

 고려대학교 기업지배구조연구소  <h1>보도자료</h1>	<b>보도일시</b>	<b>2024. 11. 25. (월) 10:00 부터</b>
	페이지수	표지 포함 총 6매
	책임자	기업지배구조연구소 소장 김우찬 02)3290-2816 / wckim@korea.ac.kr
	담당자	기업지배구조연구소 이상희 직원 02)3290-1657 / aicg@korea.ac.kr

고려대학교 기업지배구조연구소 저명인사 초청 시리즈

## 『유럽의 의무공개매수제도 운영 경험과 우리나라에 주는 시사점』

- 11월 15일 고려대학교 기업지배구조연구소에서는 **스웨덴 증권위원회 로프 스코그(Rolf Skog) 사무국장**을 초청해 「유럽의 의무공개매수제도 운영 경험과 우리나라에 주는 시사점」을 주제로 **온라인 줌 세미나**를 개최했습니다.
- 주제 발표 후 진행된 패널 토론에서 Rolf Skog 사무국장은
  - 스웨덴에서도 제도 도입 당시에는 의무공개매수에 따른 **냉각 효과(chilling effect)**를 우려하는 목소리가 있었으나 **제도 도입 이후에는 이에 대한 논의가 전혀 없었고, 제도 수정 요구도 없었으며**, 기업 인수가 줄지 않고 오히려 더 **활발해졌다**고 언급했습니다.
  - 주식 전량이 아닌 50%+1주에 대해서만 공개매수제의 의무가 발생하는 **정부 도입 방안**에 대해서는 **반쪽짜리 제도**라는 평가를 내렸습니다.
  - **자율행정기구인 스웨덴 증권위원회(Swedish Securities Council, 일명 Takeover Panel)**가 금융감독청으로부터 위임 받아 의무공개매수제도 등 기업 인수 관련 법령에 대한 유권해석을 제공하고, 공개매수 의무에 대한 특별 면제를 결정하는 이유는 **사무처리 속도와 위원들의 전문성** 때문이라고 설명했습니다.
- Rolf Skog 사무국장 주제 발표(요약)는 **[별첨 3]**을 참고 바라고, 패널 세션 주요 토의 내용은 **[별첨 4]**를 참고 바랍니다.
- 세미나 녹화 영상을 직접 시청하시려면 아래의 **Youtube** 주소를 통해 가능합니다.
  - Youtube 링크: <https://www.youtube.com/watch?v=i0fOlVAKCIA>

**[별첨 1]** 세미나 상세 일정

**[별첨 2]** 로프 스코그(Rolf Skog) 사무국장 프로필

**[별첨 3]** Rolf Skog 사무국장 주제 발표(요약)

**[별첨 4]** 패널 세션 주요 토의 내용

## [별첨 1] 세미나 상세 일정

### 유럽의 의무공개매수제도 운영 경험과 우리나라에 주는 시사점

(고려대학교 기업지배구조연구소 저명인사 초청 시리즈)

일시: 2024.11.15. (금) 17:00 - 18:40

발표: 롴프 스코그 (Rolf Skog) 스웨덴 증권위원회 사무국장

장소: Zoom ([https://aicg.org/conference/2024\\_dss\\_program.html](https://aicg.org/conference/2024_dss_program.html))

주최: 고려대학교 기업지배구조연구소

일정:

17:00 - 17:05	환영 및 발표자 소개	사회자: 황준호 (고려대학교 경영대학 교수)
17:05 - 17:40	주제 발표	<b>의무공개매수제도: 스웨덴의 경험</b> 발표자: 롴프 스코그 (스웨덴 증권위원회 사무국장)
17:40 - 18:40	패널 토론	<b>유럽의 의무공개매수제도 운용 경험과 한국에 주는 시사점</b> 사회자: 황준호 (고려대학교 경영대학 교수) 토론자: 김우진 (서울대학교 경영대학 교수) 김우찬 (고려대학교 경영대학 교수) 임유철 (H&Q Korea) 정준혁 (서울대학교 법학전문대학원 교수)  (가나다 순)

## [별첨 2] 롴프 스코그 (Rolf Skog)

로프 스코그 (Rolf Skog)는 스웨덴 자본시장의 자율규제기관인 스웨덴 증권위원회의 사무국장(Director General)이다. 스웨덴 증권위원회는 스웨덴 금융감독청 (Financial Supervisory Authority)의 위임을 받아 의무공개매수제도 등 기업 인수 관련 법령에 대한 유권해석을 제공하고, 공개매수 의무에 대한 특별 면제(ad hoc exemption)를 결정하는 기능을 수행한다. 로프 스코그는 지난 수십 년간 회사법과 기업인수 규제에 관한 전문가로서 스웨덴 정부를 자문해 왔으며, OECD 기업 지배구조 위원회에서 스웨덴을 대표해 왔다. 특별히 그는 2001년, 2009년, 2023년 스웨덴이 EU 의장국을 맡았을 때 기업인수 규제에 관한 EU 협상을 주재하기도 했다. 현재 스톡홀름 대학교 (University of Skockholm)의 겸임 교수로 재직 중이며, 회사법, 기업 지배구조, 기업 인수에 관해 폭넓게 저술 활동을 해왔다.

### [별첨 3] Rolf Skog 사무국장 주제 발표(요약)

- [스웨덴 증권위원회] 자율행정기구인 증권위원회(Securities Council, 일명 Takeover Panel)가 의무공개매수제도 등 기업 인수 관련 법령에 대한 **유권해석**을 제공하고, 의무공개매수에 대한 **특별 면제(ad hoc exemption) 결정**을 내림
  - 금융감독청(Financial Supervisory Authority)과 거래소의 위임을 받아 활동하며, **연간 60~70건의 해석 또는 특별 면제 결정**을 내림
- [발동 조건] 인수자가 특별관계자와 함께 **30% 이상의 주식**을 인수할 경우 발동
  - **특별관계자**: 배우자, 자녀(18세 미만), 계열회사, 공동행사자(경영참가 목적으로 의결권 공동 행사에 대한 장기 합의가 있는 자), 공동인수자
  - **인수의 형태 불문**: 매입뿐만 아니라 신주인수권 행사, 전환권 행사, 상속 등을 통한 취득도 포함됨
  - **의결권 있는 주식 인수만 포함**: 신주인수권, 전환사채 취득은 포함되지 않으며 주식도 가득 기간이 종료되고, 가득 조건이 충족되어야 함
  - **자사주가 포함된 발행주식총수 대비 30%를 적용**: 회사의 자사주 매입 결정으로 인해 공개매수 의무가 발동되지 않도록 함
  - **회사의 주식 상환, 주식 소각으로 발동되지 않지만, 이후에 주식을 1주라도 매입하면 발동됨**
- [공개매수 방법] 발동 즉시 보유주식 수를 공시하고 **4주 이내에 잔여 주식 전부**에 대해 의무공개매수를 제의해야 함
  - 의무공개매수 제의 의사가 없으면 4주 이내에 보유 지분을 30% 이내로 낮춰야 하고(stepping down), 의무공개매수 제의 이전에는 30% 초과 지분에 대해 의결권을 행사할 수 없음
  - 청약 주주에게는 **현금을 지급해야 함**
  - 규제 당국의 승인 여부는 인수 수락 조건으로 부가할 수 있으나 일정 지분 이상의 주주가 청약 여부는 **인수 수락 조건 (acceptance condition)으로 부가할 수 없음**
  - 이미 청약한 주주에 대한 현금 지급이 지체되지 않는다는 것을 전제로 **인수 수락 기한 (acceptance period)을 연장할 수는 있음**
- [공개매수 가격] 의무공개매수 이전 **6개월 동안** 인수자 또는 특별관계자가 매수한 가격의 **최고가격과 같거나 높은 가격**으로 매수 제의해야 함
  - 신주인수권이나 전환권 행사로 인한 주식 취득의 경우: 30% 지분 취득 전 **20일 동안의 거래량 가중평균 주가와 같거나 높은 가격**으로 매수 제의해야 함

- [법상 예외] 자발적으로 잔여 지분 전부에 대해 공개매수 제의를 함으로써 30% 이상의 지분을 인수한 경우 의무공개매수제도의 적용을 받지 않음
  - 이러한 법상 예외로 인해 의도적으로 낮은 가격에 공개매수 제의를 함으로써 낮은 주주 청약률을 유도하는 **lowballing 전략이 가능하지만**, 스웨덴에서는 흔치 않음 (**별첨 4 참조**)
  - **영국**에서는 이러한 전략의 사용을 막기 위해 50% 이상의 주주가 청약해야 의무공개매수가 유효한 것으로 봄(**50% acceptance condition**)
  - 이러한 조건 때문에 영국에서는 상당히 매력적인 공개매수가격을 제의할 수밖에 없음
- [특별 면제 사유] **주주배정** 방식의 신주 발행에 참여해 30% 이상의 지분을 보유하게 된 경우 또는 30% 이상의 지분을 인수해도 **최대 주주가 아닌 경우에는 특별 면제 (ad hoc exemption)** 대상이 됨
  - **거래대금**으로 주식을 받아 30% 이상의 지분을 보유하게 된 경우 또는 **재무적 곤경**에 처한 회사의 신주를 인수해 30% 이상의 지분을 보유하게 된 경우에도 특별 면제 대상이 되지만 **주주총회에서 나머지 주주의 과반 찬성 (white-wash procedure)**을 받아야 함
  - 특별 면제를 받아 30% 이상의 지분을 보유하게 된 경우 면제받은 시점 이후에 지분을 줄이는 것은 허용되지만 지분을 추가로 늘리는 것은 허용되지 않음
- [기타 면제 사항] **의무공개매수도 제도 도입 이전에 이미 30% 이상의 지분을 보유하고 있었으면 제도 도입 이후 지분을 추가 취득할 때 의무공개매수 방법에 따를 필요 없음**
  - **기업공개 이전에 이미 30% 이상의 지분을 보유하고 있었다면 기업공개 이후 지분을 추가 취득할 때 의무공개매수 방법에 따를 필요 없음**
- [제재 조치] 30% 초과 지분에 대한 **의결권 제한과 시정 명령**

## [별첨 4] 패널 세션 주요 토론 내용

- (기업 인수시장 냉각 효과) 스웨덴은 영국과는 달리 지배주주가 있음에도 불구하고 냉각 효과가 있었다고 보기 어려움
  - 스웨덴에서도 제도 도입 당시에는 냉각 효과(chilling effect)를 우려하는 목소리가 있었으나 제도 도입 이후에는 그에 대한 논의가 전혀 없었고, 제도 수정 요구도 없음
  - 의무공개매수제도 도입 이후 기업 인수는 줄지 않고 오히려 더 활발해졌음
- (낮은 공개매수 가격을 제의함으로써 주주 청약률을 낮추는 lowballing 전략) 의무공개매수 제도 도입 이후 아래와 같은 두 가지 전략이 사용된 적이 있으나 스웨덴에서는 흔치 않음. 하지만 다른 EU 국가에서는 문제가 되고 있어서 이에 대한 규제 논의가 앞으로 활발해질 수 있음
  - 29%의 지분을 프리미엄이 포함된 고가에 매입 → 6개월 지났으면서 시가가 낮게 형성된 시점까지 기다림 → 이 가격에 1% 지분을 추가 매입해 30% 지분을 확보함 → 공개매수 의무가 발동 → 동일 가격으로 잔여 지분 전체에 대해 의무공개매수 제의 → 가격이 낮아 매우 적은 수의 주주만 청약 → 30%를 약간 웃도는 수준에서 의무공개매수가 종결됨
  - 29%의 지분을 프리미엄이 포함된 고가에 매입 → 6개월 지났으면서 시가가 낮게 형성된 시점까지 기다림 → 이 가격으로 잔여 지분 전체에 대해 자발적인 공개매수 제의 → 가격이 낮아 매우 적은 수의 주주만 청약 → 30%를 약간 웃도는 수준에서 자발적 공개매수가 종결됨
- (제도 도입 이후의 통상적인 공개매수 방식) 의무공개매수제도가 도입되었어도 공개매수 의무가 촉발되는 방식보다는 공개매수 의무가 촉발되지 않는 방식으로 매수가 이루어짐
  - 공개매수 의무 촉발하는 방식: 지배주주 지분 인수로 인수자의 지분이 30%를 상회 + 잔여 지분에 대한 의무공개매수 제의가 강제됨
  - 공개매수 의무 촉발하지 않는 방식: 지배주주 지분 인수로 지분이 30%를 넘길 것으로 예견되는 경우 지배주주를 포함한 전체 주주에게 제의할 단일 공개매수 가격을 지배주주와 사전에 협의한 후 해당 가격으로 공개매수 제의를 자발적으로 진행
  - 또, 후자의 방식에서는 일정 지분 이상의 주주가 청약해야 한다는 인수 수락 조건 (acceptance condition)을 부가할 수 있는 장점이 있지만 전자의 방식에서는 그럴 수 없음
  - 공개매수 가격이 낮지 않고, 상당 수준의 지분을 인수한다는 점에서 앞서 설명한 lowballing 전략과는 성격이 다름
- (우리나라 정부 도입 방안에 대한 입장) 잔여 지분 전량이 아닌 50%+1주에 대해서만 공개매수제의 의무가 발생하는 정부 도입 방안에 대해서는 다소 이상(a bit odd)하고, 반쪽짜리 제도(going half the way)라고 생각됨
  - 지배권 변동 상황에서 일반 주주가 지분을 매각하고 싶어도 본인 지분을 전량 매각할 수

없기 때문임

- 유럽 주요 국가 중에서 한국 정부가 제안한 방식을 도입한 국가는 없음
- (매수제의 가격을 차별화하는 방식에 대한 입장) 일반 주주를 대상으로 시장가격보다는 높지만, 지배권 프리미엄이 포함된 가격보다는 낮은 가격에 공개매수 제의하도록 하는 방식의 의무공개매수제도는 아래 두 가지 이유로 도입하기 힘든 상황임
  - 지배권 프리미엄은 회사의 것하고 이는 지배주주뿐만 아니라 일반주주에게도 분배되어야 한다는 인식이 매우 강함
  - 스웨덴에서는 기관투자자들이 가격을 차별하는 방식의 의무공개매수제도를 용납하지 않음. 기관투자자들의 요구로 2012년부터는 심지어 복수의결권 주식도 다른 보통주와 동일한 가격에 공개매수되어야 함
- (스웨덴 증권위원회의 장점) 자율행정기구인 스웨덴 증권위원회가 금융감독청로부터 위임을 받아 의무공개매수제도 등 기업 인수 관련 법령에 대한 유권해석을 제공하고, 공개매수 의무에 대한 특별 면제를 결정하는 이유는 사무처리의 신속성과 위원들의 전문성 때문임
  - 금융감독청(Financial Supervisory Authority)이 몇 달(months) 동안에 걸쳐서 할 수 있는 일을 스웨덴 증권위원회(Swedish Securities Council)는 며칠(couple of days) 만에 할 수 있음
  - 스웨덴 증권위원회는 기업 인수 관련 최고의 전문가들로 구성되어 있지만 금융감독청은 그렇지 못함
  - 스웨덴 증권위원회 판단에 불만이 있는 경우 금융감독청에 이의신청하는 것이 가능하지만 그런 경우는 매우 드물었음
- (재무적 곤경에 처한 회사에 대한 예외 인정) 재무적 곤경에 처한 회사가 발생한 신주를 인수해 투자 지분이 30%를 넘긴 경우 해당 회사 주주 입장에게 어떤 것이 최선인지를 고려해 특별 면제 부여 여부를 결정함
  - 하지만 이런 경우는 전체 특별 면제 건수 중에서 차지하는 비중이 크지 않음