

영국의 “City Code”와 “Panel 시스템”에 관한 연구

이준호*

차 례

- I. 서론
- II. EU 기업매수지침의 주요 내용과 영국법제와의 관계
 - 1. 개요
 - 2. EU 기업매수지침의 주요 내용
 - 3. EU 기업매수지침에 대한 영국의 대응
- III. “City Code”의 내용
 - 1. “City Code”의 일반 원칙
 - 2. “City Code”의 주요 내용
- IV. “Panel 시스템”의 구성과 기능
 - 1. “Panel 시스템”의 조직
 - 2. “Panel” 운영의 특징
- V. 영국 M&A 법제의 시사점
 - 1. 영국에 있어서 기업규제에 대한 경향
 - 2. “Panel 시스템”의 운영에 의한 판단기관의 독립성 확보
 - 3. M&A 사안에 대한 전문성 확보
 - 4. 영국 M&A 법제의 시사점에 의한 우리나라의 도입 필요성
- VI. 결론

* 한국법제연구원 부연구위원

I. 서 론

기업매수가 이루어지는 경우, 매수회사와 대상회사를 중심으로 이해관계자들간의 치열한 이해상충이 발생하게 된다. 이러한 이해관계의 극단적인 대립과 충돌은 적대적 기업매수 또는 우호적인 합병에 관계없이 발생하게 되고, M&A법제는 경제질서의 공정성 확보라는 취지 이외에 충돌되는 이해관계자들간의 이익조정에 관한 기능이 추가되어 발전하고 있다. 다만, 외국의 경우 국가별 경제상황과 입법태도의 차이로 인하여, 적대적 M&A의 공격방법과 방어방법에 대한 허용범위가 다르게 나타나고, 개별 행위에 관한 심사와 기준 또한 다르게 나타나고 있다. 미국의 경우는 사법부에 의하여 형성된 판례의 법리가 M&A 상황에서 중요한 심사기준이 되며, EU의 경우에는 Directive를 통하여 명시적인 기준을 제시하고 있다. 이러한 법리와 지침은 국제적인 영향력을 갖는 내용으로서 여러 국가들에게 모델로서 제시되고 있지만, 통일적인 모델로서 유입되는 것은 아니고, 해당 국가의 경제상황을 반영하여 도입되고 있다. 이러한 상황에서 현재 우리나라에서 진행되고 있는 상법개정안중 “신주인수선택권 제도”의 도입은 많은 의미를 내포한다고 볼 수 있다. 2009년 12월에 예고된 상법상 “신주인수선택권 제도”의 도입은 우리나라의 M&A 시장과 법제에 많은 영향을 줄 것으로 예상된다. “신주인수선택권 제도”의 도입에 관한 상법개정안에서는 적대적 M&A 공격법제와 방어법제 사이의 균형을 이루어 매수자와 대상자의 공정한 경쟁을 보장하고, 적대적 M&A 방어를 위하여 자사주 취득 등에 사용되는 회사의 재원을 설비투자 및 기술개발 등 생산적 투자에 집중하게 하여 방어수단의 부재로 인한 기업 역량의 낭비를 방지하기 위함이라는 제안이유를 밝히고 있다.¹⁾ 그리고 제도남용

1) 2009년 법무부 상법 일부개정 법률안 제안이유 (한편, 법률안의 내용으로 주주총회 특별결의로 회사 정관에 규정해야만 신주인수선택권 제도를 도입할 수 있도록 하고, 적대적 M&A 상황에서 주주에게 신주인수선택권을 부여할 때는 이사회 총수의 2/3 이상의 찬성 결의에 의하도록 하였다. 또한 회사는 “회사가치 및 주주 일반의 이익을 유지·증진”시키기 위하여 필요하고, 제3자가 “중요경영사항에 대해 영향력을 행사할 목적으로 주식을 취득”하는 등 일정한 사유가 있는 경우에는 신주인수선택권 행사나 상황에 대한 주주차별이 가능하도록 하였다.)

을 방지하기 위하여 주주에게 신주발행무효의 소, 유지청구권을 부여하고, 주주총회에서도 부여된 신주인수선택권의 소각을 결의할 수 있도록 하여 신주인수선택권의 존속 여부에도 주주의사가 충분히 반영되도록 하였다. 미국의 이른바 “Poison Pill”을 제도적으로 도입했다고 평가되는 “신주인수선택권 제도”는 일본에 이미 도입되어 많은 논의가 있었으며, 우리나라에서도 제도 도입의 타당성에 관한 논쟁은 현재 진행 중에 있다. 그런데 제도도입의 타당성 여부는 논외로 하더라도, 본 제도의 입법안을 살펴보면, 주주의 이익 보호와 경영진의 방어책 활용에 대한 균형에 관하여 신중하게 고려한 노력을 볼 수 있다. 주주 보호를 위한 신주발행무효의 소, 유지청구권 등과 같은 제도적 보호장치 및 주주의사의 반영을 도모하려 한 취지는 높이 평가할 만하다. 그러나 문제는 이 제도의 운영에 있어서 “이해관계인간의 이익조정” 문제를 어떻게 해결할 것인가의 과제가 남아 있다. 즉, “회사가치 및 주주 일반의 이익을 유지·증진”, “중요경영사항에 대해 영향력을 행사할 목적으로 주식을 취득” 등과 같은 요건은 단순하게 법적용과 제도운동을 통하여 해석될 수 있는 사안이 아니라, 사례별로 구체적 타당성과 객관적 공정성이 확보될 수 있는 해석 및 가치 판단을 요구하게 된다. 궁극적으로 이번 상법개정안에서 도입하려는 “신주인수선택권 제도”의 성공여부는 이러한 법제도 운영의 기본적인 인프라와 판단원칙에 달려 있다고 보아야 한다. 법제도 운영의 인프라는 비단 “Poison Pill” 뿐만 아니라, M&A 상황에서 발생하는 대부분의 사안을 해결하는데 있어서 필수적인 조건이며, “이해관계자간의 이익조정”이라는 M&A의 근본적인 문제를 해결하는데 요구된다고 할 것이다. M&A 법리를 주도적으로 발전시킨, 미국의 판례법과 실정법은 이러한 문제들을 해결하는데 주력하였으며, 그 내용이 우리나라를 포함한 많은 국가에 영향을 미쳤다. 그런데 이러한 배경으로 최근, EU Directive를 근거로 한 유럽 회사법과 M&A법제가 주목을 받고 있다. 미국의 M&A법제가 판례법을 중심으로 발전해 온 것과는 달리, 유럽에서는 EU의 지침을 반영하여 EU 회원국가들간 다소 차이는 있지만 통일적인 경향으로 진행되었다.²⁾ 특히,

2) 같은 영미법계 국가임에도 불구하고, 영국과 미국의 회사법제는 M&A 법제 뿐만 아니라, 많은 분야에 있어서 차이가 난다. 특히, ① 주주에 대한 이사의 직접적인 의무, ② 주주의

EU 회원국가중 영국은 이미 오래전부터 영국 특유의 M&A법제를 운영하였다는 점에 주목할 필요가 있다. 즉, 오랜 역사를 가지고 있는 영국 M&A 법제의 주요 특징인 “City Code”³⁾와 “Panel 시스템”⁴⁾은 합리적이고 효율적인 M&A법제 운영을 가능하게 한다는 시사점을 제공할 수 있을 것이라 생각된다. 미국의 경우, 기능상 차이는 있지만 외형상 유사하다고 평가되는 “특별소송위원회(special litigation committee)”⁵⁾가 있는데, 이는 이사회 주요 기능을 수행하는 독립위원회로서의 특징을 갖고 있는 반면, 영국의 “Panel 시스템”은 해당회사로부터 완전하게 독립하여 기능할 수 있는 독립된 위원회로서의 특징을 갖고 있으므로, 이러한 차이점에서 발생하는 시사점 또한 특별하게 고찰되어야 할 것이다.⁶⁾ 영국에서의 M&A 규제와 관련하여 적용되는 실정법⁶⁾은 이미 존재하고 있으나, 1968년부터 자율규제적 성격의 규범인 “City Code”에 의한 운영과 이에 근거하여 “Panel 시스템”의 판단에 의하여 M&A 사안을 해결해왔다. 즉, “Panel 시스템”과 같은 자율규제기관을 통하여 M&A 모든 상황을 해결하고 있기 때문에, 실제로 상장회사 이사회의 행동기준과 적용되는 규범을 규정하는 것은 “City Code”이며, 가장 우선적으로 적용된다. 따라서 본고에서는 영국 M&A 법제의 주요 특징인 “City Code”와 “Panel 시스템”에 대한 검토

무위반 책임에 대한 회사의 책임면제, ③ 대표소송에 있어서의 당사자지위, ④ 기업매수에 대한 소송제기의 범위, ⑤ 내부자거래 등에 대한 규제방식, ⑥ “최선관행(best practice)”의 기업지배구조 달성의 위한 규제방식 등에 있어서 많이 차이점이 있다. (John Armour, Bernard Black, Brian Cheffins and Richard Nolan, Private Enforcement of Corporate Law : An Empirical Comparison of the US and UK, Journal of Empirical Legal Studies Vol. 6, 2009, p.5)

- 3) “The City Code on Takeovers and Mergers” (이하, “City Code”) (<http://www.thetakeoverpanel.org.uk/>)
- 4) “The Panel on Takeovers and Mergers” (이하, “Panel 시스템”) (<http://www.thetakeoverpanel.org.uk/>)
- 5) 영국의 “Department for Business, Innovation and Skills, BIS”에서는 EU 기업매수지침과 관련 규칙의 가이드라인에서 “Panel 시스템”의 운용이 갖는 장점에 대하여 다음과 같이 설명하고 있다. ① 의사결정에 있어서의 유연성, 신속성, 확실성, ② 규제기관 독립성과 자율성, ③ 원칙에 근거한 규제 (Principles-based regulation), ④ 시장참여자에 의한 규칙과 규제구조의 발전, ⑤ Panel 위원에 의한 직업적인 전문적인 규제행위의 가능성, ⑥ 시장참여자에 대한 규제에 있어서 동등한 접근성. (Department for Business, “Innovation and Skills (BIS), Implementation of the EU Directive on Takeover Bids - Guidance on changes to the rules on company takeovers”, 2006.5, p.3)
- 6) 회사법(Companies Act 2006), 금융서비스 및 시장법(Financial Services and Markets Act 2000), 공정거래법(The Fair Trading Act) 등

를 통하여 시사점을 얻으려고 한다. 우리나라의 법제에 있어서는 영미의 제도가 적절하지 않을 수 있기 때문에, 제도도입의 논의까지는 이르지 못한다고 하더라도 향후 개선될 법제 운영에 대한 시사점은 충분히 제공될 수 있을 것이다. 본고의 II장에서, 영국의 “City Code”와 관련성을 갖는 EU 기업매수지침과 영국법제와의 관련성을 살펴보고, III장에서는 “City Code”의 방대한 내용에 대하여 특징적인 면만을 살펴본다. 그리고 IV장에서는 “City Code”의 특징이면서, 영국 M&A에 대한 중요 기능을 수행하는 “Panel 시스템”의 구성과 기능을 간략하게 살펴보고, V장에서는 영국 M&A 법제의 특징에 관한 시사점을 살펴보고자 한다.

II. EU 기업매수지침의 주요 내용과 영국법제와의 관계

1. 개 요

EU가 2004년 4월 21일에 채택한 「기업매수에 관한 지침」은 유럽지역에서 통합된 시장을 형성하여 EU 회원국간의 기업매수에 있어서 통일된 지침을 마련하고, 국제시장에서 통합된 경쟁력을 확보한다는 목적으로 10년이 넘게 논의하여 이루어진 성과물이다. 장기간의 시간을 필요로 하였던 이유는 EU 회원국가의 기업합병법제, 특히 적대적 M&A에 대한 방어책의 입장의 차이가 크게 나타났기 때문이다. 이러한 이유로 최종지침이 채택되었음에도 불구하고, 적대적 기업매수에 대한 방어책을 제한하는 규정 도입은 개별 EU회원국가의 재량에 맡겨졌다.⁷⁾ 다음에서는 EU 기업매수지침의 중심적인 규정인 “이사회의 중립규정(제9조)”과 “복수의결권 제한 규정(제11조, Breakthrough Rule)”을 간략히 설명한다.⁸⁾

7) 原弘 明, “イギリスM&A法制の素描と日本法への示唆”, 『九大法學』 第94号, 2007, p.442.

8) 이사회의 중립규정을 “Non Frustration Rule”이라고 한다. 일반적으로 EU 기업매수지침의 핵심적인 내용으로는 Non Frustration Rule (제9조), Breakthrough Rule (제11조), Reciprocity Rule (제12조)를 거론한다. 그리고 제9조와 제11조의 기능은 특별하게 기업매수가 이루어지는 경우, 대상회사의 경영진에 대한 규율이라고 할 수 있다. (Thomas Papadopoulos, “Legal Aspects of the Breakthrough Rule of the European Takeover Bid

2. EU 기업매수지침의 주요 내용

(1) 복수의결권 제한 규정 (Breakthrough Rule)

복수의결권 제한 규정, 이른바 “Breakthrough Rule”은 「정관의 규정 또는 지침의 비준 후에 체결된 계약에 의하여 대상회사의 주식양도에 대한 제한은 공개매수기간 중 매수자에 대하여 효력이 발생하지 않고, 의결권 제한도 공개매수에 대한 방어조치의 수권·승인·추인을 수행하는 주주총회에서 효력을 발생시키지 않는다」는 내용과, 「주주총회에 있어서 복수의결권 주식에 대해서도 1주 1의결권의 취급을 받으며, 매수자가 의결권을 가지는 전체주식의 75% 이상을 보유했을 경우, 주식양도나 의결권 제한 또는 대상회사의 이사에 대한 해임의 주주 권리는 효력을 상실하는 것과 동시에, 복수의결권주식은 1주 1의결권의 취급을 받는다」는 내용이다.⁹⁾

(2) 이사회에 독립 규정

“이사회에 독립규정”은 「매수대상회사의 이사회가 주주총회의 사전 수권이 없는 경우, 공개매수의 공표로부터 결과의 공표 내지는 그 매수실패에 도달할 때까지 다른 기업매수자를 요구하는 행위를 제외하고, 원칙적으로 방어책을 취할 수 없다」는 규정이다.¹⁰⁾ 이는 적대적 M&A의 타당성에 대하여 주주 자신에게 판단을 요구하지 않으면 안 된다는 규정으로서, 이사회가 그 지위보전을 위한 행위 등을 배제하고 이사회에 독립성을 유지하도록 규율한다는 의미로 “이사회에 독립 규정”이라고도 불린다.¹¹⁾ 이 규정은 “Breakthrough Rule”과 함께 적대적 M&A에 대한 방어책의 허용범위를 축소시키는 기능이 있으면서, “Breakthrough Rule”이 사후적인 의미가 있는 반면에,¹²⁾ “이사회에 독립규정”은 사전적으로 적대적 M&A에 대

Directive”, 『Icfai Books』, Icfai University Press, 2008, p.1)

9) EU Directive 2004/25/EC Article 11. Breakthrough, 2~4.

10) EU Directive 2004/25/EC Article 9. Obligations of the board of the offeree company

11) 매수대상회사의 이사회에 대하여 독립의무를 부여하고 있는 규정은 영국의 “City Code” Rule 21.1이 먼저 규정을 하여, EU 기업매수지침상 “이사회에 독립규정”은 영국의 “City Code”에 의하여 영향을 받았다고 평가된다.

12) 경제개혁연대, “EU의 경영권 방어수단 현황 및 그 함의”, 『경제개혁리포트』, 2008.10,

한 방어책의 허용범위를 좁히는 기능이 있다고 할 것이다.

3. EU 기업매수지침에 대한 영국의 대응

EU 기업매수지침은 2006년 5월 20일까지 EU 회원국의 국내법화를 요구하고 있었다. 영국에서는 이를 위하여 회사법의 개정 작업을 시도함으로써 대응할 예정이었지만, 회사법의 개정이 늦어졌기 때문에, “Takeovers Directive (interim implementation) Regulations 2006 (이하, “Regulations 2006”)”이란 명칭으로 명령을 제정함으로써, EU지침에 대한 대응을 시도하였다. “Regulations 2006”에 의하여 가장 크게 변화를 겪게 된 점은, “City Code”상의 “Panel 시스템”에 대하여 종래 법적 지위가 부여되지 않았던 것이 “Regulations 2006”에 의하여 법적 지위가 부여되었다는 점이다.¹³⁾ 그리고 이후, 2006년 영국 회사법에 “City Code” 및 “Panel”에 관한 규정¹⁴⁾이 포함됨으로써, “City Code”도 순수한 자율규제는 아니고 법적 근거를 가지는 규칙(rule)이 되었다.

Ⅲ. “City Code”의 내용

1. “City Code”의 일반 원칙

“City Code”는 크게 서론(Introduction)과 6개의 일반원칙(General Principles) 그리고 38개의 규칙(Rules)으로 구성되어 있다. “City Code”에 의한 규제

7쪽.

- 13) 따라서, “City Code”가 운영되었던 초기 시절에는 “Panel 시스템”에 의한 결정은 법적 제재력에 대한 근거가 없어서, 규칙위반자에 대한 “공공의 비난(public censure)” 수준에서 머물렀다. (Brian E. Rosenzweig, “Private versus Public Regulation : A Comparative Analysis of British and American Takeover Controls”, 『DUKE JOURNAL OF COMPARATIVE & INTERNATIONAL LAW』 Vol. 18, 2007, p.215)
- 14) 영국 회사법상에 있어서 “City Code” 및 “Panel”에 관한 규정이 포함된 내용은 다음과 같다. 영국 회사법 제942조부터 제946조에서는 “City Code”상의 내용이 포함되어서 규칙의 제정과 “Panel”의 결정권한 그리고 “City Code”의 적용 및 수정에 관한 내용을 규정한다. 제947조부터 제949조에서는 문서와 정보에 관한 요구권한 및 결정내용의 공개 제한 등에 관하여 규정한다. 그리고 이외에도 “Panel”의 협력의무 및 청문절차와 항소에 관한 규정 그리고 위반자에 대한 보상명령 및 법원에 의한 집행 등에 관한 내용을 규정하고 있다.

의 내용은 철저하게 일반 투자자·소수주주보호의 원칙에 근거한다. 다음의 6개 일반원칙은 이러한 “City Code”의 기본적인 목적과 취지를 반영하고 있다.¹⁵⁾

- (1) 제1원칙 : 매수대상회사의 동일한 종류의 주식을 보유하는 모든 자는 동일한 취급과 대우를 받아야 하며, 특히 어느 1인이 회사를 지배하는 경우, 다른 주식의 보유자는 반드시 보호되어야 한다.
- (2) 제2원칙 : 대상회사의 주식 보유자는, 공개매수에 대하여 적절한 방법으로 정보를 제공받고, 의사결정을 내릴 수 있는 충분한 시간과 정보를 가져야 하며, 대상회사가 주식 보유자에게 조언을 하는 경우, 매수대상회사의 이사회는 회사 소재지에서 공개매수의 실시와 이에 의한 효과 및 전망을 설명해야 한다.
- (3) 제3원칙 : 대상회사의 이사회는 회사 전체의 이익을 위하여 행동하여야 하며, 주식 보유자가 공개매수의 이익에 관하여 결정할 기회를 거부해서는 안 된다.
- (4) 제4원칙 : 매수대상회사와 매수제의회사 및 이 외의 공개매수에 관련된 회사의 주식은 주식의 가격이 인위적으로 조작되어 시장의 통상적 기능을 왜곡시킬 수 있는 잘못된 시기와 장소에서 발행되어서는 안 된다.
- (5) 제5원칙 : 매수제의회사는 금전적 대가를 제공할 것에 대한 점을 확약해야 하고, 다른 어떠한 형태의 대가 이행을 보증하기 위한 모든 합리적인 수단을 강구한 후에 공개매수를 선언해야 한다.
- (6) 제6원칙 : 매수대상회사는 그 주식에 대한 공개매수에 의하여 대상회사의 업무수행이 합리적인 정도를 초과하는 장기간 동안 방해하여서는 안 된다.

15) The City Code, GENERAL PRINCIPLES, B1.

2. “City Code”의 주요 내용

(1) 의무공개매수 (mandatory offer)

1) 내 용

영국 M&A법제의 가장 큰 특징은 “의무공개매수(mandatory offer)” 제도이다. “City Code”의 “RULE 9.1, mandatory offer”는 「30% 이상의 의결권과 관련된 주식¹⁶⁾을 취득했을 경우(주식시장 내에서의 매입이나 신주발행의 배정을 받는 경우 포함), 또는 30% 이상 50% 이하의 의결권과 관련된 주식을 소유하고 있는 자가 주식을 추가적으로 취득했을 경우(주식시장 내에서의 매입이나 신주발행의 배정을 받는 경우 포함), 이후의 모든 주주¹⁷⁾에 대하여 주식매수를 시도할 때에는 해당 매수제외자에 대해서 응모가 있던 모든 주식을 취득해야 한다.」¹⁸⁾는 내용을 규정한다.¹⁹⁾ 또한,

-
- 16) “City Code”에서는 “주식과 관련된 권리 또는 이익”이라고, “interest in shares”이란 표현을 사용하고 있다. “City Code”에서는 “interest in shares”를 “interest in securities”와 동등한 의미에서 해석 및 적용하고 있다. “City Code”에서는 다음과 같은 경우에 “interest in shares” 또는 “interest in securities”에 해당된다고 규정한다. ① 주식을 본인이 소유하고 있는 경우, ② (절대적인 경우와 조건적인 경우를 포함하여) 주식에 관한 권리를 일반적으로 행사할 수 있으며, 의결권에 관한 지시 또는 권한행사를 할 수 있는 권리를 보유하고 있는 경우, ③ 주식과 관련된 매입, 옵션, 파생상품 등이 계약에 의하여 체결되어 있는 경우, ④ 일정한 파생상품에 있어서의 당사자인 경우. (The City Code, DEFINITIONS, C10)
- 17) “City Code”에서는 이러한 주주에 대하여 단순히 주식을 보유하고 있는 주주 이외에, 의결권이 있거나 또는 의결권이 없으면서 “equity share capital”을 보유하고 있는 주주 그리고 의결권이 행사가능하면서 양도가능한 주식을 보유하고 있는 주주 등을 포함하고 있다. (The City Code, Rule 9.1, (b), F1)
- 18) The City Code, Section F. THE MANDATORY OFFER AND ITS TERMS, Rule 9.1. WHEN A MANDATORY OFFER IS REQUIRED AND WHO IS PRIMARILY RESPONSIBLE FOR MAKING IT.
- 19) 우리나라에서는 1997년 1월에 증권거래법에서 처음으로 의무공개매수제도를 도입하였는데, 시행 1년만인 1998년 2월 외환위기 중에 폐지되었다. 당시 폐지 이유로는 의무공개매수제도는 적대적 M&A는 물론이고 우호적인 M&A에도 적용됨으로써 결과적으로 M&A 시장을 위축시켜 기업의 구조조정 활성화를 저해한다는 것이었다. 즉, 인수에 필요한 자금부담을 높여 기업인수합병을 억제시키는 문제가 초래되었고, 이는 당시 외환위기 당시에 인수자금 부담의 문제에 있어서 자금 동원력이 일반적인 경우와 달랐기 때문이다. (경제개혁연대, “영국의 의무공개매수제도와 이사회 중립”, 『경제개혁리포트』, 2010.4, 9~10쪽)

임의적인 (또는 일반적인) 공개매수를 시도하였는데,²⁰⁾ 추후에 “City Code”에서 규정하고 있는 의무공개매수 규정의 요건에 해당되는 경우 (30%이상의 주식취득), 의무공개매수 규정의 적용은 없지만 임의적인 공개매수라고 하더라도 의무공개매수의 경우와 동일하게 모든 주주에 대하여 매수제의자가 매수제의를 시도하게 되면, 해당 매수제의자에 대해서 응모가 있던 모든 주식을 의무적으로 취득해야 한다.²¹⁾

2) 적용 예외

“City Code”의 의무공개매수에 관한 규정은 일정한 경우에 적용면제된다. 이러한 내용에 관한 “City Code”는 『Notes on Dispensation from Rule 9』에서 설명하고 있으며, 특히 주목할 점은 법원이나 기타 행정기관인 아닌 “Panel”에 의한 승인 또는 판단에 의하여 “의무공개매수”의 적용이 면제된다는 점이다. 다만, 『Notes on Dispensation from Rule 9』는 “Panel”이 통상적으로 승인해주는 경우를 예로서 설명하고 있다.²²⁾ 즉, “City Code”

20) 이를 가리켜서 “voluntary offer”라고 한다. “의무공개매수(mandatory offer)”와 “임의적 공개매수(voluntary offer)”의 절차적인 차이는 다음과 같다. 전자의 경우, 공개매수의 성립요건인 50% 이상의 의결권을 취득에 관한 응모가 없게 되면 매수를 실시하지 않는다고 하는 조건의 첩부 등이 있게 된다. 이에 대하여 후자의 경우는 보다 상세한 조건을 첩부하게 된다. 또한, 전자의 경우에는 반드시 현금을 대가(또는 현금을 선택적인 대가로 포함하여)로 하고, 원칙적으로 과거 12개월간 또는 매수기간 중 대상회사 주식취득에 대하여 지불된 최고의 가격을 구매가격으로 구하게 된다. (The City Code Rule 9.5 (a)) 후자의 경우, 매수기간 및 과거 12개월 사이에 현금을 대가로 하여 (증권을 대가로 했을 경우 통상 현금에 의한 취득으로 간주) 10% 이상의 의결권을 취득했을 경우 또는 매수기간 중에 현금을 대가로 해서 (증권을 대가로 했을 경우 통상 현금에 의한 취득으로 간주) 주식을 취득했을 경우 또는 “Panel”이 필요하다고 판단했을 경우, 원칙적으로 해당 취득에 대하여 지불한 최고 가격의 현금을 대가로 (또는 현금을 선택적인 대가에 포함) 하게 된다. (The City Code, Rule 11.1.)

21) The City Code, Section F. THE MANDATORY OFFER AND ITS TERMS, Rule 9.1 WHEN A MANDATORY OFFER IS REQUIRED AND WHO IS PRIMARILY RESPONSIBLE FOR MAKING IT

22) 『Notes on Dispensation from Rule 9』에서는 다음과 같은 상황을 제시하고 있다. ① 이른바 “Whitewash”라고 하는데, 이는 신주를 발행하는 경우, 발행회사의 주주총회에 있어서 독립한 주주의 과반수에 의한 승인과 “Panel”의 승인이 있는 경우 의무공개매수의 의무가 발생하지 않는다는 것을 의미한다. ② 주식에 대한 담보가 채권추심 등으로 인하여 실행되어 취득된 경우, 취득 후 한정된 기간 내에 30% 미만이 되는

의 규정상 “Panel”이 의무공개매수 규정의 적용을 면제해 주는 경우가 「Notes on Dispensation from Rule 9」에 명시되고 있는 경우로 한정되는 것은 아니다. 이외에도 “City Code”의 규정에서는 이른바 “부분적 공개매수 (partial offer)”가 인정된다. 즉, “City Code”의 요건을 구비하고, “Panel”의 승인을 얻으면, 의무공개매수가 아닌 대상회사의 주식을 부분적으로 취득하는 공개매수를 실시할 수도 있다.²³⁾ “부분적 공개매수”를 시도하기 위해서는 “Panel”의 승인이외에 공개매수 제의를 전후하여 12개월간 대상회사의 주식을 취득하지 못하며, 독립한 주주의 과반수의 승인을 얻어야 가능하게 된다.²⁴⁾ 이러한 “부분적 공개매수(partial offer)”에 대한 규제는 소수주주를 보호한다는 “City Code”의 일반 원칙과 이념을 관철시키기 위한 노력으로 평가된다.²⁵⁾ 즉, 주식의 부분적 취득에 대한 규제는 특정 주주

처분이 이루어졌을 경우 의무공개매수 의무가 발생하지 않는다. 그러나 이 경우 일정한 기간내에 “Panel”에 대하여 만족스런 방법으로 처분으로 하여 지분을 30% 이하로 조정시켜야 한다. ③ “Rescue Operation”이라고 하여, 대상회사가 심각한 재무상황에 처하게 되어 신주의 인수 또는 기존 주식의 취득이 위기를 극복하는 유일한 방법인 경우 의무공개매수 의무가 발생하지 않는다. 이러한 상황에 대한 판단도 “Panel”이 수행하게 된다. ④ 부주의에 의한 실수인 경우, 즉 부주의에 의한 잘못된 취득으로 인하여 30%를 초과하는 지분을 취득하게 되었지만, 취득 후 일정한 기간내에 30% 미만이 되는 처분이 이루어졌을 경우 의무가 발생하지 않지만, “Panel”에 대하여 만족스러운 방법으로 이러한 절차가 진행되어야 한다. ⑤ 50% 이상 의결권을 가지는 주주에 의한 명확한 매수제외의 거부 즉, 50% 이상의 의결권을 가지는 주주가 매수제외에 응하지 않을 것을 서면의 방법으로 명시적인 표현을 하고 있는 경우 또는 이미 단독으로 50% 이상 의결권을 가지는 주주가 존재하고 있는 경우가 이에 해당된다. ⑥ 의결권이 부여되어 있지 않은 주식에 대하여 권리가 부여된 경우 (Enfranchisement) 즉, 무의결권 주식에 대하여 권리가 부여됨으로써, 의결권이 발생하게 된 경우에는 “Panel”의 판단에 의하여 의무공개매수 의무가 발생하지 않게 된다. (The City Code, Rule 9, Notes on Dispensation from Rule 9, F22~24)

- 23) The City Code, SECTION O. PARTIAL OFFERS, RULE 36.1 PANEL’S CONSENT REQUIRED
- 24) The City Code, Rule 36.2. ACQUISITIONS BEFORE THE OFFER, The City Code, Rule 36.3. ACQUISITIONS DURING AND AFTER THE OFFER, The City Code, Rule 36.5. OFFER FOR 30% OR MORE REQUIRES 50% APPROVAL
- 25) 이러한 소수주주의 보호를 위하여 영국은 “City Code”와 회사법 등의 규정을 통하여 다음과 같은 주식취득비용별 규제를 규정하고 있다. ① 3% 주식취득 : 공개매수 대상회사의 주식을 3% 이상 매수하게 되면, 영업일 기준(business days)으로 2일 이내에 주식매수 및 소유내역을 공시해야 하고, 이후에 1% 이상을 추가적으로 매수할 경우에도 공시의무가 부담 (영국 1985년 회사법), ② 15~30% 주식취득 : 이전에는 “Rules Governing Substantial Acquisitions of Shares (SARs)”에 의하여 규율되었으나, “SAR”는 2006년 5월 폐지되고 현재는 “City Code”와

가 회사의 지배권을 취득했을 경우, 다른 모든 주주에게 공평하게 매각의 기회(해당 회사로부터 이탈할 기회)를 주어야 한다는 소수주주보호의 이념에 근거하고 있다.²⁶⁾

(2) 잠재적 기업매수자에 대한 규제

영국의 “City Code”는 기업매수를 시도하는 과정에서 주식의 취득비용에 따른 의무공개매수제도를 운용하는 것뿐만 아니라, 기업매수의 공표 시점에 따라서 세분화된 규제내용을 규정하고 있다. 특히, 이른바 “잠재적 기업매수자”라고 할 수 있는 기업매수 공표 직전의 기업매수자에 대해서도 개별적인 규제를 하고 있는 것이 특징이다. 즉, “City Code”의 규정에 의하여 매수자가 대상회사의 이사회에 대하여 매수의 확고한 의사를 통지했을 경우에는 공표(Announcement)가 요구되고 있다.²⁷⁾ 그런데 “City Code”에 의한 규제의 특징은 매수자가 대상회사에 매수제의를 위한 접근을 하기 전이라도, 매수자 또는 매수자가 되려는 자의 움직임과 매수 동향에 기인하여 대상회사가 소문(rumour) 또는 추측(speculation)의 대상이 되고 있는 경우 또는 대상회사의 주가가 가격이 정상적이지 않고 자연스럽게 움직임을 나타내는 경우에, 매수자 또는 매수자가 되려는 자에게 공표가 요구되고 있다.²⁸⁾ 즉, 기업매수의 실사가 확실하게 되기 이전에 보다 빠른 단계에서 기업매수의 가능성에 관한 정보의 공표를 요구하고 있다는 점과 규제기관인 “Panel”이 상기한 바와 같은 업무에 집중할

회사법에 의하여 규율, ③ 30% 주식취득 : “City Code Rule 5, 9”에 의하여 의무공개매수제도 적용. 공개매수자가 30%이상 50%미만의 주식을 보유하고 있으면서 추가로 주식을 매입하는 경우에도 의무공개매수 제도의 규정이 적용되어 나머지 추가 매수주식에 대해서도 규정 적용, ④ 50% 주식취득 : 지배권이 이전되어 효력이 발생하는 “City Code”가 인정하는 최소한의 요건, ⑤ 90% 주식취득 : 대상회사의 주식을 90% 이상 보유하게 되면, 10%의 주식에 대해서 강제로 인수할 수 있도록 규정 (영국 1985년 회사법) (Freshfields Bruckhaus Deringer, “The City Code on Takeovers and Mergers - Introduction”, summer 2005, p.27)

26) 英國M&A制度研究會, “英國M&A制度研究會報告書”, 『日本証券經濟研究所』, 2009.6, p.6.

27) The City Code, RULE 2. SECRECY BEFORE ANNOUNCEMENTS; THE TIMING AND CONTENTS OF ANNOUNCEMENTS, RULE 2.2 WHEN AN ANNOUNCEMENT IS REQUIRED

28) The City Code, RULE 2.2 WHEN AN ANNOUNCEMENT IS REQUIRED

수 있도록 함으로써 판단의 정확성과 전문성을 제고시키고 있다는 점이 특징이라고 할 수 있다.²⁹⁾

(3) 기업매수에 대한 방어책의 제한

영국 “City Code”의 규정에 의하면 이사들이 시도할 수 있는 기업매수에 대한 방어책에 대하여 매우 제한적인 태도를 취하고 있다. 즉, “City Code”의 “Rule 21.1”에서는 「매수제외가 진행되고 있거나, 매수제외가 임박했다고 매수대상회사가 합리적으로 신뢰하고 있는 경우, 매수제의 이전에 주주총회의 승인없이는 다음과 같은 행위를 할 수 없다. (a) 매수제를 좌절시키거나 주주들로 하여금 판단할 수 있는 기회를 부정하는 일체의 행위, (b) ① 주식을 발행하거나, 양도 또는 매각하고, 또는 이에 동의하는 행위, ② 발행되지 않은 주식에 관하여 주식을 발행하거나 option을 부과하는 행위, ③ 전환권이 부여된 주식을 발행하거나 허가하는 행위, ④ 회사의 중요 자산을 처분, 매각, 획득하거나 또는 이에 동의하는 행위, ⑤ 일상적인 사업운영 이외의 계약에 착수하는 행위」라고 규정하고 있다.³⁰⁾ 이는 “이사회 의 중립규정”으로서, 주주가 기업매수의 제안에 타당

29) “Panel”의 집행부(Executive)는 잠재적 기업매수자의 공포에 관한 규제에 있어서 많은 시간과 기관의 역량을 투입하고 있다. 이는 증권시장에서의 주가가격 변동까지 세밀한 검토를 요구하는 사안이라서 많은 전문성과 시간을 요구하게 된다. “Panel”은 대상회사의 주가변동이 자연스럽지 않은 경우, 전문성과 인력을 기반으로 하여 관계된 모든 사안을 포착하여 검증함으로써 주가변동이 정상적이지 않다고 판단된 잠재적 기업매수자에 대하여 공포를 요구하고 있다.

30) The City Code. 21.1 WHEN SHAREHOLDERS’ CONSENT IS REQUIRED

During the course of an offer, or even before the date of the offer if the board of the offeree company has reason to believe that a bona fide offer might be imminent, the board must not, without the approval of the shareholders in general meeting

(a) take any action which may result in any offer or bona fide possible offer being frustrated or in shareholders being denied the opportunity to decide on its merits; or
 (b) (i) issue any shares or transfer or sell, or agree to transfer or sell, any shares out of treasury;
 (ii) issue or grant options in respect of any unissued shares;
 (iii) create or issue, or permit the creation or issue of, any securities carrying rights of conversion into or subscription for shares;
 (iv) sell, dispose of or acquire, or agree to sell, dispose of or acquire, assets of a material amount; or

성 및 경제성에 대하여 판단할 기회를 박탈시켜서는 안 된다고 하는 “City Code”의 “제3 일반원칙”이 구체화된 규정이고, 영국에서의 기업매수에 대한 방어책의 허용여부는 주주총회의 승인을 법적 요건으로 명문화시킴으로써 주주의 판단 또는 의사결정에 의하게 된다.

IV. “Panel 시스템”의 구성과 기능

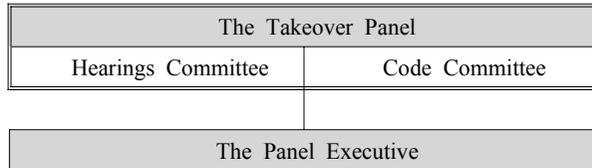
1. “Panel 시스템”의 조직

(1) 일반 “Panel”

“Panel”의 조직은 일반 “Panel”과 코드위원회(Code Committee), 청문위원회(Hearing Committee)로 구성된다.³¹⁾ “Panel”로 구성되기 위하여 지명된 자는 일반 패널위원이나 코드위원회(Code Committee) 또는 청문위원회(Hearings Committee) 그리고 기업매수항소이사회(Takeover Appeal Board) 중 한 조직에 소속되어 활동하게 된다. 어느 한 조직에 소속되어 활동을 하는 경우에는 각 위원회별로 즉, 코드위원회와 청문위원회, 그리고 “Takeover Appeal Board”간에 겹침이 허용되지 않는다.³²⁾ “Panel”은 총 35 명으로 구성된다. “Panel” 위원에 의하여 지명되는 ① 1명의 의장, ② 3명 이내의 부의장, ③ 20명까지의 위원 그리고 ④ 영국의 관련 업계에서 지

(v) enter into contracts otherwise than in the ordinary course of business.

31) “Panel 시스템”의 구조는 다음 그림과 같다. (<http://www.thetakeoverpanel.org.uk/>)



한편, 기업매수항소이사회(Takeover Appeal Board)의 경우는 “Panel 위원회”, 특히 청문위원회(Hearings Committee)에 대하여 독립적인 조직과 활동으로 운영된다. 따라서 기업매수항소이사회 의장과 부의장은 고등법원판사(Master of the Rolls)에 의하여 지명된다. (<http://www.thetakeoverappealboard.org.uk/>)

32) The City Code, 4 THE PANEL AND ITS COMMITTEES, (d) Membership and representation restrictions, A10.

명되는 위원으로 구성된다. 그리고 의장과 부의장은 청문위원회의 위원으로 임명된다. “Panel”로 지명된 위원은 코드위원회나 청문위원회의 위원으로서 활동한다. 상기한 ③으로 선출된 20명의 위원들은 12명까지 코드위원회, 8명까지 청문위원회의 위원으로 활동한다. 상기한 ④로 선출된 각계에서 지명된 위원은 “Panel”의 반복된 임명없이 청문위원회의 위원이 된다. 이러한 위원은 지명된 단체로부터 독립하여 활동하게 된다.³³⁾

(2) 코드위원회 (Code Committee)

코드위원회는 “Panel”의 규칙을 제정하는 입법기능을 수행하는 주체이며, “City Code”의 조정·협의·수정에 관한 책임을 부담하면서 직무수행하게 된다. 사안에 대하여 검토할 사안이라고 코드위원회가 판단했을 경우, 관련된 예측과 전망을 조사하여 배경이나 이유 그리고 제안된 내용의 전문을 게재한 “Public Consultation Paper (이하, PCP)”를 공표한다. PCP에 관한 협의기간은 해당 사항의 복잡성 등을 고려하여 12개월로 제한된다. 그리고 협의기간이 종료된 때에는 결론으로서, “PCP에 대한 반응”과 “수정요구에 대한 대응” 및 최종적인 수정내용에 관한 “Response Statement”를 작성한다. 특정한 시장변화 때문에 신속한 대응이 필요한 예외적인 경우에는 상기한 형식적인 절차를 경유하지는 않는다.³⁴⁾

(3) 청문위원회 (Hearing Committee)

청문위원회는 의장, 3명까지의 부의장, 8명까지의 패널위원에 의하여 임명된 위원 그리고 영국 각계각층으로부터 지명된 위원으로 구성된다. 청문위원회의 주요 기능은 집행부(Executive)가 내린 결정을 심사하는데 있으며, 집행부가 “City Code”의 위반이 있다고 판단하여 진행시키는 징계절차에 대해서도 청문(Hearing)을 실시한다.³⁵⁾ 원칙적으로 심사대상

33) The City Code, 4 THE PANEL AND ITS COMMITTEES, (a) The Panel, A7~8.

34) The City Code, 4. THE PANEL AND ITS COMMITTEES, (b) The Code Committee, A9~10.

35) The City Code, 4. THE PANEL AND ITS COMMITTEES, (c) The Hearing Committee, A10.

대한 신청일로부터 1개월 이내에 이루어져야 하는데, 이러한 제한은 집행부의 판단에 의하여 합리적인 기간만큼 연장이 가능하다. 한편, 의장은 적절하지 않고 절차의 남용이 있는 경우, 즉 사소한 사항에 대한 신청이나 반복적인 신청이 있는 경우 청문위원회를 대신하여 절차진행을 중지시킬 수 있다.³⁶⁾ 청문절차가 공개적으로 진행되는 경우, 청문위원회의 의장이 필요 또는 합리적이라고 판단하여 절차 일부에 대한 비공개 진행을 결정할 수 있다.³⁷⁾ 청문의 내용을 비공개로 해야 할 필요성이 있거나, 경제적 이익과 관련하여 민감한 경우, 절차적으로 하자나 문제가 없으면 청문위원회 내지는 청문절차의 의장에 의한 판단에 의하여 구체적인 입증자료 없이 절차를 진행시킬 수 있다.³⁸⁾ 청문위원회의 결정은 통상적으로 당사자에게 통보된 후, “Panel Statement”로서 신속하게 공표된다. 또한, “Panel Statement”는 정보의 내용을 비공개로 할 필요가 있는 경우 또는 경제적 이익으로 인하여 민감한 사안인 경우는 일부를 수정할 수 있다.³⁹⁾ 청문위원회의 결정에 관하여 “Takeover Appeal Board”에 대한 항소가 이루어지는 경우, 청문위원회 내지는 청문절차의 의장은 “Panel Statement”의 공표를 중단시킬 수 있다. 항소가 제기된 경우, “Takeover Appeal Board”에 의하여 결정될 때까지 청문위원회의 결정내용은 당사자와 절차참가자를 구속한다.⁴⁰⁾ 당사자 및 청문위원회에 의하여 당사자 지위가 거부된 자는 “Takeover Appeal Board”에 항소할 수 있다. 항소의 통지는 항소이유와 항소취지를 포함하여 청문위원회 내지는 청문절차의 의장이 요구한 기간 내에 이루어져야 하며, 이러한 요구가 없는 경우에는 청문위원회 내지는 청문절차의 의장이 내린 서면결정 수령 후 2일 이내에 이루어져야 한다.⁴¹⁾

36) The City Code, 7. HEARING COMMITTEE, (b) Time limits for applications for review by the Hearings Committee ; frivolous or vexatious applications, A13.

37) The City Code, 7. HEARING COMMITTEE, (c) Conduct of hearings before the Hearings Committee, A14.

38) Id.

39) The City Code, 7. HEARING COMMITTEE, (c) Conduct of hearings before the Hearings Committee, A14~15.

40) Id.

41) The City Code, 7. HEARING COMMITTEE, (e) Right of appeal, A15~16.

(4) 집행부 (Executive)

“Panel”의 집행기관으로서 집행부(Executive)는 일상적인 기업인수합병에 관한 감독과 규제를 수행한다. 이를 위하여 집행부는 “Panel”에 대하여 독립적으로 운영된다. 집행부의 업무수행은 조사행위 또는 “City Code”와 관련된 거래의 모니터링 등에 관한 사항도 있으며, 기업인수합병에 관한 자문기능을 수행하는 동시에 관련된 기업매수 또는 관련된 거래행위가 있기 전에 적절한 기간 동안 “City Code”에 대한 해석과 적용, 효과에 관한 결정을 하게 된다.⁴²⁾ 집행부는 법무법인, 회계법인, 투자은행 등 다양한 조직에서 파견된 자들로 구성된다.⁴³⁾ 집행부의 중요한 업무로서 “City Code”의 해석과 효과 그리고 일반적인 적용 실무에 대한 일반적인 가이드라인을 제시한다. 특히, 집행부의 역할 중, 「특정한 사안에 대한 “No names” 가이드라인의 제시」가 있는데, 이는 가이드라인을 요구한 주체가 집행부에 대하여 당사자가 되어 해석의 대상이 되는 회사의 명칭을 공개하지 않으면서 제시되는 가이드라인을 의미한다. 이러한 가이드라인은 비구속적인 것으로서, 당사자나 그 자문자의 성명을 분명히 제시하고 가이드라인을 요구한 것이 아니므로, 이를 일반적으로 신뢰하여 다른 사안에 대한 판단의 근거로서 채용하지 않는다.⁴⁴⁾

(5) 기업매수 항소 이사회 (Takeover Appeal Board)

“Panel”의 관련 기관으로서 “Takeover Appeal Board”가 있는데, 이사회는 청문위원회의 청문절차가 진행된 이후에 이사회 전체적인 절차가 진행된다. 이사회는 청문위원회의 결정에 대하여 항소를 하게 되는 독립적인 기관이다.⁴⁵⁾ 통상적으로 이사회는 최소 5명으로 구성된다. 절차진행은 청문위원회의 절차와 유사하지만, 이사회 규칙(Rule)에 의하여 진행된다.

42) The City Code, 5. THE EXECUTIVE, A10~11.

43) The City Code, 5. THE EXECUTIVE, A11.

44) The City Code, 6. INTERPRETING THE CODE, (a) Interpreting the Code - guidance, A11

45) The City Code, 8. TAKEOVER APPEAL BOARD, (a) Status, purpose and membership of the Board, A16.

이사회는 결정은 통상 “Public statement”의 형태로 공표되며, 이사회는 이러한 결정은 청문위원회의 결정을 변경하거나, 유지 또는 번복할 수 있는 효력이 있다.⁴⁶⁾

2. “Panel” 운영의 특징

(1) 전문성 제고를 위한 인적 구성

상기한 바와 같은 M&A의 당사자들은 기업매수의 준비단계 이전에서부터 개시 및 종료 단계까지 “Panel 시스템”을 통한 “상담(consultation)”과 의견 교환 등을 지속적으로 장기간 수행한다. 이러한 “상담”이나, “City Code”의 해석에 대한 문의 및 이에 대응하여 “City Code”를 운용하는 것이 “Panel”의 핵심적인 업무이다. 관련된 업무는 집행부의 “케이스담당관(Case officers)”이 담당하고, 같은 부서에 소속하는 “Assistant Secretary”를 통하여 이루어지게 된다.⁴⁷⁾ 현재 2010년 4월 기준으로 6개 부서, 4인의 이사(Director), 5인의 “Secretary”와 7인의 “Assistant secretary”로 구성되어 운영된다. 이들은 대부분이 법무법인, 회계법인, 투자은행 등의 출신으로서 실무에서 M&A 업무를 주로 수행해 온 경험과 실무지식이 풍부한 전문가들로서 2년간 “Panel”로서 M&A 실무에 종사하고, 출신부서로 복귀하는 관행이 있다. 이러한 출향시스템은 “Panel”에 있어서 M&A 실무에 관한 폭넓고 최신의 지식을 지속적으로 흡수함으로써 최고의 전문성을 확보할 수 있다는 장점이 있다.⁴⁸⁾

(2) 이의제기절차의 보장과 재판에 의하지 않는 신속한 M & A 절차

“Panel 시스템”의 이의제기절차는 “Panel”의 판단에 의하여 다음의 2단계로 진행됨으로써 절차보장이 이루어진다. 즉, 1단계로 “청문위원회(Hearings Committee)”는 집행부의 판단에 대하여 당사자가 제기한 사안을

46) The City Code, 8. TAKEOVER APPEAL BOARD, (b) Conduct of hearings before the Board, (c) Remedies, A16-17.

47) <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/structure/executive>

48) 英國M & A 制度研究會, 앞의 글, pp.12~13.

심리하고 또는 규정위반자에 대한 제재조치 등에 대하여 심리를 실시한다. 2단계로 “Takeover Appeal Board”는 청문위원회의 결정에 대한 이의제기를 심리하기 위하여, 패널로부터 독립한 기관으로 역할을 수행한다. 법원은 이의제기절차를 경유한 패널의 판단을 기본적으로는 존중하고 이에 개입하지 않는 입장을 취하고 있다. 패널의 판단에 대하여 법원에 제소되는 경우는 지극히 드물고, 또한 “Panel”의 판단이 번복될 가능성은 적다고 할 수 있다.⁴⁹⁾

(3) 타 감독기관과의 협력에 의한 규율

“Panel”의 징계에 관한 내용 중, “cold shouldering”은 「“Panel”이 “City Code”에 위반한 자에 관한 내용의 취지를 FSA나 특정의 단체 등에 제출하는 것으로, 해당 위반자가 금융업계나 특정 업종 등에서의 협력을 받을 수 없게 되는 등의 제재」를 의미한다.⁵⁰⁾ 예를 들면, FSA 규칙에서는 “금융서비스업자는 코드위반자를 위하여 매수에 관련된 행위를 해서는 안 된다”라고 규정되고 있는데, “cold shouldering”조치가 발동되면, 영국내의 M&A에 필수적인 투자은행 등의 자문역을 이용할 수 없게 되어, 영국 내에서의 M&A가 사실상 불가능하게 된다.⁵¹⁾

V. 영국 M&A 법제의 시사점

1. 영국에 있어서 기업규제에 대한 경향

상기한 내용을 검토한 바에 의하면, “City Code”와 “Panel 시스템”의 기본적인 태도는 “자율규제적인 성격의 기업규제 경향”과 “기업의 운명에 대한 최종적인 주주 판단의 존중”이라는 2가지의 핵심으로 파악될 수 있다. 영국의 “City Code”와 “Panel 시스템”에 있어서 M&A의 성공 여부를

49) 英國M&A制度研究會, 앞의 글, pp.14~15.

50) The City Code, 11. DISCIPLINARY POWERS, (b) Sanctions or other remedies for breach of the Code, A20~21.

51) 英國M&A制度研究會, 앞의 글, pp.17.

결정하는 궁극적인 권리는 대상회사의 주주에게 있다는 점을 항상 전제하고 있다. 또한, 영국의 M&A 법제뿐만 아니라, 영국 회사법제가 자율규제적인 성격이 강한 모습으로 변모되고 있다는 점은, 오래 전부터 “City Code”의 자율규제적인 성격이 충분하게 반영되어 있다는 점으로 검토될 수 있다. 기업법제에 있어서 자율규제적인 성격은 영국에 있어서 이미 특징이자 장점으로 자리 잡고 있다. 예를 들어서, 영국의 통합규준(Combined Code)⁵²⁾과 같은 기준의 운영은 상장기준에서 규준준수와 미준수시 설명을 요구하고 있어서, 자율규제적인 성격에도 불구하고 집행력과 실효성을 확보할 수 있는 제도적 장치를 마련하여 그 실익을 향유하고 있다. 이러한 특징은 “City Code”와 “Panel 시스템”의 운영에 있어서도 동일하게 적용된다.⁵³⁾ 즉, “City Code”가 EU 지침과 회사법의 개정을 통하여 실정법적 효력을 갖게 되기 이전부터 “City Code”는 실정법과 동일한 수준의 집행력과 구속력이 수반되어 운영되었다.⁵⁴⁾

52) 영국의 통합규준(Combined Code)은 현재 M&A 법제와 기업법제에 있어서 중요한 이슈로 논의되고 있는 “soft law”와 관련을 가진다. “soft law”는 영국 M&A 법제에 있어서 “City Code”의 성격을 일의적으로 표현해 주는 법체계라고 할 수 있다. 국제법에서 “연성법”이라는 의미로서 사용되던 “소프트로(Soft Law)”는 일반적으로 Melvin Eisenberg 교수에 의하면, “사적기관(private institution)이 선언한 기준(standards), 원칙(principles) 또는 규정(rules)의 집합체로서 일종의 구속력이 있지만 그 구속력이 국가의 제재로 뒷받침 되는 것이 아닌 것”이라고 표현할 수 있다. (Melvin A. Eisenberg, “Facilitation and Regulation - The Architecture of American Corporate Law”, 2 BERKELEY BUS. L. J. 167, 2005, p.182)

53) 이러한 영국의 M&A 법제와 회사법제는 기업법이 가지고 있는 근본적인 기능과 이를 수행하기 위한 환경이 충분히 반영되어 있다고 볼 수 있다. 회사법의 기본적인 기능을 단순히 규제를 위한 도구로서가 아니라, 기업환경과 이를 준수하는 규범순응자들간의 이해관계 조정 및 권한과 책임의 분배를 가능하게 한다는 점으로 중시해야 할 것이다. 즉, 회사법은 사업 및 다른 회사의 활동에 종사하는 자가 자신의 업무를 공동의 성공 및 효과적인 생산 활동으로 인도할 가능성이 가장 높다고, 그들이 믿는 방식으로 조정하고, 운영할 수단을 제공해야 한다. 이러한 회사법에 대한 기능은 영국의 M&A 법제와 회사법제에서 충분하게 반영되어, 현재의 규제시스템이 운영되고 있다고 볼 수 있다. (野田 博, “コーポレート・ガバナンスにおける法と社會規範についての一考察”, 『ソフトロー研究』 第1號, 2005.1, pp.107~9)

54) 상기한 바와 같이 “Panel 시스템”과 “City Code”는 자율규제로서 성격을 유지해왔지만, EU의 지침과 영국 회사법 그리고 “City Code” 자체의 규정을 통하여 일정한 구속력과 강제력을 가지는 규범으로서 현재 운영되고 있다. “City Code”의 구속적이고 강제적인 효과에 관한 주요 규정으로서, Rule 6 (고려기간을 준수한 공개매수제의 의무), Rule 9 (의무공개매수 등), Rule 11 (현금, 주식 등 기업매수의 대가 유형),

이렇듯 영국의 M&A 법제에서 “자율규제적인 성격의 기업규제 경향”과 “기업의 운명에 대한 최종적인 주주 판단의 존중”이라는 가치는 복잡한 사안이 역동적으로 융합되어 있는 M&A 사안을 해결하는데 중요한 기준과 규제의 틀로서 시사점이 있다고 할 것이다.

2. “Panel 시스템”의 운영에 의한 판단기관의 독립성 확보

서론에서 언급한 바와 같이, 기업매수가 이루어지는 경우, 매수회사와 대상회사를 중심으로 이해관계자들간의 치열한 이해상충이 발생하게 된다. 이러한 이해관계의 극단적인 대립과 충돌은 적대적 기업매수 또는 우호적인 합병에 관계없이 발생하게 되고, 충돌되는 이해관계자들간의 이익조정은 새로운 판단기관을 요구하게 된다. 이러한 판단기관은 “법원” 또는 해당 기업의 “독립위원회” 그리고 영국과 같이 제3자성을 갖춘 “Panel 시스템”에서 행사된다. “Panel 시스템”과 유사한 기능을 수행하는 기관으로서 미국의 독립적인 위원회를 언급할 수 있다. 물론, 기능적으로 많은

Rule 14 (1종류 이상의 주식에 의한 기업매수의 경우), Rule 15 (전환권 등에 관한 매수제한), Rule 16 (유리한 조건 등에 관한 특별 거래) 등 규정을 위반한 자에 대하여는 “Panel”이 대상회사의 주식 소유자 또는 이전의 소유자에 대하여, 해당 규정이 준수되었을 경우에 취득되었을 대가의 보상금을 지불하도록 명할 수 있다. (The City Code, 10. ENFORCING THE CODE, (c) Compensation rulings, A19) 또한, “Panel”은 어떤 자가 “City Code”의 규정에 의한 의무 또는 명령을 위반할 합리적인 가능성이 있다고 판단될 경우, 법원에 대하여 해당 요구의 준수를 확실하게 이행할 수 있도록 하는 명령을 요구할 수 있다. (The City Code, 10. ENFORCING THE CODE, (d) Enforcement by the Courts, A19~20) 한편, “City Code”에는 규정의 강제성과 구속성을 확보하기 위하여 일정한 경우 효력을 발생하게 하는 징계권한(Disciplinary Powers)에 관하여 규정되어 있다. 징계에 관한 안건은 집행부가 접수하여 취급한다. 다만, 집행부는 “City Code”의 위반이 명백하게 있다고 고려되는 경우에는 청문위원회에 이송하기 전에 전체 징계절차를 개시하게 되는데, 그렇지 않은 경우에는 그 내용을 청문위원회에게 전달하게 된다. 청문위원회가 “Panel”의 결정 또는 “City Code”의 규정을 위반하였다고 인정된 경우, 청문위원회는 비공식적인 성명 또는 공식적인 성명을 발표하고 다음과 같은 징계를 결정한다. 즉, (1) “Panel”이 징계 당사자에 대하여 인정하고 있던 면제나 승인 또는 이 외의 특별한 지위에 대한 혜택을 중단시키거나 철회 또는 지위유지를 위한 다른 특별한 조건을 부과하거나, (2) 징계 당사자의 행위를 영국 또는 외국의 규제기관이나 전문직업단체(professional body), 구체적으로는 “Financial Services Authority(FSA)” 등의 기관에 대하여 이들에 대한 제재를 위한 조치를 취할 수 있도록 보고한다. (The City Code, 11. DISCIPLINARY POWERS, (b) Sanctions or other remedies for breach of the Code, A20~21)

차이가 있으며, 동일한 선상에서 비교분석하기에는 무리가 있다. 그러나 “법원”이라는 최종적인 사법판단으로 진행되기 전에 이해관계를 조정하면서, M&A 사안을 분석하고 이를 평가하는 기관이라는 점에서는 유사하다고 할 수 있다. 그런데 미국의 독립위원회가 가장 많이 비판을 받는 점이 바로 “독립성” 또는 “중립성”의 문제이다. “Panel 시스템”의 “독립성” 문제는 독립위원회와 같이 적대적 M&A의 방어책에 관하여 권고하고 대표소송 개시를 결정하는 기관으로서의 “독립성”에 관한 문제와는 차원이 다른 문제일 수도 있다. “Panel 시스템”의 경우는 시장과 국가단위로서의 M&A에 대한 감독기관의 독립성 문제라고 할 수 있다. 반면, 독립위원회의 경우는 특정 M&A의 대상회사에 의한 방어책 등에 관하여 판단하는데 있어서의 독립에 관한 문제이다.⁵⁵⁾ 이러한 차이에도 불구하고, “회의체”에서 독립성과 중립성을 유지하면서, 이해관계인의 입장과 독립하여 결정할 수 있는 회의체는 독립위원회보다 “Panel 시스템”이 보다 더 효과적이라고 할 것이다. 이른바, “구조적 편견(Structural bias)”⁵⁶⁾이라는 개념

55) 原弘 明, 앞의 글, pp.424-425.

56) “구조적 편견(Structural bias)”이란, 의사결정권한을 가진 자와 의사결정에 순응해야 하는 자 사이에서 독립성이 결여되어, 중립적이지 못한 결정이 내려질 수밖에 없는 구조적 문제로 인하여, 회의체에 의한 의사결정이 공평하고 합리적이지 못한 결정으로 이르게 된다는 개념이다. 구조적 편견은 다음과 같은 경로로 인하여 발생하게 된다. 이사회와 같은 회의체에 의한 집단적인 의사결정이 특정한 문제에 대한 해결에 있어서 긍정적인 영향을 준다는 점을 인정할 수 있겠지만, 집단역학에 의하여 발생하는, 이른바 “순응성(Conformity)” 또는 “집단사고(Groupthinking)”라고 하는 부정적인 효과에 의해서 집단적 사고의 문제점이 발생하게 된다. 즉, 개개인의 사적인 판단이 정확하지 않다고 생각하면서, 집단에 의한 판단에 일반적으로 동의하게 된다. 그리고 개개인은 사안에 관한 대체수단을 고려하거나 결론에 도달하는데 있어서 집단의 인식과 평가에 의존하게 된다. 또한, 개개인이 정보가 부족한 상태이거나, 지식이 부족한 사안에 관하여 결정을 내리는 경우에는, 개개인이 확신할 수 있는 결정을 내리기 위해, 다수의 집단이 결정을 내리는데 있어서의 지각능력과 평가능력에 의존하게 된다. 그리고 집단구성원간의 응집이 강하면 강할수록, (집단전체와 각각의 구성원 사이에서 동일시하는 감정이 강하면 강할수록) 구성된 개개인은 자신의 판단을 집단의 판단에 적응시킬 가능성은 더욱 높아진다. 이사회 등과 같은 회의체의 진행절차상 회의체의 구성원이 그들의 판단을 다른 구성원에게 공표하는 경우에, 응집성(Cohesiveness)은 개개인에게 그들의 판단을 집단의 판단에 일치시키도록 하는 집단적인 압력을 창출해낸다. (NOTE, “The Propriety of Judicial Deference to Corporate Boards of Director”, 96 HARV. L. REV. 1894, June 1983, pp.1894-1903) 이러한 “구조적 편견”은 미국에서 독립위원회에 의한 M&A 사안 판단이나 주주대표소송에서의 판단에 있어서 판단주체에 대한 독립성 문제를 발생시킨다. 미국에서는 이러한 문제를 해결하기 위하여 정보공시를 비롯한 다양한 수단을 동원

을 전제로 하면, 이해당사자들과 회의체의 의사결정권자들의 분리된 구조는 미국의 독립위원회 보다 영국의 “Panel 시스템”이 더 적합하다고 볼 수 있다. 미국의 독립위원회는 이사회 이사 또는 경영진과 주주와의 대립관계에서 이를 해소시키기 위한 결정을 내리는데, “구조적 편견(Structural bias)”의 입장에서는 경영진과 독립위원회와의 단절을 도모하기가 어렵게 된다. 그러나 영국의 “Panel 시스템”은 이러한 “구조적 편견(Structural bias)”이 개입하기 어렵다는 구조가 형성되어 있기 때문에, 미국의 독립위원회에서 발생하는 “구조적 편견(Structural bias)”의 문제는 적게 발생한다고 볼 수 있으며, 이러한 의사결정기관의 독립성은 영국 M&A 법제에 있어서 또 하나의 시사점이 될 수 있다.

3. M&A 사안에 대한 전문성 확보

상기한 바와 같이, 영국의 “Panel 시스템”은 유래를 찾기 힘들 정도의 M&A에 관한 전문적인 지식을 갖춘 인적 인프라로 운영된다. 이러한 전문성은 영국의 “Panel 시스템”이 오랜 기간 정착되어 유지된 원동력이자 가장 큰 장점으로 평가받는다. 일반적으로 평가되기를 미국의 “poison pill”제도는 미국의 특징적인 “특별소송위원회(Special litigation committee)와 사외이사제도의 전문성” 및 “델라웨어주 법원의 회사법제에 대한 전문적인 판결과 적극적인 개입”에 의하여 유지되어 온 제도라고 한다. 물론 미국 이사회가 가지는 독립성과 전문성에 대한 많은 비판이 존재하고 있으며, 법원의 판단 또한 규범과 현실의 괴리를 인정해야 한다는 문제점이 계속적으로 지적되고 있다. 그래도 미국에서 이러한 체제가 유지될 수 있는 것은 미국 델라웨어주 법원이 회사법제에 관한 해석과 법리 창출에 있어서 오랜 기간 동안 축적된 전문적 지식이 이를 가능하게 했다고 볼 수 있다. 즉, M&A 사안 뿐만 아니라 회사법제에 있어서는 이를 판단하는 기관이 최고의 전문성을 가져야 한다는 점이 중시된다. 영국의 “Panel 시스템”이 보유하고 있는 전문성은 미국의 이사회와 법원이 수행할 수

하는데, 영국의 “Panel 시스템”에서는 이러한 “구조적 편견”의 문제가 발생할 가능성이 낮다는데 그 장점이 있다고 평가될 수 있다.

있는 전문성을 능가하는 전문성을 기반으로 하여 제도가 운영된다. 이렇게 중시되는 전문성의 확보는 앞에서 언급한 바와 같이, 이른바 “출향시스템”에 의한 인적 인프라 구성과 오랜 역사를 배경으로 한 M&A 업계의 풍토에서 비롯된다고 할 것이다. 기본적으로 “Panel 시스템”에 소속하게 되면, 접수되는 M&A 사안에 관하여 독립성이 보장된 판단을 할 수 있으며, 업계의 전문가로 선발된 자들이 M&A 사안을 판단하기 때문에 자동으로 전문성 또한 확보된다. 이러한 전문적인 “Panel 시스템”의 운영은 법원으로 하여금, “Panel”의 판단에 대하여 절대적으로 존중하게 한다. “M&A 사안에 대한 전문성 확보”를 가능하게 하는 영국의 “Panel 시스템”은 상기한 판단기관의 독립성 확보 뿐만 아니라, M&A 법제의 운영을 효율적이고 합리적으로 수행하게 하는 원동력으로서 시사점이 크다고 할 것이다.

4. 영국 M&A 법제의 시사점에 의한 우리나라의 도입 필요성

(1) 이사회 기능의 보완

현재 우리나라의 회사법제에서는 미국식 사외이사제도가 도입되어, 미국식 이사회의 기능과 거의 흡사한 역할을 수행하고 있다. 따라서 미국과 마찬가지로 M&A 사안에 대한 이사회의 역할과 기능이 한층 더 조명을 받고 있으며, 투명하고 공정한 이사회의 의사결정이 기대되고 있다. 그런데 상기한 바와 같이, 이사회의 기능적인 문제점 중 하나인 독립성 문제는 우리나라의 이사회제도에 있어서도 동일하게 제기될 수 있다. 앞에서 언급한 “구조적 편견(Structural bias)”의 문제는 우리나라의 이사회 의사결정에 있어서 충분히 발생할 수 있다. “구조적 편견”의 문제는 비단 M&A 사안에 국한되는 문제는 아니지만, M&A 사안에서는 “이해관계인에 의한 이익상충의 침해”가 심각하게 발생할 수 있다는 점을 고려한다면, “구조적 편견”의 문제가 발생하는 대표적인 경우라고 할 수 있다. 이러한 문제의 해결을 위하여, 이사회 자체의 개혁과 법제시스템의 개선을 추구할 수 있는 방법도 고려할 수 있지만, 영국의 경우와 같이 M&A 사안에 대한 전문적이고 독립적인 담당기관에 의한 역할을 기대하는 방법도 충분히 고려될

수 있다. 사외이사제도와 이사회 의 공정성 문제가 우리나라 뿐만 아니라, 외국에서도 여전히 제기되고 있다는 점을 고려한다면, 제3자성을 확실하게 확보하는 기관설립의 필요성은 충분히 인정될 수 있다고 할 것이다.

(2) 법원 기능의 보완

영국의 M&A 법제에서는 “Panel 시스템”에 대한 법원의 신뢰가 매우 높다고 할 것이다. 이미 오래전부터 활용되어 온 시스템에 대한 신뢰가 있을 뿐만 아니라, 실질적으로 감독기관과 산업계의 만족을 이끌어 낸 제도운영의 결과가 이러한 신뢰를 이끌어 왔다고 할 수 있다. 특히, M&A 사안의 경우 고도의 전문성을 요하고 있다는 점과, 구체적 타당성까지 고려해야 한다는 점은 법원으로 하여금 심한 부담감을 느낄 수밖에 없기 때문에, 영국의 경우는 “Panel 시스템”의 결정과 기능에 신뢰를 가질 수밖에 없다고 할 것이다. 미국의 경우 델라웨어주 법원이 이미 회사법제와 M&A에 대한 전문성을 이미 확보되었다는 평가가 있지만, 우리나라의 경우 법원 시스템 자체의 환경을 고려한다면 법원의 기능을 보완할 수 있는 추가적인 제도운영이 필요하게 된다. 현재 우리나라에서도 소송수행에 대한 부담과 신속한 분쟁해결을 위하여, 대체적 분쟁해결제도가 각 분야별로 운영되고 있는데, 이러한 제도운영의 목적과 취지는 M&A 사안에 있어서도 충분히 요구되고 있다는 점을 고려한다면 법원의 기능을 보완한다는 취지의 “Panel 시스템” 제도 도입이 인정될 수 있다고 할 것이다.

(3) 감독기관의 실질적 규제 효율화 달성

영국 “Panel 시스템”의 특징 중의 하나는, 관련 감독기관의 공무원과 산업계의 전문가가 동일한 기관에서 사안을 판단한다는 점이다. 상기한 바와 같이 “출향시스템”이라고 하는 운영은 산업계의 의견이 충분히 반영될 수 있다는 점 이외에 감독기관에 의한 규제가 실질적으로 M&A 사안에 투영될 수 있다는 장점을 가지게 된다. 주지하다시피, 기업합병에 대한 규제는 최적화된 규제 효율화를 달성하는 것이 무엇보다도 중요하고, 일방적인 규제강화와 규제완화는 절대적으로 지양해야 한다. 아무리 정치하

고 합리적인 법규의 제정과 집행이 이루어진다고 하더라도, 단순한 법적 용과 규제기관의 집행은 규제 효율화의 달성을 위하여 사안에 대한 구체적 타당성을 확보하기는 매우 어렵다고 할 것이다. 이러한 문제점을 해결하기 위하여 감독기관도 아니고, 법원도 아닌, “Panel 시스템”과 같은 기관에서 사안에 대한 판단을 통하여 규제가 이루어진다면, 감독기관의 실질적인 규제 효율화는 감독기관과 법원에 접수되기 전에 가장 빠른 시점에 달성될 수 있다고 볼 수 있다. 이러한 규제 효율화의 달성을 고려한다면, 기관설립에 의한 비용 보다 규제효율화의 편익을 더 높게 평가할 수 있게 되며, 따라서 우리나라처럼 M&A 분쟁의 발생이 지속적으로 증가하고 있는 현실에서는 “Panel 시스템”의 도입이 보다 더 필요하다고 할 것이다.

VI. 결 론

이상과 같이 영국 M&A 법제의 특징과 시사점에 관하여 간략하게 살펴 보았다. 영미법계라는 특수성과 기업환경의 차이로 인하여 우리나라의 기업법제와는 많은 차이점이 있는 영국의 M&A 법제는 다른 나라와 구별되는 특징적인 법제 및 기관을 운영하고 있다고 할 수 있다. 특히 이러한 특징은 EU 기업매수지침에도 영향을 줄 정도로 유럽에서는 그 우수성을 인정받고 있으며, 우리나라의 기업법제에도 많은 시사점을 제공할 수 있다고 할 수 있다. 우선적으로 영국 M&A 법제가 높게 평가될 수 있는 점은 이해관계의 해결을 위하여 최종적인 궁극의 목적을 “주주의 권리”에 두었다는 점이다. 이점은 그 가치를 평가받아서 EU 기업매수지침에 포함되었다는 점은 이미 기술하였다. 회사법상의 법리로서 “주주이익의 극대화” 그리고 “기업가치의 극대화” 또는 “이해관계인의 이익 극대화” 등이 논의되고 있다. 아직까지는 이에 대한 명확한 해법이 제시되어 있지 않고 있는 상태이지만, “주주이익의 극대화”를 위한 제도적 개선은 모든 나라에서 이루어지고 있다. “City Code”에서 기본원칙으로서 천명되어 있는 “주주에 대한 권리 보호”는 이러한 배경을 근거로 하여 영국 M&A 법제의 강점이라고 할 수 있다. 우리나라에서 최근 논의되고 있는 상법개정안의 “poison

pill”에 관한 사안과 이 밖에 M&A와 관련하여 LBO 등의 인정여부에 관한 논의는 일견 기업의 경영진을 위한 제도적 보호장치로 생각될 수 있다. 경영권 방어를 위한 방어책의 허용을 통하여 기업매수를 저지하려는 경영진의 보호와 LBO 등과 같은 M&A의 기법을 동원하여 기업을 합병하려는 경영진에 대한 우호적인 조치는 한편으로 “주주이익 극대화”의 관점에서 바람직하지 못 할 수도 있다. 따라서 경영진에게 유리한 제도의 도입에 상응하여 주주의 이익을 보호할 수 있는 조치는 필수적으로 수반되어야 하며, 주주와 경영진의 이익을 최적화시켜 균형을 이루게 하는 입법적 개선이 필요하게 된다. 영국의 M&A 법제 운영에 있어서 기본원칙으로서 자리 잡고 있는 “주주의 권리 보호”는 이러한 측면에서 전체 M&A 법제를 운영하는 최고 지도이념으로 기능한다는 점이 시사점을 제공한다. 한편, 서론에서 언급한 바와 같이, 기업매수가 이루어지는 경우, 매수회사와 대상회사를 중심으로 이해관계자들간의 치열한 이해상충이 발생하게 된다. 이러한 이해관계의 극단적인 대립과 충돌은 적대적 기업매수 또는 우호적인 합병에 관계없이 발생하게 되고, M&A법제는 경제질서의 공정성 확보라는 취지 이외에 충돌되는 이해관계자들간의 이익조정에 관한 기능이 추가되어 발전하게 된다. 이러한 측면에서 영국의 “City Code”가 갖는 자율규제적 성격이면서 강제력을 확보하는 법제 운영 및 “Panel 시스템”이 보유하고 있는 판단기관으로서의 독립성과 전문성은 우리나라에도 많은 시사점을 제공한다. “City Code”의 운용을 통해서 나타나는 자율규제적 성격과 강제력의 확보는 현재 국제적으로 중요시 되고 있는 기업, 증권, 금융 등에 있어서의 탄력적인 규제체계 확보와 강제력 수반이라는 측면에서 중요한 의미를 가진다. 기업, 증권, 금융 분야가 갖는 변화의 속도에 법제의 운영이 보조를 맞추기 위해서는 경직적인 입법에 의한 해결보다는 탄력적인 규제체계의 수단이 요구된다. 이러한 글로벌적 상황에 대하여 “City Code”가 가지는 탄력적인 적용 및 실정법과의 연동을 통한 강제력 확보는 우리나라에 대해서도 시사하는 바가 크다. 또한, 이해관계의 충돌을 최소화하여 최적화된 이익조정을 가능하게 하는 “Panel 시스템”은 복잡한 이해상충 관계가 존재하는 M&A 사안에 대해서 매우 유익한 조정기능과 규제기능을 수행한다고 볼 수 있다. 새로운 조직의 창출이 또 다른 비용을 창출한

다는 비판도 충분히 제기될 수 있지만, 현재 급변하는 M&A 시장에 대한 효율적인 규제운영기관의 창출이익이 조직의 창출로 인한 비용보다 높다는 점을 고려해야 할 것이다.⁵⁷⁾ 이미 오랜 기간 동안 그 우수성이 입증되어 현재에도 최적화된 시스템으로 운영되는 영국 “Panel 시스템”은 우리나라에서의 제도도입에 관한 문제를 논외로 하더라도, 그 운영의 합리성과 효율성은 높게 평가될 수 있다. 우리나라 뿐만 아니라 대부분의 국가 등에서 M&A 사안을 해결하기 위한 제도적 정비의 노력이 이루어지는 가운데, 영국의 M&A 법제의 특징인 “City Code”와 “Panel 시스템”의 평가는 긍정적으로 검토되어야 할 것이다.

주제어 : 영국 기업매수 법제, City Code, Panel 위원회, 기업매수, M&A 방어책, 자율규제

57) 현재 우리나라에서는 쟁송사항에 관하여 법원으로 직접 접수되어 소송이 계류되기 이전에 조정이나 중재 등의 방법으로 업무의 신속성 및 효율성을 제고시키기 위한 제도들이 많이 운영되고 있다. 별도의 독립된 기관을 설립하여 이러한 업무를 수행하게 하는 방법도 있으며, 관련 정부기관의 내부조직을 통하여 동 업무를 수행하게 하는 방법 등이 있을 수 있다. 상기한 바와 같이 M&A 사안이 갖는 특수성을 고려한다면, 기업매수에 관련된 소송이나 분쟁은 오히려 법원에 의한 문제해결 보다는 조정기관이나 중재기관을 통하여 사안을 해결하는 것이 더 합리적이라고 생각될 수 있다. 따라서 기관설립에 의한 추가적인 비용 보다 기관설립에 의한 운영을 통하여 얻게 되는 실익이 경제적·사회적인 면에서 크다고 할 것이다. 독립기관의 설립 여부와 현재 운영되고 있는 감독기관의 내부기관 설립 여부 등은 별도의 논의가 필요한 사안이겠지만, 그 어느 방법을 취한다고 하더라도 영국의 “Panel 시스템”이 향유하고 있는 제도적 실익은 충분하게 획득할 수 있다고 보여 진다.

참 고 문 헌

- 경제개혁연대, “EU의 경영권 방어수단 현황 및 그 함의”, 『경제개혁리포트』, 경제개혁연대, 2008.10.
- _____, “영국의 의무공개매수제도와 이사회 중립”, 『경제개혁리포트』, 경제개혁연대, 2010.4.
- 노혁준, “경영권 이전에 관한 몇 가지 쟁점 : 공개매수에 관한 EU의 제13지침과 그 시사점”, 『서울대학교 법학』 제48권 제4호 통권 제145호, 2007.12.
- Brian E. Rosenzweig, “Private versus Public Regulation : A Comparative Analysis of British and American Takeover Controls”, DUKE JOURNAL OF COMPARATIVE & INTERNATIONAL LAW Vol. 18, 2007.
- Department for Business, “Innovation and Skills (BIS), Implementation of the EU Directive on Takeover Bids - Guidance on changes to the rules on company takeovers”, 2006.5.
- EU Directive 2004/25/EC
- Freshfields Bruckhaus Deringer, “The City Code on Takeovers and Mergers - Introduction”, summer 2005.
- John Armour, Bernard Black, Brian Cheffins and Richard Nolan, “Private Enforcement of Corporate Law : An Empirical Comparison of the US and UK”, Journal of Empirical Legal Studies Vol. 6, 2009.
- Melvin A. Eisenberg, “Facilitation and Regulation - The Architecture of American Corporate Law”, 2 BERKELEY BUS. L. J. 167, 2005.
- NOTE, “The Propriety of Judicial Deference to Corporate Boards of Director”, 96 HARV. L. REV. 1894, June 1983.
- The Takeovers Directive (Interim Implementation) Regulations 2006.
- The Takeover Panel, The City Code on Takeovers and Mergers.

Thomas Papadopoulos, “Legal Aspects of the Breakthrough Rule of the European Takeover Bid Directive”, Icfai Books, Icfai University Press, 2008.

野田 博, “コーポレート・ガバナンスにおける法と社会規範についての一考察”, 『ソフトロー研究』 第1號, 2005.1.

原弘 明, “イギリスM&A法制の素描と日本法への示唆”, 『九大法學』 第94号, 2007.

英國M&A制度研究會, “英國M&A制度研究會報告書”, 日本証券經濟研究所, 2009.6.

The Study on “City Code” and “Panel System” in U.K

Lee, Joon-Ho*

In M&A context, there is the conflict of interests among the stakeholders in the bidder company and target company. Regardless of hostile takeover (or not), the extreme conflict of interests exists. The M&A legislation is developing in light of the fairness of the market economy and the adjustment of the interests between the stakeholders. The development of the M&A law, including Korea, which many countries rebuild, has focused on the interests of shareholders, maintenance of the management and the transparency of the control market. The U.K. has the regulating system of M&A and those are very characteristic, different from them of Korea because of the difference in the environment of companies. Especially, This character impacts on the EU takeover directives and is appreciated highly. The U.K. M&A law can provide many countries including Korea with the Implications and good models. In the U.K., the executive of panel committee decide the M&A context in accordance of practices quickly and save the time and costs of litigation. That is the big merits of the panel system in the U.K. In relation to the M&A regulation, the U.K. enforces Companies Act 2006, Financial Services and Markets Act 2000, The Fair Trading Act. And then, The Panel on Takeovers and Mergers, the self-regulation organization, has settled all the problems of M&A and actually the City Code of Takeovers and Mergers stipulate the norms and the standards of conduct in board. That is applied preferentially. This City Code is self-regulation, but has the enforcement. And panel system in City Code, as the settlement body, has the independence and neutrality, which provides Korea with many implications. Also, the City Code has the important significance, in that internationally the elastic regulation and the strong enforcement is very important in the sector of companies, finance, securities. In Global situations, it is remarkable that City Code has the flexible

* Associate Research Fellow, Korea Legislation Research Institute, Ph. D. in Law

interpretation and the maintenance of the enforcement in connection of the statutory basis. And the optimal tuning of panel system by the minimization of the conflict of interests between stakeholders has the function of regulation and adjustment. From now on, the panel committee regarded as the optimal system is, regardless of the adoption of the system in Korea, appreciated highly from the perspective of the efficiency and reasonableness. When not only Korea but also many countries make efforts to rebuild the M&A law, the City Code and the panel system, the character of the U.K. M&A law, can not be depreciated.

Key Words : U.K. M&A law, City Code, Panel Committee,
Takeover, M&A defense, Self-regulation.