 규모도 점차 증가하기 시작하여, 이제는 30대 및 40대 투자자가 많아지고, 5%의 투자자가 Netizen Fund 총 공모액의 70% 이상을 차지한다고도 알려져 있다. 일부 Netizen Fund에 있어서는 투자한도액이 5,000만원에 이르기도 한다. 이러한 현상 역시 Netizen Fund가 투자수단으로서 변모를 겪고 있는 것을 보여준다.

한편, Netizen Fund는 “주로 영화 등 문화상품에 투자한다”는 특징을 가지고 있는바, 최초에는 영화를 대상으로 한 Netizen Fund가 대상으로 하는 문화상품은 점차 확대되는 과정에 있다. 즉, 한스글로벌, 이비커뮤니케이션, 지편, 노트힐, 바이스탁 등과 같은 업체들은 투자대상을 책, 콘서트, 악극, 음반 등으로 확대시켜 나감으로써, 모험적 성격을 가지고 있는 문화상품에 대한 투자를 독립된 투자수단으로 자리매김할 가능성을 보여주고 있다.

특히, 2001. 9. 현재에는 문화상품이 아닌 다른 모험적 투자대상에 대한 투자지분을 모집하는 새로운 개념의 Netizen Fund가 발견되는 사실도, 이제 Netizen Fund가 독립된 투자수단으로서 확립되어 가는 현실을 반영하는 주목할 만한 현상이다. 그러한 Netizen Fund로서 필자가 발견한 것으로는 의료산업에 투자하는 메디벨리(주)의 소위 ‘메디펀드’가 있다.

2001. 9. 현재 메디벨리(주)[medivalley.co.kr]의 홈페이지의 안내문에 의하면, 메디벨리(주)는 2001. 9. 4.부터 2001. 10. 3.까지 1개월간을 모집기간으로 하여 병원 설립에 소요되는 총 비용 48억원 중 9억원을 모집하기 위하여 설정하고 있다. 위 ‘메디펀드’는 투자대상이 문화상품이 아니라는 것을 제외하고는 인터넷에 올라온 투자약관에 동의한 Netizen들이 병원 설립과 관련된 정보를 해당 사이트를 통해 수집하여 인터넷을 통하여 투자신청을 하게 된다는 점에서 “주로 인터넷으로 제공되는 정보에 의존하여 불특정 다수의 투자자가 투자한다”는 Netizen Fund의 성격에 완전히 부합된다.

새로운 Netizen Fund 업체의 등장은 위와 같은 인터넷 사용자들의 인식 변화를 반영하면서 동시에 그러한 인식 변화를 가속화시키고 있는 상황이기도 하다. 인츠닷컴 이후 Netizen Fund를 공모하는 Netizen Fund 업체의 수가 증가하였다. 특히 2001년에는 “엔터스탁”의 아이피닉스, “쇼비즈펀드”의 인터파크구스탁처럼 Netizen Fund를 전문적으로 취급하는 사이트가 등장하여 영업중이고 이들의 공모 액수 자체도 점차 증대되어 가는 추세이다. 이들 전문 Netizen Fund 업체들은 포털사이트인 다음(daum.net), 유니텔(unitel.co.kr) 등과 같이 회원수를 많이 확보하고 있는 대형 인터넷 사이트와 업무제휴를 통해 활동영역을 넓혀 나가고 있기도 하다.

마지막으로, 또 하나의 주목할 만한 현상은, 새로 등장한 Netizen Fund 업체 중에서 아이피닉스의 “엔터스탁”, 인터파크구스탁의 “쇼비즈펀드”, 심마니의 “엔터펀드”는 투자

12) 최초의 Netizen Fund로 소개한 “반칙왕”은 예정 공모액을 채우는 데 상당한 기간이 소모되었다.(1999.11.1억원, 1개월 반). 그러나 “반칙왕”의 성공 이후 Netizen Fund에 의해 공모된 “업기적인 그녀”(2001.3.8. 1억원, 6시간 40분), “친구”(2001.4.12. 1억원, 1시간), “신라의 달밤”(2001.5. 1억5천만원, 10초)은 인터넷 사용자의 폭발적인 반응하에 단기간 내에 공모 마감에 성공하였다.

지분의 거래를 위해서 증권거래소 주식매매시스템을 그대로 도입, 인터넷 투자자들의 투자 지분의 회수 가능성을 강화시킴으로써 전문적 투자수단으로서의 Netizen Fund를 추구하고 있다는 것이다.<sup>13)</sup> 이에 대해서는 뒤에서 좀더 상세히 다루도록 한다.

### (3) 정 리

2001. 9. 현재 인터넷과 신문기사 등을 참고로 필자가 직접 조사한 Netizen Fund 업체와 각 업체별 투자현황을 보면, 총 15개 업체가 약 60개 이상의 Netizen Fund의 공모를 실행하였거나 실행할 계획을 밝히고 있고, 공모액은 Netizen Fund가 완료된 금액과 예정액을 포함하여 약 80억원 이상에 달한다. 그러나 Netizen Fund 업체의 수와 Netizen Fund의 수는 빠르게 증가하는 추세에 있으므로, 위 수치는 잠정적인 것에 불과하다.

결국, Netizen Fund는 처음 등장한 이후 2년 남짓한 짧은 기간 동안 급속도로 영화의 온라인 마케팅 수단에서 모험적 문화상품에 대한 투자수단으로 성장하였다고 정리할 수 있다. 이러한 성장 추세에 자극받아, 현재 비교적 소규모에 그치고 있는 공모규모가 계속적으로 증대되어 가까운 장래에 Netizen Fund만으로 제작되는 영화가 생길 수도 있다는 성급한 기대까지 나오고 있는 실정이다. 그러나 위와 같은 Netizen Fund의 투자규모 확대, 투자대상 다양화와 같은 발전에 상응하여 Netizen Fund는 투자수단으로서의 결함, 즉 불특정 다수인을 상대로 하는 투자수단에 있어서 법적 중점이 주어지는 투자자 보호의 면에 있어서 심각한 결함이 점차 현실화되고 있는 점을 주목하여야 한다.

## III. Netizen Fund의 분류 및 투자/투자회수절차

Netizen Fund가 기능하는 모습을 알기 위해서는 현재 투자자에 의한 투자절차와 제작사/투자사가 주도하는 투자회수절차를 구체적으로 살펴보는 것이 적절할 것이다. 다만 그러한 작업을 행하기 전에 일단 위와 같은 분석틀에 적합하고 동시에 Netizen Fund의 성격을 파악하기 위한 적절한 분류가 행해질 필요가 있다.

### 1. Netizen Fund의 분류

Netizen Fund의 분류방식으로는 그 목적에 따라서는 아래에서와 다른 기준에 의해 분류하는 것도 생각해 볼 수 있지만,<sup>14)</sup> 여기서는 Netizen Fund는 조사할 수 있었던 한도 내에

---

13) 위 증권거래소 주식매매시스템 도입과 관련하여, 아이피닉스는 “문화, 예술의 투자공모를 위한 인터넷 문화공모주 거래소 및 공모주의 거래방법”, 인터파크구스닥은 “다자간 전자상거래에 있어서의 주식거래방식을 도입한 자동매매체결방법”이라는 제목하에 각각 BM특허를 출원한 상태이다.

14) 예컨대 투자대상 (영화, 콘서트, 게임, 책 등), 주요 당사자 (제작사-투자자의 2당사자 구조와 제작사-Netizen Fund업체-투자자의 3당사자 구조), 원금보장 여부 등을 기준으로 Netizen Fund를 분류할 수도 있다. 이 중 원금보장 여부를 기준으로 한 분류에 대해서 간단히 언급하면, 원금보장을 하는 Netizen Fund는 음반, 책을 투자대상으로 하는 Netizen Fund에서 볼 수 있었는데, 2001.7.31. 서울지검 컴퓨터수사부가 원금보장형 Netizen Fund를 설정한 5개사를 유사수신행위에 관한법률우반죄로 약식기소하면서 찾아볼 수가 없게 되었다. 그러나 위 약식기소의 내용이 적정한 것인지는 의문이다. 이에 대해서는 뒤에 해당본부에서 상세히 논하기로 한다.

서 법적 형식과 투자회수방식에 따라서 Netizen Fund의 분류를 시도해 보기로 한다.

## (1) 법적 형식에 의한 구분

### 1) 중개형 Netizen Fund

#### (가) 구 조

Netizen Fund 업체가 제작사/투자사와 투자자 간의 투자지분 채권 설정 또는 양도계약을 중개하는 형태의 Netizen Fund이다. 약간 상세하게 설명하면, 영화 등 문화상품의 제작사, 또는 제작사와의 투자계약에 기하여 해당 문화상품에서 발생하는 수익에 대해 투자지분 채권을 가지게 되는 투자사<sup>15)</sup>가, 투자자가 문화상품의 제작에 투자하는 것에 대한 대가로 투자지분을 설정해 주거나(제작사가 관련되는 경우), 그 보유하는 투자지분 채권 중 일부를 양도하기로 하고(투자사가 관련되는 경우), Netizen Fund 업체에 대해서는 양도대상 투자지분 채권을 인수할 투자자를 모집하도록 위임하는 형태이다.

따라서, 중개형 Netizen Fund에 있어 법적으로 투자지분 채권 설정 또는 양수도의 당사자는 제작사/투자사와 투자자이고, Netizen Fund는 당사자가 되지는 않는다. 인터파크구스닥의 “쇼비즈펀드” 투자공모약관과 아이피닉스의 회원가입약관, 바이스타의 투자약관에 그러한 점이 잘 나타나 있다.<sup>16)</sup> 중개형 Netizen Fund에 있어서 Netizen Fund 업체는 스스로 투자지분을 설정해 주거나 자기 계산으로 취득한 투자지분 채권을 양도하는 것이 아니라, 제작사/투자사가 투자자와 직접 투자계약을 체결하는 것을 중개하여 주거나(인터파크구스닥 “쇼비즈펀드”, 바이스타), 제작사/투자사로부터 투자지분 채권의 설정 또는 양도를 위임받아 제작사/투자사의 대리인으로서 투자자와 투자지분 채권 설정 또는 양수도 계약을 체결하게 되는 것에 불과하다(아이피닉스 “엔터스닥”).<sup>17)</sup>

이 경우 Netizen Fund 업체는 제작사/투자사로부터 문화상품에 대한 일체의 정보—영화의 경우 출연진, synopsis, 개봉일, 개봉할 극장, video 판권/해외판권 과 같은 수익원 등—를 제공받아 이를 자신의 인터넷 사이트에 공개하여 투자자를 모집하고, 모집에 응한 투자자로부터 직접 자신의 계좌로 투자금을 입금받아 이를 투자를 위임한 제작사/투자사에게 지급하게 된다. Netizen Fund 업체는 위와 같이 모집을 하는 외에도 해당 문화상품의 정산이 될 때까지 계속하여 해당 문화상품의 최신정보를 업데이트하고 정산업무까지도 수행한다.

---

15) 여기에서의 투자사는 영화의 경우 영화의 제작을 직접 수행하는 제작사와 비교하여 그 제작비 등 자금을 조달하는 업체를 말하는 것이다. 투자사는 영화의 배급사일 수도 있고, 배급사 이외의 다른 외부투자자일 수도 있다.

16) 인터파크구스닥의 “인디안썸머” Netizen Fund의 투자공모약관 제8조 제1항은, “투자계약은 투자에 참여하고자 하는 자(즉, 투자자)의 청약에 대한 iPictures(주)(즉, 투자자)의 승낙에 의하여 성립됩니다.” 라고 하여, 제작사/투자사와 투자자 간에 직접 계약이 체결된다는 것을 명시하고 있다. 아이피닉스의 “Entersdaq 이용약관” 제26조 제1항도 “계약은 참여자(공모지분청약자)의 청약과 공모의뢰자의 위임을 받은 회사의 승낙(회원번호 부여)에 의하여 성립된다.” 라고 하여, 제작사/투자사를 대리하여 아이피닉스가 투자자와 계약을 체결한다는 취지의 기재가 있다.

17) 아이피닉스가 예전에 사용하던 FAQ중에도 아이피닉스가 제작사/투자사의 투자지분 채권설정 또는 양도계약의 대리인임을 시사하는 다음과 같은 언급이 있다. “[질문] 투자한 프로젝트가 흥행에 참패하거나 아예 완성도 되지 않을 경우 법적 책임은 없습니까? [답변] 저희는 자금을 바라는 투자/제작사와 ‘투자대행계약’ 을 맺고 있는 것이므로 법률적 책임으로부터는 자유롭습니다. 즉, 투자자의 퇴자(채무자)와 투자하신 분들(채권자)과의 관계가 있을 뿐입니다....”

Netizen Fund 업체는 위와 같은 투자자 모집 등의 업무에 대한 수수료로 총 모집금액의 일정 %를 수수료로 받는 것이 보통이고,<sup>18)</sup> 중개형 Netizen Fund를 아래에서 볼 중도회수형 Netizen Fund로 운영하는 경우에는 투자자간 투자지분 채권 거래금액의 일정 %를 거래수수료로 받기도 한다.

한편, 중개형 Netizen Fund는 단순히 투자사와 투자자의 투자지분 채권 설정 또는 양도를 중개하는 것에 더하여 스스로의 자금으로 투자지분 채권에 참여하는 투자자의 지위를 겸하는 경우도 있는 것으로 보인다.<sup>19)</sup> 하지만 그 경우에도 중개형 Netizen Fund에 있어서 투자자가 설정 또는 양도받게 되는 투자지분채권은 Netizen Fund 업체가 보유하고 있던 것이 아닌 점에서 아래에서 볼 양도형 Netizen Fund와는 차이가 있다.

확인된 한도에서는 인터파크구스닥의 “쇼비즈펀드” 나 아이피닉스의 “엔터펀드”, 바이스탁, 노튼힐의 “엔조이펀드”, 심마니의 “엔터펀드”<sup>20)</sup> 등 대부분의 Netizen Fund가 위에서 설명한 중개형 Netizen Fund의 형태를 취하고 있다. 따라서 중개형 Netizen Fund는 현재 Netizen Fund의 주류를 이루는 형태라고 할 만하다.

## (나) 평 가

중개형 Netizen Fund는 주식발행에 있어서의 주간사 회사와 유사한 역할을 하는 전문적 Netizen Fund 업체가 설정, 모집 및 정산 업무를 수행하게 되는데, 이러한 전문적 Netizen Fund 업체는 회원수와 자본금 등의 면에서 어느 정도 기반을 잡은 회사이며 이미 몇차례의 정산을 성공적으로(?) 수행한 점에서, 현재로서는 투자자가 Netizen Fund의 설정, 운영 및 정산이 적절히 수행되리라는 기대를 가질 수 있다. 특히 중개형 Netizen Fund를 설정, 운영하는 업체 중 일부가 도입한 증권거래소 주식매매방식과 유사한 투자지분 채권 매매를 통해 투자금의 조기회수가 가능하다는 장점도 있다. 또한 Netizen Fund에 대한 투자자들의 관심을 제고함으로써 온라인 마케팅 효과의 극대화를 바라는 제작사/투자사나, Netizen Fund 사업을 주된 수익모델로 삼고자 하는 Netizen Fund 업체의 이해와도 부합하는 면이 있기도 하다.

그러나 중개형 Netizen Fund는 Netizen Fund와 관련된 법적 분쟁이 발생하는 경우 그 책임을 Netizen Fund 업체에게 물을 수가 있는지와 관련하여 투자자 보호에 문제가 발생할 염려가 있다. 투자자들은 Netizen Fund 업체의 사이트를 방문하여 Netizen Fund 공모에 참여하게 되므로 투자금의 부당운영 등으로 인해 투자자에게 손해가 발생한 경우 Netizen Fund 업체도 법적 책임이 있다고 판단하는 것이 보통이겠지만, Netizen Fund로서는 투자자

---

18) 수수료의 크기는 투자사와 Netizen Fund 업체의 위임계약 내용에 의해서 정해지게 될 것인데, 일반적으로 약 5%전후의 수수료가 책정되는 것으로 알려져 있다.

19) 중개형으로 분류할 수 있는 노튼힐의 “엔조이펀드” Q&A란에는 투자방식에 대해서 다음과 같은 설명이 있다. “... 먼저, 기획사와 저희 엔조이펀드가 펀딩모집금액 및 수익배분 등을 협의한 후 계약을 체결합니다. 그리고 확정된 공모금액을 엔조이펀드를 통해서 공모를 하는 것이구요. 공모금액 설정시 총액인수방식으로 가져오는 것이기 때문에... 만일 설정된 금액에 못미쳤을 경우 나머지 부분은 저희 엔조이펀드에서 투자하게 되는 것입니다...”

20) 심마니의 “엔터펀드”의 경우 중개형 Netizen Fund인지는 그 이용약관을 통해서는 확인되지 않는다. 심마니는 최초 공모시에도 투자계약을 작성하지 않는 것으로 알려져 있기 때문에 투자계약을 통해서도 이르 확인하기 곤란하다. 다만 ①Q&A의 2294번 2001.9.24.자 운영자 답변 내용을 보면, “... 저희 심마니 엔터펀드는 공모대행 업체로서 대행업무를 진행하고 있으며, 투자에 직접 참여하지 않고 있습니다.” 라는 기재, ②각 투자영화의 “예상수익분석” 사이트를 보면, “엔터펀드 네티즌 투자자는 (주) 튜브엔터테인먼트(투자사)의 지분으로 참여하게 됩니다.” 라는 기재에 미루어 볼 때, 중개형 Netizen Fund인 것으로 보인다.

는 Netizen Fund 업체를 통해서 제작사/투자사로부터 직접 투자지분을 설정 또는 양수받은 것이므로 제작사/투자사의 투자모집 중개인 또는 대리인으로 활동할 뿐인 Netizen Fund 업체와는 직접 법률적인 관계가 없다고 주장할 여지가 있기 때문이다(Netizen Fund 업체의 공식적 입장도 자신은 제작사/투자사의 위임을 받아 투자지분을 매매하는 것에 불과하다는 것이다). 또한 비록 전문적인 Netizen Fund 업체라고 하여도 Hacking이나 시스템장애에 대해서 공적인 검증을 거친 것은 아닌 이상 대규모 투자사고가 발생할 우려가 높고, 그 경우 손해의 규모가 상당할 수 있다. 마지막으로, 중개형 Netizen Fund 업체에서 시행되는 증권 거래소 주식매매방식과 유사한 투자지분 매매시스템 역시 현재와 같이 적절한 공시기능을 수행하지 못하는 경우 법적 분쟁 가능성을 항상 내포할 수밖에 없다.

## 2) 양도형 Netizen Fund

### (가) 구 조

제작사/투자사와 같은 투자수요자와 Netizen Fund 업체가 투자계약을 체결하고, Netizen Fund 업체가 위 투자계약상 설정받은 자신의 제작사/투자사에 대한 투자지분 채권을 투자자에게 양도하는 형태의 Netizen Fund이다. 이에 속하는 것으로 확인된 Netizen Fund로는 “갑”의 “영화 X”에 대한 Netizen Fund,<sup>21)</sup> 인즈필름의 Netizen Fund<sup>22)</sup>가 있다.

그 중에서 위 “갑”이 “영화 X”의 Netizen Fund의 설정, 운영하는 모습을 보면, 먼저 “갑”이 제작사/투자사와 직접 투자계약을 체결하여 투자지분 채권을 설정 받게 된다. 위 투자계약과 관련, (비록 위 “영화 X”에 관한 투자계약은 아니지만) “갑”이 “음반 B” Netizen Fund와 관련하여 음반제작사와 체결한 투자계약서를 참고적으로 살펴보면, 음반투자자에 따라 발생하는 이익의 일정부분을 투자지분에 응하여 공유하기로 하고 투자대상인 음반, 전체 제작비에 대한 투자금 비율에 의하여 계산된다는 것을 비롯해서 자금관리주체, 정산시기 등에 대해서 정해져 있는 것이 확인되며, 아마도 “영화 X”에 대한 투자계약도 거의 유사한 내용을 취하고 있을 것으로 짐작된다. 그러나 위 투자계약은 약 20여개의 조항으로 구성된 간단한 계약일 뿐 아니라, Netizen Fund 투자자의 이익을 위해서 상당히 의미가 있는 수익에 대한 회계와 관련하여 수익명세를 “갑”에게 통지하기로 하고 “갑”의 요구에 따라 신의성실의 원칙에 입각하여 음반제조 및 판매에 관련된 서류를 항상 “갑”에게

21) 위 “갑”과 관련하여, 필자는 관련 계약서 등 자료를 제공받으면서, 자료제공자로부터 익명을 보장해 달라는 요청을 받았다. 따라서, 본고에서 “갑”, “영화X”, “음반B”는 그러한 요청에 따라서 익명성 보장을 위해서 임의로 붙인 이름이다.

22) 인즈필름이 Q&A란에 올린 질의사항 152번에 대한 2001.6.26.자 답변사항을 보면, 인즈필름이 설정한 Netizen Fund가 양도형에 속하는 것이 비교적 자세히 확인된다. 그 질의사항과 답변사항을 소개하면 다음과 같다.

“[질의사항] 인즈필름도 공모대상이 되는 영화에 투자하나요? 그러니까 인즈필름이 제작사와 투자계약을 체결하여 가지게 된 투자지분을 공모를 통해 파는 것인지, 아니면 공모를 통해 제작사와 투자자가 직접 투자계약을 체결하게 되는 것인지 궁금합니다....” [답변사항].....이제까지 인즈필름에서 진행했던 영화들에 대한 투자는 메인 투자사의 지분에 인즈닷컴이 부분투자자로 선투자하는 방식으로 진행됩니다. 예를 들어 모두투자자가 A라는 영화에 20억원을 투자하는데 인즈닷컴이 그 중 2억원을 들어갑니다. 그렇다면 인즈필름은 투자자의 지분 중 10%의 권리를 가지게 됩니다. 그리고 개봉 2개월 전쯤 인즈필름의 지분 중 1억원을 네티즌들에게 열어주는 형식입니다. 즉, A영화 전체에서 보면 인즈필름의 지분이 5%, 네티즌들의 지분이 5%가 됩니다. 수익배분도 위와 같은 지분에 의하여 결정되고, 메인 투자사의 정산자료에 근거하여 지분만큼의 수익을 인즈필름과 네티즌들이 나누게 되는 방식입니다..... “

제공하도록 하는 정도에 그치고 있다. 이러한 점을 보면, “영화 X” Netizen Fund와 관련된 투자계약 역시 투자자 보호를 위한 수단을 갖추고 있을지 의문이다.

그 다음으로는 “갑”은 투자자를 모집하여 투자자와 투자지분 채권의 양도를 내용으로 하는 투자계약을 체결한다. “갑” Netizen Fund 업체와 투자자간 투자계약서를 보면, “갑”(Netizen Fund 업체)이 “본 건 영화”에 대한 순제작비로 투자한 일금 \_\_\_\_\_ 중 ... 구좌수: \_\_구좌, 투자금액: \_\_\_\_\_ 원에 해당하는 비율만큼 투자수익금액을 배분받을 권리...를 “을”(투자자)에게 양도한다”라고 하여 Netizen Fund 업체가 투자계약으로 취득한 투자지분 채권을 투자자에게 양도한다는 것을 규정하고, 또한 “갑”은 “병”(제작사)에 대한 이 사건 채권양도통지 내지 “병”의 승인절차를 본 계약체결 즉시 마친다”라고 민법상 채권양도의 대항요건에 대해서도 규정하고 있다.

이 유형에 있어서는 Netizen Fund 업체 역시 수익성이 높다고 판단하는 문화상품을 선택하여 투자할 것이므로, 자신이 보유하는 투자지분 채권의 전부를 매각하지는 않는 것이 자연스러운 것이다. 위 확인된 “갑” Netizen Fund 업체 역시 자신이 보유하는 총 투자지분 채권 중 일부만을 투자자들에게 양도하였다. 따라서 Netizen Fund 업체와 투자자가 모두 문화상품 성공에 대해서 공동의 이해관계를 가지게 되는 결과가 된다.

위와 같이 Netizen Fund 업체와 투자자들이 문화상품의 성공에 대해서 공동 이해관계를 가지게 됨에 따라, 양자간 법률관계가 단순히 투자지분 채권 양도계약으로 그치는 것인지 아니면 공동의 목적을 가진 사업을 수행하는 민법상 조합 관계인지 등의 법적 성질이 문제될 수 있다. 그러나 민법 제703조에 의하면 민법상 조합은 “2인 이상이 상호 출자하여 공동의 사업을 경영할 것”을 약정하여 성립되는 것인데, “갑”의 “영화 X”에 대한 Netizen Fund나 인츠닷컴의 Netizen Fund의 경우에는 원래 “갑” 등이 보유하던 투자지분 채권의 일부가 투자자에게 양도되어 투자자가 단독으로 이를 보유하여 그 이익을 향수하는 것이므로, Netizen Fund 업체나 투자자 모두가 단독으로 제작사/투자사에 대하여 채권자의 지위에 있을 뿐 “공동의 사업을 경영”하는 것으로 보이지는 아니한다. 또한 민법 제704조는 “조합재산은 조합원의 합유”라고 하고 있는데 그러한 규정과 위 투자지분 채권의 보유관계가 일치하는지도 의문이다. 따라서, “갑” 등에 있어서 Netizen Fund 업체와 투자자는 단순히 동일한 사업에 투자하고 있는 투자자들의 관계로서, 설혹 “갑” 등이 투자자를 위해 제작사/투자사에 대한 업무를 감독할 권한을 보유하고 있더라도 이는 단순히 위임관계라고 보아야 할 것이다.

## (나) 평 가

양도형 Netizen Fund에서도 중개형 Netizen Fund와 같이 제작사/투자사와 투자자가 직접 법률관계를 체결하게 되므로, Netizen Fund 업체로서는 손해가 발생하더라도 그 손해에 대해 자신은 책임이 없다는 주장을 할 여지가 있는 형태라고 할 수 있다.

그리고 양도형 Netizen Fund에서는, 비록 투자자가 제작사/투자사에 대해 직접 투자지분 채권을 가진다고 할지라도, 아래 “4) 조합형 Netizen Fund”에서 설명되는 “갑”의 투자계약의 예에서 볼 수 있듯이 Netizen Fund 업체가 제작사/투자사의 제작 전반에 대한 감독 권한을 유보하여 또는 위임받아 전담하게 될 가능성이 높은바, Netizen Fund 업체가 자신의 투자지분 채권을 보상받는 대가로 제작사/투자사와 야합하여 투자자에게 돌아갈 이익을 감소시킬 우려가 있다.

### 3) 설정형 Netizen Fund

#### (가) 구 조

설정형 Netizen Fund는 문화상품의 제작자가 직접 자사 인터넷 사이트를 통해서 Netizen Fund를 모집하여 투자자들에게 대해서 투자지분 채권을 설정해 주는 형태를 말한다. 현재 확인되는 것으로는 이비커뮤니케이션의 “book fund”가 이에 속한다.

#### (나) 평 가

이비커뮤니케이션의 “book fund”는 위 양도형, 중개형 Netizen Fund와는 달리 제작사가 Netizen Fund 업체를 통하지 아니하고 직접 Netizen Fund의 설정, 운영, 정산 및 수익 배분 전과정에 개입하게 된다. 따라서 “book fund”의 설정 등과 관련해서 분쟁이 생기게 되면 책임소재가 분명하다.

또한 제작사 입장에서 보더라도 Netizen Fund 업체를 개입시키는 경우 발생하는 수수료 등 비용을 절감할 수 있고, 이비커뮤니케이션의 brand name과 그 외에 제공하는 다른 서비스에 대한 인지도를 자동적으로 높일 수 있는 결과, 단순한 온라인 마케팅 효과와 자금조달 수단을 넘어서는 영업상의 부가적인 이익이 발생할 수 있을 것으로 보인다. 따라서 향후 이비커뮤니케이션의 “book fund”와 같은 설정형 Netizen Fund가 늘어날 가능성도 상당히 높은 것 같다.

다만, 설정형 Netizen Fund에 있어서는, 전문적인 Netizen Fund 업체가 가지는 보유회원을 이용한 대규모 자금조성과 효과적인 온라인 마케팅, 그리고 투자지분 채권 매매를 통한 투자금 조기회수 기능 등을 이 분야에 문외한일 수 있는 제작사가 이를 적절히 수행할 능력이 있는지가 문제될 수 있을 것이다. 실제로 이비커뮤니케이션도 1차 “book fund”에서는 다른 Netizen Fund와 비교하여 상대적으로 작은 규모의 투자금을 조성하였고(3천만원), 증권거래소 주식매매방식과 유사한 투자지분 채권매매방식도 도입하지 않고 있다.

그리고 무엇보다도, 중개형 Netizen Fund를 설정, 운영하는 현재의 전문적 Netizen Fund 업체는 이미 Netizen Fund 업무에 대한 know-how가 쌓인 데다가 수많은 투자자들의 자발적 감시, 감독 기능이 생성되어 있으며 여러 차례 정산을 수행하여 수익 반환에 대한 신뢰를 만들어가고 있는 반면, 설정형 Netizen Fund의 경우 투자자들이 그 모집주체인 제작사가 Netizen Fund를 적절히 운영하고 정산할 능력이 있는지, 그 운영과 정산에 있어서 투명성 보장이 될 것인지, 제작사가 파산 등의 재정적 위험에 어느 정도 노출되어 있는지를 파악하기 어렵고, 사기적 공모로 인하여 투자자 보호에 문제가 생길 가능성도 다른 형태의 Netizen Fund에 비해서 상대적으로 높다고 할 것이다.

### 4) 조합형 Netizen Fund

#### (가) 구 조

Netizen Fund 업체가 민법상 조합의 업무집행조합원이 되어 조합원이 될 투자자를 모집하고, Netizen Fund 업체와 해당 투자자들이 투자한 금액으로 조합재산을 형성, 그 조합재산을 가지고 제작사/투자사에 대해서 투자하는 형태이다. “갑”의 일부 영화와 “음반 B”에 대한 Netizen Fund가 이에 속한다.

위 조합형에 속하는 “갑”의 “음반 B” Netizen Fund 투자규약을 보면, 투자는 시간순으로 투자계약의 체결—Netizen Fund의 결성(조합계약의 체결)—조합재산의 투자의 과정을 거친다. 즉, “갑”은 해당 음반 등의 제작사/투자사와 일정한 금액을 투자하기로 하는 투자계약(위 투자계약의 내용은 앞서 양도형 Netizen Fund의 투자계약에서 간단히 소개하였다)을 체결하고, “갑”의 홈페이지에 투자대상 음반 등에 대한 투자정보 및 조합원의 권리관계를 규정한 투자규약을 게시하여 투자계약상 투자하기로 한 금액에서 자신이 투자할 금액을 제외한 금액을 공모한다고 선전한다. 그리고 위 선전물을 보고 투자를 희망하는 투자자들은 같은 홈페이지에 준비되어 있는 투자계약서에 동의한다는 의사를 표시, “갑”의 계좌로 투자할 금액을 송금하여 조합에서의 지분을 취득한다. 이렇게 형성된 조합재산은 투자계약에 정한 바에 따라 투자사/제작사에게 전달된다.

위 조합형 Netizen Fund의 투자규약은 대체로 다른 Netizen Fund의 투자약관 등과 실질은 유사하지만, 형식적인 면에서는 Netizen Fund를 민법상 조합으로 구성하고 있는 것에 따라 업무집행조합원인 “갑”이 모든 투자자를 대리하여 새로운 투자자와 조합계약을 체결한다고 정하는 등 비교적 정교한 법적 구성을 취하고 있다.

그 외에 위 Netizen Fund의 특징을 보여주는 몇 가지 특징을 정리해 보면 다음과 같다. ① 만약 투자자가 성공하여 수익이 발생하는 경우에는 업무집행조합원인 “갑”에 대해서 투자수익에 비례하여 최대 20%까지의 성과보수가 지급되도록 규정되어 있다. ② 분배방식 등 투자규약에서 정하는 사항에 대해서는 조합원인 투자자의 지분에 따른 의결권을 행사하여 조합원의 의사를 반영한다. ③ 동 Netizen Fund에 투자하는 투자자들은 전체 모집금액에 자신이 투자한 금액의 비율로 지분을 보유하게 되며, 원칙적으로 조합원인 투자자는 업무집행조합원으로부터 투자를 중도에 환급받거나 이를 제3자에게 양도할 수는 없고, 해당 음반 등에 대해 수익이 실현된 경우 각 보유하는 지분에 비례하여 청산절차를 거쳐 투자에 대한 수익을 실현하게 된다.

#### (나) 평 가

위 “갑”의 조합형 Netizen Fund는, 지금까지 발견되는 Netizen Fund의 유형 중에서 투자자와 Netizen Fund 업체 사이의 법률관계를 투자규약/투자계약서를 통해서 가장 명확하게 구성하고 있는 점에서 높이 평가할 만하다. 또한 위 “갑”의 조합형 Netizen Fund는 외형상으로는 투자자가 업무집행 조합원인 Netizen Fund 업체와 개별적으로 투자계약을 체결하여 Netizen Fund의 조합원이 되는 형식을 취하고 있으므로 오프라인상에서 모험투자를 위하여 설립되는 조합들에 크게 다름이 없을 뿐 아니라, 일정한 사항에 대해서는 조합원으로서 Netizen Fund의 운영에 관여할 수 있는 길을 열어놓고 있으므로, 조합원의 지분비율에 따라 이익과 손실을 분담하도록 하고 있는 조합의 법리상(민법 제711조 참조) 투자손실의 위험을 조합원인 Netizen Fund 투자자에게 부담시키는 것을 정당화하는 최소한의 이론적 근거는 갖추어 놓은 것으로 보인다.

그러나 그럼에도 불구하고, 조합형 Netizen Fund 역시 다른 Netizen Fund와 마찬가지로 사실상 Netizen Fund 업체에 의하여 제공되는 일방적인 정보에 의하여 투자자가 이루어진다는 점이나, Netizen Fund 업체가 적절히 조합재산을 관리하게 되는지에 대한 강제적 감독수단이 없다는 점에서, Netizen Fund가 가지는 투자자 보호상의 근본적 결함의 문제를 해결하였는지에 대해서는 강한 의문이 든다.

사실 Netizen Fund의 투자자 보호상의 문제는 Netizen Fund를 법적으로 어떻게 구성하는

지에 따라서 달라지는 것은 아니다. 즉, Netizen Fund가 조합형식을 취함으로써 조합원이 되는 투자자가 자기책임의 원칙에 의하여 투자하는 법적 논리를 선택하더라도 실제로 투자 여부를 결정하기 위한 기초가 되는 정보가 Netizen Fund 업체로부터 투자자에게 일방적으로 전달되는 한, 그리고 인터넷을 통하여 상호간 특별한 의사소통 없이 투자가 이루어지는 까닭에 통상적인 조합과는 달리 다른 조합원(투자자)들에 대한 검증된 신뢰가 없어서 조합원들간 횡적 유대를 통해 업무집행조합원인 Netizen Fund 업체를 효과적으로 감시하는 것을 현실적으로 기대하기 어려운 한, 여전히 투자자 보호문제는 남는 것이다. 그러한 결과, “갑”의 조합형 Netizen Fund 역시 그 운영의 실제에서 보면 다른 Netizen Fund와 특별히 구별할 만한 점이 발견되지 않는다.

## (2) 투자회수방식에 의한 구분

### 1) 정산회수형 Netizen Fund

#### (가) 구 조

Netizen Fund 모집시 투자자들에게 수익원으로 제시한 사업(예컨대 영화 관람객 수입, 비디오 판권, TV 판권, 해외 판권 등)이 일부<sup>23)</sup> 또는 전부 종료되어 수익이 발생하면 투자자에게 투자지분 채권에 상응하는 투자수익을 정산지급하는 것을 투자회수방법으로 예정하는 Netizen Fund이다. 아래 중도회수형 Netizen Fund가 나오기 전 초기 Netizen Fund는 이 형태를 취하고 있었고, 현재도 이러한 유형의 Netizen Fund를 많이 볼 수 있다.

#### (나) 평 가

정산회수형 Netizen Fund에서는 아래에서 볼 중도회수형 Netizen Fund에 비교하여 주로 Netizen Fund 업체와 제작자 입장에서 보면 매매시스템의 장애로 인한 손해발생을 예방하기가 용이한 동시에, 투자지분 채권의 매매를 둘러싼 복잡한 분쟁을 예방하기에 유리하다는 장점이 있다.

그러나 투자자 입장에서 보면, 정산회수형 Netizen Fund는 투자자금 회수에 매우 불리하다. 비록 투자회수기간이 짧다고 하더라도 최종 정산까지는 상당한 기간이 소요되기 마련인바, 그 투자지분 채권을 Netizen Fund 업체 또는 제작자에게 중도환매하는 장치도 마련되어 있지 않은 현재의 Netizen Fund 업체에서는 투자자로서는 그 보유하는 투자지분 채권을 양수를 희망하는 제3자에게 양도하는 방법밖에 없다. 그럼에도 불구하고 아래에서 볼 중도회수형 Netizen Fund에서 하듯이 효율적 매매시스템을 구축해 놓지 않으면 투자자로서는 중도투자 회수가 매우 불편하게 되거나 사실상 불가능하게 된다. 이러한 단점은 Netizen Fund의 투자수단성이 강조되는 현재 추세에서 더욱 두드러진다고 할 수 있다.

또한 제작사/투자사의 입장에서도 투자자의 투자지분 채권 양도가 편리하지 않으면 해당 문화상품의 수익성이 오랜 기간 화제가 되고 그에 참여하려는 네티즌이 많아지는 현상이 생기게 될 것을 예상할 수 있으므로 온라인 마케팅 수단의 면에서 불리할 것이다. 나아가 장

---

23) 정산회수형 Netizen Fund는 약관 또는 투자안내에서 수익금을 일시에 분배하지 않고 수익이 발생한 때마다 또는 일정한 시기마다 정산을 수행하는 것으로 정하고 있는 것이 보통이다. 여러가지 수익활동이 있는 경우 각 활동별로 수익을 실현하는 시기가 다를 수 있기 때문이다.

차 Netizen Fund의 규모가 현재 추세대로 대규모화된다고 가정할 때, 투자자 유인의 면에서 불리하여 자금조달이 원활하지 않게 될 가능성도 생각할 수 있다.

## 2) 중도회수형 Netizen Fund

### (가) 구 조

정산회수형 Netizen Fund에서와 같이 투자대상 문화상품의 수익 발생에 따라 정산이 행하여지는 것에 더하여, Netizen Fund 업체가 증권거래소 주식매매시스템에 유사한 투자지분 채권 매매시스템을 구축하고 투자자로 하여금 그 지분을 양수를 희망하는 제3자에게 매각하여 투자금의 중도회수가 가능하도록 하는 Netizen Fund이다. 물론 유사 증권거래소 주식매매시스템이 아니라 예컨대 각 투자자가 사이트의 게시판에 양도·양수 희망가격을 게시하게 한 후 개별적으로 매매가 체결되도록 하는 방법도 생각할 수는 있으나, 2001. 9. 현재 위 형태로 분류되는 Netizen Fund 중 그러한 방법을 채택하고 있는 것은 없는 것으로 보인다. 이 유형에 해당하는 3개 Netizen Fund 업체는 모두 앞서 본 법적 형식을 기준으로 한 분류에서 볼 때 중개형 Netizen Fund에 해당한다.

중도회수형 Netizen Fund에서의 투자지분 채권 매매의 모습을 보면, “공모”, “상장”, “매도호가”, “매수호가”, “상한가”, “하한가” 등 증권거래소 주식거래에서 사용되는 용어를 똑같이 사용하고 있을 뿐 아니라, 매도잔량과 매수잔량을 보여주는 graphic이나 거래체결방식 등 실제 운영에 있어서 증권거래소에서의 주식 거래가 행하여지는 모습과 상당히 유사하다. 그 외에, 투자자가 해당 문화상품의 예상수익률에 대한 정보를 계속적으로 제공하기로 되어 있어 장차 투자지분의 정산에 영향을 미칠 만한 요소—관객수의 증가 추이, 음반 판매량 등—가 Netizen Fund 업체의 게시판에 공개되는데, 이는 증권거래소에서의 공시에 대응하는 것이다.

한편, 위 투자지분 채권 매매가 행하여지기 위해서는 해당 Netizen Fund 업체의 사이트에서 투자자들 사이의 투자지분 채권 매매를 용이하게 할 공통의 거래수단이 필요하기 때문에, 위 거래수단을 그 Netizen Fund 업체가 발행하고 투자자들은 이를 매입하기 위하여 Netizen Fund 업체 명의의 은행계좌에 현금을 입금하도록 되어 있는 것도 한 가지 특징이다. 이 경우 Netizen Fund 업체는 자신의 사이트 내에서 통용되는 “전자화폐”를 발행, 유통하고 있다고도 볼 수 있다.<sup>24)</sup>

### (나) 평 가

중도회수형 Netizen Fund는 앞서 여러 번 언급한 바와 같이 Netizen Fund를 제작사/투자자 등의 자금조달수단 및 온라인 마케팅 수단에서 투자자에 있어 매력적인 투자수단으로 변화시키는 것에 결정적인 기여를 하였다고 본다. 그러나 한편으로는, 매매시스템 장애와 같은 위험성을 증대시켰을 뿐만 아니라, 주식과 같은 금융상품과는 달리 문화상품은 그로 인

---

24) “전자화폐”는 금전적 가치를 IC카드 또는 컴퓨터시스템에 저장하여 이를 이전함으로써 결제 등에 사용하는 디지털정보로 정의되는데 (정진명, “전자화폐의 법적문제”, 『인터넷법률』, 4호, 111면), 위 거래수단은 위 “전자화폐”의 정의에 포섭되는 것 같다. 현재로서는 위 거래수단을 가지로 해당 Netizen Fund의 사이트 밖에서는 물론이고 다른 용도로, 예컨대 Netizen Fund업체가 운영하는 사이트 내의 인터넷 쇼핑몰에서 재화를 구입하는 등의 용도로 사용할 수는 없는 것 같다. 그러나 만약 Netizen Fund업체가 쇼핑몰을 운영하게 되거나 티켓예매 서비스 등을 행하게 되면, 위 거래수단의 “전자화폐”로서의 성격은 더욱 강화될 것이다.

한 수익을 산정하기 위하여 필요한 정보의 적시 정확한 공시가 어렵고 따라서 투자자에 의한 투자지분 정확한 평가가 곤란하다는 점을 드러내고 있다. 물론 이러한 점은 중도회수형 Netizen Fund만이 가지는 단점은 아니라고 하겠지만, 중도회수형 Netizen Fund는 투자수단으로서의 Netizen Fund가 가지는 투자자 보호상의 근본적 결함을 명백히 드러나게 하는 측면이 있다.

## 2. Netizen Fund의 투자절차 및 회수절차

Netizen Fund의 투자절차와 투자회수절차, 즉 Netizen Fund를 수행하는 주체들이 주로 “공모” 라고 표현하는 투자자들을 상대방으로 한 투자지분 채권의 설정 또는 최초 매매와 그 이후 투자자에 대한 투자지분 회수까지의 절차는 위 분류에서도 어느 정도 설명되었다고 본다. 다만 좀더 구체적인 상을 잡기 위해서, Netizen Fund를 ① 설정형-양도형-조합형이면서 정산회수형인 Netizen Fund(이하 편의상 “A형” 이라 한다)와 ② 중개형이면서 중도회수형인 Netizen Fund(이하 편의상 “B형” 이라 한다)의 2가지로 나누고,<sup>25)</sup> 각 형태에 해당하는 Netizen Fund를 구체적 예를 통해서 설명한다.<sup>26)</sup>

### (1) A형 Netizen Fund(설정형-양도형-조합형이면서 정산회수형인 Netizen Fund)1) 기획/선전단계

투자대상이 될 문화상품을 기획하여 자사의 인터넷 사이트를 통해서 해당 문화상품에 대해서 선전하는 단계이다. “갑”의 “영화 X” Netizen Fund에 있어서는 해당 영화의 출연진과 감독 등 staff에 대한 간단한 소개, 총제작비 예상액, 주요투자자, 개봉예정일, 투자현황, “갑”에 지급하게 될 성과보수 등의 투자에 참고할 사항이 해당 인터넷 사이트상에 기재되어 있다. “갑”의 “영화 X” Netizen Fund는 앞서 분류에 따르면 양도형이므로 제작사/투자사와의 투자계약이 기획단계에서 체결될 것이지만, 그 체결 여부나 구체적인 내용에 대해서는 특별한 공시사항을 발견할 수 없다. 이비커뮤니케이션의 “book fund”에서는 투자안내의 FAQ란에서 “book fund”에 대해서 상세한 정보가 기재되어 있고, 원금이 보장된다는 내용, 수익금의 분배 기타 자세한 관련 사항이 기재되어 있다.

### 2) 공모단계

위 선전에 기재한 공모기간중에 투자를 희망하는 자로 하여금 자사 사이트의 회원으로 가

---

25) 위 형태 외에도 설정형-양도형-조합형이면서 중도회수형인 Netizen Fund를 상정할 수는 있으나, 2001.6. 현재 그러한 유형의 Netizen Fund는 없는 것으로 보인다. 한편 중개형이면서 정산회수형인 Netizen Fund도 일부 있는 것으로 보이지만, 이에 대해서는 지나치게 분류가 세분화되는 것 같아서 분류유형에서는 제외하였다. 그러한 유형은 투자절차의 면에서는 B형과, 투자회수의 면에서는 A형과 같다고 보면 될 것이다.

26) A형에서 설정형 Netizen Fund와 양도형 Netizen Fund를 같이 설명하는 이유는, 비록 양자는 투자수요자와 투자자가 직접 법적 관계를 가지게 되는지에 차이가 있는 것으로 보이고, 또한 이러한 차이로 인하여 계약당사자가 누구인지 및 제작사/투자사와 Netizen Fund수행주체 간의 투자계약이 체결되는지 여부에 차이가 발생하기는 하지만, 투자자의 입장에서 투자지분 채권을 취득하고 그 투자지분 채권을 회수하는 절차의 측면에서 보면 특별한 차이가 없기 때문이다.

입하도록 한 후 투자금을 전달하도록 하는 단계이다. “갭”의 “영화 X” Netizen Fund와 이비커뮤니케이션의 “book fund” 모두 공모시 투자자를 결정하는 방법은 선착순으로서, 공모액이 채워지면 마감하는 방식이다.

“갭”의 “영화 X” Netizen Fund의 경우 최소 투자액이 50,000원이고 최대 투자액이 50,000,000원인 것으로 되어 있다. 투자사가 아닌 “갭”의 계좌로 투자자가 투자금을 지급하여, 그 투자금은 “갭”에 의하여 투자사에게 다시 전달된다. “갭”이 수수료를 취득하게 되는지 여부에 대해서는 기재가 없으므로 알 수는 없다.

한편, “갭”은 1차 공모 이후 그보다 약간 많은 공모액을 목표로 2차 공모를 실시하였는데, 1차 공모시에 2차 공모를 미리 공고한 것으로 보이지는 않고, 2차 공모에 있어서 1차 공모자에 대해서 우선권을 부여하지도 않은 것 같다.

### 3) 투자계약 체결단계

공모가 마감되면, 투자하기로 확정된 투자자에 대해 “갭”과 투자자간 체결할 투자계약서를 우편으로 송부한다. 투자계약서에는 투자자와 “갭”의 권리의무 관계에 대해서 상세히 규정되어 있을 뿐 아니라, 투자사가 서명하는 란이 있다. 다만 투자사의 경우에는 투자지분 채권을 양도하는 것에 따른 승인을 하는 것으로 구성되어 있다. 한편 설정형 Netizen Fund로 분류된 이비커뮤니케이션의 “book fund”에서는 위와 같은 투자계약서가 작성되지 않으며, 사이트의 회원 가입시 일반약관에 의하여 “book fund” 투자자와 이비커뮤니케이션 간의 법적 관계가 규율된다는 것이 운영자 회신내용이다. 그러나 일반적 투자약관에는 Netizen Fund를 예정하고 작성된 듯한 내용이 없는 것으로 보이며, 따라서 대개의 법률관계는 해당 사이트 내에서 이용안내를 위한 FAQ([bookfund.pcbee.co.kr/guide/faq.asp](http://bookfund.pcbee.co.kr/guide/faq.asp))에 의할 수밖에 없을 것으로 보인다.

“갭”과 투자사 간에 체결된 계약서는 공개되지 않는다. 회계감사를 예정하고 있는 문구가 있기는 하지만 구체적으로 누가 어떻게 회계감사를 하는 것인지에 대해서는 기재가 없고, “갭”과 이비커뮤니케이션 공히 당 사이트의 회원 가입시 사용되는 약관 이외에 Netizen Fund에 대해 적용하는 일반적 약관이 없다.

### 4) 운영단계

“갭”과 이비커뮤니케이션 공히 정산기간까지 투자자클럽을 설정하여 운영한다. 위 투자자클럽은 투자자만이 가입할 수 있고, 운영자와 투자자간 언제 어떻게 정산을 할 것인지 등의 정보를 공유하도록 되어 있고, “book fund”의 경우 투자자들과의 off-line상의 투자자 설명회 모임을 주도하기도 한다. 그 외에 운영자는 자유게시판을 통해서도 질문에 대한 대답을 한다.

다만 “갭”의 경우 투자자들이 어떠한 형식으로 투자사 또는 “갭”에 대해서 자신의 의사를 관철할 수 있는 것인지에 대해서는 투자계약서에서 정하고 있는 바가 없는데, 위에서 본 “갭”의 투자계약서에는 투자자가 투자사에 대해서 가지는 투자금액의 상환 및 이익배분에 관한 모든 권한을 “갭”에게 위임하는 것으로 정해져 있으므로, 투자자는 계약상으로 그러한 의사관철의 수단이 없는 것으로 보인다.

## 5) 정산단계

“갭”의 Netizen Fund는 정산사유가 발생하면 정산내역서와 함께 투자자 계좌로 정산금을 지급한다. 투자사로부터 정산금을 지급받아 정산이 될 것이지만, 그 과정에 대해서 파악할 만한 아무런 공식적인 자료는 없다. 투자계약서상으로는 정산시기에 대해서 명백히 정하고 있는 조항은 없는 것으로 보이고, 최초의 공모 당시에 투자정보란에서 2001. 4. 회계결산후 정산한다는 언급이 있을 뿐이다. “book fund”의 경우 투자안내의 FAQ란에서 정산시기를 11월 30일로 고정해 두고 있다.

### (2) B형 Netizen Fund(중개형이면서 중도회수형 Netizen Fund)

#### 1) 기획/선전단계

심마니 엔터펀드의 경우에는 해당 영화의 예상 개봉시기를 포함한 제작일정, synopsis, 출연배우, 예상수익률표, 투자사 등 투자 참고사항을 기재하여 잠재적 투자자들에게 공개한다. A형과 비교해 보면 B형은 좀더 상세하게 문화대상 상품에 대한 자세한 정보가 기재되어 있으며, 특히 예상수익률표를 제시하여 그 수익원이 되는 관객수, TV 판권 및 비디오 판권, 해외 판권 등으로 세분하여 자세히 기재한 점에서 일단 투자수단으로서는 세련되어 있다. 이는 투자지분 채권의 거래가 이루어지는 것과는 관련이 있지 않을까 한다. 다만, 제작사/투자사의 투자지분을 양도하는 경우에는 투자사와 제작사 간의 투자계약서가 있을 것을 당연히 짐작할 수 있는데, 이를 공개하는 이 유형의 Netizen Fund는 발견하지 못하였다.

#### 2) 공모단계

위 선전내용을 고려하여 투자자들이 공모기간중 투자를 하는 단계로서, 인터넷 사이트를 통해서 예정된 공모기간에 투자자들로부터 공모신청을 받음으로써 공모가 이루어진다. 공모는 투자자들이 해당 Netizen Fund 업체에 회원 가입을 하고 투자예정액을 해당 Netizen Fund 업체의 은행계좌로 입금을 함으로써 유사 “전자화폐”를 받은 후, 위 유사 “전자화폐”를 이용하여 공모기간 개시와 함께 일제히 공모개시 신청을 하는 방식으로 이루어진다(대량적, 동시적 공모). 위 A형과 마찬가지로 최우선 입금자가 우선이고, 예정된 공모액이 채워지면 마감된다. 공모시 투자한도액은 투자한도에 대해서 명시적인 규정이 없거나(아이피닉스의 “엔터스닥”), 약관상 규정해 두는 경우(인터파크구스닥의 “쇼비즈펀드”) 등 다양하다.

한편, B형의 경우에도 제작사/투자사와 투자자간의 투자계약은 체결되는 것이지만, 조사한 바에 의하면 위 A형에 속하는 “갭”과는 달리 마감된 이후 제작사/투자사와 투자자간 체결되는 투자계약서를 보내는 경우는 없고, B형 Netizen Fund를 운영하는 인터파크구스닥, 아이피닉스의 경우 Netizen Fund와 관련된 법률관계에 직접 적용될 약관만이 마련되어 있다.<sup>27)</sup> 그러나 심마니 “엔터펀드”의 경우에는 Netizen Fund 투자에 직접 관련되어 처리되

27) 아이피닉스 “엔터스닥”의 회원가입약관 제5장 지명채권 정보 자동전달 서비스, 제6장 공모 청약 계약 부분과 인터파크구스닥의 각 문화상품별 투자공모약관과 거래약관 참조. 특히 인터파크구스

는 약관이 없다. 이 경우에는 당사자간의 권리의무를 규율할 직접적인 법원이 없다는 문제가 생기게 되고, 대부분의 권리관계는 FAQ 등에서 회사가 설명하는 내용에 근거하여 정해질 수밖에 없을 것이다.

### 3) 운영단계

Netizen Fund 업체는 투자받은 금액에서 일정한 수수료를 공제하여 이를 제작사/투자자에게 전달하여 주고, 공모가 완료된 즉시 당해 사이트에 투자지분 채권을 “상장” 하여 투자자 간에 증권거래소 주식매매방식과 유사한 방식에 따라서 거래를 할 수 있도록 한다. 이때 거래액의 일정한 %는 해당 Netizen Fund 업체가 수수료로 징수한다.

투자지분 채권의 거래는 위에서 본 “전자화폐” 식의 거래수단(디지털부호)을 마치 금전처럼 이용하여 당해 Netizen Fund에 마련된 매매주문서식을 이용하여 인터넷을 통해 매도/매수를 주문하는 방식으로 행하여지고, 최초의 공모에 참여하지 못한 투자자들도 공모 이후 해당 Netizen Fund 업체의 은행계좌로 현금을 입금하여 거래수단을 구입, 이를 가지고 투자지분 채권을 매수할 수 있다.

투자지분 채권의 매매가 일어나게 되면, Netizen Fund 업체는 매매가 발생하였다는 사실을 확인해 주고, 해당 매매 투자지분 채권과 매매조건을 기재한 확인메일을 보내거나 사이트의 “전자화폐” 잔고에 매매내역을 표시한다. 단 이 경우 상대방 투자자가 누구인지의 이름은 알려지지 않고 상대방의 ID만을 볼 수 있고, 투자지분 채권의 채무자인 제작사/투자사가 그러한 양수도를 승낙하였는지에 대한 통지도 없다.<sup>28)</sup>

투자자에게 투자자들 중에서 보유하고 있는 투자지분 채권을 인터넷을 통해서 매도하여 위 거래수단을 보유하게 된 투자자들은 Netizen Fund에 대해 이를 인출 요청하여 언제든지 현금화하는 것이 가능하다.

Netizen Fund 업체들은 위와 같이 투자지분 채권의 매매가 일어나는 기간 동안 투자대상 문화상품에 대한 각종 기사나 관객수 등의 투자관련 정보를 올리고, 게시판을 운영하면서 투자자들의 투자와 관련한 질문에 답변한다. 이 과정에서 “친구” Netizen Fund의 경우처럼 예상수익률표를 변경하는 경우도 있다. 한편, 약관에 투자자들이 공식적으로 운영과정의 공개를 요구하거나 제작사/투자사의 영화제작이나 자금운영에 대해 이의를 제기하거나 기타 감독할 수 있는 수단이 명시되어 있지 않은 것은 A형과 마찬가지로이다.

### 4) 정산단계

정산단계에 대해서는 정산시기를 구체적으로 명시하지는 않고, 대개 2차로 나누어서 수익

---

닥의 투자공모약관과 거래약관은 내용이 잘 정비되어 있다.

28) 다만, 인터넷파크구스닥 “인디안썸머” 투자지분 거래를 위한 약관 제11조에는, 이를 인식하여 다음과 같은 조항을 두고 있다.

“제11조 (지분 양도의 통지와 소유권 변경 확인의 간주)

결을  
1. 지분양도인이 구스닥의 사이트를 통하여 지분의 매도주문을 내는 경우에는 거래의 체결  
정지조건부로 해서 채무자(공모사)에게 지분양도 통지를 한 것으로 간주합니다.  
2. 지분양수인이 구스닥 사이트를 통하여 지분의 매수주문을 내어서 거래가 체결되었을경  
우, 구스닥으로부터 받는 거래체결확인 메일은 공모사로부터 지분소유권 변경 확인을 받은  
것으로 간주합니다. “

발생시 정산하는 방식을 채택하고 있다. 원금보장형이 아닌 대부분의 Netizen Fund에서는 Netizen Fund 업체가 손해가 나더라도 손실을 보전해 주지 않는다. 아이피닉스의 “엔터스닥”, 인터파크구스닥의 “쇼비즈펀드”, 심마니의 “엔터펀드” 모두 해당 작품에 투자한 투자자들만의 모임을 만들어서 해당 모임 하에서 정산에 관한 운영자와 투자자간 의사소통을 활발히 하고 있다.

그 외에 투자사로부터 수익금을 받아서 이를 지급하는 방식에 있어서는 A형의 정산단계와 특별히 다른 것은 없는 것으로 보인다. 그리고 확인된 한도에서는, 어느 Netizen Fund도 미리 어떠한 방법에 의하여 회계의 적절성을 담보할 것인지에 대해서 명확하게 정해두는 경우는 없는 것 같다.

## IV. Netizen Fund의 투자자 보호상 문제점

### 1. Netizen Fund 업무에 대한 금융규제법령의 부재

Netizen Fund는 수많은 투자자가 관여하는 금융거래이므로, 투자자 보호를 위해서 규제를 할 실질은 있다고 할 수 있다. 그러한 문제의식하에서 Netizen Fund가 증권거래법과 신탁업법, 유사수신행위규제에관한법률 기타 관련 법령에 의하여 규제될 수 있을 것인지 살펴보기로 한다.

#### (1) 증권거래법에 의한 규제가능성

Netizen Fund 업체들은 투자지분 채권에 대해서 이를 “주식” 이라고 표현하는 예가 많고, 투자자들도 그대로 위 “주식” 이라는 용어를 사용하고 있어서 마치 투자지분 채권이 증권거래법상의 유가증권인 것과 같은 인상을 주고 있다.

만약 Netizen Fund에서의 투자지분 채권이 증권거래법 제2조 제1항 각호에서 규정하고 있는 “유가증권” 에 해당한다고 하면, Netizen Fund의 투자금 모집 및 투자지분 채권의 거래 등 Netizen Fund의 모집, 매출, 운영 등의 업무는 대부분 증권거래법에 의하여 규율될 것이다. 예컨대 중개형 Netizen Fund에 있어서 제작사/투자사로부터 위임을 받아 투자지분 채권의 설정 또는 양도를 중개 또는 대리하는 Netizen Fund 업체의 행위는 동법 제2조 제8항 제1호의 “유가증권의 매매” 또는 제3호의 “유가증권매매의 중개 또는 대리” 를 영업으로 하는 행위가 되어 증권업에 포함되어, 해당 Netizen Fund 업체는 증권거래법에 따른 증권업 허가를 받은 증권회사이어야 한다는 결론이 될 수 있다. 또한 제작사/투자사의 입장에서 보면, 위 투자지분 채권을 “모집” 또는 “매출” 하는 행위는 20억원을 넘는 경우에는 유가증권신고서를 제출할 사항이 되고, 20억원에 미치지 못하는 경우에는 소위 “인터넷을 통한 소액공모” 에 해당하여 증권거래법 제18조의2 이하 규정에 따라서 회계감사서류 등 일정한 서류를 제출하여야 하고, 그 이후의 절차에 대해서도 금융감독원의 감독을 받게 될 것이다. 증권거래법 제76조는 “증권거래소가 아닌 자는 유가증권시장 또는 이와 유사한 시설을 개설” 할 수 없도록 규정하고 있으므로 중개형 Netizen Fund 업체가 자신의 사이트에서 증권거래소 주식매매방식의 투자지분 채권 매매시장을 운영하고 있는 것이 금지될 가

능성도 있다.

이러한 결과는, Netizen Fund에 대해 위와 같이 증권거래법상의 규제를 가하는 것이 적절한지에 대한 논의는 일단 뒤로 하고 투자자 보호 측면에서는 바람직한 결론이라고도 할 수 있다.

그러나 현행 증권거래법은 소위 “investment contract”를 유가증권으로 인정하는 미국 증권법제와는 달리 유가증권의 개념에 대해 소위 “열거주의”를 채택하고 있기 때문에, 현재로서는 Netizen Fund에서의 투자지분 채권을 유가증권으로 볼 수는 없다.<sup>29)</sup> 따라서 현행 증권거래법에서는 Netizen Fund의 모집, 매출, 운영은 현행의 증권거래법에 의한 규제와는 무관하다고 말할 수밖에 없다. 증권당국의 태도도 마찬가지로, Netizen Fund 투자지분 채권의 유가증권 해당 여부 및 투자지분 채권 모집대행 또는 양도 중개행위의 성격과 관련해서, 2000. 7. 26. 재정경제부 민원회신(문서번호: 증권 41207-201)은 Netizen Fund의 투자지분 채권이 유가증권에 해당하지 않으며 그 모집대행 등의 행위가 증권업에 해당하지 않는다는 유권해석을 내린 사실이 있다.<sup>30)</sup> 실제로도 Netizen Fund 업체 또는 제작사/투자사에서 증권거래법상 유가증권의 매매, 모집, 매출에 필요한 증권업 허가를 받거나 소액공모 신고절차를 받은 경우는 없다.

## (2) 신탁업법에 의한 규제가능성

Netizen Fund는 통상 신탁을 가리키기 위해서 많이 사용되는 “Fund”라는 용어를 사용하고 있으며, 중개형 Netizen Fund는 특정금전신탁과 같이 영화제작 등의 목적에 사용되기로 약속된 금전이 일단 Netizen Fund 업체에 이전되고 Netizen Fund 업체는 이를 제작사/투자사에게 지급하여 제작 등의 비용에 충당하도록 하며 투자결과 발생한 수익금은 투자자들이 Netizen Fund 업체를 통해 지급받도록 되어 있는 점에 있어서 신탁과도 매우 유사한 측면이 있다.

따라서 일견해서는 Netizen Fund 업무가 신탁법 내지 신탁업법의 규제를 받게 되지 않는다는 의문이 들기도 하며, 만약 Netizen Fund 업무가 신탁에 해당한다고 하면, Netizen Fund 업체 등 신탁에 있어서 수탁자에 대응하는 당사자는 수탁자로서의 신탁법상의 각종 의무를 부담하게 되는 것에 더하여 금전신탁을 업으로 영위하는 것은 일정한 요건을 갖추어 금융감독위원회의 신탁업 인가를 받아야 하는 것이므로,<sup>31)</sup> 최소한 중개형 Netizen Fund에서의 전문적 Netizen Fund 업체는 금감위로부터 신탁업 인가를 받아야 하는 것이 아닌지 생각이 되기도 한다.

29) 미국 증권법상의 “investment contract”는 (i)공동의 사업에 (ii)자금을 투자하여 (iii)오로지 사업자나 제3자의 노력으로부터 (iv)수익을 기대하는 계약, 거래, 계획을 의미한다고 한다. 이에 대한 자세한 설명은 김진식, 『증권거래법』, 초판(삼성사, 2000년), 62면 이하 참조.

30) 재정경제부 민원회신의 해당 부분을 그대로 소개하면 다음과 같다.

“.... 즉 증권거래법상 유가증권으로 인정되려면 증권거래법 및 시행령에 구체적으로 열거되어야 합니다. ... 본 건의 영화제작비 투자지분은 위 증권거래법에 열거하고 있는 유가증권의 종류중 어느 것에도 해당하지 않고 따라서 그에 대한 투자자 모집행위는 증권거래법의 적용대상이 되지 않으므로 모집, 매출신고도 필요하지 않을 것으로 해석됩니다.”

“.... 동 건 투자지분 모집대행 또는 양도를 중개하고 수수료를 징수하는 행위는 증권거래법상 유가증권에 대한 거래가 아니기 때문에 증권업의 허가를 받아야 하는 대상행위가 아닌 것으로 판단됩니다.”

31) 신탁업법 제3조 제2항 제1호는 “금전신탁의 인수업무를 행하는 경우에는 250억원 이상”의 자본금을 갖출 것을 요구하고 있다.

그러나 결론적으로 말해서, 현재 발견되는 Netizen Fund를 신탁법상의 “신탁”으로 보기는 어렵고, 따라서 신탁업법의 규제대상으로 삼기도 어려운 점이 있다고 본다.

우선, 양도형 Netizen Fund로 분류되는 “갭”의 영화 Netizen Fund를 보면, 앞서 설명한 바와 같이 제작사/투자사와 Netizen Fund 업체 간의 투자계약이 먼저 체결된 후 그 투자계약에서 Netizen Fund 업체가 투자하기로 정한 투자금액의 일부에 대한 투자지분 채권을 양도하는 구성을 취하고 있다. 이는 투자자와 제작사/투자사 간의 직접적인 채권자-채무자 관계를 의도하고 있는 것으로서, 수탁자가 신탁재산으로 투자한 자산을 이전받아야 하는 신탁과는 구조가 다르다.<sup>32)</sup> 중개형 Netizen Fund에 있어서도 Netizen Fund 업자는 제작사/투자사의 위임을 받아서, 제작사/투자사를 대리하여, 제작사/투자사가 투자자와 행하는 투자지분 채권의 설정 또는 양도를 행할 뿐이지 해당 투자지분 채권에 대해서 아무런 권리를 가지지 않는다는 점에서, 마찬가지로 이유로 신탁은 아니라고 할 것이다.<sup>33)</sup>

설정형 Netizen Fund 역시 외관상 특정금전신탁과 비슷하지만 투자금이 Netizen Fund 업체의 자기 사업에 사용되는 이상 신탁이라고 볼 수 없다. 만약 설정형 Netizen Fund를 신탁이라고 하면 Netizen Fund를 모집한 제작사가 이를 자기 사업에 투자하는 행위는 제작사가 신탁재산의 수탁자 지위에서 수탁자가 아닌 자신에게 재산을 이전하는 결과가 되므로 신탁법 제31조에서 금지하는 “신탁재산을 고유재산으로 하”는 행위로 무효가 되어, 원래 Netizen Fund를 설정한 목적을 위해서는 투자금을 쓸 수 없는 이상한 결과가 된다. 따라서 설정형 Netizen Fund의 법적 성질은 투자자로부터 조달한 투자금을 “당사자 일방이 상대방의 영업을 위해 출자하고 상대방은 그 영업을 위한 이익을 분배할 것을 약정”하는 법률관계, 즉 상법 제78조 이하 “익명조합”이라고 보아야 할 것 같다. 마지막으로, 투자재산을 모집함에 있어서 조합의 형식을 택한 조합형 Netizen Fund를 그 형식에 반하여 신탁으로 보는 것이 무리임은 당연할 것이다.

### (3) 유사수신행위규제에관한법률에 의한 규제가능성

유사수신행위의규제에관한법률 제2조는 현재 행하여지고 있는 Netizen Fund의 투자지분 채권의 설정 또는 매출행위와 같이 “다른 법령에 의한 인가, 허가를 받지 아니하거나 등록, 신고 등을 하지 아니하고 불특정 다수인으로부터 자금을 조달하는 것을 업으로 하는... 행위” 중 일정한 경우, 예컨대 제1호 “장래에 출자금의 전액 또는 이를 초과하는 금액을 지급할 것을 약정하는 행위”를 유사수신행위로 형사처벌대상으로 하고 있다. 이러한 규정을 고려하면, 문언해석상으로는 원금을 보장하는 Netizen Fund는 위 유사수신행위의규제에 관한법률상의 유사수신행위로서 금지된다고 해석될 가능성도 완전히 배제할 수는 없는 것으로 보인다.

그러나 현행법상 일부 음반, 책 등 일부 문화상품의 Netizen Fund의 경우를 제외한 대부분의 Netizen Fund는 원금(위에서는 출자금)을 보장하고 있지 않고, 그러한 Netizen Fund

---

32) 양도형 Netizen Fund의 법적 성질에 대해서는 III. 1. (1)2) 참조. 추가하면, 만약 양도형 Netizen Fund가 신탁이라고 하는 경우에는 수탁자에 해당하게 되는 “갭”이 일체의 투자지분 채권에 대한 채권자가 되어야 한다. 그러나 투자계약서 등을 보면 투자자가 양수받은 투자지분 채권을 보유하고 있다.

33) 중개형 Netizen Fund에 있어서 전문적 Netizen Fund업체가 제작사/투자사로부터 자금을 수수하여 이를 지급하는 것은 제작사/투자사로부터 그러한 업무를 위임받아서 처리하는 것일 뿐이지, 수탁자로서의 업무에 기해서 그러한 행위를 하는 것은 아니다.

들은 대개 FAQ란을 통해서 혹은 약관을 통해서 원금이 보장되지 않는다는 것을 명시하고 있다. 따라서 우선 원금을 보장하지 않는 대부분의 Netizen Fund는 문언해석으로도 “출자금의 전액 또는 이를 초과하는 금액을 지급할 것을 약정하는 행위”에 포함되지 않으므로 유사수신행위로 볼 수는 없을 것이다.

나아가 일부 원금보장형 Netizen Fund에 있어서도, 원금을 보장하지 않는 대부분의 Netizen Fund는 유사수신행위로 금지되지 않는데, 원금을 보장하여 투자자에게 더욱 유리한 Netizen Fund가 투자자금 모집과 관련된 구체적 상황을 불문하고 일체 금지된다고 할만한 불법적 실질을 갖추고 있는지는 의문이다. 그렇다면, 유사수신행위의규제에관한법률 제2조 제1호에 관해서는, ① 종전 유사수신행위로 처벌되어 온 파이낸스 금융회사에서 볼 수 있는 것처럼, 원금보장에 대해 명백한 사기성<sup>34)</sup>이 인정되는 경우에 한정하여 유사수신행위가 된다고 해석하거나, ② 원래 유사수신행위로서 “출자금의 전액 또는 이를 초과하는 금액을 지급할 것을 약정하는 행위”가 처벌되는 것은 그 행위가 “다른 법령에 의하여” “인가, 허가”를 받거나 또는 “등록, 신고”를 하여야 하는 업무인 것을 전제로 하는 것이며, 모든 “출자금의 전액 또는 이를 초과하는 금액을 지급할 것을 약정하는 행위”를 금하려는 것은 아니라는 해석하에서, 현재의 원금보장형 Netizen Fund 업무도 사기성이 없거나 증권거래법, 신탁업법 기타 다른 법령에 의하여 인허가를 받아야 하는 업무가 아니기 때문에 유사수신행위의규제에관한법률상의 유사수신행위라고 볼 수 없다고 하는 것이 타당하지 않은가 생각한다.<sup>35)</sup>

#### (4) 소 결 론

요약하면, 현재의 Netizen Fund의 법적 성격에 대한 분석에 기초한 개인적 견해로는, 위 증권거래법, 신탁업법, 유사수신행위의규제에관한법률 이외에 현행 금융규제법령 중에서 Netizen Fund를 규제한다고 할 만한 법령은 없는 반면, 위 세가지 법률은 위에서 본 바와 같이 모두 Netizen Fund를 규제하기에는 적절하지 않은 면이 있다. 즉, Netizen Fund는 현재 금융규제법령의 규제 사각지대에 있다고 할 수 있다.

그러나 이와 같은 현상은 적절한 법령이 부재하다는 것을 의미하는 것이지, Netizen Fund에 있어서 적절한 법령의 제정에 의한 투자자 보호의 필요성이 없다는 것을 의미하지 않는 것은 물론이다. 현행 Netizen Fund는 유가증권에 대해서 “포괄주의”를 채택하고 있는 미국의 증권법제하에서는 소위 “investment contract”로 취급되어 SEC에 의한 규제대상이 될 것이라는 점을 보아도 그러하다. 따라서 규제법령이 부재한 상태로 운영되는 Netizen Fund는 투자수단으로서의 성격이 강해지면서 점차 아래에서 보는 바와 같이 투자

---

34) 여기서의 사기성은, 예컨대 주식투자 등을 목적으로 자금을 운영하기로 약속하고 불특정다수인으로부터 자금을 모집할 당시 자금모집주체에게 원금을 보장할 의사가 없거나 원금을 보장할 수 없다는 개연성을 인식한 경우라고 할 수 있을 것이다. 사기성의 유무는 자금을 모집한 이후의 운영실태, 자금모집주체의 상환능력 기타 자금모집을 전후한 상황을 종합적으로 판단하여 결정해야 할 것인데, 대체로 대규모 자금을 조성하는 경우에는 원금보장이 되지 않을 개연성이 높아지므로, 위와 같은 의미에서의 사기성이 높아질 것이다.

35) 그러나 필자의 견해와는 반대로, 서울지방검찰청은 2001.7.31. 원금보장형 Netizen Fund를 운영한 5개 Netizen Fund업체와 그 대표자를, 원금보장으로 투자자를 현혹, 자금을 모은 것은 불법적인 유사수신행위에 해당한다는 논리로 벌금600만원 내지 1천만원에 약식기소하였고, 이로 인하여 일부 원금보장형 Netizen Fund는 투자자에게 투자를 환급하는 절차를 밟았다. 그러나 이러한 결론의 타당성은 위에서 본 이유로 의문이다.

자 보호에 심각한 결함을 드러내고 있는 중이라고 할 수 있다.

## 2. 기획단계: 투자자 보호에 반하는 Netizen Fund 구조 선택

만약 투자자의 정당한 이익을 충분히 반영하는 Netizen Fund를 기획하고자 한다면, 예컨대 현재 설정되어 있는 중개형 Netizen Fund에서는 제작사/투자사와 투자자가 직접 법률관계를 가지게 되므로 투자자와 제작사/투자사간 투자계약이 개별적으로 작성되거나 아니면 Netizen Fund 업체가 업무집행조합원 내지 투자자들의 대리인으로 투자계약을 체결하면서 그 행위에 대해 투자자들의 감독을 받는 장치를 마련하도록 Netizen Fund가 기획되는 것이 적절할 것이다. 또한 형태 여하를 막론하고 Netizen Fund에 있어서도 장차 해당 문화상품에 추가적으로 비용이 발생하는 경우 투자자가 마치 주식에서 신주인수권에 대응해서 Netizen Fund에 추가 투자할 수 있는 권리를 부여하는 방법과 같이, 투자자에게 정당한 이익을 돌려주기 위한 장치를 마련할 여지가 많은 것으로 보인다.

그러나 현재의 Netizen Fund를 보면, 설정단계에서 이러한 투자자 보호를 위한 법적 기획과 그 실행이 이루어지는 모습을 찾아보기 어렵다. 그 이유는 무엇보다도 Netizen Fund 업체와 제작사/투자사의 입장에서는 Netizen Fund에 관한 규제법령이나 공적인 간섭이 있어서 Netizen Fund에 투자자 보호에 적합한 형태가 강제되지 않기 때문이라고 할 수 있다. Netizen Fund 업체 등의 입장에서는 효율적인 온라인 마케팅이 Netizen Fund를 설정하는 주된 목적이고 보면, 투자자 보호를 위한 장치를 마련할수록 관련된 업무부담이 증대되고 동시에 법적 책임의 부담 가능성도 증가하게 되므로 그러한 선택을 하는 것이 당연할 것이다.

## 3. 선전 및 공모 단계: 사기적 공모 등

현행 증권거래법 제18조의2 등에 의하면, 인터넷을 통하여 20억원 미만의 소액의 유가증권 공모를 하는 경우, 즉 “인터넷을 통한 소액공모”에 있어서는 회계보고서의 제출의무 등의 규제를 하고 있는 것은 앞서 소개한 바와 같다. 이러한 규제가 행하여지는 이유는 “인터넷을 통한 소액공모”를 자유롭게 허용하게 되면 주간사 회사의 개입 없이 발행회사가 인터넷 공간상에 직접 제공하는 발행회사의 정보만을 기초로 하여 경솔하게 행하여질 가능성이 높은 인터넷 소액공모의 특성상, 발행회사가 터무니 없이 매출액 및 순이익 전망을 내놓으면서 불특정 다수의 투자자와 접촉을 하여 투자를 유인하는 등의 사기적 공모가 발생할 가능성이 높기 때문이라고 할 수 있을 것이다. 인터넷이 가장 발달하였다고 할 수 있는 미국의 경우 인터넷을 통한 사기적 공모의 사례가 많이 알려져 있고, 국내에서도 몇 차례 인터넷 공모에 관련된 사기 사례가 알려진 것이 있다.<sup>36)</sup>

비록 증권거래법상의 유가증권을 모집하는 것은 아니지만, 그 점을 제외하면 본질적으로 인터넷을 통한 소액공모의 성격을 가지고 있는 Netizen Fund의 “공모”에 있어서도 현행 증권거래법 제18조의2 이하와 유사한 규제가 필요한 것은 당연할 것이다. 특히 단순한 자금조달의 기능에 더하여 영화 등 문화상품의 온라인 마케팅 수단으로서 시작되고 현

36) 이상복, “인터넷 증권사기와 국제관할”, 고려대학교 석사학위논문 (2000.6), 82면 이하에서 미국과 국내의 인터넷 공모사기에 관하여 실제적인 예를 자세히 들고 있다.

제도 위 기능이 강조되고 있는, 또한 그 수행으로 인한 수수료 취득을 유력한 수익모델로 보는 경향이 강한 Netizen Fund에 있어서는 Netizen Fund 업체나 제작사/투자사에게 해당 문화상품의 장점과 상품성을 과장하여 강조하려고 하는 강력한 유인이 존재한다고 할 수 있다. 따라서 ① 특별한 근거 없이 개봉예정관 숫자를 늘리거나 제작비를 과소하게 선전하는 경우, ② 최초 예상된 제작비 등이 증대하는 경우 투자자들이 그 지분을 유지를 위해서 추가로 지분참여를 할 기회가 보장되지 않는다는 사실을 미리 알리지 않는 경우, ③ 해외 판권 판매계획이 있다는 식의 영화 등 문화상품의 수익성에 관한 허위정보를 유포하는 경우, ④ 원금이 보장되지 않는다는 사실에 대해서 상세히 설명하지 않는 경우, ⑤ 일정한 관객 수 이상이 동원되면 출연배우에게 특별보너스를 지급하기로 하는 약정이 되어 있는데 그러한 약정을 공개하지 않는 경우, ⑥ Netizen Fund의 수익금에 부과될 세금에 대해 정확한 정보를 제공하지 않는 경우, ⑦ 통상 큰 수익이 예상되는 수익원을 투자자들의 수익 계산에 있어 제외한다는 것을 적절히 알리지 않는 경우(예컨대 영화 Netizen Fund에 있어서 해외 판권을 수익원에 포함되지 않는 경우), ⑧ 영화전문투자조합 등 다른 제3의 투자자가 있는 경우 해당 제3의 투자자에게 우선적으로 수익의 일정부분을 지급한 후 나머지 수익만을 가지고 Netizen Fund 투자자에 대한 수익배분이 이루어지는데 이러한 점을 알리지 않는 경우 등, 고의 또는 과실로 투자자를 현혹할 만한 정보를 제공하거나 중요한 정보를 공개하지 않는 경우를 얼마든지 생각해 볼 수 있다.

#### 4. 운영단계: 투자금 운영에 대한 감시 곤란

Netizen Fund를 운영하는 주체들은 투자대상인 문화상품의 진행상황에 대해 그 수익상태와 직결되는 정보를 투자자들에게 알려 준다는 것을 선전하고 있으며, 투자자로 하여금 Netizen Fund의 운영내용에 대해 감독하도록 하려는 부분이 전혀 없지는 않다. 그러나 현재까지 Netizen Fund 업체의 Netizen Fund 운영의 적절성을 확보하기 위한 관행은 투자자 보호의 필요성을 정확하게 인식하고 행동하는 단계에 이르지 못하고 있고, 다만 형식적인 수준에 그치고 있다고 보는 것이 타당하다.

예컨대 중개형 Netizen Fund의 경우, Netizen Fund 공모가 완료된 이후 모집된 자금은 투자사를 거쳐 또는 직접 제작사에 전달되어 대상 문화상품의 제작비, 홍보비 등에 사용된다. 그러나 위 제작비, 홍보비 등은 선전, 공모 단계에서 예상수익률표상 예상비용으로서 “장차 변경될 수 있다”는 취지의 유보와 함께 공시되는 것 외에 향후 제작비, 홍보비 등의 실제 지출내역과 항목에 대해 신속하게 정기적으로 갱신되는 것으로 정해져 있지 않고, 실제로 그렇게 하고 있지 않다. 설혹 지출내역과 항목이 공개된다고 하더라도 그 시기의 적정성과 내용의 정확성을 담보할 아무런 수단도 없다.

조사한 바에 의하면 Netizen Fund 업체 중에서는 약관상으로 Netizen Fund에 참여한 투자자들이 직접 위 제작비, 홍보비 등의 사용내역에 대해서 공개를 요청하거나 이를 조사할 수 있는 권리를 보장하는 것에 대해서 정함이 없거나, 인터파크구스닥 투자공모약관에서 보는 것과 같이 “(주) 인터파크구스닥이 필요하다고 판단되는 경우, 공인회계사 또는 세무사 등을 선정하여 본 영화의 총제작비 사용 또는 수익에 대한 자료를 확인할 수 있으며, 영화 투자사는 이에 대한 의무를 성실히 수행합니다”는 것과 같이 Netizen Fund 업체에 요청할 수 있는 “의무” 아닌 “권한”을 부여하고 있는 것이 고작이다. 그러나 Netizen Fund 업체도 제작사/투자사에 대한 투자사가 되는 지위에 있어서 Netizen Fund의 운영내용에 대해

직접 이해관계가 있는 경우를 별론으로 하면, Netizen Fund 업체에게 위 인터파크구스닥 투자공모약관에서와 같이 Netizen Fund 업체에 자료확인 등의 권한이 있다고 할지라도 그 권한을 행사할 유인이 있는 것인지 매우 의문이다.<sup>37)</sup>

이와 같이 Netizen Fund의 투자금 운영내역에 대한 감독수단이 없는 상황에서는 Netizen Fund 업체가 공모하기로 선전한 금액 이상을 실제로 조달하고 나서 그 초과분을 다른 용도로 사용하더라도 투자자가 이를 적발하여 밝혀낼 정상적인 방법이 사실상 없다. Netizen Fund 업체에 공모를 의뢰한 제작사/투자사에 있어서는 Netizen Fund 업체로부터 전달받은 자금에 대해서 투자자 또는 Netizen Fund 업체에 대해 원칙적으로 원금보장을 할 필요도 없고 그 사용처와 금액을 자세히 공개할 필요도 없으므로, 원래 정해진 용도와 일탈하여 또는 정해진 용도하에서 효율적이지 않은 방법으로 자금을 사용하게 될 가능성이 상당히 높다.

## 5. 정산단계: 회계의 투명성 부족

정산단계에서는 정산시점까지 발생한 수익을 계산하여 최종 회계처리를 하고 투자자에게 투자지분 채권에 응한 수익을 돌려주게 된다. 그러나 앞서 운영단계에서 본 바와 마찬가지로, 현재의 Netizen Fund에서는 최종 회계에 대해서 투자자 보호관점에서 문제가 있다는 사실이 발견된다.

중개형 Netizen Fund의 경우, 제작비 등을 사용하고 최종 회계를 담당할 책임은 Netizen Fund 업체가 아니라 제작사에게 있다고 보아야 한다. 그런데 제작사는 Netizen Fund 외에 영화전문투자조합 기타 다른 투자자에 대해 투자를 받으면서 그 투자계약에 정해진 바에 따라 구체적인 회계처리 의무를 부담하는 것이 보통일 것이지만, Netizen Fund 투자자에 대해서 회계사항을 공시할 의무가 약관 등에 규정되어 있지 않거나,<sup>38)</sup> “제작이 완료된 후 전체 투자금의 사용내역 및 수익에 대해서 사이트를 통해서 공개한다”는 정도의 간단한 정함 외에 특별한 내용이 없다.<sup>39)</sup> 투자자가 회계에 대해 이의를 제기하고 그 시정을 요구할 수 있는 방법에 대해서도 정한 바가 없다.

조합형 Netizen Fund에 속하는 “갑”의 “음반 B” Netizen Fund에 있어서도, 투자자와 Netizen Fund 업체 간에 체결된 계약서에 투자사와 직접 투자계약을 체결하는 Netizen Fund 업체가 어떠한 방식으로 최종 회계업무를 처리할 것인지에 대해서 구체적으로 정하는 내용이 없다. 오히려 투자자는 “투자금액의 상환 및 이익배분에 관한 모든 권한 및 업무를 본 계약에 따라 “갑”(Netizen Fund 업체)에게 위임하며, “갑”은 이를 성실하게 행사한다”라고 하는 극히 일반적인 정함밖에 없다.

설정형 Netizen Fund로 분류된 이비커뮤니케이션의 “book fund”도 FAQ를 통해서 공모 개시일에 투자자를 위한 전용사이트를 개설하여 매월단위로 투자한 책의 출고부수 등을 공지할 계획이며, 예정된 공모기간 종료시 비용이 덜 발생하게 되면 그 부분에 대해서는 투자

---

37) 위 인터파크구스닥 투자공모약관에서 보면, 공인회계사 등에 의하여 실시될 작업에 드는 비용이 규정되어 있지 않으므로, 누가 이를 부담하여야 하는지는 분명하지 않다. 이를 제작사의 해당 대상 문화상품 제작비로 충당하게 된다면 투자자의 지분비율이 줄어드는 문제점이 생기게 되며, Netizen Fund업체가 부담하게 되는 경우 특별한 유인이 없는 Netizen Fund로서는 부실한 조사에 그칠 우려가 있다.

38) 아이피닉스의 엔터펀드 약관 참조.

39) 인터파크구스닥 “인디언 썸머” Netizen Fund약관 제17조 제1항 참조.

자에게 돌려주겠다고 하고 있는데, 적절성을 담보할 방법에 대해서는 언급이 없다.

결국 현재의 Netizen Fund는, 그 형태 여하를 불문하고, 그 회계의 주체가 되는 제작사/투자사나 투자자와 직접 대면하여 공모를 담당한 Netizen Fund 업체로서는 정산회계를 어떻게 행할 것인지에 대해, 심하게 말해서 “열심히 하겠다”는 정도 외에 아무런 구속력 있는 정함을 하고 있지 않은 것이나 마찬가지라고 할 수 있다. 그리고 이와 같이 Netizen Fund의 정산회계가 행하여지는 경우에는, 공모 당시 예상한 제작비보다 제작비가 경감된 경우라도 그 경감된 부분상의 투자금을 투자자들에게 돌려주는 것이나 Netizen Fund의 수익원에 해당하는 각 항목이 정확하게 정산회계에 포함되는 것을 기대하기는 어렵다. 또한 Netizen Fund로 공모되는 영화에 있어서는 영화전문투자조합 기타 다른 제3의 투자자가 있을 수 있고 그러한 투자자들의 투자계약은 공개되고 있지 않은데, 제3의 투자자들에 대한 수익배분이 당초 투자계약에서 정한 것보다 과다하게 되는 경우도 상정할 수 있다.

이러한 현재의 Netizen Fund 정산회계에 의하여 거액의 손실이 발생하였다고 공시되어 그에 따라 수익금이 지급되는 경우, Netizen Fund를 투자수단으로 보는 대부분의 투자자들, 특히 1천만원에 이르는 거액을 투자한 일부 투자자들이 승복할 것이라고 생각할 수는 없을 것이다.

## 6. 기타 결함: Netizen Fund 업체 등의 기업 결함에 따른 문제

위에서는 Netizen Fund가 기능하는 시간적 단계(설정, 공모, 운영, 정산단계)로 나누어서 Netizen Fund가 투자자 보호에 취약한 부분을 설명해 보았다. 그러나 Netizen Fund에 있어서는 운영 등의 주체인 Netizen Fund 업체 또는 제작사 자체가 가질 수 있는 결함에 의하여 투자자 보호상에 문제가 발생할 수도 있다.

Netizen Fund 업체나 제작사 등 Netizen Fund를 설정하는 주체는 실질적으로 금융업을 영위하고 있다고 할 수 있지만 Netizen Fund 사업을 수행하는 것과 관련하여 금융규제법령이 없어서 그 시설, 자본금, 인력 등 Netizen Fund를 적절히 운영하기 위해 요구되는 능력에 대해서는 아무런 검증은 받은 바도 없다. 따라서 매우 적은 자본금으로, 한정된 인력을 가지고, Netizen Fund 설정과 운영, 정산을 위해서 필요한 know-how도 없이 누구나 Netizen Fund를 설정, 운영하는 것이 가능하다.<sup>40)</sup>

이 경우, 투자자들의 투자지분 채권에 대해 최종 담보재산이 될 수도 있는 Netizen Fund 업체 등의 재산이 취약하다는 문제가 있는 것은 당연하고, 극단적으로 Netizen Fund 업체 등이 쉽게 도산하거나 기타 업무를 중단하게 될 가능성도 배제할 수 없어서 그 운영의 안정성을 담보할 수 없다는 문제가 생긴다. 이와 관련하여 중개형 Netizen Fund 업체에서는 투자자들은 직접 제작사/투자사와 연결되는 것이므로 자신들이 도산하더라도 안전하다는 언급을 하는 예가 발견된다.<sup>41)</sup>

그러나 투자자들은 Netizen Fund 업체를 통해 제작사/투자사와 법적 관계를 가지게 되는 것이고, 또한 Netizen Fund 업체를 통해서 정산금을 지급받고 Netizen Fund의 회계정산 결과를 전달받는 현재의 구조하에서는 Netizen Fund가 도산하면 투자자 보호에 문제가 생기

40) 그 결과자본금이 5천만원에 불과한 Buystock.co.kr이 현재 4억 7천 5백만원에 달하는 Netizen Fund공모액을 실행하였고, 아이피닉스의 “엔터스닥” 역시 자본금이 3억 4천만원인데 그 Netizen Fund 공모액은 3억 5천만원에 이른다.

41) 아이피닉스의 “엔터스닥” Q&A란 37번 운영자 답변 (2000. 5. 10자 답변내용임.)

게 될 것임은 명백하다.

또한, 영세한 Netizen Fund 업체에 있어서는 hacking이나 시스템 장애가 발생하게 되면, 이로 인하여 혼란이 발생할 수도 있다. 이러한 문제는 증권거래소의 주식매매방식과 유사한 투자지분 채권 매매를 행하는 중개형 Netizen Fund 업체에 있어서 더욱 심각해 보인다. 해당 사이트에서 이루어지는 수많은 투자지분 채권 매매를 일일이 back-up 하는 것은 비용상 생각하기 어려울 것이다. 특히 위 중개형 Netizen Fund는 투자지분 채권 매매에 있어서, 일단 투자자로 하여금 자기 회사의 은행계좌로 금전을 입금하도록 한 후 그 입금분을 투자자의 가상계좌상에 디지털부호로 나타내고 이러한 디지털 부호를 마치 off-line에서의 화폐처럼 사용하는 거래체제, 즉, 유사 “전자화폐”를 이용한 주식매매를 행하고 있는데, hacking에 의해서 위 디지털 부호로 표시되는 유사 “전자화폐”가 다른 사람의 계좌로 이체되거나 삭제되는 경우에는 심각한 법적 분쟁이 생길 수 있을 것이다.

## V. Netizen Fund와 관련된 실제 분쟁사례

위 IV에서 Netizen Fund가 현행법상 투자자 보호의 문제점을 항목을 나누어 살펴보았다. 아래에서는 구체적인 사례를 중심으로 이러한 Netizen Fund의 투자자 보호상 문제점이 현실에서 어떤 형태로 나타나고 있는지를 검토한다.

### 1. “친구” 예상수익률 변경사건

#### (1) 사건 개요

2001. 4. 24. 심마니 엔터펀드의 “친구” Netizen Fund에서, Netizen Fund 업체인 심마니가 최초로 발표한 예상수익률표상의 비용을 투자자에게 불리하게 변경, 공시하는 일이 발생하였다.

심마니는 제작사인 코리아픽처스와 함께 “친구” Netizen Fund 1억원을 공모하면서, 공모 당시에는 심마니 엔터펀드의 사이트를 통해서 투자자들에게 제작비와 마케팅비용을 합쳐서 총 28억원의 비용이 들 것이 예상된다고 발표한 바 있다. 따라서 관객수 등 수익에 영향을 주는 변수가 어떠한지를 보여주는 예상수익률표도 위 28억원의 예상비용을 전제로 작성되었는데, 이에 의하면 전국 관객이 420만명에 이르게 되면 1구좌(10,000원)당 수익이 24,808원이라는 것이 명기되었다.

그런데 “친구”의 전국관객수가 400만명을 돌파한 4월 24일, 심마니는 “극장의 장기상영에 따른 홍보마케팅비가 늘어나는 것” 때문에 당초 10억원으로 책정되었던 홍보마케팅비가 8억원 추가지출이 예상된다고 하면서, 예상비용을 28억원에서 36억원으로 늘린다고 발표하고 예상수익률표를 변경하였다. 변경된 예상수익률표에 의하면 총액 기준으로 “친구”의 수익에 대해서 Netizen Fund 투자자들이 가지고 있던 지분이 28분의 1에서 36분의 1로 감소하는 결과 전국 관객이 650 만명이 되더라도 주당 수익은 24,250원으로 감소하게 되어, 종전 예상수익률표상 나타난 것에 비해 투자자에게 크게 불리하게 되었다. 특히, 심마니의 엔터펀드는 중도회수형 Netizen Fund로서 예상수익률표는 투자자들이 그 투자지분 채

권을 매수하는 데 결정적인 참고자료의 역할을 한 것이었으므로, 전날 “친구”를 매수한 투자자는 실제 투자지분 채권의 가치를 고평가하여 매수한 결과가 된 셈이다.

이러한 예상수익률표 변경과 관련해서 일부 투자자들은 추가지분 참가를 요구하기도 하였다. 그러나 그 요구는 심마니와 코리아픽처스에 의하여 받아들여지지 않았다. 심마니는 그러한 거절의 이유로, “추가 홍보마케팅비의 지출은 이미 메인투자사인 코리아픽처스에서 대부분 지출이 된 상황이어서 네티즌 여러분들의 추가 참여는 힘들겠다는 연락을 받았습니다.”<sup>42)</sup> “이와 관련하여 네티즌투자자 여러분에게 말씀드리고 싶은 것은 네티즌투자자 여러분의 지분을 높이는 것이 코리아픽처스와 저희만의 문제가 아니라는 것입니다. 즉, 현재 “친구”에 투자하고 있는 기타 투자사의 동의가 있어야 한다는 것입니다. 기타 투자사의 입장에서 본다면 똑같은 투자금인데 비단 네티즌투자자 여러분에게만 추가 투자의 기회를 준다면 이는 불공평한 처사라고 생각할 것입니다”<sup>43)</sup>라는 등의 이유를 들고 있다.

## (2) 정 리

심마니와 코리아픽처스의 4월 24일 예상수익률표 변경은 “친구” Netizen Fund의 투자자들로부터 강한 반발을 불러일으켰다. 심마니의 자유게시판은 예상수익률표 변경 직후 투자자들의 심마니와 코리아픽처스에 대한 비판과 원색적인 욕설로 도배가 되다시피 하였고, 4. 25.자 동아일보 등 신문에도 이 사건의 내용이 비교적 상세히 보도되었다. 심마니측에서도 자유게시판과 Notice를 통해서 여러 차례 입장을 밝히기도 하였다.

이 사건은 투자자 보호에 취약한 Netizen Fund의 다음과 같은 문제점을 명백하게 드러내 주었다고 본다.

### 1) 투자자에게 불이익하게 기획, 설정된 Netizen Fund의 구조

본 건에서 “친구” Netizen Fund의 투자자는 추가비용이 증가하는 경우 그 증가에 참여할 기회가 없는 것으로 설정되어 있다. 따라서 Netizen Fund 투자자가 제작비 증가시 추가 참여할 수가 없게 됨으로써, 제작사/투자사가 일방적으로 비용을 증가시키는 경우 투자지분 채권이 작아지는 것을 감수할 수밖에 없었다. 또한 약관상에는 투자자들 스스로의 권리를 실현하기 위해 취할 수 있는 법적 수단이 마련되어 있지 않아서, 언론에의 호소나 운영자에 대한 항의를 통하는 외에 심마니측에 법적인 권리를 주장할 수 있는 길이 없었다. 이러한 점은 앞서 지적한 바와 같이 근본적으로 Netizen Fund의 형태에 대해서는 규제법령과 공적 감독이 행하여지지 않고 오로지 시장원리에만 맡겨져 있는 결과 생긴 것이라고 할 수 있다.

### 2) 비용예상의 곤란

심마니의 엔터펀드를 포함하여 많은 Netizen Fund 업체는 제작비와 홍보마케팅비와 수익을 미리 예상하여 예상수익률표를 작성하고 이를 투자정보로 선전, 공모단계 및 운영단계에서 투자자들에 대해 제공하고 있는데, 이는 투자자들에게 공모 또는 투자지분 채권의 매매에 참여할 것인지를 정하는 결정적인 기준이 되고 있다. 그러나 예상수익률표상의 제작비와 홍보마케팅비는 제작사/투자사가 임의로 작성한 법적 구속력 없는 예산일 뿐이므로 투자자

42) 2001. 4. 24자 심마니 엔터펀드의 투자자게시판 “[친구] 예상수익률표 갱신” [번호1298]

43) 2001. 4. 29자 심마니 엔터펀드의 Notice “[친구]의 진행상황”

들의 예상을 넘어서서 제작사/투자사의 자의적 판단에 의하여 변경될 수 있는 것이다. 이러한 Netizen Fund의 예상비용의 특성은 Netizen Fund의 주를 이루는 영화에 있어서는 필연적이라는 점이 지적되기도 한다.<sup>44)</sup> 본 건을 통해서 Netizen Fund의 투자자들은 선전/공모/운영의 각 단계에서 자신의 투자결과를 합리적인 범위에서 미리 예측할 수 있는 길이 봉쇄된 상태에서 투자를 하는 것을 감수하여야 하는 불리한 위치에 있다는 것이 명백히 드러났다.

### 3) 수익률 조작가능성

또한 본 건은, 위와 같이 비용의 예측가능성이 없기 때문에 예상수익률표가 Netizen Fund 업체나 제작사/투자사의 자의적인 판단에 의하여 비용을 증대할 수 있다는 사실은, 운영에 대한 감독법규가 없다는 것과 맞물려서 Netizen Fund 업체와 제작사/투자사가 투자자의 수익률을 조작할 위험성이 있다는 의심을 가지게 한다.

물론 본 건에서 심마니와 코리아픽처스가 불필요한 비용을 지출함으로써 비용과 예상수익률을 조작하였다고 주장하는 것은 아니며 그렇게 판단할 만한 증거는 전혀 없다. 하지만 심마니와 코리아픽처스의 홍보마케팅비용 증가를 평가할 객관적 위치의 감독기관이나 제3자가 없는 이상, 심마니측의 주장대로 홍보마케팅비용이 실제 증가하거나 증가한다고 판단할 만한 요소가 있는지, 그러한 요소가 있다고 하더라도 그러한 홍보마케팅비용의 사용이 효과적이며 합리적인 것인지에 대해서, 투자자 입장에서는 심마니측의 발표에 의존하는 외에 확인할 방법이 없는 것도 사실이다. 이런 상황을 고려하면, 일반적으로 Netizen Fund 업체나 제작사/투자사가 문화상품과 전혀 무관한 지출을 하면서 제작비 명목(예컨대 홍보마케팅비용 명목)으로 집행하였다고 투자자들에게 통지하면서 수익률을 낮추는 경우가 발생할 가능성이 충분하다고 하겠다. Netizen Fund 업체 등으로서는 투자자들이 항의하더라도 그러한 수익률 변경은 영화 등 투자대상 문화상품의 특성상 어쩔 수 없는 것이며, 수익률이 변경될 수 있다는 사실은 선전, 공모단계에서 충분히 설명되었다고 주장할 여지가 있는 것이다.

### 4) 중도회수형 Netizen Fund의 문제점

마지막으로, 본 건은 중도회수형 Netizen Fund가 가지는 문제점을 여실히 드러냈다. 영화 등 문화상품의 비용이나 수익이 가변적인 것이라면 그를 대상으로 한 Netizen Fund의 투자지분 채권의 가치도 가변적이라고 할 수 있는데, 흥행산업으로서의 특성상 투자지분 채권의 가치변화 사실을 투자자들에게 공시할 방법이 적절하지 않다. 따라서 중도회수형 Netizen Fund에서 공시가 있기 전 투자지분 채권을 매매한 투자자들은 예상수익률이 불규칙적으로 변동될 때마다 손해를 입게 될 가능성이 생긴다. 심마니 역시 금번 “친구” Netizen Fund를 계기로 이러한 점을 인식하고 투자지분 채권 매매방식을 채택할 것인지에 대해서도 재고하는 듯한 입장을 표명한 바 있다.<sup>45)</sup>

---

44) 이와 관련하여, 인츠닷컴은 Netizen Fund는 소액투자 중심의 문화참여 콘텐츠로 진행되어야 한다고 하면서, 다음과 같이 입장을 밝히고 있다. “엔터테인먼트 사업부분은 투자정보를 여타 증권사이트와 같이 제공해 드릴 수는 없습니다. 영화의 주수입원인 극장관객 수입과 이에 파생되는 비디오, TV 기타 판권 등은 모든 정산결과가 완료되는 시점까지 매우 유동적이기 때문입니다. 영화제작에 소요되는 순수제작비와 마케팅비를 포함하는 총 제작비의 규모는 상이하며 1주이 상영되는 영화와 3~4개월씩 상영되는 영화의 마케팅비는 다를 수밖에 없습니다. 하지만, 상영기간의 경우 관객의 반응에 의해 결정되므로 이 기간 또한 정확하게 예측할 수 없습니다.” 인츠닷컴 게시판, 2001년 4월 26일 [번호422]

## 2. 운영의 적절성과 회계처리의 투명성에 대한 “갑”의 Netizen Fund 상의 분쟁

### (1) 사건의 개요

Netizen Fund의 선전/운영/정산과 관련하여 양도형 Netizen Fund를 설정, 운영한 “갑”에게 법적 책임이 없는지가 문제되고 있는 사건이다. 간단히 개요를 설명하면, “갑”이 설정한 “영화 X”의 Netizen Fund는 처음 설정시의 기대와는 달리 극히 저조한 흥행실적을 기록하였다. 이와 관련하여 투자자들은 “갑”의 Netizen Fund 운영에 문제점이 많다는 것을 지적하면서, 비교적 다액을 투자한 투자자들끼리 모임을 가지고 집단대응을 할 움직임을 보이고 있다.

투자자의 주장은, ① “갑”이 선전/공모시에 개봉하기로 예정한 “영화 X”의 개봉시기를 지키지 않고, 공모시에 투자자에게 알려준 개봉관 숫자의 절반 정도에서만 실제 영화가 개봉되는 등 약속을 지키지 않았다. ② 공모시 투자자에게 알려진 제작비의 절반을 약간 넘는 정도의 제작비만이 사용되었다는 언론보도가 있는 등 의혹이 있다. ③ 정산시기를 미루고 있고, 회계사를 통해서 정산을 했다고는 하지만 자료를 확인해 보니 영수증을 모아놓은 수준에 불과하기 때문에 그 적절성을 신뢰할 수 없다는 것이다.

이러한 투자자의 주장에 대해 “갑”의 입장은 ① 기본적으로 “갑”은 투자자와 조합을 결성하여 “영화 X”에 대해 지분을 보유한 투자자일 뿐이지, 개봉예정시기와 개봉관의 수를 결정할 만한 지위에 있지 않다. 개봉예정시기와 개봉관의 수는 원래 유동적인 것이었다. ② 제작비에 대한 언론보도는 오보이며, 제작비는 모두 사용되었다. ③ 정산시기나 정산회계처리에 있어서 아무런 문제가 없다는 입장이다.

### (2) 정 리

본 건 Netizen Fund에 있어서는 정산회계의 불투명성이 가장 큰 문제가 되는 것으로 보인다. 투자자의 주장에 의하면 “갑”은 투자자들의 요구에 의하여 마지 못해 회계자료를

---

45) 아래는 심마니 Notice의 2001년 5월 5일자 “영화 [친구]와 관련하여”에서 인용한 것이다.

“다음은 <거래시스템>문제입니다.

많은 비용을 들여 특허까지 출원하여 시행한 <거래시스템>에 의해 추가 홍보/마케팅 비용이 발생했을 경우, 끝까지 지분을 가지고 가신 분들에게는 약간의 수익률 하락이 문제가 되지만, 추가 홍보/마케팅비 발생 직전에 기존의 예상 수익률표를 보고 중간에 매입을 하신 중간거래자가 손해를 볼 수 있는 상황이 도래된 것입니다. 따라서, 저희 운영진들은 현재의 <거래시스템>에 대하여 존폐의 유무를 놓고 심각하게 고민중에 있습니다. 분명히 <거래시스템>은 현금 유동성 확보 측면에서 네티즌 투자자 여러분들께 많은 장점이 있지만 흥행사업의 특성상 발빠른 공시나 수익변동 사항에 대해서 명확한 예측이 불가능할 경우에는 차라리 폐지를 하는 것이 낫겠다는 생각도 하고 있습니다. 이번 <친구>의 경우도 상상을 초월하는 흥행 추세에 대응하기 위한 추가 홍보/마케팅 발생예측을 코리아픽처스나 엔터펀드가 사전에 미리 정확히 예측을 못하였고 (사실 이 추가 홍보/마케팅비용은 그 누구도 정확히 예측할 수 없다고 합니다.), 따라서 거래가격에 지대한 영향을 줄 수 있는 <예상 수익률 수정표>가 제때에 올라가지 못한 것이 오늘의 문제를 야기한 가장 큰 이유가 아닌가 생각합니다. 이 부분에 대해서는 추가 홍보/마케팅 발생이 예상되는 시점에 정확한 숫자를 고지못해 드린 코리아픽처스나 심마니 엔터펀드에서도 네티즌 투자자 여러분께 너무나 죄송스럽게 생각하고 있습니다. “ (밑줄은 참고를 위해서 추가한 것임)

내용기는 하였지만, 구체적으로 누가 어떻게 정산회계처리를 하였는지, 적절한 정산회계가 이루어졌는지가 분명하지 않고, 이에 대해서 납득할 수 없다는 것이다. 이러한 분쟁이 발생하는 원인은 근본적으로 객관적인 정산회계처리에 대해서 사전적으로 투자계약에서 구체적으로 정해 두지 않은 사실에서 비롯되는 것으로 보인다.

제작비와 관련된 의혹 역시 위 정산회계처리의 불투명성과 관련이 있다. 만약 투자자의 주장대로 실제 사용된 제작비가 언론보도대로 원래의 예상 제작비 보다 적다는 것이 분명하다면 그 제작비의 용도가 밝혀져야 한다. 반대로 “갑”의 주장과 같이 단순한 오보일 따름이라면 해프닝으로 넘어가면 그만이다. 그러나 문제는 정산회계처리의 객관성이 확보되지 않으므로 그러한 분쟁해결의 방법이 작용 가능하지가 않다는 점에 있다.

한편, 위 “영화 X” Netizen Fund와 같이 실패한 Netizen Fund에 있어서는 원금 보장 여부에 대한 다툼도 발생할 소지가 있는 것으로 보인다. 위 “갑”의 자유게시판에는 1차로 수익이 배분된 금액을 이자로 생각하고, 원금은 언제 주는지를 문의하는 몇 건 발견된다. 물론 “영화 X” Netizen Fund는 원금보장형 Netizen Fund는 아니고 투자자와 체결하는 투자계약서상 원금보장이 되지 않는다는 취지를 명시하고 있기 때문에 장차 투자자들이 원금보장을 주장하더라도 그러한 주장이 받아들여질 가능성은 별로 없을 것이다. 그러나 위와 같이 원금보장에 대한 주장이 있다는 것은, 투자자들이 Netizen Fund를 통한 투자의 본질을 정확하게 인식하고 투자하고 있는지를 의심하게 한다.

## VI. 결론 — 투자자 보호를 위한 규제

(1) 현재의 Netizen Fund의 투자자들은 문화상품의 전체 제작비 등 소요자금의 극히 일부분인 금액만을 투자하는 개인투자자로서, 해당 문화상품의 제작과정과 성패에 특별한 영향을 주지 못한다. 그러나 투자자들은 이제 더 이상 “자기 영화를 자기 손으로 갖게 된다는 기쁨”을 찾는 인터넷 사용자들은 아니다. 주식, 예금과 같은 다른 투자수단과 Netizen Fund를 비교하여 보다 유리한 투자수단으로서 Netizen Fund를 선택한 이윤추구형 투자자일 뿐이다(그러한 행위를 비난할 수 없음은 물론이다). 그러나 앞서 살펴본 바에 의하면, 현행 법제하에서는 적절한 투자자 보호를 위한 법적 보호장치는 없고 그로 인하여 Netizen Fund의 설정과 운영상 투자자 보호에 문제가 나타나고 있다고 결론지을 수밖에 없다. 그렇다면 투자자 보호를 위하여 법적인 보호조치가 필요하다는 것은 당연하며, 이와 관련해서 우선 Netizen Fund의 법률관계를 규율할 적절한 법적 규제의 틀을 정하는 것이 필요할 것이다.

(2) 이와 관련해서는, 뒤의 유가증권 개념에 대한 비교적 근본적인 논의를 차치할 때에는, “유사수신행위의규제에관한법률”에 Netizen Fund의 투자자 보호에 관한 조문을 신설하는 방법이 적절하다는 생각이 들기도 한다. 2000. 1. 21. 제정된 현행 “유사수신행위의규제에관한법률”은 주로 당시 횡행하던 파이낸스 금융회사의 인가, 허가, 등록, 신고 없는 무허가 금융행위를 금지를 주목적으로 만들어진 것이므로, 현재로서는 최소한 원금보장을 하지 않는 대부분의 Netizen Fund에 관하여 적용될 수는 없다. 따라서, 오로지 “유사수신행위”로 정의된 행위를 금지할 목적으로 제정된 “유사수신행위의규제에관한법률”을, 법령에 의한 금융기관이 아닌 자의 금융업 행위를 금지하는 것뿐만 아니라 일정한 요건하에서 허용하는 완전히 새로운 법률로 바꾸는 것을 생각해 볼 수는 없을까 하는 것이다. 예컨대

유사수신행위 개념(제2조)을 기존 유사수신행위에 더해 Netizen Fund 공모 등을 하는 행위를 포함하는 것으로 개정하고, Netizen Fund 공모 등을 하는 행위에 대해서는 일정한 요건(자본금, 인력 등)을 충족하는 기관만이 증권거래법상 “인터넷을 통한 소액공모”에 준하는 공시의무를 이행하여 행할 수 있도록 사전적으로 규제하는 방안을 생각할 수 있을 것 같다. 이에 더하여, 투자가 이루어진 이후에는 최종 정산시까지 관계 당국에 대해 보고, 감독을 받도록 규정할 수도 있을 것이다.

(3) 그러나 보다 근본적으로는, Netizen Fund의 투자지분 채권을 “유가증권”으로 지정하여 증권거래법의 적용을 받도록 하는 방법, 즉 “유가증권”의 개념과 관련하여 소위 “포괄주의”를 채택, 증권거래법 제2조와 증권거래법 제2조의3을 개정하여 미국의 증권법상 “investment contract”에 해당하는 투자지분 역시 유가증권에 포함시키는 규정을 두는 방법을 생각해 볼 필요가 있다.

이와 관련해서는, 굳이 Netizen Fund의 예를 들지 않더라도 국내 금융산업의 경쟁력 제고를 위해서는 혁신적인 유가증권과 금융상품의 개발이 필수적인바, 현행 “열거주의” 체제 하에서는 금융상품의 혁신과 개발을 기대하기 어렵다는 등의 이유로 우리나라에서도 “포괄주의”를 채택하여야 한다는 유력한 주장이 있다.<sup>46)</sup> 그리고 그러한 관점에서 보면, 본고에서 본 현재의 Netizen Fund가 야기하는 투자자 보호상 결함문제 역시 “포괄주의”를 채택하여 “유가증권” 개념을 확대하여야 한다는 한 가지 유력한 근거가 될 수도 있다고 생각된다. 다만, “유가증권” 개념에 있어서 현행의 “열거주의”와 “포괄주의” 중에서 어느 것이 적절한 것인지는, Netizen Fund를 소개하고 그 문제점을 지적하는 것을 주목적으로 하는 본고의 목적에서는 일단 벗어나 있으므로, 문제를 제기하는 것만으로 넘어가기로 한다.

단지, Netizen Fund의 규제라는 관점에서만 볼 때, “유가증권”의 개념에 대해서 “포괄주의”를 채택하게 된다면, 그러한 조치에 수반하여 증권업 허가에 관한 보완책이 필요할 것으로 생각한다. 즉, 만약 “유가증권” 개념에 있어서 “포괄주의”를 채택하게 되면 현재의 증권거래법하에서는 최소한 증개형 Netizen Fund 업체는 투자지분 채권 매매를 증개하는 영업을 영위하기 위하여 증권업 허가를 받아야 하는데(소위 ‘one-set’ 규제), 현재의 증권업 허가요건은 현존하는 Netizen Fund 업체가 달성하기에는 지나치게 까다로운 것일 뿐 아니라, 실제로 투자자 보호를 위하여 그 정도의 요건까지를 필요로 하는지는 의문이다. 따라서 현재와 같이 “열거주의”하의 “유가증권”의 증개, 매매 등을 상정하여 결정된 증권업 허가 기준 등은 “포괄주의”하에서는 변경하여야 할 필요성이 발생할 것으로 본다.

(4) 한편, Netizen Fund 투자자 보호를 위하여 위와 같은 입법적 조치가 행하여진다고 하더라도, 그러한 입법과 시행이 될 때까지는 아무래도 시간이 필요한 반면 이미 Netizen Fund의 투자자 보호상의 문제점은 가시화되기 시작한 점을 고려해 볼 때, Netizen Fund 업체와 제작사/투자사 등 투자수요자로서도 현재의 Netizen Fund의 운영방안을 재고해 볼 필요가 있을 것이다.

가장 중요한 것으로, Netizen Fund 회계의 적정성을 담보할 수 있는 장치를 마련하고 이

46) 한국증권연구원, “증권산업 발전방향”, 증권거래소 주최 ‘환경변화에 대응한 증권, 자산운용업 발전방향’ 발표자료(2001. 7. 26), 3면 이하 참조.

에 대해 투자자가 감독을 할 수 있는 권한을 부여하는 것이다. 그 방안으로는 투자자와의 법률관계에서 적용되는 약관이나 투자계약상 회계사 등 전문가에 의한 회계처리를 규정하고, 중개형 Netizen Fund 업체에게는 그러한 회계처리의 적정성을 담보할 의무를 부과하고, 투자자에게는 투자기간 동안 회계 관련 서류를 열람하고 이의를 제기할 수 있는 수단을 마련하여야 할 것이다. 그 외에도 Netizen Fund는 투자에 따른 원본상실의 위험을 분명히 고지하고, 제작사/투자사와 체결한 투자계약서의 내용을 정확히 공개하는 것이 타당하다고 본다.

(5) 마지막으로, 비록 법적 논의와는 직접적인 관계가 없으나, 현재 급속도로 발전되어 가고 있는 Netizen Fund 업계의 발전방향에 대해서도 진지한 고민이 필요하다는 것을 지적하고자 한다. Netizen Fund는 원래 제작사/투자사의 자금조달-투자자의 투자이윤 구도의 투자수단으로 기획된 것이라기보다는 제작사/투자사의 온라인 마케팅 수단으로 시작된 것이며, 아무리 Netizen Fund 업체가 노력을 하더라도 문화상품에 대한 투자관행이 선진화되어 있지 않은 이상 투자수단으로 적절하지 않을 수 있다. 그렇다면 현재와 같이 Netizen Fund로 공모하는 액수가 증가하고 참여 투자자들의 투자액수가 증대되는 현상이 바람직한 것인지 깊이 검토할 단계라고 본다. 최소한 투자금액의 한도를 대폭 축소하고, 정산회수형 Netizen Fund에서의 투자지분 채권을 거래하는 방식 역시 재고해 보아야 한다. Netizen Fund 업체 스스로 투자자 보호를 위한 적절한 방안을 강구하지 않으면 어쩌면 Netizen Fund는 고사될 수도 있는 기로에 와 있다.<sup>47)</sup>

---

47) 인즈닷컴 News & Event 70번글의 전문 참조. 실제로 아래 입장을 밝힌 지 3개월이 경과한 2001. 9. 인즈닷컴은 Netizen Fund에 관한 사업방향을 전면 수정, 독립영화 등의 자금모집을 위한 문화운동으로 전환할 것을 밝히고 있는 상황이다.

“안녕하십니까? 인즈필름에서 드리는 글입니다. 투자자 여러분 안녕하십니까? 네티즌 펀드 관련하여 많은 관심과 질책에 항상 감사드립니다. 인즈필름의 네티즌 펀드는 온라인 시장의 활성화와 함께 탄생된 영화를 위한 온라인 마케팅 수단입니다. 소액 투자자 분들이 내 영화를 가졌다는 즐거움을 가지고 자유로이 웹 서핑을 하며 홍보요원의 역할을 하고, 시사회 등에 참여하는 등의 혜택을 누리게 해드리는 취지로 네티즌 펀드는 활성화되어야 하며 이는 인즈필름의 일관된 사업방향이었습니다.

하지만, 작금의 상황은 그렇지 않은 것 같습니다. 몇몇의 엔터테인먼트 콘텐츠에 대한 투자사이트들이 등장하면서 놀랍게도 이를 제테크의 성격으로 접근하고 있는데 저희 인즈필름은 우려를 느끼지 않을 수 없습니다.

엔터테인먼트 사업 부분은 투자정보를 여타 증권사이트와 같이 제공해드릴 수는 없습니다. 영화의 주수입원인 극장관객 수입과 이에 파생되는 비디오, TV, 기타 판권 등은 모든 정산결과가 완료되는 시점까지 매우 유동적이기 때문입니다. 영화 제작에 소요되는 순수제작비와 마케팅비를 포함하는 총 제작비의 규모는 상이하며 1주일 상영되는 경우 관객의 반응에 의해 결정되므로 이 기간 또한 정확히 예상할 수는 없습니다.

위와 같은 상황이므로 저희 인즈필름은 소액투자 중심의 문화 참여 콘텐츠로 네티즌 펀드 사업이 진행되어야 한다는 입장을 거듭 밝혀 왔습니다. 따라서, 거래서 운영 및 수수료 부과의 금융상품의 원칙도 도입하지 않은 상황입니다.

인즈필름은 지금 공모중이거나 상영중인 작품은 없는 상황이며 5월 21일부터 영화 ‘무사’에 대한 네티즌 펀드 모집에 들어갈 예정입니다. 하지만, 작금의 상황을 고려할 때 저희의 근본취지인 마케팅 도구로서의 활용방안이 다시 한번 간구될 것이며 틀림없이 소액투자 유치로 정확하게 다시 선보일 것입니다. 또한, 더욱 우려의 상황이 연출된다면 새로운 네티즌 펀드 유치사업은 더 이상 진행하지 않을 것입니다.

감사합니다. “

## Netizen Fund—Investor Protection & Other Issues

Cho Sang Wook

### ABSTRACT

A netizen fund(hereinafter “Netizen Fund” ), which originated in Korea in 1999 as a marketing trick for a feature film, can be defined as “an Internet-based investment scheme for a cultural product(such as a film, concert, book, or game) by which the producer of the product attracts individual investors.” In other words, the two main characteristics of a Netizen Fund are first that it is (or at least has been) generally set up for the purpose of allowing a potentially large number of unrelated parties to invest in a cultural product and second that all the investment process?such as the promotion of the product, submission of the offer to invest and acceptance of the offer, and distribution of profit?is administered on the Internet.

The Netizen Fund has caught on with great speed since its introduction in 1999. By September, 2001, the number of Netizen Funds that are set up or will be set up in the near future has reached around eighty, and the total amount of money to be raised by those Netizen funds is estimated to be more than eight billion won. Such a radical development has transformed the Netizen Fund from a marketing trick into a collective investment scheme that demands a more serious legal treatment, especially regarding protection of the investor, who is almost always an unsophisticated individual.

So far, such protection has been lacking. For example, there is no law or regulation presently requiring transparency in the Netizen fund’ s management and accounts. The Korean legal system regulating collective investments is not comprehensive or flexible enough to cover a new investment vehicle such as the Netizen Fund. The system should be amplified and made more flexible so as to meet the challenges represented by the Netizen fund as well as other new, unexpected collective investment schemes to come along in the future.

Although this Essay’ s focus is investor protection, it covers all of the more significant aspects or issues related to the Netizen fund, including (i) the concept of a Netizen Fund, (ii) the Netizen Fund’ s development since its introduction in 1999, (iii) its legal mechanism, (iv) the “legislative vacuum” as made apparent by the lack of laws and regulations applicable to the Netizen fund, (v) two case studies of Netizen’ s

funds gone bad, demonstrating the ill effects of the legislative vacuum and the need for a new system of investor protection. The author will also present a proposal for such new system.