

삼성  KPMG

교육자료

# 가격결정 Mechanism 및 SPA 구조

# Contents

## *SPA의 구조와 FDD*

**I. Completion mechanism: Closing account**

**II. Completion mechanism: Locked box**

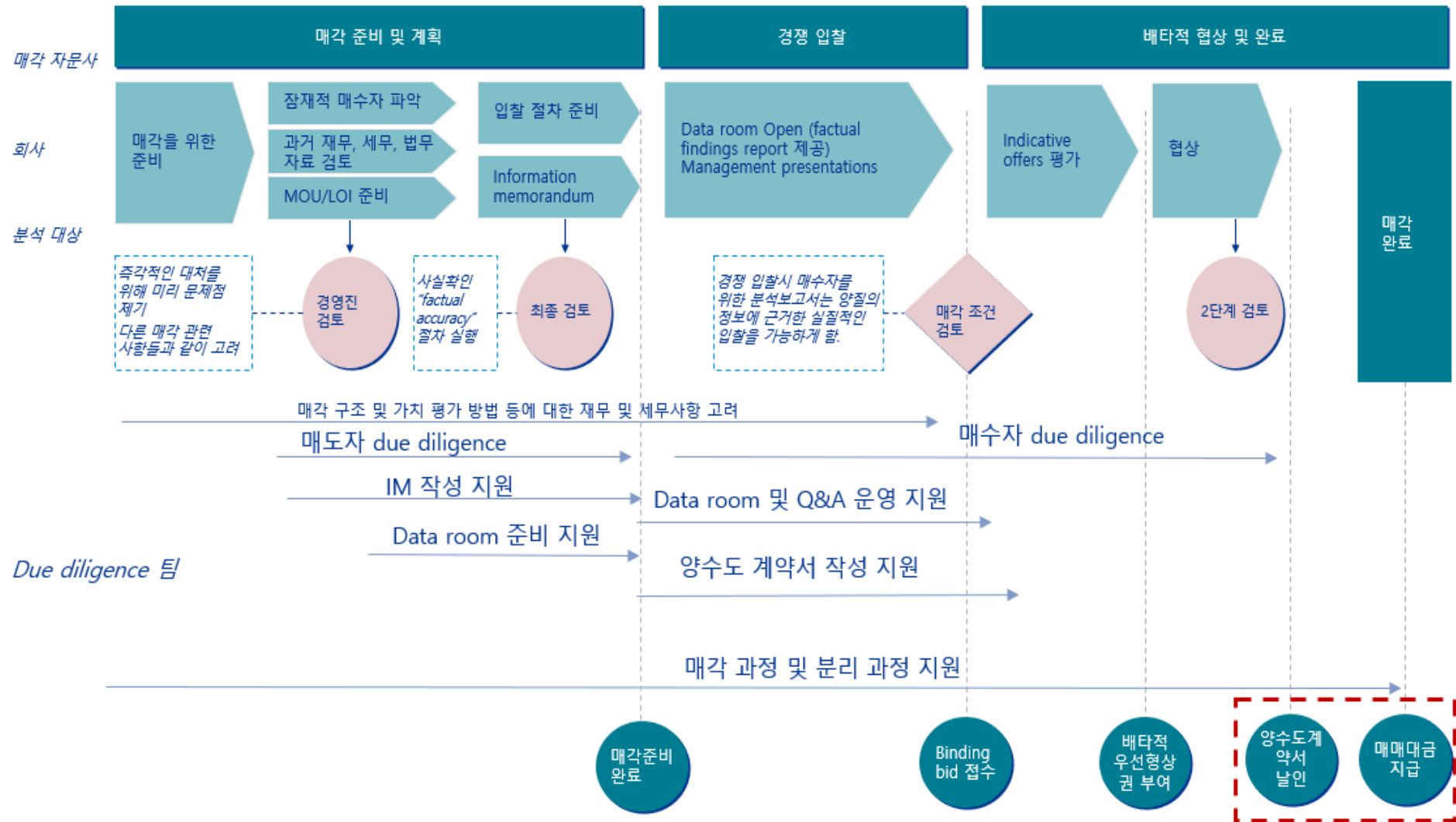
**III. Completion accounts vs. Locked box**

**IV. SPA**

■ 구성 비교 – Completion vs. Locked box

# SPA: Key concepts guide

M&A전반의 각 주체별 Process.



# 매매대금 결정 Mechanism: Overview

- 대표적인 매매대금 결정 Mechanism : "Closing Accounts(매매대금 정산)" vs. "Locked Box"
- 두 Mechanism 의 결정적인 차이는 "경제적 지배권(위험과 효익) 이전 시점" 및 "최종 매매대금의 결정시점 및 결정근거"

## Closing accounts mechanism

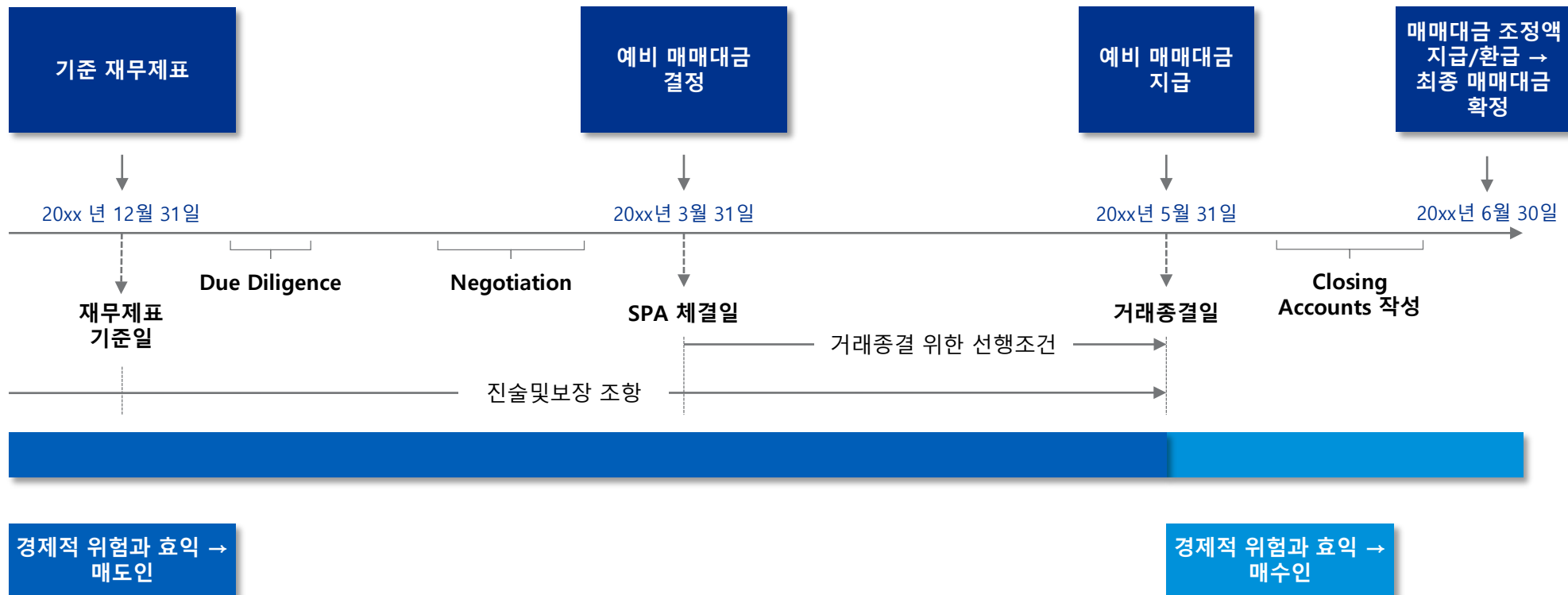
- "경제적 위험과 효익"이 매수인으로 이전되는 시점은 "거래종결일"
- SPA 체결 시점에는 "예비" 매매대금이 결정되며, 최종 매매대금은 거래종료일 이후 매매대금 조정 과정을 통해 결정.
- 최종 매매대금 산정의 기준이 되는 재무제표는 "거래종결일" 또는 "거래종결일" 이후 시점에 작성된 Closing accounts이며, 일반적으로 거래종결일 전후의 감사/검토 받은 재무제표.

## Locked box mechanism

- "경제적 위험과 효익"이 매수인으로 이전되는 시점은 "Locked box date" 라고 부르는 기준 시점 ("Locked box date" 는 SPA 체결 이전 가장 최근의 회계기준일이 되는 경우가 많음.)
- 최종 매매대금은 SPA 체결시점에 결정, 이후 가격 조정 없음.
- 최종 매매대금 산정의 기준이 되는 재무제표는 Locked box date 의 재무제표이며, 일반적으로 SPA 체결전 가장 최근의 감사/검토 받은 재무제표.

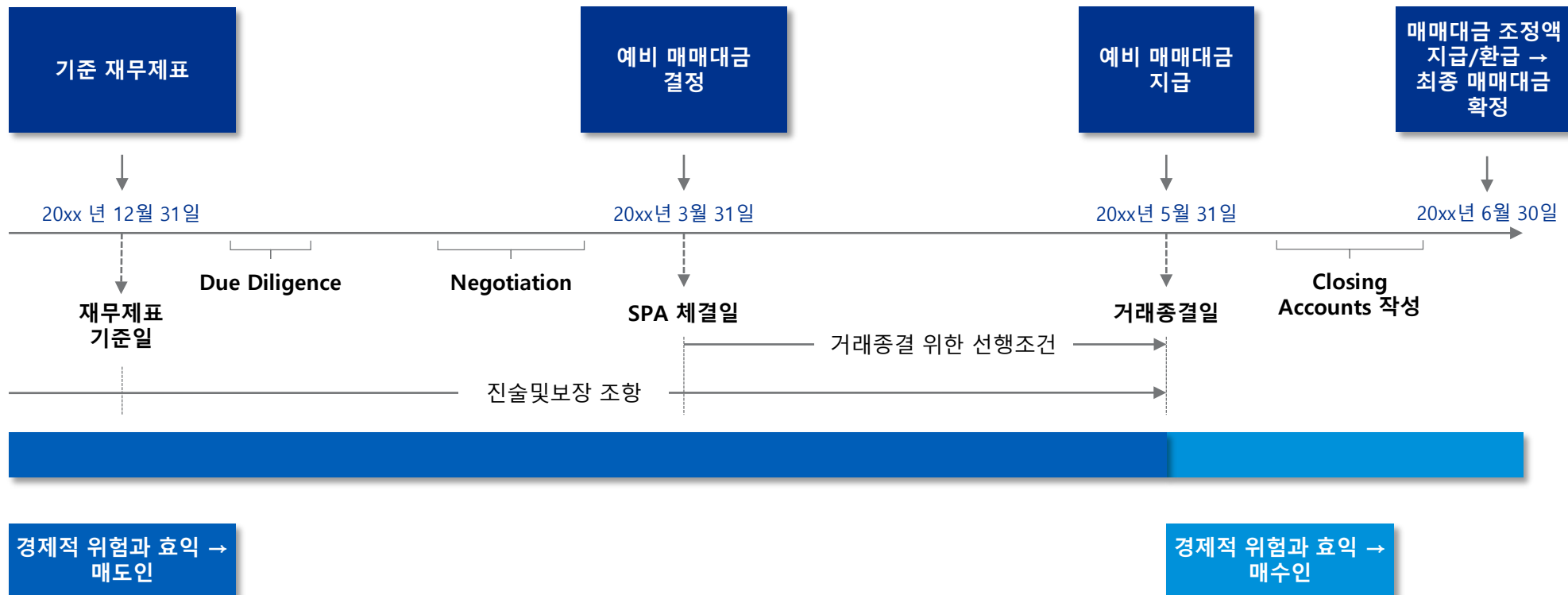
# Closing Accounts Mechanism - 기본개념 (1/2)

- 경제적 위험/효익은 거래종결일부터 매수인으로 이전 : 즉, 거래종결일 이전까지 회사가 창출하는 Cash flow는 모두 매도인 몫
- 매수인은 회사에 대한 Control 을 거래종결일부터 행사 가능 : 경제적 위험/효익 이전 시점과 Control 획득 시점이 일치



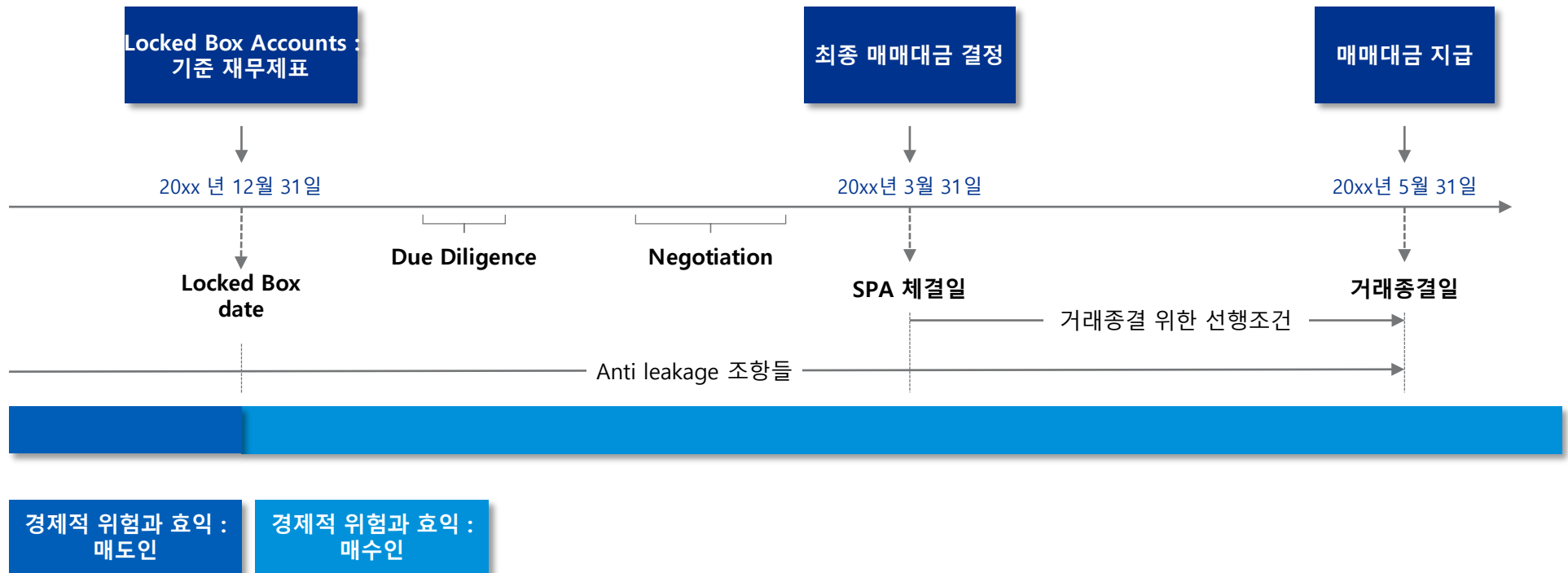
# Closing Accounts Mechanism - 기본개념 (2/2)

- SPA 체결시점에는 예비 매매대금이 결정. 최종 매매대금은 거래종결일 이후 매매대금 조정 과정을 통해 확정.
- SPA 체결 시 SPA 상에 매매대금 조정 item 을 일반적으로 합의해 놓음.



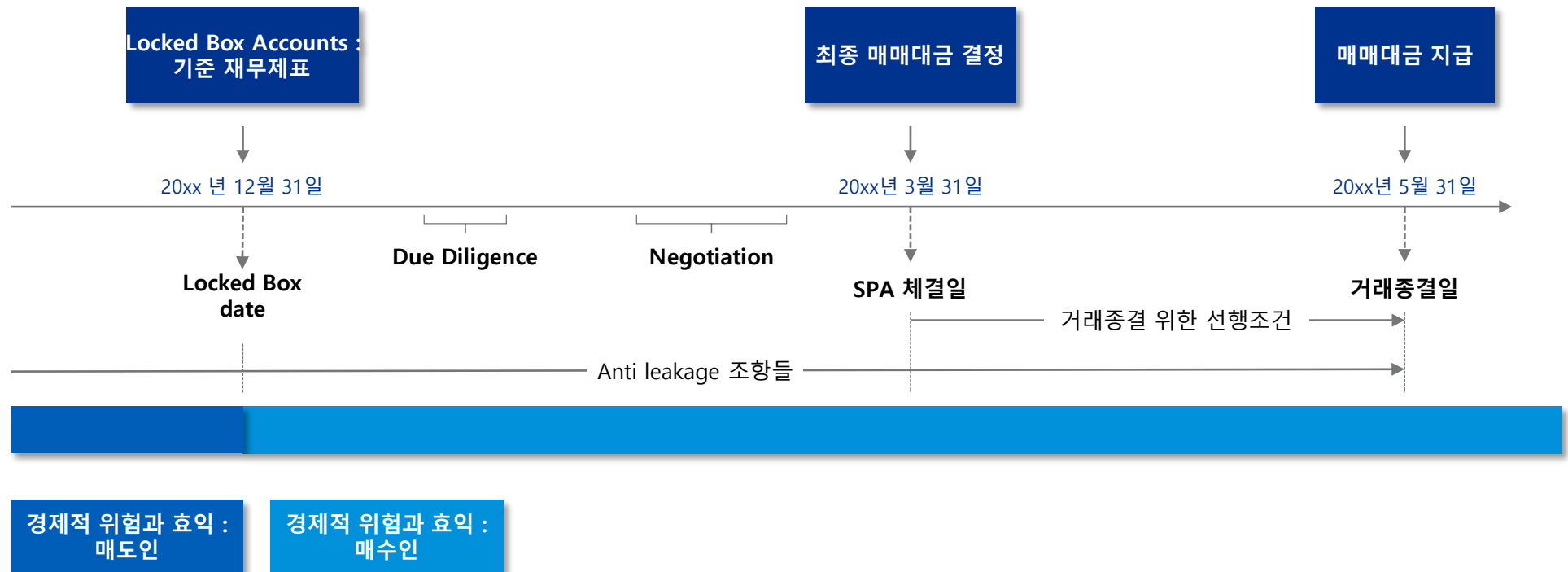
# Locked Box Mechanism - 기본개념 (1/2)

- 경제적 위험/효익은 Locked Box date ("LBD") 시점부터 매수인으로 이전 : 즉, LBD 이후 Target 사가 창출하는 cash flow는 모두 매수인 몫.
- 매도인이 LBD ~ 거래종결일 사이에 Target사의 value를 누출하지 못하도록 SPA 에는 Leakage 관련 조항들이 포함.  
(*"Locked Box" 란 LBD ~ 거래종결일 사이에 매도인이 Target 사의 cash 등을 빼내가지 못하도록 막는다는 의미.*)
- 매도인은 LBD ~ 거래종결일 사이의 time lag에 대해서 매매대금의 일정 % 를 이자로 지급받음.



# Locked Box Mechanism- 기본개념 (2/2)

- 최종 매매대금은 SPA 체결일에 결정. 이후 가격 조정 없음.
- 최종 매매대금의 산정 기준이 되는 Locked Box accounts ("LBA")의 신뢰성이 매우 중요.
- 매수인이 거래종결일 이후 LBA 상의 오류 사항을 발견할 경우 SPA 상의 손해배상 조항을 통해 claim 제기 가능.





# I. Completion mechanism: Closing accounts

## Closing accounts is...

- Closing accounts는 SPA 체결 시점에 존재하는 불확실성을 조정하여 매매대금에 대한 재협상을 위해 사용되는 방식
- 매매대금 정산방식에서는 거래 종결일의 추정 재무상태 또는 추정 기준지표(예: Net debt, 정상적인 수준의 운전자본)에 기반하여 예비매매대금이 결정됨.
- 만약, 거래 종결일의 실제 재무상태 및 기준지표가 추정치와 다를 경우 실제치와 추정치의 차이를 추가 지급/수령하게 됨.

### How does closing accounts work?

- 추정 재무상태 또는 추정 기준지표는 실사과정에 기반하여 산출이 됨. 매도인과 매수인 간에 추정 재무지표/기준지표의 합의 과정이 필요함.
- SPA에 i) 합의된 추정 재무제표/기준지표, ii) 거래종결일 이후 매매대금 조정/정산 방식, iii) 예비매매대금 등이 명시되며, 거래 종결일에 매수인은 매도인에게 예비매매대금을 지급함.
- 거래 종결일 이후, 매수인은 거래종결 재무제표(Closing accounts)를 작성한 뒤 정산금액(추정치 vs. 실제치)을 산정함. 매도인은 매수인이 제시한 거래종결 재무제표 및 정산금액을 검토 후 이의 제기 가능.
- 정산금액에 대해서는 SPA 상 최소금액 기준 또는 최대금액 기준이 명시되기도 함.
- 매매대금정산은 대부분 현금지급으로 이루어 지며, 거래종결일 ~ 정산대금 지급일 사이의 기간이자도 포함하여 지급이 됨.

# I. Completion mechanism: Closing accounts

정산 메커니즘에 적용 할 수 있는 여러 가지 유형의 가격 조정이 존재합니다.

## 순자산 조정방식

- 순자산 조정은 거래종결일 시점에 추정된 재무상태를 달성할 것이란 가정 하에 사용되는 방식임.
- 거래종결일 시점의 실제 순자산 가액이 SPA 상 합의된 추정 순자산 가액에 미달할 경우, 매도인은 매수인에게 미달금액을 돌려줘야 함. (반대로 초과 시에는 매수인이 매도인에게 초과금액을 추가 지급해야 함.)
- 운전자본 및 Net debt 조정방식과 비교 시 순자산 조정방식의 가장 큰 특징은 재무상태표 전체의 변동과 연동이 된다는 점. 즉, 운전자본 및 Net debt 조정방식에서는 일부 계정이 조정 방식에서 누락될 가능성이 있는데, 순자산 조정방식에서는 누락될 위험이 없음.
- 다만, 순자산조정방식의 경우에도 재무제표에 반영되지 않은 우발성 부채항목들에 대해서는 신중히 검토할 필요가 있음. 회계기준 상으로 충당부채로 인식되지 않을 수 있는 항목이나 매수인 입장에서 위험부담이 큰 우발부채 항목이 있다면 이를 SPA 상 조정항목에 포함시킬 필요가 있음.
- 순자산 조정방식이 전체론적 접근방식이기 때문에 매수인이 가장 선호할 수 있는 방식이며, 최선의 조정 메커니즘임. 다만, 그러한 이유로 인해 매도인과의 협상/합의가 종종 어려운 경우가 있음. 또한, 공개입찰 과정에서 순자산 조정방식을 선호하는 bidder 는 다른 bidder 에 비해 경쟁력이 약해질 수 있음.

# I. Completion mechanism: Closing accounts

정산 메커니즘에 적용 할 수 있는 여러 가지 유형의 가격 조정이 존재합니다.

## 운전자본, Net debt 조정방식

- 매수인은 일반적으로 offer letter에 매매대금은 "정상적인" 수준의 운전자본을 가정해 결정이 되었음을 명시함.
- 매수인과 매도인이 합의한 "정상적인" 운전자본 ("Target NWC" 또는 "Benchmark NWC로 불리기도 함) "금액"은 SPA 상에 hard coded 됨. 거래종결일 시점의 운전자본 금액이 SPA상 합의한 "정상적인" 운전자본에 미달할 경우 매도인은 매수인에게 미달금액을 돌려줘야 함.(반대로 초과 시에는 매수인이 매도인에게 초과금액을 지급함.) 따라서 매수인은 SPA 상 기재되는 "정상적인"운전자본을 가능한한 크게 기재하고자 하며, 매도인은 반대의 입장임.
- SPA 상에는 또한 운전자본에 포함될 항목에 대해서도 기재가 됨. SPA 상에 기재된 운전자본 정의에 따라 거래종결 재무제표에서 실제 운전자본 산정에 반영될 item 이 결정이 됨. 따라서 실사결과에 따라 어떤 항목을 운전자본으로 포함할지를 결정하는 것이 매우 중요함.
- 또한, offer letter 는 일반적으로 debt free / cash free basis 하에 산정된 매매대금이 우선적으로 기재가 됨. 즉, 현금 및 부채에 대한 "Target"/"Benchmark"는 0으로 설정됩니다.
- 만약, 거래종결일 시점에 회사에 Debt 이 존재 시, 매매대금에서 차감되어 지급이 되고, 반대로 현금이 존재 시 가산되어 지급이 됨.
- SPA 상에는 Net debt 에 포함될 항목에 대해서도 기재가 됨. 따라서 매수인 입장에서는 실사결과에 근거하여 중요한 부채 항목이 매매대금 산정에 포함이 될 수 있도록 면밀히 검토하는 과정이 필요함.

# I. Completion mechanism: Closing accounts

## 중요 고려사항

### Target 산정

- 매매대금 조정방식에서는 실사결과에 기반한 "Target", 즉, 추정 재무지표를 적절하게 설정하는 것이 매우 중요.
- SPA 상에 기재되는 Target 금액을 "고정금액"으로 기재해도 되나, 경우에 따라서는 "비율", "%" 가 적절하다고 판단되는 경우 해당 지표를 기재하는 것도 가능.
- 가능한 Target 금액을 가능한 상세하게 산정 – 매매대금 조정과정에서 dispute 가능성을 최대한 감소시키기 위해 중요함.

### 정의

- SPA 상에 "Target" 운전자본, Net debt item, Net assets 의 정의 및 포함 항목을 매우 명쾌히 기재하여야 함.
- Check : 매매모호한 정의가 없는지, 누락된 항목이 없는지
- 실사 결과 반드시 고려

### 거래종결 재무제표

- 거래종결 재무제표는 회계기준에 부합하게 작성되어야 하며, 과거 회사가 적용해 온 회계정책과도 일관되게 작성이 되어야 함.
- SPA 상 명시된 "Target" 금액과 상세 비교 가능하도록, 거래종결재무제표는 상세하게 작성되어야 함.
- 만약, 회사가 일관되게 적용해 온 회계정책이 GAAP에 위배되는 상황일 경우, 경우에 따라서는 일관되게 적용해 온 회계정책이 GAAP 보다 우위에 있는 경우도 있음.

# I. Completion mechanism: Closing accounts

## Process

### 거래종결 재무제표 Preparation

- SPA 상 거래종결 재무제표의 작성 및 리뷰 기간의 timeline 이 셋팅이 됨.
- 일반적으로 거래종결 재무제표의 작성 주체는 매수인임. (거래종결 이후부터 매수인은 회사를 "Control" 하므로)
- 매수인이 거래종결 재무제표를 작성하기 때문에, 매수인 입장에서 전략적 우위가 있다고 볼 수 있음.
- 매수인은 거래종결 재무제표 작성 시 작성기간, 매도인의 이의제기 가능성, 방어논리 등을 고려하여 작성해야 함.

### Review

- (일반적으로)매수인이 거래종결 재무제표를 제시한 이후, 매도인은 거래종결재무제표를 검토하게 됨.
- 검토기간은 제한적으로 제공되고, 검토기간에 대해서도 상세히 SPA 상에 기재되게 됨.
- 또한, 매도인이 거래종결 재무제표를 검토하기 위해 필요한 "권리"들이 SPA 상에 포함되게 됨. 예를 들어, 매도인은 거래종결 재무제표 작성 시 작성된 working paper, supporting data, 관련 임직원 등의 resource 에 접근할 수 있어야 함.

### Dispute resolution

- 이의제기 절차 및 Timeline 은 SPA에 명시
- 이의제기 전 협상과정이 존재함. 매도인/매수인은 독립적으로 자문사 구성하여 이의제기 여부를 결정
- 이의제기 기회는 일반적으로 한번 (기한 내 이의제기 하지 않은 경우, 합의한 것으로 간주)
- 이의제기 시 관할법 및 분쟁해결법원은 SPA 상에 일반적으로 명시되어 있음.

# I. Completion mechanism: Locked Box

## Overview

### Locked-box Mechanism

- 매수인은 Locked Box Date (또는 Effective Date)라고 부르는 계약발효일의 가치로 대상회사를 인수하는 것임.
- 매수인은 계약발효일 기준의 재무제표에 근거하여 매매대금을 산정하고, 조정사항을 확정하여 SPA를 체결하므로 매매대금 정산 절차가 없음. 매매대금은 거래종결일에 지급됨.
- 'Locked Box'라는 명칭은 사실 상 회사를 인수하는 시점인 계약 발효일(Effective Date)부터 거래 종결일(Completion)까지의 가치의 유출을 방지하기 위해 필요한 모든 계약 상의 보호를 한다는 의미.

### How does locked-box work?

- Locked Box Mechanism 하에서는 매수인은 사실 상 계약발효일부터 회사의 경제적인 지배권을 가지게 됨. 즉, 계약발효일 이후 회사를 소유함에 따른 위험과 보상이 모두 매수인으로 귀속됨.
- 계약발효일 기준의 재무제표를 통해 가치 산정, 매매대금 조정을 하기 때문에 SPA 체결 시점에 NWC 및 Net Debt 등으로 인한 조정금액은 이미 확정되어 있는 상태.
- 따라서 계약발효일 기준의 운전자본 미달분("정상적인"운전자본 vs. 실제 운전자본) 및 Net debt itme 등을 매매대금 조정으로 반영함.
- 계약발효일부터 매수인은 경제적인 지배권을 가지기는 하나, 법적인 소유권은 거래종결일 시점에 이전이 됨. 따라서 계약발효일부터 거래종결일 사이의 가치의 유출이 없도록 법적으로 보호하는 것이 매우 중요함.

# I. Completion mechanism: Locked Box

## Overview

What is  
unique about  
lock-box

### 기타 고려사항

- 매매대금은 “계약발효일”(Effective date or Locked Box date) 기준으로 산정이 되며, 매매대금 조정/정산 과정이 없음. 즉, 거래종결 재무제표를 작성하지 않음.
- 계약발효일 기준의 재무제표 작성 주체는 매도인이라는 점 및 거래종결일까지의 법적인 소유권을 매도인이 보유하고 있다는 점에서 Locked Box Mechanism 은 매도인에게 상대적으로 유리한 방식임.
- 매매대금에는 계약발효일과 거래종결일 사이의 기간이자가 추가 가산이 됨.

# Locked Box Mechanism - 장/단점 (1/2)

- Locked Box Mechanism 은 Closing Account Mechanism에 비해 상대적으로 매도인에게 유리한 방식임.

## 매도인 측 - 장점

- 매매대금의 확실성
- 매매과정의 신속성
- 매매대금 조정 과정이 없기 때문에 Simple 하고, 비용 절감 가능
  - 또한, 매수인이 매매대금 감소시킬 여지가 없음.
- 매매대금 조정 과정이 없기 때문에 매수인과의 분쟁의 여지 낮음.
- Bidder 들의 offer 에 대한 비교 가능성이 높음.
- 거래종결일까지 Target에 대한 Control을 매도인이 보유
- 기준 재무제표(LBA) 역시 매도인의 Control 하에서 작성됨 (일관된 회계정책 유지 가능)

## 매도인 측 - 단점

- Locked Box Accounts (LBA) 에 대한 높은 신뢰성이 필요
  - 추후 손해배상 등 분쟁절차에 들어갈 수 있음.
  - 분쟁절차는 매매대금 조정보다 훨씬 많은 시간이 소요되고, 비용 부담도 클 수 있음.
- LBD ~ 거래종결일 사이에 Target사에서 창출되는 Cash flow 에 대해 fully benefit 을 받지 못함 : 거래종결일까지 책정되는 이자율이 상대적으로 낮은 수준이라고 함.



# Locked Box Mechanism - 장/단점 (2/2)

- Locked Box Mechanism 은 Closing Account Mechanism에 비해 상대적으로 매도인에게 유리한 방식임.

## 매수인 측 - 장점

- 매매대금의 확실성
- 매매과정의 신속성
- 매매대금 조정 과정이 없기 때문에 Simple 하고, 비용절감 가능
- 매매대금 조정 과정이 없기 때문에 매도인과의 분쟁의 여지 낮음.

## 매수인 측 - 단점

- Locked Box Accounts 및 진술보증에 대한 의존도가 매우 높음 :
  - LBA 가 매도인의 Control 하에서 작성됨
  - 매수인 입장에서는 철저한 Due diligence가 필요
- Target사에 대한 철저한 이해없이 기업가치, Net Debt, NWC 등을 산정하여 SPA체결시점에 최종매매대금을 확정해야 함
- 거래종결일까지 Target에 대한 Control을 매도인이 보유 : Target사의 실적이 악화될 가능성

# Locked Box Mechanism

## When is a locked box mechanism appropriate?

- Locked Box Accounts ("LBA")가 신뢰성있게 작성되어 있어야 하며, 매수인은 Due Diligence 과정에서 high quality 의 재무자료들을 제공받을 수 있어야 함.  
*("Buyers should only agree to a locked box mechanism if they can be sure that the information provided by the target is of high quality and sound from accounting perspective")*
- LBA는 일반적으로 감사받은 재무제표여야 하며, 오래 되지 않아야 함.  
*("Buyers will seek accounts that are not out of date at signing, and will want them audit")*
- LBA 에 대한 강력한 진술보장 및 LBD~거래종결일 사이의 target 의 operation 에 대한 강력한 진술보장이 가능해야 함.
- Gap period ("LBD~거래종결일")에 Leakage를 방지할 수 있는 철저한 Anti-leakage 조항을 설정할 수 있어야 함.

## A locked box mechanism will not be appropriate if:

- LBA에 대한 신뢰성이 낮거나, DD 과정에서 충분한 자료들을 제공받지 못한 경우
- 매수인 입장에서 매도인을 신뢰할 수 없거나, Gap period 에 target 을 운영할 경영진을 신뢰할 수 없을 경우
- Gap period 가 너무 김. Gap period 에 Target 의 가치유출 예상됨. Gap period 에 Target의 performance 에 이슈가 있을 것으로 예상됨. ( Seller's agency issue)

# Locked Box Mechanism - Leakage

- Leakage란 매도인 또는 특관자에게 target의 가치를 유출하는 모든 행위를 의미함.

*("Leakage is essentially any transfer of value from the business to the seller or connected parties between the LBD and Closing")*

## Leakage의 예시

- 모든 종류의 분배(Distribution)
  - 배당금 (Dividends), 자본의 반환 (Return of capital) 등
- 매도인 또는 매도인의 관계사에 대한 비정상적인 대금 지급
  - e.g., 경영자문료, 전산운용자문료, 브랜드로고사용료 등 매수인과 협의없이 비정상적으로 지급하는 비용
- 통상적인 방식이 아닌 비정상적인 방식으로 사업 운영 (예: 과도한 임금인상 또는 상여금 지급, 과도한 운영비 지출, 신규/갱신계약 시 불리한 조건 계약, 저평가된 가격으로 자산 매각 등)
- 경영진 및 경영진의 특관자들에게 성공보수
- 임직원에게 대한 M&A 위로금
- 계약발효일 기준 계정에 반영되지 않는 충당금이나 부채를 발생시키는 사건들 (예: 재고 및 고정자산 손실, 부지 오염, 기타 "비조정" 항목 등)

## Permitted leakage의 예시

- 정상적인 사업 과정에서 발생하는 비용
  - e.g., 구매대금, 임직원에게 대한 급상여, 각종 판관비, 이자 등
- 정상적인 수준 (arm's length terms)의 매도인 및 매도인의 관계사와의 거래
- 매수인과 사전 협의된 item
  - e.g., 배당의 경우도 매수인과 사전 협의하여 매매대금에 적절히 반영되어 있다면 지급가능

### III. [Quiz] Completion accounts vs. Locked Box

Implications for our work	Closing Accounts	Locked Box
Actual Debt and Working Capital adjusted at Completion?	✓	[Quiz]
Target Working Capital needs to be known at Signing?	✓	✓
Debt definition needs to be known at Signing?	✓	✓
Working capital definition needs to be known at Signing?	✓	✓
Representations and warranties required?	✓	✓ ✓
Increased potential for reliance on VDD?	✗	✓ ✓

# IV. SPA – 구성비교 – Completion vs. Locked Box

## Completion accounts

### Table of Contents

ARTICLE I	SALE AND PURCHASE
ARTICLE II	CLOSING
ARTICLE III	REPRESENTATIONS AND WARRANTIES
ARTICLE IV	COVENANTS AND AGREEMENTS
ARTICLE V	CONDITIONS TO CLOSING
ARTICLE VI	INSURANCE; LIMITATION OF LIABILITIES
ARTICLE VII	TERMINATION
ARTICLE VIII	MISCELLANEOUS
ARTICLE IX	DEFINITIONS AND TERMS

### ARTICLE I SALE AND PURCHASE

매매목적인 주식과 대가, 여기서는 seller가 closing시  
주식양도하고 buyer는 주식구매 의무 및 closing mechanism  
방식과 대상항목 기재

### ARTICLE II 거래 종결(Closing)

- 이행일시 :선결조건 모두 충족 후 [\*] 영업일 이후 (여기서는 15 business days 후)
- 장소, 이행행위 (Seller, Purchaser)
- Final purchase price 계산 방식 기재

### ARTICLE III 진술 및 보증

- (1) 매도인에 대한 진술 및 보증 : 매도인의 법인격, 체결권한, 내부수권(위임), 제3자 동의
- (2) 매수인에 대한 진술 및 보증 : 매수인의 법인격, 체결권한, 내부수권, 제3자 동의 (정부인허가 등)
- (3) 회사에 대한 진술 및 보증
  - 누가 : 매도인이 진술 및 보증
  - 의미 : 회사에 대한 i) 정보공개의 강제 ii) 매수인의 가격 산정의 적정성 및 iii) 우발채무 발생시 가격조정을 담보하기 위하여 매도인이 회사의 상태에 관해 진술 및 보증을 하고 위반이 있는 경우 손해배상을 하여 가격 조정 기능을 함
  - 범위
    - i) 재무제표의 적정성 ii) 자산 (특히 받을 채권의 회수 가능성, 재고자산 상태) iii) 소송 등 법적 분쟁 iv) 우발채무의 부존재 v) 법규 준수 및 정부인허가 vi) 세무 회계 vii) 환경 viii) 노동 ix) 계약 (change of control) x) 공정거래 xi) 보험 등

## IV. SPA – 구성비교 – Completion vs. Locked Box

### Completion accounts

#### Table of Contents

ARTICLE I	SALE AND PURCHASE
ARTICLE II	CLOSING
ARTICLE III	REPRESENTATIONS AND WARRANTIES
ARTICLE IV	COVENANTS AND AGREEMENTS
ARTICLE V	CONDITIONS TO CLOSING
ARTICLE VI	INSURANCE; LIMITATION OF LIABILITIES
ARTICLE VII	TERMINATION
ARTICLE VIII	MISCELLANEOUS
ARTICLE IX	DEFINITIONS AND TERMS

#### ARTICLE IV 확약

- 회사의 운영에 관한 확약 (통상적인 사업과정)
- 선행조건 성취에 대하여 최선의 노력
- 통지의무 (진술 및 보증 위반 발견 등)
- 주총소집 등 경영권 이전절차 이행 등
- [고용보장] – 인위적 구조조정금지

#### ARTICLE V 선결조건

- (1) 매도인 (거래종결) 의무이행의 선결조건
- 매수인 진술 및 보증이 정확할 것
  - 정부인허가
  - 매수인이 거래종결 전 선행의무를 이행하였을 것
- (2) 매수인 의무이행의 선결조건
- 매도인 및 회사에 대한 진술 및 보증이 정확할 것
  - 정부인허가
  - 매도인이 거래종결 전 선행의무를 이행하였을 것(이사교체, 계약상대방 동의)

#### ARTICLE VI R&W INSURANCE

사기, 고의가 아닌 경우 매도인의 진술 및 보증 위반에 대해 보험사에 청구

#### ARTICLE VII TERMINATION

Closing date 이전에 당사자 합의에 의한 계약해제, 혹은 중요한 진술 및 보증, 확약, 기타 의무 위반시 당사자 일방에 의한 계약해제

## IV. SPA – 구성비교 – Completion vs. Locked Box

### Completion accounts

정산방식: Estimated purchase price와 Final purchase price

#### Closing Payment Certificate.

(a) At least fifteen (15) Business Days prior to the Closing Date, the Sellers shall deliver to the Purchaser a certificate (the "Closing Payment Certificate") setting forth (i) their estimate of Closing Cash (such estimate is referred to as the "Estimated Closing Cash"), (ii) their estimate of the Indebtedness Amount (such estimate is referred to as the "Estimated Indebtedness Amount"), (iii) their estimate of the Net Working Capital Adjustment (such estimate is referred to as the "Estimated Net Working Capital Adjustment"), (iv) their calculation of the Estimated Purchase Price, (v) their calculation of STT and CGT in respect of the portion of the Estimated Purchase Price received by FSGL, as provided in Section 4.10, and (vi) the Loan Repayment Amount, together with financial information and data in reasonable detail that forms the basis of the foregoing estimates and calculations.

Estimated purchase price

$$\text{Base purchase price} + \text{Estimated Closing Cash} - \text{Estimated Indebtedness Amount} + \text{Estimated Net Working Capital Adjustment}$$

Final purchase price

$$\text{Base purchase price} + \text{Closing Cash} - \text{Indebtedness Amount} + \text{Estimated Net Working Capital Adjustment}$$

Adjustments to the purchase price = Final purchase price - Estimated purchase price

# IV. SPA – 구성비교 – Completion vs. Locked Box

## Locked Box Mechanism

### Contents

#### 1. SALE AND PURCHASE

#### 2. Price

#### 3. NO LEAKAGE UNDERTAKING

#### 4. PRE-CLOSING SELLER UNDERTAKINGS

#### 5. CONDITIONS TO CLOSING

#### 6. CLOSING

#### 7. NO RIGHTS OF RESCISSION OR TERMINATION

#### 8. SELLERS' WARRANTIES AND UNDERTAKINGS

#### 9. PURCHASER WARRANTIES AND UNDERTAKINGS

...

#### 36. GOVERNING LAW AND ARBITRATION

...

#### Schedule 2 PERMITTED LEAKAGE

....

#### Schedule 6 LIMITATIONS ON LIABILITY

### 1. SALE AND PURCHASE

SPA의 당사자인 매도인, 매수인, 대상회사에 대한 정의, 매매목적인 주식을 특정, 당사자인 매도인과 매수인의 계약 이행 의무 명시

### 2. Price

매매목적인 주식의 대가 명시 (= Final purchase price)  
대가의 지급 시점 명시

### 3. No Leakage Undertaking

- LBD ~ Closing 까지 Leakage 가 없을 것임을 매도인이 확약
- 매도인 입장 허용된 Permitted leakage 는 Schedule 2에 별도 정의
- Permitted leakage 이외 Leakage 발생 시 매도인이 이를 closing 시 보상해야 함을 명시

#### Permitted leakage 예시

- 월 45억원 이내의 intercompany loan 관련 이자지급
- 월 82억원 이내의 Tesco 향 Royalty 지급
- 월 18억원 이내의 IT service charge 지급
- 월 91억원 이내의 Bonus 지급

....

### 4. Pre-closing Seller Undertakings

거래 종결 전 선행조건 명시

#### 정부 인허가 이외 거래 종결전 선행조건 예시 :

- 대상회사는 위법 행위하지 않아야 함.
- 대상회사와 매도인 간의 거래는 과거 12개월 간의 practice 와 다르지 않아야 함
- 대상회사는 추가적인 Intercompany loan 또는 Receivables 를 만들지 않아야 함.
- Budget Plan 에 제시한 CAPEX 지출액을 초과한 지출액을 발생시키지 말아야 함.
- 배당 등의 현금 유출이 없어야 함.
- 중요 자산 매각 금지, 주요 계약 변경/해지 금지
- 이사회 및 주요 임직원에게 대한 고용/해임 금지, 임직원 급여/보너스 증액 금지
- Accounting/Tax 관련 정책 변경 금지 등



# IV. SPA – 구성비교 – Completion vs. Locked Box

## Locked Box Mechanism

### Contents

1. SALE AND PURCHASE

2. Price

3. NO LEAKAGE UNDERTAKING

4. PRE-CLOSING SELLER UNDERTAKINGS

5. CONDITIONS TO CLOSING

6. CLOSING

7. NO RIGHTS OF RESCISSION OR TERMINATION

8. SELLERS' WARRANTIES AND UNDERTAKINGS

9. PURCHASER WARRANTIES AND UNDERTAKINGS

...

36. GOVERNING LAW AND ARBITRATION

...

Schedule 2 PERMITTED LEAKAGE

....

Schedule 6 LIMITATIONS ON LIABILITY

### 5. Conditions to Closing

(1) 매도인 (거래종결) 의무이행의 선결조건

- 매수인 진술 및 보증이 정확할 것
- 정부인허가
- 매수인이 거래종결 전 선행의무를 이행하였을 것

(2) 매수인 의무이행의 선결조건

- 매도인 및 회사에 대한 진술 및 보증이 정확할 것
- 정부인허가
- 매도인이 거래종결 전 선행의무를 이행하였을 것(이사교체, 계약상대방 동의)

### 6. Closing

- 이행일시 :선결조건 모두 충족 후 [\*] 영업일 이후 (여기서는 15 business days 후)
- 장소, 이행행위 (Seller, Purchaser)

### 8. SELLERS' WARRANTIES AND UNDERTAKINGS

예시

- 매도인은 적절한 법인격, SPA 체결권한을 가지고 있음.
- 회사 운영에 관한 확약 (통상적인 사업과정)
- Financial Matters
  - i) 재무제표의 적정성, ii) 배당 실시금지, iii) 추가 주식 및 loan 발행 금지, iii) MAC를 막기 위한 적절한 노력, iv) 대상회사와 매도인 간의 거래는 과거 12개월 간의 practice 와 다르지 않아야 함, v) 적절한 Books and Records 보존 등
- 법규 준수 및 인허가 준수
- 자산에 대한 적절한 소유권 보유, LBD 시점의 중요 자산을 처분하지 않음.
- 보험 : DataRoom 에 제시한 보험계약의 유효성 보장
- 계약 : 계약의 유효성 보장
- 소송 등 법적 분쟁
- 부동산 계약의 유효성, 환경법안 준수
- 노동 등

### 9. PURCHASER WARRANTIES AND UNDERTAKINGS

- 매수인의 법인격, 체결권한, 내부수권, 제3자 동의 (정부인허가 등)

## IV. SPA – 구성비교 – Completion vs. Locked Box

### Locked Box Mechanism

#### 11. GOVERNING LAW AND ARBITRATION.

36.2 Any dispute, controversy or claim arising out of or in connection with any of the Relevant Transaction Documents (including this Agreement), including any question regarding the existence, validity or termination thereof, shall be referred to and finally resolved by **arbitration under the Rules of Arbitration of the International Chamber of Commerce (the Rules)**

36.3 The number of arbitrators shall be three. The place of arbitration shall be London, England. The language to be used in the arbitration shall be English.

36.4 If there are two parties to the arbitration, the parties shall each be entitled to nominate one arbitrator, the third arbitrator being appointed by the two-party-nominated arbitrators. If there are more than two parties to the arbitration,

36.5 The Parties agree that, until an arbitral tribunal has been constituted:

(a) each Party and/or each Other Party may be joined as an additional party to an arbitration under any Relevant Transaction Document(s). A joined party may make a counterclaim or cross-claim against any party to the arbitration; and

분쟁 발생 시  
해결절차 명시

중재재판관 수,  
중재장소, 언어 규정

중재재판관 임명방식  
규정

중재 절차 명시

# IV. SPA – 구성비교 – Completion vs. Locked Box

## Locked Box Mechanism

### LIMITATIONS ON LIABILITY

#### 1. Time Limits :

(a) a Seller receives from the Purchaser Representative written notice containing reasonably specific details of such claim including the estimate of the Designated Purchaser bringing such claim of the amount of the claim **within twelve (12) months after the relevant Closing....**

Warranty claim  
제기할 수 있는 time  
limit 명시

#### 2. Thresholds for Warranty Claims : The Sellers shall not be liable for any single Warranty Claim:

- (a) unless the amount of the liability pursuant to that single Warranty Claim exceeds KRW 1,500,000,000; and
- (b) unless the aggregate amount of the liability of the Sellers for all Warranty Claims not excluded by sub paragraph (a) exceeds KRW75,000,000,000, and in which case the Sellers shall be liable for the entire aggregate amount and not the excess only,

Warranty claim의  
thresholds 정의

...

#### 4. Maximum liability for Warranty Claims and Tax Claims.

Maximum liability for Warranty Claims and Tax Claims. Subject always to paragraph 5 of this Schedule 6 (Limitations on Liability), the aggregate amount of the liability of the Sellers for all Standard Warranty Claims and Tax Claims, shall not exceed thirty (30) per cent. of the Price.

최대 Claim 한도 명시

...

#### 8. Matters disclosed.

The Sellers shall not be liable for any Claim for breach of the Warranties if and to the extent that the fact, matter, event or circumstance giving rise to such Claim is Fairly Disclosed by this Agreement, any other Transaction Document, the Disclosure Letter, the VDD Reports or any document disclosed in the Data Room.

공개목록  
매도인은 공개한  
목록에 대해서는  
책임사항 없음.

# Q&A





Thank you