

## 중국 반독점국, VIE 구조 지배 방식을 실질적 지배로 인정

2020년 7월 16일, 국가시장감독관리총국 반독점국(이하 “반독점국”)은 상해 명찰철강관리자문유한회사(上海明察哲剛管理咨询有限公司, 이하 “명찰철강”)와 환승정보기술(상해)유한회사(环胜信息技术(上海)有限公司, 이하 “환승기술”)가 합영기업(合营企业)<sup>1</sup>을 신설하는 거래(이하 “본건 사례”)에 대한 기업결합을 무조건부로 승인하였습니다. 반독점국의 승인 결정서를 보면, VIE 구조를 언급하고 있고 해당 지배 방식을 실질적인 지배로 간주하고 있습니다. 그 동안 중국 관련 부서들은 VIE 구조에 대해 직접적 또는 간접적이든 명확한 입장을 밝히지 않았으며, 특히 반독점국은 종래 VIE 구조 관련 기업결합신고(중국법상은 경영자집중신고)의 수리 자체를 거부하는 태도를 보여 왔습니다. 그런데 본건 사례에서 반독점국이 VIE 구조를 언급하면서 관련 기업결합을 승인한 것은 이례적이라 할 수 있습니다.

법무법인(유한) 태평양의 뉴스레터와 관련된 문의사항이 있을 경우, 아래의 연락처로 문의주시기 바랍니다.

**권 대 식 변호사**  
T 86.10.5879.3080  
E daeshik.kwon@bkl.co.kr

**조 우 송 외국변호사(중국)**  
T 86.10.5879.3080  
E yusong.zhao@bkl.co.kr

**김 경 남 외국변호사(중국)**  
T 86.10.5879.3080  
E jingnan.jin@bkl.co.kr

**김 염 외국변호사(중국)**  
T 02.3404.7530  
E yan.jin@bkl.co.kr

아래에서는 VIE 구조의 개요, 실무상 VIE 구조에 대한 기업결합 신고 실태, 본건 거래가 주는 시사점 등에 대해 살펴보겠습니다.

### 1. VIE 구조의 개요

VIE 구조<sup>2</sup>는 “계약통제방식”, “sina.com 모델”이라고도 불리우는데, 그 의미는 운영회사<sup>3</sup>의 실질지배인이 지분관계를 통하여 운영회사를 지배하는 것이 아니라 일련의 계약관계로써 운영회사를 지배하고 수익을 취득하는

1 중국 반독점법규상 기업결합신고 요건에 부합하는 사업자들 간에 joint venture 등 공동지배 기업을 설립하는 경우 기업결합신고 절차를 진행해야 합니다.

2 VIE는 Variable Interest Entities(가변이익실체)의 약자입니다.

3 운영회사는 관련 인허가를 취득한 후 중국 내 관련 사업을 영위하는 회사를 가리킵니다.

구조를 뜻합니다.

과거 중국에 상장하기 어려웠던 중국 기업들이 해외 상장에 성공한 경우, 사업 기반이 중국 시장이므로 해외 시장에서 조달한 자금을 결국 중국 내에 다시 투자를 해야 했습니다. 이 경우 중국법상 외상투자자 간주되어 일부 업종에 대한 외상투자 규제(소위 금지류, 제한류, 허용류, 장려류, 현재는 negative list 방식으로 규제)<sup>4</sup>를 받아야 했습니다. 그런데 이러한 중국 기업들이 기존 중국 내에서 종사하던 업종들이 대체로 교육, 투자, 인터넷 등 금지류 또는 제한류인 경우가 많았습니다. 그러다 보니 해외 상장을 통해 조달한 자금을 중국내에 투자할 수 없는 문제에 봉착하였습니다. 이에 중국 외상투자 규제를 우회하고자 하는 목적에서 VIE 구조를 탐색하기 시작하였습니다. VIE 구조에 의하면 해외 투자자가 직접적으로 중국내 운영회사의 지분을 갖고 있지는 않으므로, 이는 외상투자자가 아닌 것으로 볼 여지가 있었기 때문입니다. 이렇듯 VIE 구조는 외상투자 규제를 우회하기 위해 고안된 방안이므로 태생적으로 적법과 불법 사이의 회색지대(grey area)에 있는 것으로 인식되어 왔습니다.

2000년 sina.com이 미국 나스닥시장에 상장되면서 최초로 VIE 구조가 성공적으로 실현되었고, 그 후 Alibaba, Tencent, Baidu, JD 등 외상투자 규제를 받는 전자상거래 플랫폼 운영 기업과 IT 기업들이 잇달아 VIE 구조를 적용하기 시작하였습니다. 그런데 위와 같이 실질이 중국 자본인 경우뿐만 아니라, 순수한 외국 투자자들도 중국내 외상투자 규제를 우회하기 위하여 점차 VIE 구조를 활용하는 경우가 늘기 시작했습니다. 특히 2006년부터 실시된 <외국투자자의 국내기업 합병 관련 규정<sup>5</sup>>에 의해, 외상투자금지·제한 업종 여부와 관계 없이 중국내 회사, 기업 또는 자연인이 해외의 주체를 통하여 중국 내 특수관계회사를 인수·합병할 경우 중국 상무부의 승인을 받도록 요구함에 따라, 특수관계회사에 대한 합병 관련 상무부의 승인을 우회하기 위한 목적으로 외상투자 규제가 없는 업종에서도 VIE 구조가 널리 응용되기 시작하였습니다<sup>6</sup>.

법률 실무계 및 학계에서는 VIE 구조의 적법성 문제에 대해 줄곧 논란이 있었습니다. 2015년 1월 19일 상무부가 공표한 <외국투자법>(의견수렴 초안)에서 최초로 VIE 구조에 대해 정의를 내리고 외상투자감독관리의 범위에 VIE 구조를 포함시킴으로써 외국투자자가 VIE 구조로 외상투자금지 또는 제한 산업에 투자하는 것을 규제하고자 하는 중국 정부의 입장이 반영되었으나, 2019년 공표되어 2020년 1월 1일부터 시행된 <외상투자법>에서는 VIE 구조 관련 내용이 전부 삭제되어, 중국 정부가 VIE 구조의 적법성에 대해서 어떠한 태도를 취하는지가 여전히 불명확합니다<sup>7</sup>. 참고로 최근 중미 관계가 악화되고 있는 점과 중국 정부가 VIE 구조에 대하여 여전히 불확실한 태도를 취하고 있는 점을 고려하여, 미국에 상장한 중국기업들이 VIE 구조를 해체하고, 중국 증시 상장을 준비하고 있는 사례가 적지 않은 것으로 파악되고 있습니다.

4 내국기업, 즉 내자기업에는 적용되지 않지만 외상투자기업에는 적용되는 규제를 의미. 중국 국가발전개혁위원회와 상무부는 매년마다 <외상투자 진입 특별관리조치(네거티브리스트)>와 <자유무역시범구 외상투자진입 특별관리조치>를 발표하여 외상투자 제한 및 금지 업종들을 규제하고 있습니다.

5 《关于外国投资者并购境内企业的规定》

6 참고로 한국거래소(KRX)는 VIE 구조를 구축한 중국기업이 신청한 한국상장 예비심사에 대해 승인한 케이스는 없는 것으로 사료됩니다.

7 법원 판결 중 직간접적으로 VIE 구조를 다룬 경우가 일부 있기는 하였습니다.

## 2. 실무상 VIE 구조에 대한 기업결합 신고 실태

중국 <반독점법> 관련 실무 중 VIE 관련 거래의 반독점신고 여부는 줄곧 해결하기 어려운 문제로 인식되어 왔습니다. 중국 <반독점법>은 사업자가 계약 등 방식을 통하여 기타 사업자에 대한 지배권 취득 또는 기타 사업자에 대해 결정적 영향을 줄 수 있는 것을 기업결합 형태 중 하나로 규정하고 있으며, 해당 규정에 의하면 VIE 관련 거래는 기업결합의 하나의 양태에 해당한다고 볼 여지가 있습니다.

그러나 실무상 VIE 관련 거래에 대해 반독점 신고를 한 사례는 찾아보기 힘듭니다. 언론 보도에 의하면, 2009년 sina.com이 Focus Media를 인수하는 거래에서 해당 인수 거래가 VIE 구조인 관계로 신고가 접수되지 않았습니다. 2011년 11월에 접수된 Walmart가 1호점 지분을 인수하는 거래에서도, 2012년 8월 13일 중국 상무부(당시 반독점 감독관리기관)는 해당 인수 거래에 대해 조건부 승인 결정을 내렸는데, 승인 조건은 (i) Walmart가 1호점<sup>8</sup> 중 VIE 구조가 존재하지 않는 부분의 직영전자상거래 사업만 인수하고, (ii) Walmart는 향후에도 VIE 구조로 운영회사를 통해 부가가치통신 사업에 종사하지 못하도록 제한하는 내용이었습니다<sup>9</sup>.

전반적으로, 중국 반독점당국은 VIE 구조에 대해 직접적 또는 간접적이든 명확한 입장을 밝히지 않았고, 관련 기업결합 결정서 등 공식 문서에서도 VIE 구조 관련 언급 자체를 하지 않았으며, VIE 구조 관련 기업결합 신고도 거부하는 태도를 보여 왔습니다. 일각에서는, 반독점국이 VIE 구조가 결부되어 있는 기업결합 거래를 승인하면 중국 정부가 VIE 구조를 인정하는 것으로 오해를 초래할 여지가 있기 때문에, 위와 같이 소극적인 입장을 취하는 것으로 추측하고 있습니다.

## 3. 본건 사례에 대한 분석 및 시사점

반독점국은 명찰철강과 환승기술의 합영기업 공동 설립에 대한 기업결합을 무조건부로 승인하였습니다. 본건 사례와 관련하여, 승인 결정서에서 반독점국이 공개한 정보에 의하면, 결합 당사자인 명찰철강의 실질적 지배자는 Leading Smart Holdings Limited(이하 “Leading Smart”)로 언급돼 있습니다. Leading Smart는 Cayman에 등록된 회사이고, 지분관계가 아닌 일련의 계약, 즉 VIE 구조를 통해 명찰철강의 중국내 100% 모회사를 지배하고 있습니다.

다만 일부 중국내 언론보도 또는 중국 로펌에서 본건 사례를 반독점국이 ‘VIE 구조를 무조건부로 승인한 첫 사

8 1호점은 2008년도에 출시된 중국 최초 “온라인 슈퍼마켓”이라고 불리는 전자상거래 플랫폼입니다.

9 공업 및 정보화부서에서 2015년 6월 19일 중국 내 전국 범위에서 온라인 데이터 처리 및 거래 처리 업무(경영유형 전자상거래)에 대한 외자 지분 비율에 대한 제한을 풀고 해당 업무에 대한 외자 지분비율을 100%까지 허용함에 따라, 상무부는 2016년 5월 30일 해당 사업자기업결합 제한 조건을 해제한다고 발표하였습니다(<http://www.mofcom.gov.cn/article/b/c/201606/20160601335240.shtml>).

례'라고 설명하고 있으나, 이는 적절한 평가는 아닌 것으로 사료됩니다. 본건 사례의 내용을 더 깊이 들여다 보면, 어느 일방 당사자가 VIE 방식으로 합영기업에 대한 지배권을 취득(즉 명찰철강 및/또는 환승기술에서 VIE 구조 방식으로 합영기업을 지배하는 것은 아님)하는 것은 아니었기에, 반독점국에서 직접 VIE 구조 자체에 대해 판단을 했다고 보기는 어렵습니다. 반독점국은 해당 거래에 참여하는 당사자인(즉, 기업결합신고의 일방 당사자인) 명찰철강의 주주가 명찰철강을 지배하는 방식을 인정했을 뿐입니다. 즉 명찰철강이 VIE 방식으로 외국주주인 Leading Smart의 지배를 받는다고 인정하였을 뿐이지, 더 나아가 VIE 구조 자체에 관한 판단은 없었기 때문입니다.

그러므로, 반독점국이 본건 사례를 통해 소위 VIE 구조의 거래 방식을 승인하였다고까지 말하는 것은 다소 지나친 면이 있습니다. 그러나 본건 사례는 아래와 같은 면에서 의미가 있다고 봅니다.

- 반독점국이 VIE 구조도 실질적인 지배 관계로 보고 있고 이와 같은 지배 방식에 대해 문제점을 제기하지 않았음. 또한 반독점국의 정식 공문에서 VIE 구조를 언급한 것만으로도 상당한 의미가 있음.
  - 이는 VIE 거래가 관련되는 경우도 기업결합신고에 대한 승인을 받을 수 있음을 보여주고 있음.
  - 즉, VIE 구조 관련 거래에 대해 기존에 신고 접수 자체를 꺼리던 반독점국이 주동적으로 VIE 구조 관련 내용을 공개하였다는 것은, 향후 반독점국이 관련 거래가 시장 경쟁에 초래하는 영향 등을 종합적으로 고려하여 적극적으로 사건을 접수 및 심사할 의지가 있다는 것을 시사함.
- 종래 VIE 구조 방식으로 지배권을 취득하는 거래에서 기업결합신고 절차 자체를 진행하지 않는 경우가 많았으나, 앞으로 이에 대한 처벌 가능성이 높아짐.
  - VIE 구조의 지배 방식을 실질적인 지배로 인정한 것은 향후 VIE 구조 방식으로 지배권을 취득하는 거래도 기업결합 신고 대상으로 인정될 가능성이 높다는 것을 의미함.
  - 그러므로 종래의 관행을 따라 만연히 기업결합신고를 하지 않는 것은 처벌을 받을 수 있어 위험함.
  - 참고로, 올해 초에 공표된 <반독점법> 개정안 의견수렴초안은 미신고 사안에 대한 과태료 처벌 상한액을 기존의 RMB 50만 위안에서 신고자의 전년도 매출액의 10%로 대폭 인상하였음(그룹 전체를 기준으로 매출액을 정할 지 등 세부적인 사항은 아직 명확하지 않음). 의견수렴초안 내용대로 최종안이 확정될지는 미지수이나 그렇게 될 경우 처벌 수준 및 상응하는 리스크가 대폭 상승될 것임. 나아가 <반독점법>상의 기업결합신고를 하지 않는 것은 단순히 과태료 처벌만을 받는 것에서 나아가, 당해 기업결합 행위 자체가 취소될 수도 있고, 중국 정부의 黑名单, 즉 블랙리스트에도 오를 수 있으므로, 각별히 주의해야 함.