COVID-19의 M&A 거래에 대한 영향 및 법적 쟁점*

윤용준** · 김성민*** · 박지형****

I. 머리말

2019년 12월경 중국 우한 지역에서 발병한 신종 코로나바이러스 감염증(이하 'COVID-19')은 발병 후 한 달이 채 되기 전에 중국 · 한국 · 일본 등 아시아 지역은 물론 북미와 유럽 지역까지 확산되었고, 발병 두 달 만에 전 세계 6대주 53개국으로 확산되면서 2020년 3월 11일 세계보건기구(World Health Organization. 이하 'WHO')가 COVID-19에 대해 팬데믹을 선언하기에 이르렀다. 이후에도 COVID-19의 확산세는 계속되어 2020년 4월 4일 전 세계 180여 개국에서 확진자 수 100만 명, 사망자 수 5만여 명을 기록하였고, 2020년 8월 8일 확진자 수 약 1,919만 명, 사망자 수 약 72만 명을 기록하는 등 COVID-19의 전 세계적 유행은 아직도 현재 진행형이다.[1]

COVID-19는 경제 및 산업 전 분야에 걸쳐 막대한 영향을 미치고 있으며, 이러한 영향은 M&A 분야에서도 예외일 수 없다. 이에 이 글에서는 COVID-19가 M&A 거래에 미친 영향과 그로 인해 야기된 법적 쟁점에 대하여 개관하고 그 시사점에 관해 생각해 보고자 한다.

II. COVID-19가 M&A 거래 및 실무에 미친 영향

COVID-19가 M&A 거래에 미친 대표적 영향은 기업들의 영업 실적 감소, 유동성 리스크 증가 및 투자심리 위축 등으로 인해 M&A 거래 자체가 눈에 띄게 감소하게 되었다는 것이다. 국내외를 불문하고 2020년 상반기에 새로 체결된 M&A 거래나 기존에 체결된 거래의 종결 실적이 급감하였다.

더벨(The Bell)이 발표한 2020년 1분기 M&A 리그테이블 자료에 의하면, 국내 M&A 시장의 경우 2020년 1분기에 완료(completed)된 M&A 거래 실적은 총 14조 5,716억 원으로 전년 동기 실적과 비슷한 수준이었지만, 발표(announced)된 M&A 거래 실적은 5조

---

* 본 논문은 필자들의 개인적인 견해로서, 소속 법무법인의 공식적인 견해가 아님을 밝혀 둔다.

* 법무법인(유한) 광장 변호사
** 법무법인(유한) 광장 변호사
*** 법무법인(유한) 광장 변호사

1 WHO, Coronavirus Disease (COVID-19) Situation Report-201 (8 August 2020) ; 연합뉴스 2020. 3. 12.자, "[일지] 코로나19에 팬데믹 선언되기까지" ; 뉴시스 2020. 6. 28.자, "[코로나 천만 명 시대-⑤] 발병부터 천만 명까지 주요 일지."

2,330억 원으로 전년 동기 실적인 10조 6,000억 원 대비 50% 이상 대폭 감소한 것으로 나타났다.[2] 머저마켓(Merger Market)이 발표한 2020년 상반기 리그테이블 자료에 따른 결과도 유사한데, 그에 의하면 2020년 상반기 국내 M&A 거래총액은 약 149억 달러로 전년 동기 실적인 256억 달러에 비해 42.1%나 급감하여 2013년 상반기 이후 가장 낮은 수치를 기록하였다.[3] 이는 COVID-19로 인한 투자심리 위축 등으로 신규 M&A계약 체결 건수가 확연히 줄어들었기 때문으로 보이며 특히 대기업들의 투자가 눈에 띄게 줄어든 것으로 분석되고 있다.[4]

글로벌 M&A 시장 역시 급속도로 얼어붙었다. 머저마켓의 2020년 1분기 및 상반기 리그테이블 자료에 의하면, 2020년 1분기의 경우 전 세계적으로 M&A 거래 실적은 금액기준 전년도 동기 대비 39.1%(미국은 57%)가량 감소하였고, 2020년 상반기의 경우도 그 추세가 이어져 전년 동기 대비 52.7%(미국은 72.4%) 감소한 것으로 나타났다. 블룸버그(Bloomberg)는 위와 같은 M&A 거래 실적이 급감한 주요 원인 중 하나로 M&A 거래에서 필수적인 대면 접촉이 사실상 불가능해졌기 때문이라는 점을 들고 있다.[5] 특히 국내 법인과 해외 법인 간 M&A를 일컫는 국경 간 M&A의 경우 감소 폭이 더 컸는데, 이는 한국을 포함한 주요 국가들의 입국 제한, 검역 강화, 자가 격리 정책 시행 등으로 해외 출장이 사실상 제한되면서 M&A 거래에 필수적인 대면 협상(face-to-face negotiation)이나 현장 실사(site visit)를 하는 것이 원천적으로 불가능해졌다는 점이 상당한 영향을 미쳤을 것으로 생각된다.

COVID-19의 영향으로 진행 중이던 M&A 거래가 철회되거나 잠정 연기되는 경우도 비일비재했다. 2차 전지 배터리 보호회로 생산업체인 넥스콘테크놀로지 매각 거래는 예비입찰 단계에서는 흥행하였으나, COVID-19 사태의 여파로 본 입찰 시기를 연기했다가 결국 매각이 철회되었는데, 핵심 사업장인 중국 및 베트남 공장의 셧다운 및 실사 제한이 주된 원인이었던 것으로 알려지고 있다.[6] 그 밖에도 금년 중 신세계그룹의 신세계푸드 매각, CJ그룹의 CJ CGV 매각, H&Q의 잡코리아 매각, VIG파트너스의 윈체 매각, 알펜루트자산운용의 수원여객 매각, IMM PE의 할리스커피 매각, 대한전선 매각 등 다수 M&A 거래가 예정되어 있거나 일부 절차가 개시되었으나, COVID-19 사태로 인한 실적 악화 및 흥행 부진 등을 이유로 절차가 중단된 것으로 보인다.[7]

반대로 COVID-19의 직격탄을 맞은 기업이 유동성 확보를 위해 비주력 사업부문을 매각하거나 골프장 등 COVID-19의 반사이익을 얻은 매물과 관련된 거래가 증가하는 등 COVID-19가 새로운 M&A의 유발요인이 되기도 했다. 대한항공은 한국산업은행 등 채권단과 자금 지원 관련 특별약정을 체결하고 그에 따른 자구 노력의 일환으로 알짜 사업으로 알려진 기내식 사업 및 기내 면세품 판매 사업의 매각을 추진 중이며,[8] 두산그룹은 유동성 확보를 위해 두산솔루스 · 두산건설 · 두산인프라코어 · 두산

2 특히 2020년 1분기에는 '조' 단위 대형 거래의 '완료' 실적은 5건에 그쳤고, 국경 간(cross-border) M&A의 비중도 대폭 줄어들었다고 한다(더벨의 2020년 상반기 M&A 리그테리블 발표자료 68면).

3 파이낸셜뉴스 2020. 7. 19.자, "경기 침체에… 상반기 M&A 7년 만에 최저." 위 보도에 의하면 해외 기업이 국내 기업에 투자한 인바운드 M&A는 7억 7,600만 달러(8건)로 전년 36억 달러(24건)보다 78.5% 감소했고, 국내 기업이 해외 기업에 투자한 아웃바운드 M&A는 34억 달러(28건)로 전년 46억 달러(33건)에서 26.4% 감소하였다고 한다.

4 인베스트조선 2020. 3. 30.자, "〔M&A 리그테이블〕 코로나에 직격탄 맞은 M&A 시장 … 그나마 사모펀드(PEF)만 거래 중."

5 한국경제 2020. 7. 1.자, "코로나 여파, 글로벌 M&A 시장 2020년 이후 '최악'" 등.

6 파이낸셜뉴스 2020. 5. 19.자, "'코로나로 실사 힘들다' 넥스콘테크 매각 중단" ; 더벨 2020. 5. 20.자, "유암코, 넥스콘테크 매각 철회… "밸류업 주력"."

7 인베스트조선 2020. 5. 21.자, "코로나가 덮친 M&A 시장 … 밸류에이션 간극 커 줄줄이 실사 중단."

8 대한항공, 투자판단관련 주요경영사항 공시(2020. 7. 7).

모트롤BG사업부 등의 동시 매각을 추진하고 있다.[9] 한편 COVID-19 여파로 해외 골프 수요가 국내 골프장으로 몰리면서 예상하지 못한 호황을 맞고 있는 골프장의 경우 M&A가 활발하게 이루어지고 있는 상황이다.[10]

한편 COVID-19는 M&A 거래 실무에도 많은 영향을 미쳤는데, 가장 눈에 띄는 변화 중 하나는 실사(due diligence) 및 협상 진행 방식과 관련된 변화이다. 종전에도 실사 자료는 가상데이터룸(Virtual Data Room, VDR)을 통해 온라인으로 제공되는 경우가 많았으나 COVID-19 사태 이후 비대면 방식이 더욱 선호되고 있고, 그 외 기존에는 대면 방식이 선호되던 협상이나 회의도 직접 대면하지 않고 웹엑스나 줌 등을 통해 화상회의 방식으로 진행하는 경우가 많아지고 있으며, 실무진 인터뷰(breakout session)나 경영진 설명회(management presentation)도 대면하지 않고 화상회의 등으로 대체되는 경우가 많았다. 그리고 현장 실사의 경우는 아예 생략되거나 고 프로(Go Pro)나 드론 등 촬영 장비를 활용한 원격 중계 방식이 이용되기도 하였다.[11]

III. M&A 거래에서의 COVID-19 관련 법적 쟁점 및 시사점

1. 개요

COVID-19로 인해 M&A 거래에서 야기된 주된 법적 쟁점은 거래종결의 선행조건, 특히 중대하게 부정적인 영향(Material Adverse Change. 이하 'MAC')에 관한 것이다.[12] COVID-19로 많은 기업이 예상하지 못한 실적 악화를 겪게 되자, M&A계약을 체결한 매수인이 이를 대상회사에 MAC이 발생한 것으로 보아 거래종결의 선행조건이 충족되지 않았다거나 계약의 해제사유가 발생하였다고 주장하며 법적 책임 없이 계약으로부터 벗어나고자(walk away) 하는 상황이 국내외 여러 M&A 거래에서 문제 되었다.

대표적인 사례로는 미국계 사모펀드(Private Equity, PE)인 시커모어 파트너스(Sycamore Partners)가 미국의 유명 의류회사 빅토리아 시크릿(Victoria's Secret)의 모회사인 엘 브랜드(L Brand)로부터 빅토리아 시크릿 주식 55%를 매수하는 계약을 체결하였다가 COVID-19로 인해 빅토리아 시크릿에 MAC이 발생하였다고 주장하면서 2020년 4월 22일 델라웨어주 형평법원(Delaware Chancery Court)에 계약 해제 소송을 제기한 사례(이하 '빅토리아 시크릿 사례')를 들 수 있다. 관련 보도에 의하면 위 거래에 관한 주식매매계약에는 전 세계적인 전염병(팬데믹)을 MAC에서 제외(carve-out)하는 규정이 포함되어 있었으나, 시커모어 파트너스는 위 carve-out(예외)조항의 적용범위가 제한적으로 규정되어 있으므로 해당 조항에도 불구하고 거래종결 거부 및 계약 해제(이른바 'walk

9 매일경제 2020. 7. 29.자, "두산, 자산매각 순항… '3개, 자구안' 가시권."

10 더벨 2020. 7. 23.자, "〔골프장 애물단지서 복덩이로〕 안정 성장기 진입… M&A도 활발."

11 인베스트조선 2020. 7. 15.자, "'실사를 안 해도 거래가 되네요?' 비대면시대 뉴노멀 대응 나선 IB·PEF."

12 MAC은 (물론 M&A계약 당사자들의 개별적인 상황이나 협상력에 따라 다양한 내용으로 정의되기는 하지만) 대체로 대상회사의 재무·사업·자산 등의 상태에 M&A 거래를 그대로 진행하기 어려울 정도의 중대하게 부정적인 영향이 발생한 경우를 의미하고, M&A계약에서는 이러한 MAC이 발생한 경우 매수인이 거래종결(closing)을 거부하거나 계약을 해제할 권리를 부여하는 경우가 많다. M&A계약 체결과 거래종결 사이에는 통상 상당한 시간적 격차가 존재하고, 이 기간 동안 대상회사는 M&A의 진행과 무관하게 계속하여 사업을 영위하고, 대상회사를 둘러싼 각종 정치적·경제적·사회적 조건들 역시 위 기간 중 끊임없이 변화하게 되므로, 만약 계약 체결 후 거래종결일 이전에 대상회사의 가치가 급격히 하락하거나 대상회사가 영위하고 있는 사업과 관련된 환경이나 조건들이 급변하였다면, 매수인은 M&A 거래 자체를 포기하거나 계약조건을 변경하고 싶을 것이고, 당사자들은 이와 같은 경우에 대비하기 위해 M&A계약에 MAC 조항을 두게 된다〔신영재 / 황병훈, "중대한 부정적인 변경조항의 쟁점," BFL 제67호(2014. 9), 서울대학교 금융법센터, 7면〕.

away')가 가능하다는 주장을 하고 있는 것으로 보인다.[13] 빅토리아 시크릿 사례는 COVID-19 사태 이후 M&A 거래에서 매수인이 COVID-19를 MAC으로 보아 거래종결 거부 및 계약 해제를 소송으로 주장한 최초의 사례로서, 향후 국내에서 진행될 COVID-19 관련 M&A 소송에도 중요한 참고가 될 수 있을 것으로 생각된다.

글로벌 사모펀드인 칼라일그룹의 Carlyle Roundtrip LP(이하 '칼라일')도 COVID-19의 직접적 타격을 입은 여행회사 주식을 매수하는 계약을 체결하였다가 MAC을 주장하며 매도인과 소송을 진행하고 있다. 칼라일은 2019년 12월경 Juweel Investors Ltd.(이하 'Juweel')로부터 B2B 여행 관련 서비스를 제공하는 American Express Global Business Travel의 주식 20%를 약 15억 달러에 매수하는 계약을 체결하였고, 2020년 5월 11일 Jeweel이 먼저 칼라일을 상대로 델라웨어주 형평법원에 주식매매계약의 이행을 구하는 소송을 제기하자, 칼라일도 Jeweel을 상대로 2020년 5월 13일 같은 법원에 COVID-19로 대상회사에 MAC이 발생하여 거래종결의무가 없음을 확인해 달라는 소송을 제기하였다.[14] 관련 보도에 의하면 칼라일은 COVID-19로 인해 대상회사의 사업이 완전히 망가져 MAC이 초래되었으며 매도인인 Juweel이 계약에서 정한 다른 의무들도 위반하였다고 주장하고 있으며, 주식매매계약상 MAC에서 COVID-19나 펜데믹을 제외하는 carve-out조항은 따로 규정되지 않았던 것으로 보인다.[15]

한편 COVID-19로 가장 큰 피해를 본 업종 중 하나[16]인 항공업계 M&A에 있어서도 유사한 상황이 발생하였다. 폴란드의 국영항공사인 로트(LOT)항공은 독일의 콘도르(Condor)항공을 약 3억 유로에 인수하는 계약을 체결하였다가 COVID-19로 인한 항공 수요 폭락 등을 이유로 인수 의사를 철회한 것으로 알려져 있다.[17]

국내에서도 최근 언론을 통해 자세히 보도된 바와 같이, 국내 최초의 항공사 인수 거래로서 2019년 12월 27일 주식매매계약 및 신주인수계약이 체결되었던 아시아나항공 M&A 거래와 국내 최초의 항공사 간 기업결합 거래로서 2020년 3월 2일 주식매매계약이 체결되었던 이스타항공 M&A 거래와 관련해서 당사자들 사이에 이견이 존재하거나 거래가 이미 무산된 상황으로 보인다.[18] 특히 아시아나항공 및 이스타항공 M&A 거래는 국내 최초의 항공사 M&A 거래로서 세간의 많은 관심을 받았고, COVID-19의 영향이 M&A 거래에 대한 법적 쟁점으로 부각된 대표적 사례라는 점에서, 이하 그 진행 경과를 보다 자세히 살펴보고 그와 관련된 법적 쟁점을 구체적으로 검토해 보기로 한다.

---

13 Thomson Reuters, Sycamore Partners Invokes MAE Clause in Bid to Escape Victoria's Secret Deal (23 April 2020)

14 Thomson Reuters, AmEx GBT Investors, Carlyle Dispute COVID-19 Effect on Closing Conditions (21 May 2020).

15 주 14의 기사 참고.

16 언론 보도에 의하면, 한국항공협회는 6월까지 국적 항공사의 매출 피해액을 5조 875억 원으로 추산하였고(연합뉴스 2020. 3. 13.자, "75% 멈춘 대한항공·아시아나, 유럽 전 노선 검역 강화 '쇼크'"), 글로벌 항공사들의 6월 수송실적은 작년 동월 대비 86.5% 감소, 지난 4월에는 94.1% 감소하였고, 항공사들이 운항 편수를 대폭 줄였음에도 국내선과 국제선 좌석점유율은 각각 62.9%, 38.9%에 불과해 수익을 창출하지 못하고 있으며, 국제항공운송협회(International Air Transport Association, IATA)는 글로벌 항공 수요가 2024년에야 COVID-19 발생 이전 수준으로 회복할 것이라고 전망하였다(연합뉴스 2020. 7. 29.자, "글로벌 항공수요 2024년에야 코로나19 이전 수준 회복").

17 Poland In, Coronavirus Outbreak Made Condor Takeover Unprofitable : Official (14 April 2020) ; 글로벌비즈 2020. 4. 15.자, "폴란드 국영항공사 LOT, 독일 항공업체 콘도르 인수 계약 철회."

18 매일경제 2020. 7. 27.자, "위기의 항공업계, 인수합병 잇달아 무산 우려. 제주항공, 계약해제 선언… 이스타 파산 수순? HDC현산 '묵묵부답'에 아시아나도 무산 가능성" ; (주)제주항공, 타 법인주식 및 출자증권 취득결정 정정공시(2020. 7. 23) 참조.

2. 아시아나항공 M&A 거래

(1) 진행 경과

먼저 공시자료 및 언론보도를 통해 공개된 아시아나항공 M&A 관련 주요 사건을 시간순으로 정리해 보면 아래의 〈표 1〉과 같다.[19]

〈표 1〉 아시아나항공 M&A 거래의 주요 진행경과

일자	주요 사건
2019. 12. 27.	HDC현대산업개발·미래에셋대우와 금호산업 간 주식매매계약(구주 매매대금 약 3,228억 원) 및 HDC현대산업개발·미래에셋대우와 아시아나항공 간 신주인수계약(신주 인수대금 약 2조 1,772억 원) 체결 · 거래종결일 : 2020. 3. 정기주주총회 후 10일이 경과한 날(선행조건[20]이 모두 충족된 날로부터 10일이 경과한 날이 2020. 3. 정기주주총회 후 10일이 경과한 날보다 늦게 도래하는 경우에는 그날) · 거래종결시한 : 본 계약 체결일로부터 6개월
2020. 6. 9.	HDC현대산업개발 : 보도자료를 통해 아시아나항공 인수를 원점에서부터 재검토해야 한다고 주장 · COVID-19 등으로 부채가 4조 5천억 원 증가하는 등 아시아나항공의 가치가 현저히 훼손되었고, 아시아나항공의 추가 차입과 영구전환사채 발행 등이 매수인들의 사전 동의 없이 진행되었다고 주장
2020. 6. 11.	아시아나항공 : 보도자료를 통해 HDC현대산업개발 주장 반박 · 재무 상태의 변화, 추가 자금 차입, 영구전환사채의 발행 등은 계약서에 따라 충분한 자료와 설명을 제공하고 협의 및 동의절차를 진행했으므로 적법하다고 주장
2020. 6. 17.	산업은행 : 보도자료를 통해 HDC현대산업개발 주장 반박 · 4조 5천억 원의 부채 증가는 회계기준 변경이 주된 원인임 · 삼일회계법인이 내부회계관리제도에 대한 부적정 의견을 표명한 것은 재무제표의 신뢰성과 무관함 · 1조 7천억 원 차입에 대해 사전에 충분한 설명이 이루어졌고, 계속기업 유지를 위한 필수적 조치임에도 매수인 측이 동의하지 않아 동의 없이 진행함
2020. 7. 2.	러시아 기업결합승인 등 6개국 기업결합 승인절차 모두 완료
2020. 7. 14.	금호산업·아시아나항공 : HDC현대산업개발에 공문 발송하여 선행조건이 모두 충족되었으므로 거래종결을 해야 한다고 주장
	HDC현대산업개발 : 보도자료를 통해 선행조건이 충족되지 않았다고 주장 · 아시아나항공의 부채 급증, 내부회계관리제도에 대한 회계법인의 부정적 의견, 동의 없이 1조 7천억 원 차입, 신뢰할 수 있는 공식 자료 미제공 등 문제 지적
2020. 7. 26.	HDC현대산업개발 : 재차 보도자료를 배포하여 진술보장 및 확약 위반 등이 있어 선행조건이 충족되지 않은 상황이며, 인수상황 재점검을 위해 8월 중순부터 12주 간 재실사 요구
2020. 7. 28.	금호산업 : HDC현대산업개발에 선행조건이 모두 충족되었으므로 2020. 8. 12.까지 거래종결을 해야 하고 그 이후 계약을 해제할 수 있음을 통보하는 공문 발송
2020. 7. 30.	HDC현대산업개발 : 보도자료를 배포하여 성공적 거래종결을 위해서는 8월 중 재실사가 필요함을 재차 주장
	금호산업 : 보도자료를 통해 HDC현대산업개발이 제기하는 문제는 거래종결 거부 내지 계약 해제사유에 해당하지 않으므로, 거래종결을 거부할 경우 법적 책임을 부담해야 한다고 주장

(2) 관련 법적 쟁점

1) 선행조건 충족 및 MAC 발생 여부

〈표 1〉의 진행경과에서 보는 바와 같이 아시아나

19 이 사건은 현재도 진행 중이고, 〈표 1〉은 이 글의 작성 시점인 2020년 8월 9일까지의 주요 사건을 정리한 것이다.

20 '선행조건(condition precedent)' 또는 '거래종결의 선행조건(conditions precedent to the closing)'이란 거래종결일에 일방 당사자의 거래종결의무가 발생하기 위해 그전에 충족되어야 하는 조건들을 말한다.

2020. 8. 3.	산업은행 : HDC현대산업개발에게 2020. 8. 11.까지 거래종결을 하여야 하며, 2020. 8. 12. 이후에는 계약을 해제할 수 있다는 취지의 최후통첩 발송
2020. 8. 6.	HDC현대산업개발 : 보도자료를 통해 부채 급증 등 재무제표 진술보장 위반으로 거래종결의무가 없으며, 기존 실사는 부실하였으므로 대면 협상 전에 재실사가 선행되어야 한다고 주장
2020. 8. 7.	금호산업 : 보도자료를 통해 대면 협상에 나설 것을 재차 촉구
2020. 8. 9.	HDC현대산업개발 : 금호산업의 대면협상 제안에 대해 재실사를 위한 대면 협상을 수락하겠다는 취지의 보도자료 배포

〈표 2〉 아시아나항공 M&A 거래의 선행조건

(i) 본 계약에 규정된 매도인/ 회사의 진술 및 보장이 본 계약 체결일 및 거래종결일 현재(다만 진술 및 보장이 명시적으로 특정 일자나 특정 시점에 관한 것일 경우에는 그 일자나 시점 현재) 중요한 면에서 진실하고 정확할 것. 다만 그렇지 않더라도 이로 인하여 중대하게 부정적인 영향이 초래되지 않는 경우는 예외. (ii) 매도인/ 회사가 본 계약에 따라 거래종결일 이전까지 이행하거나 준수하여야 하는 확약과 의무를 중요한 면에서 모두 이행할 것. 다만 그렇지 않더라도 이로 인하여 중대하게 부정적인 영향이 초래되지 않는 경우는 예외. (iii) 본건 거래를 금지 또는 제한하는 법령이 제정되거나 시행되지 아니하고, 본건 거래를 제한하거나 금지하는 정부기관으로부터의 판결, 명령, 가압류, 가처분, 기타 조치가 존재하지 아니할 것. (iv) 공정거래위원회 및 외국 경쟁당국의 본건 거래에 대한 기업결합 승인을 포함하여 매도인/ 회사가 관련 법령에 따라 거래종결 이전에 취득해야 하는 필요적 정부승인이 취득될 것. (v) 2019. 6. 30. 이후 중대하게 부정적인 영향이 발생하지 아니하였을 것.

항공 M&A 거래와 관련하여 당사자들 간에 다투어지고 있는 주된 법적 쟁점은 거래종결의 선행조건이 모두 충족되어 매수인들이 거래를 종결할 의무가 발생한 상태인지 여부로 보인다. 이와 관련해서 먼저 공시된 주식매매계약서에 규정된 매수인들의 거래종결의무 이행에 대한 선행조건 중 해당 내용을 정리하면 위의 〈표 2〉와 같다.[21·22]

매수인 측은 위 선행조건 중 (i)호 및 (ii)호에서 규정하고 있는 '진술보장 및 확약의 중요한 위반'을 주로 문제 삼고 있는 것으로 보인다. 즉 아시아나항공의 부채가 계약 체결 당시에 비해 급증하였고 당기순손실이 큰 폭으로 증가하였으며, 외부감사인이 2019회계연도 내부회계 관리제도에 대해 부적정 의견을 표명한 점 등에 비추어 볼 때 재무제표의 적정성에 대한 점검이 필요하다고 주장하고 있는데, 이는 '재무제표'에 관한 진술 및 보장 위반을 주장하는 것으로 보인다. 그리고 아시아나항공의 추가 자금 차입 등에 대하여 매수인 측의 동의를 받지 않았고 매수인 측의 재점검 요구 사항에 대해 충실한 자료 제공을 받지 못했다는 주장은 관련 확약 위반을 주장하는 취지로 이해된다.

그런데 위 (i)호 및 (ii)호에서는 진술보장 및 확약의 중요한 위반이 발생하더라도 그로 인해 MAC이

21 금호산업, 주요사항보고서에 첨부된 주식매매계약서(2019. 12. 27) 참조. 아시아나항공 신주인수계약서는 별도로 공시되어 있지 않으나, HDC현대산업개발의 타 법인주식 및 출자증권취득결정 정정공시(2020. 4. 29)에 의하면 주식매매계약서상 선행조건과 실질적으로 유사한 내용일 것으로 추측된다.

22 그 밖의 매수인들의 거래종결의무 이행의 선행조건으로는 (i) 주식매매계약의 거래종결일에 신주인수계약이 종결되고 그다음 날에 대상주식에 설정된 2순위 근질권의 피담보채무가 상환되면 해당 근질권을 해소한다는 한국산업은행·한국수출입은행의 확약서가 제공될 것, (ii) 아시아나항공 및 계열회사 등의 사임대상 등기임원에 대한 사임서 원본이 교부되었을 것, (iii) 주주총회 개회 등 신규 등기임원 선임에 관한 절차를 이행하였을 것, (iv) 금호산업과 아시아나항공 간의 에어서울 상표권에 관한 명의신탁계약이 해지되었을 것, (v) 금호산업과 아시아나항공 및 그 계열회사 간에 체결된 감사용역계약이 해지되었을 것, (vi) 금호산업과 아시아나항공 및 그 계열회사 간의 상표사용변경계약이 체결되었을 것 등이 규정되어 있다(아시아나항공 주식매매계약서 제5.1조 참조).

〈표 3〉 아시아나항공 M&A 거래의 MAC 정의

"중대하게 부정적인 영향"이라 함은, 전체적으로 판단하여, (i) 대상회사 및 대상회사 계열회사 전체로서의 사업, 자산, 부채, 기업가치, 재무상태 또는 영업상태에 대하여 중대하게 부정적인 영향 또는 변경을 가져오거나 가져올 것으로 합리적으로 예상되는 일체의 사건, 사유 또는 사정, (ii) 매도인 또는 매수인들의 본건 구주 매매거래 이행을 불가능하게 하거나 위법이 되게 하거나 중대하게 지연하게 하거나 그러할 것이 합리적으로 예상되는 일체의 사건, 사유 또는 사정 또는 (iii) 한국거래소가 대상회사의 주식을 상장폐지한 경우를 의미한다. 다만 다음의 사건, 사유 또는 사정은 (x) 중대하게 부정적인 영향으로 간주되지 아니하고, (y) 중대하게 부정적인 영향의 발생 여부를 결정함에 있어 고려되지 아니한다 : (i) **대한민국 또는 국제적인 경제 환경이나, 대상회사 또는 그 계열회사가 속한 산업의 일반적인 환경의 변화**, (ii) **천재지변**, 대상회사 또는 대상회사 계열회사의 근로자 또는 노동조합에 의한 파업이나 조업중단, 대한민국 내의 정치 또는 사회 환경의 변화, (iii) 금융시장 또는 증권시장의 변화(이자율이나 환율의 변경, 주가나 지수의 하락 포함), (iv) 법령, 일반적으로 인정되는 회계원칙이나 회계기준이나 그 해석의 변경, (v) 본 계약 또는 본건 구주매매거래의 발표 또는 본 계약에서 예정된 조치의 실행….

초래되지 않으면 선행조건이 충족되는 것으로 본다는 단서규정(MAC qualifier)을 두고 있다. 따라서 만일 이 사건과 관련해서 추후 실제로 분쟁이 발생한다면, 해당 분쟁의 주된 쟁점으로는 진술보장이나 확약 위반이 존재하느냐는 것에 더해, 매도인 측의 진술보장이나 확약 위반이 결과적으로 MAC을 초래한 것인지도 함께 문제 될 것으로 이해된다.[23]

그리고 위 주식매매계약서는 'MAC이 발생하지 않았을 것'〔위 (v)호〕을 별도의 독립된 선행조건이자 해제사유로 규정하고 있으므로,[24] COVID-19로 인해 아시아나항공에 발생한 매출·영업이익의 감소와 부채 증가 등이 MAC에 해당하는 경우에는 진술보장이나 확약 위반이 없더라도 그 자체로 계약 해제가 가능할 수 있다. 매수인 측 주장 중에는 'COVID-19 등으로 아시아나항공의 가치가 현저히 훼손되었다'는 내용이 포함되어 있는데, 이는 위 (v)호에 따라 2019년 6월 30일 이후 아시아나항공에 MAC이 발생하였다는 취지의 주장을 염두에 둔 것으로 추측된다.

이와 관련해서 아시아나항공 주식매매계약서상 MAC은 위 〈표 3〉과 같이 정의되어 있다.

2) 실무상 MAC의 판단기준

앞에서 언급한 바와 같이 개별 M&A 거래에서 구체적으로 어떻게 MAC이 정의되고 사용되는지는 기본적으로 당사자 사이의 협상의 문제이므로, M&A 거래에서 MAC의 의미와 기능에 대해 일률적·통일적인 해석론을 제시하기는 쉽지 않다. 그리고 현재 MAC의 의미나 기능에 관해 명시적으로 판단한 대법원 판례나 명확한 실무기준이 존재하는 것도 아니다.

다만 M&A 실무상 MAC은 대체로 "예정된 거래를 그대로 진행하는 것이 누가 보더라도 불합리하다고 할 정도의 중대한 사태가 발생한 경우"나, "당사자들이 그러한 변동을 알았더라면 거래를 하지 않았거나 기존 계약조건으로 계약을 체결하지 않았을 것으로 인정될 수 있는 사건 또는 변경"을 의미하는 것으로 비교적 엄격하게 이해하는 것이 일반적이고, 국내외 하급심 판례도 대체로 유사한 입장

23 M&A계약에서는 통상 계약 해제사유도 선행조건과 일관되게 규정하는 것이 보통이고, 실제로 아시아나항공의 주식매매계약서상 해제 규정은 '어느 당사자가 본 계약상 진술 및 보장, 확약, 기타 의무를 중요한 면에서 위반하고 그로 인하여 중대하게 부정적인 영향이 발생한 경우로서, 그 하자가 시정 불가능하거나 상대방 당사자가 서면으로 그 시정을 요구한 날로부터 10영업일 이내에 이를 시정하지 아니하는 경우' 상대방 당사자가 해제할 수 있도록 규정하여 MAC이 초래된 경우에만 해제가 가능하도록 규정하고 있다〔아시아나항공 주식매매계약서 제9.2조 제1항 제(i)호〕.

24 아시아나항공 주식매매계약서 제9.2조 제1항 제(v)호는 '중대하게 부정적인 영향이 발생한 경우' 각 당사자가 주식매매계약을 해제할 수 있도록 규정하고 있다.

인 것으로 이해된다.

먼저 우리 하급심 판례 중에서는, (i) 매도인이 최초 교부한 주식매매계약서 초안에 "대상회사 총자산의 10% 이상의 감소와 총부채의 10% 이상의 증가"를 중대한 부정적 변화로 정의하였다가 협상과정에서 해당 정의조항을 삭제하고, 이후 주식매매계약이 체결된 후 실제로 대상회사 총부채가 10% 이상 증가하자 매수인이 중대한 부정적 변화가 발생하였으므로 주식매매계약이 종결될 수 없다고 하면서 주식매매계약을 해제하고 이행보증금의 반환을 구한 사안에서, 위와 같은 내용의 중대한 부정적 변화에 관한 정의조항이 삭제되었으므로 '부채의 10% 이상 증가'만으로 곧바로 중대한 부정적 변화가 발생하였다고 단정할 수 없다고 판단하여 매수인의 청구를 배척한 사례가 있으며,[25] (ii) 최근에는 중대한 부정적인 영향을 '일반적인 거래관념상 만일 협상과정에서 드러났다면 거래의 종결 여부나 매매대금의 산정에 중대한 영향을 미치는 사정'으로 해석하면서 순자산의 약 22.4%이자 3년분 영업이익에 해당하는 보조금 환수 처분을 중대한 부정적인 영향으로 인정한 사례가 있다.[26]

미국의 경우 MAC이 인정되기 위해서는 "장기적인 수익창출능력(long-term earning power)에 상당한 기간(years, not months) 부정적 영향이 있어야 한다"고 보아 매우 엄격하게 판단하는 것이 하급심 판례의 주된 태도로 이해되며, MAC을 이유로 당사자가 계약관계를 벗어나거나 손해배상을 인정받은 실제 사례는 별로 없는 것으로 알려져 있다.[27·28] 다만 미국 델라웨어 법원에서는 2018년 10월 1일 합병계약 체결 후 대상회사에 MAC이 발생하였다는 점을 인수인 측의 합병계약 해제사유로 인정한 바 있다. 이 사건에서 프레제니우스(Fresenius)는 2017년 4월 24일 에이콘(Akorn)을 약 43억 달러에 합병을 통해 인수하는 내용의 합병계약을 체결하였는데, 합병계약 체결 직후 에이콘은 예기치 않은 경쟁 증가 및 주요 계약의 상실 등으로 인하여 심각한 실적 하락을 겪게 되었고〔합병계약 체결 후 2017년 매출, 영업이익 및 EBITDA(이자·세금·감각상각비·무형자산상각비 차감 전 이익, Earnings Before Interest, Tax, Depreciation, and Amortization)가 각각 전년 대비 25%, 105%, 86% 감소〕, 이에 따라 프레제니우스는 2018년 4월 22일 합병계약 해제를 통지하였는데, 법원은 프레제니우스

25 서울고등법원 2012. 3. 29. 선고 2011나21169 판결(제2심에서 확정). 위 판결에서 재판부는 회사의 대차대조표상 총부채뿐 아니라 매출액과 영업이익도 증가하였고 위와 같이 MAC의 정의조항이 삭제되었으므로 부채가 10% 이상 증가하였다고 하여 MAC이 발생하였다고 단정할 수 없다고 보았고, 삭제된 MAC의 정의조항에서도 '통상적인 사업과정에 의한 경우'는 MAC에서 제외하도록 규정하고 있었는데 위 부채 증가는 회사의 정상적 건설사업 수행과정에서 발행한 것이므로 이를 MAC으로 보는 것은 부당하다고 판단하였다.

26 서울고등법원 2019. 7. 8. 선고 2019나2035740 판결(대법원 2020다249431로 제3심 계속 중).

27 신영재 / 황병훈, 앞의 논문(주 12), 8면 ; 이중기, "M & A 협상의 해소수단으로서의 '중대한 부정적 변화' : '사정변경'의 적용가능성과 인정기준을 중심으로," 선진상사법률연구 통권 제62호(2013. 4), 법무부, 100-101면.

28 참고로 미국 판례 중 MAC 주장이 기각된 대표적인 사례로는 (i) 합병계약 체결 후 피합병법인의 실적이 2분기 연속 저조한 결과를 보이자 인수인이 MAC에 근거하여 합병계약을 해제하고자 하였으나, '전략적 투자자에게 단기적인 실적 저조는 MAC이 아니며, MAC에 해당하려면 상당한 기간(수개월이 아닌 수년이어야 함)에 걸친 사건으로서 대상회사의 장기적인 수익창출능력에 상당한 위협이 되는 사건이어야 한다'는 기준을 제시하고, 주식투자 분석가들이 제시한 피합병법인의 예상 1주당 순이익(earnings per share)(2001년 약 $1.50~$1.74, 2002년 약 $2.33~$2.42)과 과거 1주당 순이익(과거 3년간 평균 $1.85)을 비교할 때 장기적 수익창출능력에 상당한 위협이 발생하였다고 보기 어렵다고 한 사례〔IBP Inc. v. Tyson Foods, Inc. 789 A. 2d 14 (Del. Ch. 2001)〕, (ii) 합병계약 체결 이후 존속법인(약 3억 3,800만 달러의 추정영업가치를 가지고 있는 회사)에 수억 달러 규모의 배상을 요구하는 집단 소송이 제기될 예정이고 그로 인하여 1,500만~2,000만 달러 규모의 부정적 결과의 위험 및 / 또는 소송방어비용이 발생할 것임이 추정되었던 사례〔Frontier Oil Corporation v. Holly Corporation, No. Civ.A. 20502, 2005 WL 1039027 (Del. Ch. Apr. 29, 2005)〕, (iii) 대상회사의 영업자산 전체를 300만 달러에 구매하기로 하는 계약 체결 이후 그다음 두 달 동안 40만 달러 이상의 영업손실이 드러난 사례〔Pipe State Creamery Co. v. Land-O-Sun Dairies, 201 F.3d 437 (4th Cir.1999)〕가 있다.

의 합병계약 해제를 인정하였다.[29]

3) MAC의 예외사유 및 이 사건의 구체적 쟁점

매수인 측의 주장에 의하면 아시아나항공의 경우 계약 체결 당시와 비교하여 2조 8,000억 원의 부채가 추가로 인식되고 1조 7,000억 원의 추가 차입이 발생하는 등 부채가 총 4조 5,000억 원이 증가하였다는 것인바, 그 주장이 모두 맞는다면 이런 대규모의 부채 증가는 위에서 설명한 실무상 MAC 판단기준에 비추어 볼 때 "예정된 거래를 그대로 진행하는 것이 누가 보더라도 불합리하다고 할 정도의 중대한 사태가 발생한 것", "당사자들이 그러한 변동을 알았더라면 거래를 하지 않았거나 그러한 계약조건으로 계약을 체결하지 않았을 것으로 인정될 수 있는 사건 또는 변경", "일반적인 거래관념상 만일 협상과정에서 드러났다면 거래의 종결 여부나 매매대금의 산정에 중대한 영향을 미치는 사정", 또는 "장기적인 수익창출능력에 대한 상당한 기간의 부정적 영향"으로서 MAC에 해당할 여지가 있을 것이다.[30]

그러나 앞에서 본 바와 같이 아시아나항공 주식매매계약은 MAC에 해당하지 않는 예외로 '대한민국 또는 국제적인 경제 환경이나, 대상회사 또는 그 계열회사가 속한 산업의 일반적인 환경의 변화' 및 '천재지변'을 명시하고 있으므로, 매수인의 주장이 모두 맞고 그에 따라 아시아나항공에 중대한 부정적인 영향이 발생하였음이 원칙적으로는 인정된다고 하더라도, 실제 MAC 인정 여부를 판단함에 있어서는 그러한 사정이 위 예외사유에 해당하는지 여부가 다시 쟁점이 될 수 있을 것으로 생각된다.

먼저 이 중 '대한민국 또는 국제적인 경제 환경이나, 대상회사 또는 그 계열회사가 속한 산업의 일반적인 환경의 변화'의 예외는 대상회사에 특유한 사건이 아닌 국제적 · 국가적 · 산업 전체적 사건은 그로 인해 대상회사에 중대한 부정적인 영향이 초래되었더라도 MAC으로 보지 않는다는 취지이다. 이를 MAC의 예외로 규정하는 것은 계약 체결 후 발생한 국제적 · 국가적 · 산업 전체적 리스크는 매도인에게 귀책사유가 있는 것이 아니므로 그 위험은 매수인이 부담하는 것이 맞는다는 논리에 기초하며, M & A계약에서 MAC 정의조항에 이러한 내용의 예외가 규정되는 것은 이례적이지 않다. 앞에서 본 미국에서 MAC을 인정한 에이콘 사례의 경우에도 델라웨어 법원은 에이콘의 실적 하락이 대상회사의 개별적인 요인에서 기인한 것이지 산업 전반의 영향이라고 볼 수 없다는 점을 명확히 하고 있는데, 이는 위와 같은 논리를 배경에 깔고 있는 것으로 이해된다.

COVID-19와 같은 전 세계적인 감염증의 확산은 아시아나항공에만 특유한 사건 · 요인이 아니라 국내외 전반적인 경제 환경에 관한 것이고, 또한 항공업계 전반에 영향을 미치고 있는 사건임은 의문의 여지가 없으므로, COVID-19으로 인한 부정적인 영향은 위 예외사유에 해당하는 것으로 볼 측면이 있는 것은 사실이다. 하지만 관점을 달리해서 보면 비록 COVID-19 자체는 국제적 · 국가적 · 산업 전체적 사건이라고 하더라도 그 사건으로 인해 일반적

29 델라웨어 법원이 MAC을 인정한 주된 논거는 에이콘은 합병계약 체결 후 2017년 매출, 영업이익 및 EBITDA가 각각 전년 대비 25%, 105%, 86% 감소했는데, 이러한 추세가 5분기 동안 지속되었고 개선될 기미를 보이지 않는다는 점에서 일시적인 것으로 볼 수 없고, 에이콘의 실적 하락은 대상회사의 개별적인 요인에서 기인한 것으로 보이며 산업 전반의 영향(industry-wide effects)이라고 볼 수 없다는 것이었다. 그리고 델라웨어 법원이 위와 같이 MAC을 인정하고 합병계약 해제를 긍정한 것에는 에이콘의 규제 준수와 관련된 진술 및 보장이 광범위하게 부정확하였고, 규제 위반으로 인하여 에이콘의 기업가치(equity value)가 21%가량 감소한 점과 합병계약 체결 이후 에이콘이 법령 위반 사항을 파악하거나 하자를 치유하기 위한 적절한 조치를 취하지 않은 점 등도 고려된 것으로 이해된다[Akorn Inc. v. Fresenius Kabi AG, No. 2018-0300-JTL, 2018 Del. Ch. LEXIS 325 (Ch. Oct. 1, 2018)].

30 물론 보도자료나 공시자료상으로 파악할 수 있는 사실관계는 매우 제한적이므로, 매수인의 주장이 모두 맞는 것은 아닐 수도 있고, 그 외에도 위의 사정을 MAC으로 보기 어려운 다른 사정이 존재할 가능성도 있을 것이다.

으로 초래된 부정적인 영향보다 아시아나항공에 초래된 부정적인 영향이 더 크다면 그런 경우에는 위 예외에 해당하지 않는다고 볼 여지가 존재한다.[31]

또한 아시아나항공 주식매매계약에서 MAC의 예외로 규정된 또 다른 사유인 '천재지변'도 빈번하게 MAC의 예외로 규정되는데, 이는 일반적으로 자연현상에 의해 발생한 불가피한 사태 · 사고(홍수, 지진 등)를 의미하는 것으로 이해되긴 하지만 법상 일의적인 정의가 있는 것은 아니므로, COVID-19와 같은 "감염증의 확산"이 천재지변에 해당하는지 여부는 사실 아주 분명하지는 않다. COVID-19의 경우에도 이는 불가항력적인 재난이고 감염증의 확산이 전 세계적으로 이루어져서 WHO에서 팬데믹을 선언하였다는 점을 고려하면, 이는 천재지변에 해당한다고 볼 측면이 상당히 있음은 사실이다. 하지만 재난 및 안전관리 기본법은 재난을 '자연재난'과 '사회재난'으로 구분하고 있는데, 감염병의 확산은 위 법률상 '사회재난'에 해당한다는 점(제3조 제1호 나목), 그리고 COVID-19 사태의 발병 원인은 아직 명확히 규명되지 않았고 확산 원인은 주로 인간의 활동에 의한 것이라는 점을 고려할 때, 이를 천재지변에 포함시킬 수 없다는 주장도 무시할 수는 없는 측면이 있어 보인다.

이와 같이 이 사건과 관련해서는 현 시점에서 분명한 결론을 제시하기 어려운 매우 복잡한 법적 쟁점들이 존재하며, 만약 아시아나항공 M&A 거래가 향후 법적 분쟁으로 진행된다면 그에 대한 법원의 판단은 M&A 실무에 있어서 매우 중요한 선례가 될 것으로 생각된다.

3. 이스타항공 M&A 거래

(1) 진행 경과

공시자료 및 언론보도를 통해 공개된 이스타항공 M&A 관련 주요 사건을 시간순으로 정리해 보면 아래 〈표 4〉와 같다.

〈표 4〉 이스타항공 M&A 거래의 주요 진행경과

일자	주요 사건
2019. 12. 18.	제주항공과 이스타홀딩스 등 매도인들 간 이스타항공 주식 매매에 관한 양해각서(MOU) 체결
2020. 3. 2.	제주항공과 이스타홀딩스 등 매도인들 간 주식매매계약 체결(매매대금 총 545억 원)
2020. 4. 23.	제주항공 : 한국 공정거래위원회의 기업결합 승인
2020. 4. 29.	제주항공 : 거래종결일 연기 공시
2020. 6. 18～24	이스타항공 : 거래종결을 전제한 임시주주총회 소집(2020. 6. 26)
	제주항공 : 이스타홀딩스 측 선행조건(체불임금 250억 원 및 타이이스타젯에 대한 리스보증 해소 등)이 충족되지 않아 임시주주총회 개최가 불가능하다는 취지의 보도자료 발표
	이스타홀딩스 : 계약 체결 당시 체불임금 등 향후 발생하는 채무는 제주항공이 해결하기로 약정했다는 취지의 보도자료 발표
	제주항공 : 체불임금 등을 제주항공이 책임진다는 명시적 규정은 없으며 현 경영진과 대주주가 책임져야 한다는 입장 발표

31 M&A계약에 따라서는 MAC의 예외에 해당하는 사건, 사유 또는 사정이 "대상회사와 동종 사업을 영위하는 다른 회사와 비례적이지 않게 대상회사에 대해서만 중대한 부정적 영향을 초래하는 경우〔이른바 불비례적 영향(disproportionate effect)〕"은 예외에서 다시 배제하는 '예외의 예외' 규정을 두기도 한다.

2020. 6. 29.	이스타홀딩스 : 이스타항공 창업주 이상직 의원이 이스타홀딩스를 통해 소유하는 이스타항공 지분 포기 · 헌납 입장 발표
2020. 6. 30.	제주항공 : 이상직 의원의 지분 포기 발표는 계약상 선행조건 이행과 무관하며 선행조건 이행이 선행되어야 한다는 취지의 보도자료 배포
	이스타홀딩스 : 계약상 선행조건은 모두 충족되었다고 반박
2020. 7. 1.	제주항공 : 10영업일 내 선행조건을 충족시키지 않으면 계약을 해제할 수 있다는 통지 발송
2020. 7. 7.	제주항공 : 보도자료 통해 베트남 기업결합 승인이 완료됨에 따라 제주항공 측 선행조건은 모두 완료되었으나, 이스타홀딩스 측 선행조건(미지급금 1,700억 원, 타이이스타젯 보증 해소 등)은 아직 이행되지 않은 상황이며, COVID-19로 인한 사업부진 자체가 해제사유는 아니지만 계약상 COVID-19로 인한 모든 피해를 제주항공이 감수해야 하는 것은 아니라고 주장
2020. 7. 7.	이스타홀딩스 : 타이이스타젯 보증 해소 등 이스타홀딩스 측 선행조건은 모두 충족된 상황이라는 주장 반복
2020. 7. 15.	제주항공이 제시한 선행조건 이행기한 만료
2020. 7. 16.	제주항공 : 보도자료를 통해 2020. 7. 15.까지 이스타홀딩스가 선행조건을 이행하지 못해 해제 가능한 상황이나, 정부의 중재 노력이 진행 중인 점 등을 종합적으로 고려해 해제 결정 및 통보 시점을 정할 것이라는 의사 전달
2020. 7. 23.	제주항공 : 진술보장 위반의 중요한 위반 미시정 및 거래종결기한 도과를 이유로 인수 포기 및 주식매매계약 해제 · 공시
	이스타홀딩스 : 제주항공의 주장은 주식매매계약서에서 합의된 바와 다르고 제주항공은 해제권한이 없으며 오히려 제주항공이 계약을 위반하고 있다는 취지의 반박 보도자료 발표

(2) 관련 법적 쟁점

〈표 4〉의 진행경과에서 보는 바와 같이 이스타항공의 M & A 거래에 있어서도 당사자들 간에 다투어지고 있는 주된 쟁점은 주식매매계약상 '거래종결의 선행조건'이 충족된 것인지 여부로 보이며, 구체적으로는 주로 이스타항공의 체불 임금 및 미지급금을 중심으로 한 매도인 측의 진술보장 위반의 존재 여부와 그것이 매수인의 거래종결 거부 및 계약의 해제사유가 되는지가 문제 되고 있는 것으로 이해된다.

이스타항공 M & A계약은 아시아나항공 M & A계약과 달리 계약서 전문이 공시되어 있지 않으므로 구체적인 계약 내용을 파악하는 데 한계가 있다. 하지만 각 당사자의 공시 내용 및 언론에 공개한 보도자료에 비추어 볼 때, 이스타항공 주식매매계약에는 COVID-19로 인한 사업 부진 자체는 MAC으로 보지 않는다는 MAC의 예외사유 규정을 두고 있는 것으로 추정되고, 제주항공은 MAC 발생이 아닌 이스타항공의 체불 임금 및 미지급금을 중심으로 한 '매도인 측의 진술보장의 중요한 위반 및 그 미시정'을 주된 해제사유로 주장하고 있는 것으로 이해된다. 그리고 이 사건에서 진술보장의 위반 여부가 주된 쟁점으로 다투어지고 있음에도 그러한 위반의 MAC 해당 여부는 양 당사자의 보도자료 등에서 거의 언급되지 않고 있는 점에 비추어 볼 때, 이스타항공 주식매매계약은 아시아나항공과는 달리 진술보장의 중요한 위반이 있으면 그 자체로 (진술보장 위반이 MAC을 초래하지 않더라도) 계약 해제가 가능한 것으로 규정되어 있는 것으로 추정된다.

즉 이스타항공 M & A에서는 (물론 MAC 해당 여부도 쟁점이 될 수는 있겠지만 그보다는) 주식매매계약에 통상 규정되는 매도인의 '인사 노무', '중요계약' 등 진술보장의 위반이 존재하는지, 그리고 그러한 위반이 해제사유를 구성하는 중요한 위반인지 여부가

주된 쟁점인 것으로 이해된다. 현재 이러한 쟁점들에 대해서도 M&A 실무상 명확한 결론을 제시하기 어려운 부분이 많으며, 따라서 이스타항공 M&A 거래가 향후 법적 분쟁으로 진행된다면 그에 대한 법원의 판단 역시 향후 M&A 실무에 있어서 중요한 선례가 될 것으로 생각된다.

3. COVID-19 관련 M&A 사례들의 시사점

아시아나항공과 이스타항공 사례를 포함해서 COVID-19 이후 당사자들 사이에 이견이나 분쟁이 발생한 최근 M&A 사례들이 시사하는 바는, 향후 M&A 거래에 있어서 거래종결의 선행조건과 해제조항, 그리고 MAC의 정의조항에 대한 협상이 더욱 치열해질 것으로 예상된다는 점이다. 실제로 과거에도 M&A 실무 관행상 당사자들이 협상과정에서 크게 문제 삼지 않던 조항이 어느 특정 사건으로 쟁점화되면서 이후의 M&A 협상과정에서 주된 협상 포인트가 된 사례가 있다. 안티샌드배깅(Anti-Sandbagging) 조항이 대표적인데,[32] 이 조항은 종래에는 협상 테이블에 그다지 많이 오르지 않았으나, 소위 '현대오일뱅크' 사건[33]을 계기로 M&A 협상에 있어서 언제나 치열한 협상 대상이 되는 쟁점 중 하나가 되고 있다.

일반적으로 M&A 거래에서는 사전 기업결합신고와 같은 정부승인이나 인수금융 조달, 기타 다양한 이유로 계약 체결과 종결 사이에 상당한 시간 간격이 있게 되는 경우가 많다. 그리고 이러한 시간 간격으로 인해 만일 계약 체결 이후 거래종결 이전에 대상회사에 진술보장 위반 등의 뭔가 좋지 않은 일이 발생할 경우, 이를 당사자들 사이에서 어떻게 처리할 것인지가 M&A계약 협상에 있어 가장 중요한 주제 중 하나가 된다. 매도인의 경우 거래종결이 이루어지지 않을 때 대상회사 및 그 사업에 미치는 불이익이 매우 크기 때문에 일단 계약이 체결된 이상 거래종결의 확실성(이하 'deal certainty')을 매우 중시한다. 즉 매도인은 일단 계약이 체결되면 그 이후 거래종결 이전에 대상회사에 진술보장 위반 등 문제가 발생하더라도 추후 손해배상으로 당사자 사이의 이해관계를 조정하는 것은 별론으로 하고 일단 거래는 종결되는 것을 당연히 원한다. 반대로 매수인은 진술보장 위반은 물론이고, 그 외에도 대상회사의 가치가 급격히 하락하는 부정적인 사건이 발생할 경우 거래종결을 하지 않을 선택권(이른바 'walk away right')을 확보하고자 하는 것이 보통이다.

이와 같이 M&A의 deal certainty에 대해서는 매도인과 매수인의 이해관계가 정면으로 대립하게 되는데, M&A계약에서 이 deal certainty와 가장 직접적으로 관련되는 조항이 선행조건 및 해제조항이고, 그에 따라 이 조항들에 대해 종래 당사자 사이에 가장 치열한 협상이 이루어져 왔다. 다만 이와 관련해서 최근에는 국내외적으로 상당 기간 동안 상대적인 매물 부족 현상과 그에 따른 잠재 매수인들 사이의 경쟁으로 인해 매도인 우위 시장이 지속되면서 많은 M&A 거래에서 deal certainty가 매우 강조되는 소위 seller friendly한 계약이 체결되는 경향이 있었던 것이 사실인 것으로 보인다. 이에 따라 과거에 비해 MAC을 단독으로 선행조건 불충족 또는 해제사유로 규정하는 경우가 줄어들고, 반대

32 안티샌드배깅(anti-sandbagging) 조항이란 매수인이 계약 체결 전에 이미 알고 있었거나 알 수 있었던 사항(대표적으로 계약 체결 전 제공받은 실사 자료에 기재되거나 공시된 사항)에 대해서는 진술보장 위반으로 인한 손해배상을 청구할 수 없도록 규정한 조항을 의미한다(이준기, "진술 및 보장 위반에 관한 매수인의 악의의 법적 효과 : 샌드배깅에 관한 고찰," BFL 제68호(2014. 11), 서울대학교 금융법센터, 19면).

33 대법원 2015. 10. 15. 선고 2012다64253 판결은, 주식양수도계약상 계약 체결 당시 진술 및 보장조항의 위반사실을 알고 있는 경우에는 손해배상책임 등이 배제된다는 내용이 없는 점 등에 비추어, 주식양수도계약서에 나타난 당사자의 의사는 양수도 실행일 이후에 진술 및 보증조항의 위반사항이 발견되고 그로 인하여 손해가 발생하면 매수인이 위반사항을 계약 체결 당시 알았는지와 관계없이 손해를 배상하기로 합의한 것이라고 판시하면서 매수인의 손해배상청구를 공평의 이념 및 신의칙에 반하여 기각한 원심을 파기하였다.

로 진술보장 및 확약의 (중요한) 위반에 대해 MAC qualifier 조항을 두는 사례가 점차 많아졌으며, MAC의 정의와 관련하여서도 굉장히 포괄적이고 다양한 carve-out조항을 두는 경우가 빈번했던 것으로 관측된다.[34 · 35]

위와 같은 경향이 나타난 주된 이유는 M & A 대상회사에 대해 여러 매수 경쟁자가 있는 등 매도인의 협상력 우위가 뚜렷한 경우, 입찰 방식으로 M & A 거래가 진행되거나 그렇지 않더라도 매수인이 매도인의 눈치를 보는 경우가 많았고, 그런 경우 매수인의 입장에서는 다른 경쟁자와의 비교 우위를 위해 M & A계약에서 walk away right를 대폭 양보하고 반대로 deal certainty를 높이는 매도인에게 유리한 협상안을 수용하는 경우가 많았기 때문인 것으로 이해된다. 그리고 많은 M & A 거래에서 매수인이 위와 같은 자신에게 불리한 협상안을 수용한 배경에는, 계약은 일단 체결된 이상 당연히 이행되어야 한다는 논리의 설득력에 더해, M & A계약과 거래종결 사이의 어떻게 보면 아주 길지는 않은 기간 동안 walk away right를 행사할 상황은 발생하지 않을 것이라는 경험에 기초한 믿음이 깔려 있었던 것으로 생각된다.

그러나 최근 COVID-19의 여파로 인해 매수인이 실제로 walk away right를 행사할 상황이 다수 발생함에 따라 이제는 매도인 우위 시장이 더 지속된다고 하더라도 선행조건과 해제조항, 그리고 MAC의 정의 및 그 예외사유의 협상과 관련해서 COVID-19와 같이 불가항력적인 사유로 인한 위험을 매도인 및 매수인 중 누가 부담할지에 대해 종전보다 훨씬 더 치열한 협상이 이루어지게 될 것으로 예상된다. 가령 COVID-19 기타 감염증의 발병 · 확산과 같은 불가항력적인 상황은 언제나 MAC에 해당하는 것으로 보자는 매수인의 입장과, 정반대로 이런 사유는 MAC의 carve-out 사항으로 분명하게 규정해야 한다고 주장하는 매도인의 입장이 팽팽하게 대립될 수 있을 것이고, 그에 더해 MAC을 독립적인 선행조건이나 해제사유로 규정할 것인지, 또는 반대로 선행조건과 해제조항에 MAC qualifier를 규정할 것인지에 대해서도 보다 치열한 협상이 진행될 가능성이 높을 것이다. 그리고 기존에는 '대한민국 또는 국제적인 경제 환경이나 대상회사 또는 그 계열회사가 속한 산업의 일반적인 환경의 변화' 및 '천재지변'을 MAC의 예외사유로 포함시키는 경우가 많았는데, 앞으로는 이런 예외사유를 인정할 것인지, 인정한다면 어떤 범위에서 인정하고 그 경우 앞에서 본 불비례적 영향(disproportionate effect)과 같은 예외의 예외도 규정할 것인지 등 상당히 디테일한 부분까지도 치열한 협상 포인트가 될 것으로 예상된다.

다른 한편으로는 매도인의 협상력이 극히 강한 거래에서는 오히려 매도인이 COVID-19의 교훈을 바탕으로 deal certainty를 더 극단적으로 강조하여 매수인이 어떤 경우에도 거래종결을 거부하거나 계약을 해제할 수 없도록 하는 계약구조(이른바 no condition and no exit 구조)가 지금보다 더 많이 등장할 가능성이 있을 것으로 전망된다. 그리고 이런 계약구조가 많이 등장하여 그에 관해 실제로 법적 분쟁이 발생하는 경우에는 법원이 계약서의 문언대로 계약 체결 후 어떠한 사정이 발생하더라도 사정변

34 MAC을 단독으로 선행조건 불충족 또는 해제사유로 규정하게 되면 진술보장이나 확약 위반이 없더라도 MAC이 발생하였다는 사실 그 자체만으로 매수인이 walk away right를 갖게 되므로 매도인 입장에서는 deal certainty가 상당히 저해되게 된다. 그리고 앞의 아시아나항공 사례에서 보듯이 진술보장 및 확약의 (중요한) 위반에 대해 MAC qualifier 조항을 두고, MAC의 정의와 관련하여서도 다양한 carve-out조항을 두는 경우에는 진술보장이나 확약의 위반이 있다고 해도 무조건 walk away right가 발생하는 것이 아니므로, deal certainty가 강화되는 측면이 있다.

35 미국의 경우도 2018년과 2019년 1분기에 체결 또는 종결된 M & A 거래 중 67%에서 진술보장의 중요한 위반에 대해 MAC qualifier 조항을 두고 있는 것으로 나타났는데 이는 2016~2017년의 48%에 비해 크게 증가한 것이라고 하고, 동일한 기간 전체 M & A계약 중 97%에서 MAC에 대한 예외조항을 두고 있었다고 한다. ABA (American Bar Association), 2019 Private Target Mergers & Acquisitions Deal Points Study, p.29, p.59 참조.

경으로 인한 해제가 완전히 불가능한 것으로 인정할 것인지가 법적으로 매우 흥미로운 관측 포인트가 될 것으로 생각된다. 사실 대우조선해양 사건[36]에서 보듯이 M & A계약에 대한 법원의 해석은 반드시 문언에만 구속되지 않고 당사자들의 이해관계를 실질적 · 합리적으로 조정하려는 후견적 지위에서 이루어지는 사례가 없지 않은바, 추후 극단적인 deal certainty 조항이 쟁점이 되는 사례에서도 법원이 이런 시도를 할 가능성은 충분히 있을 것이다.

IV. 맺음말

이상에서 COVID-19가 M & A 거래에 미친 영향과 그로 인해 야기된 법적 쟁점 및 시사점을 거래종결의 선행조건 및 해제조항과 MAC조항을 중심으로 개괄적으로 살펴보았다. 앞에서 본 바와 같이 COVID-19는 이미 M & A 거래 및 실무에 큰 영향을 미쳤고, MAC을 비롯한 거래종결의 선행조건 및 해제사유와 관련된 다양한 법적 쟁점을 발생시켰으며, 향후에도 그 영향과 파장은 계속될 것으로 예상된다.

그에 반해 (물론 다른 M & A계약 조항에 대해서도 사정은 크게 다르지 않지만) 거래종결의 선행조건과 해제사유 및 MAC조항에 관한 판례와 학계 및 실무의 연구는 아직 충분히 축적되지 않은 것으로 보인다. 그런 관점에서 앞에서 소개한 최근 COVID-19 관련 국내외 M & A 분쟁 사례의 추이와 결과를 주목할 필요가 있다고 생각되고, 이 글이 앞으로 M & A deal certainty와 관련된 법리나 실무를 보다 심화 · 발전시키는 논의의 단초가 되기를 희망한다.

36 이 사건에서 대법원은 양해각서에서 이행보증금 몰취의 법적 성격을 '위약벌'이라고 명시하였음에도 불구하고 이를 여러 근거를 들어 손해배상액의 예정이라고 판단하였다(대법원 2016. 7. 14. 선고 2012다65973 판결).