



저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.



변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 [이용허락규약\(Legal Code\)](#)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

[Disclaimer](#)

法學碩士學位論文

中國 사모펀드의 "베어링계약"에 관한  
研究

2017년 2월

서울대학교 大學院

法學科

崔紅花

# 中國 사모펀드의 "베팅계약"에 관한 研究

지도교수 노혁준

이 논문을 석사 학위논문으로 제출함  
2016년 10월

서울대학교 법과대학원  
법학과 상법전공  
崔紅花

崔紅花의 석사 학위논문을 인준함  
2016년 12월

위원장	_____	천경훈	(인)
부위원장	_____	송옥렬	(인)
위원	_____	노혁준	(인)

## 국문초록

성장기에 있는 중소기업이 성장상황을 유지하고 생산규모를 확대하고자 한다면 융자를 하여야 한다. 사모펀드의 지분투자방식은 성장기에 있는 중소기업의 주요 융자방식이고 이러한 방식은 신규 투자방식으로 현재 중국 금융시장에서 아주 중요한 역할을 한다. 베팅계약은 사모펀드가 이러한 지분투자를 함에 있어서 제반 투자 프로젝트를 반영하고 사모펀드의 이익을 보호하는 아주 중요한 일환으로 이는 사모펀드, 대상회사 및 그 지배주주 등간의 권리의무를 정한다. 베팅계약의 주요 기능은 사모펀드가 대상회사에 투자를 함에 있어서 대상회사의 미래가치에 대하여 정확한 판단을 할 수 없어 사전에 특정 조건을 약정하고 추후 동 조건을 기준으로 대상회사의 가치에 대하여 조정하는 것이다.

중국에서 사용되고 있는 베팅계약은 국제금융시장에서 기원하여 중국에 도입된 것으로 사모펀드, 대상회사 및 그 지배주주, 실제 지배인 또는 법정대표인 간에 약정하는 대상회사가 특정경영실적목표 또는 상장목표에 도달하지 못하였을 경우 대상회사 및 그 지배주주, 실제 지배인 또는 법정대표인이 사모펀드에게 손해배상을 하거나 약정한 가격으로 사모펀드가 대상회사에서 보유하고 있는 지분을 회수하는 것을 말한다. 이러한 베팅계약이 발생하는 원인을 살펴볼 경우 첫째, 성장기에 있는 중소기업이 성장상황을 유지하고, 생산규모를 확대하는 등에 대한 자금수요가 존재하고 둘째, 시장에서 거래를 함에 있어서 거래당사자 간에 정보비대칭 상황이 발생하기 때문이다.

다만, 중국에서 광범위하게 사용되는 베팅계약은 중국 지분융자시장, 사회신용제도, 중국 법률 등의 제한을 받아 국외에서 사용하는 계약과 어떠한 방면에서 다른 점이 존재한다. 주요하게 (1) 자금의 공급과 수요에서 대상회사의 수요가 공급에 비해 크므로 많은 융자프로젝트에서 사모펀드가 더욱 많은 협상력을 가지게 되어 실무에서 대부분이 일방 베팅계약이며 (2) 중국에는 아직 사회신용체제가 구축되지 않아 사모펀드와 대상회

사 및 그 지배주주 간에 정보에 대한 비대칭상황이 심각하며 (3) 중국에는 우선주 활용이 어렵기에 부득이 보통주로 베틱을 하여야 하나 대상회사의 회사형태가 대부분이 유한책임회사이므로 지분으로 베틱하는 상황이 많다.

이러한 베틱계약에 대하여 중국에는 아직 명확한 법률규정을 두고 있지 아니하므로 실무에서는 베틱계약의 법적성격, 유효여부 등에 대하여 학자들 간에 많은 논의가 존재하고 아울러 실무에서도 많은 분쟁이 발생한다. 2012년, 최고인민법원은 처음으로 베틱계약으로 인하여 발생한 분쟁에 대하여 판결하였는바, 즉 사모펀드와 대상회사 간의 베틱계약에 대하여는 무효로 판정하고 사모펀드와 대상회사의 지배주주 간의 베틱계약에 대하여는 유효로 판정하였다. 다만, 그 후 중재위원회는 사모펀드와 대상회사 간의 베틱계약에 대하여 유효로 판정하였다.

한편, 베틱조건의 성취여부는 베틱계약의 각 당사자가 상대방 당사자에게 부담하는 책임을 결정하게 되므로 그 성취기준에 대하여 각 당사자 간에 분쟁이 발생하고 나아가 베틱실패로 인한 책임을 경감 또는 면제하기 위하여 대상회사의 지배주주는 사모펀드의 과실, 불가항력, 정세변경 등을 주장하는 경우도 있다. 또한, 베틱계약의 당사자 중 외상투자기업 또는 국유기업이 존재할 경우 베틱계약의 효력은 계약법 및 회사법을 제외한 외상투자 및 국유자산 관련 법률의 규제를 받게 되므로 이는 베틱계약의 효력에 영향을 주게 된다.

따라서, 이번 논문에서는 우선 베틱계약의 개념, 발생원인, 기능, 주요내용 등에 대하여 구체적으로 서술하고 다음, 그 법률효력, 조건성취 요건 및 특수상황에 대한 이론 및 판례 분석을 통하여 중국에서 진행되고 있는 베틱계약의 제반 사항에 대하여 설명하고자 한다.

**주요어 : 베틱계약, 지분가치조정, 지분투자, 계약효력, 법률리스크**

**학 번 : 2009-22596**

# 목 차

제 1 장 서론 .....	1
제 1 절 베팅계약의 개념 .....	2
제 2 절 베팅계약의 발생배경 .....	4
제 3 절 베팅계약의 특징 .....	8
제 4 절 베팅계약의 구조 및 유형 .....	12
제 2 장 베팅계약의 기능 및 법적성격 .....	23
제 1 절 베팅계약의 기능 .....	23
제 2 절 베팅계약의 법적성격 .....	24
제 3 절 논의의 방향 .....	30
제 3 장 베팅계약의 유효성에 관한 쟁점 .....	32
제 1 절 사모펀드와 대상회사 간 베팅계약의 유효성 .....	32
제 2 절 사모펀드와 대상회사의 지배주주 등간의 베팅계약의 유효성 .....	43
제 3 절 구체적 사례에 대한 분석 .....	45
제 4 절 소결론 .....	53
제 4 장 베팅계약 이행 중 조건성취에 관한 쟁점 .....	56
제 1 절 베팅조건 및 그 달성여부에 대한 분쟁 .....	56
제 2 절 구체적 사례에 대한 분석 .....	60
제 3 절 소결론 .....	64
제 5 장 베팅계약의 특수상황에 관한 쟁점 .....	66

제 1 절 대상회사가 외상투자기업인 베틱계약 .....	66
제 2 절 대상회사의 지배주주가 국유기업인 베틱계약 .....	69
제 3 절 구체적 사례에 대한 분석 .....	71
제 4 절 소결론 .....	74
제 6 장 결론 .....	76
참 고 문 헌 .....	79
Abstract .....	83

## 제 1 장 서론

베팅계약[국제금융시장에서 말하는 지분가치조정(Valuation Adjustment Mechanism, VAM)약정을 중국에서는 “对赌协议”(베팅계약)이라 함]은 투자자가 지분투자를 진행함에 있어서 아주 중요한 일환으로 이는 투자자의 제반 투자프로젝트 즉 자금의 투입, 사용, 철수 등 제반 사항에 대하여 약정하고 나아가 투자자의 투자이익을 보호하는 중요한 역할을 한다. 지분투자를 진행함에 있어서 투자자는 투자금이 충족한 개인, 사모펀드 및 기타 투자회사가 포함된다. 그 중 사모펀드는 중국 내에서 비공개방식으로 투자자로부터 자금을 모집하여 설립한 투자펀드로 목적은 용자의향을 가지고 있는 회사에 투자하여 수익을 창출하는 것이다.

현재 사모펀드의 지분투자는 일종의 지분투자방식으로 국제금융시장에서 활발하게 진행되고 있고 또한 중국에 도입된 후 중국의 중소기업의 용자 어려움을 많이 완화하였다. 중국에서의 사모펀드의 지분투자규모는 매년 수천억 위엔에 도달하고 아울러 총 투자금액은 3만억 위엔을 훨씬 초과한다. 따라서, 지분투자영역에서 사모펀드의 투자규모는 기존의 다른 투자자와 비해 그 규모가 훨씬 크고 아울러 중요한 역할을 발휘한다. 베팅계약은 사모펀드가 이러한 지분투자를 진행함에 있어서 중국에서 광범위하게 체결하는 계약이다.

다만, 중국의 회사제도가 상이하고 또한 자본시장이 발달되지 않은 등 사유로 베팅계약은 내용면에서 국외에서 사용되고 있는 베팅계약과 어떠한 방면에서 다르고 또한 이러한 계약에 대하여 중국에서 별도의 규정을 두고 있지 않기에 계약의 내용, 법적성격, 효력 등에 대하여 분쟁이 존재하고 나아가 시장에서의 지분투자의 활성화, 사모펀드의 발전 등에 영향을 주게 된다. 따라서, 본 글에서는 사모펀드의 지분투자를 기준으로 진행하는 베팅계약에 대하여 구체적으로 알아보도록 한다.



## 제 1 절 베팅계약의 개념

베팅계약의 개념에 대하여 현재 중국 법률에서는 명확한 규정을 두고 있지 않다. 아울러, 실무에서도 사모펀드, 대상회사 및 지배주주 등간에는 계약명칭을 “베팅계약” 이라고 명하고 계약을 체결하지 않고 증자협의서, 보충합의서, 투자합의서, 지분양도계약서 등 계약에 지분투자자에 대한 베팅조항을 두어 체결한다. 다만, 위 계약의 핵심은 여전히 베팅조항에 있으므로 실무에서는 이러한 베팅조항을 두고 있는 계약을 통칭하여 “베팅계약” 이라고 한다.

이러한 베팅계약에 대하여 학계에서는 여러 가지 해석을 두고 있다. 예컨대, 어떠한 학자는 베팅계약은 “미래 일정한 기간 내 만약 대상회사의 관리층이 노력을 통하여 특정목표의 이익 또는 수입을 실현하였을 경우 투자자는 무상으로 일정한 지분을 관리층에게 장려금으로 하여 양도하고 만약 특정목표에 도달하지 못하였을 경우 관리층이 투자자에게 일정한 지분을 양도하는 것” 이라고 해석하고 있고<sup>1)</sup> 어떠한 학자는 “베팅계약은 선물옵션으로 양 당사자가 미래 불확정한 상황에 대한 일종의 약정으로 만약 약정한 조건이 나타날 경우 투자자는 가치를 조정할 권리를 행사할 수 있고 이에 반할 경우 용자를 하는 자가 동 권리를 행사하는 것” 이라고 해석하고 있고<sup>2)</sup> 어떠한 학자는 “투자자와 용자를 하는 자가 용자계약을 체결할 시 미래 실적에 대하여 당장 확인할 수 없으므로 양 당사자는 특정실적목표를 약정하여 위 목표 완성여부로 어느 당사자가 가치조정권리를 행사하는지를 결정하는 것” 이라고 해석하고 있으며<sup>3)</sup> 어떠한 학자는 “베팅계약은 회사가 용자하는 과정에서 거래의 공정성을 보장하기 위하여 약정한 계약” 이라고 해석하고 있다<sup>4)</sup>. 또한, 어떠한 학자는 “베팅계약은

1) 项海容, 李建军, 刘星, <격려관점에 본 베팅계약>(基于激励视角的对赌合约研究), <상해경제연구>, 2009년 제3기, 제92페이지.

2) 杨占武, <베팅계약의 법률문제>(对赌协议的法律问题), 중화전국을사협회경제전문위원회2009년년회(귀주)논문집, 제151페이지.

3) 谢海霞, <베팅계약의 법률성격에 대한 분석>(对赌协议的法律性质探析), 법학잡지, 2010년 제1기, 제73페이지.

일종의 부가조건이 있는 가치평가방식으로 투자자와 대상회사의 관리층 간의 정보 불일치로 인하여 존재하는 문제점을 해결하는 것” 이라고 하였다<sup>4)</sup>. 위 내용을 종합하면, 베팅계약은 투자자가 대상회사에 투자를 함에 있어서 대상회사의 미래가치에 대하여 정확한 판단을 할 수 없어 용자를 하는 자와 합의를 통해 특정실적 달성 등 조건을 약정하고 동 조건을 달성하였거나 미달하였을 경우 각각 관련 권리 행사하거나 또는 의무를 이행하는 것을 말한다. 여기에서의 용자를 하는 자는 일반적으로 대상회사의 지배주주, 실제 지배인 또는 법정대표인 등(이하 “대상회사의 지배주주 등” 으로 약칭함)이다. 아울러, 대상회사의 관리층은 대상회사의 지배주주 또는 실제 지배인 또는 법정대표인이 직접 그 구성원으로 되거나 파견한 자로 구성된다.

구체적으로 설명하면 다음과 같다. 사모펀드가 대상회사에 투자할 시 현존하고 있는 대상회사의 가치보다는 미래 대상회사의 가치 즉 대상회사의 미래 이익창출능력을 기준으로 투자를 하게 된다. 다만, 외부의 경영환경 및 대상회사 내부의 경영전략, 경영방식, 집행효율 등으로 인하여 대상회사의 미래가치에 대하여 정확한 판단을 하기 어렵다. 즉, 현시점에서는 대상회사의 과거 및 현재의 실적, 경영방식, 경영전략, 시장환경 등에 대하여는 판단할 수 있지만 위와 같은 불확정한 사항으로 미래에도 과거와 같은 성장패턴을 유지할 수 있다고 정확하게 판단하기 어렵다는 것이다.

아울러, 대상회사의 지배주주 등은 사모펀드의 자금을 용자하기 위하여 대상회사의 미래 가치를 과다 평가하게 되고 이러한 과정 중에서 대상회사의 일부 정보에 대하여 사모펀드에게 공개하지 않을 수 있다. 따라서, 공평한 거래를 진행하기 위하여 사모펀드와 대상회사의 지배주주 등은 대상회사의 미래실적에 대하여 기준을 정하고 동 기준을 통하여 대상회사의

---

4) 李艳军, <중국창업판시장에서 베팅계약의 법률지위>(对赌协议在中国创业板市场中的法律地位), 중앙재정대학학보, 2011년 제11기, 제82페이지.

5) 程继爽, <중국기업의 베팅계약 사용>(对赌协议在我国企业中的应用), 중국관리정보화, 2007년 제6기, 제78페이지.

가치를 조정한다. 합의를 달성한 후 사모펀드는 대상회사의 현존가치의 몇배에 해당하는 자금을 대상회사에 투자하고 대상회사의 지배주주 등은 동 투자금으로 대상회사의 경영을 확대한다. 만약 대상회사의 운영이 잘 되어 실적이 약정한 기준을 초과할 경우 기준을 낮게 약정한 보상으로 사모펀드는 추가 투자를 하거나 일정한 지분을 대상회사의 지배주주 등에게 양도하거나 현금을 보상하는 등 의무를 이행하고 만약 대상회사의 실적이 약정한 기준에 미달할 경우 사모펀드는 대상회사 및 대상회사의 지배주주 등에게 지분 회수, 현금 배상요청 등 권리를 행사하게 된다.

현재 중국 내에서 진행되고 있는 베타계약을 살펴보면 사모펀드는 일반적으로 대상회사 및 그 지배주주, 실제 지배인 또는 법정대표인 간에 베타계약을 체결하고 대상회사의 미래 실적에 대한 기준은 경영실적(일정한 기간 내의 순이익, 영업수익 또는 성장률 등) 또는 일정한 기간 내 상장 완료를 조건으로 한다. 따라서, 실무에서 어떠한 학자는 아예 베타계약을 사모펀드, 대상회사 및 그 지배주주, 실제 지배인 또는 법정대표인 간에 약정하는 대상회사가 특정경영실적목표 또는 상장목표에 도달하지 못하였을 경우 대상회사 및 그 지배주주, 실제 지배인 또는 법정대표인이 사모펀드에게 손해배상을 하거나 약정한 가격으로 사모펀드가 대상회사에서 보유하고 있는 지분을 회수하는 것이라고 정의하였다<sup>6)</sup>.

## 제 2 절 베타계약의 발생배경

중국에서 사모펀드가 지분투자를 함에 있어서 베타계약을 광범위하게 사용하는데는 그 이유가 있다. 따라서, 아래에서는 그 이유에 대하여 자세하게 살펴보도록 하자.

### 1. 회사의 지분용자수요

---

6) 刘俊海, <현대회사법>(第三版), 법률출판사, 2015년, 제254페이지.

성장기에 있는 중소기업이 성장상황을 유지하고 생산규모를 확대하고자 한다면 융자를 하여야 한다. 융자방식에는 채권융자방식과 지분융자방식이 있는데 실무에서 성장기에 있는 중소기업은 일반적으로 지분융자방식을 통하여 융자목적을 실현한다. 왜냐하면, 중소기업은 일반적으로 저당할 수 있는 재산이 부족하고, 신용도가 낮으므로 채권자 특히 은행을 통하여 융자를 하는데 어려움이 존재한다. 아울러, 채권자 입장에서는 회사가 추후 성공하여 많은 이익을 창출하여도 기존에 약정한 채권이자를 초과하여 수익을 취득하지 못하므로 동기부여가 부족하다. 이에 반해 지분융자방식을 통하여 융자를 할 경우 기업의 성장에 따라 지분가치도 증가하므로 유효하게 투자리스크를 감소할 수 있다<sup>7)</sup>. 또한, 외국 금융자본시장에서 자주 사용되는 투자방식인 전환사채는 중국에서 2012년부터 2014년 3월까지 일정한 요건 하<sup>8)</sup>에서만 시행하다가 그 후 폐지하였다.

현재 중국의 중소기업은 위와 같은 사유로 인하여 은행대출을 취득하기 어렵고 또한 중국 자본시장이 아직 발전초기단계에 있어서 융자방식이 많지 않아 많은 자금난을 겪고 있다. 따라서, 사모펀드의 지분투자방식은 신규 투자방식으로 성장기에 있는 중소기업들이 많이 선호하고 있다. 사모펀드의 지분투자는 기업에게 자금을 지원할 뿐만아니라 회사의 운영구조, 관리수준, 업무방향 등에 대하여 지원할 수 있다<sup>9)</sup>. 따라서,

7) 林俐, <중소기업융자선호 및 자본구조최적화전략>(中小企业融资偏好与资本结构优化策略), 사천사범대학학보(사회과학편), 2013년 7월, 제40권 제4기, 제74~75 페이지.

8) <회사채권전환지분등록관리방법>에 의하면 아래 채권을 지분 또는 주식으로 전환할 수 있는바 즉 (1) 회사 경영 중 채권자와 회사 간에 발생한 채권(여기에서 채권자는 이미 계약에 따른 모든 의무를 이행하였고 또한 법률, 행정법규 및 국무원 결정 또는 회사 정관에서 금지규정을 위배하여서는 아니됨), (2) 법원의 판결을 통하여 확인된 채권, (3) 파산회생 또는 합의과정에서 법원의 비준을 거친 회생계획 또는 재결을 통하여 확인된 합의계약서에서의 채권이다. 아울러, 전환절차에서 채권자가 출자하고자 하는 채권에 대하여 평가하여 출자금액이 채권의 평가금액보다 높아서는 아니된다.

9) 郝瑞军, <사모펀드를 이용하여 중소기업의 발전을 추진>(利用私募股权投资基金, 促进中小企业发展), 중국 집체경제·재무세무금융, 2010년 5월(하), 제102페이지.

중국에서의 사모펀드의 지분투자가 활발하게 진행됨에 따라 그 거래관계에 대하여 약정하는 베팅계약이 자주 발생하게 된다.

## 2. 거래당사자의 정보비대칭

시장에서 거래를 함에 있어서 거래비용이 존재한다. 즉 자본시장에서 투자자들은 자신이 보유하고 있는 지식, 노하우, 정보, 환경 등 여러 요소로 인하여 완전하게 이성적으로 투자행위에 대하여 정확하게 판단하기 어렵다. 예컨대, 회사 내부에 있는 자는 회사의 경영상황, 재무상황 등에 대하여 외부에 있는 투자자보다 더욱 많은 정보를 취득할 수 있고 외부에 있는 투자자들 간에도 여러 채널을 통하여 취득할 수 있는 정보범위에 차이가 존재한다. 아울러, 외부에 있는 투자자들은 회사의 정보를 취득하기 위하여 많은 시간과 정력을 소모하여야 한다. 따라서, 경제학이론에 의하면 이러한 정보비대칭은 정보를 많이 가지고 있는 거래당사자가 자신의 이익을 최대화 하기 위하여 의도적으로 관련 정보를 은닉할 수 있고 이러한 경우 정보를 적게 가지고 있는 거래당사자의 이익에 손해를 주게 된다. 아울러, 거래 발생 후 만약 외부 투자자가 프로젝트 내부의 정보에 대하여 잘 알지 못하거나 적시에 알지 못할 경우 내부 관리자는 자신의 이익을 위하여 외부 투자자의 이익에 손해를 줄 수 있다<sup>10)</sup>.

사모펀드의 지분투자는 위 경제학이론에 부합된다. 거래 당사자가 투자프로젝트에 대하여 협상할 시 대상회사의 지배주주 등은 대상회사의 경영전략, 경영상황, 재무상황 등 모든 정보를 장악하고 있지만 이에 반해 투자자는 우선 공개채널을 통하여 제한된 정보를 장악하게 되고 다음 대상회사에 대한 실사를 통하여 대상회사에 대한 구체적인 정보를

---

이지.

10) 倪敏, 李华, <Myers and Majluf 모형의 잉여관리 및 지분 재융자분석>(基于 Myers and Majluf模型的盈余管理与股权再融资分析), 상업연구, 2012년 제428기, 제89~96페이지.

취득하게 된다. 다만, 사모펀드가 대상회사의 구체적인 정보를 취득함에 있어서 대상회사의 지배주주 등의 협조가 필요한 바 즉 사모펀드가 취득한 정보는 궁극적으로 대상회사의 지배주주 등이 제공하게 된다. 이러한 경우 대상회사의 지배주주 등은 협상 당사자로서 더욱 높은 투자금 즉 자신의 이익을 최대화 하기 위하여 상대방인 사모펀드에게 모든 정보를 공개하지 않을 수 있다. 이때, 대상회사의 지배주주 등과 사모펀드 간에는 정보비대칭 상황이 발생하게 된다.

또한, 추후 거래가 달성된 후 사모펀드는 일반적으로 채무투자자<sup>11)</sup>로 회사 경영에 참여하지 않는바 가사 회사경영에 참여한다 하더라도 회사를 직접 운영하는 관리층보다 적시에 정보를 취득할 수 없다. 베팅계약에서 대상회사의 관리층은 일반적으로 대상회사의 지배주주, 실제 지배인 또는 법정대표인이 직접 그 구성원으로 되거나 파견한 자로 구성된다. 따라서, 이 경우 사모펀드와 대상회사의 지배주주 등간에 역시 정보비대칭상황이 발생하게 된다.

베팅계약은 투자리스크를 통제하는 수단으로 대상회사의 지배주주 등이 투자자가 설정한 목표를 위해 대상회사를 운영하도록 하고 동시에 정보비대칭으로 인하여 발생하게 되는 손실을 감소하는 역할을 하게 된다. 즉 일정한 조건 하에서 베팅계약은 대상회사의 지배주주 등에게 동기부여를 하고 사모펀드의 리스크를 최소화하며 경제효율을 볼 경우 파레토 최적에 해당된다<sup>12)</sup>. 즉, 사모펀드는 정보비대칭으로 인하여 대상회사의 가치에 대하여 정확하게 판단할 수 없기에 베팅계약을 통하여 대상회사의 가치를 조정하고 거래리스크를 감소한다. 아울러, 베팅이 실패할 경우 배상금 지급, 지분매수요청 등 조항을 통하여 대상회사의 지배주주 등이 적극적으로 대상회사를 운영하도록 구속할 수 있다.

---

11) 赵玉, <중국사모펀드법률제도연구>(我国私募股权投资基金法律制度研究), 중국 정법대학출판사, 2013년, 제113페이지.

12) 张波, 费一文, 黄培清, <베팅계약의 경제학연구>(对赌协议的经济学研究), 상해 관리과학, 2009년 2월, 제31권 제1기, 제6페이지.

### 제 3 절 베팅계약의 특징

위에서 설명하였듯이 중국에서 사용되고 있는 베팅계약은 국제금융시장에서 기원하여 중국에 도입된 것으로 사모펀드, 대상회사 및 그 지배주주, 실제 지배인 또는 법정대표인 간에 약정하는 대상회사가 특정경영실적목표 또는 상장목표에 도달하지 못하였을 경우 대상회사 및 그 지배주주, 실제 지배인 또는 법정대표인이 사모펀드에게 손해배상을 하거나 약정한 가격으로 사모펀드가 대상회사에서 보유하고 있는 지분을 회수하는 것을 말한다. 이러한 베팅계약이 발생하는 원인은 주요하게 (1) 성장기에 있는 중소기업이 시장에서 은행대출을 취득하기 어렵고 또한 중국 자본시장이 아직 발전초기단계에 있어서 융자방식이 많지 않아 많은 자금난을 겪고 있어 사모펀드의 지분투자는 중소기업의 융자 어려움을 해결할 수 있으며 (2) 각 거래당사자의 정보비대칭 상황을 예방할 수 있기 때문이다. 다만, 이와 같이 중국 지분융자영역에서 사모펀드가 광범위하게 사용하는 베팅계약은 미국 자본시장 특히 미국 사모펀드 투자 집결지인 실리콘 벨리에서는 자주 사용되는 것은 아니다. 아울러, 중국에서 사용되는 베팅계약은 도입과정에서 중국 자본시장 및 관련 법률의 제한을 받아 기존에 미국에서 사용되는 베팅계약과 비교하면 어떠한 방면에서 차이점이 존재한다. 아래 구체적으로 설명하면 다음과 같다.

첫째, 자금 융자 시장환경이 상이하다. 베팅계약이 중국에서 광범위하게 사용되는 궁극적인 사유는 성장기에 있는 중소기업의 자금수요 때문인 것으로 생각된다. 베팅계약은 단지 거래의 제반을 반영하지만 그 전에 이러한 거래를 원하는 각 당사자 간의 자금의 수요와 공급이 존재한다. 위에서도 설명하였지만 중국의 자본시장은 아직 발전초기 단계에 있고 또한 자금융자방식이 다양하지 않아 성장기에 있는 중소기업에 필요한 자금을 대출받기 쉽지 않다. 또한, 자금의 수요와 공급 간의 관계는 거래의 각 당사자의 협상력을 결정하는바 현재 중국에서는 중소기업의 이러한 자금의 수요는 공급에 비해 크다. 예를 들면, 베팅계약의 내용을 살펴보면 일방

베팅계약이 많고 쌍방베팅계약이 적다. 즉 베팅이 실패하면 대상회사 및 그 지배주주 등이 관련 책임을 부담하도록 하지만 이에 반해 베팅이 성공하게 되면 사모펀드는 별도의 보상책임을 부담하지 아니한다. 아울러, 사모펀드가 투자하는 회사를 살펴보면 초창기에 있는 중소기업보다 일정한 규모를 갖춘 중소기업들이 많다. 이에 반해 미국의 자본시장은 이미 성숙된 시장이고 아울러 다양한 자금유자방식이 존재한다. 아울러, 자금의 수요와 공급관계에서 각 당사자의 협상력은 상당하다. 중국의 베팅계약에서 사모펀드의 자금의 회수기간은 일반적으로 2년 내지 3년 이지만 미국에서는 일반적으로 5년 이상이다<sup>13)</sup>.

둘째, 정보비대칭 정도가 상이하다. 중국은 아직 사회신용체계 구축 초기 단계에 있고 아울러 사회신용 관련 제도가 완벽하지 않다. 중국은 최근에 회사신용정보공개시스템을 구축하여 회사의 일반정보, 행정허가, 행정처벌, 지분동결정보, 지분변경정보 등을 사회공중에 공개하는 등 신용체제를 구축하기 시작하였지만 회사의 재무정보 등 중요한 정보는 공개적인 루트를 통하여 여전히 취득하기 어렵다. 이에 반해 미국의 사회신용체계는 이미 구축되어 있어 성숙하게 발전하고 있는 단계이고 또한 공개적인 루트를 통하여 회사의 중요 사안에 대한 정보를 취득할 수 있다<sup>14)</sup>.

셋째, 우선주제도의 활용정도가 상이하다. 우선주는 많은 국가에서 인정하고 사용하는 주식종류로 투자영역에서 광범위하게 사용된다. 우선주는 보통주와 비교할 경우 주식배상금 또는 회사의 잔여재산(의결권 등 제외)에 대하여 보통주에 우선하여 배당받는 주식을 말한다<sup>15)</sup>. 다시 말해, 우선주는 그 소유주주가 의결권을 보유하고 있지 않는 대가로 회사 주식배당금 및 회사 잔여재산에 대하여 우선으로 배당받는 권리를 가지는 것을 말한다<sup>16)</sup>. 투자영역에서 사모펀드 등 투자자는 필요에 따라 이익배당, 의결

13) <http://www.chinaventure.com.cn/cmsmodel/news/detail/292844.shtml>, 2016년 9월 27일자 방문.

14) [http://blog.sina.com.cn/s/blog\\_872b51d20102vcuu.html](http://blog.sina.com.cn/s/blog_872b51d20102vcuu.html), 9월 27일자 방문.

15) 刘俊海, <현대회사법>(第三版), 법률출판사, 2015년, 제509~510페이지.

16) 施天涛, <회사법론>(公司法论), 법률출판사, 2006년, 제185페이지.



권, 청산재산 배당 등 중요한 내용과 위 종류의 우선주를 유연하게 사용하여 투자리스크를 감소한다. 미국의 VC투자협회(The National Venture Capital Association, NVCA)가 국제 사모펀드투자의 관계 및 업종기준에 기초하여 작성한 <시범계약>(NVCA Model Legal Documents for Venture Capital Investments)은 미국 투자영역의 최신 성과를 반영하는바 우선주 제도는 동 계약의 각 부분에 반영되어 있다. 미국 투자실무에서 사모펀드는 약정한 상황이 발생할 경우 대상회사가 상장 시 우선주를 보통주로 변경하거나 대상회사가 우선주를 회수하도록 요청하거나 제3자에게 매각할 수 있다<sup>17)</sup>.

현재 중국에는 우선주 관련 규정을 두고 있지만 규정의 적용범위가 좁고 규정이 원칙적이어서 실무에서 시행하기가 어려우며 일부 방면에서는 아예 규정을 두고 있지 아니다. 회사법 제131조에서는 국무원은 회사가 본 법에서 규정한 이외의 기타 종류의 주식에 대하여 별도로 규정할 수 있다고 하였다. 따라서, 국무원은 2013년 11월 30일자에 <국무원의 우선주제도를 시범적으로 시행하는 지도의견><sup>18)</sup>(이하 “지도의견” 이라 함)을 발표하여 시행하였다. 지도의견에서는 우선주의 개념, 우선주 주주의 권리와 의무 및 우선주 발행과 거래 등에 대하여 규정하였지만 우선주 발행 당사자를 (1) 공개적으로 우선주를 발행할 경우 증권감독관리위원회에서 규정한 상장회사로 제한하고 (2) 비공개적으로 우선주를 발행할 경우 상장회사(회사등록지가 중국 내에 있는 국외상장회사 포함) 및 비상장공중회사<sup>19)</sup>로 제한하였다. 그 후

17) 宣頤, 赵美珍, <미국벤처투자 우선주제도의 발전>(美国风险投资优先股制度的演进与运用), 경제보도, 2011년 제10기, 제7~8페이지.

18) 중문명칭은 <国务院关于开展优先股试点的指导意见>이다. 다만, 동 지도의견이 발표된 후 중국 내에서는 동 지도의견의 법률성격에 대하여 많은 논란이 있었다. 즉, 지도의견은 국무원의 규범문서이지 행정법규가 아니라는 것이다. 중국 법률에 의하면 국무원에서 발표한 국무원령 행정법규는 법률과 동등한 지위를 가진다. 아울러, <행정법규제정절차조례>에 의하면 행정법규의 명칭은 “조례”, “규정”, “방법”, “잠행조례” 또는 “잠행규정” 이어야 한다. 다만, 위 지도의견은 위 규정에 부합되지 않는다는 것이다.

19) <비상장공중회사감독관리방법>(非上市公众公司监督管理办法) 제2조에 의하면 비상장공중회사는 아래 각 호의 1에 해당하는, 증권거래소에 상장하여 거래되

중국증권감독관리위원회는 <우선주시범관리방법><sup>20)</sup>(2014년 3월 21일부 시행)을 발표하여 위 지도의견의 내용을 더욱 구체적으로 규정하였지만 우선주를 발행할 수 있는 상장회사를 (1) 상해종합지수가 앞 50번 순위에 있는 상장회사, (2) 우선주를 통하여 기타 상장회사를 인수합병하는 상장회사, (3) 등록자본금 감소목적으로 보통주를 매수하고자 할 경우 우선주를 지급수단으로 하거나 보통주 매수 후 등록자본금 감소총액 내에서 우선주를 발행하고자 하는 상장회사로 제한하였다.

위 규정에 의할 경우 현재 중국에서 우선주를 발행할 수 있는 당사자는 일정한 요건에 부합되는 상장회사 또는 비상장공중회사이다. 즉 유한책임회사는 위 규정에 의할 경우 우선주 발행이 불가하다. 다만, 이익배당 우선권과 관련하여 <회사법> 제35조에서는 유한책임회사의 주주는 약정을 통하여 출자비율에 따라 이익배당을 하지 않을 수 있다고 규정하고 있고 의결권 제한과 관련하여 <회사법> 제42조에서는 주주는 출자비율에 따라 의결권을 행사하지만 회사정관에 별도의 약정을 둘 수 있다고 규정하였다. 하지만, 위 이익배당 규정과 관련하여 지급순위에 있어서 선후순서를 규정한 것은 아니고 또한 의결권 제한과 관련하여 명확한 시행세칙을 두고 있지 아니하여 실무에서 시행하기에 어려움이 존재한다.

넷째, 대상회사의 회사형태가 상이하다. 중국의 회사형태를 살펴볼 경우 다른 국가와 달리 유한책임회사 형태가 90% 이상을 차지한다. 따라서, 베팅에 참여하는 중소기업인 대상회사의 회사형태는 대부분 유한책임회사이다. 그러므로 사모펀드는 부득이 지분 또는 보통주로 베팅계약을 체결하게 된다. 베팅계약의 대상회사로 되는 유한책임회사는 우선주를 발행할 수 없고 또한 기존의 회사법 규정으로 우선주와 유사한 효과를 달성할 수 없게 된다. 가사 대상회사가 주식유한회사라고

---

지 않은 주식유한회사를 말한다. (1) 주식을 특정대상에게 발행 또는 양도하여 주주가 누적하여 200인을 초과할 경우 (2) 주식을 공개적으로 양도하는 경우.  
20) 중문명칭: <优先股试点管理办法>

하더라도 위에서 설명하였듯이 중국 법체제 하에서 우선주 활용이 거의 불가능하다. 따라서, 실무에서 사모펀드의 투자금을 활용하기 위하여 사모펀드의 투자금의 일부는 대상회사의 등록자본금으로 하여 사모펀드가 적은 부분의 지분을 보유하고 잔여 투자금은 대상회사의 자본공적금에 편입되어 대상회사의 확대생산에 사용하도록 한다.

위 내용을 종합하면, 중국에서 사모펀드가 광범위하게 사용하고 있는 베틱계약은 중국 지분용자시장, 사회신용제도, 중국 법률 등의 제한을 받아 국외에서 사용하는 계약과 다른 점이 존재한다. 즉, (1) 자금의 공급과 수요에서 대상회사의 수요가 공급에 비해 크므로 많은 용자프로젝트에서 사모펀드가 더욱 많은 협상력을 가지게 되어 실무에서 대부분이 일방 베틱계약이며 (2) 중국에는 아직 사회신용체제가 구축되지 않아 사모펀드와 대상회사 및 그 지배주주 간에 정보에 대한 비대칭 상황이 심각하며 (3) 중국에는 우선주 활용이 어렵기에 부득이 보통주로 베틱을 하여야 하나 대상회사의 회사형태가 외국과 달리 대부분이 유한책임회사이므로 지분으로 베틱하는 상황이 많다. 따라서, 실무에서 이러한 계약의 적법성에 대하여 많이 논의되고 있다.

## 제 4 절 베틱계약의 구조 및 유형

### 1. 베틱계약의 당사자

실무에서 베틱계약의 계약당사자는 일반적으로 사모펀드, 대상회사 및 대상회사의 지배주주, 실제 지배인, 법정대표인 등이다. 2014년 8월, 중국 증권감독관리위원회에서 발표한 <사모펀드감독관리잠행방법>에 의할 경우 사모펀드는 중국 내에서 비공개방식으로 투자자로부터 자금을 모집하여 설립한 투자펀드이다. 사모펀드의 투자 목적물에는 주식, 지분, 채권, 선물 등 여러 가지가 포함된다. 베틱계약에서의 사모펀드는 일반적으로 용자의향을 가지고 있는 비상장회사에 지분투자를 하는 것인바 그 운영

제반절차는 주요하게 자금의 모집, 프로젝트 선정, 거래조건 협상, 투자방안 설계, 투자 및 자금운영, 자금철수이다.

사모펀드의 조직형태를 살펴보면 회사형태, 신탁형태, 유한합작형태 등이다. 회사형태의 사모펀드는 일종의 투자회사인바 투자자는 회사의 주식을 구매한 후 공동으로 투자목적물에 투자하여 수익을 창출하는 것을 말한다. 구체적으로 투자자는 펀드회사의 주식을 구매한 후 펀드회사의 주주로 되고 펀드회사의 이사회가 펀드회사의 재산에 대하여 감독하며 펀드회사의 관리층이 동 재산을 대외투자 및 운영하며 이로 인하여 발생한 수익에 대하여 펀드회사의 주주 즉 투자자가 투자비율에 따라 배분받는 것을 말한다. 신탁형 사모펀드는 <중화인민공화국 신탁법><sup>21)</sup>에 따라 자금관리인, 펀드관리인, 펀드 소유자 등의 권리의무를 확정하는 것을 말한다. 즉, 신탁회사가 투자자의 자금을 모집한 후 일반적으로 직접 증권회사를 펀드의 관리인으로 하여 펀드의 구체적인 운영 및 대외투자를 진행하는 것을 말한다. 유한합작형태의 사모펀드는 <중화인민공화국 합작기업법><sup>22)</sup> 등 관련 법률규정에 따라 일반합작인(GP)와 유한합작인(LP)이 공동으로 펀드를 설립하고 체결한 계약에 따라 관련 권리의무를 이행하는 것을 말한다. 여기에서 일반합작인이 주요하게 사모펀드를 운영 및 관리하고 유한합작인은 출자의무만 이행하며 펀드의 수익에 대하여는 기존에 체결한 계약에 따라 분배한다.

사모펀드의 목적은 대상회사의 관리운영에 참가하는 것이 아니라 대상회사의 가치가 상승하여 기존의 투자가 이익을 낸 후 철수하는 것인바 일반적으로 그 철수방식에는 대상회사의 상장, 대상회사의 보유지분매각 및 대상회사의 자산청산 등이 있다<sup>23)</sup>. 사모펀드의 투자는 다음과 같은 특징을 가지고 있다. 첫째, 자금의 비공개모집 즉 자금을

---

21) 중문명칭: 中华人民共和国信托法

22) 중문명칭: 中华人民共和国合伙企业法

23) 张馨澜, <중국사모펀드의 IPO철수 관련 법률규제>(浅谈在我国私募股权投资基金IPO退出的法律规制), 법제박람, 2016년 제2기(상), 제222페이지.

공개적인 루트를 통하여 모집하는 것이 아니라 일반적으로 대형 기관투자자들을 그 모집대상으로 한다. 둘째, 투자목적은 단기간 내에 수익을 창출하는 것인바 즉 일반적으로 3년 또는 5년 내에 수익을 창출하고 자금을 철수한다. 셋째, 주요 투자대상은 높은 성장 잠재력을 가지고 있지만 자금이 부족한 비상장회사이다<sup>24</sup>. 대상회사의 형태는 주요하게 유한책임회사이다.

사모펀드는 2005년도부터 중국에 도입되어 양호한 발전을 가져왔는바, 2015년 6월말까지, 중국 내에 등록된 사모펀드는 6695개이고 관리하는 펀드는 5018개이며 그 관리규모는 21129억 위엔에 도달한다. 현재 중국에서 활발하게 운영하고 있는 사모펀드는 홍익투자(弘毅投资), 평웨이투자(鼎晖投资), 심천창신투자(深圳创新投资), Carlyle 그룹, KKR 그룹, Sequoia Capital, Bain Capital 등이 있다<sup>25</sup>.

위에서도 서술하였듯이 사모펀드는 높은 성장 잠재력을 가지고 있는 비상장회사에 투자한다. 따라서, 사모펀드는 위 대상회사의 지배주주, 실제 지배인 또는 법정대표인(이하 통칭하여 “대상회사의 지배주주”라고 함)과 베팅계약을 체결한다. 다만, 실무에서 사모펀드, 대상회사 및 대상회사의 지배주주(실제 지배인 또는 법정대표인) 삼자 간에 베팅계약을 체결하게 되는바 즉 대상회사의 지배주주가 부담하는 책임에 대하여 대상회사는 연대책임을 부담하도록 약정하는 경우가 있다. 위에서 설명하였듯이 베팅이 실패하게 되면 대상회사의 지배주주는 일반적으로 현금을 배상하거나 사모펀드가 보유하고 있는 지분을 구매하여야 하는데 이러한 책임에 대하여 대상회사가 연대책임을 부담하게 된다면 회사법의 강제규정을 위배할 가능성이 있게 된다. 따라서, 실무에서 대상회사가 부담하는 위 책임에 대하여 많은 논란이 있다. 구체적인 내용은 아래

---

24) 仲艳, <국내사모펀드발전현황 및 대응분석>(我国私募股权投资基金的发展现状以及对策分析), 비즈니스-재정금융, 2015년 제25기, 제181페이지.

25) 阚景阳, <국내사모펀드발전현황 및 대응방안 연구>(国内私募股权投资基金发展现状及对策研究), 증권 및 보험, 2016년 제1기, 제47~49페이지.

장절에서 설명하도록 한다.

## 2. 베팅계약의 주요내용

계약은 거래당사자의 합의를 통하여 계약의 목적 즉 관련 거래를 달성하기 위하여 거래당사자의 각 권리와 의무를 약정하고 아울러 거래의 제반내용을 반영한다. 베팅계약 역시 베팅의 목적을 달성하기 위하여 사모펀드를 비롯한 각 당사자의 권리와 의무를 약정하고 베팅의 제반내용을 반영한다. 사모펀드의 입장에서 볼 경우 베팅계약은 사모펀드의 자금의 투입, 조정, 철수 등 제반 내용 및 관련 리스크를 최대한 감소하기 위해 약정하는 중요한 일환이다. 대상회사의 지배주주 등의 입장에서 볼 경우 베팅계약은 대상회사의 가치를 최대화하고 베팅실패로 인한 책임을 최소화하기 위해 약정하는 중요한 일환이기도 하다.

위에서 설명하였듯이 베팅계약은 사모펀드가 대상회사에 투자를 함에 있어서 대상회사의 미래가치에 대하여 정확한 판단을 할 수 없어 대상회사의 지배주주 등과 합의를 통해 특정실적 달성 등 조건을 약정하고 동 조건을 달성하였거나 미달하였을 경우 각각 관련 권리 행사하거나 또는 의무를 이행하는 것을 말한다. 위 내용에 의할 경우 베팅계약의 주요내용은 (1) 대상회사의 미래가치에 대한 양 당사자의 합의를 통한 평가, (2) 대상회사의 미래가치에 대한 조정기준, (3) 조정방식 등으로 구성된다. 여기에서 대상회사의 미래가치에 대한 평가는 사모펀드가 대상회사에 투자하는 금액의 산출근거이고 대상회사의 미래가치에 대한 조정기준은 베팅조건으로 일반적으로 실적베팅 및 상장베팅이며 조정방식은 주요하게 대상회사 및 대상회사의 지배주주 등이 부담하는 책임으로 일반적으로 현금보상, 지분보상 및 지분매수이다. 만약 쌍방베팅계약이고 베팅이 성공하였을 경우 조정방식에는 사모펀드가 대상회사의 지배주주 등에게 지분보상 등을 장려하는 내용을 두게 된다.

베팅조항이 포함되어 있는 “증자협약서” 를 예를 들어 구체적으로 설명하

면 다음과 같다. 위에서도 설명하였듯이 사모펀드의 투자금은 대상회사의 미래가치를 기준으로 하는바 “증자협의를서”에서는 “투자자는 대상회사가 발행하는 신주를 인수하는바 그 가격은 00만 위엔이다. 투자자가 신주를 인수하는 투자금의 가치는 대상회사의 00연도의 세후 순이익 00 만 위엔을 기준으로 추가수익비율에 따라 계산된 것이다. 투자 완성 후 대상회사의 등록자본금은 00만 위엔이 증가되고 투자금에서 증가된 등록자본금 금액을 제외한 기타 금액은 대상회사의 자본공적금에 편입한다” 라고 약정한다.

아울러, 대상회사의 미래가치에 대한 조정기준으로 “증자협의를서”에서는 “대상회사는 00년 00월 00일 전에 중국 내 증권거래소에 상장하여 주식을 발행하여야 한다” (“대상회사는 00년 00월 00일 전에 중국 내 증권거래소의 상장허가를 받아야 한다” 라고 약정하는 경우도 있다)라고 약정하는 동시에 “대상회사의 00연도 회사 세후 순이익이 00만 위엔에 도달하여야 한다” 고 약정한다. 어떠한 경우에는 대상회사의 미래가치에 대한 조정기준을 경영실적만을 기준으로 하거나 상장 또는 상장허가만을 기준으로 하는 경우가 있다.

조정방식과 관련하여 “증자협의를서”에서는 “만약 대상회사가 00연도 00월 00일에 상장이 불가할 경우 투자자는 대상회사의 기존 주주에게 자신이 소유하고 있는 지분을 매수할 것을 요청할 수 있는바 매수가격은 (1) 지분 매수 시 투자자가 보유하고 있는 지분에 해당하는 대상회사의 순 자산 및 (2) 투자자가 실제로 투자한 투자금 및 투자자가 실제로 투자금을 납입한 날로부터 대상회사의 기존 주주가 지분매수대금을 지급하는 날까지 00 % 연수익률에 해당하는 이자 중 높은 금액을 기준으로 한다” 라고 약정하고 동시에 “만약 대상회사의 00연도 회사 세후 순이익이 00만 위엔에 도달하지 못할 경우 00연도 실제 순이익을 기준으로 00배 추가수익비율에 따라 투자가치를 조정하여야 하는바 조정 후 투자자가 대상회사에서 보유하고 있는 지분비율에는 변동이 발생하지 아니하고 대상회사의 기존 주주는 현금방식으로 위 계산방식에 따라 더 지급된 투자금을 반환하여야 한

다” 고 약정한다. 조정방식과 관련하여 실무에서 위와 같은 계산방식 외 여러 가지 계산방식이 존재한다. 실적배팅에서 현금보상부분과 관련하여 “보상금액=(1- 당해 실제 순이익/당해 승낙한 순이익) X 실제 투자액” 라고 약정하는 경우도 있다.

위 내용 외 일반적으로 배팅계약에는 대상회사의 지배주주 등이 사모펀드에게 공개하지 않은 채무가 있을 경우를 대비한 대상회사의 지배주주 등의 배상책임조항, 대상회사의 지배주주의 겸업을 금지한 겸업금지조항, 신규 투자자 유입제한조항, 우선 이익배당조항, 우선 증자인수조항, 특정 사안에 대한 1표 거부권 조항 등이 있다. 예를 들면, 대상회사의 채무와 관련하여 “기존 주주 및 대상회사는 투자자에게 공개한 채무에 기타 채무가 존재하지 아니함을 보증하여야 하고 만약 공개하지 않은 채무 또는 우발채무가 존재할 경우 전부 기존 주주가 부담한다” 고 약정하고 신규 투자자의 유입제한과 관련하여 “대상회사가 신규 투자자를 유입할 경우 신규 투자자의 투자 가격이 투자자의 투자 가격보다 낮아서는 아니 되고 만약 대상회사가 임의의 방식으로 신규 지분유자를 하고자 할 경우 투자자는 소유하고 있는 지분비율에 따라 우선구매권을 행사할 수 있다” 고 약정할 수 있으며 기존 주주의 겸업금지조항과 관련하여 “투자자의 서면 동의가 없이 기존 주주는 단독으로 또는 임의 형식(주주, 파트너, 이사, 감사, 매니저, 직원, 대리인, 고문 등을 포함하지만 이에 제한되지 아니함)으로 대상회사와 동일한 제품을 생산하는 실체를 설립하거나 운영에 참여하서는 아니된다” 고 약정할 수 있다.

### 3. 배팅계약의 유형

투자프로젝트 배경 및 상업목적에 따라 거래방식이 결정되고 거래방식에 따라 관련 조항의 제정, 법률책임 등이 결정된다. 따라서, 실무에서도 투자프로젝트 및 상업목적에 따라 여러 가지 유형의 배팅계약이 존재하는데 아래에서는 실무에서 존재하는 배팅계약의 주요 유형에 대하여 살펴보도록 하자.



#### 가. 일방베팅계약 및 쌍방베팅계약

현재 중국에서 진행되고 있는 대부분의 베팅계약은 일방베팅계약이다. 일방베팅계약이라 함은 대상회사가 약정한 목표에 도달하지 못할 경우 대상회사의 지배주주 등은 현금보상을 하거나 일부 지분을 사모펀드에게 양도하거나 사모펀드가 가지고 있는 지분을 약정한 가격에 매입하는 등 책임을 부담하는 것을 말한다. 어떠한 경우에 대상회사는 위 책임에 대하여 연대책임을 부담한다. 일방베팅계약이 주요하게 강조하는 것은 사모펀드가 대상회사의 미래가치 즉 약정한 실적을 기준으로 투자를 하였지만 만약 이러한 실적에 도달하지 못할 경우 대상회사의 지배주주 등은 이에 상응하게 사모펀드에게 배상하여야 한다는 것이다.

이에 반해 쌍방베팅계약은 대상회사의 지배주주 등이 일정한 협상력을 가져 대상회사가 약정한 목표에 도달하였을 경우 추가로 사모펀드에게 보상을 요구하는 것을 말한다. 즉 대상회사가 약정한 목표에 도달하지 못하였을 경우 위 일방베팅계약에서 약정한 내용의 배상의무를 부담하여야 하지만 만약 도달하였을 경우 사모펀드가 대상회사의 지배주주 등에게 일부 지분을 양도하는 등 장려를 하는 것을 말한다. 다만, 현재 사모펀드가 대상회사의 지배주주 등에 비해 강한 협상력을 가지고 있기에 실무에서 쌍방베팅계약을 체결하는 상황이 많지 않다.

#### 나. 실적베팅계약 및 상장베팅계약

베팅조건에 따라 실적베팅계약과 상장베팅계약으로 구분한다. 실적베팅계약은 대상회사의 미래가치에 대한 목표를 대상회사의 영업실적을 기준으로 하는바 대상회사의 영업실적에는 대상회사의 판매실적, 순이익, 성장률 등이 포함된다. 상장베팅계약은 대상회사가 일정한 기간 내에 상장할 수 있는지를 베팅기준으로 한다. 어떠한 베팅계약에는 위 대상회사의 실적과 상장을 동시에 목표로 약정하는

경우도 있다.

#### 다. 보상베팅계약 및 지분매수베팅계약

대상회사의 지배주주 등이 부담하는 책임에 따라 보상베팅계약과 지분매수베팅계약으로 구분한다. 보상베팅계약이라 함은 대상회사가 약정한 목표에 도달하지 못할 경우 대상회사의 지배주주 등이 사모펀드에게 현금 또는 지분을 보상하는 것을 말하고 지분매수베팅계약은 대상회사가 약정한 목표에 도달하지 못할 경우 대상회사의 지배주주 등이 사모펀드가 소유하고 있는 대상회사의 지분을 매수하는 것을 말한다. 위 책임에 대하여 베팅계약에는 일반적으로 대상회사는 연대책임을 부담하도록 약정하는데 현재 중국에서는 대상회사가 부담하는 동 책임이 법률효력이 있는지에 대하여 분쟁이 많이 발생한다.

#### 라. 증자베팅계약 및 지분양도베팅계약

사모펀드의 투자방식에 따라 증자베팅계약과 지분양도베팅계약으로 구분한다. 증자베팅계약이라 함은 사모펀드가 실무에서 많이 사용하는 방식으로 즉 사모펀드가 직접 대상회사의 신규 증자지분을 인수하고 그 인수대금은 대상회사의 현존가치의 몇배에 해당한다. 실무에서 사모펀드는 일부분의 투자금은 대상회사의 등록자본금에 투입하고, 대부분의 투자금은 자본공적금에 투입된다. 여기에서 비록 사모펀드가 대상회사의 일부 지분을 보유하고 있지만 그 양이 많지 않아 대상회사의 지배주주 등은 여전히 대상회사의 지배권을 보유한다.

지분양도베팅계약이라 함은 사모펀드가 대상회사의 지배주주 등이 보유하고 있는 대상회사의 일부 지분을 양수하여 대상회사의 지배주주 등이 먼저 이익을 취득하는 것을 말한다. 일반적으로 대상회사의 지배주주 등이 지분양도금을 수취한 후 채권 및 기타 거래방식을

이용하여 대상회사가 이익을 취할 수 있도록 한다.

#### 마. 대상회사와의 베팅계약 및 대상회사의 지배주주 등간의 베팅계약

베팅 당사자가 누구인지에 따라 대상회사와의 베팅계약 및 대상회사의 지배주주 등간의 베팅계약으로 구분한다. 일반적으로 사모펀드가 베팅을 할 경우 대상회사, 대상회사의 지배주주 등과 삼자계약을 체결한다. 즉 베팅이 실패할 경우 사모펀드로부터 직접 투자를 받은 대상회사는 대상회사의 지배주주 등과 연대하여 관련 책임을 부담하도록 베팅계약에 약정한다. 다만, 실무에서 대상회사와 진행하는 베팅에 대하여 법률효력 여부를 많이 다투게 된다. 구체적으로 최고인민법원에서 대상회사와의 베팅에 대하여 무효로 판정하고 그 후 중재위원회에서 유효로 판정한 후 대상회사와의 베팅의 효력여부문제가 실무에서 많이 대두되었다. 관련 법률효력문제에 대하여 아래 장절에서 구체적으로 논의하도록 한다.

#### 4. 실무에서의 베팅사례

아래는 실무에서 발생한 유명한 베팅사례들이다. 아래 베팅사례를 살펴볼 경우 중국 내 사모펀드뿐만 아니라 외국 사모펀드도 중국에서 베팅계약을 진행하고 있고 또한 베팅조건과 관련하여 재무실적 및 상장조건을 동시에 하거나 각각 약정할 수 있다. 다만, 베팅결과를 살펴볼 경우 만약 베팅이 성공하면 사모펀드, 대상회사 및 그 지배주주 등은 윈윈결과를 가지게 되지만 만약 실패하게 될 경우 대상회사의 지배주주가 대상회사에 대한 지배권을 상실하거나 사모펀드에게 현금보상을 하거나 사모펀드가 보유하고 있는 지분을 매수하는 등 결과를 가지게 된다.

아래 타이즈나이 사안에서 베팅실패 후 타이즈나이그룹 창시자는 베팅계약에 따라 보유하고 있는 61.6% 지분을 사모펀드에게 양도하여 타이즈나이그룹에 대한 지배권을 완전히 상실하게 되었다. 또한 해부투자 사안에서 베팅실패 후 사모펀드와 대상회사 및 그 지배주주 간에

베팅실패로 인하여 부담하는 책임에 대하여 분쟁이 발생하였는바 그 후 동 분쟁에 대한 판결은 최고인민법원에서 처음으로 베팅계약에 대하여 판결한 사례로 되어 그 간 베팅계약의 효력여부를 둘러싸고 학계 및 실무에서 발생하는 각 분쟁에 대하여 근거를 마련하기도 하였다.

당사자		베팅조건		관련 책임	
사모 펀드	대상 회사	명칭	내용	내용	베팅 결과
해부투자 <sup>26)</sup>	세향 회사	재무 실적 및 상장	세향회사의 2008년도 순이익이 3000만 미달하여서는 아니되고 2010년 10월 20일 까지 상장을 완료하여야 함.	현금보상 지분매수	실패
골드만삭스, 멩웨이, 싱가포르정부투자펀드 <sup>27)</sup>	우윤 식품	재무 실적	사모펀드는 우윤식품에 7000만 달러를 투자함. 우윤식품의 2005년도 이익이 2.592억위엔에 미달할 경우 우윤그룹은 사모펀드의 지분을 매수하여야 함.	지분매수	성공
골드만삭스 모건스탠리 등 <sup>28)</sup>	타이쯔나이	재무 실적	사모펀드가 2007년 초에 7300만 달러를 투자한 후 3년 내 타이쯔나이그룹의 실적이 50% 이상 성장하면 사모펀드는 타	지분보상 지배권상실	실패

			이쓰나이그룹에서 보유하고 있는 지 분을 줄이고 만약 실적이 30%성장에 미달할 경우 지배 주주는 지분을 양 도함.		
--	--	--	-----------------------------------------------------------------------------------	--	--

---

26) (2012)민제자제11호[(2012)民提字第11号].

27) <http://money.163.com/15/0330/00/ALTQEUBU700253B0H.html>, 2016년 8월 5일자 방문.

28) <http://finance.qq.com/a/20100630/002274.htm>, 2016년 8월 5일자 방문.

## 제 2 장 베팅계약의 기능 및 법적성격

### 제 1 절 베팅계약의 기능

위에서 설명하였듯이 베팅계약은 사모펀드가 대상회사에 투자를 함에 있어서 대상회사의 미래가치에 대하여 정확한 판단을 할 수 없어 대상회사의 지배주주 등과 합의를 통해 특정실적 달성 등 조건을 약정하고 동 조건을 달성하였거나 미달하였을 경우 각각 관련 권리를 행사하거나 또는 의무를 이행하는 것을 말한다. 베팅계약은 사모펀드와 대상회사의 지배주주 등간의 정보비대칭 등으로 인한 대상회사의 미래가치에 대한 분쟁을 합의를 통하여 조정하는 것으로 사모펀드와 대상회사의 지배주주 등에게 적극적인 역할을 한다. 즉, 대상회사의 지배주주 등은 사모펀드의 투자를 통하여 자금을 취득하여 대상회사의 생산경영을 확대할 수 있고 사모펀드는 베팅계약을 통하여 대상회사의 지배주주 등이 기존에 약정한 목표를 위하여 대상회사를 경영하도록 격려 및 일정한 조건 하에서 구속할 수 있다. 만약 대상회사가 베팅계약에서 약정한 조건에 달성할 경우 즉 베팅이 성공할 경우 사모펀드와 대상회사의 지배주주 등은 윈윈효과를 가지게 된다. 다만, 누구나 미래에 대하여 정확하게 예측할 수 없듯이 베팅계약이 실패하게 될 경우 대상회사의 가치가 크게 하락할 수 있고 심지어 대상회사의 지배주주 등은 대상회사에 대한 지배권을 상실할 수 있다.

사모펀드의 입장에서 볼 경우, 사모펀드는 베팅계약을 통하여 (1) 대상회사 미래가치에 대한 차이와 분쟁을 해결할 수 있고 (2) 대상회사의 지배주주, 실제 지배인 또는 관리층의 생산경영활동을 구속할 수 있으며 (3) 대상회사 및 그 지배주주 등이 노력하여 약정한 실적에 도달할 수 있도록 격려할 수 있고 (4) 투자리스크를 감소할 수 있다. 가사, 베팅이 실패하더라도 베팅계약에서 약정한 배상조항을 통하여 사모펀드는 전부 또는 일부의 투자금을 회수할 수 있게 된다. 다만, 유의할 점은 베팅이 실패하여 대상회사의 가치가 크게 하락하여 투자회수율이 0이거나 마이너스일 경우

투자자는 거대한 손실을 입게 된다.

대상회사의 지배주주 등 입장에서 볼 경우, 대상회사의 지배주주 등은 베팅계약을 통하여 (1) 대상회사의 지배권을 양도할 필요 없이 대상회사의 발전에 필요한 대량의 자금을 취득하여 대상회사를 발전시킬 수 있고 (2) 필요 시 사모펀드의 선진적인 관리경험, 경영방식 등 지원을 받을 수 있으며 (3) 베팅계약의 장려조항을 통하여 부단히 생산규모를 확대하고 낙후된 경영방식을 개선하는 등 노력을 하여 약정한 목표를 달성한다. 다만, 유의할 점은 대상회사의 지배주주 등은 자금을 취득한 후의 대상회사의 쾌속발전에 대하여 지나치게 믿고 과도한 실적목표를 약정하며 추후 이러한 목표를 달성하기 위하여 대상회사의 장기적인 전략이 아닌 단기 전략을 위한 행위를 하게 되고 대상회사의 기존의 능력 예컨대, 회사의 운영능력 등을 무시하고 과도하게 규모를 확대하게 된다. 만약 시장환경에 변화가 발생하거나 대상회사가 빠른 규모 확대에 적응하지 못하여 약정한 실적에 도달하지 못할 경우 대상회사의 지배주주 등은 부득이 지배권을 양도하거나 현금을 보상하는 등 책임을 부담하게 된다. 실무에서 이로 인하여 베팅이 실패한 사례가 비일비재하다.

## 제 2 절 베팅계약의 법적성격

중국에서 시행되고 있는 베팅계약은 외국에서 시행하고 있는 베팅계약과 다른 점을 가지고 있다. 아울러, 이러한 베팅계약의 적법여부는 베팅계약의 각 당사자의 권리의무에 직접적인 영향을 준다. 따라서, 베팅계약이 적법한지 여부를 판단하고자 한다면 우선 베팅계약이 어떠한 법적성격을 가지고 있는지에 대하여 살펴보아야 한다.

전통계약이론에 의하면 법률이 계약에 특정한 명칭 및 관련 규범을 부여하였는지 여부에 따라 무명계약과 유명계약으로 구분한다. 여기에서 무명계약은 법률이 모 유형의 계약에 대하여 특정한 명칭 및 관련 규범을 부

여하지 않은 계약을 말하고 유명계약은 이에 반해 특정한 명칭 및 관련 규범을 부여한 것을 말한다. 현재 중국 계약법에서는 15개 유형<sup>29)</sup>의 유명 계약을 규정하고 있는바 즉 위 유명계약에 대하여 계약법에서는 별도의 장절로 구체적으로 동 계약에 대하여 규정하고 있다. 예컨대, “임대계약”인 경우 임대기간, 임대물의 사용 및 반환, 재임대, 손해배상 등 내용에 대하여 구체적으로 규정을 두고 있다. 아울러, <보험법>에서는 보험계약, <담보법>에서는 담보계약, <중외합자경영기업법>에서는 합자계약 등 별도의 법률규정에서도 유명계약을 규정하고 있다. 무명계약의 법률적용과 관련하여 계약법<sup>30)</sup> 제124조에서는 계약법 총칙의 규정을 적용하고 아울러 분칙 또는 기타 법률규정에서 가장 유사한 규정을 적용한다고 규정하였다. 위 내용에 의할 경우 베팅계약은 무명계약에 해당되고 그 법률적용도 무명계약의 법률적용원칙을 따라야 하는 것으로 사료된다.

위 내용에 의할 베팅계약은 무명계약에 해당된다. 따라서, 이러한 베팅계약이 어떠한 법적성격을 가지고 있는지에 대하여 학계에서는 많은 분쟁이 존재한다. 주요하게 “사행계약설”, “조건부계약설”, “스톡옵션설” 등이 있는 바 구체적으로 설명하면 다음과 같다.

## 1. 사행계약설

사행계약이라 함은 당사자 간에 체결되는 불확정한 지급내용을 포함하는 리스크가 존재하는 계약을 말하는 바 위에서 말하는 불확정한 지급내용은 계약에서 약정한 우발사건의 발생을 근거로 한다<sup>31)</sup>. 일반적으로 보험계약,

29) 계약법에서는 아래와 같은 유형의 유명계약을 규정하고 있다. (1) 매매계약, (2) 전기, 수도, 열공급계약, (3) 증여계약, (4) 대출계약, (5) 임대계약, (6) 금융리스계약, (7) 도급계약, (8) 건설공정계약, (9) 운송계약, (10) 기술계약, (11) 보관계약, (12) 기탁계약, (13) 위탁계약, (14) 중간상인계약(行纪合同), (15) 중개계약.

30) 계약법은 총칙과 분칙으로 구성되었는바 총칙에는 제반 계약 관련 일반규정을 두고 있고 분칙에는 각 유명계약에 대하여 15개 장절로 구분하여 규정을 두고 있다.

31) 陈传法, 冯晓光, <사행계약 적법성문제연구>(射幸合同合法性问题研究), 중국사



로또계약 등이 사행계약에 해당된다. 사행계약과 관련하여 중국에서는 정식으로 법률로 규정하지 아니하였고 학계에서 계약의 유형중 하나로 이론적으로 논의를 많이 한다.

사행성은 사행계약의 가장 본질적인 특징이다. 사행계약에서 계약 당사자가 일정한 대가를 지불하고 취득한 것은 기회이고 만약 추후 기회가 주어지지 않아 상대방이 승낙한 사항을 지급하지 아니할 경우 계약위반을 구성하지 아니한다<sup>32)</sup>. 사행계약에서 위에서 서술한, 계약에서 약정한 기회가 나타나는지 여부는 계약 양 당사자의 의지에 의해 이루어지는 것이 아니다. 즉 이러한 기회는 우발적으로 발생하는 것이다. 아울러, 계약 당사자는 일정한 대가를 지급한 후 만약 계약에서 약정한 기회가 나타날 경우 대가에 비해 훨씬 많은 이득을 취할 수 있지만 만약 나타나지 않을 경우 아무것도 취득할 수 없게 된다. 사행계약의 이러한 투기성 때문에 각 국에서는 엄격하게 법률로서 규제를 많이 한다.

현재 학계에서는 베팅계약이 사행계약이라고 주장하는 학자들이 많다<sup>33)</sup>. 다만, 위 내용에 의할 경우 필자는 베팅계약이 사행계약의 특징과 유사하지만 사행계약의 특징에 완벽하게 부합되는 것은 아니라고 생각된다. 베팅계약은 사모펀드와 용자를 하는 자가 거래를 할 시 대상회사의 미래가치에 대하여 확정하기 어렵기 때문에 기준을 정하고 약정된 상황이 나타날 경우 조정하는 계약으로 여기에서의 “기준”은 사행계약에서의 “기회”와 다르다. 즉 사행계약에서의 “기회”는 우발적으로 발생하는, 양 당사자의 의지와 거의 무관한 것이지만 베팅계약에서의 “기준”은 양 당사자가 노력을 통하여 이루어지는 것이다. 아울러, 사행계약에서 약정한

---

회과학원연구생원학보, 2010년 5월 제3기, 제98페이지.

32) 王培霖, <사행계약연구>(射幸合同初探), 법제와사회, 2016년 5월(상), 제74페이지.

33) 胡晓珂, <벤처투자영역에서의 베팅계약의 가행성연구>(风险投资领域对赌协议的可执行性研究), 증권시장보, 2011년 9월호, 제70페이지.

艾山江·吾布力哈斯木, <PE중 베팅계약에 대한 법률사고-해부투자건을 중심으로>(对PE中对赌协议的法律思考-以海富投资案为引), 법제와경제, 2016년 제7기, 제155페이지.

기회가 나타날 경우 계약의 일방 당사자는 지급한 대가에 비해 다른 일방 당사자로부터 훨씬 많은 이득을 취득할 수 있는바 이러한 경우 일방 당사자는 이득을 취하게 되고 다른 일방 당사자는 이로 인하여 손실을 보게 된다. 만약 약정한 기회가 나타나지 않게 되면 일방 당사자는 지급한 대가를 반환받지 못하게 된다. 다만, 베팅계약에서 사모펀드와 용자를 하는 자의 목적은 대상회사의 규모와 실력을 크게 하여 궁극적으로 같이 이득을 취하는 것이다. 따라서, 사모펀드는 대상회사의 미래가치 기준으로 투자를 하게 되고 용자를 하는 자는 투자금을 받은 후 대상회사를 운영하는 바 이때 가사 베팅이 실패하더라도 사모펀드는 투자금액에 비해 보험계약 처럼 훨씬 더 높은 금액의 이득을 취득하는 것이 아니다. 또한, 현재 중국에서는 사행계약에 대한 관련 법률규정을 두고 있지 아니하다. 즉 사행계약은 여전히 학계에서 논의되고 있는 계약이다.

## 2. 조건부계약설

조건부계약과 관련하여 계약법 제45조에서는 “당사자는 계약의 효력에 대하여 조건을 약정할 수 있다. 효력발생조건을 약정한 계약은 조건이 성립 시 계약이 효력을 발생한다. 해제조건을 약정한 계약은 조건 성립 시 계약이 효력을 상실한다. 당사자가 자신의 이익을 위하여 부당하게 조건의 성립을 저해할 경우 조건이 성립된 것으로 간주하고, 부당하게 조건의 성립을 추진할 경우 조건이 성립되지 않은 것으로 한다” 고 규정하였다. 위 규정에 의할 경우 조건부계약이라 함은 거래 당사자가 계약에 특정조건을 약정하고 조건의 성립여부로 계약의 효력여부를 결정하는 계약이다<sup>34)</sup>. 조건부계약은 아래와 같은 특징을 가지고 있다. 첫째, 조건은 거래 당사자가 약정하는 것이고 법에서 규정한 조건이 아니다. 둘째, 조건은 미래에 발생 가능성이 있어야 한다. 셋째, 약정하는 조건을 통하여 당사자의 계약의 효력을 제한한다.

34) 何子康, <조건부계약의 효력여부문제에 대한 연구>(附条件合同中的效力性质问题研究), 기업도보, 2012년 제3기, 제159페이지.

따라서, 일각에서는 베팅계약에서 첫째, 베팅조건은 미래 발생 가능성이 있는 불확정한 사항이고 둘째, 베팅조건은 양 당사자가 합의를 통하여 약정한 것이지 법에서 규정한 것이 아니며 셋째, 베팅계약 체결 시 계약이 성립되지만 사모펀드와 용자를 하는 자의 각 지급의무가 효력을 발생하지 아니하며 약정한 베팅조건이 성립 시 각 당사자가 관련 지급의무를 이행하게 되므로 궁극적으로 베팅계약은 조건부계약이라고 주장한다<sup>35)</sup>. 다만, 필자는 이에 동의하지 아니한다. 위 내용에 의할 경우 조건부계약은 조건의 성립여부에 따라 계약효력여부가 결정되는 계약이다. 다만, 베팅계약은 거래 당사자가 체결하는 시점에 효력을 가진다. 베팅계약에서의 베팅조건은 대상회사의 미래가치를 조정하는 기준이고 베팅계약 체결 후 사모펀드는 대상회사의 미래가치 기준에 따라 관련 투자를 조정하는 것이다.

또한 베팅계약의 법적성격과 관련하여 베팅계약이 모 유형의 계약에 해당되어 그 성격을 논의하고자 하는 것이지 베팅계약의 효력여부를 논의하고자 하는 것이 아니다. 즉 조건부계약은 계약의 총칙에 있는 규정으로 계약에 만약 조건을 설정할 경우 다 조건부계약에 해당될 수 있다. 따라서, 조건부계약은 베팅계약의 법적성격을 가장 잘 반영한 것은 아닌 것으로 판단된다.

### 3. 스톡옵션설

옵션이라 함은 권리인이 특정기간 내에 향유하는 집행가격으로 대상재산을 구매하거나 매각할 수 있는 권리를 말한다. 이때 옵션권리인이 향유하는 것은 옵션을 이행할 수 있는 권리이지 반드시 이행하여야 한다는 의무를 가지는 것은 아니므로 권리인은 옵션을 이행하거나 이행하지 않은 선택을 할 수 있다. 옵션권리인은 옵션 존속기간 내의 임의 시간에 옵션권리를 행사하거나 양도하거나 포기할 수 있다. 이에 반해 옵션 상대방은

---

35) 杨明宇, <사모펀드투자에서 베팅계약의 성격 및 적법성 연구-해부투자건에 대한 평가>(私募股权投资中对赌协议性质与合法性探析-兼评海富投资案), 증권시장도보, 제65페이지.

반드시 옵션으로 인한 법률결과의 구속을 받아야 한다<sup>36)</sup>. 따라서, 스톡옵션이라 함은 위 옵션정의에서 주식을 그 대상재산으로 하는 옵션 중의 하나인바, 일반적으로 회사가 근로자에게 미래 일정한 기간 내에 약정된 가격으로 일정한 수량의 회사주식을 구매할 수 있는 권리를 부여하는 것을 말한다.

스톡옵션설은 베팅계약이 위 스톡옵션 특징을 가지고 있다고 주장하고 있다<sup>37)</sup>. 즉 하나의 베팅계약은 2개의 스톡옵션계약을 포함하고 있는바 계약 체결 당시 거래 당사자는 각각 스톡옵션권리를 가진다고 한다. 대상회사의 관리층은 실무에서 진행되고 있는 전통적인 스톡옵션 표준에 가까운 스톡옵션권리를 가지는바 여기에서의 주식은 대상회사가 발행하거나 회수하는 것이 아니라 주주가 양도한 것이라고 한다. 아울러, 사모펀드도 스톡옵션권리를 가지지만 이는 전통적인 스톡옵션이 아니고 대상회사의 실적이 좋지 않을 경우에 일부 주식을 취득할 수 있다고 한다.

다만, 필자는 위 주장에 동의하지 아니한다. 첫째, 목적이 다르다. 스톡옵션은 일종의 회사의 고위 관리직의 실적향상을 위하여 장려하는 수단 중의 하나이고 베팅계약은 사모펀드와 대상회사의 지배주주 등간에 각각의 이득을 위하여 체결하는 계약이다. 둘째, 당사자가 다르다. 스톡옵션에서의 당사자는 일반적으로 회사와 회사의 고위 관리직에 있는 직원이다. 이에 반해 베팅계약에서의 당사자는 사모펀드, 대상회사 및 대상회사의 지배주주, 실제 지배인 또는 법정대표인이다. 따라서, 스톡옵션의 특징은 베팅계약의 법적성격에 대하여 완벽하게 해석하기가 어려운 것으로 생각된다.

따라서, 필자는 베팅계약의 법적성격과 관련하여 베팅계약은 사행계약,

---

36) 袁国际, <옵션계약연구>(期权合同研究), 중국정법대학 박사학위 논문, 2007년 3월, 제14페이지.

37) 李岩, <베팅계약 법률속성 연구>(对赌协议法律属性研究), 금융법원, 2009년 제 1기, 제143~144페이지.

조건부계약, 스톡옵션이 아닌 일종의 새로운 투자행위로 인하여 발생한 무명계약으로 굳이 전통계약유형에 끼워 맞출 필요가 없다고 본다. 추후 중국에서 이러한 투자행위가 보편화되면 그 때 유명계약으로 그 거래당사자의 권리의무를 법률에서 규정하면 된다고 판단한다. 또한 무명계약과 관련하여 현재 중국에서는 여전히 계약법의 적용을 받는다고 규정하였으므로 즉 베틱계약의 적법성 문제는 여전히 계약법 및 회사법을 통하여 판단하면 되므로 베틱계약의 법적성격에 대하여 전통계약유형으로 반드시 구분할 필요가 없어 보인다.

### 제 3 절 논의의 방향

베틱계약은 사모펀드, 대상회사 및 그 지배주주, 실제 지배인 또는 법정 대표인 간에 약정하는 대상회사가 특정경영실적목표 또는 상장목표에 도달하지 못하였을 경우 대상회사 및 그 지배주주, 실제 지배인 또는 법정 대표인이 사모펀드에게 손해배상을 하거나 약정한 가격으로 사모펀드가 대상회사에서 보유하고 있는 지분을 회수하는 것이다. 이와 같은 베틱계약이 발생하는 이유는 (1) 대상회사가 회사 규모를 확대하고 성장하기 위하여 자금이 필요하고 (2) 사모펀드가 대상회사에 지분투자를 함에 있어서 대상회사의 지배주주 등과 정보비대칭 상황이 발생하기 때문이다. 다만, 중국에서 시행되고 있는 베틱계약은 아래와 같은 방면에서 외국에서 실행하고 있는 베틱계약과 상이한바 즉 (1) 중국에는 사모펀드의 권리를 보호에 필요한 우선주제도가 미비하고 (2) 베틱계약의 대상회사가 대부분이 유한책임회사이기에 지분으로 베틱을 한다. 이러한 베틱계약의 법적성격을 살펴볼 경우 새로운 투자행위로 인하여 발생한 전통계약유형에 부합되지 아니하는 명확한 법률규정을 두고 있지 않은 무명계약이다. 비록 학계에서는 베틱계약의 법적성격과 관련하여 사행계약설, 조건부계약설, 스톡옵션설 등이 있지만 필자는 베틱계약은 위 계약의 일부 특징과 유사하지만 위 계약성격에는 부합되지 않는다고 생각한다.

벤틱계약이 비록 무명계약이지만 중국 계약법에 의할 경우 여전히 계약법에서 규정한 각 계약요건에 부합되어야 한다. 구체적으로 설명하면 벤틱계약은 사모펀드, 대상회사 및 그 지배주주 등간에 합의를 통하여 약정한 내용으로 위 당사자의 권리의무를 반영한다. 따라서, 만약 각 당사자 간에 분쟁이 발생할 경우 벤틱계약이 그 분쟁해결의 기준으로 되는데 이러한 경우 우선 계약법에 따라 동 벤틱계약이 계약원칙에 부합되는지, 계약법에서 규정한 강제규정을 위배하였는지 등을 고려하여 최종 계약법에서의 규정에 따라 유효한지가 판단되어야 한다. 다만, 벤틱계약에서 사모펀드의 지분투자는 대상회사의 지분을 투자금으로 매수한 후 대상회사가 약정한 조건에 도달하지 못할 경우 대상회사 및 그 지배주주에게 지분매수 및 현금보상을 청구하는 것으로 이는 중국 회사법의 규정에 부합되어야 한다. 즉 사모펀드는 대상회사의 지분을 매수하였으므로 대상회사의 주주이며 회사법에 따라 주주의 권리와 의무를 행사하여야 한다. 아울러, 벤틱이 실패할 경우 대상회사 및 그 지배주주 등이 사모펀드에게 관련 책임을 부담하여야 하므로 이러한 조항의 존재는 회사법에서 중요하게 생각하는 채권자이익에 손해를 줄 가능성이 있다.

따라서, 벤틱계약과 관련하여 명확한 법률규정을 두고 있지 아니한 관계로 현존하는 어떠한 법률을 적용하느냐에 따라 그 효력 및 관련 당사자가 부담하는 책임이 달라질 수 있다. 위에서 설명하였듯이 벤틱의 실패는 사모펀드뿐만 아니라 대상회사 및 그 지배주주 등에게 심각한 손실을 가져다 줄 수 있다. 그러므로 벤틱계약에 대한 법률판단은 각 당사자에게 아주 중요한 내용으로 되고 나아가 이러한 새로운 형식의 투자방식의 존재 및 그 발전에도 중요한 영향을 주게 된다. 만약 일괄적으로 이러한 형식의 투자방식에 대하여 부정하게 된다면 시장에서 거래가 발생하지 않을 것이고 이러한 경우 중소기업의 융자 어려움을 완화할 수 없고 또한 사모펀드의 투자범위와 행위에 영향을 주게 된다.

## 제 3 장 베팅계약의 유효성에 관한 쟁점

사모펀드가 대상회사에 지분투자할 경우 베팅계약을 체결하는데 사실 실무에서 그 베팅 성공률은 50% 미만이다. 아울러, 베팅이 실패할 경우 각 당사자는 베팅계약에 따라 상당한 배상책임을 부담하게 되는데 실무에서 그 베팅계약에 따른 배상책임 부담을 두고 사모펀드와 대상회사의 지배주주 등간에는 많은 분쟁이 발생한다. 대상회사의 지배주주 등은 일반적으로 회사법을 근거로 사모펀드가 주주의 권리를 남용하여 회사의 이익에 손해를 주었고 아울러 회사 자본금을 抽逃하였으며 베팅계약이 회사법의 강제규정을 위반하였다는 사유로 베팅계약의 무효를 주장한다. 또한 베팅계약에 대상회사도 관련 책임을 부담하게 될 경우 대상회사는 채권자이익 보호 위반 등 사유로 무효를 주장한다.

이에 반해 사모펀드는 계약법을 근거로 베팅계약의 체결은 계약법의 원칙에 부합되기에 베팅계약의 유효를 주장하면서 대상회사의 지배주주 등이 베팅계약의 약정에 따라 관련 책임을 부담할 것을 청구한다. 위에서 설명하였듯이 베팅계약과 관련하여 중국에는 아직 명확한 법률규정을 두고 있지 않다. 따라서, 국제자본시장에서 사용되는 베팅계약을 그대로 중국에 사용할 경우 중국의 일부 법률규정에 부합되지 않거나 위배될 수 있다. 그러므로, 아래에서는 베팅계약의 주체를 기준으로 그 유효성에 대하여 살펴보도록 하자.

### 제 1 절 사모펀드와 대상회사 간 베팅계약의 유효성

#### 1. 현금보상약정인 경우

위에서 설명하였듯이 베팅이 실패할 경우 대상회사의 지배주주 등이 부담하는 책임 중의 하나로 사모펀드에게 현금으로 그 손실을 보상하는 약정을 베팅계약에서 하게 된다. 이러한 현금보상약정을 할 경우 대상회사의

지배주주 등만이 현금보상책임을 부담하는 것이 아니라 대상회사도 같이 부담하도록 약정한다. 따라서, 이와 같은 약정이 중국법률에 의할 경우 적법한지에 대하여 실무에서 많은 분쟁이 발생한다. 2012년 말 최고인민법원은 재심판결을 통하여 첫 번째 배팅계약 분쟁에 대하여 최종 판결<sup>38)</sup>을 내려 배팅계약 분쟁해결에 법리근거를 제공하였다. 즉 최고인민법원은 사모펀드와 대상회사 간의 배팅계약은 자본금 유지원칙, 채권자이익보호 등 강제규정을 위배하였기에 무효라고 인정하였다. 다만, 2014년 5월 중국국제경제무역중재위원회는 배팅계약에 대하여 위 최고인민법원의 판결과 상반되는 중재재결을 내렸는바 즉 중재위원회는 배팅계약은 각 당사자 간에 진실된 의사표시로 체결한 계약이라는 사유로 사모펀드와 대상회사 간에 체결한 배팅약정이 유효하다고 재결<sup>39)</sup>(이하 “2014년 5월 중재재결”이라고 함)하였다.

대상회사가 배팅계약에 따른 현금보상의무를 부담하고자 한다면 우선 사모펀드와 대상회사 간에 약정한 현금보상조항이 법에 따라 유효하여야 한다. 위에서 설명하였듯이 배팅계약은 제반 지분투자프로젝트의 중요한 일환으로 사모펀드, 대상회사 및 그 지배주주 등은 대상회사의 미래 자산가치에 대하여 협상 당시 정확하게 확인이 불가하므로 이러한 조항을 통하여 그 가치를 조정하고 가치조정에 따라 각 당사자의 권리의무를 정한다. 아울러, 대상회사 및 그 지배주주는 배팅계약을 통하여 대상회사의 가치보다 훨씬 높은 가격으로 자금을 융자할 수 있고 사모펀드는 배팅계약을 통하여 자신의 투자리스크를 감소할 수 있다. 따라서, 배팅계약 체결 전 사모펀드는 대상회사에 대하여 실사를 하게 되고 아울러 각 당사자는 투자 제반 프로젝트에 대하여 충분히 협상하며 최종 협상결과를 배팅계약에 반영한다. 여기에는 배팅실패로 인한 대상회사가 부담하여야 하는 현금보상책임도 포함된다.

---

38) (2012)민제자제11호[(2012)民提字第11号]

39) 중재재결은 판례와 달리 사회공중에 공개되지 아니하므로 본 중재재결의 재결내용은 블로그 [http://blog.sina.com.cn/s/blog\\_79dd05310102v34c.html](http://blog.sina.com.cn/s/blog_79dd05310102v34c.html)의 내용을 참조하였다.



궁극적으로 베팅계약 체결 당시 각 당사자는 베팅계약을 체결함에 있어서 평등한 지위에서 충분히 계약의 내용과 그 결과에 대하여 인지하고 체결하는 것이다. 아울러, 현재 이러한 신규 투자방식에 대하여 중국에서는 금지규정을 두고 있지 아니하다. 따라서, 계약법에 의할 경우 베팅계약은 각 당사자의 자원평등, 신의성실, 공평 등 계약원칙에 부합되고 계약법의 각 강제규정을 위배하지 아니하였으며 계약법에 따른 계약무효사항<sup>40)</sup>에 부합되지 아니하기에 유효한 것으로 사료된다.

다만, 사모펀드와 대상회사 간의 관계를 살펴볼 경우 사모펀드는 대상회사의 지분을 매수하였으므로 회사법에 따른 주주의 권리와 의무를 이행한다. 회사의 자본과 자산신용을 강화하고 회사 채권자의 이익을 보호하며 거래의 안전을 보장하기 위하여 회사법에서는 자본유지원칙과 자본감소제한원칙을 확정하였다. 회사법 및 관련 사법해석에서는 주주가 자본금을 抽逃하는 것을 금지<sup>41)</sup>하고 아울러 이에 대한 법률책임을 규정<sup>42)</sup>하였고 주주가 임의로 회사 자본금을 감소하는 것을 제한하기 위하여 엄격하게 감소절차<sup>43)</sup>를 제정하였다. 또한 주주가 회사의 법인격을 남용하는 것을 방지하기 위하여 회사법 제20조에서는 법인격부인규정을 제정하였다.

또한, 회사법 관련 규정에 의하면 주주는 아래 각 호의 1에 해당될 경우

---

40) 계약법 제52조: 아래 각 호의 1에 해당될 경우 계약은 무효이다. (1) 일방 당사자가 기만, 협박 수단을 통하여 계약을 체결하고 국가이익에 손해를 줄 경우 (2) 약의로 결탁하여 국가, 집체 또는 제3자의 이익에 손해를 줄 경우 (3) 합법적 형식을 통하여 불법목적을 감추려고 할 경우 (4) 사회공공이익에 손해를 줄 경우 (5) 법률, 행정법규의 강제규정을 위반할 경우.

41) 회사법 제35조: 회사 설립 후 주주는 출자금을 抽逃하여서는 아니된다.

42) 회사법 제200조: 회사 발기인, 주주가 회사 설립 후 출자금을 抽逃할 경우 회사등록기관은 개정명령을 내리고 抽逃한 출자금의 5%이상 15% 이하의 벌금을 내릴 수 있다.

43) 회사법 177조: 회사가 등록자본금을 감소하고자 할 경우 응당 자산대차대조표를 작성하여야 한다. 회사는 응당 감사 결의를 한 날로부터 10일 이내에 채권자를 통지하고 30일 이내에 신문에 공고하여야 한다. 채권자는 통지서를 받은 날로부터 30일 이내에 통지서를 받지 못한 채권자를 공고일로부터 45일 이내에 회사가 채무를 변제하거나 상응한 담보를 제공할 것을 청구할 수 있다.

회사로부터 자산을 취득할 수 있다. (1) 회사에서 분배한 이익<sup>44)</sup> (2) 회사 청산 시 취득한 회사 잔여자산<sup>45)</sup> (3) 등록자본금 감소 (4) 회사 운영과정에서 주주와 회사 간에 진행되는 적법하고 합리한 거래. 회사법에서는 위 사항을 제외한 기타 방식을 통하여 주주가 직접 회사로부터 자산을 취득할 수 있는지에 대하여는 명확한 금지 규정을 두고 있지 아니하다. 다만, 위에서 설명하였듯이 자본금유지원칙, 자본금감소제한원칙 및 자산취득에 대한 규정을 살펴볼 경우 회사법에서는 주주가 기타 방식을 통하여 직접 회사로부터 자산을 취득하는 것에 대하여 금지하는 것으로 보여진다. 만약 취득하게 될 경우 주주권리를 남용하여 회사 및 회사 채권자의 이익에 손해를 준다는 사유로 무효로 판정될 수 있다.

현금보상약정 베팅계약을 살펴볼 경우 만약 대상회사가 약정한 목표에 도달하지 못할 경우 사모펀드는 대상회사에게 현금보상을 청구할 수 있다. 다만, 이러한 현금보상은 위에서 규정한 주주가 직접 회사로부터 자산을 취득할 수 있는 상황에 부합되지 아니한다. 위 규정에 의할 경우 사모펀드가 대상회사로부터 현금보상을 취득하게 되면 이는 주주권리를 남용하여 대상회사 및 그 채권자의 이익에 손해를 주었다고 인정되어 최종 무효로 판정될 수 있다. 다만, 바꾸어 생각해보면 회사법 규정에 부합되지 않는 즉 대상회사로부터 직접 자산을 취득할 수 있는 상황에 부합되지 않으면 전부 주주권리 남용 및 채권자이익 침해에 해당된다고 판단하기에는 무리가 있는 것 같다. 특히 베팅계약의 현금보상약정처럼 새로운 방식의 내용에 대하여는 더욱 구체적으로 분석해야 할 것으로 생각된다.

베팅계약의 현금보상약정이 사모펀드가 주주권리를 남용하여 채권자이익

---

44) 회사법 제166조 제4항: 회사는 손실을 보완하고 공적금을 공제한 후의 세후 이익에 대하여 유한책임회사는 본 법 제34조의 규정에 따라 분배하고 주식유한회사는 주주가 소유하고 있는 주식비율에 따라 분배한다. 다만, 주식유한회사의 정관에 주식비율에 따라 분배하지 않는 규정이 있을 경우는 제외한다.

45) 회사법 제186조 제2항: 회사재산은 청산비용, 직원 급여, 사회보험비용 및 법정정보상금을 지급하고 체납한 세금을 납부하며 아울러 회사 채무를 변제한 후의 잔여 재산에 대하여 유한책임회사는 주주의 출자비율에 따라 분배하고 주식유한회사는 주주가 소유하고 있는 주식비율에 따라 분배한다.

을 침해하였다고 판단하려고 한다면 우선 이익을 침해당한 채권자가 있어야 하고 배팅계약 체결이 채권자의 채권실행에 영향을 주어야 하는데 가사 배팅계약을 체결하여도 위 조건에 부합되지 않는다면 일괄적으로 배팅계약이 채권자의 이익을 침해하였다고 할 수는 없을 것이다. 아울러, 가사 침해하였다 하더라도 법률이 채권자를 대신하여 이러한 권리를 주장할 수 있는지에 의문이 들 수 있다. 다만, 회사법이 법률로서 채권자이익을 보호하는 것은 채권자가 회사의 주주에 비해 약자의 위치에 있고 또한 거래안전을 보장하기 위한 것이다.

중국의 등록자본금제도가 기존의 자본신용에서 자산신용으로 변경되면서 채권자 이익보호에 대한 규정을 동시에 강화하지는 아니하였다. 2013년 말, 중국정부는 기업의 자율경영 강화, 시장경제 발전 추진 등 목적 하에 회사 등록자본금제도를 기존의 조건부 실제납부제도에서 인수납부제도로 변경하였다<sup>46)</sup>. 이는 중국이 기존에 회사의 등록자본금을 회사의 채권자이익을 보장하는 수단으로 강조하는 관념이 이제는 회사의 자산을 중요시하는 것으로 완전히 변경되었음을 의미한다.

다만, 등록자본금제도를 개혁하면서 주주의 자율권한을 강화하였지만 회사법을 제정하는 목적 중의 하나인 회사의 채권자이익 보호를 강화한 것은 아니다. 즉 채권자의 채권실행에 대하여 가장 중요한 것은 회사의 자산이라고 명백하게 말해주고 있지만 채권자의 회사 자산에 대한 알권리, 채권자의 채권실행에서 존재하는 문제점 등이 아직 완벽하게 해결된 것은 아니다. 위에서도 설명하였듯이 배팅이 성공할 경우 사모펀드, 대상회사 및 그 지배주주는 전부 이익을 취득하지만 만약 실패할 경우 대상회사가 심각한 타격을 받게 되는 경우가 많다. 이러한 경우 사실 배팅계약의 체결은 채권자의 채권실행에 큰 영향을 주게 된다.

---

46) 등록자본금 인수납부제도가 시행되면서 회사의 주주는 등록자본금 납부에 있어서 더욱 많은 자율권한을 가진다. 즉, 최소 등록자본금 제한이 없이 회사 설립이 가능하고 등록자본금 납부기한은 주주가 정관에 약정하면 되고 납부한 등록자본금은 험자기관의 험자를 거치지 않아도 된다.

다시 말해, 만약 베팅이 실패할 경우 대상회사는 베팅계약에 따라 현금보상 의무를 지게 되는데 즉 사모펀드는 최소한 기존의 투자금을 회수하고자 하는데 기존에 투자한 금액이 이미 대상회사의 가치를 훨씬 초과하기 때문에 이러한 회수는 기필코 대상회사의 자산가치를 크게 감소하게 된다. 현행법에 의할 경우 회사의 이러한 중요 계약의 체결 및 자산대차대조표는 채권자가 사전에 쉽게 취득할 수 없다.

또한, 베팅계약은 일반적으로 지배주주의 주도 하에 이루어지는 바 이러한 경우 대상회사의 베팅계약에 대한 의사표시가 과연 대상회사의 이익에 부합되는 정확한 의사표시인지에 의문이 든다. 그리고 권리침해에 대한 구제권과 관련하여 일각에서는 채권자가 이러한 권리침해 베팅계약에 대하여 철회권을 행사할 수 있다고 주장하고 있지만 계약법 제74조에 의하면 이러한 철회권은 채무자가 만기채무를 포기하거나 무상으로 재산을 양도하거나 명백하게 불합리한 가격으로 재산을 양도하여 채권자에게 손해를 주었을 경우 행사할 수 있다. 회사법에서도 채권자의 이익보호에 대하여 별도의 규정을 두고 있는 원인은 주주가 회사를 이용하여 채권자의 이익을 침해할 수 있고 이러한 상황 하에서 법률규정에 강제로 채권자 이익보호 관련 규정을 두어 주주, 회사, 채권자의 이익을 평형하고자 하는 것이다.

베팅계약은 일반적으로 회사의 지배주주의 주도 하에 이루어지므로 만약 실패할 경우 그 지배주주가 그 책임을 부담하는 것이 마땅하고 사모펀드는 지배주주를 향하여 배상 의무를 이행할 것을 청구하면 손실보완이 가능하다. 만약 대상회사도 위 배상 의무를 부담하게 된다면 궁극적으로 사모펀드의 권리는 대상회사 및 지배주주로부터 이중 보장을 받게 되지만 이에 반해 대상회사의 채권자의 이익은 보장받지 못할 수 있다. 즉, 베팅계약의 현금보상약정은 사모펀드, 대상회사 및 대상회사의 채권자 간의 이익평형을 이루지 못한 것으로 보여진다.

위 내용을 종합하면 사모펀드와 대상회사 간의 현금보상약정은 비록 계약법의 계약원칙에 부합되지만 회사법의 강제규정을 위반하였으므로 무효인 것으로 사료된다. 다만, 회사법에서 채권자 이익보호 관련 규정을 보완하고 특히 대상회사의 중요계약에 대한 공개 등 규정이 제정된다면 필자는 베팅계약의 현금보상약정은 필경 각 당사자의 의사자치를 반영한 것이므로 무효로 할 근거가 없을 것으로 사료된다.

## 2. 지분매수약정인 경우

사모펀드와 대상회사 간의 베팅이 실패할 경우 사모펀드는 기존에 체결한 베팅계약에 따라 대상회사에게 자신이 보유하고 있는 지분을 매수할 것을 요청할 수 있다. 이는 사실상 대상회사로 하여금 자기 지분을 매수할 것을 요청하는 것이다. 현재 중국에서는 유한책임회사의 자기 지분매수와 관련하여 명확한 법률규정을 두고 있지 아니하다<sup>47)</sup>. 다만, 회사법에서는 아래와 같은 규정을 두고 있다. <회사법> 제43조 제2항에서는 유한책임회사의 주주회에서 회사 정관 개정, 등록자본금의 증가 또는 감소, 회사의 합병, 분할, 해산 또는 회사형태의 변경에 대한 결의를 할 경우 반드시 2/3 이상의 의결권을 보유한 주주들의 동의를 취득하여야 한다고 규정하고 있다. 아울러, <회사법> 제74조에서는 주주회에서 반대표를 던진 주주의 지분에 대하여 회사에서 매수하는 것에 대한 규정인바 즉 아래 각 호의 1에 해당할 경우 회사는 자기 지분을 매수하여야 한다.

(1) 회사가 연속 5년 이익이 발생하였고 또한 법률에서 규정한 이익배당

---

47) 다만, 회사법에서는 주식유한회사의 자기주식매수와 관련하여 명확한 법률규정을 두고 있다. <회사법>(2013년 개정) 제142조 제1항에서는 “회사는 자기 회사의 주식을 매수하여서는 아니된다. 다만, 아래와 같은 상황은 제외한다. (1) 등록자본금을 감소할 경우; (2) 회사의 주식을 보유하고 있는 기타 회사와 합병할 경우; (3) 주식을 회사 직원에게 장려할 경우; (4) 주주가 주주총회에서 결의한 회사합병, 분할결의에 이의를 제기하여 회사에게 보유하고 있는 주식을 매수할 것을 요청할 경우” 라고 규정하고 있다. 위 규정에 의할 경우 주식유한회사의 자기주식매수와 관련하여 원칙상 금지이고 법률에서 규정한 상황에 한하여만 가능한 것이다.

조건에 부합되지만 연속 5년 주주에게 이익배당하지 아니할 경우.

(2) 회사의 합병하거나 분할하거나 주요 재산을 양도할 경우.

(3) 회사 정관에서 규정한 영업기간이 만료되거나 정관에서 규정한 기타 해산사유가 나타나 주주회 회의를 통하여 정관을 수정하여 회사를 존속하게 할 경우.

위 규정에 의할 경우 회사는 주주회를 통하여 주주회의 일치한 동의를 취득하면 자기 지분을 매수할 수 있는 것으로 보여진다. 이러한 경우, 베팅 계약에서 대상회사가 사모펀드의 지분을 매수하는 것은 자기 지분 매수의 법정요건에 위배되는 것이 아니다. 다만, 실무에서 법원은 회사법 제74조의 규정에 한하여 자기 지분매수가 가능하고 이를 제외한 기타 상황에서 자기 지분을 매수할 경우 무효로 판정하는 경우가 많다. 그 판정사유<sup>48)</sup>는 아래와 같다. 첫째, 비록 회사법에서 주식유한회사의 자기 주식 매수에 대하여 명확한 규정을 두고 있고 유한책임회사의 자기 지분 매수에 대하여 금지규정을 두고 있지 아니 하지만 이는 유한책임회사가 자기 지분을 매수할 수 있다고 인정한 것은 아니고, 둘째, 이러한 자기 지분 매수는 회사의 자본유지원칙에 위배되며 셋째, 채권자 등 이익에 손해를 줄 수 있다는 것이다. 따라서, 위 내용에 의할 경우 사모펀드와 대상회사 간의 지분매수약정은 제74조의 규정에 부합되지 아니하므로 무효로 판정될 수 있다.

다만, 이에 대한 필자의 의견은 아래와 같다. 2013년 말 중국정부는 기존의 등록자본금 조건부 실제납부제도를 인수납부제도로 변경하면서 등록자본금과 관련하여 자본신용제도에서 자산신용제도로 변경하였다. 즉 경제가 발전됨에 따라 자본제도의 담보기능이 점차적으로 약화되고 아울러 채권자의 채권을 담보하는 것은 사실상 회사의 자본이 아니라 회사의 자산이다. 아울러, 회사의 자산은 회사 채권자의 채무변제에 대한 보장으로 법률의 중심은 응당 회사가 경영하는 과정에서 자산의 가치를

---

48) (2007)유일중법민중자제1454호[(2007)渝一中法民终字第1454号].

인상하도록 추진하는데 두어야 하지 등록자본금, 회사설립 등에 부담을 주는데 두어서는 아니 된다<sup>49)</sup>. 등록자본금 인수납부제도의 구체적인 내용으로 주주는 최소 등록자본금 제한이 없이 회사 설립 가능하고 등록자본금 납부기한은 주주가 정관에 약정하면 납부한 등록자본금은 협자기관의 협자를 거치지 않아도 된다. 따라서, 기존의 자본금 유지원칙은 사실 채권자 이익보호에 절대적인 보호역할을 하는 것이 아니라고 보여진다. 다시 말해, 기존에 등록자본금 제도가 조건부 실제납부제도였다면 현재는 인수납부제도이고 또한 자본금에 대한 신용이 점차적으로 자산에 대한 신용으로 변경되고 있는 현시점에서 기존의 자본금유지원칙이 기존보다 많이 약화된 것으로 생각된다. 아울러, 유한책임회사의 특성은 주식유한회사와 달리 人合인데 자기 지분 매수에 대하여 주식유한회사와 달리 더욱 많은 자주권을 주어야 한다고 생각된다.

한편, 일각에서는 회사법의 감자규정과 그 절차에 의할 경우 최종 사모펀드가 대상회사로부터 자금을 철수할 수 있는 목적에 도달할 수 있을 것이라고 한다. 즉, 회사법 제43조에서는 회사는 주주회의 결의를 거쳐 등록자본금을 감소할 수 있다고 규정하고 있고 회사법 제177조에서는 회사가 만약 감자하고자 할 경우 감자를 결의한 날로부터 10일 이내에 채권자에게 통지하여야 하고 아울러 30일 이내에 신문에 공고하여야 하며 채권자는 통지서를 받은 날로부터 30일 이내에 통지서를 받지 못한 채권자는 공고일로부터 45일 이내에 회사에 채무를 변제하거나 담보를 제공할 것을 요청할 수 있다고 규정하고 있다. 구체적으로 회사법에서는 어떠한 상황에서만 감자할 수 있는지에 대하여 명확한 규정을 두고 있지 아니하고 또한 감자절차에서 이미 채권자 이익보호에 대한 내용을 두고 있기에 감자규정 및 그 절차를 통하여 지분매수의 목적을 달성할 수 있다고 한다.

다만, 이에 대하여 필자는 다음과 같이 생각한다.

---

49) 施天涛, <회사자본제도개혁: 해석 및 분석>(公司资本制度改革: 解读与辨析), <청화법학>, 2014년 제5기, 제134~136페이지.

첫째, 법률적용문제와 관련하여 베팅계약에서의 지분매수약정은 베팅이 실패하였을 경우 사모펀드가 대상회사에게 약정한 가격으로 자기 지분을 매수할 것에 대한 청구이므로 이는 대상회사의 자기 매수 관련 규정을 적용하여야 하지 감자규정을 적용하는 것이 아니다.

둘째, 감자상황과 관련하여 비록 회사법에서 감자가 가능한 상황에 대하여 구체적인 규정을 두고 있지 아니 하지만 실무에서 일반적으로 회사의 자본금이 과잉으로 많아 자본금 유효하게 사용하지 못하거나 회사의 경영 상황에 심각한 손실이 발생하여 자본금과 실제 자산 간에 큰 차이가 발생하였을 경우에만 가능하다.

셋째, 감자금액과 관련하여 출자비율에 따라 감자하는 바 베팅계약에서 대상회사의 지배주주 등이 대상회사의 지배권을 보유하고 사모펀드가 대상회사에서 보유하고 있는 지분이 많지 않은 점을 고려할 경우 사모펀드는 감자절차를 통하여 보상금액 전부를 회수하기 어렵다.

위 내용을 종합할 경우 사모펀드와 대상회사 간의 지분매수약정과 관련하여 현행 법률 및 실무에 의할 경우 무효로 판정될 수 있다. 다만, 현재 자본신용제도의 약화 및 유한책임회사의 人습특징을 고려하고 추후 채권자 공시절차제도 제정 등 여러 조건이 완비될 경우 이러한 약정의 효력에 대하여는 다시 생각해 볼 필요가 있다.

다른 한편으로, 위 내용에 의할 경우 사모펀드와 대상회사 간의 지분매수약정은 무효이기에 대상회사는 사모펀드에게 관련 책임을 부담하지 않아도 된다. 다만, 사모펀드가 대상회사에 투자할 시 투자금의 일부는 등록 자본금에 편입되고 대부분의 투자금은 자본공적금에 편입되므로 (2014)노상초자제25호<sup>50)</sup> 판결에서는 사모펀드가 대상회사에게 지분을 매수할 것을

---

50) 중문명칭: (2014)鲁商初字第25号



요청한 약정은 법적근거가 부족하지만 자본공적금에 편입된 투자금에 대하여는 여전히 관련 책임을 부담하여야 한다고 판정하였다. 필자는 대상회사가 부담하는 위 책임에 대하여 의문이 든다. 동 판결서를 살펴볼 경우 판결은 대상회사 및 그 지배주주가 법정에 참여하지 않아 결석판결한 것이어서 해당 법원에서 어떠한 법리로 위와 같이 판정한 것인지에 대하여 정확히 알 수는 없지만 궁극적으로 논리에 부합되지 않은 것으로 생각된다.

구체적으로 설명하면 제반 베팅프로젝트를 살펴볼 경우 사모펀드의 투자 방식은 지배권은 기존의 대상회사의 지배주주 등이 가지고 있고 또한 자금을 원활하게 사용하기 위하여 투자금의 일부는 대상회사의 등록자본금에 편입하고 대부분의 금액은 자본공적금에 편입하여 나중에 베팅이 실패하였을 경우 약정한 지분매수가격에 따라 대상회사로 하여금을 사모펀드가 보유하고 있는 지분을 매수하도록 하여 최종 투자금 전부를 회수하는 것인데 여기에서 만약 위 지분매수약정이 무효이면 대상회사는 관련 책임을 부담하지 않아도 된다. 따라서, 위 자본공적금에 편입된 투자금에 대하여 대상회사가 부담하여야 한다는 판정은 사실 법률적 및 계약적 근거가 부족하다.

즉, 만약 자본공적금에 편입된 투자금에 대하여 대상회사가 관련 책임을 부담하게 된다면 동 금액에 대한 사모펀드와 대상회사 간의 법률관계가 대출관계인지 아니면 기타 관계인지 명확하지 않고 베팅계약에서도 동 금액에 대하여 별도의 명확한 규정을 두고 있지 않다. 또한, 사모펀드의 청구내용을 살펴볼 경우 이에 대한 청구를 두고 있지 아니하다. 이와 관련하여 필자가 다른 판례를 살펴본 결과 항주시 하성구 인민법원의 (2014)항하상초자제1689호<sup>51)</sup> 판결에서도 본건과 같은 상황이었지만 대상회사로 하여금 관련 책임을 부담하라고 판정하지 아니하였다. 따라서, 필자는 위 (2014)노상초자제25호의 판결내용이 아주 이례적인 것으로 생각된다.

---

51) 중문명칭: (2014)杭下商初字第1689号

## 제 2 절 사모펀드와 대상회사의 지배주주 등간의 베팅계약의 유효성

### 1. 현금보상약정인 경우

사모펀드와 대상회사의 지배주주 간에 체결한 현금보상약정조항은 계약법에서 규정한 계약원칙에 부합되고 아울러 강제규정을 위배하지 아니하였으므로 유효한 것으로 생각된다. 구체적으로 설명하면 아래와 같다. 베팅계약의 상업본질은 사모펀드가 대상회사의 미래가치를 인정하여 대상회사의 현재 가치보다 더욱 높은 가격으로 대상회사에 투자한 후 추후 상장 또는 지분양도 등을 통하여 기존의 투자보다 더욱 많은 수익을 창출하고 이에 반해 대상회사의 지배주주 등은 대상회사의 경영을 확대하고 규모를 크게 하여 추후 많은 수익을 창출하는데 있다. 이러한 상업방식에 대하여 위에서도 설명하였듯이 현행법에서는 현재 명확한 금지규정이 없고 또한 각 당사자는 이러한 상업방식을 통하여 자신의 목적을 달성할 수 있으며 이러한 방식은 해당 업종 나아가 경제발전에 유리하게 된다. 따라서, 베팅계약은 사모펀드와 대상회사의 지배주주 등이 각자의 목적을 달성하기 위하여 리스크를 최소화하는 계약으로 의사자치원칙에 부합된다.

아울러, 베팅이 실패할 경우 대상회사의 지배주주 등이 사모펀드에게 현금보상하는 것은 표면상 사모펀드가 베팅이 실패하더라도 고정수익을 취득하는 것으로 보이지만 사실 사모펀드도 투자금을 투자하였을 뿐만 아니라 대상회사의 지배구조를 완벽하게 하고 대상회사의 상장을 협조하는 등 자문을 하게 되므로 베팅이 실패하게 되면 여전히 인적 및 물적 손실을 보게 되고 나아가 투자금을 회수하지 못하는 리스크를 부담하게 된다. 또한, 대상회사의 지배주주 입장에서 볼 경우 사모펀드의 투자 유입과 베팅 실패에 대한 책임에 대하여 명확하게 알고 있고 베팅조건 즉 조정기준에 대하여도 협의를 통하여 이루어진 것이다. 궁극적으로 베팅이 성공하게 되면 사모펀드와 대상회사의 지배주주는 같이 이득을 취하게 되고 베팅이

실패하게 되면 여전히 같이 손실을 보게 된다. 따라서, 사모펀드와 대상 회사의 지배주주 등은 평등자원, 공평원칙에 따라 베팅계약을 체결하는 것이다.

이와 관련하여 2012년도 말 최고인민법원에서 첫 번째 베팅계약에 대하여 내린 최종 판결서<sup>52)</sup>의 내용을 살펴보면 1심법원에서는 사모펀드와 대상 회사의 지배주주 간에 체결한 현금보상약정은 <중화인민공화국 중외합자경영기업법><sup>53)</sup> 제10조의 규정에 의할 경우 합자계약의 내용을 기준으로 하여야 하는바 본건을 살펴볼 경우 합자계약에 명확하게 대상회사의 지배주주가 사모펀드에게 보상책임을 부담하여야 한다고 규정하지 아니하였으므로 그 보상청구에는 법적근거가 부족하다고 판정하였다. 아울러, 2심법원에서는 사모펀드가 대상회사에게 출자한 등록자본금을 제외한 나머지 투자금 즉 자본공적금에 편입한 투자금에 대하여 대출로 인정하여 <연합경영계약 분쟁안건을 심리하는데 일부 문제에 대한 답변><sup>54)</sup>에 의거하여 무효로 판정하였다.

다만, 재심에서 최고인민법원은 대상회사의 지배주주가 사모펀드에게 승낙한 현금보상의무는 회사 및 회사 채권자 이익에 손해를 주는 것이 아니고 법률법규의 금지규정을 위배한 것이 아닌 당사자의 진실한 의사표시이므로 최종 유효하다고 판정하였다. 아울러, 2014년 5월 중재재결에서도 사모펀드와 대상회사의 지배주주 간에 체결한 현금보상약정은 평등자원, 권리의무대등, 공평, 신의성실의 계약정신에 부합되므로 유효하다도 판정하였다.

위 내용을 종합하면 사모펀드와 대상회사의 지배주주 간에 체결하는 베팅계약은 법에서 규정한 계약원칙에 부합되고 대상회사와 체결하는 베팅계약과 달리 채권자이익에 손해를 주지 아니하므로 유효한 것으로 사료된

---

52) (2012)민제자제11호[(2012)民提字第11号]

53) 중문명칭: <中华人民共和国中外合资经营企业法>

54) 중문명칭: 最高人民法院<关于审理联营合同纠纷案件若干问题的解答>

다.

## 2. 지분매수약정인 경우

베팅계약에서 사모펀드가 대상회사의 지배주주 등에게 보유하고 있는 대상회사의 지분을 매수할 것을 요청하는 약정에 대하여 대상회사의 지배주주 등은 이러한 약정이 주주가 공동으로 리스크를 부담하는 원칙에 위배되고 아울러 명의상 투자이지만 실제로 대출관계이기 때문에 무효로 판정할 것을 주장한다. 다만, 이러한 계약은 계약법의 계약원칙에 부합되고 아울러 관련 강제규정을 위배하지 아니하였으므로 유효한 것으로 사료된다.

(2014)호일중민사(상)중자제730호<sup>55)</sup>을 살펴볼 경우 최종 법원은 “베팅계약의 내용과 관련하여 현행 법률에서 규정한 계약무효상황과 혼동되고 또한 아직 명확한 법률규정을 두고 있지 아니하므로 법원은 이러한 법률행위에 대하여 판단할 경우 아래 원칙을 준수하여야 한다. (1) 당사자의 의사자치를 존중하고 (2) 공공이익을 보호하며 (3) 상사거래의 질차정의를 보장하며 (4) 거래를 추진하는 원칙이다.....베팅계약의 체결과 관련하여 우선, 계약 당사자의 진실한 의사표시이므로 존중하여야 하고 다음, 동 조항은 대상회사의 증자프로젝트가 순조롭게 완성되도록 추진하여 최대한 주주, 투자자 및 대상회사의 기본이익을 보호하였으며.....궁극적으로 위 4대 원칙을 심각하게 위배하지 아니한 사유로 동 조항은 유효하다” 라고 판정하였다.

## 제 3 절 구체적 사례에 대한 분석

### 1. 2012년 최고인민법원의 베팅계약에 대한 판결<sup>56)</sup>

---

55) 중문명칭: (2014)沪一中民四(商)终字第730号

56) (2012)민제자제11호[(2012)民提字第11号]

## 가. 판결의 사실관계

2009년 12월 30일, 소주공업원구해부투자유한회사(이하 “해부회사” 라고 함)는 란주시중급인민법원에 소송을 제기하여 감숙세항유색자원재활용유한회사(이하 “세항회사” 라고 함), 홍콩디아유한회사(이하 “디아회사” 라고 함) 및 자연인 루파에게 협의서에 따른 보상금 인민폐 1998.2095만 위엔을 지급할 것을 청구하였다.

감숙성란주시중급인민법원은 조사를 거쳐 아래와 같은 사실을 확인하였다. 2007년 11월 1일 전, 감숙중성아업유한회사(이하 “중성회사” 라고 함), 해부회사, 디아회사, 자연인 루파는 공동으로 <감숙중성아업유한회사 증자협의서>(이하 “증자협의서” 라고 함)를 체결하였다. 동 증자협의서에 의하면 중성회사의 등록자본금은 384만 달러이고 디아회사가 100%의 지분을 보유하고 있다. 아울러 각 당사자는 해부회사가 인민폐 2000만 위엔을 증자하여 중성회사의 등록자본금의 3.85%의 지분을 보유하는 것에 대하여 동의하였다.

증자협의서 제7조 제2항에서는 실적목표에 대하여 약정하였는 바, 중성회사의 2008년도 순이익이 인민폐 3000만 위엔에 미달하여서는 아니된다고 하였다. 만약 중성회사의 2008년도 실제 순이익이 3000만 위엔에 미달할 경우 해부회사는 중성회사에게 보상할 것을 요청할 수 있고 만약 중성회사가 위 보상의무를 이행하지 못할 경우 해부회사는 디아회사에게 보상의무를 이행할 것을 청구할 수 있다고 하였다. 보상금액은 “(1-200년도 실제 순이익/3000만 위엔) X 본 투자금액” 이다.

2007년 11월 1일, 해부회사 및 디아회사는 <중외합자경영감숙중성아업유한회사계약>(이하 “합자계약” 이라고 함)을 체결하였다. 동 계약에 의하면 중성회사는 등록자본금을 399.38만 달러로 증자하고 해부회사가 일부 지분을 양수받아 중성회사는 기존의 외자기업에서 중외합자경영기업으로 변경되었다. 여기에서 해부회사는 15.38만 달러를 출자하여 등록자본금의

3.85%를 보유하고 디아회사는 384만 달러를 출자하여 등록자본금의 96.15%를 보유한다. 해부회사는 동 계약을 체결한 날로부터 10일 이내에 일시불로 중성회사에 인민폐 2000만 위엔을 지급하는바 납부하는 출자액을 제외한 기타 금액은 중성회사의 자본공적금으로 한다고 하였다.

아울러 제68조 및 제69조에서는 중성회사의 이익분배에 대한 규정인바 즉 중성회사는 법에 따라 소득세 및 각 기금을 공제한 후의 이익에 대하여 합자 각 당사자의 지분비율에 따라 분배한다고 하였다. 다만, 중성회사는 직전 회계연도의 손실에 대하여 보완하기 전 이익을 분배할 수 없고 직전 회계연도에 분배하지 않은 이익은 본 회계연도의 이익에 편입하여 분배할 수 있다고 하였다.

## 나. 법원의 판결

### (1) 1심 판결요지

1심 법원은 양 당사자의 변론의견을 청취한 후 본 건의 주요 분쟁은 아래와 같다고 하였다. (가) 증자협의를 제7조 제2항의 내용은 효력이 있는지 (나) 만약 유효할 경우 세항회사 및 디아회사는 이에 대하여 어떠한 보상 책임을 부담하여야 하는지.

(가) 문제와 관련하여 1심 법원은 다음과 같이 판단하였다. 증자협약서가 비록 각 당사자의 진실한 의사표시이지만 제7조 제2항의 내용 즉 세항회사가 2008년도 실제 순이익이 3000만 위엔에 미달할 경우 해부회사가 세항회사에게 보상을 요청할 수 있다는 약정은 <중화인민공화국 중외합자경영기업법> 제8조의 규정 즉 회사의 이익에 대하여 합자 각 당사자는 등록자본금 비율에 따라 분배한다는 규정을 위배하였고 회사의 이익과 채권자의 이익을 손해를 주었으며 아울러 회사법 제20조 제1항<sup>57)</sup>의 규정에 부합

---

57) 회사법 제20조 제1항: 회사 주주는 응당 법률, 행정법규 및 회사 정관의 규정을 준수하여야 하고 법에 따라 주주 권리를 행사하여야 하며 주주 권리를 남

되지 아니한다. 따라서, 위 세항회사가 해부회사에게 보상책임을 부담한다는 약정은 법률, 행정법규의 강제성 규정을 위배하였기에 무효이다. 동시에, 증자협의를 제7조 제2항의 내용은 합자계약의 관련 내용과 일치하지 아니하므로 <중화인민공화국 중외합자경영기업법 실시조례> 제10조 제2항의 규정에 따라 합자계약의 내용을 기준으로 하여야 하기에 해부회사가 디아회사에게 보상책임을 부담할 것을 요청하는 근거가 부족하다.

## (2) 2심 판결요지

증자협의를 제7조 제2항의 약정에 대하여 2심 법원은 다음과 같이 판단하였다. 해부회사, 세항회사, 디아회사 및 루파가 체결한 협의서는 명의를 증자협의를 이지만 동 협의서 내용을 살펴볼 경우 해부회사가 인민폐 2000만 위엔을 지급하는 목적은 단지 세항회사의 3.85%의 지분(인민폐 114.771만위엔)을 보유하기 위한 것이 아니라 세항회사가 주식회사로 개편 후 성공적으로 상장되어 더욱 많은 주식가치를 취득하기 위한 것이다. 위 투자목적으로 해부회사 등 당사자는 증자협의를 제7조 제2항에 실적에 대한 목표 및 관련 책임을 약정하였다. 각 당사자가 세항회사의 2008년도 순이익이 인민폐 3000만 위엔에 미달하여서는 아니된다는 약정은 단지 대상회사의 영리능력에 대하여 요구를 제기한 것이지 구체적인 배분에 대하여 언급한 것은 아니다. 또한 만약 순이익이 위 금액 요건에 도달할 경우 세항회사 및 주주는 회사법, 합자계약, 회사 정관 등 관련 규정에 따라 상응한 수익을 취득할 수 있으므로 이는 채권자의 이익을 실현하는데 유리하므로 관련 법률규정을 위반한 것은 아니다.

다만, 세항회사의 2008년도 순이익이 인민폐 3000만 위엔에 미달할 경우 해부회사가 세항회사 및 디아회사에게 일정한 방식에 따라 보상할 것을

---

용하여 회사 또는 기타 주주의 이익에 손해를 주어서는 아니되고 회사의 독립적인 법인격과 주주의 유한책임을 이용하여 채권자의 이익에 손해를 주어서는 아니된다.

청구하는 약정은 투자영역에서의 리스크 공동부담 원칙을 위배하였는바 이는 해부회사가 투자자로 세항회사의 경영실적을 물론하고 약정한 수익을 취득할 수 있고 여하한 부담을 부담하지 않게 된다. 따라서, 최고인민법원의 <연합경영계약 분쟁안건을 심리하는데 일부 문제에 대한 답변><sup>58)</sup> 제4조 제2항에서 규정한 “기업법인, 사업법인이 연합 경영 일방 당사자로만 투자하고 공동경영에 참여하지 않고 그 리스크에 대하여도 분담하지 않으며 손익을 물론하고 정기적으로 투자 원금과 이자를 회수하거나 정기적으로 고정된 이익을 수취할 경우 이는 명의상 연합경영이지 사실상 대출관계이므로 이는 금융법규를 위반하여 이러한 계약은 무효이다”에 의거할 경우 증자협 의서 제7조 제2항의 위 약정은 무효이다.

아울러, 해부회사가 세항회사에 출자한 114.771만 위엔을 제외한 잔여 1885.2283만 위엔 투자금은 위 규정에 의거할 경우 사실상 대출금이다. 비록 세항회사 및 디아회사의 보상책임에 대한 내용은 무효이지만 해부회사는 그들의 승낙에 대하여 합리적인 믿음을 가지고 계약을 체결하였으므로 세항회사 및 디아회사는 계약 무효의 법률결과에 대하여 주요 책임을 부담하여야 한다.

### (3) 재심 판결요지

재심판결에서 최고인민법원은 다음과 같이 본건에 대하여 판단하였다. 2009년 12월, 해부회사가 1심 법원에 소송을 제기할 시 세항회사, 디아회사, 루파가 협의서에 따라 보상금 19982095 위엔을 지급을 청구하였지 투자금 반환을 청구한 것은 아니다. 따라서, 2심 판결에서 세항회사, 디아회사가 공동으로 투자금 및 이자를 반환할 것을 청구하는 것은 해부회사의 소송청구범위를 초과한 것으로 이는 잘못된 판결이다.

세항회사, 해부회사, 디아회사, 루파는 증자협 의서에 만약 세항회사의 실

---

58) 중문명칭: 最高人民法院<关于审理联营合同纠纷案件若干问题的解答>



제 순이익이 3000만 위엔에 미달할 경우 해부회사는 세항회사로부터 보상을 받을 수 있고 아울러 보상금 계산방식에 대하여 약정하였다. 이러한 약정은 해부회사가 상대적으로 고정된 수익을 취득할 수 있고 동 수익은 세항회사의 경영실적과 관련이 있는 것이 아니며 또한 회사 이익과 채권자 이익에 손해를 주었다. 따라서, 1심 법원과 2심 법원이 회사법 제20조 및 중외합자경영기업법 제8조의 규정에 따라 증자협약서의 동 부분의 내용이 무효라고 판단한 것은 정확하다. 다만, 2심 판결에서 해부회사의 18852283 위엔에 대하여 대출금으로 인정하여 세항회사와 디아회사가 해부회사에게 동 투자금을 반환하라고 판결한 것을 법률근거가 부족하므로 수정하여야 한다. 다만, 증자협약서 중 디아회사가 해부회사에게 승낙한 보상의무는 회사 및 회사 채권자의 이익에 손해를 주는 것이 아니고 법률법규의 금지규정을 위배한 것이 아닌 당사자의 진실한 의사표시이므로 유효하다.

## 2. 2014년 중국국제경제무역위원회의 중재재결<sup>59)</sup>

### 가. 중재재결의 사실관계

2001년 3월, 사모펀드 A, 자연인 B(이하 A 및 B를 “투자자“라고 함)는 대상회사 C 및 대상회사의 유일한 주주인 D와 증자협약서를 체결하였다. 증자협약서에 의하면 A는 대상회사 C에게 인민폐 1000만 위엔(그중 20만 위엔은 등록자본금으로 하고 나머지는 자본공적금으로 함)을 증자하고, B는 대상회사 C에게 200만 위엔(그중 5만 위엔은 등록자본금으로 하고 나머지는 자본공적금으로 함)을 증자하기로 하였다. 증자 완료 후 대상회사의 등록자본금은 기존의 175만 위엔에서 200만 위엔으로 되고 그중 A가 10%의 지분을, B가 2.5%의 지분을, D가 87.5%의 지분을 점유하였다.

---

59) 중재재결은 판례와 달리 사회공중에 공개되지 아니하므로 본 중재재결의 사실배경, 판결내용 등은 블로그 [http://blog.sina.com.cn/s/blog\\_79dd05310102v34c.html](http://blog.sina.com.cn/s/blog_79dd05310102v34c.html)의 내용을 참조하여 정리하였다.

한편, 증자협약서에서는 대상회사의 경영실적과 지분회수에 대한 조항을 두고 있었다. 경영실적 관련 조항은 다음과 같다. 대상회사 C의 2011년도 세후 순이익이 1000만 위엔에 미달하여서는 아니되고 2012년도 세후 순이익이 1500만 위엔에 미달하여서는 아니되며 2013년도 세후 순이익이 2000만 위엔에 미달하여서는 아니된다. 만약 위에서 약정한 이익기준에 미달할 경우 대상회사 C 및 그 주주 D는 투자자에게 현금보상하여야 한다. 아울러, 지분회수에 대한 조항은 다음과 같다. 대상회사 C의 임의 연도의 실적에 약정한 기준의 80%에 미달하거나 2011년 말까지 M 업무 또는 N 업무의 대리권을 취득하지 못할 경우 D는 20%의 연 수익률 기준으로 투자자가 소유하고 있는 대상회사의 지분을 양수하여야 한다. 대상회사는 위 양수의무에 대하여 무한연대책임을 부담하여야 한다.

증자협약서 체결 후 각 당사자는 약정에 따라 증자 및 지분변경 절차를 완료하였다. 2012년 말 약정에 따라 투자자는 대상회사에 대하여 회계감사를 하였는데 대상회사의 2011년도 순이익은 800만 위엔이었고 2012년 1월부터 6월까지 순이익은 -300만 위엔이었다. 다만, 회계감사자료가 충분하지 않아 회계사무소는 의견을 발표할 수 없는 <회계감사보고서>를 제출하였고 대상회사는 2012년 말까지도 M 업무 또는 N 업무의 대리권을 취득하지 못하였다. 이러한 상황 하에서 투자자 A 및 B는 대상회사 C 및 D와 협상방안을 논의하였고 협상이 결렬되자 각 당사자는 중재위원회에 중재를 요청하였다.

#### 나. 중재위원회의 판단

본건에 대한 중재위원회의 중재재결은 중재정의 다수결 의견으로 결정되었다. 즉 수석 중재원의 의견과 기타 중재원의 의견이 상이하였다. 따라서, 본건을 재결함에 있어서 중재정 내부에서도 많은 논의가 있었음을 보아낼 수 있다. 중재재결의 주요내용은 아래와 같다.

경영실적에 대한 보상내용은 적법하고 유효하며 C 및 D는 약정에 따라

현금보상의무를 이행하여야 한다. 증자 전 D는 대상회사 C의 유일한 주주이고 증자 후 여전히 87.5%의 지분을 보유하고 있으며 투자자는 증자 후 소액주주에 불과하였다. 투자자가 대상회사에 대한 가치 평가는 D의 미래 경영실적에 대한 승낙에 의존하는바 즉 투자자가 기존 가치를 초과하는 투자금을 투자하는 것은 위 경영실적이 실현되는 것을 전제로 하는 것이다. 따라서, 투자 리스크를 감소하기 위하여 투자자는 경영실적에 대한 약정을 체결하게 된다. C 및 D는 기존 가치를 초과하는 투자금을 취득하기 위하여 자원적으로 동 약정을 체결한 것이기에 여기에는 기만 및 불법목적이 존재하지 아니한다.

또한, C의 경영활동은 D가 통제하고 있고 이러한 상황 하에서 경영실적 조항은 투자자가 투자하기 전에 리스크를 예방하고 투자 후 리스크를 감소하는데 도움을 준다. 아울러, 경영실적 조항은 C 및 D를 격려하고 구속하는바 이는 평등자원, 권리의무대등, 공평, 신의성실의 계약정신에 부합되기에 적법하게 유효하다. 따라서, C 및 D는 약정에 따라 투자자에게 현금보상의무를 이행하여야 한다.

### 3. 판결 및 중재재결에 대한 분석

베팅계약과 관련하여 위 판례 및 중재재결의 내용을 간단하게 정리하면 아래와 같다.

	배팅내용	사모펀드 와 대상회사	사모펀드 와 지배주주	비고
1심 법원	대상회사가 실적에 미 달할 경우	무효	무효	이익분배규정을 위배하 고 회사 이익 및 채권 자 이익에 손해를 주었 으므로 무효임.
2심 법원	현금보상 의무를 부	무효	무효	자본공적금에 편입된 투자자금은 대출로 인

				정되어 대상회사 및 지배주주는 투자자에게 위 자금을 반환하여야 함.
최고인민법원	담하는 약정에 대한 유효여부	무효	유효	대상회사와 체결한 배팅조항은 회사 이익 및 채권자 이익에 손해를 주었으므로 무효이지만 지배주주와의 배팅조항은 당사자의 진실된 의사표시이므로 유효함.
중재위원회		유효	유효	각 당사자 간에 체결된 계약은 각 당사자의 진실된 의사표시이고 평등자원, 공평, 신의성실 계약원칙에 부합되므로 유효함.

위 내용에 의할 경우 최고인민법원은 배팅계약에 대하여 일정하게 그 효력을 인정하였다. 사모펀드와 대상회사 간에 체결한 배팅조항에 대하여 최고인민법원은 회사법에 입각하여 비록 각 당사자의 의사자치에 대하여 존중하지만 회사의 자본유지원칙과 채권자이익을 보호하는 것을 더욱 중요하게 판단하였다. 이에 반해 중재위원회에서는 계약법에 입각하여 각 당사자의 진실된 의사표시와 평등자원, 공평, 신의성실 등 계약원칙을 존중하는 것을 우선으로 하였다.

#### 제 4 절 소결론

사모펀드와 대상회사 간에 체결하는 현금보상약정 및 지분매수약정과 관

련하여 현행 법률규정에 의할 경우 무효인 것으로 사료된다. 그 중, 현금 보상약정과 관련하여 비록 계약법의 계약원칙에 부합되나 회사법에서 규정한 회사로부터 자산을 취득할 수 있는 상황에 부합되지 않아 최종 주주의 권리를 남용하여 채권자의 이익에 손해를 준다는 사유로 무효인 것으로 사료된다. 다만, 구체적인 분석이 없이 단지 회사로부터 자산을 취득할 수 있는 상황에 부합되지 아니하면 일괄적으로 주주의 권리를 남용하여 채권자의 이익에 손해를 준다고 판단하기에는 무리가 존재할 수 있다. 따라서, 베팅계약의 현금보상약정을 살펴볼 경우 관련 책임에 대하여 대상회사는 충분히 인지하고 있고 또한 구체적으로 이익을 침해당했다는 채권자가 존재하지 아니하기에 계약법의 강제규정을 위반한 것이 아니하므로 이러한 맥락으로 법규정을 엄격하게 따질 경우 현금보상약정이 유효할 수 있다.

하지만, 회사법을 통하여 채권자 이익을 보호하는 것은 채권자가 회사와의 거래에서 약자의 지위에 있고 아울러 중국정부가 기존의 등록자본금제도를 자본신용에서 자산신용으로 변경하면서 채권자이익보호에 대한 규정을 개정하지 아니하였고 또한 회사의 이러한 중요계약에 대하여 채권자가 사전에 인지할 수 없으므로 채권자 이익보호 입장에서 볼 경우 베팅계약의 현금보상약정은 무효로 하여야 하는 것이 형평성에 부합된다고 사료된다. 현재 실무에서 이와 관련하여 2012년 말 최고인민법원의 판결은 회사법에 입각하여 무효라 하였지만 2014년 5월 중재재결에서는 계약법에 입각하여 유효로 판정하였다. 다만, 위 내용에 의할 경우 필자는 최고인민법원의 판결이 더욱 현 실정에 부합된다고 생각된다.

사모펀드와 대상회사 간에 체결하는 지분매수약정과 관련하여 자본금 유지원칙 및 자기지분매수 규정 위반을 사유로 무효인 것으로 사료된다. 다만, 필자는 자본금유지원칙이 약화되고 있고 또한 유한책임회사의 人습 특징을 고려할 할 경우 유한책임회사의 자기 지분매수에 대하여 더욱 많은 자주권을 주어야 한다고 생각된다. 비록 일각에서는 회사법의 감자규정과 절차에 의할 경우 지분매수 목적에 도달할 수 있다고 주장하고 있지

만 필자는 현 상황에 부합되지 않는다고 생각한다.

한편으로, 사모펀드와 대상회사의 지배주주 등간에 체결하는 현금보상약정과 지분매수약정은 계약의 신의성실, 공평, 평등자원 등 계약원칙에 부합되고 또한 강제규정을 위배하지 아니하므로 유효하다. 현금보상약정과 관련하여 대상회사의 지배주주 등은 사모펀드가 주주로서 리스크 부담이 없이 고정수익을 취득하기에 이러한 약정은 무효라고 주장하거나 일부 법원에서는 이러한 관계에 대하여 대출관계로 판정하였지만 궁극적으로 베팅의 제반 목적, 내용, 각 당사자의 권리의무 등을 살펴볼 경우 이는 각 당사자의 의사자치에 부합되는 유효한 계약관계이다. 아울러, 지분매수약정과 관련하여 여전히 각 당사자의 의사자치에 부합되는 계약관계이므로 유효한 것으로 사료된다.

## 제 4 장 베팅계약 이행 중 조건성취에 관한 쟁점

### 제 1 절 베팅조건 및 그 달성여부에 대한 분쟁

베팅계약의 주요내용을 살펴볼 경우 (1) 대상회사의 미래가치에 대한 양 당사자의 합의를 통한 평가, (2) 대상회사의 미래가치에 대한 조정기준, (3) 조정방식 등이다. 여기에서 대상회사의 미래가치에 대한 조정기준은 베팅조건으로 즉 실적베팅 또는 상장베팅이다. 다시 말해, 베팅조건의 달성여부에 따라 거래 당사자가 부담하는 책임이 궁극적으로 달라진다. 따라서, 실무에서 거래 당사자 간에는 베팅조건의 달성여부와 베팅조건의 미달에 대한 거래상대방의 과실을 따져 자신의 책임을 경감 또는 면제하고자 하는 분쟁이 많다. 구체적으로 설명하면 베팅조건에 달성하였을 경우 대상회사 및 그 지배주주는 베팅계약에 따라 사모펀드에게 추가 투자 또는 관련 보상을 요청할 수 있지만 이에 반해 베팅조건에 미달하였을 경우 대상회사 및 그 지배주주는 베팅계약에 따라 관련 배상책임을 부담하게 된다. 따라서, 베팅조건의 달성여부는 베팅계약의 각 당사자의 권리의무에 중요한 영향을 미치게 된다. 또한, 베팅조건의 미달과 관련하여 사모펀드에게 과실이 존재할 경우 대상회사 및 그 지배주주 등은 이러한 과실을 사유로 책임을 면제하고자 한다.

위에서도 설명하였듯이 베팅계약의 베팅조건에는 실적베팅과 상장베팅이 포함된다. 실적베팅일 경우, 일반적으로 회계감사보고서를 기준으로 한다. 즉, 베팅계약에서 대상회사의 미래 영업실적에 대하여 약정하고 그 도달여부는 양 당사자가 사전에 합의한 회계법인의 회계감사보고서를 기준으로 한다. 상장베팅일 경우 일반적으로 일정한 기간 내에 상장하거나 중국 증권감독관리위원회의 상장허가를 받는 것을 베팅조건으로 한다. 위 베팅조건에서 실적베팅은 회계감사보고서의 감사결과로 그 달성여부를 판단하므로 결과에 대하여 각 당사자는 일반적으로 이의를 제기하기 어렵다. 아울러, 상장베팅일 경우 베팅계약에 상장 일정 또는 상장 허가취득 일정이

약정되어 있으므로 그 일정을 맞추지 못할 경우 배팅조건에 대한 미달에 해당되고 맞출 경우 배팅조건에 대한 성취에 해당되므로 약정한 일정이 지난 후 그 배팅조건 달성여부를 명확하게 판단할 수 있다. 다만, 유의할 점은 실적배팅과 달리 상장배팅에서 대상회사는 우선 중국 법에서 규정한 상장조건에 부합되어야 하고 다음으로 중국증권감독관리위원회의 상장허가를 취득하여야 한다.

<중화인민공화국 증권법> 제13조에서는 “회사가 신주를 공개적으로 발행하고자 할 경우 응당 아래 조건에 부합되어야 한다. (1) 건전하고 양호한 조지기구를 구비하여야 함. (2) 지속적인 영리능력이 있어야 하고, 재무상황이 양호하여야 함. (3) 최근 3년의 재무회계서류에 허위기재가 없어야 하고 기타 중대한 위법행위가 없어야 함. (4) 국무원 증권감독관리기구에서 규정한 기타 조건” 고 규정하고 있고, <신주 공개발행 및 상장관리방법>(2006년) 제33조에서는 “주식 발행자는 아래와 같은 조건에 부합되어야 한다. (1) 최근 3개 회계연도 순이익이 정수이어야 하고 또한 누적하여 3000만 위엔을 초과하여야 함. 순이익은 비일상손익을 공제한 후의 금액을 비교하여 확정함. (2) 최근 3개 회계연도 경영활동으로 인하여 발생한 현금흐름순액이 누적하여 인민폐 5000만 위엔을 초과하여야 하거나 최근 3개 회계연도 영업수익이 누적하여 인민폐 3억 위엔을 초과하여야 함. (3) 발행 전 주식총액이 인민폐 3000만 위엔에 미달하여서는 아니됨. (4) 최근 무형자산의 가치가 순자산의 20%를 초과하여서는 아니됨. (5) 최근 손실을 보완하지 않은 적이 없어야 함” 고 규정하고 있다.

위 규정에 의할 경우 대상회사가 만약 상장하고자 한다면 위 모든 상장조건에 부합되어야 하고 일부 또는 전부 조건이 부합되지 아니할 경우 상장이 불가하게 된다. 따라서, 배팅계약에서 약정한 상장 일정 또는 상장 허가취득 일정이 도래되기 전에 위 상장조건에 대비하여 대상회사가 상장이 가능한지가 판단할 수 있게 된다. 이러한 경우 만약 배팅계약에서 약정한 상장 일정 또는 상장 허가취득 일정이 도래되기 전에 대상회사가 상장이 불가한 상황이 명확하다면 배팅계약에서 약정한 배팅조건 미달에 해당되



는지가 의문된다. 사모펀드 입장에서 볼 경우 이는 투자금의 조속한 회수 및 리스크 감소와 관련되는 중요한 이슈로 된다.

〈중화인민공화국 계약법〉 제108조에서는 “당사자 일방이 계약의무를 이행하지 않을 것을 명확하게 의사표시하거나 자신의 행위로 계약의무를 이행하지 않을 것을 의사표시할 경우 계약 상대방은 이행기간 만료되기 전에 위약책임을 부담할 것을 요구할 수 있다” 고 규정하고 있다. 위 규정에 의할 경우 대상회사가 약정한 기간이 도래되기 전에 이미 상장할 수 없는 사실이 명백한 것은 위 중국 계약법에서의 거래 당사자가 자신의 행위로 계약의무를 이행하지 않은 것에 해당될 수 있다.

따라서, 약정한 기간이 도래되기 전에 대상회사의 상장이 법률에서 규정한 상장조건에 미달하여 약정한 기간 내에 상장의무를 이행하지 못하는 것이 명확할 경우 사모펀드는 사전에 대상회사 및 그 지배주주 등에게 관련 책임을 부담할 것을 청구할 수 있다. 실무에서 (2014)민이종자제111호<sup>60)</sup> 판결서에서는 “본건에서 천협우업에 재무서류 허위조작문제가 존재하고 실적이 기존의 〈투자협의회〉의 약정에 미달하였으므로 2014년 12월 31일 전에 천협우업이 상장이 불가능한 것은 이미 현시점에서 명확하다. 따라서, 〈보충협의회〉에서 약정한 지분매수조건에 부합되므로 구정투자가 소를 제기하는 것은 계약 및 법률근거가 있다” 고 판정하였다.

유의할 점은 대상회사가 상장을 준비하는 과정에서 만약 사모펀드에게 과실이 존재할 경우 이는 사모펀드의 청구에 영향을 주게 된다. 즉, 대상회사가 상장을 준비하는 과정에 사모펀드의 사유로 인하여 최종 상장이 불가할 경우 사모펀드는 이에 대한 책임을 부담하여야 한다. 이때, 대상회사 및 그 지배주주는 상장하지 못한 책임을 경감 또는 면제할 것을 요청할 수 있다. 이러한 경우 위 사모펀드의 과실은 직접적인 인과관계가 있어야 하고 이러한 과실에 대하여 대상회사 및 그 지배주주 등은 충분한 증거서류로 입증하여야 한다.

---

60) 중문명칭: (2014)民二终字第111号

한편으로, 알다싶이 베팅계약은 대상회사의 미래가치에 대하여 정확한 판단을 할 수 없어 사모펀드와 대상회사 및 그 지배주주가 특정실적 달성 등 조건을 약정하고 동 조건을 달성하였거나 미달하였을 경우 각각 관련 권리를 행사하거나 의무를 이행하는 것을 말한다. 대상회사의 미래가치는 특정실적 등을 통하여 반영되고 아울러 특정실적의 달성 또는 미달에 대하여 거래 당사자는 영향을 줄 수 있다. 다만, 유의할 점은 대상회사의 미래가치는 거래당사자가 사전에 예견한 것이고 또한 이는 대상회사의 회사 운영과 관련되는 것이므로 거래당사자의 영향 외에 시장환경의 변화, 정부정책 및 법률법규의 변경 등 영향을 받게 된다.

따라서, 이러한 상황이 발생하였을 경우 대상회사 및 그 지배주주는 이러한 상황에 대하여 불가항력 또는 정세변경이라는 사유로 관련 책임의 경감 또는 면제를 주장할 수 있다. <중화인민공화국 계약법> 제117조에서는 “불가항력으로 계약을 이행하지 못할 경우 불가항력의 영향에 따라 일부 또는 전부의 책임을 면제할 수 있다. 다만, 법률에 별도의 규정이 있는 상황은 제외한다. 당사자가 연기하여 이행한 후 불가항력 상황이 발생하였을 경우 책임을 면제하지 못한다. 본 법에서 말하는 불가항력은 예견할 수 없고 피면할 수 없으며 또한 극복할 수 없는 객관상황을 말한다” 고 규정하고 있고, [최고인민법원의 <중화인민공화국 계약법>을 적용하는 일부 문제에 대한 해석(2)]<sup>61)</sup> 제26조에서는 “계약 성립 후 객관상황에 거래 당사자가 계약 체결 시 예견할 수 없고 비 불가항력으로 조성된 상업리스크가 아닌 중대한 변화가 발생하였을 경우 만약 계속 계약을 이행하게 되면 현저하게 불공평하거나 또는 계약 목적을 실현할 수 없을 경우 당사자는 인민법원에 계약을 변경하거나 해제할 수 있다” 고 규정하고 있다. 위 규정에 의할 경우 만약 약정한 조건 달성 시 불가항력 또는 정세변경 상황이 발생하였을 경우 관련 책임을 경감 또는 면제할 수 있다. 다만, 위와 같은 내용을 주장하고자 한다면 약정한 조건 달성에 직접적인 영향을 주

---

61) 중문명칭: 最高人民法院关于适用<中华人民共和国合同法>若干问题的解释(二)

는 상황이 불가항력 또는 정세변경 상황에 부합되어야 한다.

[(2014)호일중민사(상)종자제1334호]<sup>62)</sup> 판결서에 의하면 대상회사 및 그 지배주주는 계약법 및 그 사법해석에서 규정한 정세변경으로 인하여 베팅계약에서 약정한 실적에 도달할 수 없었기에 사모펀드가 대상회사에서 보유하고 있는 지분을 매수하는 책임을 부담하지 아니한다고 항변하였지만 최종 법원은 “국제경제환경과 국내 공급과잉으로 인하여 2011년 중국 LED 업종이 그 발전속도가 완화된 것은 모두가 아는 사실이다. 중주광전회사 등은 위 시장환경 변화로 인하여 기업의 전체 이익이 하락하였으므로 이는 정세변경규정을 적용하여야 한다고 주장하고 있는데 이는 근거가 충분하지 아니하다. 중주광전회사의 실적이 계약에서 약정한 목표에 도달하지 못한 것은 비록 당시 업종 전체상황과 관련되지만 이러한 상황은 업종 경영리스크에 해당되므로 정세변경규정에 부합되지 아니한다” 고 하였다.

또한, 불가항력과 관련하여 [(2009)해민초자제26101호]<sup>63)</sup> 판결서에 의하면 약정한 실적에 도달할 수 없는 사유는 금융위기이고 이는 불가항력에 해당하기에 지분매수의무를 이행하지 아니하여도 된다고 주장하였지만 최종 법원은 “우선, 역사서덕회사는 금융위기의 정의 및 금융위기의 존재가 수신창안회사의 경영에 미치는 영향에 대하여 명확하게 확정하지 아니하였고 다음, 금융위기 상황 하에서도 수신창안회사는 수익을 창출하였으므로 금융위기는 정상적인 상업리스크에 해당되지 불가항력에 해당되지 아니한다” 고 하였다.

## 제 2 절 구체적 사례에 대한 분석

### 1. 판결의 내용<sup>64)</sup>

---

62) (2014)沪一中民四(商)终字第1334号

63) (2009)海民初字第26101号

64) (2014)민이종자제111호[(2014)民二终字第111号]

## 가. 판결의 사실관계

2010년 10월 19일, 소주주원구정투자센터(유한합작)[본건 상소인, 이하 “구정투자” 라고 함], 남택교(자연인, 본건 피상소인), 호북천협심업유한회사(본건 피상소인, 이하 “호북심업” 이라고 함) , 의도천협특종우업유한회사(본건 피상소인, 이하 “천협우업” 이라고 함)는 공동으로 <소주주원구정투자센터(유한합작)의 의도천협특종우업유한회사에 대한 투자협의회서>(이하 “투자협의회서” 라고 함)을 체결하였다.

<투자협의회서> 제7조에서는 실적에 대한 승낙과 지분장려에 대한 조항을 두고 있는바 그 주요내용은 아래와 같다. 천협우업의 2010년도 순이익은 인민폐 1500만 위엔에 미달하여서는 아니되고 2011년도 순이익은 인민폐 3000만 위엔에 미달하여서는 아니되며 2012년도 순이익은 인민폐 5000만 위엔에 미달하여서는 아니된다고 하였다. 만약 천협우업의 2010년도, 2011년도, 2012년도의 순이익이 위 승낙한 실적기준에 도달하였거나 초과하였을 경우 구정투자와 제3의 투자자는 각자의 지분비율에 따라 9%의 천협우업의 지분을 호북심업에게 장려한다고 하였다. 또한, 만약 천협우업의 주식공개발행신청이 2013년 12월 31일 전에 중국증권감독관리위원회의 심사를 통과하였을 경우 위 실적기준 도달여부와 관계없이 구정투자와 제3의 투자자는 각자의 지분비율에 따라 9%의 천협우업의 지분을 호북심업에게 장려한다고 하였다. 아울러, 천협우업의 실적이 관련 기준에 도달되었거나 초과하였지만 2013년 12월 31일 전에 주식공개발행신청이 증권감독관리위원회의 심사를 통과하지 못한 경우 등 기타 상장과 관련한 여러 상황에 대하여도 관련 장려조항을 두었다.

구정투자는 협의회서에서 아래와 같이 승낙 및 보증하였다. 적극적으로 천협우업을 협조하여 상장하도록 하고 이사회 및 주주회를 통하여 천협우업의 관리에 참여하며 천협우업을 협조하여 고객을 개척하고 투자프로젝트를 선정 및 인수합병하여 천협우업의 실력을 강화하도록 하여야 한다고 하였다. 아울러, 천협우업을 협조하여 인민폐 1억 위엔의 대출용자를 취

득하도록 한다고 하였다. 아울러, 당일 각 당사자는 <보충협의를>를 체결하였는바 동 협의서에 의하면 본 투자 완성일로부터 2014년 12월 31일까지 천협우업이 상장하지 못할 경우 같은 2014년 12월 31일 이후 수시로 천협우업, 호북심업 및 남택교에게 구정투자가 보유하고 있는 일부 또는 전부의 지분을 매수할 것을 요청할 권한이 있다고 하였다.

2010년 10월 21일, 구정투자는 천협우업에게 인민폐 7000만 위엔을 지급하였다. 12월 29일, 해당 정부기관에서 지분변경등록에 대한 허가를 취득하였는바 즉 호북심업이 3570만 위엔을 투자하여 51%의 지분을 보유하고 구정투자가 3430만 위엔을 투자하여 49%의 지분을 보유하고 있다. 2012년 10월 25일, 회계사무소에서 천협우업에 대하여 회계감사 후 발급한 보고서에 의하면 2012년 1월부터 6월까지 영업 총 수익이 3233.683467만 위엔이었지만 2012년 12월 31일, 천협우업에서 작성한 <이익표>에 의하면 2012년도 천협우업의 영업 총 수익은 2332.313769만 위엔이었다. 아울러, 순이익은 적자이었다.

따라서, 2013년 10월 28일 구정투자는 호북성 고급인민법원에 소를 제기하였고 최종남택교 및 호북심업이 구정투자가 보유하고 있는 지분을 매수할 것을 청구하고 아울러 관련 위약책임을 부담할 것을 청구하였다. 이에 남택교와 호북심업은 구정투자가 파견한 고급관리인원이 이직은 천협우업의 상장실패 및 재무수치의 허위조작에 인과관계가 존재하며 아울러 구정투자는 천협우업의 대출용자에 협조하지 아니하였으므로 계약위반을 구성한다는 등 사유로 항변하였다. 최종 호북성 고급인민법원은 위 구정투자의 지분매수요청 청구를 받아들였다. 다만, 구정투자가 주장하는 위약책임에 대하여 관련 약정이 없고 또한 지분매수가격을 협의할 시 이미 손실에 대한 부분을 예상하여 포함하였다는 사유로 기각하였다. 남택교 및 호북심업은 이에 불복하여 최고인민법원에 2심을 신청하였다.

나. 2심법원의 판단

2심법원의 판결의 주요내용은 아래와 같다.

(1) 남택교와 호북심업은 지분매수의무를 이행하여야 하는지 여부.

회계감사보고서와 천협우업이 작성한 재무제표를 살펴볼 경우 천협우업의 재무서류에는 허위가 존재하고 아울러 그 허위정도는 <보충협의서>에서 약정한 10% 한도를 초과하였으며 또한 천협우업은 2012년도에 적자가 발생하였으므로 호북심업이 <투자협의서>에서 승낙한 실적에 미달하였다. <중화인민공화국 회사법>, <중화인민공화국 증권법> 등 법률법규의 회사의 주식공개발행 및 상장조건에 대한 규정에 의거할 경우 천협우업이 2014년 12월 31일 전에 상장하는 것은 불가능하다. 따라서, <보충협의서>에서 약정한 지분매수조건이 성립된 것으로 본다. 그러므로, 남택교와 호북심업은 계약에 따라 지분매수의무를 이행하여야 한다.

구정투자에게 위약행위가 존재하는지 여부와 이러한 위약행위가 남택교와 호북심업이 지분매수의무를 이행하는 것에 영향을 주는 문제와 관련하여 아래와 같이 판단한다. 남택교와 호북심업은 구정투자가 자신의 이익을 위하여 부당하게 천협우업의 상장을 저제한 근거가 충분하지 아니하므로 인정하지 아니한다. 구정투자가 파견한 일부 고급관리인원이 이직 후 천협우업은 여전히 생산경영을 하고 있고 재무서류의 허위조작은 인위적인 문제로 고급관리인원의 이직사실은 재무서류의 허위조작의 사유로 되지 아니하고 천협우업이 상장을 할 수 없는 직접적인 원인이 되지 아니한다. 그리고 천협우업이 대출의무를 이행하지 않았다는 문제와 관련하여 <투자협의서>에 의할 경우 구정투자는 천협우업을 협조하여 인민폐 1억위엔의 대출융자를 하여야 하는바 여기에서 구정투자의 의무는 협조의무이고 협조의무에 대한 구체적인 약정을 두고 있지 아니하다. 궁극적으로 남택교와 호북심업이 주장하는 구정투자가 위약행위가 존재하기 때문에 지분을 매수한느 책임을 면제하여야 한다는 주장은 사실 및 법률근거가 부족하다.

## (2) 구정투자가 권리를 주장하는 시점과 관련하여

본건에서 천협우업에 재무서류 허위조작문제가 존재하고 실적이 기존의 <투자협의회서>의 약정에 미달하였으므로 2014년 12월 31일 전에 천협우업이 상장이 불가한 것은 이미 현시점에서 명확하다. 따라서, <보충협의회서>에서 약정한 지분매수조건에 부합되므로 구정투자가 소를 제기하는 것은 계약 및 법률근거가 있다.

## 2. 판결에 대한 분석

본 판결을 살펴볼 경우 배팅조건의 달성여부와 관련하여 대상회사 및 그 지배주주의 책임이 달라지므로 사모펀드에게 과실이 존재할 경우 대상회사 및 그 지배주주 등은 이러한 과실을 사유로 배팅실패에 따른 책임을 면제하고자 한다. 이에 반해 사모펀드는 조속히 투자금을 회수하기 위하여 약정한 기간이 도래되기 전에 대상회사가 약정한 배팅조건에 도달하지 못하는 상황이 명백할 경우 사전에 대상회사 및 그 지배주주 등에게 관련 책임을 부담할 것을 청구한다. 법률규정에 의할 경우 대상회사의 지배주주와 사모펀드의 위 주장은 가능하다. 다만, 대상회사의 지배주주 등은 사모펀드의 과실이 직접 배팅조건의 달성에 영향을 주었다고 입증하여야 하고 사모펀드는 약정한 기간이 도래되기 전에 배팅조건 특히 상장이 불가하다는 것을 입증하여야 한다.

## 제 3 절 소결론

배팅조건의 달성여부와 관련하여 사모펀드, 대상회사 및 그 지배주주의 책임이 달라지므로 이에 대한 판단은 각 당사자애의 권리의무에 중요한 영향을 미친다. 실적배팅일 경우 그 달성여부는 회계감사보고서의 감사결과를 기준으로 하고 상장배팅일 경우 배팅계약에서 약정한 상장일정 또는 상장 허가취득 일정을 기준으로 한다. 다만, 상장배팅에서 만약 상장일정

또는 상장 허가취득 일정이 도래되기 전에 대상회사의 상장이 불가한 것이 명확할 경우 베팅조건 실패에 해당되어 대상회사 및 그 지배주주에게 베팅실패로 인한 책임을 부담할 것을 요청할 수 있고 법원에서도 이러한 주장에 대하여 인정한다. 다만, 이 과정에서 사모펀드에게 과실이 존재할 경우 대상회사 및 그 지배주주는 관련 부담을 경감 또는 면제할 것을 요청할 수 있다.

아울러, 베팅조건 성취 과정에서 법에서 정한 불가항력 또는 정세변경 사안이 발생하였을 경우 베팅조건 미달에 대한 책임에 대하여 대상회사 및 그 지배주주는 경감 또는 면제할 것을 요청할 수 있지만 우선 발생한 사안이 불가항력 또는 정세변경 사안에 부합되어야 하고 또한 이러한 사안이 베팅조건 실패에 직접적인 영향을 주어야 한다.



## 제 5 장 베팅계약의 특수상황에 관한 쟁점

### 제 1 절 대상회사가 외상투자기업인 베팅계약

대상회사가 외상투자회사일 경우 사모펀드가 대상회사의 지분을 대상회사의 지배주주 등에게 양도하는 것에 대한 유효여부는 베팅계약의 지분매수 약정 효력에 영향을 줄 수 있다. <중화인민공화국 중외합자경영기업법 실시조례><sup>65)</sup> 제20조에서는 합자 일방이 제3자에게 보유하고 있는 지분의 전부 또는 일부를 양도하고자 할 경우 기타 합자 당사자의 동의를 취득하여야 하고 아울러 인허가기관의 인허가를 받아야 하며 만약 위 절차를 거치지 않고 지분을 양도할 경우 무효라고 규정하고 있다. <중화인민공화국 계약법><sup>66)</sup> 제44조 제2항에서는 법률, 행정법규에서 비준, 등록 등 절차를 거쳐야 계약이 발효한다고 규정하였을 경우 그 규정을 준한다고 규정하고 있다. 또한, [최고인민법원의 <중화인민공화국 계약법> 일부 문제에 대한 해석(1)]<sup>67)</sup> 제9조에서는 계약법 제44조 제2항에서 규정한 법률, 행정법규의 규정에 따라 비준 또는 비준등록절차를 거쳐야 계약이 발효할 경우 1심 법정변론 종결 전 당사자가 여전히 관련 비준절차를 거치지 않았거나 비준등록절차를 거치지 아니하였을 경우 법원은 계약이 발효하지 않은 것으로 판정한다고 규정하였다.

위 법률규정에 의할 경우 대상회사가 만약 중외합자기업일 경우 중외합자기업의 주주가 자신이 보유하고 있는 지분을 양도하고자 한다면 우선 기타 주주의 동의를 취득하여야 하고 아울러 중국 인허가당국의 인허가를 받아야 한다. 따라서, 베팅계약에서 만약 대상회사가 중외합자기업일 경우 사모펀드가 대상회사의 지배주주에게 지분을 매수할 것을 요청하는 약정에 대하여 현재 위 규정을 근거로 무효를 주장하는 경우가 있다.

65) 중문명칭: <中华人民共和国中外合资经营企业法实施条例>

66) 중문명칭: <中华人民共和国合同法>

67) 중문명칭: 最高人民法院关于适用<中华人民共和国合同法>若干问题的解释(一)

[(2013)소상외종자제0034호]<sup>68)</sup> 판결서에 의하면 “산우제산회사는 중외합자 기업이고.....2009년 1월 12일 강소성대외무역경제합작청이 발행한 <산우제산보호재료제조유한회사 지분양도에 대한 비준서류>에서는 임근영이 보유하고 있는 6.82%의 지분을 국화회사에게 양도하는 것에만 동의하였고 향양회사가 국화회사가 보유하고 있는 위 지분에 대하여 매수하는 부분에 대하여는 언급하지 아니하였다. 지분양도협의서에서 약정한 지분매수조항이 인허가절차를 밟았는지에 대하여 향양회사는 <외상투자기업의 지분변경 인허가경과 설명서>를 제출하였다. 동 서류의 내용은 단지 향양회사가 외상투자기업의 지분변경 인허가를 진행하는 경과에 대한 설명이고 지분양도협의서에서의 지분매수조항이 인허가절차를 밟았다고 입증할 수 없다.....따라서, 지분양도협의서의 지분매수조항은 효력을 발생하지 아니하였고 국화회사는 이에 따라 향양회사에게 지분을 매수할 것을 요청하고 관련 위약책임을 부담할 것을 청구하는 것에 대하여 법원은 지지하지 아니한다” 고 판정하였다. 위 판결서 내용에 의할 경우 베틱이 실패하여 사모펀드가 대상회사의 지배주주에게 지분을 매수할 것을 요청하는 조항에 대하여 인허가절차를 밟지 아니하였다는 사유로 동 조항은 효력을 발생하지 아니한다고 하였다.

다만, [(2014)악고법민사종자제12호]<sup>69)</sup>에서는 지분양도 관련 내용과 베틱 내용을 구분하여 지분양도 관련 내용은 효력을 발생하지 않지만 투자자가 대상회사의 지배주주에게 지분을 매수할 것을 요청하는 조항은 유효하다고 판정하였다. 즉 판결서에서는 “<지분양도협의서>와 <지분양도보충협의서>에서는 양 당사자는 중외합자회사 지분양도 관련 권리의무에 대한 내용을 약정한 외 “지분매수” 내용에 대하여도 약정하였는바 즉 지분변경여부를 막론하고 왕달그룹회사는 투자자인 장모모가 보유하고 있는 왕달회사의 지분을 매수하여야 한다고 약정하였다. 위 약정은 양 당사자가 지분양도관계에 대한 조항 외 지분취득에 대한 조건을 설정하였고 아울러 이러한 조건은 불확정된 사실내용이고 조건이 성립되지 않을 시 지분양도를

68) 중문명칭: (2013)苏商外终字第0034号

69) (2014)粤高法民四终字第12号

완성할 수 없다.....왕달회사는 중외합자경영주식유한회사이고. 법률규정에 의할 경우 중외합자경영기업 일방 당사자가 지분을 양도하고자 할 경우 인허가기관의 인허가를 받아야 한다. 비준을 받지 아니할 경우, [최고인민법원의 <외상투자기업 분쟁안건 관련 일부 문제에 대한 규정(1)> 제1조에 의할 경우 양 당사자가 체결한 계약은 효력을 발생하지 아니하였다.

따라서, 왕달그룹회사가 왕달회사의 지분을 양도하기 위하여 장모모와 체결한 <지분양도협약서>, <지분양도보충협약서>에서 언급된 지분양도부분의 권리, 의무내용은 인허가를 취득하지 아니하였으므로 계약은 발효하지 아니한다. 단, <지분양도협약서>와 <지분양도보충협약서>에서의 양 당사자가 지분양도를 실현하고 장모모가 합리적으로 지분투자리스크를 회피하기 위하여 지분가치조정조항을 약정한 목적은 장모모가 지분양도협약서를 통하여 기존의 가치보다 높은 가격으로 왕달회사의 지분을 매수하고 지분양도 과정에서 투자리스크를 통제하고 대상회사를 구속 및 장려하며 대상회사의 경영관리를 개선하기 위해서이다. 동 조항은 양 당사자가 지분양도계약을 이행하기 위하여 설정한 전제조건이다. 따라서, 동 조항의 효력은 지분양도협약서의 인허가 영향을 받지 아니한다. 동 지분가치조정조항의 약정은 법률, 행정법규의 강제규정을 위배하지 아니하였으므로 유효하다.

<지분양도협약서>, <지분양도보충협약서> 중 지분양도 법률관계의 권리의무 내용은 법률효력을 발생하지 아니한다. [최고인민법원의 <외상투자기업 분쟁안건 관련 일부 문제에 대한 규정(1)> 제5조에 의할 경우 이는 계약을 해제하고 금액을 반환하며 손실을 배상하여야 하는 결과가 발생된다. 다만, 양 당사자가 설정한 지분양도 성취조건이 유효하므로 또한 지분양도 불가에 대한 결과에 대하여도 약정하였으므로 응당 계약의 약정을 따라야 한다.....” 고 판정하였다.

위 판결내용에 의할 경우 법원에서는 전반적인 투자 및 베테링조항은 유효한 것으로 판정하고 단지 제반 계약에서 지분양도 관련된 권리의무조항에

대하여는 효력을 발생하지 아니한다고 하였다. 즉 대상회사의 지배주주는 지분양도협약서가 인허가기관의 인허가를 받지 아니하였다는 사유로 베팅 내용이 포함된 제반 지분양도협약서의 효력을 부정할 수 없다는 것이다. 대상회사의 지배주주는 여전히 지분양도협약서의 내용에 따라 관련 의무를 이행하여야 한다.

필자는 위 판결서의 판정에 동의한다. 베팅계약에서의 지분양도 관련 내용은 사모펀드가 자신의 권리를 구제하기 위하여 사용하는 수단 즉 베팅이 실패하였을 경우 계약에 따라 주장할 수 있는 권리 중의 하나로 이는 제반 투자 프로젝트 및 베팅계약의 효력여부를 결정하지 못한다. 중국에서 외상투자기업의 지분양도에 대하여 인허가절차로 관리하는 목적은 외자에 대한 관리, 산업정책 및 경제안전의 수요에 의한 것이지 베팅계약의 이러한 지분투자에 대하여 관리하는 것이 아니다. 아울러 필자가 조사한 바에 의하면 기존에 중국국제경제무역중재위원회에서도 위 판결서의 관점과 동일하게 판정한 적이 있다. 다만, 필경 현재 상반되는 판결이 존재하므로 다툼의 소지는 여전히 존재한다.

## 제 2 절 대상회사의 지배주주가 국유기업인 베팅계약

대상회사의 지배주주가 국유기업일 경우 국유기업이 보유하고 있는 대상회사의 지분은 국유자산이므로 국가의 국유자산 처분 관련 규정에 부합되어야 한다. 따라서, 베팅계약의 지분매수약정의 효력은 위 국유자산 처분 법률 관련 규정의 영향을 받게 된다. <중화인민공화국 기업국유자산법><sup>70)</sup> 제30조에 의할 경우 국유기업이 대외로 중대한 투자를 할 경우 법률, 행정법규 및 기업의 정관을 준수하여야 하고 아울러 출자자와 채권자의 이익에 손해를 주어서는 아니된다고 규정하였다. <기업국유자산평가관리잠행방법><sup>71)</sup>(이하 “잠행방법” 이라 함) 제6조 제7항에서는 국유기업이 비국

70) 중문명칭: 中华人民共和国企业国有资产法

71) 중문명칭: 企业国有资产评估管理暂行办法

유기업의 자산을 구매하고자 할 경우 반드시 자산평가를 진행하여야 한다고 규정하고 있고 제27조에서는 만약 자산평가를 진행하지 아니할 경우 국유자산감독관리위원회에서 개정명령을 내리고 필요시 법원에 소를 제기하여 동 경제행위에 대하여 무효 확인을 청구할 수 있다고 규정하였다. <잠행방법>은 국무원 산하의 국유자산감독관리위원회에서 2005년 8월 25일자에 발표하여 같은 해 9월 1일부터 시행한 부서규정이다. 위 규정에 의할 경우 대상회사의 지배주주가 지분매수약정에 따라 사모펀드의 지분을 매수하고자 한다면 사전에 자산평가절차를 거쳐서 진행하여야 하고 이에 반할 시 무효로 인정될 가능성이 있다.

다만, <계약법> 제52조에서는 “아래 각 호의 1에 해당될 경우 계약이 무효이다. (1) 일방이 기만, 협박 수단을 통하여 계약을 체결하여 국가이익에 손해를 주었을 경우, (2) 악의로 결탁하여 국가, 집체 또는 제3자의 이익에 손해를 주었을 경우, (3) 합법형식을 통하여 불법목적 달성을 하고자 할 경우, (4) 사회공공이익에 손해를 주었을 경우 (5) 법률, 행정법규의 강제성 규정을 위반하였을 경우” 라고 규정하고 있고 [최고인민법원의 <중화인민공화국 계약법>을 적용하는 일부 문제에 대한 해석(2)] 제14조에서는 “계약법 제52조의 제5항에서 말하는 강제성규정이라 함은 효력에 대한 강제규정을 말한다” 고 규정하고 있다. 위 규정에 의할 경우 계약이 만약 법률, 행정법규의 강제성 규정 즉 효력에 대한 강제성 규정을 위반할 경우 그 계약은 무효이다. 다만 유의하여야 할 점은 반드시 법률, 행정법규에서 규정한 효력에 대한 강제성 규정을 위배하여야 한다.

대상회사의 지배주주가 지분매수약정에 따라 사모펀드의 지분을 매수하는 것에 대한 유효여부를 결정한 규정을 살펴보면 <잠행방법>으로 이는 부서규정에 해당되지 법률 및 행정법규가 아니다. 따라서, 이는 위 <계약법>에서 규정한 계약무효 요건에 부합되지 아니한다. 그러므로, 법률규정에 의할 경우 가사 대상회사의 지배주주가 국유기업이더라도 사모펀드와 대상회사의 지배주주 간에 체결한 지분매수약정은 계약법의 계약무효 요건에 해당되지 아니하므로 유효하다.

하지만, 가사 계약무효 사항에 부합되지 아니하더라도 계약법 제52조의 제4항에서 규정한 사회공공이익에 손해를 주었다는 사유로 무효일 수 있다. [(2013)소상외종자제0034호] 판결서에 의하면 1심 법원은 “.....중국항천과기그룹회사는 향양회사의 국유자관리의 주관부서이다. 항천과기그룹회사의 허가를 받지 아니하고 임의로 국유자산을 처리하는 것은 사회공공이익에 손해를 주는 행위이다” 라고 하였다. 다만, 최종 2심 법원은 위 판결내용이 부당하기에 수정하여야 한다고 판정하였다.

궁극적으로 대상회사의 지배주주가 국유기업일 경우 사모펀드와 체결하는 지분매수약정은 국유자산 평가규정에서의 무효규정이 법률, 행정법규의 강제성규정에 해당되지 아니한 결과로 국유자산 평가규정에 의해 그 효력여부가 결정되지 아니한다. 다만, 실무에서 일부 법원은 국유자산 처리와 관련하여 계약법에서 규정한 무효요건 중의 하나인 사회공공이익에 손해를 주는 행위로 인정하여 무효로 판정할 수 있다. 비록 법률규정을 분석할 경우 이러한 판정은 사회공공이익에 대하여 확대해석한 것으로 본건에 부합되지 않은 것으로 생각되지만 실무에서 이러한 판결이 여전히 존재하므로 유의할 필요는 있다.

### 제 3 절 구체적 사례에 대한 분석

#### 1. 판결의 내용<sup>72)</sup>

##### 가. 판결의 사실배경

상주산우제산방호재료제조유한회사(이하 “산우제산회사” 라고 함)는 2005년 9월 30일에 설립된 중외합자기업이다. 산우제산회사의 주주는 주요하게 서안향양항천공업총공사(51.55% 지분 보유, 이하 “향양회사” 라고 함),

---

72) (2013)소상외종자제0034호[(2013)苏商外终字第0034号]

금부춘그룹유한회사(20.45% 지분 보유, 이하 “금부춘회사” 라고 함), 임근영(자연인, 14% 지분 보유)이다. 2008년 10월 23일, 임근영과 국화실업유한회사(이하 “국화회사” 라고 함)는 <지분양도협약서>를 체결하였는바 임근영은 자신이 보유하고 있는 산우제산회사의 6.82%의 지분을 국화회사에게 양도한다고 하였다. 아울러, 협약서에서는 지분양도 후 산우제산회사의 2009년도 매출액은 인민폐 4억 위엔에 미달하여서는 아니되고 2010년도 매출액은 인민폐 8억 위엔에 미달하여서는 아니된다고 하였다. 만약 위 목표에 도달하지 못할 경우 국화회사는 임근영 및 향양회사에게 국화회사가 보유하고 있는 지분을 매수할 것을 요청할 수 있다고 하였다.

2009년 1월 12일, 강소성대의무역경제합작청은 <상주산우제산방호재료제조유한회사의 지분양도사항에 동의하는 비준서류>를 발급하여 임근영이 국화회사에게 지분을 양도하는 것에 동의하였다. 2009년 1월 22일자, 강소송상주공상행정관리국에서 산우제산회사의 위 주주 변경사항에 대하여 변경등록을 하였다. 2009년 4월 17일, 임근영은 국화회사로부터 지분양도대금 약 1500만 위엔을 수취하였다. 중천운회계사무소에서 산우제산회사에 대하여 회계감사한 결과, 2008년도 산우제산회사의 연도 영업수익은 약 인민폐 1.4억 위엔이고, 2009년도 영업수익은 약 1.6억 위엔이며, 2010 연도 영업수익은 약 인민폐 1.3억위엔이었다. 2010년 3월 16일, 국화회사는 향양회사에게 자신이 보유하고 있는 지분을 매수할 것을 청구하였고, 2011년 7월, 향양회사, 국화회사 및 금부춘회사는 협의를 거쳐 향양회사가 금부춘회사가 보유하고 있는 6.82% 지분을 매수한 후 금부춘회사와 국화회사가 다시 지분양도를 진행하기로 하였다. 2011년 11월, 향양회사가 금부춘회사에게 송부한 서신에 의하면 지분매수와 관련하여 주주가 외상 투자기업의 지분을 매수하는 것이므로 관련 법률규정에 따라 자산평가를 진행하고 지방 상무부서의 인허가를 받아야 하므로 협조를 부탁한다고 하였다. 2011년 12월 15일, 향양회사가 국화회사에게 송부한 서신에 의하면 지분매수와 관련하여 향양회사는 국가 국유자산관리 관련 법률규정에 의하여 인허가 절차를 밟고 있는 중이라고 하였다.

중국항천과기그룹회사는 대형국유기업으로 중국정부에서 직접 관리하고 중국정부의 수권을 받아 국유자산에 대하여 경영관리하고 감독하는 회사이다. 향양회사는 중국항천과기그룹회사에 부속되어 있는 기업이고 향양회사의 자산에 대한 처리는 중국항천과기그룹회사가 제정한 <투자관리방법>을 따라야 하는바 동 <방법> 제16조에 의하면 인민폐 1000만 위엔 이상의 대외투자는 반드시 중국항천과기그룹회사의 허가를 받아야 한다고 하였다. 따라서, 2011년 11월 11일, 위 지분매수와 관련하여 향양회사는 중국항천과기그룹회사에 허가를 요청하였지만 최종 허가를 받지 못하였다. 따라서, 2012년 3월 28일, 국화회사는 향양회사가 지분매수약정에 따라 산우제산회사의 지분을 매수할 것을 법원에 소를 제기하여 청구하였다.

## 나. 법원의 판단

### (1) 1심 판결요지

향양회사가 국화회사의 지분을 매수하는 부분에 대하여 1심 법원은 다음과 같이 판정하였다. 향양회사는 국유기업이므로 보유하고 있는 산우제산회사의 지분은 국유자산이다. 중국항천과기그룹회사는 향양회사의 국유자산관리 주관부서이므로 중국항천과기그룹회사의 인허가를 거치지 않고 임의로 국유자산을 처리한 것은 사회공공이익에 손해를 주는 행위이다. 계약법에 의할 경우 지분매수조항은 무효이다.

### (2) 2심 판결요지

지분양도협약서에서 약정한 지분매수조항은 효력을 발생하지 아니한다. 관련 법률규정에 의할 경우 중외합자경영기업의 지분을 매수하고자 할 경우 인허가기관의 인허가를 받아야 하고 만약 1심 법원에서의 법정변론 종결 전 여전히 관련 인허가절차를 밟지 아니하면 법원에서는 동 계약에 대하여 효력을 발생하지 아니한다고 판정한다. 본건에서 산우제산회사는 중



외합자기업이므로 국화회사와 향양회사 간의 지분매수조항은 관련 인허가 절차를 밟아야 한다. 본건에서 위 지분매수조항은 인허가절차를 밟지 아니하였으므로 동 조항은 효력은 발생하지 아니한다. 따라서, 국화회사가 향양회사에게 지분매수와 위약책임을 부담할 것을 청구하는 것에 대하여 법원은 지지하지 아니한다. 아울러, 1심 법원에서 향양회사가 보유하고 있는 지분이 국유자산이고 이러한 자산에 대한 처리는 국유자산감독관리주관부서 즉 중국향천과기그룹회사의 인허가를 받지 않았기에 사회공공이익에 손해를 주었다는 사유로 지분매수조항을 무효로 판정한 것은 부당하므로 수정하여야 한다.

## 2. 판결에 대한 분석

본건을 살펴볼 경우 대상회사는 외상투자기업이고 대상회사의 지배주주는 국유기업이다. 따라서, 사모펀드와 대상회사의 지배주주 간의 지분매수약정은 외상투자기업 지분 양도 및 국유자산 처리 관련 규정에 부합되어야 한다. 여기에서 국유자산 처리 관련 규정과 관련하여 1심에서는 동 규정을 적용하여 지분매수약정에 대하여 무효로 판정하였지만 최종 2심에서는 동 판결을 부정하고 외상투자기업의 지분 양도 규정을 적용하여 지분매수약정이 효력을 발생하지 않는다고 하였다. 다만, 앞 장절에서 설명하였듯이 외상투자기업의 지분 양도 규정은 베팅계약의 효력여부를 결정하지 못한다.

## 제 4 절 소결론

베팅계약의 유효여부와 관련하여 사모펀드와 대상회사 간에 체결하는 현금보상약정 및 지분매수약정은 현행 법률규정에 의하면 자본금 유지원칙 및 채권자이익보호에 위반된다는 사유로 무효이다. 다만, 사모펀드와 대상회사의 지배주주 등간에 체결하는 현금보상약정과 지분매수약정은 계약원칙에 부합되고 강제규정을 위배하지 아니하였으므로 유효하다. 하지만,

대상회사가 외상투자기업일 경우 베팅계약의 지분매수약정은 외상투자기업의 지분양도 관련 규정의 규제를 받아야 하는바 관련 규정에 의하면 외상투자기업의 주주가 보유하고 있는 지분을 양도하고자 할 경우 반드시 인허가기관의 인허가를 받아야 하고 이에 반할 경우 동 지분양도는 무효로 인정한다. 따라서, 실무에서 대상회사 및 그 지배주주는 사모펀드가 지분매수요청을 할 경우 위 규정을 사유로 전반 베팅계약을 무효로 주장한다.

하지만, 베팅계약의 실질은 사모펀드의 제반 투자를 반영한 것이고 지분매수약정은 베팅계약의 일부분으로 단지 사모펀드의 구제수단일 뿐이기에 이 약정에 대한 무효는 제반 베팅계약의 효력여부를 결정하는 것은 아니다. 가사 지분양도 관련 조항이 무효라 하더라도 베팅계약의 다른 조항은 여전히 계약법의 관련 규정에 부합되기에 유효한 것으로 생각된다. 비록 실무에서 이와 관련하여 엇갈리는 판결이 있지만 궁극적으로 베팅계약의 목적, 외상투자기업의 지분양도에 대한 국가정책의 목적 등 여러 요소를 감안하여 판단할 경우 외상투자기업의 지분양도에 대한 효력여부로 제반 베팅계약의 효력여부를 판단하는 것은 적절하지 않은 것으로 판단된다.

한편으로, 대상회사의 지배주주가 국유기업일 경우 베팅계약의 지분매수약정은 국유자산 처분 관련 규정에 부합되어야 한다. 다만, 국유자산 처분 규정은 부서규정으로 계약법에서 말하는 법률, 행정법규의 강제성 규정에 해당되지 아니하므로 동 부서규정의 무효사유는 베팅계약의 효력여부를 결정하지 못한다. 따라서, 가사 대상회사의 지배주주가 국유자산 처분 관련 규정에 따른 무효사유가 되는 자산평가 등 절차를 이행하지 않았다 하더라도 베팅계약의 효력에는 영향을 주지 아니한다. 하지만, 유의하여야 할 점은 실무에서 국유자산의 임의 처분행위에 대하여 계약법에서 규정한 무효요건 중의 하나인 사회공공이익에 손해를 주는 행위로 인정하여 무효로 판정한 경우가 있다. 필자는 이는 사회공공이익에 대하여 확대하여 해석한 것으로 본 건에는 부합되지 않는 것으로 생각된다.

## 제 6 장 결론

사모펀드가 대상회사에 지분투자를 진행함에 있어서 베팅계약은 아주 중요한 역할을 한다. 베팅계약은 사모펀드, 대상회사 및 그 지배주주, 실제 지배인 또는 법정대표인 간에 약정한 대상회사의 경영실적목표 또는 상장목표를 그 가치조정수단으로 위 목표 달성여부에 따라 각 당사자가 관련 권리를 행사하거나 의무를 이행하는 것을 말한다. 여기에서 베팅계약의 거래 당사자는 주요하게 대상회사의 지분 즉 유한책임회사의 지분으로 베팅을 하고 베팅조건으로 실적베팅 및 상장베팅을 동시에 하거나 각각 한다. 베팅 성공 시 각 거래당사자는 윈윈결과를 가져올 수 있지만 베팅 실패 시 대상회사의 지배주주, 실제 지배인 또는 법정대표인은 사모펀드에게 현금보상하거나 지분매수책임을 부담하게 된다. 이러한 베팅계약이 발생한 원인을 살펴볼 경우 주요하게 중국 내의 성장기에 있는 중소기업의 용자수요 및 각 당사자 간의 정보비대칭이 존재하는 것이다.

다만, 중국에서 시행하고 있는 베팅계약은 도입과정에서 중국 자본시장 및 관련 법률법규의 제한을 받아 미국에서 사용되는 베팅계약과 비교할 경우 아래와 같이 차이점이 존재하는 바 (1) 실무에서 사모펀드가 더욱 많은 협상력을 가져 일방베팅계약이 많고 사모펀드가 투자하는 대상회사는 대부분 창업회사가 아닌 일정하게 규모를 갖춘 회사이며 (2) 중국에는 아직 완비한 사회신용체제가 구축되지 않아 각 당사자 간의 정보비대칭 상황이 심각하며 (3) 중국에는 우선주 제도 활용이 거의 불가하고 (4) 대상회사가 대부분 유한책임회사이다. 따라서, 이러한 베팅계약에 대하여 중국에는 아직 명확한 법률규정을 두고 있지 않다. 즉 중국에서 베팅계약은 일종의 무명계약이다. 실무에서 베팅계약의 법적성격과 관련하여 사행계약설, 조건부 계약설, 스톡옵션설 등이 있지만 필자는 위 관점이 베팅계약의 일부 법적성격만 반영한 것이라고 생각한다.

이러한 무명계약의 효력에 대하여 필자는 사모펀드와 대상회사 간에 체결

하는 베팅계약은 무효이지만 사모펀드와 대상회사의 지배주주 등간에 체결하는 베팅계약은 유효한 것으로 사료된다. 비록 실무에서 사모펀드와 대상회사 간의 현금보상약정에 대하여 최고인민법원과 중재위원회의 의견이 엇갈리지만 중국에서 아직 채권자 이익보호에 대한 규정이 부족한 사유를 감안할 경우 무효로 인정하는 것이 각 당사자의 이익을 잘 평형한 것이라고 생각된다. 하지만, 대상회사가 외상투자기업이거나 대상회사의 지배주주가 국유기업인 경우에 외상투자기업의 지분양도 규정 및 국유자산처리규정을 적용하기에 이는 최종 베팅계약의 효력에 영향을 줄 수 있는바 실무에서도 이와 관련하여 서로 달리 판결한 사례가 존재한다.

한편으로, 베팅계약 이행과정에서 베팅계약의 조건성취와 관련하여 실적 베팅일 경우 일반적으로 회계감사보고서의 감사결과를 조건성취여부에 대한 기준으로 하고 만약 상장베팅일 경우 상장일정 또는 상장허가취득 일정을 조건성취여부에 대한 기준으로 한다. 다만, 상장을 하고자 한다면 법률법규에서 규정한 상장요건에 부합되어야 하는데 실무에서 베팅계약에서 약정한 상장일정 또는 상장허가취득 일정이 도래되기 전에 상장요건에 비추어 상장이 불가할 경우 사모펀드는 자신의 리스크를 최소화하기 위하여 사전에 대상회사 및 그 지배주주 등에게 관련 책임을 부담할 것을 요청할 수 있다. 또한, 상장베팅과 관련하여 위 조건성취 과정에서 만약 사모펀드에게 직접적 과실이 존재할 경우 대상회사 및 그 지배주주 등은 사모펀드에게 부담하는 책임을 경감 또는 면제를 주장할 수 있다. 아울러, 만약 베팅조건에 직접적인 영향을 주는 불가항력 또는 정세변경 사안이 발생할 경우 여전히 책임을 경감 또는 면제를 주장할 수 있다.

위 내용을 살펴볼 경우 중국에서의 베팅계약은 아직 금융시장이 발달하지 않고, 융자방식이 많지 않으며 또한 국외 자본시장의 투자영역에서 자주 사용되는 우선주, 전환사채 등에 대한 법률규정이 완비하지 않은 환경 하에서 발생한 약정으로 이론 및 실무에서 많은 분쟁이 발생한다. 다만, 베팅 투자프로젝트를 통하여 대상회사의 지배주주 등은 사모펀드의 투자금을 이용하여 대상회사의 생산경영을 확대하여 수익을 취득할 수 있고 사

모펀드는 대상회사가 일정한 경영목표에 도달하였거나 또는 상장하였을 경우 투자금을 초과하는 수익을 취득할 수 있다. 즉, 이러한 투자방식은 중소기업의 용자 어려움을 해결하고 대상회사의 발전을 추진하는 등 방면에서는 적극적인 역할을 한다. 따라서, 이러한 투자과정에서 사용되는 베팅계약은 각 당사자의 권리의무를 확정하고 각 당사자에 부합되는 안전장치를 마련하며 리스크를 감소하는 중요역할을 하게 된다. 궁극적으로 베팅계약은 현행 법률 및 정책 하에 사모펀드 및 중소기업의 경제활동으로 인하여 발생한 계약으로 현시점에는 위 경제활동을 추진하는데 아주 중요한 작용을 한다.

다만, 이러한 경제방식이 시장에서 원활하게 진행되고자 한다면 존재하는 제도적 및 법률적인 문제점들을 정비하여야 할 필요가 있다고 생각한다. 만약 중국의 금융시장이 점차적으로 발달하여 우선주, 전환사채 등 제도가 정비된다면 사모펀드를 비롯한 각 당사자는 위 제도를 활용하여 투자 프로젝트에 필요한 안전장치를 마련할 수 있을 것으로 생각되지만, 현시점에서 위와 같은 안전장치를 사용하는 것이 불가하고 중국의 금융시장, 회사제도 및 신용체계 등이 아직 발전단계에 있는 것을 감안할 경우 기존에 존재하는 베팅계약을 둘러싼 이론 및 실무에서 존재하는 각 분쟁 예컨대, 베팅계약에 대한 법률적용문제, 베팅계약의 효력문제(대상기업이 외상투자기업이거나 대상회사의 지배주주가 국유기업일 경우 포함) 등에 대하여 정비하여야 할 필요가 있어 보인다.

## 참 고 문 헌

1. 项海容, 李建军, 刘星, <격려관점에 본 베팅계약>(基于激励视角的对赌合约研究), <상해경제연구>, 2009년 제3기, 제92페이지.
2. 杨占武, <베팅계약의 법률문제>(对赌协议的法律问题), 중화전국올사협회 경제전문위원회2009년년회(귀주)논문집, 제151페이지.
3. 谢海霞, <베팅계약의 법률성격에 대한 분석>(对赌协议的法律性质探析), 법학잡지, 2010년 제1기, 제73페이지.
4. 李艳军, <중국창업판시장에서의 베팅계약의 법률지위>(对赌协议在中国创业板市场中的法律地位), 중앙재정대학학보, 2011년 제11기, 제82페이지.
5. 程继爽, <중국기업의 베팅계약 사용>(对赌协议在我国企业中的应用), 중국관리정보화, 2007년 제6기, 제78페이지.
6. 刘俊海, <현대회사법>(第三版), 법률출판사, 2015년, 제254페이지.
7. 林俐, <중소기업융자선호 및 자본구조최적화전략>(中小企业融资偏好与资本结构优化策略), 사천사범대학학보(사회과학편), 2013년 7월, 제40권 제4기, 제74~75페이지.
8. 郝瑞军, <사모펀드를 이용하여 중소기업의 발전을 추진>(利用私募股权投资基金, 促进中小企业发展), 중국 집체경제·재무세무금융, 2010년 5월 (하), 제102페이지.
9. 倪敏, 李华, <Myers and Majluf 모형의 잉여관리 및 지분 재융자분석>(基于Myers and Majluf 模型的盈余管理与股权再融资分析), 상업연구, 2012년 제428기, 제89~96페이지.
10. 赵玉, <중국사모펀드법률제도연구>(我国私募股权投资基金法律制度研究), 중국정법대학출판사, 2013년, 제113페이지.
11. 张波, 费一文, 黄培清, <베팅계약의 경제학연구>(对赌协议的经济学研究), 상해관리과학, 2009년 2월, 제31권 제1기, 제6페이지.
12. 刘俊海, <현대회사법>(第三版), 법률출판사, 2015년, 제509~510페이지.
13. 施天涛, <회사법론>(公司法论), 법률출판사, 2006년, 제185페이지.

14. <http://money.163.com/15/0330/00/ALTQEUBU700253B0H.html>, 2016년 8월 5일자 방문.
15. [http://china.53trade.com/news/detail\\_159219.htm](http://china.53trade.com/news/detail_159219.htm), 2016년 8월 5일자 방문.
16. 张馨澜, <중국사모펀드의 IPO철수 관련 법률규제>(浅谈在我国私募股权投资基金IPO退出的法律规制), 법제박람, 2016년 제2기(상), 제222페이지.
17. 仲艳, <국내사모펀드발전현황 및 대응분석>(我国私募股权投资基金的发展现状以及对策分析), 비즈니스-재정금융, 2015년 제25기, 제181페이지.
18. 阚景阳, <국내사모펀드발전현황 및 대응방안 연구>(国内私募股权投资基金发展现状及对策研究), 증권 및 보험, 2016년 제1기, 제47~49페이지.
19. 陈传法, 冯晓光, <사행계약 적법성문제연구>(射幸合同合法性问题研究), 중국사회과학원연구생원학보, 2010년 5월 제3기, 제98페이지.
20. 王培霖, <사행계약연구>(射幸合同初探), 법제와사회, 2016년 5월(상), 제74페이지.
21. 胡晓珂, <벤처투자영역에서의 베팅계약의 가행성연구>(风险投资领域对赌协议的可执行性研究), 증권시장보, 2011년 9월호, 제70페이지.
22. 艾山江·吾布力哈斯木, <PE중 베팅계약에 대한 법률사고-해부투자건을 중심으로>(对PE中对赌协议的法律思考-以海富投资案为引), 법제와경제, 2016년 제7기, 제155페이지.
23. 何子康, <조건부계약의 효력여부문제에 대한 연구>(附条件合同中的效力性质问题研究), 기업도보, 2012년 제3기, 제159페이지.
24. 杨明宇, <사모펀드투자에서 베팅계약의 성격 및 적법성 연구-해부투자건에 대한 평가>(私募股权投资中对赌协议性质与合法性探析-兼评海富投资案), 증권시장도보, 제65페이지.
25. 袁国际, <옵션계약연구>(期权合同研究), 중국정법대학 박사학위 논문, 2007년 3월, 제14페이지.
26. 李岩, <베팅계약 법률속성 연구>(对赌协议法律属性研究), 금융법원,

2009년 제1기, 제143~144페이지.

27. 施天涛, <회사자본제도개혁: 해석 및 분석>(公司资本制度改革: 解读与辨析), <정화법학>, 2014년 제5기, 제134~136페이지.
28. 郭传凯, <인수납부제도 하의 회사계약 채권자이익보호문제에 대한 연구-회사감자의 구체적인 상황을 중심으로>(认缴制下公司合同债权人利益保护问题研究), 동약논총, 2016년 4월(제37권/제4기), 제165~172페이지.
29. 张晓飞, <중국 사모펀드의 발전에서 존재하는 문제점에 대한 논의>(试论我国私募股权投资基金发展中存在的问题), 현대경제정보, 2015년 제22기, 제251~제252페이지.
30. 张波, 费一文, 黄培清, <베팅계약에 대한 경제학연구>(对赌协议的经济学研究), 상해관리과학, 2009년 2월(제31권 제1기), 제6페이지.
31. 张馨澜, <중국 사모펀드의 IPO를 통한 철수 관련 법률규제>(浅谈在我国私募股权投资基金IPO退出的法律规制), 법제박람, 2016년 2월(상), 제222-223페이지.
32. 潘林, <베팅계약의 첫 번째 안건에 대한 법률경제학분석>(对赌协议第一案的法律经济学分析), 법제 및 사회발전, 2014년 제4기, 제171-181페이지.
33. 丁保利, 王胜海, 刘西友, <스톡옵션의 중국에서의 발전방향에 대한 연구>(股票期权激励机制在我国的发展方向探析), 회계연구, 2012년 6월, 제76-77페이지.
34. 于素丽, <사모펀드 투자프로젝트 선정연구>(私募股权基金投资项目选择研究), 재정금융, 2011년 제19기, 제59-61페이지.
35. <http://www.chinaventure.com.cn/cmsmodel/news/detail/292844.shtml>, 2016년 9월 27일자 방문.
36. [http://blog.sina.com.cn/s/blog\\_872b51d20102vcuu.html](http://blog.sina.com.cn/s/blog_872b51d20102vcuu.html), 2016년 9월 27일자 방문.



## Abstract

# 中国私募股权基金投资中对赌协议研究

Cui Honghua

Department of Law

The Graduate School

Seoul National University

为了维持其成长及扩大生产规模，一般成长期的中小企业需要融资。私募基金的股权投资方式为成长期的中小企业的主要融资方式，且这种方式为新型的投资方式在中国的金融市场上发挥很重要的作用。在整个投资项目中，对赌协议反映私募股权投资基金的整个投资内容，且保护私募股权投资基金的利益，并确定私募股权投资基金，目标公司及其控股股东等之间的权利义务。对赌协议的主要功能就是私募股权投资基金向目标公司投资时，无法确定目标公司的未来价值，故约定特定条件，日后以该条件为基准调整目标公司的价值。

现在在中国实行的对赌协议起源于国际金融市场，成功引入到中国后，其内容上发生了变化。在中国对赌协议指的是私募股权投资基金，目标公司及其控股股东等之间约定的，当目标公司达不到约定经营业绩或上市目标时，目标公司及其控股股东等向私募股权投资基金给予赔偿或按照约定价格回购私募股权投资基金持有的股权的约定。对赌协议产生的原因为(1) 成长期的中小企业的资金融资需要，(2) 市场存在信息不对称现象。但因受到中国资本融资市场，社会信用制度，中国法律等限制，在中国广泛实行的对赌协议与在国外实行的对赌协议存在不一样的地方，主要体现在(1) 在资金的供给和需求方面，目标公司的资金的需求比供给大，导致在谈判中私募股权投资基金的协商能力比目标公

司强，故在实务中大部分的对赌协议为单方对赌协议，(2) 中国还未完全建立公司信用体系，导致市场中信息不对称现象比较严重，(3) 中国并不施行完全的优先股制度且目标公司的性质大部分为有限责任公司，故只能以普通股或股权进行对赌。对于上述对赌协议，中国并没有明确的法律规定，所以学界和实务界其法律性质，效力等存在很多分歧和纠纷。2012年，最高人民法院首次对对赌协议产生的纠纷进行了判决，即对于私募股权投资基金与目标公司之间的对赌协议判决为无效，但私募股权投资基金与目标公司的控股股东等之间的对赌协议判决为有效。但之后，仲裁委对私募股权投资基金与目标公司之间的对赌协议裁决为有效。

另，对赌条件的成就与否将决定对赌协议各方当事人的权利义务，故对于成就标准各方当事人之间会产生纠纷。在实务中，为了减轻或免除对赌失败而要承担的责任，目标公司的控股股东等主张私募股权投资基金的过失，不可抗力及情势变更等事项。而且若对赌协议各方当事人中存在外商投资企业或国有企业，对赌协议的效力不但受到合同法及公司法的约束，而且还将受到外商投资及国有资产相关法律法规的约束。故，本文中首先了解对赌协议的概念，产生原因，功能及主要内容等，然后分析对赌协议的一般效力及成就条件，最后分析特殊情况之下的对赌协议的效力，以便全面了解对赌协议。

**keywords:** 对赌协议, 股权价值调整, 股权投资, 合同效力, 法律风险

**Student Number:** 2009-22596