

# LBO(Leveraged Buyout)/MBO(Management Buyout)에 관한 법적 문제

- 이사의 책임 및 소수자주주보호의 관점에서 -

손 영화(선문대학교 교수, 법학박사)

## I. 서론

차입매수(Leveraged Buyout, 이하 LBO라 함)라는 것은 「차입금에 의하여 기업을 매수하고 그 대상회사의 수익 또는 잉여자산 매각에 의하여 매수에 중요한 차입금을 변제하는 것」으로 정의된다.<sup>1)2)</sup> 매수기업이 자기조달하거나 스스로의 자산을 담보로 해서 매수자금을 조달하는 것이 아니고, 매수기업이 피매수기업의 자산이나 장래 현금흐름(Cash flow)을 담보로 자금조달을 하는 점에 LBO의 특징이 있다.<sup>3)</sup> LBO방식 채택에 의하여 작은 자기자금으로 기업매수를 하는 것이 가능하게 된다. 이러한 차입매수는 미국에서 1970년 중반부터 행하여지기 시작하여 정크본드 및 연금펀드의 유입 등의 영향으로 1980년대에는 상당히 활성화되었으며 1990년대부터는 사모투자펀드(Private Equity Fund)가 LBO에 있어서 중요한 역할을 수행하고 있다.<sup>4)</sup>

우리나라에서도 LBO방식에 의한 M&A사례가 그동안 몇 건 발생하였는데,<sup>5)</sup> 그 발생건수는 미국에 비교하면 미미한 수준이라고 할 수 있다. 그러나 향후 우리나라에서도 LBO방식에 의한 M&A가 활성화될 가능성이 충분하다고 생각되어 LBO가 가지고 있는 법적 문제점을 파악하여 이를 제거함으로써 LBO의 장점을 제고할 수 있는 방안을 모색하는 것이 필요하다고 본다. 특히 LBO의 한 유형으로서 매수 대상이 되는 회사의 경영진이 투자가 집단에 포함되어지는 경우를 가리켜 MBO(Management Buyout, 이하 MBO라고 함)라고 한다. 최근에는 MBO를 통하여 LBO를 하는 것이 일반적이다.

- 1) J.テンレス・ケリーブ=三井物産業務部譯, 「LBOの實務」, 日本經濟新聞社, 1988, 21면.
- 2) LBO는 M&A의 새로운 기법으로서, 자본(equity)이 부채(debt)에 의하여 대체되는 회사의 구조재편행위(corporate restructuring)를 말한다.
- 3) 차입매수(leveraged buyout)는 공개회사의 발행주식을 현금으로 인수하는 매수이다. 대가로 지급되는 현금음 대상회사의 자산을 담보로 하는 차입금융(debt financing)에 의하여 조달된다. LBO에 관하여는 일반적으로 다음 논문을 참조하시오. Tom Ablum & Mary Beth Burgis, Leveraged Buy-outs: The Ever Changing Landscape, 13 DePaul Bus. L.J. 109, 109-14 (2000/2001); Bill Shaw & Edward J. Gac, Fairness Opinions in Leveraged Buy-outs: Should Investment Bankers Be Directly Liable to Shareholders?, 23 Sec. Reg. L.J. 293 (1995).
- 4) 미국에서의 LBO에 관한 연혁적 배경 및 현실적인 LBO거래의 현상에 대하여는 Tom Ablum & Mary Beth Burgis, "Leveraged Buyouts: The Ever Changing Landscape", 13 DePaul Bus. L.J. 109 (2000/2001)을 참조하시오.
- 5) 2005년 1월에 FILA글로벌의 지주회사인 SBI(Sports Brands International)가 지분 100%를 보유하고 있는 FILA Korea의 경영진이 LBO방식으로 100%의 지분을 인수한 사례라든지, 2001년에 인수인이 피인수회사인 신한을 인수함에 있어서 새로운 회사인 S&K World를 설립하여 그 회사로 하여금 자금을 차입하여 신한을 인수한 후 신한을 인수한 후 신한의 경영을 정상화시켜 얻은 이익금이나 신한의 자산을 매각하여 마련한 자금 등으로 대출금 채무를 변제하는 방법인 LBO방식을 활용한 사례 등이 있다.

본 연구에서는 LBO/MBO에 관한 미국 판례법상의 이론발전을 살펴본 이후, LBO와 관련된 미국법 및 우리법상의 논점을 추론해 내고, 합리적으로 LBO/MBO를 규제할 수 있는 방안에 대하여 검토해 보고자 한다.

## II. 미국에서의 LBO/MBO

### 1. LBO/MBO의 발달배경

MBO는 LBO의 한 유형이며, 매수 대상이 되는 회사의 경영진이 LBO를 행하는 투자가집단에 포함되어지는 경우이다. 잠재적인 가치를 갖는 회사재산을 고려해서 산정되어진 대상회사의 가치가 대상회사의 실제 주가를 상회하는 경우에는 매수는 그 차액 부분의 이익을 기대할 수 있는데, 이 점에 착안한 피켄스(Pickens)등의 투자가가 LBO를 취하고 난 이후, LBO나 그 한 유형인 MBO가 번성하게 되었다고 한다.<sup>6)</sup> MBO가 행하여질 경우 대상회사의 주식 매수 또는 대상회사의 사업 매수가 이루어지지만, 대상회사의 경영진이 매수에 참가하므로 매수가 계속기업(Going Concern)을 기초하여 이루어지는 특성이 있다.

미국에서 MBO가 발달한 배경으로는 첫째, 기업의 복합화와 산업구조변환의 가속화에 의한 사업자의 사업매각기회가 증가하였다는 점, 둘째, 자기자금을 가지지 않은 경영진이 사업을 매수하기 위한 금융수단이 개발되었다는 점, 셋째, MBO가 성공하면 경영진은 거액의 이익을 기대할 수 있다는 점, 넷째, 경영진이 1980년대 초두부터 빈번하게 행해졌던 적대적 기업매수에 대한 방위조치로써 MBO를 이용하려고 했던 점 등을 들 수 있다.

### 2. LBO/MBO의 법적인 문제점

LBO/MBO와 관련된 미국법상의 문제점을 검토하는데, 우선, LBO가 MBO형태로 발생하는 경우 발생하게 되는 기본적인 문제점에 대하여 간략히 검토하고, LBO/MBO가 성사된 후 인수회사(명목회사)와 대상회사의 합병으로 인하여 소수주주가 축출<sup>7)</sup>되는 경우의 소수주주보호문제에 대하여 검토하고자 한다. 또한 경영진의 대상회사자산의 담보제공행위로 인하여 회사채권자의 담보자산이 희석되거나 하는 경우 회사채권자의 보호문제에 대하여 살펴보고자 한다. 이와 같은 것은 결국 미국 판례법상 발달한 LBO/MBO의 적법성 판단기준을 중심으로 한 논의가 될 것이다.

#### 1) MBO의 이익충돌의 위험성

MBO에서는 대상회사의 경영진이 외부 투자가집단과 함께 주주로부터 회사지배권을 취득하게 되는데, 그 때 가능한 한 싸게 회사를 사려고 하는 경영진의 이익과 가능한 한 높은 가격으로 회사를 매각해야 하는 주주에 대한 의무가 첨예하게 충돌한다.<sup>8)</sup> 이처럼 이익충돌

6) Edward B. Rock, "Saints and Sinners : How Does Delaware Corporate Law Work", 44 UCLA L. Rev. 1009, 1021-22 (1997).

7) 소수주주의 축출제도는 거래비용의 부담 없이 인수이익을 공유하려는 무임승차현상을 방지할 수 있는 제도이다 (박태현, "차입매수(Leveraged Buyout)에 있어서의 이사의 신인의무", 「인권과 정의」 제369호(2007. 5), 207면).

8) MBO는 내부정보에 기초하여 사기업화가 이루어지는데, 이러한 거래에서는 경영진의 이익이 주주의 이익과 일치할 수 없기 때문에 본질적으로 이익충돌의 문제가 발생한다. 오히려 경영진의 지위는 거래에 있어 주주의

의 위험성은 경영진이 회사에 채용되는 동안에 회사의 비용으로 획득한 회사의 내부정보를 갖고 있는 경우 더욱 고조된다. 또한 경영진은 그 내부정보에 기초해서 거래 시기를 지배할 수 있는 입장에 있을 수 있다.

이익충돌의 관점에서 본 MBO의 문제점으로는 다음의 3가지를 들 수 있다.

### (1) 내부정보 남용의 위험성

우선, MBO는 경영진이 관여하는 기업매수(Buyout)의 한 형태이기 때문에 경영진이 그 지위를 사용하여 내부정보를 남용할 위험이 있는 것은 아닌가하는 점이다.<sup>9)</sup> 예를 들어, 기업매수에 참가하는 경영진은 회사가 쇠퇴해져 가는 것을 방관하거나 분식결산 등을 통한 재무정보의 조작으로 매수가격을 낮추어 경영진이 획득할 수 있는 이익을 증가하도록 만드는 것도 가능할 것이다.<sup>10)</sup> 또한 기업매수를 할 때에는 연방증권법의 개시규제에 따라야 하지만 신규발명, 투자기회, 경쟁적인 상황의 변화 등에 관한 정보에 대해서는 개시가 강제되지 않으며, 개시되는 경우에도 의도적으로 알기 어렵게 하거나 하는 성질이 있으며 이러한 내부정보의 이용을 규제하는 것은 곤란하다는 점도 남용의 위험성을 늘리는 요인이 될 것이다.<sup>11)</sup>

### (2) 경영진의 권한남용의 위험성

MBO가 이루어진 후에는 회사가 비공개회사(폐쇄회사)로 되는 경우가 많은데, MBO에 참가하는 경영진은 기업매수 후에 비공개회사가 되는 회사에 개인적인 이해관계를 갖기 때문에 기업매수를 성공시키기 위해 회사 및 주주의 이익을 무시한 무책임한 행동을 취할 위험성이 극히 높다. 본래 기업매수가 이루어지기 전 단계에서 주주의 이익을 위해 행해져야 하는 경영진의 행동이 경영진 자신의 이익을 위해서 행해지게 되면 주주의 이익보호 관점에서 문제가 될 것이다.<sup>12)</sup>

### (3) 경영진의 교섭과정의 주도권

---

반대이다(Sarah Al-Moosa, Governing Insiders Going Private On Inside Information, 2004 Colum. Bus. L. Rev. 601, 603 (2004)).

9) Victor Brudney, Insiders, Outsiders, and Informational Advantages Under the Federal Securities Laws, 93 Harv. L. Rev. 322 (1979) ; Note, Corporate Morality and Management Buyouts, 41 Wash. & Lee L. Rev. 1015 (1984).

10) MBO의 경영진은 종종 회사의 재무상태를 조작할 수 있는 지위에 있고, MBO에서는 자기거래적 상황에 놓인다. 경영진은 기업매수 경쟁자들에게 대상회사를 덜 매력적으로 보이게 하고 나아가 회사 또는 일반대중투자자에게 최선의 이익이건 아니건 간에 가능한 한 낮은 가격으로 회사를 매수하고자 시도할 것이다(Harvey L. Pitt, et al., Tender Offers: Offensive and Defensive Tactics and the Business Judgment Rule, in Contests for Corporate Control, (PLI Corp. Law and Practice Handbook Series No. 730, 1991) p 7,223).

11) Dale Arthur Oesterle & Jon R. Norberg, Management Buyouts : Creating or Appropriating Shareholder Wealth ?, 41 Vand. L. Rev. 207, 219 (1988).

12) 경영진은 그 자신의 개인적 이익을 위할 것인가 회사의 이익을 위할 것인가의 선택에 직면하게 된다. 그 충실의무에서 경영진은 회사를 팔고자 하면 그 매매는 주주의 최선의 이익이 될 것이다. 경영진 자신들의 재산의 범위에서 경영진은 회사를 매수하고자 하는 경우 적절한 가격을 지급하는 매수를 하게 될 것이다. 결국, 경영자는 그 자신과 거래하게 된다(Bevis Longstreth, Fairness of Management Buyouts Needs Evaluation, Legal Times of Washington, Oct. 10, 1983, p. 15, col. 3).

MBO의 경우 기업매수 교섭 때에 주주의 이익을 적절히 반영시키는 자가 없기 때문에 결과적으로 경영진이 기업매수의 교섭 주도권을 쥐게 되는 점이다. 기업매수에 참가하는 경영진 간에서는 인간관계가 이루어지고 있는 것이 통상이며 기업매수에 참가하는 경영진이 결탁하여 회사 및 주주의 이익을 희생해 개인적인 이익을 추구할 가능성을 부정할 수 없다. 또 사외임원이 가지는 회사내부의 사정에 관한 정보량은 사내임원의 정보량보다도 적기 때문에 사외임원이 내부자인 사내임원의 판단에 위임하는 경향이 강한 것을 생각하면, 사외임원이 주주의 이익보호자의 역할을 하기에는 무리가 있다.

## 2) MBO의 합법성 여부

### (1) 합법적인 MBO의 성립조건

위와 같은 문제점을 생각하면, MBO를 일률적으로 금지해야하는 것으로 생각할 수 있다.<sup>13)</sup> 그러나 MBO가 행하여지는 경우에는 시장가격 이상의 프리미엄(Premium)부로 매수 제의되는 것이 통상이며, 대상회사의 주주에게는 통상 얻을 수 없는 이익을 얻을 기회가 발생한다. 또한 MBO는 기업의 구조조정에 있어 유용한 하나의 수단을 제공한다. 이러한 점을 생각하면 MBO를 일률적으로 금지해야한다고 단언할 수 없다.<sup>14)</sup> 다만, 주주가 통상 얻을 수 없는 이익을 얻을 수 있다고 하여도 경영진이 비공개 정보를 이용하거나 가격교섭 때에 주주의 이익을 거의 반영시키고 있지 않은 경우에는 당해 MBO의 합법성의 여부에 대하여 검토하지 않으면 아니 될 것이다.

합법적인 MBO라고 말할 수 있기 위하여는 다음과 같은 2가지의 조건이 충족되지 않으면 안 된다. 하나는 경영진그룹이 내부정보를 악용하지 않을 것이다. 다른 하나는 가격 교섭과정에 있어 주주의 이익이 정당하게 반영되어질 것을 요한다. 주주의 이익이 정당하게 반영되어지는 것은 경영진에 의한 매수가 다른 매수자보다 높은 가격을 제시하여야 하는 것을 요구하는 것은 아니다.<sup>15)</sup> 매수가격의 설정 자체는 전문가마다 다를 수 있는 미묘한 것이기 때문에 MBO에 참가하는 경영진이 다른 매수자보다 높은 가격을 제시하는 것을 요구할 필요는 없다고 생각된다.<sup>16)</sup>

### (2) MBO의 지급되는 프리미엄(Premium)의 정당성

MBO가 위에서 언급한 2가지 조건을 충족시켜 합법하다고 판단되어지는 경우에도 MBO

---

13) Brudney 교수와 Chirelstein 교수는, MBO에 있어서 이익충돌은 침해하지만, MBO에 의해 초래될 가능성이 있는 이익은 극히 조금으로, 충돌하는 이익을 조정하는 메카니즘의 실효성이 있는 것은 아니라고 하여 MBO 그 자체를 위법이라고 한다(Victor Brudney & Marvin Chirelstein, A Restatement of Corporate Freezeouts, 87 Yale L. J. 1354, 1365-70 (1978)).

14) MBO의 경우에는 이익의 중대한 충돌(a significant conflict of interest)이 발생하기 때문에 사법심사의 대상이 될 가능성이 있지만 적절한 경우에는 사법적 존중(judicial deference)을 받게 된다(Stephen M. Bainbridge, Independent Directors and the ALI Corporate Governance Project, 61 Geo. Wash. L. Rev. 1034, 1074-81 (1993)).

15) 공정한 경매가 이루어질 것을 전제로 MBO에 참가하는 경영진이 다른 매수자보다 높은 가격을 제시하는 것도 합법적인 MBO이기 위한 요건이라고 하는 입장도 있다(Dale Arthur Oesterle & Jon R. Norberg, op. cit., p. 215).

16) 텔라웨이주 판례도 이러한 입장이다(Richard A. Booth, Management Buyouts, Shareholder Welfare, and Limits of Fiduciary Duty, 60 N. Y. U. L. Rev. 630, 642, 654 (1985)).

가 형성될 때에 시장가격을 넘는 프리미엄(Premium)부 가격으로 회사주식이 취득되어지는 일이 정당화될 필요가 있다. 다시 말하면 이러한 프리미엄을 상회하는 이익이 MBO의 성공에 의하여 발생하는가 하는 것인데, 이 시장가격을 넘는 프리미엄의 지급을 정당화하는 이유가 무엇인가 하는 것이다.

첫째, MBO가 성공하여 회사가 비공개회사가 되면, 공개회사에 대한 1934년 증권거래법이나 기타의 정부규제로부터 벗어날 수 있다. 예를 들면, SEC에 파일을 제공하지 않아도 되고, SEC 및 관계규제를 준수하기 위해서 주주에게 정기적인 보고서나 위임장 자료를 송부할 필요도 없어진다.<sup>17)</sup>

둘째, MBO를 형성하는 집단은 회사의 가치가 시장에서 과소평가되고 있다고 생각함으로써 시장가격에 프리미엄을 지급하며 MBO를 하고자 하는 것이다. 경영자집단은 일반 공중에게 알려지지 않은 중요한 정보에 입각하여 회사의 장래에 대하여 공개시장과는 다른 예측을 하게 된다.<sup>18)</sup> 경영진이 회사장래를 보다 좋게 평가하는 것은 어떤 사업운영의 급격한 변화가 시장에서 평가하는 것보다 높은 가치를 가지고 있다고 경영진이 평가하는 것이 정당화될 수 있기 때문이다. 또한 시장은 단기적 관점에서 회사를 저평가하는데 비하여 회사 경영진은 장기적 관점에서 회사의 장래를 좋게 평가할 수 있다.<sup>19)</sup>

셋째, MBO는 회사에게 세제상의 이점을 가져다 줄 수 있다. 예컨대, 회사가 소유하고 있는 가치가 떨어지는 고세율의 자산을 처분하여 과세기준을 재조정하거나 또는 부채금융에 따른 이자에 대하여 세액공제를 받음으로써 절세를 할 수 있다.<sup>20)21)</sup>

넷째, MBO에 의해 대리인비용(Agency Cost)을 줄이는 것이 가능하게 된다. 예를 들면, MBO 후 회사를 비공개화하고 불필요한 부문을 도려내어 회사를 재구축하고 다시 그 주식을 공개하면 대리인비용의 절감이 가능하게 된다. 그리고 그 결과 생겨난 이익을 경영진과 주주 간에 배분하면 주주는 회사매각 시 시장가격 이상의 프리미엄(Premium)을 취득할 수 있다.<sup>22)</sup>

다섯째, MBO에 의해 경영진이 회사를 소유하게 되면, 회사를 소유하는 자와 회사를 경영

---

17) DeAngelo & DeAngelo, Management Buyouts of Publicly Traded Corporations, FIN. ANALYSTS J., May-June 1987, p. 38, 44; 이에 대하여는 이와 같이 절약되는 금전이 MBO의 참가자들에게 돌아오는 수백만 달러의 이익을 설명할 수 없다. 더욱이 MBO를 설계하는 투자은행에게 수백만 달러에서 수천만 달러 지급하는 비용에 의하여 그와 같이 절약되는 금전은 상쇄된다며 반대의 의견을 표시하는 의견도 있다(Dannen, LBOs: How Long Can This Go On?, INST. INVESTOR, NOV. 1986, p. 153).

18) 이와 같은 의견은 이른바 효율적 시장이론에 의하면 적합하지 않게 된다. 왜냐하면 공개시장가격이야말로 모든 공개정보의 가치를 가장 잘 조합하고 있기 때문이다(효율적 시장이론은 Gilson & Kraakman, The Mechanisms of Market Efficiency, 70 VA. L. REV. 549 (1984)을 참조). 그러나 효율적 시장이론이 MBO에 대해서는 적합하지 않은 것 같다. 왜냐하면 MBO의 참여자들이 바보스러운 판단에 기하여 프리미엄가격을 지급하였다면 점차로 MBO의 건수가 줄어들어야 할 터인데 MBO는 급속히 증가를 계속하고 있기 때문이다.

19) Drucker, Corporate Takeovers-What Is To Be Done?, 82 PUB. INTEREST 3 (1986).

20) 종종 절세를 위한 방법으로 이용되는 것은 거울거래이다. 거울거래(Mirror transactions)라고 하는 것은 다음과 같다. 매수자측이 대상회사의 운영자회사를 반사하기 위한 모회사의 자회사를 설립한다. 매수자측이 획득하고자 하는 운영자회사 공정한 시장가격에 비례하여 거울자회사에 자본을 제공한다. 또한 거울자회사는 모든 대상회사의 주식을 획득하는데 이용할 명목회사(shell corporation)의 모든 주식을 공정한 시장가격에 비례하여 소유한다. 명목회사의 주식을 대가로 사용하여 인수한 후 대상회사는 거울자회사에 흡수된다. 선택된 거울자회사의 주식은 제3자에게 매도되는데, 자산이 아닌 주식의 매도이기 때문에 거울자회사에 의하여 소유되는 자산의 내재적인 이익은 인식되지 않는다(Dale Arthur Oesterle & Jon R. Norberg, op. cit., p. 226).

21) 매수자가 매수한 자산에서 증대된 기초를 얻을 수 없기 때문에 세부담에서 완전히 자유로울 수는 없다. 이득의 인식은 단순히 연기되고 매수자에게 이전된다.

22) Dale Arthur Oesterle & Jon R. Norberg, op. cit., pp. 226-229. MBO 후, 회사를 비공개화하여 불필요한 부분을 배제하고 회사를 재구축 하여, 재차 그 주식을 공개하는 것을 「라운드 트립(round trip)」이라고 한다.

하는 자가 일치하기 때문에 경영진이 불성실한 행동을 취할 가능성을 고려해 회사의 가치에 누리해서 예측할 필요는 없다.<sup>23)</sup> MBO에 의해 경영진은 회사를 소유하기 때문에 경영진이 회사에 대해서 불성실한 태도를 취하는 것은 생각하기 어렵고, 그러므로 회사의 가치를 누리할 필요도 없으며 결과적으로 프리미엄(Premium)의 원가를 취할 가능성이 있다.<sup>24)</sup>

### (3) 소결

이상에서 살펴 본 바와 같이 LBO/MBO에 있어서는 그 거래의 본질상 이해관계의 충돌이 발생할 수밖에 없다. 특히, MBO의 경우에는 경영진이 거래당사자인 인수자이면서 대상회사를 대표하는 자이기 때문에 심각한 이해관계의 충돌이 발생하게 된다.<sup>25)</sup> 그러나 MBO에 의해 야기될 수 있는 이익도 존재하기 때문에 일률적으로 MBO를 위법한 행위로 규제하기 보다는 MBO가 합법화할 수 있는 요건을 도출하여 일정한 합법적 요건을 충족하면서 일반 대중주주에게 시장가격보다 프리미엄(Premium)이 붙은 가격으로 주식을 취득하는 경우에는 이를 법에 의하여 허용하는 방식으로 LBO/MBO를 규율하는 것이 타당한 방법이 아닐까 생각한다. 미국의 델라웨어주 법원도 MBO 그 자체를 위법으로 하고 있지 않고, MBO의 침해한 이익충돌의 위험성에 처해 있는 경영진의 행동을 어떻게 규제할 것인가 하는데 부심해 온 바 있다.<sup>26)</sup>

## 3. LBO/MBO에 대한 규제의 변천

### 1) Delaware주 법원의 입장

LBO/MBO의 문제점과 관련하여 델라웨어주 법원은 일련의 판례를 통하여 LBO/MBO 자체의 적법성을 판단하기 보다는 일반적으로 문제가 되는 LBO/MBO에 있어서 인수회사(명목회사)와 대상회사의 합병으로 발생하는 소수주주 축출과 관련된 합병거래의 공정성과 경영진의 신인의무위반의 판단기준을 제시하였다.<sup>27)</sup> 델라웨어주 법원은 MBO의 합법성 여부

23) 경영자가 매우 위험한 경영상의 결정에 직면하는 경우 공개회사의 대리인으로서의 피하고자 할 것이지만 소유자인 경영자는 끼꺼이 받아들이고자 할 것이다. 물론, 공격적 경영이 항상 보다 큰 이익을 가져오는 것은 아니다.

24) 대중주주는 경영인에 의한 책임회피적 기회주의적 행동의 가능성으로 인하여 자신들의 소유지분의 가치를 누리하게 되는데 반하여 소유자인 경영인은 그렇지 않다. 그 결과 경영인은 자신들이 얻을 수 있는 잠재적인 이익을 희생시키지 않으면서 회사의 대주투자자가 소유한 지분에 대하여 프리미엄을 지급할 수 있다(Dale Arthur Oesterle & Jon R. Norberg, op. cit., pp. 228-229).

25) Bill Shaw, Resolving the Conflict of Interest in Management Buyouts, 19 Hofstra L. Rev. 143, 147 (1990).

26) MBO에 관여 하는 경영진이 어떻게 행동하여야 할 것인가에 관하여서는 다음의 2가지 입장이 있다. Managerialist의 입장은 적대적 기업매수는 대개 회사, 커뮤니티, 회사에 있어서 악이라고 하여 적대적인 매수가 걸려 있는 경우에는, 회사를 경영진에게 매각 해 회사가 탈취되는 것을 막는 것이 좋다고 한다. 이 경우에는 경영진이 제시하는 프리미엄부의 가격이 공정한 것이면 MBO도 인정된다. 이것에 대하여 Free Market의 경우에는 공개매수는 경영의 효율성을 높이는데 절호의 기회이라고 파악하고 MBO가 행해지는 경우에 있어서 주주가 경영진을 포함한 복수의 매수자가 제시하는 가격 중에서 최고로 높은 가격으로 매도할 것인가의 여부를 확인하지 않은 채, 경영진이 제시하는 「공정한 가격」으로 주식을 매각하는 MBO는 인정될 수 없다고 한다. 법원이 어느 입장에 서는지는 분명하지 않지만, 적어도 MBO가 어떤 경우에도 인정될 수 없다는 입장은 아니다. Edward B. Rock, op. cit., p. 1027.

27) 델라웨어주에서는 모회사가 언제 어떻게 자회사의 소수주주를 축출(freeze out)할 것인가를 둘러싼 일련의 판례가 존재한다. 1970년대 동안 델라웨어주는 독립한 사업목적이 존재하지 않는 모자회사간의 합병을 금지하고 있었다. 또한 독립한 사업목적이 존재하는 합병의 경우에도 전체적인 공정성(entire fairness)의 입증책임은 지배주주에게 있었다(Singer v. Magnavox Co., 380 A.2d 969, 978-980 (Del. 1977), overruled by

를 판단하는 경우 회사 및 주주의 이익을 반영시켜 MBO에 참가하는 경영진으로부터 독립한 입장에서 교섭에 맞서는 독립한 특별위원회(independent special committee)<sup>28)</sup>의 역할을 중시하고 있다.

## 2) MBO에 관한 판례 - 특별위원회를 중심으로

MBO에 관한 델라웨어주 법원의 기준이 일단 완성되었다고 할 수 있는 것은 1988년부터 1989년에 걸친 맥밀란(Macmillan) 사건판결, 포드(Ford)·하워드(Howard) 사건판결, RJR나비스코(Nabisco) 사건판결의 3가지 경우로 생각된다.<sup>29)</sup> 이 중에서 법원의 경영진에 대한 평가가 더욱 나빴던 것은 맥밀란(Macmillan) 사건판결로서 원고의 예비적 유지청구가 인정되었다. 포드(Ford)·하워드(Howard) 사건판결에서는 원고의 예비적 유지청구는 인정되지 않았지만 법원은 경영진의 행위를 비판하고 있다. 이에 대하여 RJR나비스코(Nabisco) 사건판결에서는 법원은 경영진의 행위를 긍정적으로 평가하고 있는 점이 특징적이다.

이상과 같은 3가지 판례를 검토하여 LBO/MBO의 법적인 문제점을 도출해 내고 미국 판례법상 이러한 문제점을 어떻게 해결하고 있는지에 대하여 살펴보고자 한다.

### (1) 맥밀란(Macmillan) 사건판결<sup>30)</sup>

출판교육정보서비스를 하는 맥밀란(Macmillan)사는 적대적 기업매수의 대상이 되는 것을 걱정하여 방위책으로써 자본화(Capitalization)<sup>31)</sup>를 검토하고 종업원주식소유계획(ESOP), 황금낙하산(Golden Parachute), 포이즌 필(Poison Pill) 등을 채용하고 있었다. 맥밀란사는 베이스(Base)사로부터 보통주 전부의 매수신청을 받았는데, 이것을 불충분하다고 하여 거절하였다. 베이스사는 1987년 10월 19일 블랙먼데이(black monday)의 이틀 후에 맥밀란사 주식 약 7.5%를 가지고 있음을 공개하였는데, 지금까지의 베이스사 행동에서 맥밀란사는 베이스사를 그린메일러(Green Mailer)로 판단한 듯하다. 맥밀란사는 주주와 경영진을 구별하여 주주이익의 희생 하에 경영진을 이롭게 하는 구조조정(restructuring)을 하였다.

베이스사는 맥밀란사의 전 주식에 대하여 보다 높은 가격으로 2회의 공개매수를 하고, 또 그 대체안으로서 경영진과 일반 주주를 동일하게 취급하는 구조조정을 제안하였다. 맥밀란사는 재차 이것을 거부하였는데, 형평(equity)법원은 맥밀란사의 구조조정을 부당한 것으로 하여 잠정적으로 이것을 유지하였다<sup>32)</sup>.

---

Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701 (Del. 1983)).

28) 독립한 법과 금융상의 조언자는 특별위원회의 독립에 있어 중심이 되는 중요한 것으로 인식되고 있다 (William T. Allen, Independent Directors in MBO Transactions: Are They Fact or Fantasy?, 45 Bus. Law. 2055, 2061-2062 (1990)). 특별위원회의 존재가 거래과정을 오래 끌고 보다 비용이 들게 하는 것은 당연하다. 그러나 특별위원회는 MBO거래를 거부할 수 있는 권한을 갖는다. 특별위원회의 구성원인 이사는 당해 거래가 대중주주의 최선의 이익인 경우에만 당해 거래를 승인할 수 있고, 당해 거래가 대중주주에게 공정하지 않거나 최선의 거래가 아닌 경우에는 거부하여야 할 의무를 부담한다(Lynch Communication Sys., 638 A.2d at 1119(quotng In re First Boston, Inc. S'holders Litig., No. Civ.A. 10338, 1990 Del. Ch. LEXIS 74, at \*20-\*21 (Del. Ch. June 7, 1990)).

29) Edward B. Rock, op. cit., pp. 1039-1040.

30) Mills Acquisition Co. v. Macmillan, Inc., 559 A. 2d 1261 (Del. 1989).

31) 일반 주주는 자기의 주식을 시장가격을 웃도는 현금 또는 사채와 교환하는 것에 대하여, 경영진은 현금 등과 교환하는 대신에 새로운 주식 또는 옵션을 받는 것에 의해서 지주비율을 높여 회사의 경영권을 강고하게 하는 것을 말한다.

그 후 맥스웰사를 포함한 몇 회사가 맥밀란사의 매수경쟁에 참가하였는데, 맥밀란사 경영진은 스스로가 모회사의 실질적 소유자가 될 수 있는 LBO에 관해서 KKR(Kahlberg, Kravis, Roberts & Co)과 교섭을 시작하였다. 맥밀란사의 매수경쟁은 최종적으로는 맥스웰사와 KKR 간에 이루어졌는데, 맥스웰사가 공개매수를 신청하였음에도 불구하고 맥밀란사의 대표는 누구 한명 맥스웰사와 교섭하려 하지 않았다. 맥밀란의 경영진은 동사의 상세한 비공개 재무정보를 제공하는 등 늘 KKR에 유리하게 대응하며, 또한 맥스웰사의 입찰 내용이나 추가 정보를 KKR에 전하기 위하여 KKR은 자산 락 업(Asset Lock Up) 등을 조건에 포함시킨 매수에 관해서 맥밀란사 이사회에 승인을 얻기에 이르렀다. 그러나 그 후 맥스웰사는 최종 입찰의 경위를 알고, KKR의 락 업(Lock Up)을 무효로 하는 것을 조건으로 KKR의 입찰가격을 상회하는 매수신청을 하였는데, 맥밀란사의 이사회는 이것을 거부하였다. 그래서 맥스웰사가 맥밀란사의 KKR에 부여한 락 업(Lock Up)의 유효성을 다투어 그 잠정적 유지를 다투는 것이 본건이다.

대법원은 경영진에게는 신인의무위반이 있으며 주주의 이익을 해하였다고 판단하여 락 업(Lock Up)의 잠정적 유지를 각하한 형평법원의 판결<sup>33)</sup>을 파기하였다. 대법원에서는 맥밀란사의 이사회가 정식으로 경매절차를 개시한 후, 주주에 대하여 상당한 이익이 있는 매수자를 차별적으로 취급한 것은 정당하지 않았다는 점, 맥밀란사 경영진의 적절한 목적은 신뢰할 수 있고 책임이 있는 매수자에 의하여 매수신청이 형성되어지는 한 회사가 얻을 수 있다고 생각되는 최고의 가격을 얻는 것이며, 이 점에서 KKR에 대하여 부여한 동일한 정보를 얻을 기회를 맥스웰사에 인정하지 않았던 것에는 어떤 정당한 이유도 없다고 판시하였다. 맥밀란 사건은 회사매도에 있어서 경영진의 주의의무를 이유로 이른바 LBO거래의 무효를 인정한 사건이다. 회사 경영진이 LBO의 매수기업에게 제공한 동일한 정보를 다른 매수희망기업에게 제공할 것을 다시 말해 매수경쟁기업간에 회사정보에 대한 동일한 접근가능성을 부여할 것을 명하고 있는 것이다.

## (2) 포드(Ford)·하워드(Howard) 사건판결<sup>34)</sup>

1988년 봄 제지회사인 포드(Ford)사의 경영진은 1987년 10월 이후 하락하고 있는 주가가 부당하게 낮은 가격으로 매수대상이 되어 아마도 강압적인 매수가 형성되어진 것은 아닐까하는 걱정에서 투자은행인 모건 스탠리와 만나 주가를 올릴 방법을 상의하였다. 그 후 모건 스탠리는 다양한 선택방법을 제시하고, LBO를 권하여 그 거래에 포드사 간부경영진이 참가하는 경우에 기대되는 이익을 제시하였다. 계속하여 포드사 CEO가 모건 스탠리에 대해 자신 및 다른 간부경영진이 LBO를 하는 것에 관심이 있다는 뜻을 알렸다. 같은 날 그는 친한 베테랑 임원과 만났다. CEO는 로스쿨 시절 친구인 그 임원에게 기업매수의 제안을 검토하기 위하여 이사회에 독립위원회를 설치할 것 및 그 임원이 독립위원회의 의장이 되었으면 한다는 뜻을 전했다. 그들은 독립위원회의 다른 구성원 후보에 대하여 상의하며 그 중 2명에 관해서는 합의를 하였다.

다음 이사회에서 CEO는 이사회에 대하여 「기업매수(Buyout)의 신청 제안」을 하고, 모

32) Robert M. Bass Group, Inc., v. Evans(In re Macmillan, Inc. Shareholders Litig.), 552 A. 2d 1227 (D. Ch. 1988).

33) Mills Acquisition Co. v. Macmillan, Inc., No. CIV. A. 10168, 1988 WL108332(Del. Ch. Oct. 18, 1988).

34) In re Fort Howard Corp. Shareholders Litig., N. CIV. A. 9991, 1988 WL 83147(Del. Ch. Aug. 8, 1988).

건 스탠리와 3명의 임원이 포드사에 LBO에 흥미가 있음을 알렸다. 임원은 회의장에서 독립한 사외변호사가 독립위원회를 지명하기 때문에 사외변호사 및 금융상의 조언자(financial adviser)를 선임하기 위하여 필요한 해결책의 선택을 통하여 나머지 임원에게 사정을 설명하였다. 독립위원회 구성원은 CEO가 생각하고 있던 것과 완전히 같은 사람이었다.

최초의 회합으로 독립위원회는 일의 진행을 비밀로 할 것을 결정하였다. 피터 앳킨스(Peter Atkins)와 독립위원회의 사외변호사는 당시 개시(disclosure)는 법적으로 요구되고 있지 않음을 상담하였다. 개시를 해야 하는 법적인 의무가 있다는 취지의 상담이 없는 채 독립위원회는 일의 진행을 비밀로 할 것을 선택하였다. 그 사이 독립위원회는 금융상의 조언자(financial adviser)로서 퍼스트 보스턴을 고용하였다. 계속하여 합병서류 초안을 검토하기 위한 회합 간에 기업매수 가능성에 관한 정보누설이 있었던 것을 제시하는 서류가 발견되어 재차 개시(disclosure) 문제가 일어났다. 그러나 신문에 정보를 신고 싶지 않은 경영진 그룹과의 전화 의논 후, 독립위원회는 재차 절차를 진행하지 않기로 동의하였다. 다음날 회사에 대하여 경영진에 의한 LBO의 소문에 관한 전화문의가 있는 후 포드사는 최종적으로 신문에 발표하였다.

독립위원회는 그 후 며칠에 걸쳐서 회합을 갖고, 다른 매수를 적극적으로 권유하는 일도 없이 최종적으로 경영진으로부터의 제안을 받아들였다. 그러나 독립위원회는 최초의 신문발표에서 회사는 신청에 대한 권리가 있으며 다른 신청을 받아들일 가능성도 있다는 것, 또한 경쟁적인 매수를 하는 자에게 협력할 것을 명확히 하고 있었다. 신문발표가 형성된 동안 7건의 문의가 있었다. 퍼스트 보스턴은 독립위원회의 지시에 기초하여 문의를 조사하고 진지한 문의에 대해서는 모건 스탠리나 퍼스트 보스턴에게 주어졌던 모든 소재를 제공하였는데 다른 매수자는 최종적으로 매수경쟁에 들지 못했다. 법원은 거래를 유지하지 않았지만, 독립위원회의 활동에 관해서 다음과 같이 비난하였다.

「독립위원회의 활동에는 의혹이 있다. 예를 들면 본건에서 행해진 바와 같이 이해관계 있는 CEO에게 독립위원회의 구성원을 실제로 선발토록 하는 것은 최선의 관행이라고는 할 수 없다. 또한 본건에서와 같이 독립위원회를 위한 특별한 상담자를 CEO에게 선발토록 하는 것이 최선의 절차라고 할 수 없다. 이들 사항에 있어서 주주 이익보호와 관련하여 절차를 통하여 때로는 경험이 없는 임원에게 설명하는 전문법률가의 역할만큼 중요한 것은 없다. 이해관계 있는 CEO가 그의 조언자를 선임할 때에 적극적이었다는 것에는 의심할 여지가 있다. 경영진의 이해관계를 비밀로 해 둔다는 결정은 어떤 의미에 있어서 경영진이 적절한 가격을 지급한다면 회사를 경영진에게 매각한다는 결정을 의미하고 있다. 그러나 경영진이 그러하지 않은 경우에 있어서 타인이 적절한 가격을 지급할 것인가를 묻는 것은 아니다….

…독립위원회가 모건 스탠리와 직접 대화할 전문가를 요구함으로써 독립위원회가 필연적으로 중점을 두게 되는 가격평가의 독립성에 위협을 초래한 것은 여전히 기묘하다. 그리고 이러한 위협은 관여한 개인들에게 약간의 편의만을 제공한 것으로 보여진다. 그런 까닭에 독립위원회의 성실에 관해서는 의혹이 생기는 부분이 있다. 그러나 전부를 고려하면 이러한 내용들이 그 계약을 무효로 돌릴 만큼 본건에서 그다지 설득력이 있는 것은 아니다.」<sup>35)</sup>

### (3) RJR나비스코(Nabisco) 사건판결<sup>36)</sup>

35) Id. at \*12.

36) In re RJR Nabisco, Inc. Shareholders Litigation Not Reported in A.2d, 1989 WL 7036 Del.Ch.,1989. January 31, 1989.

RJR는 RJ레이놀드 담배회사와 나비스코(Nabisco) 브랜드 외에 델몬트사 등이 포함되어져 있고 담배나 식료품 등의 분야에 있어서 지도적인 입장을 차지하고 있으며 2억 2551만 9911주의 보통주와 125만 1904주의 사외우선주를 발행하고 있다.

1988년 10월 19일 RJR 이사회에서 로스 존슨(Ross Johnson)이 경영진을 대표해서 LBO의 방법으로 회사를 비공개회사로 거래할 의향이 있다는 취지를 이사회에 알리고 그 때 1주당 75달러가 제시되었다.

1988년 10월 20일 이사회는 제시된 거래를 신문에 발표하고 독립위원회의 설치를 공표하였다. 독립위원회에는 회사의 정규 투자은행인 딜론 리드(Dillon Read)와 라자르 프레르(Lazard Freres)를 금융상의 조언자(financial adviser)로서 새로 고용하고, 독립위원회 및 동사의 사외임원으로 스카덴(Skadden) 알프스(Arps). 슬레이트(Slate), 미이가 앤 플롬(Meagher & Flom)을 새로 고용하였다.

1988년 10월 24일 KKR이 독립위원회에 대해 1주당 90달러 상당의 현금 및 증권으로 동사를 취득하려는 신청 계획을 알리고, 10월 27일에 동사 주식 87%까지의 공개매수를 개시하였다.

11월 18일 오후 5시를 매수 신청의 최종기한으로 한다는 뜻을 포함한 신청 기간의 규칙이나 절차를 공표하였다.

11월 18일까지 3건의 매수가 나타났다. 경영진의 매수는 1주당 100달러, KKR의 매수는 1주당 94달러, 퍼스트 보스턴은 총액 233.8 - 261.1억 달러로 매수가격을 제시하였다. 이 단계에서 퍼스트 보스턴의 제안을 독립위원회는 가장 매력적으로 느꼈지만, 동사의 제안을 받아들이는데 어려움이 있었기 때문에 독립위원회는 기한을 11월 29일까지 연장하였다. 이것은 신문에 공표되고 기한 연장, 3가지 매수의 조건, 각각의 매수가 형성될 경우의 지분참가 비율이 공표되었다.

11월 29일 오후 5시 독립위원회는 3건의 매수를 받아들였는데, 경영진은 가장 인상 폭이 적고 1주당 101달러로 총액 227억 달러, KKR은 1주당 106달러로 총액 240억 달러, 퍼스트 보스턴은 1주당 103달러에서 115달러의 범위(총액에서 약 234억 달러)로 가격을 높였다. 독립위원회는 퍼스트 보스턴의 제안은 매력적이지만 불확정요소가 많다는 이유로 경영진과 KKR, 어느 쪽의 제안을 받아들일 것을 결정하고, KKR이 제시한 가격이 높다는 것을 이유로 동사의 제안을 받아들이기로 결정하여 변호사 및 투자은행에 조건을 교섭하도록 지시하고 29일 오후부터 30일 오전 사이에 교섭이 진행되었다.

11월 29일 늦게 경영진은 신문기자로부터 이 이야기를 듣고 매수가격을 1달러만 올린 것을 전략적 실패로 생각하여 독립위원회에 고가 매수 제안을 할 기회를 줄 것을 요구하였다.

30일 오전 7시 45분 독립위원회가 개시되고 독립위원회의 금융상의 조언자(financial adviser)와 6명의 나비스코사 사외임원이 모였다. 그 곳에서 독립한 임원은 KKR과 실질적인 합병협정의 조건이 완료되었다는 점을 최초로 알렸다. 그러나 KKR은 KKR의 매수가 신문에 누설되어 경영진이 정보를 누설하였다고 의심해 불쾌감을 나타내며, 처음에는 비공식적인 형태로 후에는 문서에 의하여 11월 30일 오후 1시까지 매수가 이루어질 것을 요구하였다.

11월 30일 이른 아침 경합하는 매수를 독립위원회가 검토하기 전에 MBO에 참가하는 경영진이 KKR의 매수를 최종적인 제안으로 하는 이사회의 전야 교섭에 항의하는 뜻의 편지를 건넸다. 독립위원회는 이미 공표한 신청에 관한 조건 및 절차를 포기하는 것으로 하여 양 당사자로부터 새로운 매수의 타당성을 검토하기로 하였다.

독립위원회는 11월 30일 11시경 KKR측은 멧사스(Messrs), 크라비스(Kravis) 및 로버트(Roberts)를 불러 회사를 획득할 그들의 계획에 관하여 설명하였다. 설명 후 경영진측의 휴겔(Hugel)은 로버트에게 KKR의 매수를 고려하는 최종기한을 오후 1시까지 연장해 줄 것을 부탁하였지만, 로버트는 이 점에 관하여 보증하지 않았다. 짧은 휴식 후, 12시 30분에 회합이 재개되었다. 경영진 측의 구성원 대표자가 독립위원회에 대하여 구두로 경영진 측의 구성원이 매수를 108달러로 인상한다는 것을 보고하고, 경영진 측이 가격을 포함한 모든 조건을 교섭하고 싶어 한다는 뜻을 전하였다.

이것을 염두하여 독립위원회는 KKR에 대해 다른 매수를 받아들인 것과 최종기한을 1시까지 연장할 것을 다시 신청해 이번에는 2시까지 최종기한의 연장이 보증되었다. 경영진 측의 최종적인 신청은 1시 30분을 넘어 독립위원회에 제출되었는데, 경영진 측은 그것을 112달러의 가치가 있다고 주장하였다<sup>37)</sup>. 그러나 중요한 조건의 몇 가지에 관해서는 미정이었기 때문에 독립위원회는 그 가격으로 거래를 할 수 있는가에 관하여 검토에 들어갔다.

최종기한의 연장을 KKR이 승인하기 전에 KKR이 1주당 0.2달러의 비용상환조항을 끝낸다면 독립위원회 및 독립위원회의 조언자는 이 단계에서 KKR이 매수에서 철회하고 그 결과 주주가 얻을 수 있는 이익을 놓칠 우려가 있는 것은 아닌가라고 걱정하였다. 그래서 경영진이 주장하는 액면 112달러의 신청을 받아들인 후, 독립위원회는 KKR에게 106달러로 합병 교섭할 것을 말하며 동시에 KKR에게 다른 매수를 받기 전에 한번 매수를 할 기회를 주었는데, KKR은 이러한 독립위원회의 계약을 거부하고 108달러의 매수를 재차 제안하고 이것에 대해서 독립위원회의 금융상의 조언자는 KKR의 매수를 107달러 - 108달러로 수정하였다.

한편, 경영진 측이 주장하는 액면 112달러에 대해 독립위원회의 금융상의 조언자는 경영진이 주장하는 가격으로 증권을 거래할 가능성이 없다는 견해를 독립위원회에 알렸다. 독립위원회는 양 매수자에게 최후로 한번 더 검토하도록 하고 이것에 대해 KKR은 109달러의 매수가격<sup>38)</sup>을 붙였다. 최종적으로 독립위원회의 금융상의 조언자는 경영진 측의 제안에 관해서는 108.5달러 - 109달러, KKR의 제안에 관해서는 약 108달러 - 108.5달러로 판단하였다. 금융상의 조언자는 양자의 제안은 실질적으로 동일한 것이라고 평가하고, 어느 쪽의 매수를 선택하는가에 관해서는 독립위원회가 건전한 경영판단을 행사할 것을 권고하고 각 거래에 관하여 공정한 의견을 덧붙였다.

독립위원회는 교섭을 이 이상 계속하면 어느 쪽이 매수로부터 철회할 것이라는 점, 경영진 측의 지분이익이 15%인 것에 대해서 KKR의 것은 25%인 점, KKR은 담배 및 중요식품부분을 유지해 갈 것을 생각하고 있는 것에 대해 경영진은 담배부분의 유지밖에 생각하고 있지 않는 점, KKR의 금후 지분이 클 것이라는 점, KKR은 사업의 변화에 따른 일이 적어지는 종업원의 이익을 생각하고 있지만, 경영진은 그렇지 않다는 것을 고려하여 양자의 매수가격으로부터 더욱 높은 가격으로 매수를 요구하지 않고 독립위원회는 KKR의 제안을 선택하였다.

KKR은 나비스코의 주식을 매점해 가고 계속되고 있는 공개매수를 종결시키려고 했는데, 이에 대해 경영진 측이 공개매수 종결의 유지를 요구했다. 이에 관하여 법원은 다음과 같은

37) 경영진측이 제시한 1주 112달러의 내역은 현금 84달러, 우선주 24달러, 신회사의 주식의 15%로 교환가능한 추가주식 4달러였다.  
38) KKR측이 제시한 1주 109달러의 내역은 현금 81달러, 교환가능한 우선주 18달러, 매수기업의 주식의 25%로 교환가능한 무담보사채 10달러였다.

판시를 하여 독립위원회가 경쟁절차에서 어떠한 행동을 하였는가에 초점을 두고 독립위원회가 경쟁절차를 완료시킬 때에 상당한 주의를 기울여 성실히 행동하였다는 결론을 내려 공개매수 종결의 유지를 인정하지 않았다.

「독립위원회가 30일 저녁에 한 신청 중 하나를 받아들이는 결정은 2가지의 상황을 염두하여야 한다. 첫째는 양자의 제안 대가가 복잡한 증권을 포함한 것이고 직관적으로 평가할 수 있는 것이 아니라는 것이다. 경영판단의 일부분으로서 전문적인 판단이 필요하게 될 경우 임원이 전문가의 조언에 기초하여 행동하면 그 행위는 적절하였다고 할 수 있다. 독립위원회는 라자르 프레루(Lazard Freres)와 딜론 리드(Dillon Read)의 조언을 받고 있다. 원고의 말처럼 라자르 프레루와 딜론 리드의 조언이 이상하다고 생각되지 않는다. 이러한 그들의 조언에 따르면 양 매수는 거의 등가치하다고 생각하는 것이 상당하고, 이사회는 성실히 행동하였다고 할 수 있다.」

「둘째는 독립위원회가 KKR이 최종적인 신청을 제출할 때에 상당히 엄격한 시간적인 제약에 처해져 있었다는 것이다. 독립위원회가 30분 이내에 KKR의 신청을 받아들이지 않으면 그것을 철회한다고 말하고 있었다. 물론 이것은 단순한 위협에 지나지 않지만, 그 가능성이 전혀 없다고는 할 수 없고 이런 심리적인 압박 속에서 실질적으로는 거의 등가치하지만 몇 개의 중요한 조건에 관하여 그다지 설득력이 없는 경영진 측의 신청을 받아들이지 않은 것이다. 이러한 상황을 고려하면 2가지의 제안 중 어느 쪽을 받아들이는 것이 타당하지 않다고는 할 수 없다.」

#### (4) 소결

이상에서 MBO와 관련된 델라웨어주 회사법의 3가지 주요한 판례에 대하여 살펴보았다. 이상의 판례를 검토하여 보며, 델라웨어주 법원은 MBO의 당부를 판단함에 있어서 이른바, 독립한 특별위원회<sup>39)</sup>가 존재하는지의 여부와 특별위원회가 경영판단의 원칙하에 매수상대방의 결정을 하였는가의 여부에 의하여 하고 있는 것으로 보인다.

##### 가. MBO와 독립한 특별위원회

MBO의 특별위원회는 독립한 사외임원으로 구성되는데, MBO를 승인할 것인가의 결정을 동위원회에 위임하는 것에 의해 사외임원이 사내임원의 의견에 복종하기 쉬운 경향에 제동을 걸 수 있고, 특별위원회를 설치하게 되면 특별위원회가 독자의 투자은행이나 변호사를 고용할 가능성이 높아지는 등 MBO에 참가하는 경영진이 회사에 대해서 가지는 영향력을 최소한으로 할 수 있다고 하는 이점을 가지고 있다.

MBO는 1980년경부터 규모가 커지고, 형성되는 빈도도 많아지고 있는데, 바로 델라웨어주 법원에 등장하는 것은 아니었다. MBO의 「독립한 위원회(independent committee)」라는 말이 사용되어지기 시작한 것은 와인버거(David Weinberger) 대 UOP사건판결<sup>40)</sup>에서

39) MBO의 독립한 특별위원회라는 것은 MBO가 형성될 때에 회사 및 주주의 이익을 정당하게 반영시키기 위해 설치되어졌으며, 독립한 입장에서 MBO에 참가하는 경영진이나 경합적인 매입자와 교섭을 하는 위원회이다.

40) Weinberger v. UOP, 457 A. 2d 701 (Del. 1983). 동 판결은 모회사에 의한 자회사 배척합병에 관한 사안에 있어서 법원이 언급해 온 「사업목적기준(business purpose test)」을 포기하는 획기적인 것으로 델라웨어주 법원이 MBO를 어떻게 인식하고 있는가를 명확히 하고 있다. 사안은 다음과 같다. 시그널사는 UOP사의 50.5퍼센트를 소유하고, UOP사의 이사회 13인중 6인을 지명하여 선임하였다. UOP사의 이사이기도 한 시그

독립한 위원회가 존재하지 않는 점이 강조되어지고 난 이후의 것이다.<sup>41)42)</sup> 독립한 위원회가 존재하는 경우에는 아래에서 살펴보는 바와 같이 이사의 신인의무의 위반을 판단하는 경우 본질적 공정성의 원칙이 아닌 경영판단의 원칙에 의하여 판단하게 된다.<sup>43)</sup> 텔라웨어주법하에서 독립한 이사들이 대상회사의 의사결정을 하고, 이러한 이사들이 어쨌든 매수그룹과 관련이 없는 경우에는 경영판단의 원칙이 적용된다.<sup>44)</sup>

#### 나. MBO와 경영판단의 원칙

MBO 관례도 텔라웨어주의 전통적인 신인의무법의 대강 중에서 판단되고 있다. 텔라웨어주법에 있어서의 전통적인 신인의무의 개념 아래에서는 경영진의 이익과 회사 및 주주의 이익이 충돌할 위험성을 잠재적으로 간직하고 있는 것과 그렇지 않은 것으로 분류할 수 있다. 경영진의 이익과 회사 및 주주의 이익이 충돌하는 잠재적인 위험성을 간직하고 있는 행위는 「본질적 공정성의 기준(standard of intrinsic fairness)」<sup>45)</sup>에 의해서 심사되고, 그러한 위험성이 없는 행동은 경영판단원칙에 의한 합법성의 추정을 받는다. 경영진의 행동이 신인의무에 위반하는가의 여부를 판단하는 경우에는 우선 경영판단의 원칙<sup>46)</sup>이 적용되는가를 검

널사의 2명의 임원이 UOP사의 나머지의 주식을 1주 24달러 이내에서 취득하면 시그널사에 이익이 된다는 채산성 조사를 하고 결론을 낸 후, 시그널사가 UOP사의 나머지 주식의 취득을 결정하였다. 시그널사가 UOP사와의 합병을 신청하고 UOP사의 소수주주가 1주당 21달러를 받는 일도 신청하였다.

UOP사의 이사회는 투자은행의 조언에 따라 당해 신청에 대하여 검토하고, 최종적으로는 시그널사의 신청을 받아 들였지만, 법원에 의하면 UOP사의 2명의 이사가 시그널사를 위하여 한 채산성 조사의 존재 자체 및 내용에 대하여 UOP사의 이사회는 아무것도 알리고 있지 않았다. 특히, 시그널사의 이사가 아닌 UOP사의 이사에게는 1주 24달러까지 되는 시그널사에 있어서 좋은 투자가 된다고 하는 채산성 조사의 결과에 대해서는 일체 알려지지 않았다. 이 점을 들어 법원은 시그널사에 관련하는 이사가 신인의무에 위반했다고 판시하였다. 그 때 법원은 주주를 대표하는 독립한 위원회가 존재하지 않은 것을 강조하였다(Edward B. Rock, op. cit., p. 1026; Berger & Allingham, A New Light Cash-Out Mergers : Weinberger Eclipses Singer, 39 Bus. Law. 1(1983); Herzel & Colling, Establishing Procedural Fairness in Squeeze-out Mergers After Weinberger v. UOP, Inc., 39 Bus. Law. 1525(1984); Note, Approval of Take-Out Mergers by Minority Shareholders : From Substantive to Procedural Fairness, 93 Yale L. J. 1113(1984)).

41) 텔라웨어주에서는 1970년대 모회사가 자회사의 소수와 주주를 언제 어떻게 해 축출할 수 있는지에 관하여 일련의 판결이 있었다. 법원은 그러한 축출합병에는 특유한 「사업목적(business purpose)」이 결여되어 있다고 하여 금지하고, 예컨대, 당해 합병에 독립한 사업목적이었다고 하더라도 당해 합병의 「전체적인 공정성(entire fairness)」을 증명할 책임을 지배주주에게 과하였다(Singer v. Magnavox Co., 380 A. 2d 969, 978-80(Del. 1977)). 그런데 이러한 「사업목적」 요건은 대법원이 그 1월 후 동일한 사안에 있어 모회사의 사업목적은 충족되고 있다고 판시하면서부터는 점차 약해져 갔다(Tanzer v. International Gen. Indus., Inc., 379 A. 2d 1121, 1124 (Del. 1977)).

42) Edward B. Rock, op. cit., pp. 1025-1026.

43) 독립위원회가 적절하게 구성되고, 조언과 행위가 잘 이루어지는 경우에는 그 효율성을 의심할 어떠한 구조적 이유도 존재하지 않는다. 더욱이 독립위원회가 달성하는 결과는 공격적이고 효율적으로 대중 주주의 이익을 극대화하기 위한 것이다(Edward B. Rock, op. cit., p. 1034).

44) In re RJR Nabisco, Inc. Shareholders' Litigation, (1988-1989 Transfer Binder) Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 94,194 (Del. Ch. Jan. 31, 1989).

45) 본질적 공정성의 기준은 영미법하에서 이익상반의 관계에 있는 행위자가 한 행위의 공정을 판단하기 위한 기준으로서 널리 채용되어 있던 것이다. 본질적 공정성 기준의 관념에 대하여 Pepper v. Litton사건 판결에서 더글라스판사가 「모든 사정을 고려한 후에 문제의 거래가 독립당사자간 거래(at arm's length bargain)의 특징을 구비하고 있는가의 여부를 본질적 공정의 기준으로 한다. 만약 그러한 특징을 구비하고 있지 않다면 당해 거래는 형평(equity)법에 의하여 취소되어야 하는 것이 될 것이다」고 논하고 있다(Pepper v. Litton, 308 U.S. 295, 60 S. Ct. 238, 84 L.Ed 281, 306(1939); 孫永和, “母子會社間 利益衝突行爲에 대한 規制 - 支配株主의 忠實義務論을 중심으로 -”, 「法曹」, 제569호(2004. 2) 참조).

46) 경영판단의 원칙은 회사의 이사들이 경영판단을 함에 있어서 정보에 기초하여 행위하고, 성실하고 정직하게 믿는 바 회사의 최선의 이익을 위하여 행위한다는 것을 추정한다(Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805, 812

토하고 경영판단의 원칙이 적용되지 않는 경우에 본질적 공정성의 기준에 의하게 된다. MBO에 관여한 경영진이 ① 당해 거래에 관하여 금전적인 이해관계가 없이 독립하고 있었다는 점, ② 성실히 행동하였다는 점, ③ 중대한 과실이 없었다는 점의 3가지가 입증되면 경영판단원칙이 적용되어 경영진의 행위는 합법성의 추정을 받는다. 그러나 이런 요건이 충족되지 않는 경우에는 당해 행위에 경영판단원칙이 적용되지 아니하고 본질적 공정성의 기준이 적용된다. 본질적 공정성의 기준이 적용될 경우 법원은 절차뿐만 아니라 당해 거래의 여러 조건을 심사하는데 신인의무위반이 없었다고 주장하는 경영진은 당해거래가 회사에 공정하였다는 것에 관하여 입증책임을 진다. 그 때 경영진은 ① 당해 거래가 공정한 거래였다는 점, ② 당해 거래가 공정한 가격으로 형성되었다는 점을 입증해야 한다.

MBO에 참가하는 경영진이 당해 거래의 양쪽에 있을 경우에는 본질적인 공정성 기준에 의하여 심사하고, 독립위원회가 관여한 거래의 경우에는 경영판단원칙의 적용을 우선 검토하여 경영판단원칙이 적용되는 요건을 충족시키지 않을 때에 본질적 공정성 기준에 의하여 심사하게 된다.<sup>47)</sup>

### 3) MBO에 관한 판례 - 소수자주주의 축출문제를 중심으로

이하에서는 LBO/MBO 등에 따른 소수자주주의 축출문제에 대하여 검토해 보고자 한다. 델라웨어주 법원은 일반적으로 문제가 되는 LBO/MBO에 있어서 LBO/MBO 자체의 적법성을 판단하기 보다는 인수회사(명목회사)와 대상회사의 합병으로 발생하는 소수자주주 축출과 관련된 합병거래의 공정성과 경영진의 신인의무위반 여부를 가지고 문제를 해결하고 있다. 소수자주주의 축출문제와 관련하여서는 Singer 판결, Tanzer 판결 등을 살펴보고자 한다. 또한 모자회사간의 관계가 있는 경우의 문제에 대하여서는 Weinberger 판결 등을 고찰함으로써 이른바 공정성의 문제(공정거래(fair dealing) 및 거래의 공정가격(fair price)기준)에 대하여도 검토해 보고자 한다.

#### (1) Singer v. Magnavox Co. 사건판결<sup>48)</sup>

델라웨어주에서 MBO와 관련된 초기의 사건들은 모회사가 부분소유 자회사의 소수자주주 주식을 취득하고, 그 경영진이 모회사의 사업부문을 인수하는 배경속에서 발생하였다. 델라웨어주에서는 일련의 사건에서 모회사가 자회사의 소수자주주를 언제 그리고 어떻게 축출할 수 있는가가 문제되었다. 1970년대 동안 델라웨어주는 독립한 “사업목적(business purpose)”이 결여되어 있는 소수자주주 축출 목적을 가진 합병의 경우를 금지하고 있었다. 이것은 MBO의 경우 이사 개인들의 이익을 위한 목적이 아니라 회사의 이익을 위한 목적이 존재해야 한다는 것을 의미한다. 사업목적이 존재하는 합병의 경우에도 “전체적인 공정성(entire fairness)”에 관한 입증책임을 지배주주가 부담한다.<sup>49)</sup>

(Del. 1984)). 법원은 원고가 이러한 경영판단의 원칙에 따른 추정을 반증하지 않는 한 이사회 결정에 대하여 후에 판단하지 않는다(Bradley R. Aronstam et al., Delaware's Going-Private Dilemma: Fostering Protections for Minority Shareholders in the Wake of Siliconix and Unocal Exploration, 58 BUS. LAW. 519, 522(2003)).

47) Id. p. 1023-1024.

48) Singer v. Magnavox Co., 380 A.2d 969 (Del. 1977).

49) Singer v. Magnavox Co., 380 A.2d 969, 976, 978-80 (Del. 1977), overruled by Weinberger v. UOP,

(2) *Tanzer v. International Gen. Indus., Inc.* 사건판결<sup>50)</sup>

*Singer v. Magnavox Co.* 사건의 「사업목적」 요건은 대법원이 그 1월 후 동일한 사안에 있어 모회사의 사업목적은 충족되고 있다고 판시하면서부터는 점차 약해져 갔다.<sup>51)</sup> 즉, *Tanzer*판결에서 법원은 다수자주주의 사업목적 실현하기 위한 현금상환합병의 경우 소수자주주를 축출하려는 목적이 아닌 선의의 목적이 존재하고, 전체적인 거래과정이 소수자주주에게 공정하였다면 그 현금상환합병은 적법하다고 판시하였다.

(3) *Weinberger v. UOP, Inc.* 사건판결<sup>52)</sup>

*Weinberger v. UOP, Inc.* 사건은 모회사인 Signal사와 모회사가 부분적으로 소유한 자회사인 UOP사와의 현금상환합병에 대하여 축출대상인 UOP의 소수자주주들이 합병의 공정성에 이의를 제기한 소송이다. 모회사인 Signal사와 모회사가 부분적으로 소유한 자회사인 UOP사와의 합병에 있어서 모회사 및 자회사의 이사를 겸하고 있는 경영진은 자회사의 소수자주주에 대하여 신인의무를 부담하게 되며, 모회사와 자회사간의 합병이 경영진의 본질적인 이해관계의 충돌과 관련이 되는 경우에는 합병의 양 당사자측을 대표하는 경영진에게 경영판단의 원칙이 적용되지 않고, 경영진은 합병거래의 전체적인 공정성(entire fairness)에 대한 입증책임을 부담하게 된다고 하였다.<sup>53)54)</sup> 법원이 이와 같이 한 이유는 새로운 전체적인 공정성기준, 확장된 매수청구권(the expanded appraisal remedy) 등의 구체책이 소수자주주에게 제공하는 추가적인 보호를 경영판단의 원칙이 제공하고 있지 않기 때문이라고 한다.<sup>55)</sup> 물론, 현금상환합병(cash-out merger)의 경우 소수자주주에 대한 당해 합병의 불공정성에 대하여 전체적인 공정성의 원칙이 적용되기 위해서는 소수자주주가 당해 합병이 소수자주주에게 불공정하였다는 것을 보여줄 수 있는 사기, 부실표시 및 불법행위와 같은 특정한 행위를 먼저 주장하지 않으면 안 된다.<sup>56)</sup>

모자회사간 현금상환합병이 모회사의 이사를 겸하고 있는 자회사의 이사 2명에 의하여 준비되었고, 모회사가 자회사의 발행주식에 대하여 궁극적으로 더 지급할 수 있다는 사실이

---

Inc., 457 A.2d 701 (Del. 1983). (“다수자주주(majority stockholder)는 회사의 소수자주주에게 신인의무(fiduciary obligation)를 부담한다”) 마찬가지로 “회사의 사업에 대하여 지배력을 행사하는” 다수자주주는 주주들에게 신인의무를 부담한다(Kahn v. Lynch Communication Sys., Inc., 638 A.2d 1110, 1113 (Del. 1994)). 신인의무는 우리나라에서는 일반적으로 충실의무(the duty of loyalty)와 선관주의의무(the duty of due care)로 구성되어 있다고 하는데, 미국에서는 이에 성실의무(the duty of good faith)를 더하여 설명하기도 한다(Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc., 663 A.2d 1156, 1164 (Del. 1995)).

50) *Tanzer v. International Gen. Indus., Inc.*, 379 A. 2d 1121 (Del. 1977).

51) *Tanzer v. International Gen. Indus., Inc.*, 379 A. 2d 1121, 1124 (Del. 1977).

52) *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983)

53) *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701, 710 (Del. 1983); *Kahn v. Lynch Communication Sys., Inc.*, 638 A.2d 1110, 1115 (Del. 1994).

54) 법원은 또한 전체적인 공정성에 대한 입증책임과는 별도로 동 합병 거래에 정당한 사업목적(legitimate business purpose)이 있었음을 입증할 필요가 없다고 판시하였다. 이는 거래의 전반적 공정성 즉 공정절차 및 공정가격이 충족되는 경우에는 합병의 목적 또는 동기를 묻지 않는 결과 소수주주의 축출이 유일한 목적인 현금상환합병도 허용될 수 있음을 명확히 한 것이다(김건식, “자기거래와 미국회사법상의 절차적 접근방식”, 「서울대학교 법학」 제35권 제1호(1994), 275면).

55) 457 A.2d at 715.

56) 金弘植, “借入買受(Leveraged Buyout)의 法的 論點에 대한 考察”, 「商事判例研究」 제20집 제2호(2007. 6.), 239면; *Weinberger v. UOP, Inc.*, Del.Ch., 409 A.2d 1262 (1979).

자회사의 사외이사들에게 개시되지 않은 경우에는 자회사의 소수자주주에 대한 공정성 기준을 충족하고 있는 것은 아니다.<sup>57)</sup>

법원은 당해 거래가 공정하였다는 것에 대한 적극적인 입증책임은 다수자주주에게 있지만, 당해 합병의 불공정에 대하여 공격하는 소수자주주도 공정성의무를 실시하기 위한 어떤 근거를 증명하지 않으면 안 된다고 하였다. 그러나 회사의 행위 즉, 합병이 그에 관한 중요 정보가 전달된 후 소수자주주의 다수결에 의한 승인(informed vote of majority of minority)을 얻은 경우에는 당해 합병이 소수자주주에게 불공정하였다는 증거를 소수자주주가 입증하지 않으면 안 된다.<sup>58)</sup> 합병과 관련된 모든 중요정보가 소수자주주에게 온전하게 개시되었는가의 여부에 대한 입증책임은 여전히 경영진에게 있다고 하였다.<sup>59)</sup>

모회사간 합병에 대하여 전체적인 공정성 견해를 실행하는 것에 의하여 법원은 필연적으로 델라웨어주의 현존 약식합병 법령(Delaware's short-form merger statute)과 충돌하게 된다.<sup>60)</sup> 특히 Weinberger 판결의 전체적인 공정성은 소수자주주를 축출하는 합병에 대하여 공정거래(fair dealing)를 요구하고 있다. 이에 대하여 델라웨어주의 약식합병 법령은 거래의 일방 당사자가 모회사인 경우에는 공정거래를 요구하고 있지 않다. 델라웨어주 대법원은 Glassman v. Unocal Exploration Corp. 사건에서 이러한 상충의 문제를 약식합병의 경우에는 전체적인 공정성 심사를 면제함으로써 해결하고 있다. 그렇게 함으로써 법원은 주식매수청구권을 불만족스러운 주주, 부채의 사기 또는 불법에 대한 유일한 구제책이라고 판결하고 있다.<sup>61)62)</sup>

#### (4) Kahn v. Lynch Communication Systems, Inc. 사건판결<sup>63)</sup>

Kahn v. Lynch Communication Systems, Inc. 사건판결에서 델라웨어주 대법원은 폐쇄기업화 합병에 대한 전체적 공정성의 기준을 재확인하며 보다 발전시키고 있다. Alcatel USA, Inc.(이하 Alcatel)는 Lynch Communications Systems, Inc.의 지배주주로서 동 회사의 사외이사들로 구성된 특별위원회와 합병에 관한 협상을 하였다. 대법원은 특별위원회의 이용에도 불구하고 Alcatel이 회사의 업무를 지배하고 있기 때문에 당해 위원회가 Alcatel과 협상하는 능력은 처음부터 의심스럽고(suspect from the outset), 심지어는 (a) 대상회사의 이사진의 과반수가 사외이사이고, (b) 대상회사가 사외이사로 구성된 특별위원회를 구성하여 합병에 대한 협상과 거부권을 주었고, (c) 합병이 이해관계 없는 대상회사의 주주들에 의하여 승인된 경우라 하더라도 전체적인 공정성에 의한 심사가 요구된다고 판시하였다. 대법원은 비록 각 당사자가 독립당사자로서의 협상력을 행사했다고 주장하더라도 Alcatel이 특별위원회의 일련의 과정을 증명하지 못하였기 때문에 공정거래를 증명하지 못

57) Weinberger v. UOP, Inc., 457 A. 2d 701(Del. 1983).

58) See, e.g., Michelson v. Duncan, Del.Supr., 407 A.2d 211, 224 (1979).

59) Weinberger v. UOP, Inc., 457 A. 2d 701, 703(Del. 1983).

60) Glassman v. Unocal Exploration Corp., 777 A.2d 242, 247 (Del. 2000).

61) Glassman v. Unocal Exploration Corp., 777 A.2d 242, 248 (Del. 2000).

62) 주식매수청구권의 가능성은 MBO 또는 구조개편을 이룩하는데 있어 중요한 고려사항이다. 그 이유는 다수의 주주들이 주식매수청구권을 행사하는 경우 현금유출로 이어질 것이기 때문이다. 따라서 거래의 제안자들은 주주들이 주식매수청구권을 행사할 잠재적인 이익을 감소시키기 위하여 합병계약에서 충분하고도 후한 대가를 지급할 동기를 갖게 된다(金莊式, “미국회사법상의 Management Buyouts에 관한 연구”, 「상사법연구」 제19권 제1호(2000), 281면).

63) Kahn v. Lynch Communication Systems, Inc., 638 A.2d 1110 (Del. 1994).

하였다고 판시하였다.<sup>64)</sup> 대법원은 지배주주가 합병을 협상하는 거래의 경우에는 지배주주가 영향을 미칠수 있는 지위에 있기 때문에 본질적으로 강제를 받는다고 설명하였다. 그러므로 법원은 당해 거래의 조건이 독립당사자간 협상에 의하여 달성되는 것과 완전히 비슷한가의 여부에 관하여 확신할 수 없다고 하였다.<sup>65)</sup>

#### (5) 전체적인 공정성 기준

이상의 판례에서 텔라웨어주 법원은 MBO에 있어서 소수자주주의 이익을 위하여 전체적인 공정성기준을 적용해 오고 있음을 알 수 있다. 이하에서는 전체적인 공정성 기준에 대하여 간략히 살펴보고자 한다.

#### 가. 의의 및 기능

전체적인 공정성기준이란 이사의 자기거래와 같이 이사와 회사간에 이익충돌이 있는 경우<sup>66)</sup> 이사의 경영상 행위에 대하여 일반적으로 적용되는 경영판단의 원칙이 배제되고, 이사가 당해 거래가 공정하였음을 증명하여야 하는 것을 말한다.<sup>67)</sup>

일반적으로 회사의 이사회가 주주의 부를 극대화할 책임이 있음에도 불구하고 이사회를 지배하는 다수자주주의 이익이 소수자주주의 이익과 충돌하는 경우에는 주주의 부를 극대화하지 못할 수도 있다. MBO의 경우에는 경영진이 이와 같은 입장에서 일반 주주들의 이익을 극대화하지 않을 수 있다. 결과론적으로 충실의무와 전체적인 공정성기준은 소수자주주를 해하면서 거래를 일방적으로 실행할 수 있는 다수자주주로부터 소수자주주를 보호하는 기능을 한다.<sup>68)</sup> 또한 전체적인 공정성기준은 비독립당사자간 거래에 있어서 시장에서 영향을 받는 가격의 산정이 어려운 주주에게 그들의 주식에 대한 공정한 가치평가를 가능하게 한다.<sup>69)</sup>

#### 나. 구체적인 적용내용

전체적인 공정성기준은 텔라웨어주의 가장 엄격한 기준이다. 당해 기준은 다수자주주에게 소수자주주와의 거래를 공정하게 하도록 요구하고 소수자주주의 주식에 대하여 공정한 가격을 지급하도록 요구하고 있다.<sup>70)</sup> 다시 말해, 전체적인 공정성기준은 지배주주가 거래의 양쪽에 서있는 경우 불공정한 거래를 하지 못하도록 함으로써 지배주주가 자신의 이익을 추구하지 못하도록 하고 또한 당해 거래가 소수자주주에게 공정하였다는 입증책임을 부담하도록 한다.<sup>71)</sup> 공정거래와 공정한 가격은 엄격하게 분리하여 고찰할 수 있는 것이 아니다. 양자는

64) Id. at 1121.

65) Id. at 1116-17.

66) 전체적인 공정성 기준은 충실의무에서 연원하는데, 주로 거래의 일방 당사자에게 자기거래(self-dealing)가 되는 그러한 거래에 적용된다(William T. Allen et al., *Function Over Form: A Reassessment of Standards of Review in Delaware Corporation Law*, 26 DEL. J. CORP. L. 859, 862 (2001)).

67) 林在淵, 「全訂版 證券去來法」, 박영사, 2006, 869면.

68) Bradley R. Aronstam et al., op. cit., p. 519, 520.

69) William T. Allen et al., op. cit., p. 876.

70) Richard T. Hossfeld, *NOTES Short-Form Mergers after Glassman v. Unocal Exploration corp.: Time to Reform Appraisal*, 53 Duke L. J. 1337, 1343 (2004).

전체적 공정성의 하나로서, 문제된 모든 면을 전체적으로 살펴볼 필요가 있다. 다만, 비사기적인 거래에 있어서는 가격이 합병의 다른 특징보다 보다 중요한 가치가 있는 우세한 고려요인임을 인식할 수 있다.<sup>72)</sup>

#### 가) 공정거래

공정거래요건<sup>73)</sup>을 심사할 때는 합병이 언제 시작되었고, 어떻게 개시되었는지, 어떻게 합병계획이 마련되었는지 그리고 어떻게 회사(또는 지배주주)와 소수자주주간에 협의되었는지, 더 나아가 이사들과 주주들에게 합병과 관련한 각종 정보들이 충분히 공개되었는지, 소수자주주들의 다수의 찬성을 구하였는지 등을 모두 포함하여 하게 된다.<sup>74)</sup> 공정거래는 명백히 모회사에게 “사기 또는 부실표시 없이(free of fraud or misrepresentation)” 행위할 것을 요구하고 있지만, 모회사는 공정거래를 달성하기 위하여 사기를 피하는 것보다 더 많은 것을 하지 않으면 안 된다.<sup>75)</sup> 또한 모회사는 문제가 된 거래와 관련하여 갖고 있는 정보, 즉, 합리적인 주주가 주식을 매도할 것인가 보유할 것인가를 결정함에 있어서 중요하다고 고려하는 그러한 정보를 모두 개시하지 않으면 안 된다.<sup>76)</sup> 예를 들면, Weinberger v. UOP, Inc.사건에 있어서 법원은 합병 시너지효과에 대하여 인정한 내부 메모와 1주당 24달러(매수제안은 1주당 21달러였음)까지 소수주주를 축출하여도 좋은 투자라는 보고서는 중요하다고 판단하였다.<sup>77)</sup>

#### 나) 공정한 가격

거래는 전체적인 공정성의 공정가격 요건을 만족시키지 않으면 안 된다. Weinberger v. UOP, Inc.사건에서 법원은 주식을 평가하는 종래의 “델라웨어 블록(Delaware block; 델라웨어 가중평균)”방법<sup>78)</sup>을 거부하고 그 대신에 주식매수절차에서의 평가방법에 따라 보다 유연한 접근모델을 만들었다.<sup>79)</sup> 종래의 델라웨어 블록방법을 거부한 이유는 그 방법이 금융

71) Dennis J. Block et al., The Business Judgment Rule: Fiduciary Duties of Corporate Directors (5th ed. 1998 & Supp. 2002), p. 378; Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701, 703, 710 (Del. 1983).

72) Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701, 711 (Del. 1983).

73) 공정거래요건을 절차적 공정성의 요건이라고도 한다. 이에 대하여는 김재형/최장현/박종렬, “폐쇄회사의 소수과주주보호를 위한 미국의 전체적 공정성기준 -물아내기합병을 중심으로-”, 「상사법연구」 제21권 제3호(2002), 351면 이하 참조.

74) 김재형, “미국에서의 합병대가의 유연화와 소수주주축출에 관한 입법의 변천과 법원의 대응”, 「기업법연구」 제18권 제1호(2004. 9), 66면.

75) Rabkin v. Philip A. Hunt Chem. Corp., 498 A.2d 1099, 1104-05 (Del. 1985).

76) Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701, 710 (Del. 1983).

77) Weinberger, 457 A.2d at 708, 712.

78) 델라웨어 블록 방법을 델라웨어 가중평균방법(Weighted average method)이라고도 한다. 이는 주식의 가치를 구성하는 요소를 정하고, 각 요소에 적절한 가중치를 주어서 주식의 가치를 평가하는 방식이며, 그러한 구성요소에는 일반적으로 시장가격(market price), 순자산가치(net asset value), 수익가치(earning value)등을 고려한다. 여기서 시장가격이란 거래가 알려지기 직전에 주식시장에서 거래되던 가격을 말하며, 순자산가치란 회사가 해산하였을 때의 청산가치(liquidation value)를 의미하고, 수익가치란 거래가 있기 전 일정한 기간(통상 5년) 동안의 평균수익과 이러한 평균수익에 의하여 당해연도의 수익을 예상하기 위한 승수(multiplier)에 의하여 산정되는 당해 연도의 수익가치를 말한다(林在淵, 「全訂版 證券去來法」, 박영사, 2006, 759-567면).

79) 법원은 회사의 “사실심 법원의 직관적 판단에 기초한... 회사의 순자산가치, 시장가격, 소득 기타 요인”에 대하여 무게를 두었다(Leo Herzal & Dale E. Colling, Establishing Procedural Fairness in Squeeze-Out Mergers After Weinberger v. UOP, 39 BUS. LAW. 1525, 1529 (1984)).

기관들 및 법원에서 일반적으로 사용하고 있는 기술에 적합하지 않았기 때문이다.<sup>80)</sup> 공정한 가격(Fair price)을 산정하는 법원의 새로운 접근 하에서 모회사는 “모든 관련 요소: 자산, 시장가격, 소득, 장래 전망 그리고 회사 주식의 내재적 또는 본질적인 가치에 영향을 미치는 기타 요소”를 고려하여야 한다.<sup>81)</sup> 오직 “투기적인 요소(speculative element)”만이 공정 가격의 산정에서 제외된다.<sup>82)</sup>

#### 다. 적용제외 - 약식합병

Weinberger v. UOP, Inc. 사건에서 확립된 새로운 두갈래의 공정성 기준은 전체적인 공정성의 구성요소인 공정거래는 델라웨어주의 약식합병 법령(Delaware's short-form merger statute)상의 간이합병절차(summary merger procedure)와 상충되는 면이 있다. 델라웨어주의 주법에 따르면 다수자주주와 소수자주주는 합병계약을 협상하지 않고, 소수자주주는 사전에 통지를 받지 않고, 주주들은 의결권이 없다.<sup>83)</sup> Glassman v. Unocal Exploration Corp. 사건에서 법원은 이러한 상충을 해결하고 있다. 약식합병 법령의 입법의도를 살피면서 법원은 전체적인 공정성의 기준이 적어도 자회사의 주식을 90% 이상 소유하고 있는 모회사를 위하여 신속한 소수자주주 축출의 과정을 마련하고자 했던 입법자의 의도를 방해하고 있다고 결정하였다.<sup>84)</sup> 그리하여 델라웨어주의 약식합병 법령 하에서는 전체적인 공정성을 충족하지 않아도 된다. 축출된 주주(a frozen-out shareholder)는 다수자주주가 주의 주식매수 구제책을 이행하고 있는가의 여부만을 확인할 수 있을 뿐이다.

#### 4) 미국증권거래위원회(Securities and Exchange Commission)의 입장

미국증권거래위원회(Securities and Exchange Commission, 이하 SEC라 함)는 미국의 1934년 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934)에 따라 제정된 Rule 13e-3에서 폐쇄기업화거래(Going private transaction)<sup>85)</sup>와 관련하여 공정성을 확보하기 위한 일정한 정보공시의무를 규정하고 있다. 그 중에서 LBO/MBO의 공정성 판단과 관련하여 중요하다고 보는 것에 대하여 간략히 살펴보면 다음과 같다.

공개회사의 내부자에 의하여 폐쇄기업화가 이루어지는 경우에는 당해 거래는 SEC의 폐쇄기업화규칙을 따르지 않으면 안 된다. SEC의 폐쇄기업화규칙(going private rules)은 공개회사의 소수자주주의 보호를 위하여 의무개시(mandatory disclosures)를 요구하고 있다.<sup>86)</sup> 여기에서 주의하여야 할 것은 첫째, 공개회사가 소멸하며 공개회사로 되는 것은 SEC 규칙

80) Weinberger, 457 A.2d at 712.

81) Id. at 711.

82) Id. at 713.

83) Glassman v. Unocal Exploration Corp., 777 A.2d 242, 247 (Del. 2001).

84) Id. at 247.

85) 일반적으로 폐쇄기업화거래(going private transaction)는 공개회사의 지배주주에 의하여 회사의 일반 공중에 대한 발행주식의 지분을 제거하나 본질적으로 감소시킴으로써 회사를 폐쇄기업(private ownership)으로 하고자 하는 일련의 거래를 말한다(Harold N. Islen, Comment: Regulating Going Private Transactions: SEC Rule 13e-3, 80 Colum L. Rev. 782, 782 (1980)). 폐쇄기업화거래는 주 차원에서 신인의무에 의하여 규율되고, 연방 차원에서는 개시규제에 의하여 규율된다(James D. Cox Et Al., Securities Regulation: Cases And Materials, (5th ed. 2006), pp. 959-966).

86) Kab Lae Kim, A Study On Rule 145 Of The Securities Act Of 1933: How To Provide Clarity And Predictability In Rule 145 Transactions, 40 Akron L. Rev. 131, 150 (2007).

하의 폐쇄기업화거래가 아니라는 점이다. 둘째, 당해 거래가 폐쇄기업화규칙에 따르고 있는 경우, 특별한 개시요건이 적용된다. 그리고 당해 거래는 종종 주의 법령과 주 회사법 신인의 의무 그리고 이해대립원칙(conflict-of-interest principles)에 따른 특별한 절차, 개시 및 제한에 따르지 않으면 안 된다.<sup>87)</sup>

SEC Rule 13e-3<sup>88)</sup>는 특정한 폐쇄기업화거래에 대하여 광범위하고 잠재적으로 의무부담이 붙은 보고서제출(filing)과 개시(disclosure)를 요구하고 있다. Rule 13e-3는 SEC의 관할권에 따라야 하는 공개 대상회사를 그 관련 회사(affiliate)가 인수하는 것과 관련되어 있는 합병, 공개매수 및 기타 거래에 적용된다. (a) 300인 이하의 사람에 의하여 1934년 법하에서 특정한 보고의무를 지고 있는 대상회사의 특정한 종류의 지분증권이 보유되게 되는 또는 (b) 국적증권거래소 또는 딜러간 상장시스템(예컨대 NASDAQ)에 상장된 대상회사의 특정한 종류의 지분증권이 상장폐지 되는 원인이 되거나 또는 원인이 될 합리적인 가능성(reasonable likelihood)이 있는 그러한 거래는 당해 규칙을 따르지 않으면 안 된다.

SEC Rule 13e-3는 공개매수에 의하여 대상회사의 관계회사가 된 공개매수로부터 1년 이내에 다음과 같은 조건으로 2단계 합병('second-step' merger)을 하는 경우에는 적용되지 않는다. 어떤 주식이라도 전체의 발행주식에 대하여 공개매수가 있는 경우 (1) 2단계 거래에서 제공되는 대가가 공개매수에서 제시된 최고가격 이상인 경우 그리고 (2) 그의 공개매수 개시설명서에서 (a) 폐쇄기업화 실행의도와 형태, 그러한 거래의 효과 및 제안되는 조건(아는 범위에서)을 제시하는 경우 또는 (b) 공개매수가 일부에 대하여 제안되는 경우 2단계 거래로 수행될 합병 또는 유사한 계약의 계획을 제시하는 경우이다.

또한 대상회사의 주주들이 폐쇄기업화거래의 대상이 된 증권과 본질적으로 동등한 특질을 가지고 있는 보통주식 또는 지분증권을 받는 경우에는 SEC Rule 13e-3은 적용되지 않는다.

적용이 면제되지 않는 거래의 경우 SEC Rule 13e-3은 Schedule 13E-3에 기하여 본질적으로 Schedule 13D 또는 14D-1에 개시하지 않으면 안되는 모든 정보의 개시를 요구하고 있다. 즉, (a) 거래의 목적, 고려되는 거래의 다른 대안, 거래의 구조와 시기에 대한 이유, 대상회사, 매수자 및 이해관계 없는 주주(unaffiliated shareholders)에 대한 거래의 영향 등을 개시하지 않으면 안 된다. 또한 (b) 대상회사 또는 매수자는 Schedule 13E-3를 제출하지 않으면 안 된다. 즉, 당해 거래가 대상회사의 이해관계 없는 주주에게 공정하거나 불공정한 합리적인 신뢰 그리고 결론에 근거하여 중요한 요소(예를들어, 현재 및 과거의 시장가격, 순수장부가격, 계속적 기업가치, 청산가치, 매수자가 최근 대상회사의 주식을 취득하면서 지급한 가격, 제3자의 대상회사에 대한 제안, 당해 거래가 이해관계 없는 주주들에 의한 승인을 얻었는가의 여부, 그리고 당해 거래가 대상회사의 이해관계 없는 이사들에 의한 승인을 얻었는가의 여부)에 대하여 합리적으로 상세하게 검토하여야 한다. 그리고 (c) 투자은행의 공정성 또는 가치의견을 포함하여 제안된 거래와 관련되는 모든 보고서,<sup>89)</sup> 의견서

87) 예를 들어, 이해관계 있는 당사자의 제안 및 주식공개매수에 관한 캘리포니아주 회사법 제1203조(California Corporations Code §1203)는 대상회사의 주주들에 대한 대가의 공정성에 관하여 서면에 의한 찬성의견이 대상회사의 주주들(주주총회의 승인이 필요 없는 경우에는 이사회)에게 전달될 것 및 당해 의견에 관한 필요조건을 논할 것을 요구하고 있다.

88) 이하 SEC Rule 13e-3는 다음 논문을 참조하시오. Robert L. Tortoriello, Structuring A Friendly Bank Acquisition: Corporate, Securities And Related Considerations, 647 PLI/Corp 31,83-87 (1989).

89) 공정성과 관련된 보고서를 공정성보고서라고 한다. 경영진은 그들의 신인의무를 달성하기 위하여 제3의 투자은행으로부터 당해 거래에 대한 공정성보고서를 확보하려는 경우가 많다. 공정성보고서가 없는 경우 충분한 정보 없이 합병승인하였음을 이유로 법원이 이사들의 신인의무 위반을 판결하기 쉽기 때문이다(金莊式, 전제 논문, 287면). 투자은행의 공정성보고서는 회사에 대한 관련 비공개정보에 근거한 사례 깊은 산정에 기초한

또는 평가서를 개시하지 않으면 안 된다.<sup>90)</sup>

SEC는 LBO/MBO와 같은 폐쇄기업화거래의 공정성판단에 있어서 주식의 공정가격평가를 위한 8가지 요소와 관련하여 적절한 대가가 소수자주주에게 지급되었는지를 고려하고 있다고 하겠다. 이에는 현재의 시장가격·과거의 시장가격·순장부가치(Net book value)·계속기업가치(Going concern value)·청산가치(Liquidation value)·과거 2년간 발행기업 및 지배관계자에 의한 주식의 매입가격·발행기업이 거래의 공정성에 관하여 받은 각종 보고서, 의견서, 평가서·과거 2년간 합병 등의 기업인수를 위하여 한 확정계약조건 등이 그것이다(Regulation M-A Item 1014 Instruction 2).<sup>91)</sup>

#### 5) LBO/MBO에 대한 규제기준의 정리

이상의 판례분석을 통하여 LBO/MBO에 관여하는 경영진의 행동을 어떻게 규제할 것인가 하는 관점에서 사안을 처리해 온 델라웨어주 법원의 판단기준에 대하여 정리하고, 그러한 판단기준 중에서 주주보호의 관점에서 타당하다고 할 수 있는 기준이 무엇인가에 대하여 검토하고자 한다.

델라웨어주 법원은 MBO를 일률적으로 금지하지 않고, 각 사안에서 MBO에 관여하는 경영진의 행동이 회사 및 주주의 신인의무자의 행위로서 타당한가의 여부를 판단하고 있다. 법원은 이른바 공정거래 및 공정가격요건은 분리된 개념이 아니며 공정성을 심사할 때에는 전체적으로 검토하여야 한다고 하고 있다. 델라웨어주 법원은 전체적 공정성과 관련하여 다음과 같은 2가지 기준을 제시하고 있다.

#### 가. 공정가격요건

MBO가 형성될 경우 경영진은 가능한 한 싸게 회사를 사고 싶다는 개인적 이익을 갖지만, 그 반면 가능한 한 비싸게 회사를 팔아야 한다는 신인의무자로서의 입장도 갖고 있어 이것들이 첨예하게 충돌할 것을 생각하면 이 점에 관한 법원의 판시가 주목된다. 공정한 가격이 소수주주에게 지급되었는지의 여부인 공정가격요건이다. 법원은 공정가격과 관련하여서는 종래의 델라웨어 블록방법을 거부하고 보다 유연한 방법에 의하여 공정가격을 산정하고 있다. 공정한 가격이란 기본적으로 관련사실을 아는 합리적인 매도인과 매수인이 독립당사자간 거래에서 지급하고 받는 가격이라고 할 것이다.<sup>92)</sup>

---

경우에는 일반적으로 제안된 매수가격의 적정성에 관한 근거로서 주주 및 시장에 대한 완전한 개시에 대신(surrogate)할 수 있다(Deborah A. Demott, Directors' Duties in Management Buyouts and Leveraged Recapitalizations, 49 Ohio St. L.J. 517, 545(1988)).

90) SEC도 처음에는 대중주주들이 공정한 가격을 받지 못하는 한 MBO는 금지되어야 한다고 제안했었다. 그러나 부분적으로는 다수의 비판 때문에 증권거래소 규칙 13e-3의 최종안에서 SEC는 대중주주들에게 지급되는 매입가격이 공정한 합리적인 믿음을 경영진이 가지고 있다는 것을 표명하도록 경영진에게 요구하고 있다(金莊式, 전계논문, 284면).

91) 金弘植, 전계논문, 243면.

92) Nathan & Shapiro, Legal Standard of Fairness of Merger Terms Under Delaware Law, 2 DEL. J. CORP. L. 44, 48 (1977). 그러나 이러한 정의는 논점을 교묘하게 피하고 있다는 비판을 받기도 한다. 다른 합리적인 매수인이 공정한 가격에 관하여 다른 정의를 합리적이라고 생각할지도 모르기 때문이다(Lucian Arye Bebchuk & Marcel Kahan, Fairness Opinions: How Fair Are They And What Can Be Done About It?, 1989 Duke L.J. 27, 30 note 18 (1989)).

#### 나. 공정거래요건

MBO가 행해질 경우 회사 가격에 관한 것이다. 경영진에 경합하는 매수자가 출현했을 경우 회사는 어느 제안을 받아들여야 할 것인가 혹은 어느 제안도 받아들이지 않을 것이 허용될 것인가 하는 것이 문제가 된다. 공정한 거래가 이루어졌는지의 여부인 공정거래요건에 대한 것이다. 적어도 MBO와 관련하여 모든 정보가 합리적인 주식투자자에게 개시되는 경우에는 공정거래요건은 충족된다고 할 것이다. 물론 이 경우에도 이사의 충실의무 및 전체적인 공정성기준 그리고 이하에서 살펴보는 사기양도법에 의한 보호가 소수주주에게 부여된다.

#### 다. 기타의 방법(사기양도법)

사기양도법(Fraudulent Conveyance Statute)<sup>93)</sup>은 LBO/MBO를 통하여 자산이 부족해진 회사의 채권자를 보호해 주는 또 다른 하나의 방법이다. 주식매수자금의 조달을 대상회사의 주주가 하는지 혹은 독립적인 기관이 하는지 여부에 상관없이 LBO는 대상회사의 자산이 담보로 제공되기 때문에 대상회사의 채권자에게는 담보자산의 가치가 감소하게 된다. 또한 LBO에서의 주식매수가격이 대상회사의 순자산가치에 근접하는 경우와 같이 차입금의 규모가 큰 LBO는 채권자의 추심권을 크게 위협하게 되는 결과를 가져오게 된다. 즉 회사가 LBO/MBO가 성립된 이후에 불충분한 자산상태가 되어 파산을 하는 경우에 변제를 받지 못한 채권자는 LBO/MBO의 거래당사자를 상대로 소송을 제기하게 되는데, 이때 원용되는 법리 중 가장 효과적인 것이 사기양도법이다.<sup>94)</sup> 사기양도법은 채무자의 순자산가치의 감소를 가져오고 채권자의 권리를 해하는 결과를 가져오는 자산의 양도를 무효로 할 수 있다.<sup>95)</sup> 다시 말해, 사기양도법은 채권자에 대한 사기로서 법에 의하여 정의되는 특정한 양도(transfer) 혹은 채무부담(obligation)을 무효로 할 수가 있다. 몇몇 사건에 있어서 채권자들은 매수거래에 있어서 회사의 의무 및 매도 주주에게 부여되는 의무를 피하기 위하여 사기양도법을 성공적으로 이용하곤 하였다.<sup>96)</sup>

사기양도법은 크게 2가지의 법률에 의하여 구성되어 적용되고 있다. 하나는 과거의 통일사기이전법(Uniform Fraudulent Conveyance Act(UFCA))을 개정한 통일사기양도법(Uniform Fraudulent Transfer Act(UFTA))이다. 다른 하나는 연방파산법(the federal Bankruptcy Code)이다. 통일사기이전법의 기본적인 구조와 접근방법은 그대로 통일사기양도법에 보존되어 있다.<sup>97)</sup> 통일사기양도법에는 어떠한 양도와 채무부담이 사기적인가를 기술

93) 사기양도법이라고 하는 것은 일정한 양도나 채무적 부담을 채권자에 대하여 사기적이라고 규정함으로써 무효화할 수 있도록 규정하고 있는 일련의 법률을 의미한다. 이에 속하는 법률로는 통일사기이전법(Uniform Fraudulent Conveyance Act(UFCA)), 통일사기양도법(Uniform Fraudulent Transfer Act(UFTA)), 연방파산법(Bankruptcy Code) 등이 있다.

94) 金弘植, 전게논문, 243면; Emily L. Sherwin, Creditors' Rights Against Participants In A Leveraged Buyout, 72 Minn. L. Rev. 449, 452 (1988).

95) McCoid, Constructively Fraudulent Conveyances: Transfers for Inadequate Consideration, 62 Tex.L.Rev. 639, 656-59 (1983).

96) Credit Managers Ass'n v. Federal Co., 629 F. Supp. 175 (C.D. Cal. 1986); Gleneagles, 565 F. Supp. 556 (M.D. Pa. 1983); Hartwell v. Hartwell Co., 167 N.J. Super. 91, 400 A.2d 529 (Super. Ct. Ch. Div. 1979).

97) 의제사기의 유형이 추가되고 형식이 조금 변경되었을 뿐 UFCA의 의제사기 및 의도적인 사기의 분류구조는 그대로 유지되었다. 단 의제사기의 요건 중 정당한 대가에 관한 요건이 연방파산법의 영향을 받아 변경되었

하고 있는 2개의 조가 있다. 바로 통일사기양도법 제4(a)조와 제5(a)(b)조가 그것이다. 통일사기양도법은 실질적으로 채권자를 방해하거나 지연시키거나 편취하는 양도나 채무 부담은 사기적인 것으로 규정하고 있다. 또한 적절한 대가 없는 양도나 채무부담은 의제적인 사기로서 규정하고 있다. 즉, 계약당사자의 실질적인 의도에도 불구하고 다음과 같은 상황의 어느 하나에 해당하는 경우 그것은 사기로 의제된다. ① 양도나 채무부담에 의하여 채무자와 관련된 거래 또는 사업을 위한 자산이 부당하게 작게 남겨진 경우, ② 채무자가 기꺼이 지급할 수 있다고 하는 것보다 더 많은 부채를 부담해야 하거나 또는 부담하여야 하는 것으로 믿은 경우 또는 ③ 채무자가 양도 또는 채무부담의 결과로서 그 당시 파산하고 있는 경우가 그것이다.<sup>98)</sup> 그러므로 LBO/MBO에 있어서 정당한 대가가 지급되지 않고, 대상회사가 파산하였거나 또는 양도후 자산이 크게 감소한 경우 또는 변제능력을 초과하는 채무가 발생한 경우에는 사기로 의제된다고 할 것이다. 파산회사의 경영진이나 오너가 회사의 자산을 담보로 자금을 빌려서 그 자금으로 경영진이나 오너의 주식을 높이 인플레이된 가격으로 구입하여 회사가 파산하게 되는 경우 차입매수와 관련하여 사기적 양도가 발생하게 된다. 그러면 대상회사의 채권자는 종종 그들의 채권을 징수할 담당 자산이 거의 없게 된다. LBO는 당해 거래가 완성된 때 회사가 얼마나 명백히 재정상의 손실을 입었는가에 따라 고의적 또는 의제적 사기양도에 해당하거나 또는 양자 모두에 해당할 수 있다. 모든 LBO의 경우는 아닐지라도 LBO 후에 회사가 그 채권자에게 채무변제할 수 없는 경우에는 차입매수가 사기적 양도에 해당하게 된다.<sup>99)</sup>

### III. 우리법예의 시사점

이상에서 살펴본 미국법상의 LBO/MBO에 대한 규제정도를 참작하여 우리나라에서 동 제도를 어떻게 규제해야 할 것인가에 대한 시사점을 정리하고자 한다.

#### 1. 회사자산 담보제공의 유효여부와 이사의 책임

대상회사를 인수하기 위하여 대상회사의 자산을 담보로 하여 매수자금을 대출받아 대상회사를 매수하는 LBO나 대상회사의 경영진이 인수자로 참가하는 MBO가 적대적 M&A에 대한 방어수단으로 사용되는 경우에 있어서, 먼저 상법상 제3자(인수자)가 대상회사의 경영권을 인수하기 위하여 대상회사의 경영진이 회사의 자산을 담보로 제공하거나 회사가 보증을 제공하는 행위가 허용될 수 있느냐가 문제될 수 있다. 회사의 경영진이 회사자산을 담보로 제공하는 것이 대가 없는 회사자산의 담보제공으로서 회사경영진의 선관주의의무 및 충실의무에 반하는 행위인가가 문제된다. LBO나 MBO가 이루어지고 난 후, ① 차입금에 대한 이자상환으로 법인세를 절약할 수 있는 점, ② 그에 따라 세후 자본수익율이 증대되는 점,<sup>100)</sup>

는데, 원래 UFCA상의 정당한 대가는 교환에 있어서 공정하고 동등한 가치(fair equivalent value)와 교환시 선의(good faith)의 2가지 요소로 구성되었는데, 이를 연방파산법상의 합리적인 동등한 가치(reasonably equivalent value)의 개념으로 대체하였으며, 선의라는 주관적 요소를 정당한 대가의 개념에서 삭제하였다(金弘植, 전계논문, 244-245면).

98) <[http://www.assetprotectionbook.com/history\\_of\\_act.htm](http://www.assetprotectionbook.com/history_of_act.htm)>.

99) 예를 들면, 다음 사건을 참조하시오. Murphy v. Meritor Savings Bank, 126 B.R. 370, 393, 413 (Bankr. D. Mass. 1991). LBO 후에 회사는 단지 10일 동안의 운영을 하기에조차 부족한 현금만을 보유하고 있었다.

100) 이러한 점을 재무 레버리지 효과(financial leverage effect)라 한다(박태현, 전계논문, 204면).

③ 대리인비용(agency cost)의 감소로 인하여 주주의 이익을 극대화시킬 수 있는 점 그리고 LBO나 MBO가 ④ 적대적 M&A의 적극적인 방어수단 내지 예방수단으로 쓰일 수 있는 점 등을 생각하면 이러한 행위를 일률적으로 선관주의의무나 충실의무에 반한다고 보기는 어렵다. 그렇다면 그 예방책 다시 말해, 남용가능성을 어떻게 규제할 것인가가 문제된다.

LBO/MBO에 의하여 회사자산의 담보제공으로 회사의 재무상태가 불건전하게 되어 주주 및 회사채권자의 이익이 침해당하였을 경우에 미국법상 주주 및 회사채권자는 이사에 대하여 충실의무위반의 책임을 추궁하거나 사기양도법상의 의제사기를 주장할 수 있다. 우리나라의 현행 상법하에서도 미국법과 같은 책임추궁이 가능한가가 문제된다.

LBO/MBO에 의하여 회사자산을 담보제공하는 경우 그러한 담보제공행위로 인하여 회사 및 제3자에게 손해를 끼친 경우 이사에 고의 또는 과실이 있으면 그 손해를 배상하여야 한다. 이사가 회사자산의 담보제공에 대하여 경영상의 책임을 지는 경우는 크게 두 가지로 나누어 볼 수 있다. 첫째, 구체적인 법령 또는 정관의 규정에 위반하는 행위를 한 경우이다(법령 또는 정관의 위반, 상법 399조 1항). 그러므로 법령 또는 정관에 LBO/MBO 등에 대한 회사자산의 담보제공행위가 금지되어 있는 경우에는 이사는 상법 제399조 제1항의 위반에 따른 책임을 져야 한다. 둘째, 직무수행과 관련하여 선량한 관리자로서의 주의의무를 다하지 못한 경우이다(임무해태, 상법 399조 1항).<sup>101)</sup> LBO/MBO가 법령 또는 정관에 위반되는 행위가 아닌 경우, 이에 대한 판단을 이사의 경영상의 판단에 남겨둘 수 있는가 하는 것이 문제된다. 본문에서 살펴 본 바와 같이 미국에서는 경영진과 본질적인 이해관계의 충돌이 있는 경우에는 경영진에게 경영판단의 원칙을 적용하지 않고, 경영진이 당해 거래의 전체적인 공정성(entire fairness)에 대한 입증책임을 부담하는 것으로 하고 있다. 그러므로 LBO/MBO에 있어서 회사자산의 담보제공이 회사자산의 손실을 가져왔고 그로 인하여 피해를 입었다고 소수주주나 채권자가 주장하는 경우 당해 이사들은 자신들의 행위가 공정하였다는 것을 입증하도록 하는 것이 타당할 것이다. 이러한 경우 미국 판례에서 나타나는 바와 같이 독립한 사외이사에 의한 특별위원회에서 당해 LBO/MBO에 대한 승인을 하도록 하는 것 등은 MBO에 참여하는 이사들의 공정성을 입증하는데 도움이 될 것으로 생각된다.

## 2. MBO의 경우 이사의 이해충돌 해결방안

MBO에 참가하는 경영진은 매수 대상이 되었던 회사의 소유권을 주주로부터 구입하는데, 그 때 가능한 한 구입가격을 낮추면 그 부분만큼 자기 이익이 증가하게 된다. 그러나 한편 MBO에 참가하는 경영진은 회사 및 주주에 대해서 신인의무를 지고 있다. 이와 같이 첨예한 이익충돌 위험성의 존재가 MBO의 특징인데, 이 문제를 어떻게 다루어야 할 것인가가 문제된다. 이사의 선관주의의무 및 충실의무를 추궁함으로써 이러한 이해충돌을 해결할 수 있는가가 문제된다.

상법에 규정되어 있는 이사의 자기거래는 이사와 회사간의 이익상반거래에 대하여 이사회 승인을 필요로 하는 것으로 규정하고 있다(상법 398조). 이러한 이익상반거래의 범위가 형식적으로 해석되고 있는데, MBO의 경우에 있어서 경영진이 회사자산을 담보로 자금을 차입하여 일반주주로부터 대상회사의 주식을 매입하는 행위는 이사의 자기거래에 해당할 우려가 있다. 그러므로 이사회 승인을 없는 MBO는 위법한 이사의 자기거래로서 금지된다

101) 임무해태는 경영상의 판단을 부주의하게 하여 손해를 끼친 경우(경영의 과실)와 다른 이사 및 종업원의 위법행위 및 임무해태를 간과한 경우로 나누어 볼 수 있다(감사감독의무의 위반).

고 할 것이다. 문제가 되는 것은 이사회의 승인이 있으나 MBO의 대가가 불공정한 경우이다. 이러한 경우 이사회의 자기거래에 관하여 이사회의 승인을 요하는 것은 결국 불공정한 거래를 방지하기 위함을 이유로 이사회의 자기거래의 승인이 효력이 없다고 하는 견해도 있다.<sup>102)</sup> 그러나 이사회의 자기거래의 승인이 있더라도 불공정한 대가로 MBO를 한 이사의 책임이 없어지는 것이 아니고, 또한 이사회의 승인이 이사의 행위에 대한 면책사유가 될 수 없기 때문에<sup>103)</sup> 이사회의 승인 이외에 MBO에 대한 공정한 대가의 지급을 확보하는 법적 절차를 마련할 필요가 있다. 미국에서는 델라웨어주법상 MBO는 전체적인 공정성기준이라는 엄격한 기준이 적용되고, 독립위원회에 의한 승인이 실무상 정착되어 있다.<sup>104)</sup> MBO는 경영자 자신이 매수자로서 직접·간접적으로 참여하는 것이기 때문에 가장 이익상반의 가능성이 높고, 앞으로 건수가 증가할 것이 예상되기 때문에 행위규범의 대상으로 할 의의가 있다. MBO에 대하여서는 이익상반에 의한 피해의 방지를 철저하게 하도록 일정한 행위규범을 충실하게 하는 것이 바람직하다.<sup>105)</sup>

한편 증권거래법상 상장법인은 원칙적으로 당해 법인의 이사, 감사, 주요주주 등을 상대방으로 하거나 그를 위하여 담보를 제공하거나 채무의 이행을 보증하는 행위 등이 금지된다(증권거래법 제191조의 19 1항). 그러므로 현재 우리나라에서는 MBO를 할 수 없는 것으로 해석할 여지가 강하다. 그러나 이에 대하여는 합리적인 해석을 통하여 그 유효성 또는 적법성이 인정될 수 있다고 하는 견해도 있다. 즉, 「이 규정은 회사에 의한 담보의 제공 또는 채무의 보증으로 인하여 회사와 이사간의 이해관계의 충돌이 인정될 수 있는 경우를 전제로 하며, 형식상으로는 이해관계의 충돌이 있는 상황이라도 실질적인 견지에서 그와 같은 행위가 회사의 이익을 해치지 아니하고, 오히려 담보제공 등을 통한 기업인수로 회사의 재무구조가 개선되고 미래의 수익가치가 향상될 수 있는지의 여부를 종합적으로 판단하여 담보제공 또는 채무보증의 위법성을 결정하여야 한다」는 것이다.<sup>106)</sup> 이러한 견해는 LBO/MBO를 활성화시키기 위한 교육지책적 해결방안이라고 생각된다. MBO에 있어서 경영진과 주주들간의 이해관계의 충돌을 완전히 배제할 수는 없더라도 절차적인 보호조치(procedural safeguards)에 의하여 최소화할 수 있고,<sup>107)</sup> 또한 기업지배권시장의 활성화 등을 위하여 MBO 등이 가능한 명확한 체제 및 제도의 확립을 위하여 입법조치를 할 필요가 있다.<sup>108)</sup>

### 3. 증권거래법상의 수시공시의무 등의 개선방안

LBO/MBO의 대상회사가 상장법인인 경우 이러한 거래내용이 증권거래법에 따라 수시공시의무의 대상인가의 여부에 대하여 검토해 보고자 한다. 어느 범위까지 현행법의 공시의무

102) 김재형/최장현/박종렬, 전계논문, 361-362면.

103) 이사회의 승인을 얻어 거래한 결과 회사에 손해를 가하였을 때에는 그 거래한 이사는 상법 제399조 제1항에 따라 손해배상책임을 지며, 이사회에서 승인결의에 관성한 이사도 연대하여 책임을 진다(상법 399조 2항3항)(李哲松, 「會社法講義」, 박영사, 2007, 637면).

104) 한편, 영국에서는 독립한 제3자의 조언을 취득하여 이것을 개시할 필요가 있고, 다시금 이익상반이 있는 이사가 의견표명에 관한 이사회에 참가하지 않으면 이익상반의 내용은 주주에게 개시되지 않으면 안된다(The Panel on Takeovers and Mergers “The City Code on Takeovers and Mergers” <<http://www.thetakeoverpanel.org.uk/new/codesars/DATA/code.pdf>>).

105) 株式會社東京証券取引所 上場制度整備懇談會, 「上場制度整備懇談會中間報告」, 2007. 3. 27, 14-15면.

106) 송중준, “PEF와 M&A : LBO의 구조와 법적 문제,” 「금융법연구」(한국금융법학회), 제2권 제1호(2005), 74-75면.

107) 金莊式, 전계논문, 292면; Bill Shaw, op. cit., p. 158.

108) 송중준, “M&A法制를 둘러싼 최근의 爭點과 課題,” 「기업법연구」 제20권 제3호(2006. 9), 12면.

대상으로 파악할 수 있는가를 LBO/MBO의 기본적인 절차를 중심으로 검토해 보고자 한다. 특히, 대상회사의 경영진이 LBO/MBO를 실행하기 위하여 투자은행 등과 협상을 하고 있는 사실이 수시공시 의무의 대상이 되는가의 여부에 대하여 검토하고 또한 대상회사의 경영진이 그러한 LBO/MBO를 위한 협의중에 대상회사의 주식을 취득한 경우 이러한 행위가 증권거래법에서 금지하고 있는 내부자거래에 해당하는가의 여부에 대하여서도 간략히 고찰해 보고자 한다.

MBO의 경우에는 일반적으로 ① 이사가 대상회사를 매수하고자 결정하고 ② 회사경영진(다른 이사 등)과 상의하고 ③ 독립위원회의 승인을 얻고, ④ 이사회 승인을 거쳐 회사자산을 담보로 제공하고 이후 ⑤ 주주총회의 승인을 얻어 소수자주주를 축출하는 M&A 등을 행하는 순서로 이루어진다. 이 경우 ④나 ⑤ 단계에서는 그것은 증권거래법에서 정하고 있는 공시사항에 해당하는 것으로서 그 사실 또는 이사회의 결의내용을 지체없이 금융감독위원회와 거래소에 신고하여야 한다(증권거래법 186조 1항). 문제는 ②와 ③의 단계에서 이러한 내용이 유가증권시장 또는 코스닥시장에서 투자자의 투자판단에 영향을 미칠 사항에 해당되어 신속하게 알릴 필요가 있는 공시내용이 되는가 하는 것이다(증권거래법 시행령 83조). 생각건대, 다른 이사들과 상의하는 ②의 경우는 아직 MBO의 준비단계로서 특별히 공시의 대상이 된다고는 할 수 없다. 그러나 ③의 경우와 같이 특별위원회를 구성하여 당해 이사들의 MBO에 대하여 승인하는 것은 투자자의 투자판단에 영향을 미치는 중요한 정보로서 공시 의무의 대상이 된다고 생각된다. 또한 증권거래법 제188조의2 제1항은 「...일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보를 직무와 관련하여 알게 된 자와 이들로부터 당해 정보를 받은 자는 당해 법인이 발행한 유가증권의 매매 기타 거래와 관련하여 그 정보를 이용하거나 다른 사람으로 하여금 이를 이용하게 하지 못한다」라고 규정하고 있다.<sup>109)</sup> 그러므로 만약 대상회사의 경영진이 그러한 LBO/MBO를 위한 협의중에 대상회사의 주식을 취득한 경우 그것이 내부자거래에 해당하는가가 문제된다. 적어도 위에 예시한 MBO의 일반적 단계에서 ③의 단계 이후부터 주식을 취득하는 것은 내부자거래로 보아야 하지 않을까라고 생각한다. MBO가 아직 준비단계일 때에는 성사 여부가 너무나 불투명한 이벤트이기 때문에 증권거래법상 공시대상인 투자판단에 중대한 영향을 미칠 정보라고 보기 어려우며, 따라서 경영진이 MBO 추진준비사실을 공시하지 않은 채 대상회사의 주식을 매입하였다 하더라도 내부자거래로 보기는 어렵다.<sup>110)</sup> 그러나 LBO에 관하여 대상회사의 내부승인절차가 진행중인 이후에는 당해 사실이 공개되기 전에 행하여진 경영진의 주식취득은 내부자거래의 금지대상이 된다고 본다.

#### 4. 폐쇄기업화와 관련된 문제

109) 동 조문에 의하여 우리나라에서는 법인 및 그의 임원·직원·대리인 등이 직무와 관련하여 알게 된 비공개된 중요 정보를 애널리스트 등에게 제공하고 당해 애널리스트로부터 정보를 입수한 자가 주식매매를 하는 경우에는 「개인적 이익」을 얻었는가의 여부를 묻지 않고 내부자거래로서 인정될 가능성이 높다(김건식, 「증권거래법」, 두성사, 2004, 180면; 강대섭, “공정공시에 관한 연구”, 「상사판례연구」 제18집 제1권 (2005. 3), 96면). 그럼에도 새로이 「공정공시제도」를 도입하여 특정인이 기업의 미공개정보를 이용하여 불공정거래를 행할 가능성을 사전에 예방하고 있다(증권거래소, 「공정공시제도 해설」, 증권거래소, 2002. 11, 1면; 박관훈, “증권애널리스트와 공정공시제도”, 「비교사법」 제10권 제1호(통권 20호), 2003, 608면). : 손영화, “證券 애널리스트에 대한 選擇的 情報開示의 規制-美國 SEC의 Regulation FD를 중심으로-”, 「한양법학」 제20집 (2007. 2), 279면).

110) 김화진·송옥렬, “상장폐지와 차입매수(LBO) 개관”, 「CFO」(한국CFO협회), 가을호(2004), 35면 참조.

일반적으로 상장폐지를 폐쇄기업화 또는 비공개화라고 부른다. LBO/MBO를 통하여 공개 회사의 주식을 모두 취득한 후, 상장을 폐지하는 폐쇄기업화거래를 달성하기도 하는데, 이 경우 퇴출되는 소수자주주의 보호가 문제된다.

### 1) 폐쇄기업화의 이유

공개회사를 전략적으로 폐쇄기업화하는 것은 ① 모회사가 자회사의 소수자주주를 배제하고, 모회사-자회사간의 이익상반문제를 불식하는 것에 의하여 그룹 내의 사업수행, 기업재편을 유연하고 효율적으로 실행할 수 있게 된다. 또한 ② 증권거래법상의 계속공시의무를 소멸시켜 이에 따른 감사비용·변호사비용 등을 삭감한다. ③ 단기적 이익을 얻는 것에 대한 시장으로부터의 압박 없이 장기적 관점에 서서 사업전략을 실행하기 쉬운 등의 여러 가지 동기 및 장점이 있다.<sup>111)</sup>

### 2) 현행 상법상의 한계

폐쇄기업화를 위해서는 합병 등의 경우 축출 소수주주에게 회사의 주식이 아닌 현금 및 기타 자산을 교부하는 방식의 합병을 하지 않으면 안 된다. 상법상으로는 합병의 대가로 주식 이외에 현금을 지급할 수 있는 근거를 두고 있기는 하지만, 어떠한 목적으로 어느 한도까지 합병교부금을 지급할 수 있는지에 관하여는 언급하고 있지 않다. 합병교부금을 합병비율의 단수조정 및 그 밖의 합병과 관련하여 지급되는 일체의 금전을 포함하는 개념으로 인정하는데,<sup>112)</sup> 학설은 2가지로 나뉘어 있다. 하나는 이러한 합병교부금은 합병비율의 단수조정을 위한 필요불가결한 범위 내에서만 인정된다는 견해이다.<sup>113)</sup> 다른 하나는 피합병회사의 주주에게 합병회사의 주식을 1주라도 교부하면 합병비율의 단수조정 이외의 합병교부금 지급이 허용된다는 것이다.<sup>114)</sup> 기업조직재편의 대표적인 수단인 합병의 활용도를 높이기 위하여 합병교부금의 넓은 허용을 주장하는 후설이 타당하다고 생각한다.

### 3) 외국의 입법에 및 상법 개정안

미국의 경우에는 회사법상 현금만의 지급에 의한 합병(cash-out merger)이 인정되고 있다. 일본의 경우에도 2005년 공포된 「회사법」에서 이른바 3각합병 및 교부금합병이 가능하도록 합병의 경우 소멸회사의 주주 등에 대하여 존속회사 등의 주식을 교부하는 것 없이 금전 기타 재산을 교부하는 것 및 대가를 교부하지 않을 수 있는 것으로 하고 있다(일본 회

111) 内幹 裕佐粧明子, “日本におけるMBOの普及・活性化に向けて(中)”, 「商事法務」 제1538호(1999. 9. 25), 11면.

112) 그 밖에 합병교부금이 지급되는 사유로는 ① 이익배당을 위한 경우, ② 실질적으로 감자환급을 위한 경우, ③ 불량자산의 처리에 의한 경우 등이 있다. 이 중에서 ② 감자환급을 위한 경우가 인정되는가의 여부에 다툼이 있다. 청산절차를 거치지 아니하고 해산회사의 재산을 분배하는 것이 되어 합병의 본질상 허용될 수 없다는 입장과 합병과 유사소각에 의한 자본감소를 동시에 하는 것으로 그 내용이 합병계약서에 기재되는 한 위법은 아니라는 입장이 그것이다. 후설을 지지한다.

113) 송중준, “폐쇄기업화거래의 공정요건과 소수주주의 보호”, 「상사법연구」 제19권 제1호(2000), 235면.

114) 홍진기, “주식회사의 합병에 있어서의 교부금”, 「법학의 제문제」(중앙리보사, 1977), 385면; 김재형, “미국에서의 합병대가의 유연화와 소수주주축출에 관한 입법의 변천과 법원의 대응”, 「기업법연구」 제18권 제1호(2004. 9), 57면; 최성근, “합병교부금의 허용범위에 관한 해석론·입법론”, 「상사법연구」 제23권 제2호(2004), 403-404면.

사법 749조 1항 2호, 751조 1항 3호, 758조 4호, 760조 5호, 768조 1항 2호, 770조 1항 3호).<sup>115)</sup>

우리나라의 경우에도 2007년 9월 11일 국무회의에서 의결된 상법개정안에 의하면 특정 주주가 주식의 대부분을 보유(발행주식총수의 95퍼센트 이상)하는 경우 지배주주가 소수자 주주의 주식을 공정한 가격에 매입할 수 있도록 하고 있다(개정안 360조의24 제1항). 주식의 매도청구를 할 경우에는 미리 주주총회의 승인을 받아야 하는데(동조 3항), 주주총회의 소집통지서에는 ① 지배주주의 회사 주식의 보유 현황, ② 매도청구의 목적, ③ 매매가액의 산정 근거와 적정성에 관한 공인된 감정인의 평가 및 ④ 매매가액의 지급보증에 관한 사항을 기재하여야 하고, 매도를 청구하는 지배주주는 주주총회에서 그 내용을 설명하여야 한다(동조 4항 각호). 또한 소수자주주의 보호를 위하여 지배주주가 있는 회사의 소수자주주는 언제든지 지배주주에게 그 보유주식의 매수를 청구할 수 있도록 하고 있다(개정안 360조의 25). 우리나라의 상법 개정안에서는 공정한 가격에 의한 주식매도가격의 산정을 보장하고, 95% 이상의 주식을 소유한 지배주주가 있는 경우 소수자주주에게 주식매수청구권을 행사할 수 있도록 하면서, 주주총회의 관리비용을 줄이고 소수자주주의 출자회수의 기회를 부여하기 위하여 소수자주식의 강제매수제도를 도입하고 있는 것이다. 또한 개정법안은 흡수합병의 경우에 소멸하는 회사의 주주에게 그 대가의 전부 또는 일부를 금전이나 그 밖의 재산(사채나 모회사의 주식 등)을 제공할 수 있도록 규정하고 있다(개정안 523조 4호). 우리 상법 개정안에서는 현금을 대가로 하는 교부금합병을 인정하고 있는 것이다. 이와 같이 합병 대가의 유연화로 인하여 기업가치를 증대시킬 수 있는 기업행위의 기회가 확대될 것으로 생각된다.<sup>116)</sup> 그러나 상법 개정안에는 교부금합병으로 인하여 축출되는 소수자주주를 보호하는 직접적인 규정은 존재하지 않는다. 미국법상의 전체적인 공정성기준을 참고하여 보완하여야 할 것으로 생각된다. 즉, LBO/MBO에 있어서 교부금합병에 의하여 축출되는 소수자주주의 보호를 위하여 합병의 공정성을 확보하지 않으면 안 된다. 전술한 미국 델라웨어주법상의 전체적 공정성기준에 따라 거래공정성에 관한 입증책임을 회사(또는 지배주주)에게 부과할 필요가 있다. 또한 교부금합병에 있어서 ① 관련 모든 정보를 공개하고(투자은행에 의한 공정성보고서의 공개를 포함), ② 독립한 특별위원회에 의한 승인을 받도록 하고, ③ 축출되는 소수자주주에 의한 과반수의 찬성을 얻을 것을 요구하는 것이 바람직할 것이다.<sup>117)</sup>

## 5. 형법상 배임죄와 관련된 문제

회사의 이사가 임무에 위배되는 행위를 함으로써 재산상의 이익을 취득하거나 제3자로 하여금 이를 취득하게 하여 회사에 손해를 가한 때에는 형법상 업무상 배임죄(형법 356조)가 성립할 수 있다. 따라서 LBO에 있어서 인수자가 대상회사의 경영권을 인수하기 위하여 대상회사의 자산을 담보로 제공하는 행위가 형법상 배임죄에 해당될 수 있는지의 문제가 제기될 수 있다.

### 1) S&K World 사건 고등법원판결<sup>118)</sup>

115) 相澤 哲, 「立案担当者による新会社法の解説(別冊 商事法務 295号)」, 商事法務, 2006, 184면.

116) 권중호, “2006년 회사법개정시안의 주요내용,” 「상사법연구」(한국상사법학회), 제25권 제2호(2006), 329면.

117) 김재형, “M&A대가의 유연화와 현금지불합병,” 「비교사법」 제40권 제4호(2003. 12), 365-366면; Richard A. Booth, op. cit., p. 661.

118) 서울고등법원 제6형사부 2004.10.6.선고 2003노3322.

본 사건의 개요는 다음과 같다. 인수인은 회사정리절차가 진행 중인 甲회사(신한)를 인수하기 위하여 서류상 회사인 乙회사를 설립하고 대표이사로서 종합금융 주식회사(이하 종금이라 약함)로부터 350억원을 대출받으면서, 그 담보를 위하여 乙회사가 甲회사의 유상증자에 참여하여 취득하게 될 甲회사의 신주 520만 주(1주 액면 5천원)에 대하여 종금에게 근질권을 설정하여 주고, 乙회사가 甲회사를 인수한 후에 甲회사의 소유인 이 사건 담보부동산에 대하여 종금에 근저당권을 설정하여 주기로 약정하였다. 위 약정에 따라 乙회사는 위 대출금으로 인수한 甲회사의 신주 520만 주에 대하여 종금에 대하여 근질권을 설정해 주었다가 인수인이 甲회사의 대표이사로 선임된 다음 여러 차례에 걸쳐 甲회사의 부동산에 대하여 근저당권을 설정하여 주고 종금으로부터 위 신주를 반환받았다. 이에 이른바 LBO 방식으로 기업을 인수하면서 피인수기업의 자산을 담보로 제공한 행위가 업무상 배임죄를 구성하는가의 여부 등이 다투어졌다.

서울고등법원은 LBO방식의 기업인수에 있어서 LBO방식을 이용하였다는 이유만으로 피인수회사에 손해를 발생시키고 인수자가 그에 상응하는 이익을 얻은 것이라고는 볼 수 없다고 하였다. 그리고 LBO방식에 의하여 피인수회사의 자산을 담보로 제공함으로써 피인수회사에 담보처분의 위험성을 초래하였다 하더라도 이를 통하여 피인수회사도 기존 채무의 소멸 등의 이익을 얻게 되는 이상 인수자가 피인수회사의 자산을 담보로 제공하였다는 점을 들어 곧바로 인수자에게 당시 배임의 범의가 있었다고 단정할 수는 없다고 하였다.

서울고등법원은 인수인이 LBO방식을 이용하여 신한을 인수하고 신한의 자산을 담보로 제공하게 된 과정과 기업인수 후에 드러난 여러 정황 등 제반 사정들을 종합적으로 고려하여 인수인이 업무상 배임죄를 구성하지 않는다고 하였다.

### 2) S&K World 사건 대법원판결<sup>119)</sup>

고등법원과는 달리 대법원은 동 사건에 대하여 다른 판결을 내렸다. 대법원은 기업인수에 필요한 자금을 마련하기 위하여 그 인수자가 금융기관으로부터 대출을 받고 나중에 피인수회사의 자산을 담보로 제공하는 방식(이른바 LBO(Leveraged Buyout) 방식)을 사용하는 경우, 피인수회사로서는 주채무가 변제되지 아니할 경우에는 담보로 제공되는 자산을 잃게 되는 위험을 부담하게 된다. 그러므로 위와 같이 인수자만을 위한 담보제공이 무제한 허용된다고 볼 수 없고, 인수자가 피인수회사의 위와 같은 담보제공으로 인한 위험 부담에 상응하는 대가를 지급하는 등의 반대급부를 제공하는 경우에 한하여 허용될 수 있다 할 것이다. 만일 인수자가 피인수회사에 아무런 반대급부를 제공하지 않고 임의로 피인수회사의 재산을 담보로 제공하게 하였다면, 인수자 또는 제3자에게 담보 가치에 상응한 재산상 이익을 취득하게 하고 피인수회사에게 그 재산상 손해를 가하였다고 봄이 상당하다. 부도로 인하여 회사정리절차(2006. 4. 1. 채무자 회생 및 파산에 관한 법률의 시행으로 회생절차로 바뀜)가 진행 중인 주식회사의 경우에도 그 회사의 주주나 채권자들의 잠재적 이익은 여전히 보호되어야 할 것이므로, 피인수회사가 회사정리절차를 밟고 있는 기업이라고 하더라도 위와 같은 결론에는 아무런 영향이 없다고 하였다.

### 3) 판례의 평석

위와 같이 S&K World 사건에서 서울고등법원과 대법원은 LBO거래가 배임죄에 해당하는

119) 대법원 2006.11.9. 선고 2004도7027.

지의 여부에 관하여 서로 다른 논거를 제시하고 있다. LBO/MBO를 일률적으로 형법상 배임죄에 해당한다고 보게 되면 동 제도를 전혀 이용할 수 없는 폐단이 있다. 그러므로 어떤 범위 내에서 동 제도를 이용하는 것이 형법상의 배임죄에 해당하는가를 고찰할 필요가 있다.

LBO 방식에 있어서 담보제공으로 인한 담보처분의 위험성 증가를 바로 피인수회사에 대한 재산상 손해의 발생으로 인정하는 것은 합리성이 없어 보인다. 대법원은 인수인의 담보제공행위로 인하여 대상회사(신한)의 주요자산의 대부분이 대출금채무를 위한 책임재산으로 제공되어 장차 대출금채무의 미변제시 환가처분될 수 있는 위험을 부담하게 되었으므로 대상회사에게 재산상 손해를 가하였다고 하였다. LBO방식에 있어서 담보제공으로 인한 담보처분의 위험성 증가를 피인수회사에 대한 재산상 손해의 발생으로 보는 대법원의 논지는 LBO거래 자체를 성립할 수 없는 것으로 하여 국제적인 동향에 맞지 않다. 물론 이러한 문제는 입법에 의하여 해결하는 것이 보다 명확한 문제이다. 그러나 현행법의 해석에 있어서도 LBO거래에 있어서 인수대상회사의 자산을 담보로 대출하여 그 대출금으로 인수대상회사를 인수한 경우 당해 대출금으로 인수대상회사의 기존채무가 소멸되는 등의 이익을 얻고 있는 경우에는 이를 일률적으로 위법하다고 하는 것은 문제가 있다.<sup>120)</sup> LBO거래 전반을 살펴본 후에 당해 거래의 위법성 여부를 판단하는 고등법원의 판례태도가 보다 합리적이라고 생각된다.<sup>121)</sup>

업무상 배임죄에 대하여 경영판단의 원칙이 적용될 것인가의 여부에 대한 의론이 있으나, 업무상 배임죄는 고의범으로서 주의의무 위반의 여부를 다룰 때 입증책임을 편의롭게 하는 경영판단의 원칙은 직접 적용되지 않는다. 다만, 선관의무 위반에 대한 판단은 배임의 고의에 대한 판단에 포섭된다고 할 것이다. 그러므로 경영판단원칙의 근본취지 즉, 이사의 경영의사 결정에 어느 정도 폭넓은 재량을 인정하지 않을 수 없다는 취지는 법원이 이사의 업무상 배임죄의 고의를 판단함에 있어 당연히 참작되어야 한다.<sup>122)</sup> 회사에 손해를 끼칠 고의가 있었다면 당연히 선관의무를 위반한 것으로 볼 수 있으며, 반대로 과실로 선관의무를 위반하여 회사에 손해를 끼친 경우에는 그것이 비록 중과실에 해당한다고 할지라도 배임죄로 처벌할 수 없기 때문이다.<sup>123)</sup> 차입매수인이 정리절차에 들어간 기업의 경영진으로써 담보설정 등을 통한 프로젝트 파이낸싱(즉 LBO)을 회사를 희생시키기 위한 방편이 된다는 믿음으로

120) 사실관계에 의하면 인수회사가 취득한 대상회사의 신주와 정리채권 및 정리담보권을 차입금에 대한 담보로 제공하되, 대상회사의 인수가 성공적으로 완료된 후에는 문제된 대상회사의 부동산 및 예금에 담보를 설정하여 주기로 약정하였다. 이러한 약정은 신주와 정리채권에 대한 담보를 해지함으로써 그에 대한 처분권을 확보하고자 하는 인수회사의 이해관계와 담보가치가 불확실한 대상회사의 주식 및 정리채권보다는 부동산 및 예금에 대한 담보를 선호한 대출기관의 이해관계가 서로 맞아떨어져서 체결된 것으로 추측된다. 담보제공행위는 본 건 인수거래와 별도의 독립된 거래가 아니라 신주 및 정리채권인수와 서로 불가결의 관계에 있는 인수거래의 일부였다고 볼 여지가 많아 보인다(박태현, 전계논문, 225면 참조).

121) 대법원의 판결에 대해서는 ① 매입자본이 없는 기업인수의 모럴헤저드를 단죄하려는 정책적 기획에서 이루어진 것이라고 보는 견해(이상돈, “차입매수와 배임죄,” 「제125회 정기세미나 발표자료」(한국증권법학회, 2006. 12.23)), ② 오로지 인수자의 이익을 위한 담보제공의 적법성을 인정하기는 어려우므로 판시 자체는 최소한 법적으로는 큰 문제가 없으나 판시내용을 엄격히 해석·적용할 경우 LBO거래구조를 실행시키기 어렵게 되어 향후 M&A 시장을 위축시킬 우려가 있다는 견해(강희철, “경영판단의 원칙에 관한 지정토론,” 「인권과 정의」 제364호(2006. 12), 48-51면), LBO는 기업을 다시 일으켜서 중장기적으로 회사의 가치를 극대화하여 주주 및 채권자에 대해 이익이 되는 마스터 플랜하에서 추진되어야 하는데, 그러한 계획이 완벽하지 않았거나 소송과정에서 이를 충분히 납득하게 설명하지 못하였기 때문이라는 견해(송중준, “경영판단의 원칙에 관한 지정토론,” 「인권과 정의」 제364호(2006. 12), 57면) 등이 있다. 어떤 견해에 의하더라도 LBO/MBO거래에 대하여 앞으로 보다 유연한 접근을 요구하고 있고, 대법원 판결이 모든 LBO/MBO거래를 금지하는 것으로는 보고 있지 않다.

122) 박태현, 전계논문, 221면.

123) 박태현, 전계논문, 221면.

하였다면 배임죄의 형사책임을 귀속시켜서는 안 된다.<sup>124)</sup> 차입매수가 적어도 회사정리절차에 들어가 있는 기업에 대하여 이루어지는 한 ‘허용된 경영리스크’ 범위 안에 있는 것으로 볼 수 있다.<sup>125)</sup>

또한 인수자가 피인수회사의 이익을 위한다는 의사가 존재하여도 정당한 반대급부를 제공하지 않았다면 자신의 이득 또는 가해의 의사를 주된 것으로 파악하는 대법원의 논지 역시 타당하지 않다. 차입매수의 경우 인수대상회사의 경영정상화가 이루어지지 않으면 인수자 개인의 이익도 얻을 수 없다. 그러므로 인수자는 자신과 인수대상회사 모두에게 동시에 이익이 되고자 하는 의사를 가지고 있다고 보아야 하며, 이러한 의사가 존재하는 한 배임죄의 고의인 불법이득의사는 인정되지 않는다고 할 것이다.<sup>126)</sup>

#### IV. 결론

이상에서 미국의 델라웨어주 판례법을 중심으로 LBO/MBO에 대한 법적인 문제를 살펴본 후 우리나라에서 특히 문제가 될 수 있는 몇 가지 법적 문제에 대하여 검토해 보았다. MBO에 참가하는 경영진은 한편으로 가능한 한 싸게 회사를 구입하려고 하는 개인적 이익을 가지는 반면 다른 한편으로는 가능한 한 높게 회사를 매각해야 하는 신인의무자로서의 지위도 가지고 있어 첨예한 이익충돌의 위험성이 있다고 할 수 있다. 그러나 델라웨어주 법원은 이와 같은 이익충돌의 위험성을 이유로 MBO를 일률적으로 인정하지 않는 것이 아니라 MBO에 참가하는 경영진이 신인의무자로서의 역할을 제대로 수행하였는가의 여부를 가지고 MBO의 유효성을 검토해 왔다. 이에 더하여 델라웨어주 법원은 MBO의 경우 전체적인 공정성에 의한 심사가 요구된다고 판시하고 있다.

우리나라의 경우 앞으로 LBO/MBO시장이 발달할 요인이 상당히 많다. 예컨대, IMF 이후 외자기업의 시장 참가 등에 따른 자본가 진행된 점과 자본시장통합법 등에 의한 금융 빅뱅(big bang)의 가능성이 고조되고 있는 점 등을 생각할 때 적어도 우호적인 기업매수·합병의 증가가 예상된다. 또한 우리나라 기업이 타인자본 비율이 높은 것이나 종업원의 회사경영에 대한 관심이 높은 사정 등도 향후 우리나라에서 MBO시장이 활발하게 이루어질 가능성이 높다고 생각된다.

생각건대, LBO/MBO의 경우에는 관련 주체간의 이해관계가 합리적으로 잘 조정되고, 투명하고 책임 있는 LBO/MBO가 이루어 질 수 있는 법적인 토대를 제공해 주는 것이 중요하다고 본다. 다시 말해, LBO/MBO 조건의 정당성에 대한 사법심사 또는 시장에 의한 심사를 위한 기준을 확립하는 것이 필요하다.<sup>127)</sup>

우선, LBO/MBO에 있어서 이사들이 부담하는 책임이 명확하지 않으면 안 된다. 특히 MBO에 참가하는 이사들이 회사에 대하여 당해 사항을 개시하고 객관적이고 독립적인 특별위원회 등으로부터 그에 대한 승인을 받고, 이사회 승인절차와 주주총회의 승인을 받는 경우 그에 대하여 MBO 참가 이사들이 법적인 책임을 지지 않는 방향으로 입법 내지 해석되지 않으면 안 된다. 델라웨어주 판례법에서는 주주총회에서의 승인을 소수주주들에 의한 과반수 승인을 요구하고 있는데, 우리나라의 현행법의 해석에 의하여도 동일한 결론에 도달

124) 이상돈, 전계발표논문, 4-6면 참조.

125) 이상돈, 전계발표논문, 8면.

126) 이상돈, 전계발표논문, 9면 참조.

127) 金莊式, 전계논문, 297면.

할 수 있다. 즉, MBO에 참가하는 이사들이 주주총회에서 MBO의 가부에 대한 의안을 결의하는 경우 참가 이사들이 이미 취득하여 소유하고 있는 주식은 의결권을 행사할 수 없다. 주주총회의 결의에 관하여 특별한 이해관계가 있는 자는 의결권을 행사할 수 없기 때문이다(상법 368조 4항). 그러므로 우리나라의 경우에도 델라웨어주와 마찬가지로 이해관계 없는 주주들에 의하여 주주총회에서 결의하게 된다. 다만, 특별위원회의 존재는 우리나라의 현행 법상 강제되고 있지 않다. 그러나 미국 관례법에서와 마찬가지로 MBO에 참가하지 않는 이사들에 의한 특별위원회가 존재하여 MBO 등에 대하여 심사하는 경우에는 당해 MBO에 대한 법적인 문제를 회피할 수 있는 가능성이 커지게 될 것이다. 다시 말해, 독립한 특별위원회가 존재하는 경우 MBO의 절차 및 내용의 적법성을 강하게 추정받을 수 있을 것으로 생각된다.

다음으로 LBO/MBO에서 비롯되는 합병과 관련된 소수주주의 축출 및 그에 따른 소수주주의 보호에 대한 방안을 마련하지 않으면 안 된다. 주주관리비용의 절감 및 경영의 효율성을 향상시키기 위하여서 그리고 소수주주를 보호하기 위하여 합리적인 소수주주의 축출을 위한 방안을 마련하지 않으면 안 된다. 지배주주가 회사 주식의 일정 비율 이상을 소유하고 있는 경우 강제적으로 소수주주를 축출할 수 있는 제도의 정비가 요구된다. 참고로, 상법 개정안에서는 제360조의24부터 제360조의26을 신설하여 소수자주식의 강제매수제도를 도입하고 있다. 그에 따르면, 지배주주가 발행주식총수의 95퍼센트 이상을 보유하는 경우 소수자주주의 주식을 공정한 가격에 매입할 수 있도록 하고 있다. 한편, 개정안은 소수자주주도 지배주주에게 주식매수청구권을 행사할 수 있도록 하여 소수자주주를 보호하기 위한 하나의 방안을 마련하고 있다.<sup>128)</sup> 그러나 상법 개정안에는 공정한 가격에 대한 합리적인 보장을 하고 있지 못하다. 미국 델라웨어주법상의 전체적 공정성기준에 따라 거래공정성에 관한 입증책임을 회사(또는 지배주주)에게 부과하는 등의 입법적 보완이 요구된다.

LBO/MBO의 경우 경영진의 담보제공행위에 따른 회사자산상태의 악화로 인하여 회사채권자의 보호가 문제될 소지가 있다. 그러나 LBO/MBO와 관련된 정보가 적시에 공시되는 경우에는 회사채권자에 대한 현행 법체계하에서도 특별한 문제가 발생할 것으로는 보이지 않는다. 즉, LBO/MBO에 따른 정보공시에 의하여 자신의 채권변제에 대하여 문제가 발생할 소지가 있다고 보이는 채권자는 채권자 이의제기에 따라 담보제공을 받거나 또는 채권변제를 받으면 될 것으로 보인다. 경우에 따라서는 LBO/MBO에 의한 회사자산의 담보제공행위에 대하여 채권자취소권을 행사하는 것도 가능할 것이라고 생각된다.

LBO/MBO는 기업의 구조조정을 위한 M&A를 활성화할 수 있는 제도로서 이에 대하여 일률적으로 금지하기 보다는 합리적인 범위 내에서 이를 허용하는 방식으로 입법 내지 해석하는 것이 필요할 것으로 사료된다. 새로운 경제현상에 대하여 법이 금지하기 보다는 합리적으로 규제하는 방향으로 입법·운용되어야 할 것이다.

128) 상법(회사편) 일부개정법률안(정부안), 2007. 9. 12, 4면 <<http://www.moj.go.kr/>> 참조.