

회생절차 M&A 방식에 대한 고찰

조 영 운*

目 次

- | | |
|----------------------|--------------|
| I. 들어가면서 | IV. 스톡호스매각방식 |
| II. 회생절차 M&A 방식의 개관 | V. 맺음말 |
| III. 회생절차 M&A에서 고려사항 | |

I. 들어가면서

코로나19 이후 경제환경의 급속한 변화에 따라 기업과 경제부문 전체의 효율성을 제고하기 위한 구조조정의 필요성이 고조되고 있다. 특히 경제적 효율성 회복을 위한 기업구조정수단의 일환으로서 M&A는 어느 때보다 절실하다고 할 수 있다.

M&A(merger and acquisition)는 합병과 매수(또는 인수)를 포괄하는 개념으로서 회사의 합병, 영업의 양수, 지배주식의 취득 등의 방법으로 회사의 지배권 내지 경영권을 직접 혹은 간접으로 취득하는 여러 가지 형태의 행위를 총칭한다.¹⁾ 회생절차에서의 M&A는 M&A를 통하여 회생담보권과 회생채권에 대한 변제재원을 일시에 확보하고 회생회사의 재무구조를 개선하여 회사로서의 존속이 가능하도록 하는 것을 목표로 하고, 절차의 공정성과 투명성을 강조하여 일반적인 M&A에 비하여 비교적 복잡한 절차를 거친다.

■ 투고일자 : 2023년 11월 19일, 심사일자 : 2023년 12월 14일, 게재확정일자 : 2023년 12월 21일.

* 법무법인(유) 지평 회계사/ 부산대학교 법학전문대학원 법학과 전문박사과정

1) 서울회생법원 재판실무연구회, 회생사건실무 하권(제5판), 박영사, 2019, 190면.

현재 회생절차에서는 계속기업(going-concern)으로서 영속성과 자본충실을 위하여 제3자 배정 유상증자방식을 원칙적으로 적용하고 있다. 또한 매각방식에 있어서 입찰을 통한 공개매각방식(공개경쟁입찰방식)을 원칙으로 하되 최근에는 스톡홀름 매각방식이 점차 확대되는 추세에 있다.

이 글에서 회생절차에서의 M&A와 일반적인 M&A가 각 단계별로 어떠한 차이점이 있고 그 의미는 무엇인지 살펴보고 절차 개선이 필요한 사항을 검토하고자 한다.

II. 회생절차 M&A의 개관

1. 회생절차에서 M&A 현황

현재 회생기업이 M&A를 진행하였거나 진행하고 있는 사항에 대한 정보를 확인할 수 있는 방법은 대법원 홈페이지 공고, 신문기사나 매각광고 등으로 상당히 제한되어 있고 대법원이 각 회생법원의 M&A 통계를 수집하여 공표하고 있지 않기 때문에 얼마나 많은 회생기업이 M&A를 추진하고 있는지, 회생기업이 진행한 M&A 방식이나 회생기업이 속한 업종이나 회사 규모 또는 성공 여부 등에 대한 정보는 구체적인 확인이 어렵다. 대법원 홈페이지 '회생회사 M&A 공고'에는 M&A를 진행하고 있는 모든 회생기업의 매각공고가 포함된 것은 아니지만²⁾ 공고된 M&A 진행 건수를 정리하면 다음과 같다.

<표1> 회생회사 M&A 공고상 M&A 진행 건수³⁾

연도	건수
2020년	5
2021년	10
2022년	22
2023년 6월	21

2) 회생법원이 '대법원 회생회사 M&A 공고'에 반드시 이를 공고해야 할 법적 의무는 없다. 실제 진행하였거나 진행하고 있는 회생기업 M&A 숫자는 훨씬 많을 것으로 예상된다.

3) 대법원 회생회사 M&A 공고(<https://scourt.go.kr/portal/notice/mainfo/MaNoticeList.work>)
(2023. 6. 20. 확인)

위의 M&A 진행 건수에서 특이한 점은 2022년 이후 회생기업 M&A가 그 이전에 비교해 급격히 증가하고 있다는 사실이다. 특히 2023년은 상반기에만 2022년 연간 M&A 건수에 다다를 정도로 회생기업의 M&A가 활성화되고 있다. 코로나19 극복과정에서 시행된 유동성 공급과 기업지원 정책이 종료하고, 고금리와 경기악화가 회생신청의 증가로 이어지고 있고, 이에 따라 회생기업의 M&A도 증가하고 있는 것으로 보인다.

2. 다른 절차와의 비교

(1) 일반적인 M&A와 회생절차에서의 M&A의 비교

일반적인 M&A는 기업 지배권을 양도하는 데 목적을 두고 주로 대상회사의 주식을 양수도하는 방식으로 진행된다. 그러나 회생절차에서의 M&A는 회생회사 채권자의 채무변제와 회생회사의 재무구조의 개선을 위하여 회생법원이 개입되어 절차가 진행되고, 투자계약의 이행 및 M&A를 내용으로 하는 회생법원의 회생계획안 인가로서 투자계약의 효력이 발생하며, 회생절차의 종결로서 인수자가 회생회사의 경영권을 온전히 행사할 수 있다.

<표2> 일반적인 M&A와 회생절차에서의 M&A 비교

구분	일반적 M&A	회생절차 M&A
목적	기업 지배권 양도	채무변제, 재무구조 개선 등
주된 방식	대상주식의 양수도	제3자 배정 유상증자방식
효력 발생	계약의 이행	계약의 이행 및 회생계획안의 인가
관련 규정	상법, 자본시장과 금융투자업에 관한 법률	채무자 회생 및 파산에 관한 법률

상법상 M&A와 비교할 때 채무자 회생 및 파산에 관한 법률(이하 “채무자회생법”이라 한다)상 M&A는 여러 특칙이 존재한다. 회생절차에서는 구주 감자시 주주총회 특별결의나 채권자보호절차를 거칠 필요가 없고(채무자회생법 제264조), 회생회사의 부채가 자산을 초과할 경우 주주는 관계인집회에서 의결권이 인정되지 않으므로(채무자회생법 제146조 제3항 본문) 지배구조의 변경 측면에서는 일반적인 M&A에 비하여 쉽게 이루어질 수 있는 측면이 있다.⁴⁾

(2) 회생절차와 워크아웃절차 M&A의 비교

회생절차와 워크아웃절차 모두 공정성과 투명성이 강조되어 통상 입찰로 M&A가 진행되고, 양해각서 체결단계부터 매수희망자를 강력하게 구속하는 사례가 많으며, 대가 대금의 극대화만이 아니라 M&A 이후 기업의 안정적 경영 등 국민경제적 고려가 이루어진다는 점에서 두 절차는 공통점을 가지고 있다.⁵⁾

그러나 회생절차와 워크아웃 절차의 M&A는 다음과 같이 차이가 있다. 회생절차는 신주발행을 통한 M&A가 대부분이고 거래종결 이후에 거래종결일까지 변동 내지 차이를 반영하기 위한 가격조정은 불가능하다. 하지만 워크아웃절차는 구주의 양수도를 통한 M&A가 통상적이고 워크아웃기업의 주식가치를 보다 정확하게 반영할 수 있는 가격조정이 일반적으로 가능하다. 또한 회생절차에서는 기존 채무들이 회생채권으로 신고되어 채권조사절차를 거치고 있고 회생계획인가결정이 있는 때에 인정받지 못한 채권에 대하여 실권되므로(채무자회생법 제251조) 부외부채나 우발채무 등 추가 부실이 발생할 가능성이 거의 없다는 특수성이 있지만, 워크아웃절차에서는 금융채권자에 대한 채무는 기업구조조정협약(또는 자율협약)을 통하여 어느 정도 규모가 확정되는 반면 일반 채권자는 협약가입이 강제되지 않으므로 일반 채권자 관련 부외부채나 우발채무 등 부실이 추가로 발견될 가능성이 있다.⁶⁾

<표3> 회생절차와 워크아웃절차의 비교

구분	회생절차	워크아웃절차
법률	채무자 회생 및 파산에 관한 법률	기업구조조정촉진법
감독과 수행	회생법원의 감독하에 관리인이 수행	주관은행의 주도로 경영진이 수행
참여 채권	모든 채권(회생담보권 · 회생채권)	협약대상채권(금융기관채권)
가결요건	회생담보권의 3/4, 회생채권의 2/3, 주주의 1/2(부채가 자산을 초과할 경우)	협약대상채권의 3/4

4) 강인원, “기업구조조정수단으로서 M&A에 대한 기능적 고찰”, 법과기업연구 제9권 제3호, 2019. 12, 165면.

5) 양시경, 강은주, “M&A거래에서의 양해각서(MOU)에 관하여”, BFL 제47호, 서울대학교 금융법센터, 2011. 5, 36면.

6) 이병기, “M&A계약에 있어서 가격조정”, BFL 제68호, 서울대학교 금융법센터, 2014. 11, 53~54면.

3. 회생절차에서의 M&A 방식에 따른 특징

(1) 제3자 배정 유상증자 방식

제3자 배정 유상증자 방식은 제3자에게 유상증자를 통하여 회생회사의 신주를 배정·발행하는 방식으로 M&A 유형 중 가장 많이 활용되는 방식이다.

제3자 배정 유상증자 방식은 회생회사를 직접 경영할 의사와 능력이 있는 제3자에게 신주를 배정·발행하여 지배주주가 되도록 하고, 납입한 유상증자 대금으로 회생채권 등을 일시에 변제함으로써 개선된 재무구조를 바탕으로 회생회사가 회생절차를 종료하는 방식이다. 앞서 본 바와 같이, 회생절차에서는 기존 주식의 감자를 시행할 경우 주주총회의 특별결의나 채권자보호절차를 거칠 필요가 없고(채무자회생법 제264조 제2항, 상법 제439조 제2항, 제232조), 부채가 자산을 초과하는 경우 주주의 의결권도 인정되지 않으므로 지배구조 변경이 신속하고 경제적으로 이루어질 수 있다.⁷⁾

(2) 영업양도

영업양도는 영업 전부 또는 일부에 관하여 이를 해체하지 않고 조직화 된 총체, 즉 인적·물적 조직을 그 동일성을 유지하면서 일체로서 제3자에게 이전하는 방식이다.⁸⁾

회생절차에서의 영업양도 방식은 제3자 배정 유상증자 방식과 같이 주주총회 특별결의를 거칠 필요가 없고(채무자회생법 제261조 제2항, 상법 제374조 제2항) 반대주주의 주식매수청구권도 인정되지 않는다(채무자회생법 제261조 제2항, 상법 제374조의2). 영업양도는 여러 개의 사업부가 구분되어 있는 상태에서 제3자 배정 유상증자 방식을 이용할 경우, 적자가 발생하고 있는 사업부로 인하여 인수대금이 낮아지게 될 우려가 있는 경우나 회생회사의 이월결손금이 남아 있지 않은 상태에서 채무면제이익 등의 발생으로 추가적 조세부담이 발생할 경우, 진행 중인 소송사건으로 인하여 과다한 우발부채가 발생할 가능성이 높은 경우 등에서 이용된다. 그러나 영업양도는 제3자 배정 유상증자 방식과 달리 양도대상 자산과 부채를 포괄승계가 아닌 특정승계 절차를 거쳐야 하므로 이전에 따른 양도세나 취득세가 발생하여 실무적으로는 잘 이용되지 않는다.⁹⁾

7) 서울회생법원 재판실무연구회, 앞의 책(회생사건실무 하권), 193면.

8) 대법원 2013. 2. 15. 선고, 2012다102247 판결.

9) 실무상으로는 적자가 발생하는 사업부를 배제하고 특정 사업부만을 양수할 경우 회생회사를 분할하여 인수자가 분할회사를 양수하는 방식을 취한다.

한편, 회생절차개시 이후 회생계획인가 전에 필요한 경우 법원의 허가를 받아 채무자의 영업 또는 사업의 전부 또는 중요한 일부를 양도할 수 있다고 규정(채무자회생법 제62조 제1항)하고 있지만, 영업이나 재산의 전부 또는 일부를 양도하는 경우 회생계획에 의하도록 하고 있는 점(채무자회생법 제200조 제1항)에서 보면, 법원 허가만으로 영업양도하는 것은 원칙적으로 허용되는 것은 아니지만, 사업에 중요하지 않고 계속적 손실이 발생하는 예외적인 경우에는 법원 허가로서 영업양도가 가능하다.

이 글에서는 다른 언급이 없으면 회생절차에서의 M&A는 주로 이루어지는 제3자 배정 유상증자 방식에 의하는 것으로 한다.

4. 회생절차에서의 M&A에서 진행시기별 특징

(1) 회생절차개시 전 M&A

회생절차 개시신청 전부터 진행되었던 M&A 절차를 회생절차에서 이를 승인하면 기존 M&A 절차를 계속 진행할 수 있다. 개시신청 전부터 진행된 M&A 절차가 회생법원이 승인할 경우 회생회사의 신용도 하락에 의한 영업력 훼손을 방지할 수 있을 뿐만 아니라 회생절차를 신속하게 종결할 수 있게 되는 장점이 있지만, M&A 절차 진행의 공정성에 의문이 제기되고 인수조건이 부적정하거나 주요 채권자의 이의제기나 부동의 등의 사유로 회생법원이 이를 승인하지 않을 경우 회생절차개시 후 관리인은 새로운 인수자 선정을 위한 절차를 진행한다.

(2) 회생절차개시 후 회생계획인가 전 M&A

회생절차개시 후에 자본감소·신주 및 사채발행·합병 등 조직변경은 회생절차에 의하야만 하고(채무자회생법 제55조 제1항), 영업이나 재산의 전부나 일부를 양도하는 경우 회생계획에 그 목적물·대가·상대방 그 밖의 사항을 정하여야 하므로(채무자회생법 제200조) 신주발행과 자본감소를 수반하는 M&A는 회생계획에 의하는 것이 원칙이다. 회생회사의 관리인이 조기 M&A를 진행할 필요성이 있다고 판단하는 경우, 채권자의 요청이 있는 경우, 청산가치가 계속기업가치보다 높아서 회생절차가 폐지될 위험이 있는 경우 주로 회생계획인가 전 M&A를 추진하고 있다.

‘회생절차개시 후 회생계획인가 전 M&A’는 후술하는 ‘회생계획인가 후 M&A’와 절차

진행은 유사하지만, 회생절차는 원칙적으로 회생절차개시결정 이후 1년 이내에 가결되어야 하므로(채무자회생법 제239조 제3항) 회생계획인가 후 M&A에 비하여 시간적 제약이 있다는 점에서 차이가 있다.

(3) 회생계획인가 후 M&A

회생계획이 인가된 후 예상하지 못한 시장환경 변경이나 영업 부진 등으로 회생계획의 수행이 원활하지 않을 경우 또는 회생계획을 인가받을 당시 채권자의 요청이 있었던 경우 관리인은 회생계획인가 후 M&A를 추진한다. 관리인은 M&A 절차를 통하여 인수자와 투자계약을 체결한 후 변경회생계획안을 수립하여 회생법원으로부터 인가를 받은 후에 절차를 종료한다. 다만, M&A를 내용으로 하는 변경회생계획안이 부결되더라도 '회생절차개시 후 회생계획인가 전 M&A'와 달리 회생절차가 즉시 폐지되지는 않고 기존 회생계획의 수행이 가능하다면 기존 회생계획에 따른 수행이 계속된다.

5. 회생회사 M&A의 일반적인 특징

(1) 매도자(관리인, 법원) 중심의 절차

회생절차에서의 M&A는 법원 감독 하에 관리인이 중심이 되어 이루어지는 절차이다. M&A의 주관자인 관리인은 채무자·채권자·주주로 이루어진 공적 수탁자의 지위에 있어 이해관계를 두루 조정해야 하므로 인수자와 협상에 있어서 협상의 여지는 제한적일 수밖에 없다. 또한 이를 감독하는 회생법원이 개입하여 회생회사의 입장에서 절차 공정성을 우선시할 수밖에 없으므로 회생절차에서의 M&A는 매도자 중심의 절차가 진행된다고 할 수 있다.

회생절차에서의 M&A에서는 입찰을 통하여 우선협상대상자를 선정하고 그와 동시에 정해진 형식의 구속력 있는 양해각서를 체결하고, 인수예정금액의 일정 비율에 해당하는 금액을 이행보증금으로 예치하도록 하는데, 인수희망자의 귀책 사유로 본계약이 체결되지 않으면 그 반환을 청구할 수 없다.

일반적인 M&A에서도 구속력 있는 양해각서를 체결하고 이행보증금을 예치하는 경우도 있지만, 이때에도 매도인의 진술과 보증, 면책, 계약해제 등에 매수인의 보호장치를 두는 것이 일반적이지만, 회생절차에서의 M&A에서는 이행보증금의 반환을 청구할 수

있는 사유가 제한적이고 매수인의 보호장치를 인정하지 않고 이행보증금 몰취 규정을 두는 경우가 다수이다.

그 이유는 인수자의 인수대금으로 회생담보권과 회생채권을 변제하게 되므로 채권자를 비롯한 다수의 이해관계자가 참여한 구조조정이라는 점에서 확실한 거래가 중요하기 때문이다. 따라서, 투자계약의 해제는 상당히 제한된다고 할 수 있다.

(2) 회생회사의 갱생 추구

회생절차에서 M&A는 채권자에 대한 변제자금의 조달과 직접 경영할 능력과 의지가 있는 책임 있는 경영주를 확보하여 채무자의 안정적인 경영 구도를 확립하고자 하는 이른바 ‘채무자의 회생’이라고 할 수 있다. ‘채무자의 회생’이라는 목표를 달성하기 위하여 인수대금에서 유상증자 비율의 하한선을 설정하거나 유상증자비율이 증가할 때 가중치를 부여하여 우선협상대상자 평가에 반영하고 있고, 인수희망자가 회생회사를 발전시킬 의사와 능력을 우선협상대상자 평가에 반영하고 있고(인수 후 경영능력 평가), 인수희망자의 재무건전성과 종업원의 고용승계도 우선협상대상자 평가에 반영하고 있다. 또한 인수자가 인수 직후 경영권 변동은 가하거나 유상감자로 자금의 조기 회수를 막기 위하여 인수주식을 일정 기간 보호예수하도록 하고 있다.¹⁰⁾ 우선협상대상자 평가에서 입찰가격이 더 높은데도 불구하고 우선협상대상자로 선정되지 않는 경우는 특정 항목에서 원천적으로 배제되는 경우를 제외하고(예를 들면 자금조달증빙 불비, 별도의 실사기준 제시, 종업원 고용승계 거부) 회생회사의 갱생을 추구하는 과정에서 반영되는 상기 요인이 적용되기 때문이다.¹¹⁾

10) 구 실무준칙에는 인수자에게 발행된 신주의 50%를 1년간 주식예탁기관에 보호예수하는 방법으로 인수주식의 처분을 제한하는 규정이 있어 투자계약서에도 반영하였으나 현재의 실무준칙은 의무적 보호예수 규정을 삭제하였다. 그러나 실무에서는 여전히 의무적 보호예수규정을 두고 있는 경우가 많다.

11) 회생회사의 M&A에서는 재무적 투자자보다 전략적 투자자를 선호하는 것은 책임 있는 경영 주체를 찾기 위해서이다. 최근에는 회생담보권과 회생채권의 변제 측면에서 자금력을 갖춘 PEF에 회생회사를 매각하여 일시에 조기 상환할 수 있다면 PEF도 차별해서는 안 된다는 논의도 이루어지고 있다.

(3) 절차 진행의 신속성 도모

회생절차에서 M&A는 절차 지연을 막고 회생회사를 조기 안정시키기 위하여 M&A 진행이 결정되면 M&A 절차를 신속하게 진행한다. 구체적으로는 매각공고가 된 다음부터는 일정의 연기가 거의 없다고 할 수 있다. 매각공고에 따라 입찰이 마감되면 양해각서(MOU) 체결기한, 인수대금을 조정하기 위한 정밀실사 기간, 인수대금 조정 협상 기간, 본계약 체결 기간 연장을 인수자가 요청하더라도 연장 사유와 연장 기간이 제한되어 있을 뿐만 아니라 회생법원의 허가도 필요로 한다.

Ⅲ. 회생절차 M&A에서 고려사항

1. 일반적인 진행절차

회생절차에서 공개경쟁입찰방식에 의한 M&A 절차는 통상 다음의 과정으로 진행된다.

<표4> 회생절차 M&A 절차¹²⁾

	절차	예상소요 기간	비고
1	매각주간사 선정		
2	매각주간사의 실사 및 매각 준비	2주~5주	- 자산 및 부채 실사 후 청산가치와 계속 기업가치 산정 - 매각전략 수립
3	매각공고	2주~6주	- 매각공고 후 간략한 회사소개서 배포 - 마케팅 - 인수의향서 제출안내서 배포
4	인수의향서 접수		
5	예비실사	2주~4주	- 예비실사를 위한 데이터룸 오픈 - 입찰안내서 및 양해각서안 포 - 우선협상대상자 선정기준 작성
6	인수제안서 접수		- 입찰보증금 납입
7	우선협상대상자 선정	1주~2주	
8	양해각서 체결		- 이행보증금 납입

12) 서울회생법원 실무준칙 제241호 제13조 제1호의 표 참고.

	절차	예상소요 기간	비고
9	정밀실사	2주~4주	
10	인수대금 조정	2주~3주	- 양해각서에 인수대금조정의 요건과 기한 명시
11	인수계약 체결		- 양해각서에 인수계약 체결 기한 명시 - 계약금 납부
12	회생계획안 작성 및 제출		
13	인수대금 예치		- 집회기일 수 영업일 전 - 금융기관 발행 확약서 제공 또는 에스 크로계좌 예치 등
14	관계인집회 개최		

통상 양해각서 체결 시 이행보증금은 인수대금의 5%, 인수계약 체결 시 인수대금의 10%를 계약금으로 예치하며, 관계인집회 5영업일 전 인수대금의 전액을 예치한다.

2. 거래구조 설계단계

(1) 유상증자비용

일반적인 회생계획안에서는 회생절차의 종결 요소 중의 하나로 '총자산이 총부채를 안정적으로 초과할 것'이라는 점을 명시하고 있다. 또한 매각주간사의 M&A 성공보수는 '유입자금'의 일정 비율을 곱하여 정하는데, 이때 '유입자금'은 유상증자는 유상증자금액의 100%를 인정하지만, 회사채 발행은 회사채 발행액의 50%만 인정하고 있다. 이러한 점에서 볼 때 회생절차에서는 유상증자비용이 높은 것이 회생회사의 재무안정성에 유리하므로 인수금액의 일정 수준 이상은 유상증자할 것을 유도하고 있다.

반면 인수자 입장에서는 투자금 회수가 불확실한 유상증자보다는 투자금 회수가 용이한 회사채 인수 또는 전환사채를 선호한다. 유상증자비용이 높으면 인수자 입장에서 투자금 회수에 따른 불확실성이 높아져 인수금액 하락요인으로 작용할 수 있고, 반대로 회사채 인수비용을 높게 정하면 회생회사로서는 공익채권을 발생시켜 회생채권을 변제하는 것에 불과하므로 재무구조의 개선 효과가 없다.¹³⁾

13) 천경훈 편저, "우호적 M&A의 이론과 실무(제1권)", 소화, 2017, 80면.

유상증자비용을 어느 정도까지 할 것인지는 회생회사의 사정이나 해당 거래의 실정에 맞게 결정해야 하지만, 일정 수준 이상의 유상증자비용을 고수하기보다는¹⁴⁾ 회생회사의 이자상환능력이나 이자보상배율 등의 지표를 활용하여 인수의향자가 제시하는 회생회사의 향후 자본구조를 고려하여 유상증자비용을 탄력적으로 조정할 필요성이 제기되고 있다.

(2) 인수자의 인수 후 지분율

인수자의 입장에서는 회생회사 인수 후에 안정적 경영을 위해 100% 또는 절대적인 지분율을 확보되기를 원하지만 통상 양해각서나 투자계약서를 체결할 때는 인수 후 인수자의 지분율을 명시하지 않는다. 인수 후 지분율은 입찰과정이나 양해각서와 투자계약 체결단계에서 정해지는 것이 아니라 회생계획안에서 채권자와 협의하는 과정에서 최종적으로 정해지기 때문이다. 기존 주주의 주식은 전액 무상감자할 수 있지만, 회생채권의 출자전환으로 발행되는 주식은 회생채권자의 동의가 있어야 무상감자할 수 있다. 통상 비상장회사는 인수자가 회생회사의 100% 주주가 되더라도 회생채권자가 이를 제기하는 경우는 없으나, 상장회사의 경우 주주에게 의결권이 부여되므로¹⁵⁾ 주식의 일정한 시장가치를 요구하는 소액주주의 지분을 전액 무상감자하기도 어렵고 회생채권자도 출자전환된 주식에 대하여 일정한 대가를 요구하기 때문에 인수자가 100% 주주가 되기는 어렵다.

인수희망자가 인수 후의 지분율을 입찰 전에 예측할 수 없다면 인수대금도 그러한 리스크를 감안하여 회생회사의 실제 가치에 비하여 하향될 가능성이 있으므로, 양해각서나 투자계약서에 인수희망자가 예측 가능한 지분율의 범위를 벗어난다면 인수대금을 조정하도록 하는 인수자 보호장치가 검토되어야 한다.

14) 특별한 사정이 없는 경우 유상증자비용은 50%의 하한선을 적용하고 있는 경우가 다수이다.

15) 상장회사 회생절차개시신청의 경우 대부분 자산이 부채를 초과한다. 부채가 자산을 초과하는 경우는 회생절차개시신청 전에 이미 상장이 폐지되어 있거나 회생절차개시 이후 상장을 유지하기 어렵다. 자산이 부채를 초과하는 경우 주주에게 의결권이 부여된다(채무자회생법 제237조).

3. 우선협상대상자 선정

(1) 우선협상대상자 선정기준

회생회사의 관리인은 입찰제안서 마감 전에 우선협상대상자 선정기준을 작성하여 회생법원의 허가를 받는다. 입찰제안서는 회생회사나 매각주관사 사무실에 수령하지만, 입찰서 개봉은 주로 회생법원에서 이루어지는데, 회생법원은 우선협상대상자 선정기준에 대하여 허가한 후 회생법원의 주관하에 입찰서를 개봉하고 있다. 우선협상대상자 선정기준은 배포된 입찰안내서나 구두로 대략적인 가중치만 매각주관사가 인수의향자에게 안내하고 세부평가항목은 비공개로 하고 있다.

일반적인 M&A는 가격요인을 절대적으로 우선시하여 우선협상대상자를 선정하지만, 회생절차에서 우선협상대상자 선정기준은 여러 가지 요소를 고려하는데, ① 인수대금의 규모, ② 유상증자비율, ③ 신규자금 대여조건, ④ 자금조달증빙, ⑤ 인수희망자의 재무건전성, ⑥ 인수 후 경영능력, ⑦ 종업원 고용승계 및 고용안정에 대한 입장, ⑧ 양해각서 초안의 수정여부를 회생회사의 특성에 맞게 항목과 배점을 달리하여 평가한다.

또한 이러한 요소를 계량지표와 비계량지표로 나누어 계량지표는 매각주관사가 평가하고, 비계량지표의 경우 평가위원회¹⁶⁾가 구성되어 평가위원회가 평가한다.

<표5> 회생절차에서의 우선협상대상자 평가기준 예시¹⁷⁾

항목	배점	배점기준	
입찰금액	75 + a	$\{75\text{점} + (\text{입찰대금} - 700\text{억원}) \div \text{단위입찰금액}\} \times \text{가중치}$ · 매각대금 700억원, 유상증자 비율 50%가 75점을 획득할 수 있는 기준금액으로 설정. · 단위입찰금액: []억원 (입찰대금 []억원당 1점 변동)	· 유상증자 비율이 50%이면 가중치를 100%로 하고, 유상증자 비율이 1% 증가시마다 0.1%의 가중치 부여 · 최저매각가 미만의 입찰시 무효처리 · 유상증자 비율 50% 미만일 경우 무효처리

16) 평가위원회는 관리인, 감사(또는 구조조정담당임원), 매각주관사를 포함하고 상황에 따라 최대 회생담보권자, 최대 회생채권자, 근로자 대표를 포함하되, 3인 이상 홀수로 구성되는 것이 일반적이다.

17) 서울회생법원, 관리위원 직무편람, 2018, 243면

회사채 발행 조건	이자율	2	3.0% 이하		3.0% 초과 6.0% 미만			6.0% 이상		
			2점		1점			0점		
	만기	2	5년 이상		2년 이상 5년 미만			2년 미만		
			2점		1점			0점		
자금조달 증빙		6	100%	90%이상 100%미만	80%이상 90%미만	70%이상 80%미만	60% 이상 70%미만	50%이상 60%미만	50% 미만	
			6점	5점	4점	3점	2점	1점	무효	
주인수자의 재무건전성		5	국내 동업계 평균부채비율 미만인 경우		국내 동업계 평균부채비율 이상 1.5배 미만인 경우		국내 동업계 평균부채비율의 1.5배 이상인 경우			
			5점		2.5점		1점			
인수 후 경영능력		5	인수 후 장기적 회사 경영계획이 세부평가 항목 중 4가지 이상 포함한 경우		인수 후 장기적 회사 경영계획이 세부평가 항목 중 2가지 이상 4가지 미만 포함한 경우		인수 후 장기적 회사 경영계획이 세부평가 항목 중 2가지 미만 포함한 경우			
			5점		2.5점		1점			
종업원 고용승계 및 고용안정		5	고용승계를 5년 이상 보장한 경우		고용승계를 4년 이상 5년 미만 보장한 경우		고용승계를 3년 이상 4년 미만 보장한 경우			
			3점		2점		1점			
			구체적인 고용안정 프로그램을 제시한 경우				고용안정 프로그램의 세부계획이 미흡한 경우			
			2점				0점			
합계		100+ α								

(2) 최저입찰가격의 고려

우선협상대상자 선정과정에서 인수제안서를 평가할 때 통상 최저 입찰가격을 정한다. 최저 입찰가격은 청산가치를 기준으로 정하되 공익채권의 수준, 회생회사의 실질가치와 다수의 인수희망자가 있을 경우를 고려하여 청산가치보다 높게 정하기도 한다. 그러나 최저 입찰가격을 명시할 경우 인수희망자 사이의 경쟁을 통한 가격형성을 방해할 수도 있고, 청산가치가 조사위원의 조사보고서를 통해 공개되어 있거나 회사소개서 (Information Memorandum)를 통하여 인수희망자가 예측할 수 있는 상황이므로 입찰안내서에 명시하지 않는 경우도 많다.

(3) 예비협상대상자와 복수의 우선협상대상자 선정

회생절차에서의 M&A에서는 우선협상대상자를 선정하고 예비협상대상자를 추가로 지정하는 경우가 많은데, 예비협상대상자는 우선협상대상자와 협상이 결렬될 경우를 대

비한 것이다. 실무적으로는 예비협상대상자의 지정이 우선협상대상자에 대한 압박으로 작용하여 우선협상대상자와의 협상력을 높이는 수단으로 사용되기도 한다.

만약 입찰제안서상의 조건이 우열을 가리기 어려운 경우 또는 실제 사업가치는 없고 부동산 등 유형자산의 가치만 있는 경우 등에 있어서는 협상력을 높이기 위하여 복수의 우선협상대상자를 선정하기도 한다.¹⁸⁾

4. 양해각서 체결

(1) 구속력 있는 양해각서

우선협상대상자가 선정 통지 후 곧바로 양해각서를 체결하는데, 이때 체결하는 양해각서는 일반적인 M&A와 다르게 법적 구속력 있는 양해각서(binding MOU)가 체결된다. 회생기업의 M&A에서 법적 구속력 있는 양해각서가 체결되는 이유는 양도인이 갖은 우월적 지위나 협상력에 따른 것인데 구체적으로 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 법원의 허가를 받아야 하는 관리인의 협상권에 제약이 존재한다. 둘째, 매각절차의 공정성을 위하여 협상 결렬 시 양도인이 갖는 부담이 증대되어 있어 협상이 원활하지 않은 경우 다른 인수의향자와 쉽게 협상을 개시하기 어렵다. 셋째, 매각절차를 안정적으로 운영해갈 필요가 있으므로 양해각서를 체결한 후 본계약 체결을 거부하는 사태를 사전에 방지할 필요가 있다. 넷째, 본계약 협상대상을 축소할 필요가 있고 당사자의 협상중단 요청에 제한장치를 둘 필요성이 있기 때문이다. 따라서 법적 구속력 있는 양해각서의 체결은 안정적인 매각절차를 설계하고자 하는 양도인 측의 필요가 반영된 결과라고 할 수 있다.¹⁹⁾

한편, 양해각서에서 양도인인 회생회사에 일방적으로 유리한 또 다른 규정 중의 하나로 계약해제 시 우선협상대상자의 귀책사유로 해제될 경우(허위 서류 제출, 인수 철회·계약포기, 의무이행거절, 법상 인수자격이 없는 경영진의 참여 등)만을 열거하고 있고, 회생회사 측(회생회사, 회생법원, 및 매각주간사)에 대하여는 민형사상 책임을 면제하는 부제소약정을 하고 있다.

18) 사실상 영업을 중단한 상태에 있는 경우 회생회사의 재건보다는 ‘많고’, ‘확실한’ 인수대금의 유입이 주요 목표가 된다.

19) 천경훈 편저, 앞의 책(우호적 M&A의 이론과 실무(제1권)), 122~125면.

(2) 가격조정조항

회생절차의 M&A에서 인수대금 조정은 양해각서에 규정하게 되는데, 통상적으로 사용되는 양해각서상의 가격조정조항은 다음과 같다.

<표6> 가격조정조항의 예시²⁰⁾

제○조 (인수대금의 조정)

1. 제○조의 실사 결과 “회생회사”의 인수대상 자산총계에서 “회생회사”의 공익채권을 차감한 금액(이하 “실사결과금액”)이 매각주간사가 작성한 실사보고서상의 실사금액 기준 “회생회사”의 인수대상 자산총계에서 공익채권을 차감한 금액(이하 “조정기준금액”)의 5% 이내로 부족한 경우에는 “우선협상대상자”는 인수대금의 조정을 요청할 수 없으며, 실사결과금액이 조정기준금액의 5%를 초과하여 부족하고, 그 부족금액이 실사보고서상의 중대하고 명백한 오류 또는 누락으로 인하여 발생한 경우에 한하여, 아래와 같은 조건으로 인수대금의 조정을 요청할 수 있다.
 - 1) 인수대금 조정의 대상은 실사결과금액이 조정기준금액보다 부족한 금액 중 조정기준금액의 5%를 초과하는 금액으로 제한한다.
 - 2) 인수대금 조정의 최한도는 “우선협상대상자”가 제출한 입찰서류에 기재된 입찰금액의 5%로 한다.
2. 조정의 대상이 되는 자산과 부채는 실사보고서상 중대하고 명백한 오류 또는 누락에 의한 것에 한하며, 채권의 회수여부, 자산의 사용가치 또는 판매가치의 하락, 감정평가 등에 의한 자산 평가, 조세를 포함한 우발채무에 대한 현실화 가능여부 판단 등 평가에 관한 사항은 감액대상이 되지 않는다. 그리고 제○조의 실사기준을 벗어난 방식으로 산정된 금액은 인정되지 않는다.

위 예시에서 보듯이, 가격조정을 위한 우선협상대상자의 정밀실사(due diligence)는 정해진 실사기준에 따라 실사기준일 현재의 자산·부채가 적정하게 평가되어 있는지 확인하는 것에 한정되어 있다. 실사기준일 이후의 자산·부채의 변동을 원인으로 한 인수대금 조정요청은 일반적으로 인정하지 않는다. 조정사유 또한 중대하고 명백한 오류 또는 누락으로 제한적이다. 가격조정은 우선협상대상자가 실사한 순자산가치²¹⁾가 매각주간사가 실사보고서에서 평가한 순자산가치²²⁾의 5%를 초과하여야 가격조정을 요청할 수 있으며, 가격조정의 상한선도 입찰금액의 5%로 한정된다. 이러한 점에서 회생절차의

20) 부산지방법원 2012회합3 회생사건 등에서 사용된 일반적인 가격조항조항이다.

21) 위 예시에서는 ‘자산총계 - 공익채권’

22) 위 예시에서는 ‘자산총계 - 공익채권’

M&A에서의 가격조정은 일반적인 M&A에 비하여 상당히 제한적이다.

가격조정이 제한적으로 이루어지는 원인은 앞서 언급한 회생회사 M&A의 특수성 때문이다. 구체적으로 살펴보면 인수희망자에게 예비실사 기회를 부여하고 있는 점, 회생법원이 조사위원을 선임하여 제3자에 의한 실사가 이미 진행된 점, 매각주간사도 예비적인 실사를 하여 회사소개서를 배포하고 있는 점, 회생절차는 목록기재나 신고되지 않은 채무를 실권시켜 회생절차개시 전 우발부채의 발생가능성이 낮은 점, 회생절차개시 이후 회생법원의 감독하에 중요한 계약이 체결되고 영업상 채무가 발생하고 있어 회생절차개시 후 우발부채의 발생가능성도 낮은 점, 자금집행 내역을 회생회사가 법원에 제출하는 정기 보고서를 통해 회생채권자 등 이해관계인이 열람할 수 있는 점이 있기 때문이다. 따라서 일반적인 M&A의 실사과정에서 발생하는 중대한 문제가 회생절차 M&A에서 발생할 가능성은 크지 않기 때문에 가격조정이 제한적으로 이루어진다.

(3) 이행보증금의 몰취

이행보증금이 위약금이라면 손해배상액의 예정으로 추정되므로(민법 제398조 제3항) 법원이 이를 감액할 수 있다. 이행보증금이 위약벌이라면 법원의 재량에 의한 감액은 허용되지 않고 민법 제103조에 따라 전부 또는 일부가 무효가 될 수 있다. 이행보증금이 손해배상액의 예정 또는 위약벌 중 어디에 해당하는지는 계약서의 문구로만 판단할 것은 아니고, 손해의 전보를 위한 구제수단인지(손해배상액의 예정) 채무 이행의 확보를 위한 강제수단에 그치는 것인지(위약벌)를 검토해야 한다는 것이 학설과 실무의 태도이다.²³⁾

대법원은 위약금은 민법 제398조 제4항에 의하여 손해배상액의 예정으로 추정되므로, 위약금이 위약벌로 해석되기 위해서는 특별한 사정이 주장·증명되어야 하며, 계약을 체결할 당시 위약금과 관련하여 사용하고 있는 명칭이나 문구뿐만 아니라 계약 당사자의 경제적 지위, 계약체결의 경위와 내용, 위약금 약정을 하게 된 경위와 교섭과정, 당사자가 위약금을 약정한 주된 목적, 위약금을 통해 이행을 담보하려는 의무의 성격, 채무불이행이 발생한 경우에 위약금 이외에 별도로 손해배상을 청구할 수 있는지 여부, 위약금액의 규모나 전체 채무액에 대한 위약금액의 비율, 채무불이행으로 인하여 발생할 것으로 예상되는 손해액의 크기, 당시의 거래관행 등 여러 사정을 종합적으로 고려

23) 천경훈, “기업인수에 관한 법리와 실무”, BFL 제100호, 서울대학교 금융법센터, 2020. 3, 114면.

하여 위약금의 법적 성질을 합리적으로 판단하여야 한다고 판시하였다.²⁴⁾

<표7> 이행보증금·계약금 몰취 관련 판결 사례²⁵⁾

	사건명	계약단계	몰취대상	몰취금액 (비율)	계약서상 기재	법적 성질	감액 여부	비고
1	진영 ²⁶⁾	양해각서	이행보증금	100.5억(5%)	위약벌	위약벌	불가	회생
2	한국리스여신 ²⁷⁾	양해각서	이행보증금	55억(5%)	입찰보증금	손해배상액 예정	불가	일반
3	하이닉스 ²⁸⁾	양해각서	이행보증금	31억(10%)	위약벌	위약벌	불가	일반
4	쌍용건설 ²⁹⁾	양해각서	이행보증금	231억(5%)	손해배상액 예정	손해배상액 예정	불가	워크아웃
5	청구 ³⁰⁾	본계약	계약금	122.7억 (10%)	계약금	손해배상액 예정	불가	회생
6	극동건설 ³¹⁾	본계약	계약금	281.6억 (10%)	위약금	손해배상액 예정	불가	회생
7	현대건설 ³²⁾	양해각서	이행보증금	2755억 (5%)	위약금	손해배상액 예정	75%감액	워크아웃
8	대우조선해양 ³³⁾	양해각서	이행보증금	3150.1억 (5%)	위약벌	손해배상액 예정	40%감액	워크아웃

위의 판결 사례로 보면, 법원은 이행보증금이나 계약금을 위약벌로 보든지 손해배상액의 예정으로 보든지 감액을 허용하지 않았다. 그러나 현대건설 사건이나 대우조선해양 사건에서는 상당한 감액을 인정하였다. 특히 대우조선해양 사건에서는 위약벌로 기

24) 대법원 2016. 7. 14. 선고, 2012다65973 판결.

25) 박정제, “기업인수합병과정에서 이행보증금의 법적 성격에 관한 고찰,” BFL 제90호, 서울대학교 금융법센터, 2018. 7, 107면.

26) 대법원 2008. 2. 14. 선고 2006다18969 판결.

27) 서울고등법원 2011. 1. 7. 선고, 2010나16009 판결.

28) 서울중앙지방법원 2006. 6. 29. 선고, 2005가합40834 판결. 항소심에서는 11억 원을 반환하도록 하는 조정이 성립됨.

29) 서울고등법원 2012. 3. 29. 선고, 2011나21169 판결.

30) 대법원 2008. 11. 13. 선고, 2008다46906 판결.

31) 대법원 2007. 12. 13. 선고, 2006다29709 판결.

32) 대법원 2016. 3. 24. 선고, 2014다3115 판결.

33) 대법원 2016. 7. 14. 선고, 2012다65973 판결, 감액은 서울고등법원 2018. 1. 11. 선고 2016나10959 판결.

재되어 있음에도 손해배상에 정으로 판단하였다. 대우조선해양 사건에서 주목할 수 있는 점은 양해각서에 매도인인 대우조선해양에 대한 진술보증조항은 없고 매수인에 대한 편면적 위약금 규정만이 존재하여 양해각서 자체가 불공정하게 매도인에게 유리하게 작용하고 있다는 점이다.³⁴⁾ 대법원이 회생이나 워크아웃 절차에서 매도인인 회생회사 또는 워크아웃회사에게 일방적으로 유리한 양해각서가 작성되는 관행을 지적한 것이어서 향후 이러한 관행이 변경될지 주목되는 부분이다.

5. 회생절차의 종결

(1) 부인권 관련 소송과 회생절차 종결

회생절차에서의 M&A는 회생절차 종결을 통해서 정상 회사로 탈바꿈하는 과정으로서 인수자는 회생계획인가³⁵⁾ 후 회생채권 등을 변제한 후 회생법원이 회생절차를 조속히 종결해줄 것으로 기대한다. 그러나 부인권과 관련한 소송이 계속되어 있으면 회생절차 종결을 할 수 없다.

회생절차개시결정 전에 회생회사의 편파행위, 사해행위, 무상행위가 발견되는 경우 관리인에게 이를 부인할 수 있는 권한을 부여하는데, 이러한 부인권은 관리인만이 행사할 수 있고 부인권을 행사하는 경우 부인의 소·부인의 청구·부인의 항변에 의해서만 할 수 있다. 대법원은, 부인권은 개시결정 이전에 부당하게 처분된 회사재산을 회복함으로써 사업을 유지·갱생시키고자 인정된 특유한 제도로서 회생절차의 진행을 전제로 관리인만이 이를 행사할 수 있는 권리이므로, 회생절차의 종결에 의하여 소멸하고, 비록 회생절차 진행 중에 부인권이 행사되었다고 하더라도 이에 기하여 회생회사에 재산이 회복되기 전에 회생절차가 종료한 때에는 부인권 행사의 효과로서 상대방에 대하여 재산의 반환을 구하거나 또는 그 가액의 상황을 구하는 권리 또한 소멸한다고 보아야 할 것이므로, 부인의 소 또는 부인권의 행사에 기한 청구의 계속 중에 회생절차 폐지결정이 확정된 경우 관리인의 자격이 소멸함과 동시에 당해 소송에 관계된 권리 또한 소멸한다고 보고 있기 때문이다.³⁶⁾

34) 박정제, 앞의 논문, 115~117면.

35) 인가 전 회생절차에서의 M&A는 회생계획인가, 인가 후 회생절차의 M&A는 변경회생계획인가를 필요로 한다. 변경회생계획인가와 회생계획인가는 절차적인 측면에서 크게 차이가 없기 때문에 이 글에서는 편의상 회생계획인가를 변경회생계획인가를 포함하여 표시한다.

M&A절차를 통해 인수자가 확정된 상태에서 채권자에 대한 변제 재원 증가의 이유로 부인권과 관련된 소송이 계속되어야 하는 경우, 회생회사를 분할하여 분할존속회사는 회생절차를 종결하고, 분할신설회사는 부인권 소송과 관련된 범위 내에서 자산과 부채를 승계하여 부인권 관련 소송이 종료된 후 그 결과를 분할존속회사에 이전하도록 하는 방안을 활용한 사례³⁷⁾가 있었는데, 부인권 관련 소송이 제기된 경우 참고할 만하다.

IV. 스토킹호스 매각방식

1. 도입배경

스토킹호스 매각방식(Stalking-Horse Bid)은 M&A 공고를 하기 전에 적정한 인수내용으로 인수를 희망하는 자(이하 ‘공고 전 인수희망자’라 한다)가 있는 경우 공고 전 인수희망자와 조건부 인수계약을 체결한 후, 공개입찰을 통하여 공고 전 인수희망자가 제시한 인수내용보다 더 나은 인수내용을 제시하는 인수희망자가 있으면 그 자를, 그렇지 않으면 공고 전 인수희망자를 최종 인수자로 확정하는 매각방식이다.³⁸⁾

회생법원은 그동안 회생회사를 매각할 때 일부 회생사건에서 극히 예외적으로 스토킹호스 매각방식을 적용하였고³⁹⁾ 대부분 공개매각방식을 적용하였다. 그러나 서울회생법원이 2017. 3. 1. 개원하고 회생실무준칙을 제·개정하면서 회생회사의 M&A 진행 시 공개매각방식과 더불어 스토킹호스 매각방식을 하나의 매각방식으로 인정하였다.⁴⁰⁾

제·개정된 서울회생법원 실무준칙 제241호(이하 “실무준칙”이라 한다)는 회생절차에서 M&A 방식을 다양화하였고, 이는 공개매각방식 외에도 제한적인 경쟁입찰방법과 수익계약을 허용하는 것으로 기업의 상황에 따라 적절한 방식을 선택할 수 있도록 한 것이다. 실무준칙에서는 관리인이 M&A 절차에서 특정 방식을 선택할 때, 매각대금의 극

36) 대법원 2004. 7. 22. 선고, 2002다46058 판결.

37) 부산지방법원 2020회합1002 사건 등.

38) 서울회생법원 재판실무연구회, 앞의 책(회생사건실무 하권), 236면.

39) 서울중앙지방법원 2013회합188 동양인터내셔널(주) 사건 등

40) 서울회생법원의 실무준칙은 서울회생법원 관할 회생사건에만 적용되고, 타 회생법원은 해당 회생법원의 실무준칙을 적용한다. 그러나 서울회생법원의 실무준칙은 전국의 모든 회생사건 처리에 있어서 일종의 기준이 되고, 타 회생법원 실무준칙도 이와 유사한 형태로 개정이 이루어져 왔다.

대화, 절차의 공정성과 투명성, 매각절차의 시급성, 매각절차의 성공가능성 고려해야 한다고 명시하고 있을 뿐이다(실무준칙 제3조 제1항, 제2항).⁴¹⁾

성공가능성이 낮음에도 불구하고 거듭된 입찰절차를 진행함으로써 시간, 비용만 낭비하는 결과를 방지함으로써 회생절차의 효율성을 높이기 위하여, 관리인이 공개매각방식에 의하여 M&A를 진행하였으나 매각이 성사되지 아니한 경우 또는 신속하게 매각절차를 진행할 필요성이 있는 경우 등 상당한 이유가 있는 경우에 회생법원의 허가를 받아 수익계약 방식의 M&A 절차를 진행할 수 있다(실무준칙 제24조).

실무준칙 제개정 중 가장 특징적인 것 중 하나가 스톡호스 매각방식에 관한 사항을 구체적으로 정하고 있다는 점인데, 스톡호스 매각방식은 ① 매각절차의 성공 가능성을 높이고, ② 매각 대상 목적물에 관하여 공개매각절차를 병행함으로써 절차의 공정성과 투명성을 확보하며, ③ 공개매각절차를 진행하면서 통상적인 매각절차에서 정한 기간을 단축하거나 불필요하다고 판단되는 절차를 생략할 수 있어 매각절차의 지연을 해소하여 신속하게 진행할 수 있는 장점이 있으므로 이 절차를 활용하기 위하여 구체적인 적용기준을 제시한 것으로 보인다.⁴²⁾

2. 스톡호스 매각방식의 매각절차

스톡호스 매각방식은 M&A 공고를 하기 전 적정한 인수내용으로 인수를 희망하는 자가 있는 경우 법원의 허가를 받아 이 인수희망자와 조건부인수계약을 체결한 후 공고 전 인수희망자가 제시한 인수내용보다 더 나은 인수내용을 제시하는 자를 찾기 위하여 공개입찰방식에 따른 인수자 선정절차를 진행하는 것이다(실무준칙 제34조 제1항).

이러한 방식으로 공개입찰방식을 진행하는 경우 공고 전 인수희망자에게 통상 인수금액의 3% 수준의 해약보상금(break-up fee)을 지급하는 등의 방법으로 조건부인수계약을 체결한 인수희망자의 이익을 보호할 수 있도록 매각구조를 설계한다(실무준칙 제34조 제4항). 공고 전 인수희망자에게 선택권을 부여하여 다시 인수제안서를 제출할 수 있도록 매각구조를 설계할 수 있는데(실무준칙 제35조 제1항 본문), 이 경우에는 공고 전 인수희망자에게 해약보상금(break-up fee)을 지급하지 않고, 공고 전 인수희망자가 종전

41) 이진웅, 장규형, “서울회생법원 실무준칙 제정경과 및 주요내용”, 법조 726권, 법조협회, 2017. 12, 211면.

42) 서울회생법원 재판실무연구회, 앞의 책(회생사건실무 하권), 236면.

에 제시한 인수조건에 비해 불리한 내용으로 입찰에 참여할 수 없도록 하여야 한다(실무준칙 제35조 제1항 단서). 새로운 인수희망자가 없거나, 새로운 인수희망자가 제시한 인수내용이 공고 전 인수희망자가 제시한 인수내용에 미치지 못하거나 동등한 경우에는 새로운 인수예정자를 선정하지 않고 공고 전 인수희망자를 최종 인수예정자로 확정한다(실무준칙 제35조 제2항).

한편 법원은 공고 전 인수희망자가 우선하여 계약을 체결하는 경우 가장 유리한 조건을 제시한 입찰자에게 비용을 보상하도록 하고 있는데, 이 보상금을 topping fee라고 한다. topping fee'는, 통상 아래의 기준에 정해진다.

Min [①, ②]

- ① 입찰자가 부담한 실비 + Min [새로운 입찰자가 제시한 인수대금 - 공고전 인수희망자가 제시한 인수대금] X 3%, 공고 전 인수희망자가 제시한 인수대금의 1%)
- ② 공고전 인수희망자가 제시한 인수대금의 3%

3. 스톡호스 매각방식의 한계와 개선점

(1) 관리인의 이해관계에 의한 인수자 선정

현재 회생절차는 원칙적으로 기존 경영자를 관리인으로 선임하게 하거나, 개인 채무자·중소기업 등의 경우에는 관리인을 선임하지 아니하고 개인 채무자 또는 법인 채무자의 대표자를 관리인으로 보는 '기존 경영자 관리인 제도'(DIP, Debtor In Possession)를 채택하고 있다(채무자회생법 제74조). 기존 경영자 관리인 제도는 경영자들이 경영 파탄의 초기 단계에서 조기에 회생절차개시신청을 할 수 있도록 하는 동기를 제공하고, 또한 기존 경영자들이 경영 노하우를 살려서 조기에 회생에 성공할 수 있도록 하기 위하여 원칙적으로 기존 경영자를 관리인으로 선임하거나 관리인으로 보도록 하는 제도를 도입한 것이다.⁴³⁾

기존 경영자 관리인은 인수자로부터의 어떠한 형태의 보상 또는 인수 후 회생회사에서 자신의 지위 유지, M&A가 성공하는 경우 인수대금 일정 비율의 특별보상금(실무준칙 제241호 제39조)을 위하여 자신에게 유리한 자와 조건부인수계약을 체결할 유인이 있다.

43) 서울회생법원 재판실무연구회, 앞의 책(회생사건실무 상권), 221면.

스토킹호스 매각방식에서 기존 경영자 관리인이 회생회사의 매각에서 자신에게 유리한 자와 조건부인수계약을 체결하게 될 경우 절차 전반의 공정성과 형평성을 잃을 수 있다. 또한 인수의향자가 접촉하더라도 관리인이 회생회사의 정보를 불성실하게 제공함으로써 인수를 포기하도록 할 수도 있다.

회생회사의 이사나 해당 이사와 특수관계에 있는 자 등으로서 회생절차개시에 중대한 책임이 있는 행위로 인하여 회생절차개시의 원인이 발생하였다고 인정되는 자와 인수자(또는 인수희망자) 사이에, ① 자금제공, 담보제공이나 채무보증 등을 통하여 영업양수 등을 하는 데에 필요한 자금을 마련한 경우, ② 현재 및 과거의 거래관계, 지분소유관계 및 자금제공관계 등을 고려할 때 채무자의 경영권 인수 등 사업운영에 관하여 경제적 이해관계를 같이하는 것으로 인정되는 경우, ③ 배우자, 직계혈족 등 대통령령으로 정하는 특수관계에 있는 경우 중 하나에 해당하는 경우 중 하나에 해당할 경우 회생계획안을 배제하거나(채무자회생법 제231조의2) 인수자 또는 우선협상대상자 선정에서 배제할 수 있도록 하고 있다(실무준칙 제17조 제4항 제5호). 그러나 이러한 법적 제재 수단이 있다고 하더라도 기존 경영자 관리인이 자신에게 유리한 자와 조건부인수계약을 체결하면 외관상 명백하다는 사실이 확인되지 않은 한 회생법원이나 절차이해관계인이 쉽게 파악하기는 어렵다. 따라서 관리인의 이해관계에 의한 인수자 선정이 이루어진다면 회생계획인가 전후를 불문하고 인수자의 자격을 무효로 하는 법률 개정의 필요성이 제기된다.

(2) 과다한 해약보상금과 Topping fee

스토킹호스 매각방식에서 새로운 인수희망자가 공고 전 인수희망자보다 더 나은 조건을 제시한 경우, 공고 전 인수희망자가 제시한 인수금액의 통상 3%의 해약보상금을 지급한다. 이러한 해약보상금은 새로운 인수희망자가 공개경쟁입찰방식으로 진행한다면 지급하지 않을 비용을 지급하는 것이어서 새로운 인수희망자의 입찰을 방해할 가능성이 높다. 따라서 해약보상금의 비율을 낮추어 공고 전 인수희망자보다 더 나은 조건의 인수희망자가 입찰을 할 수 있도록 하는 것이 바람직하다.

(3) 매각공고 공시의 의무화 및 구체화

현재 매각공고는 관리인이 지정하는 특정 신문사의 신문광고에 공고를 함으로써 이

루어진다. 회생회사와 사업적 연관 관계나 채권·채무 관계가 없는 경우, 투자처를 모색하고 있는 제3의 인수희망자가 M&A를 진행하고 있는 사실을 알기는 어렵다. 그리고 앞서 언급한 바와 같이 대법원 홈페이지의 회생회사 M&A 공고에는 모든 회생회사의 M&A 매각공고를 자세하게 표시하고 있지 않다. 회생회사의 M&A 매각공고를 대법원 홈페이지 등에서 공고하도록 의무화하는 한편 회생회사의 영업을 방해하지 않는 선에서 구체적으로 표시하여 공고되어야 할 필요성이 있다.⁴⁴⁾

스토킹호스 매각절차는 공고 전 인수희망자가 존재하고 있기 때문에 매각공고도 형식적으로 이루어질 수 있는데, 스톡호스 매각절차의 도입 취지를 감안하면 매각공고의 방식이 더욱 실효성 있고 구체적으로 이루어져야 한다.

V. 맺음말

회생회사의 M&A절차는 일반적인 M&A와 달리 회생채권자에 대한 변제재원을 일시에 확보하고 회생회사의 재무구조를 개선하여 계속기업으로 존속하는데 중요한 의의가 있다. 코로나19 극복과정에서 한계기업의 구조조정이 지연되었고 고금리와 경기침체의 영향으로 회생신청은 급격히 증가할 것으로 예상되며, 이러한 과정에서 M&A를 이용하는 기업도 급격히 증가할 것으로 예상된다.

인수자의 유상증자비율 결정 시 고려 요소, 인수자의 인수 후 지분율, 우선협상자선정에서의 고려 요소, 구속력 있는 양해각서의 작성과 가격조정 조항 등을 검토한 결과 회생회사인 매도자 중심으로 이루어진 기존의 절차에서 M&A의 활성화를 위하여 인수희망자를 위한 조치의 필요성도 제기된다.

한편, 최근에 회생회사의 M&A 방식 중에 많이 이용되는 스톡호스 매각방식은 신속하게 회생회사를 매각하고 M&A의 성공가능성을 높이는 데 큰 역할을 하고 있지만, 관리인의 이해관계에 의한 인수자 선정, 과도한 해약보상금 발생 등의 부작용이 발생할 수 있으므로 보완책을 마련할 필요성이 있다.

44) 특히 외부감사보고서 의무제출 대상이 아닌 비상장중소기업의 경우 최소한의 정보조차 확인할 수 없는 경우가 많다.

참 고 문 헌

- 서울회생법원 재판실무연구회, 『회생사건실무』 상, 하권(제5판), 박영사, 2019.
- 서울회생법원, 관리위원 직무편람, 2018.
- 천경훈 편저, 우호적 M&A의 이론과 실무, 소화, 2017.
- 서울회생법원, 실무준칙 제241호 『회생절차에서의 M&A』 (2021. 12. 21. 개정)
- 강인원, “기업구조조정수단으로서 M&A에 대한 기능적 고찰”, 법과기업연구 제9권 제3호, 2019. 12.
- 박정제, “기업인수합병과정에서 이행보증금의 법적 성격에 관한 고찰”, BFL 제90호, 서울대학교 금융법센터, 2018. 7.
- 양시경, 강은주, “M&A거래에서의 양해각서(MOU)에 관하여”, BFL 제47호, 서울대학교 금융법센터, 2011. 5.
- 이병기, “M&A계약에 있어서 가격조정”, BFL 제68호, 서울대학교 금융법센터, 서울대학교 금융법센터, 2014. 11.
- 이진웅, 장규형, “서울회생법원 실무준칙 제정경과 및 주요내용”, 법조 726권, 법조협회, 2017. 12.
- 천경훈, “기업인수에 관한 법리와 실무”, BFL 제100호, 서울대학교 금융법센터, 2020. 3.

<국문초록>

코로나19 이후 경제환경의 급속한 변화에 따라 기업과 경제부문 전체의 효율성을 제고하기 위한 구조조정의 필요성이 고조되고 있다. 고금리와 경기침체의 영향으로 회생 신청은 급격히 증가할 것으로 예상되며, 이러한 과정에서 M&A를 이용하는 기업의 수도 급격히 증가할 것으로 예상된다.

회생절차에서의 M&A는 회생법원이 개입하여 M&A를 통하여 회생담보권과 회생채권에 대한 변제재원을 일시에 확보하고 회생회사의 재무구조를 개선하여 회사로서의 존속이 가능하도록 하는 것을 목표로 하고, 절차의 공정성과 투명성을 강조하는데, 이러한 회생절차에서의 M&A는 일반적인 M&A에 비하여 비교적 복잡한 절차를 거친다.

회생절차에서 M&A는 매도자인 회생회사를 중심으로 절차가 진행되고 회생회사의 갱생을 추구하면서 절차가 비교적 신속하게 진행되는 특징이 있다. 회생절차에서의 M&A에서는 이행보증금의 반환을 청구할 수 있는 사유가 제한적이고 매수인의 보호장치를 인정하지 않고 이행보증금 몰취 규정을 두는 경우가 다수이다. 또한 회생이라는 목표를 달성하기 위하여 인수대금에서 유상증자 비율의 하한선을 설정하거나 유상증자비율이 증가할 때 가중치를 부여하여 우선협상대상자 평가에 반영하고 있고, 인수희망자가 회생회사를 발전시킬 의사와 능력을 우선협상대상자 평가에 반영하고 있다. 그리고 M&A 절차를 진행할지 여부가 결정되면 그 절차는 일정 연기가 거의 없이 신속하게 진행된다.

인수자의 유상증자비율 결정 시 고려 요소, 인수자의 인수 후 지분율, 우선협상자선정에서의 고려 요소, 구속력 있는 양해각서의 작성과 가격조정 조항 등을 검토한 결과, M&A의 활성화를 위하여 회생회사인 매도자 중심으로 이루어진 기존의 절차에서 인수희망자를 위한 조치의 필요성도 제기된다.

한편, 최근에 회생회사의 M&A 방식 중에 많이 이용되는 스톡홀름 매각방식은 신속하게 회생회사를 매각하고 M&A의 성공가능성을 높이는데 크게 기여하고 있다. 그러나 관리인의 이해관계에 의한 인수자 선정, 과도한 해약보상금 발생 등의 부작용이 발생할 수 있다. 관리인의 이해관계에 의한 인수자 선정이 이루어진다면 회생계획인가 전후를 불문하고 인수자의 자격을 무효로 하는 법률규정을 신설하고, 해약보상금의 비율을 낮추어 공고 전 인수희망자보다 더 나은 조건의 인수희망자가 입찰을 할 수 있도록

금융법연구 제13권 제1호(통권 제18호)

해야 하고, 매각공고가 더욱 실효성 있고 구체적으로 이루어져야 할 필요성도 있으므로
절차 진행의 개선도 필요하다.

주제어 : 회생절차, M&A, 공개매각방식, 스톡호스, 워크아웃

<Abstract>

A study on the M&A method of the rehabilitation process

Cho Young Woon

The need for restructuring to improve the efficiency of companies and the entire economic sector is increasing due to rapid changes in the economic environment after COVID-19. Rehabilitation applications are expected to increase rapidly due to high-interest rates and the economic downturn, and the number of companies using M&A is expected to increase rapidly in the process.

M&A in the rehabilitation process aims to secure rehabilitation security rights and repayment resources for rehabilitation bonds at once through M&A, and to improve the financial structure of the rehabilitation company so that it can survive as a company, and emphasizes fairness and transparency of the procedure. M&A in these rehabilitation procedures goes through a relatively complex procedure compared to general M&A.

M&A of a rehabilitation company is characterized by a seller-centered procedure, a pursuit of rehabilitation of a rehabilitation company, and a relatively rapid procedure. In M&A in the rehabilitation procedure, the reasons for requesting the return of the performance deposit are limited, and in many cases, provisions for confiscation of the performance deposit are established without recognizing the buyer's protection device. In addition, in order to achieve the goal of rehabilitation, the lower limit of the capital increase ratio is set in the acquisition price, or when the capital increase ratio increases, a weight is given to reflect it in the evaluation of the preferred bidder, and the intention and ability of the prospective acquirer to develop a rehabilitation company are reflected in the evaluation of the preferred bidder. When the M&A procedure is decided, the procedure proceeds quickly without a certain delay.

As a result of reviewing the factors to consider when determining the buyer's capital increase ratio, the acquirer's post-acquisition share, the factors to consider in selecting preferred

negotiators, the preparation of a binding memorandum of understanding and price adjustment provisions, it is also necessary to take measures for prospective acquisitions to revitalize M&A in the existing procedure centered on sellers, a rehabilitation company.

On the other hand, the stalking hose sale method, which is widely used among the M&A methods of rehabilitation companies, plays a major role in quickly selling the rehabilitation company and increasing the likelihood of success of M&A. However, since side effects such as the selection of an acquirer and the occurrence of excessive cancellation compensation may occur due to the interests of the manager, if the acquirer is selected based on the interests of the manager, new legal regulations should be established to invalidate the qualifications of the acquirer regardless of whether the rehabilitation plan is approved or not, and the ratio of cancellation compensation should be lowered so that a prospective acquirer with better conditions can bid than a prospective acquirer before the announcement of the sale, and practical improvements are also needed.

Keywords : Rehabilitation procedures, M&A, public sale method, stalking hose, workout