

독일의 주식법제 개혁

– 지분참여의 투명성 강화 및 주식회사의 자금조달을 중심으로 –

I. 들어가며

2015년 11월 12일 연방의회는 주식법 개정 법률 2016(Aktienrechtsnovelle 2016)¹⁾을 의결하였고 동년 12월 18일까지의 이의제출기간을 거쳐 같은 달 22일 법문이 완성되고 같은 달 30일에 공표하였으며 2015년 12월 31일 발효되었다. 이 기회에 오랜 기간 문제가 되었던 일련의 중요한 규정들이 새로이 개정되었다. 또한 입법자가 원래 의도했던 일부 중요한 사안들은 입법화 과정에서²⁾ 배제됨으로써 현행법에 수용되지 못하였다.³⁾ 이러한 일련의 과정 속에서 지분참여의 투명성 제고 및 주식회사의 자본조달 방법에 관한 법률안 초안은 거의 변하지 않고 유지되었다. 법률 개정이 무기명 주식의 발행을 제한하는 방향으로 진행됨에 따

라 기명주식의 발행이 법 일반의 주권발행형태가 되었고⁴⁾ 역전환사채(umgekehrte Wandelschuldverschreibung)가 새로이 법제도로 편입되었다. 다른 분야에 있어서는 개별적인 규정들, 예를 들면 추후적인 무효소송에 대한 기한 확정과 관련한 논의가 있었으며 이사의 보수와 관련한 규정의 개정에 대한 논의도 함께 전개되었다. 이하에서는 개정 내용 중 지분참여의 투명성을 제고하기 위한 규정 및 자본조달과 관련한 내용을 중심으로 살펴보고자 한다.

II. 지분참여의 투명성 강화

근래 독일 회사법의 중요한 쟁점 중 하나는 자본회사에 있어서의 소유지분관계를

1) Gesetz zur Änderung des AktG vom 22. 12. 2015, BGBl. I S 2015, 2565.

2) 동 법률은 발효되기까지 5년 하고도 1 회기의 시간이 소요되었다. 2010년 11월 2일 주식법의 개정을 위해 연방법무부(Bundesjustizministerium)가 법률안 초안을 제출하였고 2011년에는 당시의 연방정부가 주식법개정 법률 2012(Aktienrechtsnovelle 2012)의 정부안을 연방의회에 제출하였으나 회기 내에 처리되지 못하였다.

3) 이사의 보수에 대한 통제를 강화하기 위한 법률 규정('Say on Pay'), 기명주식 및 무기명주식에 대한 통일적인 기준일의 도입 및 무효소송에 대한 기한의 완화 등이 여기에 속한다(Daghes, GWR 2016, 45).

4) Vgl. Götze/Arnold/Carl, NZG 2012, 321, 322; Harbarth/Freiberr von Plettenberg, AG 2016, 145, 146; Ibrig/Wandt, BB 2016, 6; Söhner, ZIP 2016, 151.

투명하게 하는 것으로 이번의 새로운 개정 사항들은 이러한 경향을 계승하고 있다.⁵⁾ 즉 주식법 개정법 2016의 중요한 개정 내용 중 하나는 비상장회사에서의 지분참여의 투명성의 제고이다.⁶⁾ 그 핵심이 되는 규정은 주식법 제10조 제1항으로 동 규정에 의해 주주명부의 중요성이 더욱 커지게 되었다.

1. 비상장회사에서의 무기명 주식의 발행 제한

(1) 입법이유

개정 전 법률에 의하면 회사는 정관에 규정을 두어 기명주식 또는 무기명 주식을 자유로이 발행할 수 있었다(§ 23 Abs. 3 Nr. 5 AktG).⁷⁾ 또한 주식법 제20조 제1항 및 제4항에서 규정하고 있는 지분의 소유수준에 달한 경우를 제외하고는 무기명 주식을 보유한 비상

장회사의 주주들은 자신의 주주로서의 지위를 공개할 의무를 부담하지 아니하였다.⁸⁾ 따라서 비상장회사가 무기명증권을 발행하는 경우에는 이러한 지분관계의 투명성을 확보하기가 어렵다는 문제가 있었다.⁹⁾ 국제자금세탁방지기구(Financial Action Task Force; FATF)는 이에 대하여 독일의 무기명주식을 발행한 비상장회사에서의 지분구조의 투명성을 위한 규정들은 충분하지 않다고 비판하였다. 2010년 독일에 대한 실태과악보고서(Evaluationsbericht)에서 무기명주식을 발행하는 독일의 비상장회사들은 그 지분구조가 충분히 투명하지 않으며 관할 행정기관이 적시에 필요한 실제 정보를 얻을 수 있는 여건이 조성되어 있지 않다고 평가하였다.¹⁰⁾

입법자는 연방수사국(Bundeskriminalamt) 및 국제자금세탁방지기구의 이러한 우려를 반영하여 동법 제10조 제1항을 새로이 개정하였다.¹¹⁾ 즉, 주식회사에서의 지분관계를

5) 독일 내 기업들의 지분구조의 투명성 제고와 관련하여서는 *Bayer, AG* 2012, 141, 145 f.; *Söhmer, WM* 2011, 2122 ff.

6) BT-Drucksache 18/4349, S. 15.

7) 다만 발행가액의 완납 이전에 주식을 발행하는 경우에는 예외적으로 반드시 기명주식을 발행하여야 했다(§ 10 Abs. 2 Satz 1).

8) *Königshausen, WM* 2013, 909.

9) Vgl. *Drygala, ZIP* 2011, 798; *Stöber, DSrR* 2016, 611 f.

10) FATF Mutual Evaluation Report of Germany vom 19. Februar 2010, S. 249.

11) Vgl. BT-Drucksache 18/4349, S. 15. FATF는 유럽 회원국 내에서의 자금세탁 및 테러자금조달을 효율적으로 방지하기 위해 설치된 조직이다.

보다 투명하게 하고 불법자금세탁 및 테러자금조달을 효율적으로 방지하기 위해 무기명주식은 일정한 요건 하에서만 발행할 수 있도록 하였다.¹²⁾ 비상장회사가 무기명주식을 발행하는 경우에는 혼장임치증권 또는 포괄증권(Sammel- oder auch Globalurkunde)을 일정한 요건을 갖춘 유가증권예탁기관에 임치를 하도록 하였다. 이러한 혼장임치증권 또는 포괄증권은 사원권을 표창하며 유가증권예탁은행의 실질적인 주식잔고를 나타낸다. 혼장임치(Girosammelverwahrung)를 함으로써 행정기관은(불법) 자금세탁 및 테러자금조달(Geldwäsche und Terrorismusfinanzierung)과 관련한 수사에 있어서 적시에 주주의 동일성에 관한 실질적이고 충분한 정보를 확보할 수 있다. 임치의 순서(Verwahrkette)를 통하여 주주의 동일성을 파악할 수 있기 때문이다.¹³⁾ 예탁기관은 임치인이 누구인지 알 수 있으며 수사기관은 형사소송법 제95조에 따라 이러한 정보를 요구할 수 있다. 주주 개인이 개별적으로 증서화(Einzelverbriefung)를 할 수 없도록 하는 경우에도 마찬가지이다. 주식회사에서의 지분참

여의 투명성을 확보하기 위한 수단으로서의 상장 및(기술적인) 혼장임치증권 또는 포괄증권은 이에 더하여 개인주주들이 소위 불명료한 소유 구조(hidden ownership)를 고착화하는 수단으로 유가증권예탁관리법 제7조 및 제8조에 따라 개별적인 유가증권증서의 인도를 요구하지 못하도록 하고 있다(§ 9a Abs. 3 Satz 2 DepotG).

(2) 개정 내용

주식은 기명으로 발행하여야 한다(§ 10 Abs. 1 Satz 1 AktG). 개정된 법률에 의하면, 무기명주식의 발행은 오로지 회사가 주식법 제3조 제2항에서 말하는 상장회사인 경우에만 허용된다(§ 10 Abs. 1 Satz 2 Nr. 1).¹⁴⁾ 즉, 회사가 비상장회사인 경우에는 원칙적으로 기명주식을 발행하여야 하며 오로지 제한된 요건 하에서만 발행할 수 있다.¹⁵⁾ 이와 관련하여 구 주식법 제24조에 따르면 정관에 규정을 두어 주주가 요구를 하는 경우, 해당 주주의 무기명주식을 기명주식으로(또는 그 반대로) 전환할 수 있도록 하였는데,¹⁶⁾ 이번 개정에서

12) Harbarth/Freiberr von Plettenberg, AG 2016, 145, 146.

13) BT-Drucksache 18/4349, S. 16.

14) 이에 대한 상세는 Ibrig/Wandt, BB 2016, 6, 7.

15) Vgl. BT-Drucksache 18/4349, S. 18; Stöber, DSr 2016, 611, 612.

16) 무기명주식을 발행하는 회사에서는 그 동안 대부분 관행적으로 이러한 규정을 두고 있었다. 이에 대하여는 Sailer-Cocean, in: Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts Bd. 4: Aktiengesellschaft, 4. Auflage 2015, § 13 Rn. 5 ff.

동 조를 삭제하였다.¹⁷⁾

비상장회사가 무기명주식을 발행하기 위해서는 주권을 개별적으로 증서화할 수 있는 권리(Anspruch auf Einzelverbriefung)를 정관에서 배제하는 규정을 두어야 한다(§ 10 Abs. 5 AktG). 동시에 그 혼장입치증서(Sammelurkunde)를 유가증권의 예탁에 관한 법률(Depotgesetz)¹⁸⁾ 제3조 제2항에서 의미하는 유가증권예탁은행(Wertpapiersammelbank),¹⁹⁾ EU 규칙 Nr. 909/2014²⁰⁾ 에서 의미하는(제3국의) 중앙집중예탁기관(Zentralverwahrer) 또는 유가증권의 예탁에 관한 법률 제5조 제4항 제1문의 조건을 충족하는 외국의 예탁기관에 공탁하여야 한다(§ 10 Abs. 1 Satz 2 Nr. 2).

비상장회사가 개별적인 증권화 청구권을 배제하지 아니하고 무기명증권을 발행할 수 있다고 정관에 규정을 둔 경우에는 이에 해당하는 정관의 규정은 무효이다.²¹⁾ 따라서 이러

한 회사가 등기를 신청하는 경우 등기법원은 이를 당연히 거절하여야 한다(주식법 제38조 제4항 Nr. 1). 이러한 흠결에도 불구하고 등기가 된 경우에는 가사 및 비송사건절차법(FamFG)²²⁾ 제399조의 적용대상에 해당하며 법원에 의한 강제해산절차에 따라 해산될 수 있다. 상장이 폐지된 회사가 무기명주식에 대하여 개별적인 증서화 청구권을 배제하는 규정을 정관에 두지 아니하는 경우에도 마찬가지이다. 따라서 이미 발행이 된 무기명주식은 무효가 되며 주식법 제73조에 따라 주권의 실효선언(Kraftloserklärung)을 하여야 한다.²³⁾ 주주는 회사에 대하여 이러한 오류의 제거를 청구할 수 있다.²⁴⁾ 이 때 회사는 앞으로는 오로지 기명주식만을 발행한다는 것을 내용으로 하는 정관의 규정을 변경하는 주주총회의 결의를 하여야 한다(주식법 제179조 제1항 제1문, 동법 제23조 제3항 Nr. 5). 이러한 결의가 있는 이후에는 당연히 기명주식만

17) *Söhnner*, WM 2011, 2121, 2122 f.; *Vatter*, in: *Spindler/Stilz, AktG*, 3. Auflage, 2015, § 10 Rn. 11.

18) Gesetz über die Verwahrung und Anschaffung von Wertpapieren(DepotG), 최근 개정은 Art. 12 G vom 30. Juni 2016(BGBl. I S. 1514, 1541).

19) 현재 독일에서는 Clearstream Banking AG가 이 업무를 담당하고 있다.

20) Verordnung(EU) Nr. 909/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23. Juli 2014 zur Verbesserung der Wertpapierlieferungen und -abrechnungen in der Europäischen Union und über Zentralverwahrer sowie zur Änderung der Richtlinien 98/26/EG und 2014/65/EU und der Verordnung(EU) Nr. 236/2012(ABl. L 257 vom 28.8.2014, S. 1).

21) BT-Drucksache 18/4349, S. 18; *Ziemons*, BB 2012, 523.

22) Gesetz über das Verfahren in Familiensachen und in den Angelegenheiten der freiwilligen Gerichtsbarkeit.

23) BT-Drucksache 18/4349, S. 17; *Bayer*, AG 2012, 141, 145; *Götze/Arnold/Carl*, NZG 2012, 321, 322.

24) *Cahn*, in: *Spindler/Stilz, AktG*, 3. Auflage, 2015, § 73 Rn. 13.

을 발행할 수 있음은 물론이다.

비상장회사의 주주총회가 정관에 주주의 개별적인 증서화를 배제하는 규정을 두지 않고 지금까지 발행이 된 기명주식을 무기명주식으로 전환하는 것을 내용으로 하는 정관변경결의도 무효이다(주식법 제241조 Nr. 3).²⁵⁾ 이러한 결의 역시 상업등기부에 등기할 수 없으며 회사는 주식법 제249조에 따른 무효소송의 대상이 될 수 있다.

(3) 기득권 보호

주식법 개정법률 2016이 발효되기 전에 공증증서에 의해 정관이 확정되었으며 무기명주식을 발행한 회사는 기존의 법률의 적용을 그대로 받게 된다. 즉, 기득권 존중의 원칙에 따른 보호를(Bestandsgarantie) 받게 되는 것이다(§ 26h Abs. 1 Satz 1 EGAktG).²⁶⁾ 따라서 2015년 12월 30일 이전에 공증인의 공증에 의해 정관이 확정되고 설립을 마친 회사는 원칙적으로 무기명주식을 종전의 법률에 따라 그대

로 발행 및 유지할 수 있다.²⁷⁾ 이 경우에도 회사는 정관에 규정을 두어 개인 주주가 자신의 지분을 증권화 할 수 있는 권리를 제한하거나 배제할 수 있다(§ 10 Abs. 5 AktG). 기득권 존중의 원칙으로 인해 이러한 주주의 권리를 제한하는 것을 내용으로 하는 정관변경에 대한 수요는 크지 않을 것으로 보인다.²⁸⁾ 앞에서 언급을 한 조건을 충족하는 회사의 주주들은 앞으로도 익명으로 존재할 수 있기 때문이다.²⁹⁾

(4) 소결

지분관계의 투명성은 자금세탁 및 테러자금조달을 효율적으로 억제하기 위해 반드시 필요한 조치로서 이번 법률의 개정에 따라 주식회사에서의 지분참여의 투명성이 제고될 것으로 기대하고 있다.³⁰⁾ 증권시장에서 거래되는 무기명주식을 유가증권예탁관리법 제1조 제3항 제1문에서 규정하고 있는 유가증권예탁은행 또는 이와 유사한 외국의 예탁기관에 혼장임치를 하도록 하는 경우에는 주식

25) BT-Drucksache 18/4349, S. 18.

26) 이에 대한 비판은 *Bayer, AG* 2012, 141, 144 f.; *Bungert/Wettich*, ZIP 2012, 297, 298; *Götze/Arnold/Carl*, NZG 2012, 321, 323. 찬성하는 견해로는 *Handelsrechtsausschuss des DAV*, NZG 2012, 380, 381.

27) *Harbarth/Freiherr von Plettenberg*, AG 2016, 145, 147; *Ibrig/Wandt*, BB 2016, 6, 7.

28) *Söhner*, ZIP 2016, 151, 152.

29) *Bayer, AG* 2012, 141, 145; *Stöber*, DSr 2016, 611, 613.

30) BT-Drucksache 18/4349, S. 15; 이와 관련하여서는 *Bayer, AG* 2012, 141, 142 f.; *Ziemons*, BB 2012, 523 ff.

회사의 지분참여구조는 보다 더 투명해질 것으로 기대된다.³¹⁾ 입법자가 처음에 의도하였던 무기명주식의 전면적 금지는 학계, 경제계 및 실무 분야에서의 비판을 받고³²⁾ 관철되지 못하였다. 법적인 측면에서는 주식법 제10조 제1항에 따라 무기명주식과 기명주식을 선택할 수 있는 권리는 비상장회사에 대하여도 일정한 요건하에 그대로 유지된다.³³⁾ 그럼에도 불구하고 새로운 기업을 설립하는 경우에는 혼장임치증서를 공탁하는데 소요되는 비용으로 인하여 발행인은 기명주식들을 더 선호하게 될 것이다. 비상장회사가 유가증권에 탁은행에 혼장임치를 하는 것은 비용적인 측면에서 지나치게 비효율적이기 때문이다(zu aufwendig).³⁴⁾

2. 주주명부(주식법 제67조 제1항)

(1) 입법이유

2016년 주식법의 개정과 함께 입법자는 무기명주식을 발행하는 경우에도 주주의 동일성을 확인할 수 있도록 하고자 하였다. 주식법 및 자본시장법상의 통지의무는³⁵⁾ 바로 이러한 입법자의 의도가 반영된 것이다. 각각 주식법 제16조 제4항과 함께 읽어야 하는 동법 제20조 제1항 제2문 및 제21조 제1항 제2문뿐만 아니라³⁶⁾ 증권거래법(WpHG) 제22조 제1항 제1문 Nr. 2³⁷⁾ 또는 기업의 투명성을 위한 지침(Transparenzrichtlinie) 제10조 g에 의해서도 자신의 지분을 타인에게 신탁을 한 자는 직접 통지를 하여야 한다. 회사의 입장에서조차도 주식법 제20조 내지 22조에서 상장여부와 상관없이 自社에 대주주가 존재하는지 여부를 알아야 할 필요성이 존재한다. 이번 개정은 다른 한편으로는 이러한 주식회사의 이해가 반영되어 있다.

또한 연방정부의 입법이유에 인용이 된 FATF의 2010년 독일에 대한 실태파악보고

31) *Söhner*, ZIP 2016, 151.

32) *Noack*, DB 2010, 2657, 2658; DAI, Stellungnahme zum Regierungsentwurf aus Januar 2011, S. 2 f.; Handelsrechtsausschuss des DAV, NZG 2011, 217 ff.

33) *Söhner*, ZIP 2016, 151.

34) *Vatter*, in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Auflage, 2015, § 10 Rn. 42.

35) BT-Drucksache 12/6679, S. 35. 주식회사는 상장을 함과 동시에 자본시장법상의 공시규정들(증권거래법 제21조 이하, §§ 21 ff. WpHG)의 적용을 받게 된다. 따라서 상장회사 주식의 3% 이상을 취득하는 자는 발행인에게 통보하여야 한다(§ 21 Abs. 1 Satz 1 WpHG).

36) *Schall*, in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Auflage, 2015, § 16 Rn. 22 참조.

37) BT-Drucksache 12/6679, S. 53.

서에 이러한 점을 언급하고 있다.³⁸⁾ 동 주식법 개정 과정에서 다룬 무기명주식을 발행한 회사에서의 지분소유구조의 투명성 및 재단, 사단 및 조합에서의 지분참여의 투명성에 관하여도 부분적으로 언급하고 있다. FATF는 동 보고서에서 모든 종류의 법인에 대한 소유구조에 대하여 관할 당국이 정보를 얻을 수 있도록 하여야 한다고 하였다.³⁹⁾

(2) 주요 내용 및 평가

기명주식은 증서화 여부와 상관없이 회사의 주주명부(Aktienregister)에⁴⁰⁾ 등록을 하여야 한다.⁴¹⁾ 주식을 직접 보유하지 않은 주주 또한 이에 상응하는 통보의무를 진다. 이러한 주주명부의 작성을 통하여 주식법상의 지분소유구조는 보다 더 투명해지게 된다. 입법자는 비상장회사에서 증서화가 이루어지지 않는 때에는 주식법 제67조가 목적으로 하는 소유구조의 투명성은 달성하기 어

렵다고 보고 새로운 규정을 통해 소유구조의 투명성을 확보하고자 하였다.⁴²⁾ 즉, 주식법 제67조 제1항에 따라 발행인은 그 지분을 증권화하지 아니한 때에도 주주명부의 작성의무를 부담한다.⁴³⁾ 회사가 발행한 주식이 무기명주식인 경우에는 혼장임치증서를 공탁할 때까지 무기명 주식에 대하여도 회사는 주주명부를 작성하여야 한다.⁴⁴⁾ 입법자는 이를 통하여 혼장임치를 할 때까지 주주에 대한 동일성(Identität)을 주주명부를 통하여 확보하고자 하였다.⁴⁵⁾

본래 주주의 이름, 주소, 생년월일 및 지분의 크기는 오로지 기업 내부에서 기업설명회(IR) 또는 광고를 위해서만 사용할 수 있다.⁴⁶⁾ 또한 바로 이러한 점에서 명의 대여주(Strohmann-Aktionär)에 자신의 주식을 위탁한 자에 대한 정보는 알 수가 없다. 알 수 있는 정보는 오로지 자신의 이름으로 의결권을 행사할 권한을 부여 받은 주주 및 자

38) FATF, Mutual Evaluation Report of Germany vom 19. Februar 2010, S. 250.

39) FATF, Mutual Evaluation Report of Germany vom 19. Februar 2010, S. 250.

40) 종전에는 Aktienbuch라고 표기하였으나 오늘날에는 Aktienregister로 통한다.

41) 주식법 제67조 제1항 제1문 참조.

42) Stöber, DSrR 2016, 611, 612.

43) Cabn, in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Auflage, 2015, § 67 Rn. 10.

44) 주식법 제10조 제1항 제3문; Götze/Arnold/Carl, NZG 2012, 321, 322.

45) Vgl. Stöber, DSrR 2016, 611, 612.

46) 주식법 제67조 제6항 제3문 및 제4문 참조.

금세탁방지법에 따라 의무를 부담하는 수탁자에 대한 정보뿐이다.⁴⁷⁾ 오늘날 주주명부는 일반적으로 주주들에 대하여도 다른 주주들의 면면에 대한 정보원(Information-squelle) 이상의 의미는 없다.⁴⁸⁾ 구 주식법 67조 제5항에 따르면 주주의 요구가 있는 경우 회사는 각 개별주주가 주주명부를 열람할 수 있게 하도록 함으로써 주주의 주주명부 열람권을 법적으로 보장하였으나 이 규정은 이미 기명주식법의(NaStraG)⁴⁹⁾ 발효와 함께 삭제되었다.

기능적 측면에 비추어 보면 주주명부의 공시는 유한회사, 합명회사, 합자회사에서의 상업등기부(및 기업등기부)와 유사하다. 그러나 상업등기부 및 유한회사를 상업등기부에 등기신청을 할 때 첨부하는 사원명부(유한회사법 제8조 제1항 Nr. 3, 동법 제40조)를 통해서만 소위 명의 대여사원(Strohmann-Gesellschafter)에 자신의 지분을 신탁을 한 자(Treugeber)에 대한 동일성을 파악할 수 없는 경우도 있다.⁵⁰⁾ 이에 대

하여 비록 무기명주식을 발행하는 비상장회사를 통해 불법자금세탁이나 테러자금조달이 간혹 발생한다고 하더라도 새로 도입한 규정이 그러한 행위를 방지하는데 과연 적절한 규범이나 하는 점에 대하여는 의문을 제기하는 견해도 있다. 주식법 제10조 제1항의 명료한 범문 및 목적에 비추어 주주의 전체 지분을 소위 하나의 복수주권(Mehrfachurkunde)에 표창하게 하도록 개별적인 증권화 청구(Anspruch auf Einzelverbriefung)를 제한하는 것만으로는 충분하지 않다는 것이다.⁵¹⁾ 즉, 실제 지분 소유자에게는 자신의 동일성을 감출 수 있는 다양한 방법들이 - 예를 들면 명의대여 또는 신탁 등을 통해- 여전히 존재하기 때문이다.⁵²⁾ 주식회사 자체에 임치를 하는 경우에도 마찬가지이다.

(3) EU 지침과의 관계

자금세탁 및 테러자금조달을 위한 목적으로 금융시스템을 이용하는 것을 방지하

47) *Cahn*, in: *Spindler/Stilz, AktG*, 3. Auflage, 2015, § 67 Rn. 15; *Ziemons*, BB 2012, 523, 525.

48) 주식법 제67조 제6항 참조.

49) Gesetz zur Namensaktie und zur Erleichterung der Stimmrechtsausübung-Namensaktiengesetz vom 18. Januar 2001(BGBl. I S. 123).

50) *Schäfer*, in: *Großkommentar zum HGB*, 5. Auflage, 2009, § 106 Rn. 16; *Söhner*, WM 2011, 2121, 2126.

51) *Söhner*, ZIP 2016, 151, 152; *Stöber*, DStR 2016, 611, 613.

52) *Götze/Arnold/Carl*, NZG 2012, 321, 322; *Söhner*, ZIP 2016, 151, 153; *Stöber*, DStR 2016, 611, 613.

기 위한 지침⁵³⁾에 따라 고안이 된 투명성 체제(Transparenzregime)는 주식법 제10조 제1항 및 제67조 제1항뿐만 아니라 다른 법령에 대하여도 우위에 있다. 왜냐하면 동 지침 제30조 제1항에 따라 위에서 언급한 단체의 경제적인 소유자 내지 신탁자(beneficial owners)는 공시의무를 지기 때문이다.

III. 자금조달(Finanzierung)

1. 의결권 없는 우선주 발행 요건의 유연화 (§ 139 ff. AktG)

입법자는 동법 개정을 통해 우선주에 관한 기본요건을 완화하였다.⁵⁴⁾ 개정 전 법률에 의하면 우선배당에 대하여 미지급배당금 지급청구권(Nachzahlungsanspruch)이 부여된 경우에만 의결권 없는 우선주의 발행이 가능하였다. 즉, 우선주주는 종전 연도에 배

당가능이익의 부족으로 인하여 전액을 배당 받지 못한 경우 보통주주에 대하여 배당을 하기 전에 전년도의 배당의 미지급 부분에 대한 배당금의 지급(Nachzahlung)을 우선적으로 요구할 수 있었다. 기존에는 우선권(Vorzug)이라는 개념을 오로지 주식에 대하여 우선배당(Vorabdividende), 즉 일반주주에 우선하여 우선주주에게 배당금을 지급하는 것으로 이해하였다.⁵⁵⁾ 입법자는 주식법 제139조의 개정과 관련하여 2가지 측면에서 우선주에 대한 요건을 완화하였다.

입법자는 먼저 입법자는 개정 전의 제1문에 있던 ‘nachzuzahlenden(미지급배당금을 후급 하여야 하는)’ 단어를 삭제하였다. 즉, 의무적으로 지급해야 하는 우선배당은 더 이상 우선주의 필요적 요건(konstitutive Merkmale)이 아니라 임의적(fakultativ) 요건이 되었다.⁵⁶⁾ 따라서 우선주에 대하여 반드시 미지급 배당금 청구권을 보장하여야 하는 것은 아니다. 지급까지는 예외적으로 금융분야에서 금융

53) Richtlinie(EU) 2015/849 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 20. Mai 2015 zur Verhinderung der Nutzung des Finanzsystems zum Zwecke der Geldwäsche und der Terrorismusfinanzierung, zur Änderung der Verordnung(EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 2005/60/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinie 2006/70/EG der Kommission.

54) 현행 주식법 제139조 제1항 제1문에 따르면 이익배당에 대하여 우선권이 있는 주식에 대하여는 의결권을 부여하지 않을 수 있다(의결권 없는 우선주). 정관에 달리 정함이 있는 경우를 제외하고는 우선배당을 하여야 한다(주식법 제139조 제1항 제3문).

55) Spindler, in: K.Schmidt/Lutter, AktG, 2. Auflage, 2010, § 139 Rn. 14.

56) Paschos/Goslar, NJW 2016, 359, 361; Stöber, DSStR 2016, 611, 613.

시장 안정화 조치(Stabilisierungsmaßnahme)를 취하는 때에만 미지급 배당금 청구권을 보장하지 않고도 우선주를 발행할 수 있었다(금융시장안정촉진법⁵⁷⁾ 제5조 제1항 제3문).⁵⁸⁾

이에 더하여 종전과 마찬가지로 주식에 대하여 배당이 되는 이익배당(우선배당)뿐만 아니라(증액배당 또는 추가배당을 통한) 고배당(erhöhter Gewinnanteil) 역시 우선권(Vorzug)의 개념에 포함하였다(주식법 제139조 제1항 제2문).⁵⁹⁾ 기업실무에 있어서는 정관에 이러한 의결권 없는 주식에 대하여 우선배당(Vorabdividende)을 넘어 고배당을 할 수 있는 규정을 두는것이 이미 널리 보편화되어 있었지만,⁶⁰⁾ 이것이 독자적인 증서의 징표로 이해하지는 않았다.⁶¹⁾ 즉, 고배당은 우선배당에 갈음하여 이루어지는 것이 아니라 우선배당과 함께 할 경우에만 허용되는 것으로 보았기 때문이다.⁶²⁾ 개정된 법률에 따르면, 우

선배당과 고배당은 중첩적(kumulativ)으로뿐만 아니라 선택적으로(alternativ)으로도 가능하다.⁶³⁾ 다만 우선배당에 대하여 추가 지급을 하지 않는 경우에는 이를 정관에 명시하여야 한다(§ 139 Abs. 1 Satz 3 AktG). 고배당(Mehrdividende)에 대하여 미지급 배당금에 대하여 후급을 하는 때에는 이를 정관에 명시하여야 한다.⁶⁴⁾

입법자는 주식법 제139조를 개정하면서 회사가 의결권이 없는 주식을 발행함에 있어서 추가지급의무의 부담여부를 스스로 선택할 수 있도록 하였다. 즉, 우선배당은 원칙적으로는 종전과 마찬가지로 미배당부분에 대하여 추후에 지급을 하여야 한다. 다만 종전과 다른 것은 정관에 이를 달리 정할 수 있다는 점이다(§ 139 Abs. 1 Satz 3 AktG). 이에 따라 회사는 선택에 따라 미지급배당금 후급 청구권이(Nachzahlungsanspruch) 포함된 우선주뿐만 아니라, 후급청구권이 없는 우선주도 발

57) Gesetz zur Beschleunigung und Vereinfachung des Erwerbs von Anteilen an sowie Risikopositionen von Unternehmen des Finanzsektors durch den Fonds "Finanzmarktstabilisierungsfonds – FMS"(Finanzmarktstabilisierungsbeschleunigungsgesetz – FMStBG).

58) *Bungert/Wettich*, ZIP 2012, 297, 299; *Götze/Arnold/Carl*, NZG 2012, 321, 323; *Ziemons*, BB 2012, 523, 525.

59) BT-Drucksache 18/4349, S. 26.

60) *Götze/Nartowska*, NZG 2015, 298, 303.

61) *Paschos/Goslar*, NJW 2016, 359, 361.

62) *Schörer*, in: Münchener Kommentar zum AktG, 3. Auflage, 2013, Rn. 22.

63) *Götze*, NZG 2016, 48; *Stöber*, DSrR 2016, 611, 613; *Ibrig/Wandt*, BB 2016, 6, 14.

64) *Ibrig/Wandt*, BB 2016, 6, 14 f.; *Paschos/Goslar*, NJW 2016, 359, 361.

행할 수 있다. 물론 양자를 동시에 발행할 수도 있다.⁶⁵⁾ 의결권 포기에 대한 보상은 고배당을 통해서도 가능하게 된 것이다. 입법자는 이를 통하여 금융기관이 자기자본조달을 손쉽게 할 수 있도록 하고자 하였다.⁶⁶⁾ 이를 위해서는 정관을 변경하여야 한다.

동 법률의 개정에 의해 주식법 제 140조 제2항도 개정되었다. 즉, 우선주의 의결권의 부활과 관련하여 미지급 배당금 후급청구권이 있는 우선주와 이러한 권리가 없는 우선주를 구분하고 있다. 미지급 배당금 후급의무를 부담하는 우선주에 대하여 우선배당이 이루어지지 아니한 때에는 의결권은 즉시 부활한다. 즉, 우선배당을 하여야 하고 어느 해의 우선배당액이 전혀 지급이 되지 않거나, 전액이 지급되지 아니하고 다음 연도에 해당 연도에 대한 완전한 우선배당에 더하여 전년도의 미지급액이 지급되지 아니한 때에는 우선주주는 미지급액이 완납되는 때까지 의결권을 가진다(§ 140 Abs. 2 Satz 1 AktG). 미지급 배당금 후급의무를 부담하지 아니하는 우선주에 대하여 배당이 전혀 이루어지지 않거나, 전액이 지급

되지 아니한 때에는 우선주주는 우선배당액이 전액 지급될 때까지 의결권을 가진다. 이 경우에는 우선주 역시 법률 또는 정관에 따라 요구되는 자본다수를 계산함에 있어서 포함하여야 한다(§ 140 Abs. 2 Satz 3).⁶⁷⁾ 입법자는 이를 통해 금융기관이 자기자본요건의 준수를 보다 용이하게 할 수 있도록 하였다.

2. 전환사채(Umgekehrte Wandelschuldverschreibung)의 허용 (§§ 192, 194, 221 AktG)

이번 2016년 주식법 개정법의 주요 개정 내용 중 하나는 주식법 제221조 제1항에서 규정하고 있는 전환사채를 통해 주식회사가 자본조달을 보다 더 유연하게 할 수 있다는 점이다. 채권자가 교환권 또는 신주인수권을 행사할 수 있는 채권(전환사채)의 경우 종전에는 구 주식법 제221조 제1항 제1문에 따라 오로지 주주총회의 결의가 있는 경우에만 이러한 사채를 발행할 수 있었다.⁶⁸⁾ 동 법에 따라 회사의 채권자는 채권의 상환

65) BT-Drucksache 18/4349, S. 26; Bayer, AG 2012, 141, 152; Götze/Arnold/Carl, NZG 2012, 321, 323.

66) 이에 대한 상세는 BT-Drucksache 18/4349, S. 25.

67) BT-Drucksache 18/4349, S. 26; Stöber, DSStR 2016, 611, 614.

68) 이에 대하여는 Bader, AG 2014, 472 ff.

을 청구하거나 신주의 인수 중에서 선택을 할 수 있었다.⁶⁹⁾ 즉, 지금까지는 회사가 전환권을 행사할 수 있는 전환사채에 관한 규정은 존재하지 않았다. 다만 실무에서는 법적으로는 규정하지 않았음에도 불구하고 회사가 채무자로 전환권을 행사하는 경우가 많았다. 즉 당사자 사이의 계약에 의해 회사가 소위 의무전환사채를 발행하는 방법이 널리 유행하였다.⁷⁰⁾ 발행을 하는 회사의 입장에서는 타인자본을 출자전환이 가능한 상태로 비축을 하여 필요한 때에 선택에 따라 자기자본화 할 수 있다는 점에서 매력적이다.⁷¹⁾ 이 경우 채권자는 이미 사채의 인수 시점에 회사의 선택에 따라 자신의 전환권을 행사해야 할 의무를 부담하는 것으로 보았다.⁷²⁾ 입법자는 이러한 거래현실을 반영하여 채권자 외에 회사도 교환권 및 신주인수권의 행사를 할 수 있도록 하였다.

(1) 조건부 자본(Bedingtes Kapital)

회사가 재정적인 위기상황에 처하는 경우에 회사가 교환권을 행사할 수 있는 전환사채가 많이 이용이 되는데 전환사채를 통한 출자전환은 법 기술적인 면에서는 조건부 자본의 적립을 통해 이루어진다. 종전의 통설에 따르면 주식법 제192조 제2항은 원칙적으로 제한적 열거 규정으로⁷³⁾ 기업실무에서 널리 이용되고 있던 회사가 전환권을 가지는 전환사채의 경우에도 동조 제1항에서 의미하는 조건부 자본에 의해 할 수 있으나에 대하여 논란이 있었다.⁷⁴⁾ 입법자는 주식법 개정법 2016을 통해 회사가 전환권을 행사하는 전환사채에 대하여도 조건부 자본을 적립할 수 있도록 하였다.⁷⁵⁾

즉, 주식법 제221조 제1항 제1문에 규정하고 있는 전환사채(Wandelschuldverschreibungen)는 채권자가 교환권 또는 신주인수권(Um-
tausch- oder Bezugsrecht auf Aktien)을 행사하는

69) Bayer, AG 2012, 141, 150.

70) Bayer, AG 2012, 141, 150; *Dagbles*, GWR 2016, 45; *Seiler*, in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Auflage, 2015, § 221 Rn. 135 ff.

71) BT-Drucksache 18/4349, S. 27; *Pascos/Goslar*, NJW 2016, 359, 360.

72) *Seiler*, in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Auflage, 2015, § 221 Rn. 150 f.

73) *Riekers*, in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Auflage, 2015, § 192 Rn. 25 m.w.N.

74) BT-Drucksache 18/4349, S. 27; Bayer, AG 2012, 141, 150 m.w.N.

75) Vgl. *Stöber*, DStR 2016, 611, 614; 구 법 체제하에서 이에 대한 논의에 대하여는 *Riekers*, in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Auflage, 2015, § 192 Rn. 29b.

경우만을 의미하는 것이 아니라, 회사가 전환권을 행사할 수 있는 경우도 포함되도록 개정하였다.⁷⁶⁾ 이에 따라 회사는 채권을 상환하는 대신에 주식을 제공함으로써 타인자본을 자기자본으로 전환할 수 있다. 즉, 출자전환(Debt-Equity Swap)이 가능하게 됨에 따라 회사는 앞으로 보다 더 유연하게 자본조달을 할 수 있게 되었으며 회사가 전환권을 행사하게 되면 채권자는 출자전환의 방식으로 회사에 참여하게 되는 것이다.⁷⁷⁾

이러한 법률의 개정에 수반하여 주식법 제192조 및 제194조도 개정이 이루어졌다. 원칙적으로 조건부 자본증가를 하는 때에 조건부 자본의 액면은 자본의 2분의 1을 초과할 수 없다(§ 192 Abs. 3 Satz 1 AktG). 다만 이러한 최고한도에 따른 제한으로 인하여 채무구조개선을 하고자 하는 기업에 부정적인 영향을 미칠 수 있다는 우려가 있었다. 입법자는 이러한 점을 고려하여 채무구조의 개선 또는 감독법상의 의무이행을 위해 자본증가를 하는 경우에 대하여는 이러

한 최고한도요건을 삭제하였다(§ 192 Abs. 3 Satz 3 AktG). 따라서 오로지 회사가 긴박한 지급불능에 대처하기 위해 또는 채무초과를 예방할 목적으로 전환권을 행사하는 것을 조건으로 자본증가를 하는 때에는 이러한 최고한도 규정의 적용을 받지 아니한다.⁷⁸⁾ 기업은 출자전환을 통해 언제든지 주식으로 전환할 수 있는 타인자본을 비축해 두고 있는 셈이다.⁷⁹⁾ 긴박한 지급불능의 위험에 대한 판단에 있어서는 도산법(InsO) 제18조 제2항이 기준이 된다.⁸⁰⁾ 채무초과와 관련하여서는 이미 기업의 채무가 초과되었느냐 또는 확정되었느냐는 문제되지 아니한다. 기업실무에서는 대부분 재정상의 채무초과를 완화하려는 목적으로 출자전환을 선택한다고 한다.⁸¹⁾

추가적인 예외는 회사가 은행 및 금융서비스법(Kreditwesengesetz) 제1조 제1b항에서 의미하는 금융기관에 해당하는 경우이다. 즉, 금융기관이 은행감독법상의 행정명령, 채무구조개선 내지 지시사항을 이행하

76) Vgl. § 221 Abs. 1 Satz 1 AktG.

77) Vgl. Stöber, DSzR 2016, 611, 614; bereits hierzu Götze/Arnold/Carl, NZG 2012, 321, 325 f.

78) Vgl. auch Ibrüg/Wandt, BB 2016, 6, 15 f.; Paschos/Goslar, NJW 2016, 359, 360 f.

79) BT-Drucksache 18/4349, S. 27.

80) Götze/Nartowska, NZG 2015, 298, 304.

81) Götze/Arnold/Carl, NZG 2012, 321, 326.

기 위하여 회사가 교환권을 행사할 목적으로 조건부 자본증가 결의를 하는 경우에도 최고한도 규정이 적용되지 아니한다. 이는 금융기관의 청산 및 재무구조개선을 용이하게 하기 위함이다.⁸²⁾

(2) 조건부 전환사채(Pflicht- und bedingte Wandelanleihe)

주식법 제192조 제2항 Nr. 1를 포함하여 앞에서 언급을 한 규정들은 의무적으로 전환을 하여야 하는 소위 의무전환사채(Pflichtwandelanleihe)도 적용대상으로 삼고 있다.⁸³⁾ 여기서 말하는 의무전환사채란 당사자의 일방이 전환의무를 지는 사채를 말한다.⁸⁴⁾ 추후에 전환의무를 집어 넣은 전환사채도 마찬가지다. 또한 특정한 사건이 발생할 때에 전환의무가 발생하는 소위 조건부 자본증권(CoCo bond, contingent convertible bond)도 의무전환사채에 포섭된다.⁸⁵⁾

회사가 어떠한 조건하에 전환권을 행사할 수 있느냐에 대하여는 따로 규정을 두지 않

았다. 입법자료에도 이에 대하여 명확한 설명을 하고 있지 않다. 입법자는 의도적으로 전환권의 행사요건에 대한 침묵을 함으로써 회사가 보다 다양한 조건 하에 전환권을 행사할 수 있도록 하였다. 새로운 규정이 회사에 대하여 출자전환의 길을 열어주기 위한 것이라는 점에 비추어 볼 때 교환권이 있는 전환사채와 의무전환사채 및 조건부자본증권을 달리 취급할 이유는 없다 할 것이다. 다만, 전환의무 또는 전환조건이 있는 경우에도 조건부 자본제도를 이용할 수 있을 것인가 및 주식법 제194조 제1항 제2문의 특전이 적용될 것인가에 대하여 입법자는 명시적으로 의사표명을 했다면 좋았을 것이다. 이는 특히 의무전환사채를 어떻게 취급할 것인가와 관련하여 구법하에서도 견해의 대립이 있었다.⁸⁶⁾

(3) 현물출자와의 관계

채권에 대한 교환의 대가로 신주를 인수하는 경우에는 현물출자에 해당되지 아니

82) BT-Drucksache 18/4349, S. 28.

83) *Söhner*, ZIP 2016, 151, 155; *Stöber*, DStR 2016, 611, 614.

84) Vgl. *Götze/Arnold/Carl*, NZG 2012, 321, 324.

85) *Söhner*, ZIP 2016, 151, 155; *Königshausen*, WM 2013, 909, 912.

86) *Götz/Arnold/Carl*, NZG 2012, 321, 324 f.

한다(§ 194 Abs. 1 Satz 2 AktG). 따라서 주식법 제221조 제1항 제1문에 따라 회사가 전환권을 행사하는 경우에도 현물출자에 관한 규정들은 적용되지 아니한다.⁸⁷⁾ 따라서 회사가 전환권을 행사하여 채권과 주식 사이에 교환이 이루어지는 경우에는 자기자본에 대한 채권의 교환비율은 현물출자에서와는 달리 각 채권의 실질적인 경제적 가치에 따라 이루어지는 것이 아니라 채권의 액면에 의해 정해진다.⁸⁸⁾ 또한 현물출자를 하는 경우 원칙적으로 반드시 하여야 할 검사인에 의한 검사 역시 요하지 아니한다.

회사가 역전환사채와 관련하여 대용권을 행사하는 경우에도 현물출자에 관한 규정은 적용되지 아니한다.⁸⁹⁾ 대용권은 전형적으로 전환의무를 부담하는 조건부자본증권 또는 의무전환사채를 대상으로 하지는 않기 때문이다.⁹⁰⁾

IV. 마치며

앞으로 독일의 비상장회사는 제한된 요건 하에서만 무기명주식의 발행이 허용된다. 따라서 기업실무에서는 기명주식의 발행이 통상적인 형태가 될 것으로 전망된다.

앞으로는 정관에 규정을 둬으로써 우선주주의 우선배당권 및 미지급배당금의 지급 청구권이 없는 우선주도 발행할 수 있다.

주식법 개정법 2016에 따라 앞으로는 회사가 전환권을 행사할 수 있는 소위 역전환사채를 발행할 수 있게 되었다. 따라서 회사는 채권의 상황에 같음하여 전환권을 행사함으로써 타인자본을 자기자본으로 전환할 수 있다. 즉, 출자전환이(Debt-Equity Swap) 가능하게 됨에 따라 회사는 앞으로 보다 더 유연하게 자본조달을 할 수 있게 되었다.

김 성 곤

(독일 마부르크대학교 법학박사과정 수학)

87) Vgl. § 194 Abs. 1 Satz 2 AktG.

88) *Pascos/Goslar*, NJW 2016, 359, 360; *Stöber*, DStR 2016, 611, 614.

89) BT-Drucksache 18/4349, S. 29.

90) *Götz/Arnold/Carl*, NZG 2012, 321, 324 f.

참고문헌

- Bayer, Walter*, Aktienrechtsnovelle 2012 – Kritische Anmerkungen zum Regierungsentwurf, AG 2012, 141~153.
- Bungert, Hartwin / Wettich, Carsten*, Aktienrechtsnovelle 2012 – der Regierungsentwurf aus der Sicht der Praxis, ZIP 2012, 297~305.
- Daghles, Murad M.*, Die Aktienrechtsnovelle 2016, GWR 2016, 45~47.
- Drygala, Tim*, Nur noch Namensaktien für die nicht börsennotierten Aktiengesellschaften? ZIP 2011, 798~803.
- FATF*, Mutual Evaluation Report of Germany vom 19. Februar 2010.
- Götze, Cornelius / Arnold, Michael / Carl, Peter Steffen*, Der Regierungsentwurf der Aktienrechtsnovelle 2012 – Anmerkungen aus der Praxis, NZG 2012, 321~329.
- Götze, Cornelius / Nartowska, Urszula*, Der Regierungsentwurf der Aktienrechtsnovelle 2014 – Anmerkungen aus der Praxis, NZG 2015, 298~306.
- Harbarth, Stephan / Freiherr von Plettenberg*, Aktienrechtsnovelle 2016: Punktuelle Fortentwicklung des Aktienrechts, AG 2016, 145~156.
- Ibrig, Hans-Christoph / Wandt, Andre P. H.*, Die Aktienrechtsnovelle 2016, BB 2016, 6~18.
- Königshausen, Andreas M.*, Die Aktienrechtsnovelle 2013 – Endlich vollendet? WM 2013, 909~915.
- Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts Bd. 4: Aktiengesellschaft, 4. Auflage 2015.
- Noack, Ulrich*, Aktienrechtsnovelle 2011, DB 2010, 2657~2661.
- Paschos, Nikolaos / Goslar, Sebastian*, Die Aktienrechtsnovelle 2016 – Ein Überblick, NJW 2016, 359~364.
- Söhner, Matthias*, Beteiligungstransparenz, Hebelfinanzierung und asset stripping nach der AIFM-Richtlinie, WM 2011, 2121~2127.
- , Die Aktienrechtsnovelle 2016, ZIP 2016, 151~158.
- Spindler, Gerald / Stilz, Eberhard*, Kommentar zum Aktiengesetz, 3. Auflage, 2015.
- Stöber, Michael*, Die Aktienrechtsnovelle 2016, DStR 2016, 611~617.
- Ziemons, Hildegard*, Die aktienbezogenen Regelungen des RegE "Aktienrechtsnovelle 2012", BB 2012, 523~526.