

벤처기업 투자 시 자주보는 RCPS 상환전환우선주 관련 상법 규정, 기본법리, 투자계약쟁점, 판결 등 실무적 기본포인트 몇 가지 소개



투자자, VC, PEF 등에서 스타트업, 벤처기업, 중소기업에 대해 투자할 때 상환전환우선주 (RCPS, Redeemable Convertible Preferred Stock) 인수방식을 취하는 경우가 많습니다. 법률전문가도 아닌 경영자라도 투자금을 갚는 조건으로 설정하는 상환조건은 그 의미를 이해하는데 별 문제가 없습니다. 그러나 전환조건은 통상 상당히 복잡하게 규정되어 있기 때문에 그 내용을 정확하게 이해하기 어렵습니다. 정확한 내용을 모른 채 계약서를 체결하고 나서 나중에 전환청구를 받고 큰 곤경에 처하는 경우도 많습니다.

상환전환우선주(RCPS, Redeemable Convertible Preferred Stock) 투자방식은 투자자에게

유리하고, 투자를 받는 발행회사에게 부담이 되는 조건이 많습니다. 회사 입장에서는 계약서 조항을 꼼꼼하고 신중하게 검토해야 합니다. 정확한 내용을 모른 채 계약서를 체결하고 나서 나중에 곤경에 처하는 경우도 많습니다. 참고로 실무적으로 중요한 몇 가지 포인트를 간략하게 설명합니다.

먼저 **상환주(Redeemable)**는 인수했던 주식을 상황에 따라 회사에 되팔 수 있는 권리가 붙어있는 주식입니다. 따라서 상환권을 갖는 투자자 VC로서는 주식을 인수한 후 회사가 잘 될 것 같으면 주식을 보유하고, 반대로 회사 사업 전망이 어둡다면 주식 인수대금에 이자를 붙인 가격으로 주식을 다시 회사에 팔고 투자금을 회수하면 됩니다.

한편, 투자자가 회사에서 투자계약서 특정조항을 위반했다는 이유로 상환청구권을 행사하는 경우가 종종 있습니다. 예를 들어, 스타트업에서 VC로부터 10억원의 투자금을 유치했으나 얼마 지나지 않아서 회사에서 투자계약조항 위반을 들면서 투자금을 회수하겠다고 위협하는 것입니다. 투자금 상환여력이 없는 경우 회사 경영권이 위협당하거나 경영 활동을 제한하는 등 무리한 요구를 받을 수도 있습니다.

빈번한 분쟁사례로는 투자금 용도제한 조항과 투자자 동의권 조항을 들 수 있습니다. 투

자금의 용도제한 조항이 예를 들어 특정분야의 R&D(개발연구비)로 제한된다면 다른 기술개발 용도로 사용하려고 해도 서면동의 등을 받아야 합니다. 막연하게 연구개발비로 사용하면 된다고 생각하여 집행하는 경우 계약위반의 소지가 있고, 상환권 행사의 근거가 될 수 있습니다.

이와 같이 적절한 절차를 거치지 않고 다른 용도에 사용하면 투자금 반환, 손해배상청구, 횡령 배임 등 복잡한 분쟁이 발생할 수 있습니다. 투자자의 사전동의를 받아야 하는 항목이 광범위할수록 회사의 경영권에 대한 심각한 간섭으로 작용할 수 있습니다.

이와 같은 불필요하고 소모적인 분쟁을 피하려면 상환조항을 미리 잘 검토하고, 변호사의 자문을 받아 회사의 입장을 합리적으로 반영한 투자계약을 체결하는 것이 필요합니다.

전환주(convertible)은 주주의 청구에 의해 다른 종류의 주식으로 전환할 수 있는 주식입니다. 전환권은 다른 종류의 주식으로, 통상 보통주로 전환해 달라고 청구할 수 있는 권리입니다. 즉, 전환청구기간동안 인수한 주식을 계약에서 정한 전환조건에 따라 일정한 비율로 보통주로 전환할 수 있는 권리입니다. 따라서 전환조건이 매우 중요합니다.

전환주식 관련 상법 규정

상법 제 346 조(주식의 전환에 관한 종류주식) ① 회사가 종류주식을 발행하는 경우에는 정관으로 정하는 바에 따라 주주는 인수한 주식을 다른 종류주식으로 전환할 것을 청구할 수 있다. 이 경우 전환의 조건, 전환의 청구기간, 전환으로 인하여 발행할 주식의 수와 내용을 정하여야 한다.

② 회사가 종류주식을 발행하는 경우에는 정관에 일정한 사유가 발생할 때 회사가 주주의 인수 주식을 다른 종류주식으로 전환할 수 있음을 정할 수 있다. 이 경우 회사는 전환의 사유, 전환의 조건, 전환의 기간, 전환으로 인하여 발행할 주식의 수와 내용을 정하여야 한다.

③ 제 2 항의 경우에 이사회는 다음 각 호의 사항을 그 주식의 주주 및 주주명부에 적힌 권리자에게 따로 통지하여야 한다. 다만, 통지는 공고로 갈음할 수 있다.

1. 전환할 주식
2. 2 주 이상의 일정한 기간 내에 그 주권을 회사에 제출하여야 한다는 뜻
3. 그 기간 내에 주권을 제출하지 아니할 때에는 그 주권이 무효로 된다는 뜻

④ 제 344 조제 2 항에 따른 종류주식의 수 중 새로 발행할 주식의 수는 전환청구기간 또는 전환의 기간 내에는 그 발행을 유보(유보)하여야 한다.

제 347 조(전환주식발행의 절차) 제 346 조의 경우에는 주식청약서 또는 신주인수권증서에 다음의 사항을 적어야 한다.

1. 주식을 다른 종류의 주식으로 전환할 수 있다는 뜻
2. 전환의 조건
3. 전환으로 인하여 발행할 주식의 내용
4. 전환청구기간 또는 전환의 기간

제 348 조(전환으로 인하여 발행하는 주식의 발행가액) 전환으로 인하여 신주식을 발행하는 경우에는 전환전의 주식의 발행가액을 신주식의 발행가액으로 한다.

제 349 조(전환의 청구) ① 주식의 전환을 청구하는 자는 청구서 2 통에 주권을 첨부하여 회사에 제출하여야 한다. ② 제 1 항의 청구서에는 전환하고자 하는 주식의 종류, 수와 청구년월일을 기재하고 기명날인 또는 서명하여야 한다.

제 350 조(전환의 효력발생) ① 주식의 전환은 주주가 전환을 청구한 경우에는 그 청구한 때에, 회사가 전환을 한 경우에는 제 346 조제 3 항제 2 호의 기간이 끝난 때에 그 효력이

발생한다. ② 제 354 조제 1 항의 기간 중에 전환된 주식의 주주는 그 기간 중의 총회의 결의에 관하여는 의결권을 행사할 수 없다. ③ 전환에 의하여 발행된 주식의 이익배당에 관하여는 주주가 전환을 청구한 때 또는 제 346 조제 3 항제 2 호의 기간이 끝난 때가 속하는 영업연도 말에 전환된 것으로 본다. 이 경우 신주에 대한 이익배당에 관하여는 정관으로 정하는 바에 따라 그 청구를 한 때 또는 제 346 조제 3 항제 2 호의 기간이 끝난 때가 속하는 영업연도의 직전 영업연도 말에 전환된 것으로 할 수 있다.

제 351 조(전환의 등기) 주식의 전환으로 인한 변경등기는 전환을 청구한 날 또는 제 346 조제 3 항제 2 호의 기간이 끝난 날이 속하는 달의 마지막 날부터 2 주 내에 본점소재지에서 하여야 한다.

상환전환우선주 관련 분쟁 사례 - 전환조건 중 전환가격 재조정(Re-fixing) 조항 쟁점:

대법원 2014. 9. 4. 선고 2013다40858 판결

1. 계약서의 전환가격 조정 re-fixing 조항

1. 발행회사가 시가를 하회하는 발행가액, 전환가격 또는 행사가격으로 유상신주 또는 주식연계사채를 발행하는 경우, 또는 주식배당이나 준비금의 자본전입 등으로 주식을 발행(당해 유상신주 또는 주식연계사채 발행 후 사후적으로 전환가격 또는 행사가격이 인수인의 주당 행사가격보다 하향조정되는 경우 포함)하는 경우에는 다음과 같이 행사가격을 조정한다.
조정 후 행사가격 = [(조정 전 행사가격 × 기발행주식수) + (신발행주식수 × 1주당 발행가액)] / (기발행주식수 + 신발행주식수)
2. 사채발행일로부터 매 3개월이 되는 날(이하 '행사가격 조정일')마다 행사가격 조정일 전일을 기산일로 하여 기산일로부터 소급한 1개월 거래량 가중평균가격, 1주일 거래량 가중평균가격, 기산일 증가를 산술평균한 가격과 기산일 증가 중 높은 가격이 본건 신주인수권부사채의 행사가격보다 낮은 경우에는 그 가격을 행사가격으로 조정한다(이하 '리픽싱 조항'이라고 한다). 다만, 조정 후 행사가격은 액면가액을 하회하지 못한다.
4. 자본감소, 주식분할 및 주식병합, 합병 등(이하 '자본감소 등')에 의하여 행사가격의 조정이 필요한 경우에는 자본감소 등 직전에 본 계약에 따른 신주인수권이 모두 행사되었더라면 인수인이 가질 수 있었던 주식의 수에 따른 가치로 보장하는 방법으로 행사가액을 조정한다(이하 '반희석화 조항'이라고 한다).
6. 조정 후 행사가액이 주식의 액면가를 하회하는 경우에는 주식의 액면가를 행사가액으로 한다.

① **보통주의 시가하락 시 신주인수권의 행사가액을 하향조정하는 내용의 '리픽싱 조항' :**

“사채발행일로부터 매 3개월이 되는 날(행사가액 조정일)마다 행사가액 조정일 전일을 기산일로 하여, 기산일로부터 소급한 1개월 거래량 가중평균가격, 1주일 거래량 가중평균 가격, 기산일 증가를 산술평균한 가격과 기산일 증가 중 높은 가격이 본건 신주인수권부 사채의 행사가액보다 낮은 경우에는 그 가격을 행사가액으로 조정한다. 다만, 조정 후 행사가액은 액면가액을 하회하지 못한다.”

② **반희석화 조항** : “자본감소, 주식분할 및 주식병합, 합병 등에 의하여 행사가액의 조정이 필요한 경우에는 자본감소 등 직전에 본 계약에 따른 신주인수권이 모두 행사되었더라면 인수인이 가질 수 있었던 주식의 수에 따른 가치로 보장하는 방법으로 행사가액을 조정한다.”

2. 추가하락 + 1차 가격조정 + 감자결정

발행회사는 주식의 시가하락을 이유로 리픽싱 조항에 따라 수차례 신주인수권 행사가액을 하향조정 한 후, 결국 행사가액의 최저한도인 액면가 500원까지 하향조정하였음. + 그 후 재무구조 개선을 위하여 보통주 10주를 1주로 병합하는 감자결정 + 반희석화 조항에 따라 이 사건 신주인수권의 행사가액을 종전 500원에서 5,000원으로 상향조정 + 그러나, 그와 같은 조정 이후에도 주식의 시가가 지속적 하락함

3. 양 당사자 주장요지

투자자 주장: 추가 주가 하락 + 리픽싱 조항에 따라 기준일 당시 다시 가격재조정 필요 + 행사가격 798원으로 하향조정 주장 + 기존 하한액까지 조정된 것과 무관하게 기준일 당시 계약서의 가격조정조항에 따라 다시 가격조정 필요함

발행회사 주장: 이미 행사가격 조정으로 하한선 500원까지 조정되었음 + 감자 후 반희석화 조항을 적용하여 상향조정된 가격을 그 후 주가하락을 이유로 행사가액을 다시 재조정을 할 수 없음

4. 서울고등법원 항소심 및 대법원 판결요지

이 사건의 쟁점은 피고의 주식병합에 따른 감자로 인하여 반희석화 조항의 적용이 이루어진 후에 주가가 다시 하락하였을 경우 리픽싱 조항에 의하여 이 사건 신주인수권 행사 가액의 최저한도를 5,000원 이하로 추가 조정할 수 있는지에 있다.

① 반희석화 조항은 신주인수권부사채를 발행한 회사의 자본구조에 변동이 발생한 때 공평의 견지에서 신주인수권부사채권자가 보유하였던 신주인수권의 경제적 가치를 그대로 유지되도록 조정하기 위한 것이고, 리픽싱 조항은 신주인수권부사채계약 체결 당시의 투자액 가치 그 자체를 보장하는 것으로서 신주인수권부사채권자가 주가 하락으로 인하여 입을 수 있는 투자위험을 제거하기 위해 조정하는 것으로서, 양자의 조정은 원칙적으로 별개의 사유에 의한 것이고 독립적으로 적용되는 것인 점,

② 발행회사 기존 주식 각 10주를 동일한 액면주식 1주로 병합하는 방식으로 감자를 실시하고 그 무렵 이를 원인으로 반희석화 조항에 따라 이 사건 신주인수권의 행사가액을 500원에서 5,000원으로 조정함으로써 감자에 의한 행사가액 조정은 종료된 점,

③ 이 사건 신주인수권의 행사가액 조정에 관한 규정에서 감자에 따른 신주인수권 행사
가액 조정 이후에 리픽싱 조항에 따른 행사가액 조정을 배제하는 것으로 규정한 바가 없
는 점,

④ 이 사건 신주인수권의 행사가액에 관하여는 주식의 액면가를 하한으로 하고 있을 뿐
이고 다른 제한은 없으므로, 감자가 있었다는 사유만으로 신주인수권 행사가액의 하한을
주식병합비율을 반영하여 액면가의 10배인 5,000원으로 조정되어야 하는 것으로 볼 수는
없는 점,

⑤ 이 사건 신주인수권의 행사가액 조정에 관한 규정에 따르면 주가의 변동으로 인한 행
사가액의 조정은 하향조정만이 가능하고, 기존의 조정일에 조정이 이루어졌는지 여부와
관계없이 그 후의 조정일에도 추가로 조정이 이루어질 수 있다고 규정하고 있는 점,

⑥ 상법 제516조의2 제3항은 신주인수권부사채의 발행에 있어서는 신주인수권부사채권
자와 기존주주의 이해조정을 고려하여 '각 신주인수권부사채에 부여된 신주인수권의 행
사로 인하여 발행할 주식의 발행가액의 합계액은 각 신주인수권부사채의 금액을 초과할

수 없다'고 규정하여 신주의 발행가액의 합계액이 신주인수권부사채의 금액을 넘지 않도록 하는 총액제한만을 규정하고 있고, 신주인수권의 행사가액의 조정에 관하여는 규정을 두고 있지 않으므로 신주인수권의 행사가액 조정은 신주인수권부사채의 발행회사와 인수인의 합의로 정해져야 하는 점 등의 사정에 비추어 보면,

발행회사의 감자로 인하여 반희석화 조항의 적용이 이루어진 후에 주가가 다시 하락하였을 경우 리픽싱 조항에 의하여 이 사건 신주인수권 행사가액의 최저한도를 5,000원 아래로 추가 조정할 수 있는데 제한이 없다.”

상환전환우선주 관련 분쟁 사례 - 전환가격 재조정(Re-fixing) 조항 관련 소송법적 쟁점:

대법원 2014. 9. 4. 선고 2013다40858 판결

신주인수권만의 양도가 가능한 분리형 신주인수권부사채를 발행한 발행회사가 신주인수권의 발행조건으로 주식의 시가하락 시 신주인수권의 행사가액을 하향조정하는 이른바 '리픽싱(refixing) 조항'을 둔 경우, 주식의 시가하락에 따른 신주인수권 행사가액의 조정 사유가 발생하였음에도 발행회사가 그 조정을 거절하고 있다면, 신주인수권자는 발행회사를 상대로 조정사유 발생시점을 기준으로 신주인수권 행사가액 조정절차의 이행을 구하는 소를 제기할 수 있고, 신주인수권자가 소송과정에서 리픽싱 조항에 따른 새로운 조

정사유의 발생으로 다시 조정될 신주인수권 행사가액의 적용을 받겠다는 분명한 의사표시를 하는 등의 특별한 사정이 없는 한 위와 같은 이행의 소에 대하여 과거의 법률관계라는 이유로 권리보호의 이익을 부정할 수는 없다.

위와 같은 발행조건의 리픽싱 조항에서 신주인수권의 행사를 예정하고 있지 아니하고 신주인수권자가 소로써 신주인수권 행사가액의 조정을 적극적으로 요구하는 경우와 발행회사가 자발적으로 행사가액을 조정하는 경우를 달리 볼 이유가 없는 점, 주식의 시가하락이 있는 경우 리픽싱 조항에 따른 신주인수권 행사가액의 조정이 선행되어야만 신주인수권자로서는 신주인수권의 행사 또는 양도 등 자신의 권리행사 여부를 결정할 수 있는 점, 반면 위와 같은 이행의 소에 신주인수권의 행사가 전제되어야 한다면 이는 본래 신주인수권의 행사기간 내에서 신주인수권의 행사 여부를 자유로이 결정할 수 있는 신주인수권자에 대하여 신주인수권의 행사를 강요하는 결과가 되어 불합리한 점 등을 종합하면, 신주인수권 행사가액 조정절차의 이행을 구하는 소는 신주인수권의 행사 여부와 관계없이 허용된다고 보아야 한다.

기업법무, 기술법무, 벤처기업, 계약분쟁, 손해배상, Claim, License, R&D 제휴계약

T. 02-591-0657 E. kkh@kasanlaw.com H. www.kasanlaw.com