

RCPS 상환전환우선주 관련 투자계약 실무적 포인트 - 공동매도요구권(Drag Along) 조항, 공동매도참여권(Tag Along) 등 쟁점 조항



벤처캐피탈(VC) 또는 사모펀드(PEF)로부터 투자를 받는 스타트업, 벤처 기업이 VC 나 PEF 로부터 투자계약서에 안전장치를 요구 받는 경우가 있습니다. 안전장치의 대표적인 규정이 투자자에 대한 동반매각청구권과 확정수익보장 규정입니다.

위 규정에 따르면 아래와 같이 투자금액에 대하여 일정한 기한을 두고 그 기한이 만료되면 투자자가 임의로 M&A 를 시도할 수 있고 피투자자는 M&A 등을 포함한 Exit 시에 투자자에게 확정수익을 보장하여야 합니다.

[동반매각청구권 규정]

을이 yy 년 mm 월 dd 일까지 거래소시장 또는 코스닥시장에 상장되지 못할 경우  
갑은 M&A 를 추진할 수 있고, 을과 을의 경영진등은 이에 적극 협조하여야 한다.  
갑이 추진한 M&A 가 아래 사항을 만족할 경우에는 을의 경영진등의 지분은 갑과  
동일 가격으로 매각하여야 한다.

[확정수익보장 규정]

을의 경영진등은 보유지분의 전부 또는 일부를 매각, 포괄적 주식 교환, 주요자산  
매각, 기타 주식 처분 등의 모든 방법으로 을이 제 3 자에게 인수 또는  
합병(M&A)의 방식으로 갑에게 투자금회수가 발생하는 경우에 갑에게 아래와 같은  
규정에 따라 산정한 금액이 배분되도록 한다

i. 산정된 M&A 주식단가에 따른 갑의 투자금 회수총액이 본건 우선주식의  
투자원금과 연 복리 8% 이자를 합한 금액에 미치지 못할 경우 갑에게 다른  
보통주주에 우선하여 투자원금과 연 복리 8%의 이자를 합한 금액을 우선  
배분한다.

ii. 산정된 M&A 주식단가에 따른 갑의 투자금 회수총액이 본건 우선주식의  
투자원금과 연 복리 8% 이자를 합한 금액에 초과하나 투자원금의 2 배에 미치지  
못할 경우 투자원금의 2 배에 해당되는 금액을 갑에게 배분한다.

iii. 산정된 M&A 주식단가에 따른 갑의 투자금 회수총액이 투자원금의 2 배 이상인  
경우에는 모든 주주들이 보유한 지분율에 따라 배분한다. 이때 지분율은 갑이  
보유한 우선주의 보통주 전환을 가정한다.

대법원은 합작투자계약에서 아래와 같은 제한 규정을 둔 것에 대하여 "설립 후 5년간 일체 주식의 양도를 금지하는 내용으로, 이와 같은 내용은 위에서 본 바와 같이 정관으로 규정하였다고 하더라도 이는 **주주의 투하자본회수의 가능성을 전면적으로 부정하는 것으로서 무효**"라고 하면서 "그와 같이 정관으로 규정하여도 무효가 되는 내용을 나아가 회사나 주주들 사이에서, 혹은 주주들 사이에서 약정하였다고 하더라도 이 또한 무효"라고 판시한 바가 있습니다(대법원 2000. 9. 26. 선고 99다48429 판결). 그러므로 주주의 투하자본회수의 가능성을 부정하는 계약 규정은 위와 같이 무효 가능성이 상존한다고 보입니다.

한편, 유사한 용어처럼 보이지만 공동매도참여권은 개념적으로 공동매도요구권과 엄격하게 구별됩니다. 주식매각을 할 때 주도권이 투자자에게 있는지 반대로 피투자 회사에 있는지 정반대 조건입니다.

먼저, 공동매도요구권(Drag along)은 투자자가 자기 주식을 매도할 때 대주주 또는 다른 주주의 주식도 같은 조건으로 같이 매도할 수 있도록 하는 것입니다. 투자자에게 주식매각 주도권이 있습니다. 투자자가 Exit을 목적으로 대주주 지분을 동반 매각할 수 있기 때문에 경영권 프리미엄을 주장해 비싸게 매각할 수 있는 있습니다. 즉, 발행회사 입장에서는 매우 불리한 조항입니다.

반면, 공동매도참여권(Tag along)은 대주주(또는 이해관계인)가 지분을 제 3 자에게 매각하려 할 때 투자자도 대주주 지분의 매각 거래와 동일한 가격 조건으로 함께 매도할 수 있는 권리입니다. 피투자 회사에서 주식매각을 주도할 수 있으므로 투자를 받는 발행회사 입장에서는 불리할 것이 없습니다.

다만, 대주주가 외부의 제 3 자가 아닌 회사내부의 임직원에게 주식을 매각하는 경우에는 투자자의 공동매도참여권(Tag along)을 행사할 수 없도록 제한하는 조항을 추가로 두는 방안도 있습니다. 예를 들어, 회사발전에 크게 공헌한 내부 임직원이나 외부 인재를 영입할 때 회사주식을 주는 경우가 있는데, 이 때 투자자의 공동매도참여권을 행사하는 것은 적절하지 않기 때문입니다.

#### [발행주식의 양도제한 규정]

합작회사가 사전에 공개되는 경우를 제외하고 합작회사의 설립일로부터 5 년 동안, 합작회사의 어느 주주도 합작회사 주식의 전부 또는 일부를 다른 당사자 또는 제 3 자에게 매각, 양도할 수 없다. 단, 법률상 또는 정부의 조치에 의하여 그 주식의 양도가 강제되는 경우 또는 당사자들 전원이 그 양도에 동의하는 경우에는 예외로 한다.

위 대법원의 법리와 같이 추후에 투자자와 기업 간에 법적 분쟁이 발생하는 경우에 위와 같은 조항들에 대하여 약관규제법 위반, 민법의 불공정 또는 공서양속 규정 위반 등의 이유로 무효라고 주장할 소지가 있습니다. 그러나 위 동반매각청구권 등은 주주의 투자자본 회수를 부정하는 것이 아니라 그와 반대로 일정한 조건으로 거래를 강제하는 것일 뿐이고 계약 자유의 원칙 상 대등한 당사자 간의 계약으로 볼 가능성이 보다 높다고 보이므로 법원이 유효한 규정으로 볼 가능성이 충분히 있습니다.

따라서 스타트업 또는 벤처 기업들과 그 경영진들은 위와 같은 투자자들의 과도한 엑시트 요구와 이익분배 요구에 대하여 IPO 등의 목표 달성 가능성과 손해 발생 여부에 대하여 충분히 검토한 후에 투자계약을 체결하여야 할 것입니다.

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

---

T. 02-591-0657 E. [kkh@kasanlaw.com](mailto:kkh@kasanlaw.com) H. [www.kasanlaw.com](http://www.kasanlaw.com)