#1. 투자자와 스타트업 쌍방이 만족할 수 있는 M&A가 되려면

안녕하세요, 이현섭 변호사입니다.

대기업(투자자)과 스타트업이 서로가 만족하는 M&A를 성사시키기 위해서는, 기존 대기업 입장에서 왜 스타트업을 대상으로 M&A를 하는가에 대해 생각해볼 필요가 있습니다.

대기업이 굳이 스타트업을 M&A 하는 데에는 다양한 이유가 존재하지만 무엇보다 가장 큰 이유는 새로 회사를 설립해 시장에 진입하는 것보다 사업진출 타이밍을 훨씬 앞당길 수 있기 때문입니다.

---

1 | 스타트업의 특성에 따른 M&A 시 고려사항

M&A를 통해 회사의 경영권을 가져온다는 점에서는 일반기업과 스타트업 모두 동일합니다. 그러나 스타트업은 산업 및 기업의 특성상 스타트업을 거래당사자로 하는 M&A를 진행함에 있어 아래와 같은 사항에 특히 주의를 기울일 필요가 있습니다.

첫째, 스타트업의 가치에 대한 평가(밸류에이션)에 있어 일반기업의 방법론을 그대로 적용하기가 어렵습니다. 스타트업은 유형자산이나 기존의 장부가치(또는 자산가치)에 기초한 평가 방식으로는 M&A 대상이 되는 회사의 적절한 가치를 평가하는 것은 적절하다고 할 수 없습니다. 따라서 인수인은 대상회사(스타트업) 관련, 모호하다고 생각되는 요소들(대상회사의 사업과 관련한 장래 시장규모, 성장가능성, 기대수익 등)을 정성 평가한 후 기업가치를 산정하는 고도의 밸류에이션 방법론이 요구됩니다.

둘째, 스타트업은 설립자 및 핵심인력들이 미치는 영향이 매우 큽니다. 스타트업은 설립자를 포함한 주요 인력이 똘똘 뭉쳐 급성장하는 케이스가 대부분이어서 퇴사 등으로 이탈할 경우 한순간에 기업이 무너질 수 있는 위험이 상존합니다. 더구나 이탈한 인력이 유사한 사업을 창업하거나 경쟁사에 취업하는 경우 순식간에 시장을 점유하는 비율을 위협받을 수 있습니다.

마지막으로 스타트업은 외부 투자로 성장하는 경우가 일반적이기 때문에 M&A 단계까지 오는 과정에서 훨씬 더 많은 이해관계인이 발생할 수 있으며, M&A에 대한 이들의 이해관계는 각자가 다를 수 있습니다.

다만 잊지 말아야 할 것은 높은 밸류로 많은 금액을 투자하는 투자자들은 그만큼 피투자회사(스타트업)에 요구하는 것 또한 많다는 점입니다. 초기 투자자의 경우 통상 보통주식을 투자하고 회사의 매우 중대한 일부 의사결정에만 관여하는 것과 달리, 회사가 어느 정도 성장한 이후에 투자하는 투자자들은 전환상환우선주식(RCPS) 방식의 투자, 이사선임권, 일반 경영사항에 대한 동의권 등 회사에 보다 깊게 관여하고자 하는 경우가 일반적입니다.

이렇게 다양한 거래조건으로 스타트업에 투자한 다수의 투자자가 M&A 를 통해 엑싯(EXIT)을 함에 있어 각자가 기대하는 조건 또한 제각각입니다. 각자의 기대수익률이 다름은 물론이고, M&A 를 통한 엑싯보다는 IPO 를 통해 수익을 실현하고자 하는 투자자도 존재할 수 있습니다. 이 경우, 스타트업의 설립자 등 다수의 주주들이 M&A 에 찬성하더라도 해당 투자자의 거부권 행사로 거래가 클로징(종결)되지 못한 채 마무리될 수도 있습니다.

따라서 일반기업의 경우 대부분의 지분을 보유한 지배주주의 결단에 따라 M&A 진행 여부, 거래조건 등이 일사천리로 진행되는 경우도 상당한 것과 달리, 스타트업 M&A 진행 시에는 회사의 성장 과정에서 참여한 다수 주주들(창업자 포함)을 설득하고 이를 위해 그들의 이해관계를 거래조건에 반영하는 등의 과정이 필요하다는 점을 주의하는 것이 좋겠습니다.

2 | 현명한 M&A 방법은

국내법에서 M&A 에 대해 정확히 정의하고 있는 법조문은 존재하지 않습니다. 다만, 『독점규제 및 공정거래에 관한 법률(이하 공정거래법)』은 그와 비슷한 '기업결합'이라는 개념을 정의하는데, 이에 따르면 M&A 는 '다른 회사 및 주식, 영업, 자산을 인수, 취득하기 위한 기업결합'을 의미하는 것으로 해석할 수 있습니다.

실무상 M&A(우호적 M&A 전제)의 수단으로 네 가지 방식이 폭넓게 사용되고 있습니다. 이 중 특정방식이 유리한 것은 아니며, M&A 거래당사자들의 구체적인 사정에 따라 장단점 등 내용을 고려해 가장 적합한 거래방식을 사용하는 것이 바람직합니다.

가장 일반적인 M&A 방식은 인수인이 대상기업 발행주식 다수를 취득함으로써 해당 회사의 경영권을 획득하는 '주식인수' 방식입니다. 하지만 대상회사의 부채 또한 그대로 존속되는 점에서 인수주주에게 부담이 될 수 있으며, 대상회사의 주주 지위를 가지는 인수인(또는 그 계열회사)에 대해 상법 및 공정거래법상 규제가 적용될 수 있습니다. 또한, 인수인에게 제 2 차 납세의무 등 세무상 이슈가 발생할 수 있는 점도 유의할 필요가 있습니다.

‘합병’은 그 결과 새로 만들어지는 회사 또는 합병주체가 되는 회사가 합병으로 소멸되는 회사의 권리의무를 포괄적으로 승계하게 됩니다. 하지만 ‘합병’은 당사자들 간 합의뿐만 아니라 상법이 정한 엄격한 절차를 준수해야 하는 점에서 상당한 기간과 상대적으로 큰 비용을 발생시킨다는 단점이 있습니다.

‘영업양수도’는 인수인 입장에서 대상회사의 영업 중 관심이 있는 영업 일부를 선별적으로 인수할 수 있다는 것이 가장 큰 장점입니다. 또한, 합병 시 요구되는 상법상 채권자보호절차를 진행할 의무가 없다는 점에서 보다 효율적인 절차 진행이 가능합니다. 단점으로는 (가) 대상영업을 구성하는 권리 및 의무를 개별적으로 이전해야 하므로 해당 내용을 구체화하기 위한 법률검토 등 절차상의 부담이 있고, (나) 기존의 근로 관계를 승계해 그에 따른 의무를 계속 부담하는 점, (다) 영업양수도 과정에서 기존의 인허가 등을 활용할 수 없게 될 수 있는 점 등이 있습니다.

마지막으로 ‘자산양수도’는 영업 전체가 아닌 영업의 구성요소 중 일부인 자산을 양수도하는 내용의 거래입니다. ‘자산양수도’에 의하면 영업양수도와 비교할 때 근로관계 승계를 피할 수 있고, 개별 사안에 따라 주주총회 특별결의를 거치지 않고 거래를 진행할 수 있는 등 절차상 유리한 면이 있습니다. 그러나 ‘자산양수도’의 형식을 취하더라도 그 실질이 영업양수도인 이상 해당 거래에 대해 ‘영업양수도’에 대한 법적 제한(규제)이 적용되는 점은 유의하시기 바랍니다.

3 | 현명한 실사와 대응

실사(Due Diligence)란 회사의 경영상태, 자산상태, 재무적, 영업적 활동 등 기업의 전반적인 상황에 대해 검토하는 활동을 의미합니다. 혹시 치명적인 리스크가 존재하는 것은 아닌지 확인하는 절차로, M&A 진행 시 사전 실사는 거의 필수적으로 동반됩니다.

실사 도중 M&A 대상회사에 문제가 발견될 경우, 큰 문제가 아니라면 대상회사에 시정을 요구하거나 회사의 밸류에이션을 조정(쉽게 말해 M&A 인수대금을 깎는)하는 정도로 마무리되겠지만, 그렇지 않고 인수인의 판단 상 치명적인 사항인 경우에는 딜 브레이커(Deal breaker) 사유가 될 수 있습니다.

그렇다고 인수인에게 회사의 결점을 최대한 감추는 것이 좋을까요? 결코 그렇지 않습니다. 통상적으로 인수인은 M&A 계약에 진술 및 보장(Representations and warranties)을 규정해 대상회사 측에서 제공한 정보, 자료에 나타난 사항 이외에는 회사에 아무런 문제가 없다는 점을 보증하도록 하고, 추후 문제가 드러날 경우 그에 따른 거액의 위약벌 등 패널티 책임을 묻는 방식을 취하고 있기 때문입니다.

그러므로 리스크를 사전에 발견하고 이를 계약서의 내용에 반영할 필요가 있습니다. 또한, 대상회사 측에서는 인수인의 자료 제공 등 요청사항에 적극적으로 대응하는 한편 문제의 소지가 될 수 있는 사항에 관해서는 공개목록(Disclosure schedule)을 활용함으로써 기재된 내용은 사전에 이미 설명된 내용으로, 추후 인수인이 이와 관련해 진술 및 보장 위반 등을 주장할 수 없다는 점을 명확히 하는 것이 바람직합니다.

정리하면, 현명한 스타트업 M&A 를 위해서는 ① 밸류에이션 등 거래조건을 정함에 있어 스타트업의 특성을 감안할 것, ② 거래당사자들의 니즈에 따라 적합한 M&A 방식을 정해 진행할 것, ③ 충분한 실사를 통해 쌍방이 M&A 거래조건에 대한 합의를 형성할 수 있도록 할 것 등의 요건이 필요합니다. 물론 구체적인 사안에 따라 그보다 더 중대한 이슈가 발생할 수 있으므로 사전에 충분한 검토를 통해 거래를 진행할 필요가 있다는 점 살펴 주시기 바랍니다.

본 자료에 게재된 내용 및 의견은 일반적인 정보제공만을 목적으로 발행된 것이며, 법무법인 세움의 공식적인 견해나 어떤 구체적 사안에 대한 법률적 의견을 드리는 것이 아님을 알려 드립니다. Copyright©2019 SEUM Law.

이현섭 변호사

Partner

hyunsub.lee@seumlaw.com