벤처투자계약서 개편안 공청회

-권고안 안내 및 의견수렴 사항 등-

November 30, 2020

By EHOO LAW GROUP, LLC

Table of Contents

1. 벤처투자계약서 개편 권고안 논의배경 및 방향

2. 조건부지분투자계약서 권고안

3. 투자계약서의 구조

가. SHA 분리 권고안

나. CPS, RCPS의 구성과 단계별 권고안

다. 권고안의 주요 방향 및 내용 [의견수렴]

4. 투자계약 위반에 대한 권리구제조항의 유형과 한계

가. 다양한 권리구제조항과 권리구제조항의 법률적 한계

나. 모태 자조합 기준 규약의 규제 조항 등

5. 투자계약서 권고안에 대한 의견(종합)

1. 벤처투자계약서의 개편 권고안 논의 배경 및 방향

논의의 배경

- 1986년 중소기업창업 지원법이 시행된 이후 1997년 벤처기업 육성에 관한 특별조치법이 시행 되었고 이후 2020년 8월 12일부터 벤처투자에 관한 통합된 법령인 벤처투자 촉진에 관한 법률이 시행됨

- 벤처투자 촉진에 관한 법률의 입법목표를 살펴보면, ① 벤처투자 진입장벽을 완화하여 민간중심 투자생태계 조성, ② 벤처펀드의 자율성을 보장하여 민간자금 유입촉진, ③ 창업 초기 중소벤처기업 투자유치 기회 확대, ④ 투자제도 단순화·체계화하여 수요자 편의성 제고 등을 들 수 있음

- 창업 초기 중소벤처기업의 투자유치 기회의 확대와 관련하여서는 조건부지분투자 제도를 도입함

- 또한 체계적으로 통합법 안에서는 (i) 전문개인투자자, (ii) 개인투자조합, (iii) 창업기획자(액셀러레이터), (iv) 중소기업창업투자회사, (v) 벤처투자조합 및 (vi) 모태펀드로 투자주체에 따른 내용의 구분을 하여 일원적으로 규율

- 이에 한국벤처캐피탈협회, 한국엔젤투자협회 및 한국액셀러레이터협회 등 벤처투자 유관 단체는 초기 투자 촉진과 관련하여 조건부지분투자 계약서 권고안 및 각 투자 단계별 자율적인 벤처투자계약서 권고안을 마련 하고자 하며 이에 각 업권의 의견을 수렴하여 최종안을 작성하고자 함

1. 벤처투자계약서의 개편 권고안 논의 배경 및 방향

논의의 방향

- **입법목표 중 하나인 창업 초기 중소벤처기업의 투자유치 기회의 확대와 관련하여 조건부지분투자계약서 권고안을 통합법 규정과 국내법에 맞게 권고안을 마련**
  - 조건부지분투자는 미국 액셀러레이터인 Y-Combinator의 SAFE(Simple Agreement for Future Equity)에 기초
  - 창업초기기업이 기업가치평가 과정을 생략하고 신속한 자금 유치를 하며 후속하여 일정 요건의 벤처투자가 된 경우 해당 투자에 연동하여 기업가치를 확정하는 투자수단
  - 또한 상환의무를 예외적인 경우만 최소한으로 인정함으로써 창업초기기업의 부담을 최소화 노력

- **벤처투자 촉진에 관한 법률은 투자 주체별로, (i) 전문개인투자자 및 개인투자조합, (ii) 창업기획자(액셀러레이터), (iii) 중소기업창업투자회사 및 벤처투자조합 등으로 구분하여 규제를 하고 있으며, 이 투자단계에 맞는 권고안 마련**
  - 위 투자 단계별로 투자자와 기업의 의견이 수렴된 적정한 투자계약서가 활용되어야 함에도 초기에 중, 후기 단계의 투자계약서가 활용되는 등 각 투자 단계에 부합하지 않는 투자계약서가 사용되는 경우가 발생함
  - 이에 따라 투자업계 자율적으로 각 투자 단계에 부합하는 세분화된 투자계약서 권고안을 작성하고자 함
  - 구체적으로 초기 단계에서 조건부지분투자, 이후 보통주와 전환우선주, 상환전환우선주 형태의 계약서를 활용하는 방안을 권고[한편 벤처금융의 본질 중 하나는 "전환권"에 있는바 이는 후술]

- **한편 투자자와 기업 사이의 투자계약서(SPA)와 주주간합의서(SHA)를 혼합하여 사용 하는 안 외에 분리안을 권고안으로 마련하여 주주간합의서(SHA)의 효율적 사용을 일반화 하고자 함**

2. 조건부지분투자계약서 권고안

주요 내용

- 법률 규정

벤처투자 촉진에 관한 법률	벤처투자 촉진에 관한 법률 시행규칙
제2조(정의) 이 법에서 사용하는 용어의 뜻은 다음과 같다. 1. "투자"란 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 것을 말한다. 라. 투자금액의 상환만기일이 없고 이자가 발생하지 아니하는 계약으로서 중소벤처기업부령으로 정하는 요건을 충족하는 조건부지분인수계약을 통한 지분 인수	**제3조(조건부지분인수계약의 요건)** 법 제2조제1호라목에서 "중소벤처기업부령으로 정하는 요건"이란 다음 각 호의 요건을 말한다. 1. 투자금액이 먼저 지급된 후 후속 투자에서 결정된 기업가치 평가와 연동하여 지분이 확정될 것 2. 조건부지분인수계약에 따른 투자를 받는 회사가 조건부지분인수계약의 당사자가 되고, 그 계약에 대해 주주 전원의 동의를 받을 것 3. 조건부지분인수계약을 통해 투자를 받은 회사가 자본 변동을 가져오거나 가져올 수 있는 계약을 체결하는 경우 조건부지분인수계약이 체결된 사실을 해당 계약의 상대방에게 문서로 고지할 것

- 상환만기 없으며(예외적 상환 규정), 이자 발생하지 않음 원칙 = 부채 성격 최소화
- 후속 투자에 결정된 기업가치에 연동하여 지분 확정 = 기업가치 평가 생략
- 시행규칙 제2호 및 제3호는 기존 주주의 이익 침해 최소화 및 공시 보완

2. 조건부지분투자계약서 권고안

조건부지분투자계약서의 구성 (참고 예시)

[전문]

[할인율과 가치한도의 표기; 병행 또는 선택적으로 활용]

제1조 (정의) : 총지분, 후속투자, 경영권변동, 전환가격, 회수가격 등 정의

제2조 (투자금의 지급) : 이자 없음, 상환만기 없음 원칙(예외적 상환)

제3조 (회사의 의무) : 조건이 충족된 경우 신주발행 의무 / 예외적 상환(경영권변동에 따른 예외적 상환 선택 가능)

신주발행의무(상계를 포함)와 관련 주주 전원의 동의,

제4조 (계약사실의 고지) : 회사의 지분변동을 초래하는 계약 체결 제3자 고지의무; 공시 보완

제5조 (진술과 보장)

제6조 (위반의 효과) ; 손해배상 / 위약벌(합리적 범위 조정; 공통사항으로 투자원금 10%~12% 권고 논의)

제7조 (계약기간)

제8조 (계약의 변경)

제9조 (계약의 가분성)

제10조 (준거법 및 관할법원)

2. 조건부지분투자계약서 권고안

논의 쟁점

- 제도도입 배경
  - Convertible Note, SAFE(Simple Agreement for Future Equity) : 전환조건, 기업가치 범위 등만 포함한 간소화된 투자 계약 필요성 인정; 추후 CN 도입 논의로 발전적 논의 필요(미국 등 해외 비교)

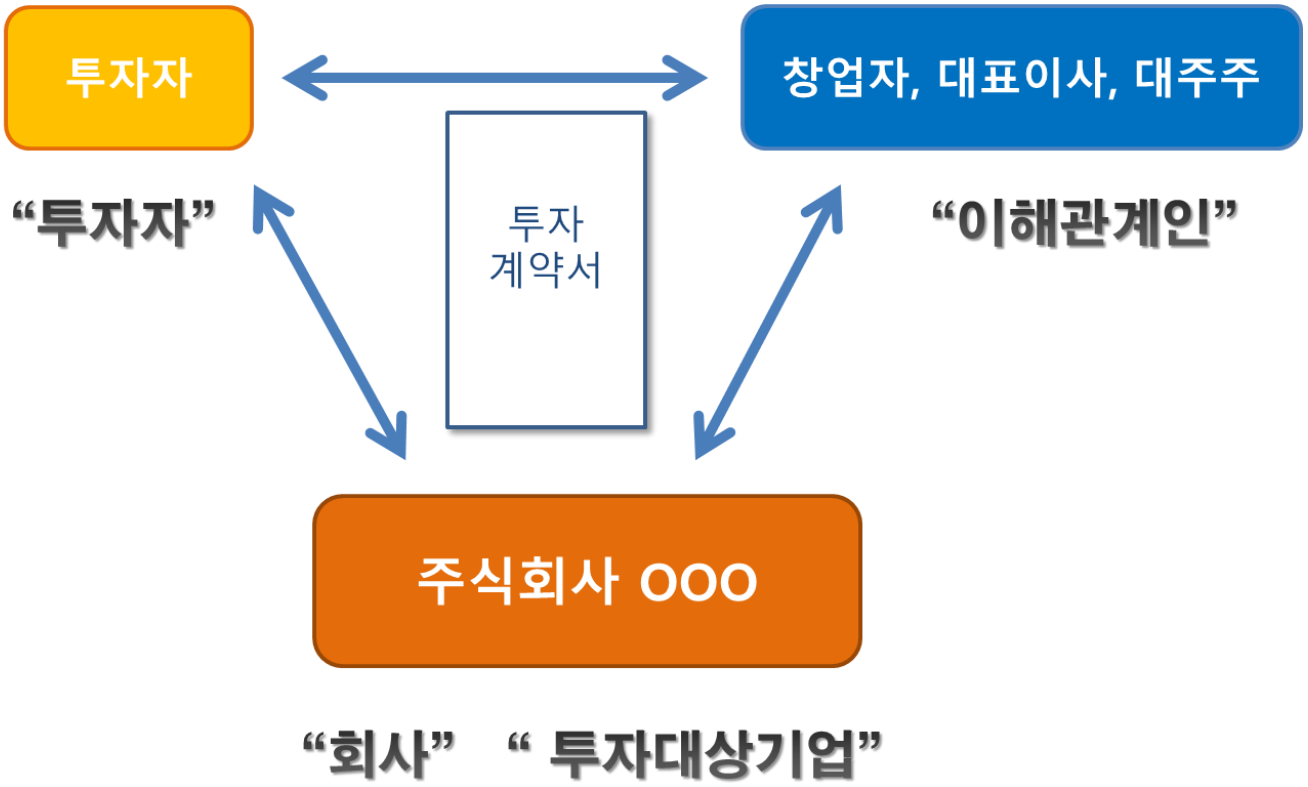
- 형성권으로 구성 배제
  - 현행 판례(대법원 2007. 2. 22. 선고 2005다73020 판결 등)의 태도에 비추어 조건부지분투자 계약을 체결하면서 투자자가 권리 행사를 하면(형성권으로 보는 경우) 또는 일정한 조건이 성취 되면 자동으로 주식 형태의 지분을 약속한 조건으로 바로 취득하는 계약은 현재 수용 어려움
  - 이에 따라 구체적으로 상법 및 정관이 정하는 절차를 따라 조건부지분투자계약에 합의된 조건대로 증자를 할 의무를 부담하는 채권적 약정 형태로 구성

- 채권적 약정 형태이므로 이를 위반할 경우 간접강제 조항 필요; 상환의무를 원칙적으로 부담하지 않는 고 Risk의 투자인바, 조건 성취에 따라 기업이 증자를 이행할 의무를 강제할 수단 필요; 무조건적인 간접강제 조항 부인 지양[적정 수준의 손해배상(위약금) 및 위약벌 조항 논의 필요]; 의견수렴

- 만기가 없고, 이자가 발생하지 않으나 증자와 관련하여 자본금의 납입이 필요한바, 기존 반환청구권(채권)과 주금 납입의무 상계 필요(부채 성격의 배제 관련)

3-가. 투자계약서의 구조; SHA 분리 권고안

투자계약 당사자들의 관계 (SPA + SHA 혼합형 VS SPA, SHA 분리형)



3-나. 투자계약서의 구조; SHA 분리 권고안

투자계약 당사자들의 관계 (SPA + SHA 혼합형 VS SPA, SHA 분리형)

- SPA + SHA 하나의 계약서의 장단점
  - 연혁적으로 회사의 의무와 이해관계인의 의무를 동일 하게 구성할 경우 용이
  - 관리의 편의성 / 단일 Round 투자계약서의 경우 편의성
  - 단점 : SPA 계약서의 성격에 따라 해지/해제 부적합하나 SHA의 경우는 주주 사이에 이러한 해제/해지 법리가 적용되는 영역이 있음(실제로는 분리하여 적용하고 있음)

- SPA, SHA 분리형 계약서의 장점
  - SPA를 정형화하고 간소화
  - SHA를 필수적 약정서로 하여 수 개의 Round 진행될 경우 투자자 사이의 투자계약서의 작성 편의성
    (추가 약정 형식 또는 변경 약정 형식)

- 비분리형과 분리형을 선택적으로 편의에 따라 사용 권고; 실무적인 필요성에 따라 사용되고 있으며, 해외도 유사

- 투자(주식인수형태)계약의 한계: 주식인수계약은 납입 후 이를 무효화 할 방법이 없음(① 법률과 정관에 위반한 발행절차의 하자가 있는 경우에만 ② 납입일로부터 6개월 이내에 법원에 제소[제척기간]하여 ③ 법원의 판결(신주발행무효확인)을 통해서만 무효화 할 수 있음); 즉 투자계약을 위반하였다고 하여도 계약을 파기하고 원상회복이나 손해배상을 청구하는 것이 매우 제한적인 한계가 있음 VS 통상적인 계약과의 차이점 (∵ 단체법적 규율 우선)

3-나. 투자계약서의 구조; CPS, RCPS의 구성과 단계별 권고안

(상환전환)우선주투자계약서의 구성 (참고 예시)

제1장 신주의 인수에 관한 사항 [SPA 영역]

제1조 (신주의 발행사항)

제2조 (투자의 선행조건)

제3조 (진술과 보장)

제4조 (거래완결일 전 해제)

제5조 (거래의 완결)

제2장 종류주식(우선주)의 내용 [SPA 영역, 보통주는 제2장을 생략 운용]

제6조 (의결권에 관한 사항)

제7조 (배당에 있어서 우선권에 관한 사항)

제8조 (청산잔여재산분배에 있어서 우선권에 관한 사항)

제9조 (전환권에 관한 사항)

제10조 (상환권에 관한 사항) [전환우선주(CPS)는 제10조 등을 생략 운용]

제11조 (신주인수권에 관한 사항)

3-나. 투자계약서의 구조; CPS, RCPS의 구성과 단계별 권고안

(상환전환)우선주투자계약서의 구성

제3장 거래완결 후 회사 경영에 관한 사항 [SPA 와 SHA 중첩 영역 개별적 판단 반영]

제12조 (투자금의 용도 및 제한)

제13조 (기술의 이전, 양도, 겸업 및 신회사 설립 제한)

제14조 (임원의 지명)

제15조 (경영사항에 대한 동의권 및 협의권)

제16조 (보고 및 자료제출)

제17조 (증자 참여의 우선권에 관한 사항)

제18조 (기업공개 및 M&A에 관한 사항)

제19조 (주식매수선택권의 부여)

제20조 (주주총회 및 이사회 개최 요구)

제21조 (회계 및 업무감사, 시정조치)

제4장 거래완결 후 지분의 처분에 관한 사항 [SHA 로 이전]

제22조 (투자자의 주식처분)

제23조 (이해관계인의 주식 처분)

제24조 (투자자의 우선매수권(Right of First Refusal) 및 공동매도참여권(Tag- along))

3-나. 투자계약서의 구조; CPS, RCPS의 구성과 단계별 권고안

(상환전환)우선주투자계약서의 구성

제5장 계약 위반에 대한 책임

제25조 (주식매수청구권)

제26조 (위약벌 및 손해배상 청구)

제27조 (지연배상금)

제28조 (이해관계인의 책임)

제6장 계약의 일반 사항

제29조 (본 계약의 효력)

제30조 (계약의 종료)

제31조 (계약의 내용변경)

제32조 (권리 및 의무의 양도, 승계)

제33조 (통지)

제34조 (비밀유지)

제35조 (세금)

제36조 (일부 무효)

제37조 (준거법 및 분쟁해결)

3-다. 투자계약서의 구조; 권고안의 주요 방향 및 내용

이해관계인의 의무와 책임 조항 변경

● **투자유형에 따른 구분 없이 일괄적으로 적용되는 포괄적 연대보증제도 지양**

→ 연대보증제도는 당초 이해관계인의 도덕적 해이를 방지하고자 도입되었으나, 이해관계인이 포괄적으로 의무부담을 해야 한다는 단점이 있음. 이에 대한 개선안으로 벤처금융업계에서 이해관계인의 의무와 책임 조항을 조정

→ 회사의 모든 채무에 대하여 이해관계인이 포괄적으로 연대하여 의무를 부담하는 조항을 삭제 운영

● **이해관계인의 준수사항 명확화; 이해관계인의 귀책사유 유무 구분**

→ 단순한 회사의 영업환경 악화에 따른 투자계약 위반 등에 대하여는 이해관계인의 책임 면제

● **이해관계인의 준수사항 위반; 귀책사유가 있는 경우로 한정하여 금전(위약금 또는 위약벌 등)지급의무 부담**

→ 이해관계인에게 **귀책사유가 있으며, 준수사항 위반**으로 회사의 투자계약위반을 초래한 경우 이해관계인 책임부담. 그 외에 책임 면책

[예시조항]

제[*]조 이해관계인의 책임

이해관계인은 본 계약상 회사의 모든 의무가 이행될 수 있도록 본인의 권한, 권리, 의무를 다하여야 하고, 이해관계인의 고의 또는 (중)과실에 의하여 회사가 본 계약을 이행하지 못하게 된다거나 이해관계인이 본 계약을 위반한 경우에는 이해관계인도 회사와 함께 본 계약상 책임을 부담하여야 한다.

3-다. 투자계약서의 구조; 권고안의 주요 방향 및 내용

주식매수청구권의 행사사유 축소

● **현행 주식매수청구권의 행사 범위 넓다는 비판;**

→ 현행 주식매수청구권은 (i) 기업의 배당가능이익이 있어야 한다는 점(자기주식취득의 절차적 요건을 준수하여야 한다는 점), (ii) 투자계약의 해제 및 손해배상청구가 법률적으로 제한적이라는 점(납입 이후 해제/해지 불가), (iii) 상환청구권의 경우에도 상환이익이 존재해야 한다는 점에서 행사 범위가 제한적.

● **주식매수청구권의 행사범위를 개별적 조항 위반으로 축소 운영**

→ 이해관계인의 포괄적 연대보증 축소 및 완화와 연계하여 동일선 상에서 조정

→ 이해관계인에 대한 주식매수청구의 범위를 제한적으로 이해관계인의 본 계약 위반에 귀책사유가 있는 경우로 한정하여 투자계약을 체결하는 것을 일반화 하고 있음

[예시문안] 제25조 제1항 후문(추가); "이해관계인에 대한 주식매수청구는 다음 각 호의 위반에 대하여 이해관계인에게 고의 또는 중과실이 있는 경우에 한한다."

● **모태펀드 기준 규약에 이러한 이해관계인의 귀책사유를 전제로 하는 책임 조항 반영 요구**

3-다. 투자계약서의 구조; 권고안의 주요 방향 및 내용

주식매수청구권의 행사사유 축소

● 주식매수청구권의 행사 사유 축소 권고 [의견 수렴; 한편 귀책주의를 기초로 함]

일반적 주식매수청구권 행사사유	권고안
1. 제*조의 선행조건이 충족되지 않았음에도 거래완결에 이르게 한 경우 2. 제*조 및 (별지1) 진술과 보장 사항이 허위 또는 부정확하였다는 것이 밝혀진 경우 3. 제*조 및 (별지2) 투자금 사용용도 규정을 위반한 경우 4. 제*조 기술의 이전, 양도 겸업 및 신회사 설립 제한 의무를 위반한 경우 5. 제*조를 위반하여 투자자의 동의 또는 협의없이 각 호 사항을 진행한 경우 6. 제*조 자료 제출 및 설명의무를 위반하여 투자자의 시정 조치 요구에도 불구하고 2회 이상 이를 이행하지 않은 경우 7. 제*조에 따라 주주총회 또는 이사회를 개최하지 않는 경우 8. 제*조에 따른 회계 및 업무감사 협조 또는 시정조치 의무를 위반한 경우 9. 이해관계인이 제*조 및 제*조를 위반하여 주식을 처분한 경우 10. 제*조에서 정한 특약사항을 위반한 경우 11. 거래완결일 이후 상법 또는 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 등 회사와 관련된 사항으로 영업에 부정적 영향을 주는 행정처분을 받거나 금고 이상의 유죄판결(확정을 요하지 않음, 수사기관의 구속을 포함)을 받는 경우 12. 회사가 성실경영에 대한 구체적 소명없이 폐업신고를 한 경우 13. 회사와 이해관계인 또는 이해관계인 상호간 분쟁 등으로 더 이상 영업을 계속하기 곤란한 경우	[권고안] 1. **귀책사유로 위반한 경우에 명시적 기재 운영 권고[특히 이해관계인의 경우]** 2. **단순 보고 누락 등은 지양** 3. **단순 경영성과 부족을 이유로 한 청구권 지양** 4. **동의의무, 보고의무 범위 축소 운영과 연계**

3-다. 투자계약서의 구조; 권고안의 주요 방향 및 내용

전환권 조항과 관련하여 리픽싱(Refixing) 조항의 범위 조정

- 리픽싱(Refixing) 제도 필요성

  - 리픽싱(Refixing) 권리를 포함하는 투자수단은 초기 매출이 없거나 사업 계획이 확정되지 않아 Valuation 이 어려워 고전적인 기업가치 평가방식으로는 주당 인수가격 확정이 어렵고 투자가 어려운 초기기업에게 투자자와 기업이 상호 장래 특정 변수(기업가치를 어느 정도 확정할 수 있는 합의사항 등)를 조건으로 하여 기업가치를 재평가 하여 주당 인수가격을 조정 하는 수단으로서 사용됨으로써 투자자와 기업이 서로 Valuation 확정에 대한 Risk를 합리적으로 분산하는 기능을 수행함; 제도 자체는 수용하여야 하되 개별적 조정 조항의 불공정이 문제; 합리적 권고안 제시 필요

- 권고안의 주요 내용[의견 수렴]

  - 1대 1 전환 원칙
  - 권고안은, (i) IPO 공모단가 리픽싱 범위의 제한, (ii) IPO 실패에 따른 리픽싱 범위의 제한, (iii) 가중평균(Weighted Average Anti-Dilution) 방식의 선택적 활용, (iv) 경영성과와 연동한 조정 조항을 사용할 경우 과도한 조정 제한 권고[범위(예시 30% 이내) 제한을 할 것인지 여부 등 의견 수렴; 실 가치변동을 반영하여야 한다는 측면에서 접근 필요]

3-다. 투자계약서의 구조; 권고안의 주요 방향 및 내용

전환권 조항과 관련하여 리픽싱(Refixing) 조항의 범위 조정

● 권고안 비교표

CPS(초, 중기) 예시	RCPS(중, 후기) 예시
1. 본건 주식의 보통주로의 전환비율은 종류주식 1주당 보통주 1주로 한다. 2. 회사가 본건 주식의 전환 전에 그 당시의 본건 주식의 전환가격을 하회하는 발행가격으로 유상증자 또는 주식관련사채(전환사채, 신주인수권부사채 및 기타 주식으로 전환될 수 있는 종류의 사채. 단 주식매수선택권의 행사로 인하여 신주가 발행되는 경우를 제외한다)를 발행할 경우에는 전환가격은 그 하회하는 발행가격으로 조정한다. 3. 본건 주식의 발행 이후 주식배당, 무상증자 등으로 인해 발행주식수가 증가하는 경우. 본건 주식의 주주는 회사로부터 주주가 보유한 신주와 같은 조건 및 종류의 종류주식으로 그 비율에 따라 무상지급을 받는다. 4. 회사가 타사와 합병 시 교환비율 산정을 위한 평가가액이 그 당시의 본건 주식의 전환가격을 하회하는 경우, 본건 주식의 전환가격이 평가가액에 사용하도록 전환비율을 조정한다. 5. 회사의 주식을 분할 또는 병합하는 경우 전환비율은 그 분할 또는 병합의 비율에 따라 조정된다.	[추가] 1. IPO 공모단가 조정 조항 반영할 경우; 조정비율 30% 이내로 권고 2. 상장실패를 이유로 한 조정 조항 반영할 경우; 30% 이상 조정 제한 권고 3. Full Ratchet 방식 외에 가중평균(Weighted Average Anti-Dilution) 방식의 선택적 활용 권고 4. 경영성과와 연동한 조정 조항을 사용할 경우 과도한 조정 제한 권고 (추가 논의) 5. 기타 조항

3-다. 투자계약서의 구조; 권고안의 주요 방향 및 내용

전환우선주(CPS)의 적극적 활용 권고; R의 지양(초, 중기)

- 보통주에 상환권(REDEMPTION), 전환권(CONVERSION), 우선권(preference)이 결합된 종류주식을 상환전환우선주(redeemable convertible preference shares)라 함
  * 상환전환우선주를 통상 우선주라 칭함

- 벤처캐피탈의 지분투자 방식에 있어서 2000년대 이전까지는 보통주 방식이 일반적이었으나 2000년대 중반 이후 상환전환우선주 투자 방식이 도입되면서 그 비중이 빠르게 증가

- 우선주를 보통주와 분리해서 집계하기 시작한 2005년 전체 투자에서 우선주 투자의 비중은 22.5%였으나, 2020년 에는 [58.15]%로 증가(평균적으로 약 60% 근접하게 증가); 다만 R에 중점을 두지 않고 C에 중점 전환 필요

구 분	2016	2017	2018	2019	2020.9
보통주	4,437	5,458	5,958	7,379	4,715
우선주	10,398	10,529	18,794	25,428(59.44%)	16,566(58.15)
CB/BW	2,823	2,881	3,553	2,746	2,541
프로젝트	2,427	2,749	2,517	3,041	1,783
기 타	1,418	2,186	3,427	4,182	2,880
합 계	21,503	23,803	34,249	42,777	28,485

3-다. 투자계약서의 구조; 권고안의 주요 방향 및 내용

전환우선주(CPS)의 적극적 활용 권고; R의 사용 지양(초, 중기)

- 우선주의 증가 배경을 살펴보면 (i) 상환권 관련하여 회사는 전년도 승인된 재무제표 기준으로 『상환이익』이 있는 경우에 한정하여서만 그 범위 내에서만 상환의무를 부담한다는 점(따라서 실질적인 회사의 채무부담이 크지 않을 수 있다는 점), (ii) 전환권은 기업 초기 단계에서 회사의 기업가치 평가가 불가능하거나 어려움에도 불구하고 투자자로 하여금 회사에게 잠정적인 변수가 확정됨을 조건으로 하여 지분 조정 조건(Refixing)을 상호 약정하고 투자할 수 있는 길을 열어주는 수단이 되어 통상적인 방식으로는 기업가치 평가가 불가능한 기업에게도 투자할 수 있는 방법이 될 수 있었다는 점에서 찾을 수 있음

- 결국 투자자는 기업가치 평가(valuation)가 불가능하거나 어려운 기업에게 투자를 못하거나 안 하는 것에 그치지 않고 가격조정(Refixing)이라는 개념을 도입하여 투자를 할 수 있는 수단을 지분법적 입장에서 마련하게 된 것이 (상환)전환우선주라고 볼 수 있을 것임; 초기기업의 경우 이미 상환권을 제외한 전환우선주 형태를 권고 사용 하고 있음; 또다른 측면으로 기업가치의 고평가 ISSUE 가 (상환)전환우선주의 고려사항으로 논의되고 있음

- 이러한 배경 하에 초기 및 중기 단계의 중소벤처기업에게는 전환우선주(CPS) 사용안을 적극적 권고[범위 확장]; 다만 일반화 할 수 없으며 중, 후기 경우에 따라 R을 선택적으로 활용[의견 수렴]

- 미국의 경우 준청산잔여재산분배(Deemed Liquidation Preference) 조항을 주요조항을 활용 참조; 국내의 경우 제한적 활용 [준청산잔여재산분배 조항의 활용 논의 필요; 의견 수렴]

3-다. 투자계약서의 구조; 권고안의 주요 방향 및 내용

상환권 관련 특별상환 청구권 지양; R을 사용할 경우

- **상환주식의 상환청구권은 상환이익을 전제로 기업이 이익으로써 상환을 하여야 함**

  - 상환이익이 없는 경우 기타 위약금, 약정금 등 다른 명목으로 금전지급의무를 부과하는 형태의 조항 지양
  - 상환이익을 전제로 기한 전 상환을 하는 경우 예외적으로 법률과 정관에 따라 가능
  - 특별상환청구권이라는 형태의 변형 된 상환청구권을 지양

- **권고안의 주요 내용[의견 수렴]**

  - (i) 특별상환청구권 규정 삭제[기 삭제 권고에 따라 활용하고 있음]
  - (ii) 법률에 따라 명확한 문제이나 상환이익의 범위 내에서 상환의무 부담한다는 문구 명확한 기재 권고[기 명확히 기재 권고]
  - (iii) 상환이익이 있어 상환의무를 부담하는 경우 상환까지의 기간 합리적 설정 권고(30일 내지 60일 의견 수렴)
  - (iv) 상환권을 회사가 갖는 부분은 배제 필요 [투자자 수용 어려움]
  - (v) 법률적으로 가능한 최대한의 상환의무 이행을 위하여 필요한 조치를 취할 것이라는 취지의 조항 반영 필요 [투자자와 기업 합리적 조정]; 한편 이를 위반할 경우 제재조항 범위 협의(고의적인 상장 해태 등의 사유와 같이 이 경우 간접강제 필요성 있음; 상호 조정)

3-다. 투자계약서의 구조; 권고안의 주요 방향 및 내용

사전 서면동의 범위의 축소 권고

● 사전 서면 동의의 범위를 축소 조정 권고 [범위 조정 논의]

CPS(초, 중기) 예시	RCPS(중, 후기) 예시
1. 정관의 변경 2. 본건 주식의 발행가격 보다 낮은 가격의 주식 및/또는 주식관련사채의 발행 3. 회생신청, 파산신청, 해산, 청산, 합병, 분할, 분할합병, 주식의 포괄적 교환 또는 이전, 영업양수도, 타회사의 인수, 경영임대차, 위탁경영, 회사의 사업의 전부 또는 일부의 중단 또는 포기 등 기타 회사조직의 근본적인 변경 4. 회사의 주요 유형 또는 무형 자산(지적재산권 등)의 처분행위 5. 기타 회사의 운영에 중대한 영향을 미치는 사항	1. 정관의 변경 2. 자본의 증감, 주식관련사채의 발행, 주식매수선택권의 부여 3. 회생신청, 파산신청, 해산, 청산, 합병, 분할, 분할합병, 주식의 포괄적 교환 또는 이전, 영업양수도, 타회사의 인수, 경영임대차, 위탁경영 기타 회사조직의 근본적인 변경 4. 건당 전년도 자산총계의 [5]% 이상 또는 연간 누계액 기준 전년도 자산총계의 [10]% 이상의 규모에 해당하는 자산의 취득 및 처분, 투자(주식 및 사채인수 포함), 자금대여, 담보 제공, 보증, 신규 자금차입 또는 채무의 부담[삭제 조정 논의] 5. 본건 투자 당시 사업계획에 명시한 것과 현저히 다른 사업에 착수하거나, 주요사업의 중단, 포기[삭제 조정 논의] 6. 계열회사(독점규제 및 공정거래에 관한 법률 제2조 제3호의 정의에 의함), 임직원, 주주 및 그 특수관계인(금융회사의 지배구조에 관한 법률 시행령 제3조 제1항에 의함)과의 거래[삭제 조정 논의] 7. 회사 또는 이해관계인의 국내외 회사 설립 또는 다른 회사의 [50]% 이상 지분 취득[삭제 조정 논의] 8. 외부감사인의 선임 및 변경[삭제 조정 논의] 9. 대표이사의 선임 및 해임 [삭제 조정 논의]

3-다. 투자계약서의 구조; 권고안의 주요 방향 및 내용

지연이자율 등 제재조항의 이율 / 금액 축소 권고

- 지연이자율 등 현재 권고안은 연 15% 내외 → 연 12% 내외 권고 논의 (자율적 판단, 다만 소송 촉진 등에 관한 특례법에 따른 지연배상율 참조 권고)

- 위약금, 위약별 금액[의견 수렴]

  - (i) 위약금은 실손해 반영 권고
  - (ii) 위약벌은 투자금 10% ~ 20% 내외 협의 권고 (의견수렴)
  - (iii) 다만 위약벌의 경우 간접강제가 반드시 필요하고 벤처생태계 유지를 위하여 필요한 부분(예시: 고의적으로 상장의 정량적 요건을 충족하였음에도 상장을 해태하는 경우 등 악의적인 계약 위반을 할 수 있는 영역)에 대해서는 위약벌, 위약금 등을 그 이행을 강제할 수 있는 수준으로 보장 필요 [전체 생태계 유지를 위하여 필요한 부분
  - (vi) 투자금을 기준으로 이율을 곱하여 산정할 때 복리 아닌 단리(연)로 권고안 마련

3-다. 투자계약서의 구조; 권고안의 주요 방향 및 내용

기타 권고안의 내용

- 4단락[25면]에서 후술하는 모태 자조합 기준 규약 제35조 제10항의 내용 투자계약서 반영 권고
- 투자금 사용 용도 제한 규정 완화 권고 논의 [단, 모태 자조합 기준규약은 투자금 사용 용도 특정]
- 준청산잔여재산분배우선조항(Deemed Liquidation Preference) 법률에 부합하는 사용 권고
- 세컨더리펀드(Secondary Fund) 활성화 등과 관련하여 본 투자계약서 상의 지위를 승계 함에 있어, 승계되는 양수인의 범위와 대상주식 수의 조정을 통한 범위 조정 권고
- 이해관계인의 범위를 축소 권고[예) 창업자 중 최대주주 등으로 한정 권고]
- 공동매도요구권(Tag-along Right), 준청산잔여재산분배우선조항 (Deemed Liquidation Preference) 사용시 분배 예시 조항
- 임원지명권(사외이사 또는 기타 상무에 종사하지 아니하는 이사) 사용 최소화 / 참관인 활용

3-다. 투자계약서의 구조; 권고안의 주요 방향 및 내용

기타 권고안의 내용

- 초기기업 등 Seed 단계의 기업의 경우 동의 조항 삭제 또는 최소화 권고 / 중요사항 보고의무로 갈음 권고
- 비밀유지 의무 관련 소송상 다툼이 있을 경우 등 예외 명확화 권고
- 통지 수단과 관련하여 신규 통신수단 도입안 검토
- 이해상충 방지 관련 조항 권고[예) 투자 과정에서 지득한 정보의 다른 용도(타 사업 등) 활용 금지]
- 기타 추가적인 조정 사항 (의견 수렴)

4. 투자계약 위반에 대한 권리구제조항의 유형과 한계

투자계약서에 나타나는 계약 위반에 따른 권리구제 조항의 유형 등

회수 방안	제한	비고
(상환전환우선주)상환권	상환이익이 있는 경우에만	상환이익 있는 회사에 청구 제한적
(상환전환우선주)전환권	지분희석 방지 등	개별적 협의 필요
연대보증	폐지 다수/권고	귀책주의로 전환
(회사)주식매수청구권	상법상 제한	배당가능이익, 주주균분, 주총결의 등 법률적 제한
위약금	민법상 실손해 법원이 직권 감액	투자금 보전 관련하여 분쟁
위약벌	법원이 일부 무효 판결	투자금 보전 관련하여 분쟁
공동매도요구권(Tag-along)	일정 요건하 행사	창업자에 대한 신뢰 필요 / Drag-along이 문제되나 거의 활용하지 아니함(권고)

4. 투자계약 위반에 대한 권리구제조항의 유형과 한계

투자계약서에 나타나는 계약 위반에 따른 권리구제 조항의 유형 등

- **주식매수청구권(Put Option); 상법에 따른 제약 있음**

  (1) 회사는 자기가 발행한 주식을 위 Put Option 행사에 따라 취득하는 경우 무조건적으로 취득(매매대금 지급 형태로 투자금 회수)하는 것이 아니라 상법이 정하는 바에 따라 **전년도 승인된 재무제표 기준으로 배당가능이익**이 있고 **주주균분의 절차**에 **주주총회결의**를 통해서만 가능; 결론적으로 투자계약을 위반한 다수의 사례가 위 요건 충족 미비로 행사 불가

  (2) 또한 이해관계인에 대한 청구는 현재 이해관계인이 투자계약 위반에 대하여 귀책사유가 있는 경우로 한정; 결국 이해관계인에 대한 청구는 귀책사유(채무불이행 및 이에 대한 위법성 등)가 있는 경우에 한정한다는 면에서 절충안을 찾을 수 있을 것임

- **해제 및 원상회복과 손해배상청구; 상법법에 따른 제약 있음**

  (1) 단체법적 법률관계로 규율되는 회사법에서 투자금인 주금을 납입한 이후에는 투자계약(SPA)의 해제 불가(법률과 정관을 위반한 발행절차 상의 하자가 있는 경우만 예외적으로 법원의 판단을 통해 가능, 일반적인 의무위반을 이유로 주식발행절차를 무효로 할 수 없음); 이에 따라 투자금의 원상회복에도 한계;

  (2) 이에 따라 다른 법률적 구제 장치를 강구할 수밖에 없게 되고 그러한 구제수단 중 하나가 주식매수청구권이나 위와 같이 한계가 있음

4. 투자계약 위반에 대한 권리구제조항의 유형과 한계

투자계약서에 나타나는 계약 위반에 따른 권리구제 조항의 유형 등

- **상환청구(R을 포함함 상환주식의 경우); 상법에 따른 제약 있음**

  (1) 상환이익 있는 경우에만 상환의무를 부담함,

  (2) 상환이익이 있는 회사에 상환청구를 하는 것은 현실적으로 고려하기 어려움; 전환권 행사를 통한 자본이득을 지향할 것으로 예상; 또한 초기기업의 경우 상환권을 행사한 형태의 투자 권고 및 활용

- **위약금; 감액 규정**

  (1) 계약위반의 경우 손해 입증의 어려움을 극복하기 위한 것이나 실질적인 손해배상예정금액의 추정이며 법원이 직권으로 감액을 할 수 있음

- **위약벌; 과도한 부분이 있는 경우 일부 무효**

  (1) 법원은 일부무효의 법리에 의하여 실질적으로 손해와 연계하여 과도한 경우 과도한 부분은 일부무효로 판단

- **공동매도청구권(Tag-along Right)**

  (1) 이해관계인인 창업자가 보유 주식을 매도하는 경우 함께 매도를 요청할 수 있는 권리를 투자자에게 부여하는 것으로 창업자에 대한 신뢰를 기초로 한 투자라는 점에서 필요하며, 이를 과도한 조항이라고 보기 어려움 VS Drag-along Right (벤처캐피탈에서 거의 사용되지 아니함)

4. 투자계약 위반에 대한 권리구제조항의 유형과 한계

모태 조합 규약 제35조 제10항 (모태출자 벤처투자조합 및 신기조합 기준규약 공통 사항)

⑩ 업무집행조합원은 투자기업과 투자계약을 체결, 이행함에 있어 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 하여서는 아니된다.

1. 매출 및 영업이익 등 경영 성과와 관련된 지표를 이유로 투자계약서에서 합의된 기간 전에 투자금을 조기 회수하는 행위

2. 투자계약서에 합의된 투자금 조기회수 가능 사유로 인해 투자계약 만기전에 투자금을 회수하는 경우, 통보 후 최소 2개월 이상 투자업체에게 상환을 준비할 수 있는 기간을 부여하지 않는 행위. 단, 투자업체와 합의할 경우 상환 준비기간을 부여하지 않을 수 있다.

3. 국내 주식시장 상장 실패를 이유로 최초 계약시 정한 주식 가격을 30% 이상 조정하는 행위

4. 무담보전환사채 및 무담보신주인수권부사채의 신규 인수 방식으로 투자하면서 투자 대상을 사실상 프로젝트 (창업투자회사 등의 등록 및 관리 규정 제7조의2에서 규정한 투자)로 한정하거나 프로젝트투자의 결과에 따라 투자 수익을 받는 형식으로 투자계약서를 작성하는 행위

5. 투자기업의 이해관계인(창업자 내지 대표이사 또는 실질적 경영자인 대주주 등)에게 투자계약에 따라 투자기업이 지는 의무에 연대책임을 요구하는 행위. 단, 이해관계인의 고의 또는 중과실로 인한 투자기업 내지 조합의 손해를 연대하여 배상하는 취지의 연대책임은 그렇지 아니하다.

5. 투자계약서에 대한 의견(종합)

국내 벤처캐피탈 투자계약서에 대한 의견

(1) 투자계약은 외형적으로 다양한 회수수단을 보유하고 있는 것과 같은 외관이나 (1) **투자자가 상환권을 행사한 경우 회사가 부담하는 상환의무는 상환이익을 전제(회사는 이익상환을 약정하였다고 하더라도 상환이익이 있는 경우에만 상환의무를 부담)로 한다는 점**, (2) **주식매수청구권의 경우 회사를 상대로 하는 주식매수청구권은 배당가능이익의 요건 및 자기주식취득절차 준수를 요건으로 한다는 점; 배당가능이익이 없는 자기주식취득의 경우 무효**, (3) **해제 및 손해배상 청구는 회사의 단체법적 질서 상 거래종결(주식 인수대금 납입) 이후 주장·입증함에 한계가 있다는 점**, (4) **위약금의 경우에는 법원에 의한 감액이, 위약벌의 경우에는 일부무효 등의 법리에 의하여 실질적인 제한을 받는다는 점 등**에 비추어 한계점을 갖고 있음; 또한 국내의 경우 **준청산 잔여재산분배(Deemed Liquidation Preference) 조항의 제한적 활용**

(2) 이에 따라 초기기업투자의 경우 상환청구권이나 주식매수청구권을 통한 권리회복은 제한적 / 벤처투자는 **전환권에 중심을 둔 CPS를 많이 활용하는 경향이** 초기기업을 중심으로 나타나고 있음/ 자율적 권고안은 **단계별로 조건부지분투자, 보통주투자 및 전환우선주투자, 상환전환우선주투자**의 형태를 권고

(3) 개별적인 투자계약의 불공정성 주장과 관련하여 살펴보면, (i) 실질적인 기업가치와 연동해서 주식의 인수 단가를 조정하는 형태의 약정(Refixing)은 초기투자를 가능케 하는 금융수단이라는 점(Refixing 자체를 부정할 것이 아니라 개별적 Refixing의 균형성을 살펴야 한다는 점), (ii) 단순한 기업의 성과와 연동된 회수 조항은 지양되어야 할 것이나 회사 또는 이해관계인의 귀책사유 있는 계약 위반에 대해서는 벤처금융과 벤처기업의 선순환 생태계를 유지하기 위해서도 법적 조치가 필요할 수 있다는 점 등이 고려되어야 할 것으로 보임(귀책주의 명확화); 업권 자율적으로도 이러한 형태를 지향하고 있음(기준 규약 등 참조)

5. 투자계약서에 대한 의견(종합)

국내 벤처캐피탈 투자계약서에 대한 의견

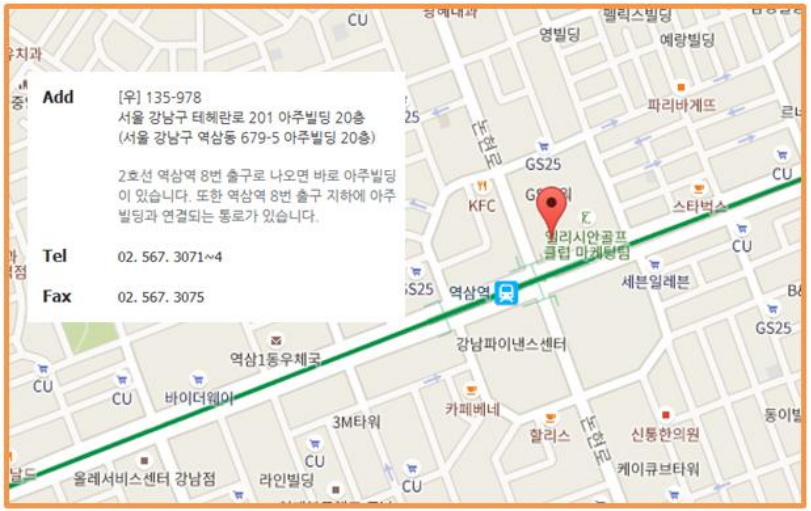
(4) 권고안의 요지는, (i) 조건부지분투자를 간소화 형태로 최소화 하여 도입하고, (ii) 정형화된 SPA와 다양한 내용이 존재할 수 있는 SHA를 분리 활용, (iii) 기업의 성장 단계별로 세분화된 계약서 사용 권고 및 부담조항(동의의무, 보고조항 등)을 단계별로 조정 권고, (iv) 특히 초기기업의 의무 부담 규정을 축소 운영하는 안 권고

(5) 세부적으로, (i) 이해관계인의 연대보증 지양, (ii) 주식매수청구권의 행사 범위 축소 조정, (iii) 전환권 행사에 따른 리픽싱(Refixing) 조항의 합리적 조정[예시) IPO 조정 한도 권고, 경영성과 조정 합리적 권고, 가중평균방식 선택 활용 등], (iv) 상환권(R) 활용을 초기기업의 경우 지양하며, 특별상환권 배제, 상환이익 범위 내 상환 명확화 등, (v) 사전 서면동의 범위의 대폭 축소(특히 초기기업의 경우 보고의무에 갈음 검토), (vi) 지연이자율, 위약금, 위약벌 등 축소 권고(예) 지연이자율 12% 권고 등), (vii) 모태 자조합 기준규약 권고안 내용 반영 및 (viii) 기타 기업부담 완화 규정 권고

■ 벤처기업과 벤처금융의 동반하여 성장하여 나가는 과정에서 합리적 투자계약서 권고안을 마련하고자 하는 바, 투자자 및 기업의 다양한 의견을 2020년 12월 10일까지 아래 담당자에게 제출하여 주시면 벤처 생태계의 선순환을 위한 합리적 계약서(안)을 도출하는데 큰 도움이 될 것입니다. 많은 의견 부탁드리겠습니다.

- ▶ 한국벤처캐피탈협회 : 장일훈 팀장, ih_jang@kvca.or.kr
- ▶ 한국엔젤투자협회 : 이인수 부장, isle@kban.or.kr
- ▶ 한국액셀러레이터협회 : 공성현 사무국장, shkong@gmail.com
- ▶ 법무법인 이후 : 이종건 변호사, jklee@ehoolaw.com

Thank you



법무법인 이후 대표번호 ; 02. 567 3071~4

이종건 변호사; jklee@ehoolaw.com