

“Drag along에 협조 안 한 두산인프라코어, 지분 매매대금 지급해야”

서울고법, ‘Drag & Call’ 첫 확인 판결

PEF 등 재무적 투자자들의 지분투자가 늘어나는 가운데 기존 대주주와 재무적 투자자 사이의 주주간계약이 갈수록 복잡, 정치해지고 있다. PEF들이 상법상 보장된 소수주주권을 넘어 투자금을 회수할 수 있는 다양한 수단을 확보하려 하기 때문인데, 최근 그중 하나인 ‘Drag & Call’ 약정에 관한 의미 있는 판결이 선고되었다.

‘Drag & Call’이란 소수지분 투자자가 지분을 매각할 때

대주주에게 대주주의 지분까지 함께 매각할 것을 요구할 수 있는 동반매도요구권(Drag along)을 부여하되, 대주주에게는 경영권 유지를 위해 그 소수지분을 우선매수(Call)할 수 있는 권리를 부여한 것으로, 소수지분 투자자의 수월한 투자금 회수를 겨냥하고 있다. 소수지분의 매각은 쉽지 않고 설령 매각이 가능하다고 하더라도 경영권 프리미엄이 없는 저가에 매각될 수밖에 없으나, Drag along을 부여하면 경영

‘Drag & Call’ 승소한 이동건 변호사 “소수주주 엑시트 인정한 의미 있는 판결”

“만약 대주주가 소수지분 투자자의 Drag along 행사에 협조하지 않는 것이 정당화된다면, 투자가 위축되어 기업에 대한 대규모 투자가 이루어지기 어려워질 수 있어요, 이번 판결은 Drag & Call 구조가 투자금 회수 방안으로서 기업 투자에서 계속 활용될 수 있음을 확인한 매우 의미 있는 판결입니다.”

두산인프라코어 ‘Drag & Call’ 사건에서 투자자 측을 대리한 법무법인 세종의 이동건 변호사는 “이번 판결이 재무적 투자자들의 정상적인 투자금 회수(Exit)에 도움을 줄 것”이라고 1심 판단을 180도 뒤집은 항소심 판결을 환영했다. 이 변호사가 소속된 세종은 1심에서도 원고 측을 대리했으나 전부 패소했다.

2010년쯤부터 활용 시작

이 변호사에 따르면, Drag & Call이 PEF 등의 소수지분 투자에서 투자금 회수 방법으로 등장한 것은 2010년쯤부터라고 한다. 그 이전엔 단순히 상장이 안 되면 내 지분을 사가라는 풋옵션

(put option)이 많이 사용되어 왔으나, 풋옵션은 대주주에게 부채로 잡히기도 하고, 금융감독원에서 경영참여형 PEF는 풋옵션 등의 약정을 하지 말라고 해 그 대

안으로 Drag & Call 약정이 이용되기 시작되었다는 것이다. 소수지분만 팔려고 하면 잘 안 팔릴 수 있는데, Drag along에 따라 대주주의 지분까지 함께 팔 수 있으면 팔기도 수월하고 경영권 프리미엄을 반영한 높은 가격에 팔 수 있어 재무적 투자자 등이 엑시트 수단으로 선호하고 있는 게 현실이다. 또 대주주 입장에서도 지분을 넘기지 않고 사업을 계속하고 싶으면 콜옵션(call option) 즉, 소수주주의 지분을 매수해버리면 그만이며 나름 소수지분 투자자와 대주주 사이에 균형을 맞춘 투자기법으



권 프리미엄이 붙은 가격으로 매각을 진행할 수 있어 투자금 회수에 유리하다.

투자금 회수에 유리한 구조

서울고법 민사 19부(재판장 고의영 부장판사)는 2월 21일 자본시장법상 투자목적회사인 오딘2 유한회사가 정당한 이유 없이 Drag along에 따른 매각절차에 협력하지 않아 보유 지분 등의 매각이 불가능하게 되었으므로 지분 20%에 대한 매각대금 7093억여원 중 일부 청구인 100억원을 지급하라며 두산인프라코어를 상대로 낸 소송의 항소심(2017나2016899)에서 원고의 청구를 기각한 1심 판결을 변경, “피고는 원고에게 100억원을 지급하라”고 원고 승소 판결했다. ‘Drag & Call’ 약정에 따라 대주주에게 소수주주 지분의 매수 의무를 인정한 사실상 첫 판결이 선고된 것이다.

IMM PE, 미래에셋 PE, 하나금융투자 PE(재무적 투자자들)는 2011년 두산인프라코어의 중국 자회사인 DICCC의 지분 20%를 3800억원에 매수하는 방법으로 투자를 하고 두

산인프라코어와 투자금 회수에 관한 주주간계약을 체결하였다. 재무적 투자자(FI)들은 3년 내에 DICCC가 상장(IPO) 되면 이를 통해 투자금을 회수하고, 위 기간 내에 상장이 안 되면 ‘Drag & Call’ 약정을 통해 투자금 회수를 할 수 있도록 한 것이 주주간계약의 핵심 내용이었다.

3년 내 IPO 불발

3년이 지난 후에도 DICCC의 상장이 이루어지지 않자 재무적 투자자들은 Drag along을 행사하려고 했다. 그러나 소수지분 투자자인 재무적 투자자들이 보유한 DICCC 지분을 대주주의 지분과 함께 매각하는 절차를 진행하려면 매각준비를 위한 매도자 실사가 선행되어야 하고 대주주의 협조가 필수적임에도 불구하고, DICCC 지분 80%를 보유한 두산인프라코어가 주주간계약 상 매도자 실사에 협조할 의무가 명시되지 않았다는 이유로 전혀 협조하지 않음으로 인해 투자자들은 매각절차를 제대로 진행할 수 없었다. 이에 재무적 투자자들이 설립한 회사이자 이들의 지분매매계약 및 주

로 받아들여지고 있다.

이 사건에선 피고 측에서 대주주 지분의 동반매도에 응하지 않으면서 콜옵선도 행사하지 않아 원피고가 체결한 주주간계약에 기재된 가격 중 큰 금액을 매도가격으로 지분 매매계약이 체결된 것으로 의제하는 판결이 나오게 되었으나, 동반매도가 이루어지는 경우도 없지 않다. 최근 마무리된 동부대우전자 매각은 재무적 투자자가 Drag along을 행사해 대주주 지분까지 모두 대유그룹에 매각되었다.

동부대우전자, Drag along 성사

물론 두산인프라코어 사건에서 항소심 판결의 결론이 나오기까지 여러 정치한 법적적인 판단이 동원되었다. 이 변호사는 무엇보다도 피고 측이 매각절차에 협조해야 한다는 협조 의무를 재판부가 인정한 데 큰 의미를 두었다. 주주간계약서에 Drag & Call 약정을 넣었다면 비록 이에 따라 양측이 구체적으로 어떤 권리를 갖는지 시시콜콜 자세하게 적지 않았더라도 Drag & Call의 취지를 고려할 때 대주주가 매각절차에 협조해야 한다는 협조 의무는 당연히 녹아 있는 것이라는 판단을 받아냈고, 이것이 Drag & Call을 유의미하게 한 이번 사건 해결의 출발점이라고 설명했다.

“피고 측에선 주주간계약에 매도인 실사에 협조할 의무가 명시되지 않았으며 협조할 의무가 없다고 주장했는데, 이 주장이 받아들여졌다면 Drag & Call 조항은 유명무실해질 수밖에 없었겠죠. 소수주주가 지분을 팔려면 매도인 실사도 해야 되고, 회사 소개서도 만들고 해야 하는데, 이런 것은 대주주가 협조하지 않으면 더 이상 진행시킬 수가 없어요. 그러나 Drag & Call 약정을 했으면 이러한 협조 의무는 당연히 내포되어 있는 것이다. 이렇게 주장했고, 재판부가 그걸 받아준 겁니다.”

이어 조건 성취 방해로 인한 매수예정자와 매각금액 결정 인정, 불능으로 인한 선택채권 특정의 법리 등도 중요하지만 손해배상이 아니라 지분매수를 인정한 것이 항소심 판결에서 또 하나 주목할 대목. 이 변호사는 “피고 측에선 가사 협조 의무 위반을 인정한다고 해도 손해배상으로 하면 되지 왜 콜(call)이라고 하느냐고 주장했으나, 청산기간 등이 있는 PE들은 엑시트를 해야 하기 때문에 손해배상 일부 받는다고 문제가 해결되지 않는다”며 “단순히 손해배상 문제로 접근하지 않고 못 팔게 했으면 사줘야 한다는 논리를 개발해 100% 이긴 것”이라고 거듭 강조했다. 항소심 판결대로 대법원에서 확정될 경우 원고 측, 재무적 투자자들은 피고에게 지분을 넘기고 7093억여원의 매각대금을 받아 성공적으로 엑시트하게 된다.

“

동반매도요구권 조항을 뒀으로써
그 권리를 보장하기로 약속한 이상
매각절차에 협조할 의무가 있다

”

주간계약을 승계한 오딘2가 두산인프라코어는 투자 당시 목표한 수익률을 가산한 금액인 7093억여원에 DICC 지분을 우선매수할 의무가 있다고 주장하면서 매매대금 지급을 요구하는 소송을 낸 것이다.

법무법인 세종이 원고 측을 대리했으며, 두산인프라코어는 김앤장과 김앤장에 있다가 독립한 법무법인 기현, 신필중, 이홍원 변호사 등이 공동으로 대리했다. 세종에선 이영구 전 서울고법 부장과 이동건, 이숙미 변호사 등이 활약했다.

세종 vs 김앤장 연합군 대리전

재판에선 ①주간계약에 따라 매수예정자와 매각금액을 결정하는 것이 Drag along 행사의 조건인지, ②소수지분 투자자가 Drag along 행사를 전제로 지분 매각절차를 진행할 때 대주주인 두산인프라코어가 매도자 실사와 자료제공 요청 등에 협조할 의무가 있는지, ③두산인프라코어의 협조 의무 불이행에 상당한 사유가 있었는지, ④협조의무 불이행을 조건 성취 방해로 볼 수 있는지, 그 방해의 효과는 무엇인지, ⑤선택채권 특정의 법리가 적용될 수 있는지 등 여러 쟁점이 다투어졌다.

이에 대해 항소심 법원은 먼저 “오딘2가 일반적인 M&A 절차를 거쳐 가장 유리한 매각금액 및 거래조건을 제시한 매수예정자를 결정하는 것은 장래의 불확실한 사실에 해당하므로, 원고 오딘2의 동반매도요구권은 위와 같이 매수예정자와 매각금액이 결정되는 것을 정지조건으로 하는 것으로 볼 수 있고, 피고 두산인프라코어는 이러한 조건의 성취로 인한 원고 오딘2의 동반매도요구권 행사에 따라 자신의 DICC 지분 80%를 매도하거나 원고 오딘2의 DICC 지분 20%를 위 매수예정자 결정 과정에서 정해진 매각금액에 매수해야 하

는 등의 불이익을 받을 당사자의 지위에 있다고 할 것”이라고 판단했다.

이어 “피고 두산인프라코어는 원고 오딘2의 동반매도요구권에 대하여 DICC의 경영권을 유지하고 싶어도 자신의 지분 80%를 동반 매각하거나 우선매수권을 행사하는 지위에 있게 될 때에는 원고 오딘2와 이해관계가 상충되는 측면이 있다고 할지라도, 원고 오딘2에게 동반매도요구권 조항을 뒀으로써 그 권리를 보장하기로 약속한 이상 매각절차에 협조할 의무가 있음에도 불구하고, 이러한 협조의무를 위반하여 원고 오딘2의 동반매도요구권 행사의 정지조건이 되는 매수예정자와 매각대금 결정의 성취를 방해하였다”며 “원고 오딘2로서는 민법 제150조 제1항의 규정에 따라 피고 두산인프라코어에 대하여 매수예정자와 매각금액이 결정된 것으로 주장할 수 있다”고 밝혔다.

채권 목적, 잔존한 것에 특정

재판부는 따라서 “Drag along이 행사되면 두산인프라코어는 몇 가지 선택을 할 수 있었지만, 두산인프라코어가 협조의무를 위반하여 매수예정자와 매각금액이 결정되지 못하였기 때문에 매도예정자와 매각금액 결정을 전제로 하는 방안은 이행이 가능하지 않게 되었다”며 “원고 오딘2의 동반매도요구권의 목적은 민법 제385조 제1항에 따라 잔존한 것에 특정되어 피고 두산인프라코어가 원고 오딘2가 보유한 DICC 지분 20%를 원피고 사이의 주간계약에 기재된 가격 중 큰 금액을 매도가격으로 하여 매수하기로 하는 매매계약이 체결된 것으로 의제된다”고 판시했다. EBITDA 기준 가격과 내부수익률 기준 가격 중 더 큰 금액인 내부수익률 기준 가격 709,317,346,855원이 원고 오딘2의 동반매도요구권의 목적이 되는 피고 두산인프라코어의 우선매수권 행사에 따른 매매대금으로 되고, 피고 두산인프라코어는 709,317,346,855원 중 원고 오딘2가 명시적 일부 청구로써 구하는 100억원을 지급해야 한다는 것이다. 민법 제385조 제1항은 “채권의 목적으로 선택할 수개의 행위 중에 처음부터 불능한 것이거나 또는 후에 이행불능하게 된 것이 있으면 채권의 목적은 잔존한 것에 존재한다”고 규정하고 있다. ■

김덕성 기자