

February, 2010

## 중요도 - Materiality<sup>1</sup>

Lehman Brothers 가 파산하고 금융시장의 위기가 시작하던 2008 년 9 월에 Bank of America (BoA)는 Merrill Lynch 를 인수 합병한다고 발표하였습니다. 합병은 12 월 5 일 주주들이 승인하고, 2009 년 1 월 1 일 완료되었습니다. BoA 는 Merrill Lynch 의 주주들에게 Merrill Lynch 주식 1 주당 BoA 주식 0.8595 주를 발행하였고, 이는 2008 년 9 월 12 일 마감가 기준으로 70% 프리미엄을 의미하였으며, Merrill Lynch 의 가치는 약 \$445 억<sup>2</sup>으로 인정되는 수준이었습니다.

BoA 는 합병과 관련하여 주총의 결의를 받기 위하여 proxy statement 를 2008 월 11 월 3 일 제출하였고, 당일로 그 statement 의 효력이 발생하였습니다. BoA 는 합병과 관련하여 추가 주식을 발행하고 등록하기 위하여 유가증권신고서<sup>3</sup> 를 제출하였고, 신고서는 2008 년 10 월 30 일에 효력이 발생하였습니다. 신고서에 관련된 SEC 의 규정은 신고서를 제출하고 효력이 발생한 이후, 관련 주식발행이 종료되기전에 관련 상황이 중대하게 변경되는 경우, 이를 수정는 것을 요구하고 있습니다.<sup>4</sup> 또한 신고서는 proxy 의

---

<sup>1</sup> 본 뉴스레터는 한국기업과 관련된 미국법에 대한 내용을 소개하고자 작성하여 보내드리고 있습니다. 과거의 뉴스레터의 목록은 본 뉴스레터의 마지막 쪽 하단에 첨부되어 있으며, [www.yangtmlaw.com](http://www.yangtmlaw.com) 에서 access 또는 download 를 하실 수 있습니다.

<sup>2</sup> Merrill Lynch 주식의 2008 년 9 월 12 일 종가는 \$17.05, BoA 주식은 \$33.74 로, 합병비율에 의한 Merrill Lynch 주식의 잠정가치는 \$29.00 이었습니다. \$445 억의 Merrill Lynch 가치는 2008 년 9 월 12 일 마감일 기준이 아니고, gaap 기준에 의거하여 9 월 15 일 전후 5 일간의 평균 시장 증가로 계산된 가치입니다. Schedule 14A, Definitive Proxy Statement, filed on Nov. 3, 2008, page 45, Preliminary Pro Forma Purchase Price Allocation (unaudited), Note 3 to Unaudited Pro Forma Condensed Combined Statement of Income Year Ended December 31, 2007 and December 28, 2007. 9 월 15 일 시가 기준으로 언론에서는 약 \$500 억 규모의 합병이라고 널리 보도되었습니다.

<sup>3</sup> Form S-4, Registration No. 333-153771, effective on Oc. 30, 2008.

<sup>4</sup> Exchange Act 의 제 14(a)조에 의한 SEC 규정 14a-3 은 proxy 와 관련하여 Form S-4 나 Schedule 14A 의 명시된 정보를 proxy 에 첨부하여 제출하는 것을 요구하고 있습니다. Item 22 of Form S-4, Undertaking 은 Item 512, Regulation S-K 내용을 신고서에 첨부할 것을 의무화하고 있습니다. 해당 undertaking 내용은 [a(1)(ii)조], "To reflect in the prospectus any facts or events arising after the effective date of the registration statement (or the most recent post-effective amendment thereof) which, individually or in the aggregate, represent a fundamental change in the information set forth in the registration statement."이며, BoA 는 동일한 문구를 신고서에 첨부하였습니다.

일부로 간주되어, 신고서에 중요한 사실과 상위된 내용이 기재되거나 그 사실을 누락하는 것은 proxy에 대한 SEC 규정<sup>5</sup>을 위반한다고 하였습니다.

Merrill Lynch는 금융대란이 전개되면서 어려운 경영환경을 접하고 있었습니다. 2008년 상반기에는 2007년 상반기의 \$40.4억 흑자에서 \$66.0억의 적자로 전환되었고, 3분기에도 계속하여 \$11.7억의 적자를 기록하여, 1~3분기의 누적 적자가 \$117.7억에 달하였습니다. 그러나, Proxy를 등록한 이후, Merrill Lynch의 실적은 계속 악화되어 10월에는 \$45억의 적자(2008년 1~3분기 적자의 38%)를 기록하였고, 11월에도 약 \$40억의 적자가 예상되었습니다. 이렇게 10월의 적자 규모가 합병계약 협상 당시 인정한 Merrill Lynch의 가치의 약 10%에 달하였고 11월에도 그와 비슷한 규모의 적자가 예상되었음에도 불구하고, BoA 경영진은 Merrill Lynch의 악화되는 경영실적을 추가로 공시할 필요가 없다고 판단하였습니다.

그외에도, BoA는 proxy에서 Merrill Lynch가 임직원에게 BoA의 사전 승인없이 연말보너스를 지급할 수 없다고 공시하였습니다. 일부 특수 경우에는 연말보너스를 지급할 수 있다는 문안도 포함되었으나, 어떠한 특수 경우가 존재하는지에 대한 언급을 하지 않아, Merrill Lynch가 연말보너스 지출을 하지 않을 것이라는 인상을 주었습니다. 그러나, BoA는 합병 계약을 체결하면서 이미 Merrill Lynch 경영진에게 \$58억이내에서의 연말보너스 지급을 승인하여 주었습니다.

이러한 사실이 밝혀지자, SEC는 Merrill Lynch의 실적을 공개하지 않은 것과 연말보너스 지급 승인 사실을 공개하지 않은 것이 proxy 관련 규정을 위반한 것이라고 소송<sup>6</sup>을 제기하였습니다. 소송을 제기한 다음 날, SEC는 BoA가 \$33백만의 벌금을 지급하는 것으로 BoA와 합의하여 소송을 종결하려고 하였으나, 담당 판사는 BoA의 경영진의 공시 규정 위반으로 BoA의 주주들이 피해자가 되었음에도 불구하고, BoA의 경영진은 위반행위를 인정하지 않을 뿐만 아니라, 위반 행위자를 공개하지도 않고, 합의한 벌금은 피해자가 지급하는 결과라며, 합의내용을 기각하고 재판을 지시하여, 2010년 2월에 그 재판이 시작될 예정입니다.

<sup>5</sup> Exchange Act에 의한 SEC의 규정 14a-9는 다음을 의무화하고 있습니다: “No solicitation subject to this regulation shall be made by means of any proxy statement, form of proxy, notice of meeting or other communication, written or oral, containing any statement which, at the time and in the light of the circumstances under which it is made, is false or misleading with respect to any material fact, or which omits to state any material fact necessary in order to make the statements therein not false or misleading or necessary to correct any statement in any earlier communication with respect to the solicitation of a proxy for the same meeting or subject matter which has become false or misleading.”

<sup>6</sup> SEC는 2009년 8월 3일, BoA를 상대로 뉴욕시 연방법원 (Southern District of New York)에서 보너스 관련된 공시 규정을 위반하였다고 소송을 제기하였고, 2009년 말에 Merrill Lynch의 경영실적에 대한 공시의무 위반에 대한 추가하여 수정 소장을 제시하려고 하였으나, 법원이 이를 거부하고 그에 대해서는 별도의 소송을 제기하라고 하여 2010년 1월 12일 실적 공시에 대한 공시의무 위반에 대한 소송을 별도로 제기하였습니다.

BoA 의 건에서 중요한 쟁점이 되는 “중요한 – materiality – 사실”에 대한 정확한 정의 또는 판단 기준이 없고 각 상황마다 관련된 사실관계를 종합적으로 검토하여 판단하여야 하는 것이 사실이나, 계약법, 증권법 및 회계기준 등에서 흔히 접할 수 있는 개념입니다. 아래에서 중요도의 기준 및 그를 적용한 사례에 대하여 몇가지 요약 정리하여 보았습니다.

## 1. 계약 위반

일반 계약법상, 한 당사자(“위반자”)가 계약의무를 위반하여 상대방(“피해자”)에게 손해를 일으키면, 위반자에게 피해자의 손해를 배상하여 주어야 하는 의무가 발생합니다. 그러나, 위반 내용의 중요도에 따라 피해자의 계약 이행의무는 그대로 유지되거나 면제되기도 합니다.<sup>7</sup> 중대하지 않은 계약 위반의 경우, 피해자의 계약 이행 의무가 계속하여 존재합니다. 예를 들어, 주택공사계약서에 특정 회사의 파이프를 사용하여야 한다고 명시되어 있는 경우, 동일한 품질 및 규격의 타사 파이프를 사용하였다면, 그는 명백히 계약위반행위가 되겠으나, 그것 자체만으로는 중대한 위반으로 인정될 가능성이 낮으며, 주택공사 발주자인 피해자의 공사비 지급의무가 면제되지 않을 것입니다.<sup>8,9</sup>

계약 위반이 “중대”한지는 (1) 계약의 이익에 대비한 피해자의 손실규모, (2) 피해자에게 (금전적) 손실 배상이 가능한지 여부, (3) 피해자의 이행 의무가 면제되는 경우, 그로 인한 위반자의 손실규모, (4) 위반자가 위반상황을 교정할 수 있는지 및 (5) 위반자의 행위가 신의성실 원칙과 얼마나 위배되는지 등을 종합적으로 고려하여 결정합니다.<sup>10</sup>

## 2. 합병계약 등에서의 중대한 악영향 (material adverse effect)

합병계약, 증권인수계약 등 여러 형태의 계약에서 당사자들은 계약을 체결하면서 전제 조건으로 인정한 상황이 계약 체결 이후 중대하게 변경되는 경우에는 계약을 해지할 수 있고 당사자들의 계약 이행 의무를 면제한다는 내용에 합의하는 경우가 있습니다. 특히 합병 상황에서는 합병 계약 체결이후 합병이 종결되는 시점까지 상당한 기간이 필요하기 때문에, 그러한 중대한 악영향 상태가 발생하면 계약을 해지하는 조항이 계약에 관례적으로 포함됩니다.

<sup>7</sup> 미국법을 요약한 Restatement of the Law, Contracts, Second, 제 237 조는 한 당사자가 먼저 이행하여야 할 중대한 의무를 이행하지 않으면, 상대방이 연속하여 이행할 의무가 면제된다고 명시되어 있습니다. “it is a condition of each party’s remaining duties to render performances to be exchanged under an exchange of promises that there be no uncured material failure by the other party to render any such performance due at an earlier time.”

<sup>8</sup> Jacob & Youngs, Inc. v. Kent, 230 N.Y. 239, 129 N.E. 889 (N.Y. 1921).

<sup>9</sup> 동산의 매매 계약에서, 구매자는 중요도와 상관없이 하자가 있는 제품의 배달을 거부할 수 있습니다. (Uniform Commercial Code Sec. 2-601) 단, 판매자는 하자를 교정할 권한이 있습니다. (U.C.C. Sec. 2-508) Installment 계약의 경우에는 구매자의 거부권한이 중요한 위반의 경우에만 인정됩니다. (U.C.C. Sec. 2-612) UCC 는 모든 주에서 (일부 부분을 수정하여) 입법화되어 있습니다.

<sup>10</sup> Restatement of the Law, Contracts, Second, Section 241.

중대한 악영향 상태가 발생하면 계약이 해지되기 때문에, 대부분의 경우 그에 대한 협상이 어렵고, 그를 정의하는 내용을 세부적으로 합의하게 됩니다. 그러나, 중대한 악영향 상태에 대한 정의가 세부적이지 않다고 하여도, 법원에서는 그를 조심스럽게 해석하고, 해석과정에 계약에 대한 전반적인 상황 및 목적 등을 고려합니다.

특히 합병계약의 경우, 법원은 당사자들이 장기 전략적 차원에서 합병으로 인한 경영상 이익을 목표로 합병을 결정하는 것을 주목하여<sup>11</sup>, 일시적, 특히 주기적 (cyclical) 경제 변동으로 인한 변화는 중대한 악영향 상태의 발생 판단에서 중요하지 않게 보고 있습니다.

위에서 언급된 BoA 건의 관련 상황을 보면, Merrill Lynch 의 합병계약에서 인정된 회사의 가치는 약 \$500 억이고, 재무제표상이 3Q09 의 순자산 가치는 \$384 억이었고, 1Q08-3Q08 의 실적이 \$117.7 억 적자였습니다. 2008 년 12 월 초 당시 4 분기의 추가적자가 \$125 억 수준일 것으로 예상되었으나, Merrill Lynch 의 외부변호사는 경영진에게 중대한 악영향 상태가 발생하지 않았다고 자문해 주었습니다.

BoA 와 Merrill Lynch 의 합병계약에서 “중대한 악영향”은 Merrill Lynch 및 그의 자회사를 포함하여 그 전체의 재정상태, 실적 또는 사업에 중대한 악영향을 의미한다고 정의하였습니다. 단, 경제나 업계 전체의 악영향 또는 예측 실적의 미달 자체 등은 중대한 악영향이 아니라고 정의하였습니다.<sup>12</sup> BoA 의 경영진은 Merrill Lynch 의 지속적으로 증가하는 적자규모를 근거로 미 중앙은행 (Fed)에 중대한 악영향 조항을 근거로 계약을

<sup>11</sup> 합병계약의 동기가 장기 전략적 이익이 아니고 단기적 사업 목표인 것이 입증되면, 법원은 위 내용과 다른 관점에서 중대한 악영향 상태의 발생을 검토할 수도 있을 것입니다. 그러나, 대부분의 경우, 합병의 목적이 장기 전략적 이익의 경우가 많아 이를 극복하기가 어려울 것으로 예상됩니다. 이 내용에 대하여 자주 인용되는 판례에서 법원은 “To a short-term speculator, the failure of a company to meet analysts’ projected earnings for a quarter could be highly material. Such a failure is less important to an acquiror who seeks to purchase the company as part of a long-term strategy. To such an acquiror, the important thing is whether the company has suffered a Material Adverse Effect in its business or results of operations that is consequential to the company’s earnings power over a commercially reasonable period, which one would thin would be measured in years rather than months. It is odd to think that a strategic buyer would view a short-term blip in earnings as material, so long as the target’s earnings-generating potential is not materially affected by that blip or the blip’s cause.” In re IBP, Inc. 789 A.2d 14, 67 (Del. Court of Chancery, 2001) [footnotes omitted].

<sup>12</sup> “‘Material Adverse Effect’ means, with respect to Parent or Company, as the case may be, a material adverse effect on (i) the financial condition, results of operations or business of such party and its Subsidiaries taken as a whole (provided, however, that, with respect to clause (i), a “Material Adverse Effect” shall not be deemed to include effects to the extent resulting from ... (D) changes in global, national or regional political conditions (including acts of terrorism or war) or general business, economic or market conditions, including changes generally in prevailing interest rates, currency exchange rates, credit markets and price levels or trading volumes in the United States or foreign securities markets, in each case generally affecting the industries in which such party or its Subsidiaries operate and including changes to any previously correctly applied asset marks resulting therefrom, ... (F) failure, in and of itself, to meet earnings projections, but not including any underlying causes thereof or ..., except, with respect to clause[] ... (D), to the extent that the effects of such change are disproportionately adverse to the financial condition, results of operations or business of such party and its Subsidiaries, taken as a whole, as compared to other companies in the industry in which such party and its Subsidiaries operate) or (ii) the ability of such party to timely consummate the transactions contemplated by this Agreement. Section 3.8, BoA 합병계, BoA 의 proxy statement 에 첨부됨.

해지하겠다고 압력을 행사하여<sup>13</sup> 중앙은행으로부터 추가 자금 지원을 약속받았습니다. 그러나, BoA 의 회장이었던 Ken Lewis 씨의 이러한 이중적 행위가 그 이후 공개되고 위 언급된 proxy statement 의 허위공시사건이 언론에 보도되면서, Lewis 씨는 회장직에서 사임하게 됩니다.

법원이 이러한 중대한 악영향 상태의 발생을 인정한 판례는 찾기가 어렵습니다. BoA 의 변호사는 Delaware 법원이 중대한 악영향의 발생을 인정한 적이 없다고 BoA 경영진에게 자문하였었습니다.<sup>14,15</sup> 사실 Delaware 의 법원도 이를 인정하는 듯 언급하기도 하였었습니다.<sup>16</sup>

그럼에도 불구하고, 합병계약 체결 이후 경제상황이 어렵게 급 변화한 경우에, 법원이 중대한 악영향 상태의 발생을 쉽게 인정하지 않는다는 사실을 알면서도, 중대 악영향 상태의 발생을 주장하고 그를 근거로 합병계약을 해지하려고 하는 인수회사들이 있기도 합니다.

지난 2007 년 여름, 금융대란이 본격적으로 시작하기 바로 전에 Apollo 사모펀드는 자회사인 Hexion 을 통하여 Huntsman 이라는 회사를 인수 합병하는 계약을 체결하였습니다. 합병의 규모는 약 \$106 억이었습니다. 그러나, 계약을 체결하고 합병절차를 이행하는 과정, 금융대란이 본격적으로 시작하였고, Huntsman 의 실적이 예상하였던 수치보다 미달하였고, Hexion 과 Huntsman 을 포함하여 화공업계 전체의 실적이 악화되었습니다.

Hexion 사는 Huntsman 사에 중대한 악영향 상태가 발생하였다고 계약을 해지하였으나, 법원은 이를 기각하였고,<sup>17</sup> 결국 Hexion 사는 Huntsman 사에게 \$10 억을 지급하고 소송에 대한 합의를 하였습니다.<sup>18</sup> Huntsman 은 Hexion 에게 합병자금을 제공하겠다고 한 Credit

<sup>13</sup> 미 중앙정부 관련자들은 이러한 BoA 의 중대한 악영향 상태 발생 주장 및 그를 근거로 한 계약해지 압박을 믿지 않았으나, BoA 가 합병을 취소한다는 보도가 전체 경제 및 경제회생 대책에 큰 악영향을 줄 것을 고려하여 추가 자금 지원에 동의하였습니다.

<sup>14</sup> “What Price Victory?” American Lawyer.com, Dec 1, 2009, download from <http://www.law.com/jsp/tal/PubArticleTAL.jsp?id=1202435600460>.

<sup>15</sup> BoA 의 사내 책임변호사 (General Counsel)은 Timothy Mayopoulos 라고 뉴욕 월가 법무법인 출신이었습니다. BoA 은 미 중앙은행과 추가 자금조달에 대한 협상을 하기 전, 2008 년 12 월 10 일, 갑자기 Mayopoulos 변호사를 해고하였습니다. BoA 나 Mayopoulos 변호사 모두 해고에 대한 입장을 표시하지 않고 있으나, 언론에서는 Mayopoulos 변호사가 BoA 경영진에게 중대 악영향 상태 발생 및 중앙 은행과의 협상과정에 경영진이 원하는 의견을 제시하지 않아 해고되었다고 언급되기도 하고 있습니다. “What Price Victory?” Mayopoulos 변호사는 Merrill Lynch 의 손실이 2008 년 10 월과 11 월에 \$64 억을 초과하고 4 분기 손실이 \$70 억을 초과할 것이라는 예측 정보를 받고도 proxy statement 를 수정 공시할 필요가 없다고 경영진에게 자문을 제공하기도 하였고, SEC 는 이를 관련 규정을 위반한 것이라고 지적하였습니다. SEC complaint para. 26, filed Jan. 12, 2010, 10 Civ 0215 (S.D.N.Y.). Mayopoulos 변호사는 2009 년 4 월 21 일 Fannie Mae 의 General Counsel 로 고용되었습니다.

<sup>16</sup> Hexion Specialty Chemicals, Inc. v. Huntman Corp., 965 A.2d 715, 738 (Del. Court of Chancery, 2008).

<sup>17</sup> Hexion Spec. Chemicals, Inc. v. Huntsman Corp., 965 A.2d 715 (Del Court of Chancery, 2008).

<sup>18</sup> Hexion 은 합병계약서에 명시된 해지금 \$325 백만 (Hexion 이 고의로 계약을 위반하는 경우에는 해지금 조항이 적용되지 않으며, 법원은 Hexion 이 합병계약을 고의로 위반하였다고 판결하였었습니다)과 Apollo



Suisse 와 Deutsche Bank 를 상대로 계약관계 방해 등을 근거로 소송을 제기하여 약 \$17 억의 자금을 제공받는 것으로 합의를 하였습니다.<sup>19</sup>

### 3. 증권법

증권거래법은 중대한 사실과 상위된 내용을 기재하거나 그러한 사실이 누락되어 misleading 한 유가증권신고서에 의하여 증권을 거래하거나<sup>20</sup>, 중대한 허위 내용 또는 중대한 사실을 누락하여 증권을 거래하는 행위<sup>21</sup> 또는 중대한 사실에 대한 사기로 증권을 거래하는<sup>22</sup> 것을 금하고 있습니다.

미 대법원은 지난 1976 년 TSC Indus., Inv. V. Northway, Inc.<sup>23</sup>의 판결문에서 주총결의를 받기위하여 주주들에게 요청하는 위임장권유신고서(proxy statement)에서 합리적인(reasonable) 주주가 관련 주총결의안에 대한 결정을 위하여 고려과정에 중요하다고 판단할 가능성이 높은(substantial likelihood) 사실을 중대한 사실이라고 하였습니다. 대법원은 이러한 정의가 “중대한” 사실이 누락되어 합리적인 주주의 결의안에 대한 결정이 변경되는 것을 요구한 것이 아니고, 주주의 검토 과정에 중요한 사실인 것만을 요구하는 것이라고 설명<sup>24</sup>하였습니다.

---

펀드의 계열사가 \$425 백만의 배상금을 지급하고 Apollo 는 \$250 백만을 Huntsman 의 전환사채를 구입하는 내용입니다. Huntsman 의 회사 웹사이트에서 download 가능합니다.

<sup>19</sup> 은행은 \$620 백만의 배상금, \$12 백만의 변호사 비용, \$1,100 백만의 용자 자금을 제공하였습니다. Huntsman 의 회사 웹사이트에서 download 가능합니다. Apollo 는 Huntsman 과 소송에 대한 합의하면서, Huntsman 이 은행들과 소송을 시작하기 전에 합의해결하면, 은행이 지급하는 금액의 20%를 받을 수 있다고 하였었으니, Huntsman 과 은행은 소송을 시작하고 1 주일 후에 합의하여 Apollo 는 은행의 합의금을 받지 못하였습니다. “Huntsman Settles Dispute With Banks Over Failed Bid”, Zachery Kouwe, The New York Times, June 24, 2009, downloaded from [http://www.nytimes.com/2009/06/24/business/24chemical.html?\\_r=1](http://www.nytimes.com/2009/06/24/business/24chemical.html?_r=1).

<sup>20</sup> Securities and Exchanges Act of 1933, Section 11 (17 U.S.C. 77k). “In case any part of the registration statement, when such part became effective, contained an untrue statement of a material fact or omitted to state a material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading,” a buyer of such securities may recover damages.

<sup>21</sup> Securities and Exchanges Act of 1933, Section 12(a)(2) (17 U.S.C. 77l). Any person who “by the use of any means or instruments of transportation or communication in interstate commerce or of the mails, by means of a prospectus or oral communication, which includes an untrue statement of a material fact or omits to state a material fact necessary in order to make the statements, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading” shall be liable.

<sup>22</sup> Securities and Exchanges Act of 1933, Section 17(a) (17 U.S.C. 77q). It is unlawful for any person to offer or sell any security “to obtain money or property by means of any untrue statement of a material fact or any omission to state a material fact necessary in order to make the statements made, in light of the circumstances under which they were made, not misleading”.

<sup>23</sup> A fact “is material if there is a substantial likelihood that a reasonable shareholder should consider it important in deciding how to vote.” 426 U.S. 438, 449 (1976).

<sup>24</sup> “It does not require proof of a substantial likelihood that disclosure of the omitted fact would have caused the reasonable investor to change his vote. What the standard does contemplate is a showing of a substantial likelihood that, under all the circumstances, the omitted fact would have assumed actual significance in the deliberations of the reasonable shareholder.” 426 U.S. 449.

TSC 건은 Northway 사가 TSC 의 창업자로부터 TSC 의 경영지분 34%를 인수하고, TSC 의 이사 10 명 중 5 명을 임명한 이후, TSC 를 Northway 로 흡수 합병하기 위하여 그에 대한 TSC 주주의 동의를 얻기위하여 proxy 를 배포하였는데, TSC 의 주주가 proxy 에 중요한 사실이 누락되었다고 소송을 제기한 건입니다. Northway 는 Northway 가 TSC 의 최대주주이며, 50% 이사를 선임하였다는 내용을 proxy 에 공개하였습니다. 그러나, TSC 의 한 소액주주는 Northway 가 TSC 의 모회사와 동일한 경영권을 행사하고 있다는 내용과 Northway 가 제시한 합병비율이 TSC 의 주주들에게 공평한 가격이라는 전문가의 의견서의 내용 일부가 누락되었고, 그러한 내용이 중요한 사실이라고 주장하였습니다. 항소심에서 위 누락되었다고 지적한 사실이 법상 중요한 사실이라고 하여 원고의 주장을 인정하였으나, 대법원은 (1) Northway 가 TSC 의 대주주이고, 이사회 의 전원의 반을 임명하고 있음을 공개한 이상, 그는 실질적인 경영권 행사를 의미하여, 실제로 경영권을 행사한다는 내용을 언급하지 않은 것은 중요하지 않고, (2) TSC 의 가치평가를 한 전문가의 의견에서 TSC 의 주식의 가치를 합병안이 발표되기전의 시가와 비슷한 가격을 근거로 계산한 사실과, 합병소식을 발표한 이후 시가가 인상할 것임을 이미 예상하였기 때문에, 전무가가 가정한 TSC 주식의 기존가치를 proxy 에 공개하지 않은 것도 법적으로 중요한 사실의 누락이라고 할 수 없다고 판단하였습니다.

Proxy 이외의 일반적인 경우에도 대법원은 합리적인 투자자가 그에게 제공되는 정보 전체의 짜임새(total mix)를 중요하게 바꾸는 사실이라고 보는 것은 “중대한” 사실이라고 하였습니다.<sup>25</sup>

#### 4. 회계기준

회계 기준은 증권법과 긴밀하게 연결되어 있습니다. 회계 기준에 의거하여 작성된 재무제표는 등록법인들의 사업보고서 및 유가증권신고서 등 공시하는 자료에 중요한 내용입니다. 또한, 연말보고서에 포함되는 회계감사의 감사보고서에는 재무제표가 관련 법인의 재무상태를 모든 중요한 부분에서 정확하게 반영하고 있다는 의견이 포함되어 있어, 감사과정에도 “중요한” 사실의 기준으로 적용됩니다.

2009 년 9 월 15 일 이전까지 유효하였던 미국 회계기준<sup>26</sup>에는 서두에 모두 “중요한” 내용에만 적용된다는 문안이 명시되어 있었습니다. 2009 이후 그전 기준규정 (SFAS)을 대체하는 규정 (FASB Accounting Standards Codification)은 기존 회계기준 (GAAP)을 수정하지 않고 동일하게 적용되기 때문에, “중요한” 내용에 대한 기준이 별도의 기준에 논의되어 있으나, 중요하지 않은 내용 하나만에 대한 회계기준 적용방식은 예전과 동일합니다.

<sup>25</sup> “[T]here must be a substantial likelihood that the disclosure of the omitted fact would have been viewed by the reasonable investor as having significantly altered the ‘total mix’ of information available.” 426 U.S. 449. See *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 238 (1988).

<sup>26</sup> Each Statement of Financial Accounting Standards adopted by the Financial Accounting Standards Board stated that “[t]he provisions of this Statement need not be applied to immaterial items.”

SEC 는 1999 년에 “중요한” 사실의 기준에 대하여, 회계기준에 대한 의견을 발표한바가 있습니다.<sup>27</sup> SEC 는 재무제표와 관련하여 전체 상황을 고려하기 전에 단순한 규칙으로 일정한 수치 이하, 예를 들어 5% 이하는 중요하지 않다고 전제하는 *rule of thumb* 을 사용하는 것을 인정하였으나, 단순히 수치만 기준으로 중요도를 판단하는 것은 위험하다고 하였습니다.<sup>28</sup>

Financial Accounting Standards Board Statement of Financial Accounting Concepts No. 2, *Qualitative Characteristics of Accounting Information* 은 법원이 정의한 중요도와 거의 동일하게 중요도를 정의하고 있습니다: 전체 상황을 고려하여, 합리적인 개인의 판단에 영향을 주는 사실은 중요하다고 하고 있습니다.<sup>29</sup> 이 Concepts 에서는 중요도의 판단은 관련된 모든 사실관계를 전반적으로 검토하여야 하는 것에 중점을 두고 설명하고 있습니다.

SEC 는 중요도의 판단과정에 허위진술 내용과 관련된 상황을 정확하게 수치화할 수 있는지, 허위사실이 수익 등에 대한 추세를 감추고 있는지, 법인의 시장 예측 수치 미달상황을 숨기고 있는지, 법인의 중요 사업부분의 실적을 숨기고 있는지, 해당 법규 위반사실을 숨기는지, 금융선약 위반 사실을 숨기는지, 경영진의 보수에 영향을 주는지 또는 기타 불법거래를 숨기는지 등이 수치와 상관없이 중요도의 판단에 영향을 줄 수 있다고 하였습니다.<sup>30</sup>

FASB 도 위 SEC 가 지적한 상황을 포함하여 “중요도” 판단에 중요한 영향을 주는 상황으로 아래 내용을 지적하였습니다: 법인의 흑자를 적자로 또는 그 반대로 변경하는 내용, 반복되는 상황에 대한 내용, 운용비용을 비운용비용으로 허위 보고하는 내용; 관련 자료의 사용자에게 중요한 내용; 경영진의 의도, 수정에 필요한 비용, 인식하지 않은 같은 종류의 허위 진술 내용의 존재 가능성 등을 언급하고 있습니다.<sup>31</sup>

FASB 의 Concepts No. 2 는 중요도에 대한 판단은 관련 수치만 근거로 판단할 수 없으며 전체 상황을 고려하여야 한다고 강조하고 있지만, 과거 중요도에 대한 판단사례에 관련된 수치예를 알려주고 있습니다: 주당 수익의 3%를 줄여 보도한 것이 중요하지 않음, 법인의 balance sheet 에 line item 별 10%를 초과하거나 전 자산 5%를 초과한 것은 중요함; 각

<sup>27</sup> SEC Staff Accounting Bulletin: No. 99 – Materiality, 17 C.F.R. Part 221 [Release No. SAB 99], 64 Fed. Reg 45150 (Aug 19, 1999).

<sup>28</sup> “The use of a percentage as a numerical threshold, such as 5%, may provide the basis for a preliminary assumption that – without considering all relevant circumstances – a deviation of less than the specified percentage with respect to a particular item on the registrant’s financial statements is unlikely to be material. The staff has no object to such a ‘rule of thumb’ as an initial step in assessing materiality. But quantifying, in percentage terms, the magnitude of a misstatement is only the beginning of an analysis of materiality; it cannot appropriately be used as a substitute for a full analysis of all relevant considerations.” SEC Staff Accounting Bulletin No. 99.

<sup>29</sup> Materiality is “the magnitude of an omission or misstatement of accounting information that, in the light of surrounding circumstances, makes it probable that the judgment of a reasonable person relying on the information would have been changed or influenced by the omission or misstatement.” FASB, Statement of Financial Accounting Concepts No. 2, Glossary.

<sup>30</sup> SEC Staff Accounting Bulletin No. 99.

<sup>31</sup> Statement on Auditing Standards, Audit Risk and Materiality in Conducting and Audit (SAS No. 107, Para 60).



임원이나 대주주에 대한 채권이 \$2 만이나 전 자산의 1%를 초과한 것은 중요함; 총 매출의 10%를 초과하는 매출은 중요함; 총 매출의 1%를 초과하는 임대는 중요함; 일반 임대금융거래의 현재가치가 장기부채, 자본금의 5%를 초과하거나 3 년 평균 수익의 3%를 초과한 것은 중요함; 유전 및 가스로부터의 수익 또는 자산가치가 총 수익 또는 자산의 10%를 초과하지 않으면, reserve 를 공개하지 않아도 된다는 사례들이 소개되고 있습니다.<sup>32</sup>

## 5. BoA 건

위 FASB Concepts No. 2 의 사례에서 볼 수 있듯이 전 자산의 5%를 초과하는 사항은 중요한 사실로 인정될 가능성이 높다고 하겠습니다. BoA 는 2008 년 9 월 합병계약을 체결하고, 11 월 3 일 proxy statement 에서 Merrill Lynch 의 3 분기까지의 실적을 공개하였으나, 4 분기 예상되는 적자규모가 \$80 억 이상이었습니다. 이는 Merrill Lynch 의 가치의 16%를 초과하는 규모이었고, 최대의 적자를 기록한 회사가 연말보너스로 회사 가치의 1%를 초과하는 금액을 지급하는 것은 중대한 사실이 아니라고 하기는 어려울 것으로 보여집니다.

물론, 어느 사실이 중대한지에 대한 판단은 장기적 관점에서 고려하여야 하고, BoA proxy statement 와 관련하여 Merrill Lynch 의 적자발생과 연말보너스 지급함으로써 합병계약상에 중대한 악영향 상태가 발생한 것이 아니라고 판단 될 가능성이 높지 않다고 하겠습니다. 그러나, Merrill Lynch 의 사상 최고 적자 규모 및 연말보너스는 합리적인 주주에게 합병 주총 결의 당시 Merrill Lynch 의 인수 가격이 적절한지를 판단하는데 중요한 사실이었을 것이라고 인정될 가능성이 높다고 보여집니다. 법원의 판결은 금융계에서 많은 관심을 끌 것이라고 보여 집니다.

\* \* \*

---

한국기업과 관련된 소송, 법규 또는 법적 사항에 대한 내용을 정리한 메모입니다.  
www.yangtmlaw.com 에서 관람하시거나 download 하실 수 있습니다.

- 
- |  |                                 |
|--|---------------------------------|
| ○ LG 전자 특허 대법원 소송건 - First Sale Doctrine | ○ 대우건설의 팔라우 소송                  |
| ○ 영업비밀                                   | ○ 미국법원의 관할권 - Synthes v. GMReis |
|  | ○ 계약의 체결 및 해석                   |
- 

<sup>32</sup> Concepts No. 2 의 첨부 C, paragraph 166 에 연결된 도표 1 참조.