



M&A 시장의 새로운 키워드

정 유년 새해를 맞이하며 최근 M&A 시장에서 부상하고 있는, 전보다 더 자주 그리고 익숙하게 접할 것으로 예상되는 몇 가지 키워드를 뽑아보았다.

1. Private Equity의 활약

2016년 크리스마스 이브 뉴욕타임즈에 “This Is Your Life, Brought to You by Private Equity”라는 기사가 게재되었다. 현대인들이 아침에 일어나서 마시는 물 한잔부터 집 안의 시계, 옷, 화장실 휴지, 출근길의 도로, 교량, 직장 주차장은 물론 철도, 골프장, 법원 청사, 학교, 지방언론, 모기지(mortgage)에 이르기까지 Private Equity(PE)의 관리·지배하에 있는 경우가 많고, 911을 부르면 세금으로 운영되는 공무원이 아닌 월스트리트 자본으로 운영되는 소방서가 응답할지 모른다는 내용이다. 그만큼 PE의 손

이 닿지 않는 곳이 없다는 뜻이다.

이처럼 PE가 산업분야를 가리지 않고 M&A 시장에서 큰 손 역할을 한 지는 세계적으로 보면 이미 오랜 일이다.

저금리 시대에 고수익을 추구하는 대규모 자본과 연금금이 M&A 시장에 몰리는 것은 거시적으로 당연한 흐름인데, 한국에서도 최근 바이아웃(buy-out) 즉, 경영권 확보 역량을 갖추고 활발히 거래를 하는 토종 PE들이 제법 활약하고 있고, 2016년에는 글로벌 PE들이 대규모 국내 M&A 딜에 참가하는 모습을 자주 볼 수 있었다.

3~5년 후 매각차익 노력

PE(특히 바이아웃 PE)는 한마디로 M&A를 주업으로 하는 회사다. 즉, 투자자들(LP)로부터 자금을 모은 후(fund raising), 적당한 회사를 인수하여 3~5년간 운영해 가치를 높인 다음(investment), 인수가보다 높은 가

격에 매각하여 그 차익을 투자자들과 나눠가지는 것(exit)이 주업무다.

따라서 투자수익을 얻을 수 있는 분야로서 달리 법적 제약만 없다면 산업분야를 가릴 이유가 없고, 회사를 인수하면 3~5년 후 exit을 위한 또 다른 M&A 거래가 예고된다는 점에서, 전 산업분야의 M&A 시장에서 PE가 주도적 역할을 하게 되리라는 것은 어려운 예측이 아니다. 한국에서도 이미 exit에 성공한 사례들이 많이 있고, exit을 앞둔 많은 매물들이 줄줄이 기다리고 있는 점을 고려하면 2017년 이후 PE는 시장에서 더욱 더 익숙해질 바중 있는 키워드가 될 것이다.

2. W&I 보험의 활용

M&A 거래 시 매도인은 대상회사에 관해 여러 진술보장을 제공한다. 가령 대상회사에 의한 타인의 특허 침해가 없다는 진술보장을 1년간 제공하는 식이다. 만약 거래 종결 후 1년 내에 대상회사가 제3자로부터 특허침해소송을 당하면, 매수인은 매도인에게 위 진술보장 위반을 이유로 손해배상청구를 할 수 있다.

W&I 보험(진술보장 보험)은, 매

“exit에 성공한 사례들과 함께
exit 앞둔 매물 줄줄이 대기

”

수인으로 하여금, 매도인의 진술보장 위반이 있을 경우 '매도인에게 손해배상청구'를 하는 대신, '보험회사에 보험금 청구'를 할 수 있게 하는 보험상품이다. 특이점은 보험회사가 매수인에게 보험금을 지급하더라도 보험회사는 원칙적(fraud 등 예외는 있음)으로 매도인에게 구상할 수 없다는 점이다.

Clean Exit에 도움

W&I 보험은 PE가 매도인인 거래에서 특히 빛을 발한다. 대상회사 매각 후 매각대금의 신속한 분배를 원하는 PE 매도인은 매수인과의 분쟁으로 그 것이 지연되는 것을 걱정하고, 매수인은 PE가 거래종결 후 바로 해산·청산할 경우 진술보장 위반을 발견하더라도 제대로 손해배상을 받지 못하는 상황을 걱정한다.

종래 활용되었던 대안은 주로 escrow였다. 즉, 매매대금의 일정 비율(%)을 은행에 예치한 후, 매도인의 진술보장 기간 만료시점에 그 때까지 손해배상청구가 제기된 금액을 제외한 나머지 금액만 매도인에게 이체하고, 손해배상청구가 제기된 분쟁금액은 당사자간 합의나 법원 판결에 따라 지급하기까지 묶어두는 구조다. 그런데 W&I 보험 활용시 매도인은 곧바로 clean exit을 할 수 있고, 매수인은 (일정 보험료 부담 하에) PE의 청산이나 신용위험으로부터 단절되어 매력적인 대안이 될 수 있다.

2016년 W&I 보험 활용 건수는 국내에 최초 도입된 후 2015년까지의 총 건수를 훨씬 넘어섰다. 이미 국내 PE

“ 매도인의 진술보장 위반 있으면 손해청구 대신 보험금 청구로 해결 ”

들 사이에 W&I 보험의 존재와 활용 사례가 많이 전파되어 있어서, 2017년에도 주로 PE의 exit 거래를 중심으로 W&I 보험이 활발히 활용될 것으로 예측된다.

2016년 W&I 보험 활용 급증

나아가 2017년부터는 clean exit을 원하는 SI들, 경쟁자보다 돈보이고 싶은 M&A 입찰자들 등에 의해 W&I 보험 활용 저변이 확대될 것으로 예상된다. 아마 수년 뒤 2016년을 되돌아보면, 한국 M&A 시장에서 W&I 보험 활용이 본격화되거나 그 서막을 알린 한 해로 기록될 것이고, W&I 보험은 머지않아 시장에서 꽤 익숙한 키워드가 될 것이다.

3. 지주회사 전환 활발

최근 지주회사 전환을 진행 또는 검토 중인 회사들이 많다. 작년 공정거래위원회가 지주회사의 자산요건을 1000억원에서 5000억원으로 상향하는 공정거래법 개정안을 발표한 것이 계기가 된 면도 있다. 개정법 시행일은 논란 끝에 최종 2017. 7. 1.로 정해졌고, 그 전에 설립·전환을 완료한 지주회사는 10년간 지주회사로 남을 수 있도록 부칙이 마련됨에 따라 그 전에 지주회사 전환을 마무리하려는 수요가 있었을 것이다.

자산요건 5000억원으로 상향

지주회사 전환 검토를 부추긴 또 하나의 외부 이슈는 지주사 전환 시 자사주 활용을 제한하려는 입법활동이다. 지주회사 설립·전환 방법으로 1단계로 기존 회사를 사업회사와 투자회사로 인적분할한 다음, 2단계로 투자회사가 사업회사 지분을 지주회사 요건 충족에 필요한 규모만큼 (현물출자나 교환공개매수 등을 통해) 취득하는 방식이 많이 활용된다.

‘자사주에 신주배정 금지’ 발의

1단계에서 분할되는 회사에 자사주가 있는 경우, (다른 주식과 마찬가지로) 그 자사주에 대해서도 분할신주를 부여하게 되는데, 자사주의 존재는 2단계에서 지주회사 요건 충족을 위해 취득해야 할 사업회사 주식을 감소시키고, 전체적으로는 지주회사의 지배권 강화에 기여하게 된다. 최근 경제민주화 관련 법안의 하나로 상호출자제한기업집단 소속회사의 지주회사 설립·전환을 위한 분할(합병) 시 자사주를 소각하도록 하는 공정거래법 개정안이 발의되었고, 이와 별도로 분할(합병) 시 자사주에 대한 신주배정을 금지하는 상법 개정안도 발의되어 있다.

이같은 입법활동이 검토나 관심의 계기로 작용했을 것이고, 경쟁회사의

“ 기준일 이후 이자 가산해 지급하되 매도인에 대상회사 자금 유출 금지 ”

구조재편이 타 회사들의 관심을 촉발하는 면도 있다 보니 지주회사 전환이 유행처럼 번지는 한 해가 될 것으로 보인다.

4. Gun Jumping, Locked Box

마지막은 M&A 거래 절차나 내용에 있어서 국내 활용도 증가가 예상되는 외국에서 유입된 이슈·구조들이다. 2개를 들고자 한다.

경쟁사간에도 M&A를 하는 경우가 종종 있고, 이 때 실사과정에서 가격, 생산량, 고객 등 경쟁법상 민감한 정보의 제공이 요구되기도 한다. 경쟁사간 이같은 정보의 수수 교환은 자칫 담합의 증거가 될 위험이 있다. EU, 미국, 가까운 일본에서는 이같은 이슈가 단지 이론상의 위험을 넘어 현실적인 문제로 논의되고 판례도 나오고 있다.

경쟁사 M&A시 CT 활용

아직 한국 공정거래위원회가 M&A 국면에서의 정보제공을 이유로 담합 등을 문제 삼아 제재한 케이스는 없는 것으로 알고 있으나, 한국법 상으로도 이론상 위험은 동일하다. 이런 상황에서 제시되는 대안이 바로 Clean Team(CT)이다. 즉, 가격, 생산 등과 관련 없는 부서의 인원으로만 CT를 구성한 후, 경쟁법상 민감한 정

보는 CT 내부에서만 공유토록 하는 것이다.

최근 들어 CT 구성 또는 민감한 정보의 CT 외부 공개를 금하는 비밀유지 계약서 즉, CT NDA 체결에 관한 논의가 외국 회사들에 의해 종종 제기되고 있고, 2017년 이후 경쟁사간 M&A시 CT 활용이 점점 보편화될 것으로 예상된다.

Locked Box는 Working Capital (WC) Adjustment와 함께 매매대금 조정에 관한 대표적인 메커니즘 중의 하나이다. Locked Box Mechanism은 과거 한국에서는 그 개념조차 잘 소개되지 않았고, 실제 사용된 예도 거의 없었는데, 2016년 한해 이러한 구조가 외국 (특히 영국계) 회사들이 참여한 M&A 딜을 중심으로 심심찮게 등장했다.

WC 조정은 재무제표 기준일과 거래종결일 사이 대상회사의 순자산 변동을 정산하는 방식으로, 미국에서 많이 이용되고 있다.

재무제표 기준일이 기준

Locked Box는 대상회사에 관한 경제적 이해관계가 재무제표 기준일에 매도인에서 매수인에게로 이전된 것으로 취급하므로, 그 이후의 변동을 정산하지 않고 오히려 매수인이 매도인에게 그 기준일 이후 종결일까지 매

대금의 이자를 가산하여 지급하되, 다만 그 기준일 이후 대상회사로부터 매도인 측으로 자금이 유출(leakage)되는 것을 금지하는 방식으로, 영국에서 많이 사용되고 있다.

한국은 매매대금 조정구조 자체를 두지 않는 M&A 거래가 더 많은데, 이는 (이자지급이 없을 뿐) Locked Box와 다소 유사하다고 할 수 있다. 이때문에 외국 회사나 그 대리인으로부터 한국의 가격조정 없는 구조의 의미가 Locked Box와의 차이점을 묻는 질문이 종종 제기되곤 한다. 향후 외국 투자자들이 한국 시장에 적응하게 될지, 한국에서도 대금정산을 하는 구조가 더 많아질지 귀추가 주목되지만, 아무튼 Locked Box 구조가 전보다 더 자주 등장하게 될 것이다.

2017년, M&A 활발 예상

M&A에 국한하지 않고 시야를 넓혀 보면, 2017년은 한미 FTA에 따른 3단계 법률시장 개방이 이루어지는 해이자 사상 최후의 사법고시 2차 시험이 치루어지는 역사적인 해이다. M&A 시장으로 좁히면, 2016년은 역대 최대 규모라는 2015년 M&A시장에 비해 상당히 주춤했던 한 해였다.

2017년 M&A 시장은 (비록 대통령 선거와 같은 정치적 불확실성이 있기는 하나) 2016년의 숨고르기를 거쳐 보다 활발해지지 않을까 조심스레 예상해 본다. 그런 과정에서 필자가 꼽은 몇 가지 키워드들이 자주 등장하는지 지켜보는 것도 재미있을 것이다. ■

구대훈 변호사(법무법인 광장)