

M&A계약상 Fiduciary-Out 조항에 관한 연구

김병태 · 이성훈 · 김수련*

I. 서론

최근 우리나라도 기업들 사이에 인수합병(이하 'M&A')이 점차 활발히 일어나고 있는 추세이다.¹ 일반적으로 합병, 영업양도, 주식교환 등과 같이 당사 회사들 사이의 계약 체결을 필요로 하는 M&A에서는 우선 당사 회사의 이사회에서 당해 M&A와 관련한 계약 체결을 승인하고, 그러한 이사회의 결의를 토대로 하여 당사 회사들이 계약을 체결하며, 그후 주주총회에서 그와 같이 체결된 계약을 승인하는 절차를 거치게 된다. 그런데 당해 M&A와 관련한 계약이 당사 회사 중 일방에게 유리하거나 불리한 내용을 포함하고 있거나 어느 당사 회사에게 지나친 부담을 지우고 있는 경우, 그러한 계약을 승인한 이사회의 구성원인 이사의 주의의무 위반 여부 등이 문제되는 경우를 종종 찾아볼 수 있다.² 특히 최근의 M&A계약은 당해 계약이 의도하고 있는 거래를 안전하게 성사시키기 위하여 당사 회사들이 제3자와의 사이에서 당해 M&A계약에서 의도하고 있는 거래와 동일하거나 유사한 내용의 거래를 논의하지 못하도록 하는 내용의 조항(소위 'No Shop' 또는 'No Talk'³)이나 당사 회사의 대주주가 주주총회에서 찬성의 의사표시를 하도록 하는 조항 또는 어느 일방

당사 회사가 계약을 위반하는 경우 그 사유를 불문하고 일정한 위약금(Termination Fee)을 지급하도록 하는 조항 등(이하 이와 같이 당해 M&A계약이 의도하고 있는 거래를 보호하기 위하여 어느 당사 회사에게 의

* 법무법인 세종 변호사

- 1 공정거래위원회의 자료에 따르면 독점규제 및 공정거래에 관한 법률상 기업결합신고의 대상이 된 주식취득, 합병 및 영업양수 등의 방식에 의한 기업결합 건수는 2004년 430건이었으나 2005년 478건으로 약 11% 가량 증가하였으며, 기업결합의 금액 또한 2004년 16조 2,000억 원보다 18% 증가한 19조 2,000억 원에 달하였다(공정거래위원회 2006년 6월 5일자 보도자료 참조).
- 2 최근 외환은행 헐값 매각 시비와 관련하여 M&A계약의 체결과정 및 그 대가 산정에 있어 외환은행의 이사들이 주의의무를 다하였는지 여부에 대한 논란이 있었다.
- 3 No Shop 또는 No Talk 조항은 대체로 "갑 회사는 을 회사의 동의를 없는 한 제3자와의 사이에서 갑 회사의 합병, 합작, 영업양도 기타 이와 유사한 거래와 관련한 제안을 하거나 자료를 제공하거나 협상을 하거나 자신의 임직원 및 대리인으로 하여금 그러한 행위를 하도록 하여서는 아니 된다"라는 내용으로 규정된다. 한편 일반적으로 No Shop은 어느 당사 회사가 적극적으로 좀더 좋은 거래조건을 제시하고자 하는 제3자를 유치하거나 찾아 나서는 것을 금지하는 것을 의미하는 반면, No Talk는 제3자가 기존의 M&A계약에서 규정하고 있는 거래와 양립할 수 없는 일정한 거래를 제안해 왔을 때 수동적으로 이에 대응하는 것까지도 금지하는 것을 의미한다. 요컨대 No Talk가 No Shop보다 좀더 강한 정도의 제한을 가하는 것이라고 볼 수 있다.

무를 부과하는 내용의 조항을 '거래보호약정'이라고 한다. 이를 포함하는 경향을 보이고 있는바, 이사의 주의의무와의 관계에서 이러한 거래보호약정이 어떠한 효력을 갖게 되는지 여부를 살펴볼 필요가 있다.

이와 관련하여 종래 미국 등 외국에서는 일반적으로 M&A계약상 거래보호약정에 의하여 어느 일방 당사 회사가 상대 당사 회사를 구속⁴함으로써 거래를 안전하게 성사시키도록 하는 장치를 마련하는 한편, 제3자로부터 좀더 우월한 조건의 거래에 관한 제안을 받는 등 일정한 요건이 갖추어지는 경우 그 상대 당사 회사가 거래보호약정의 구속으로부터 벗어나고 나아가 당해 M&A계약을 해제할 수 있는 권리를 부여하는 이른바 Fiduciary-Out 조항을 포함시킴으로써, 이사들이 당해 M&A계약의 구속에서 벗어나 회사와 주주에게 최선의 이익이 되는 M&A 거래를 추구할 수 있도록 하는 경우가 많다.

우리나라에서도 점차 M&A에서 여러 인수희망회사간에 대상회사를 취득하기 위한 경쟁이 더욱더 빈번해지고 그와 관련하여 M&A계약상 거래보호약정을 하는 사례가 종종 있을 것으로 예상되는데, 이러한 견지에서 이 글은 M&A계약상 거래보호약정이 우리 법상 이사의 주의의무와의 관계에서 어떠한 문제가 있을 수 있는지, 만일 여하한 문제가 있다면 Fiduciary-Out 조항이 그러한 문제의 해결책의 하나로 제시될 수 있는 것인지 여부 등을 한국법의 시각에서 살펴보는 것을 목적으로 한다.

II. 거래보호약정 및 Fiduciary-Out 조항과 관련한 외국에서의 논의

1. 미국의 경우

(1) 개요

미국의 거래보호약정 및 Fiduciary-Out 조항과 관

련한 논의는 미국의 회사 다수가 설립지로 삼고 있는 델러웨어법원의 판결을 기초로 하여 발전되어 왔다. 이하에서는 우선 M&A 상황 하에서 회사의 이사에 요구되는 주의의무의 정도에 대한 델러웨어법원의 태도를 살펴본 후 거래보호약정 및 Fiduciary-Out 조항과 관련한 판결을 검토하기로 한다.

(2) M&A 상황 하에서의 이사의 주의의무

미국에서는 일반적으로 회사의 이사가 회사와 주주⁵에 대하여 소위 신인의무(fiduciary duties)를 부담한다고 보면서, 이러한 신인의무는 대체로 합리적인 정보에 기초하여 행동하여야 한다는 선관주의의무(duty of care)와 이해충돌 상황에서 회사와 주주에 이익이 되는 방향으로 행동하여야 한다는 충실의무(duty of loyalty)로 구성된다고 보고 있다.⁶ 또한 미국 법상 이사가 합리적인 정보에 기하여(upon reasonable information) 성실하게(in good faith) 한 행위는 비록 결과적으로 잘못된 것으로 인정되더라도 사기

4 양 당사자가 완전히 대등한 입장에서 M&A를 실행하는 경우도 있으나, 실무상 어느 당사자가 상대방 당사자를 인수하는 방식으로 M&A가 이루어지는 경우가 다수이다. 따라서 이 글에서는 거래보호약정에 의하여 인수되는 회사(이하 '대상회사') 또는 대상회사의 주주가 인수하는 회사(이하 '인수희망회사')에게 거래보호를 위하여 일정한 의무를 부담하는 경우를 전제로 하여 논의하기로 한다.

5 미국 회사법상 이사의 회사에 대한 신인의무 이외에 주주에 대한 신인의무까지 명시되어 있는 경우는 찾아보기 어려우나, 미국에서는 판례와 학설상 일반적으로 이사가 주주에 대하여서도 신인의무를 부담한다고 인정되는 것으로 이해된다(곽병훈, "미국 회사법의 경영판단원칙," 재판자료 제98집(2002), 125-126면 및 손주찬/정동윤(편집대표), 주석상법(회사 III), 한국사법행정학회, 2003, 168면 참조).

6 Dennis J. Block, Public Company M&A: Recent Developments in Corporate Control, Protective Mechanisms and Other Deal Protection Techniques, Contests for Corporate Control 2006: Current Offensive & Defensive Strategies in M&A Transactions 2006 (PLI Corporate Law and Practice Course, Handbook series No.1528) (2006), p.7.

(fraud), 위법(illegality) 또는 이익충돌(conflict of interest)이 없는 한 이러한 경영판단과 행위에 대하여 주의의무 위반으로 보지 아니한다는 원칙(이를 소위 '경영판단의 원칙(Business Judgment Rule)'이라고 한다)이 확립되어 있다.^{7, 8} 다만 일반적인 회사업무 수행의 경우와는 다른 M&A 상황 중 일정한 경우에는 경영판단의 원칙이 적용되지 아니하고 좀더 엄격한 심사기준(enhanced scrutiny standard)이 적용되는 것으로 해석되는바, 이러한 엄격한 심사기준이 적용되는 대표적인 경우로서 이하에서는 소위 Unocal 사례⁹와 Revlon 사례¹⁰의 판결 내용을 간략히 보기로 한다.

1) Unocal 사례

델러웨어법원은 이 사건에서 적대적 M&A의 경우와 같이 이사회가 주로 자신의 이익을 위하여 행동할 것으로 예상되는 사정이 있는 경우에는 엄격한 심사기준에 따라 당해 이사의 주의의무 위반 여부를 판단하여야 한다고 판시하였다. Unocal 사례에 따른 엄격한 심사기준(이하 'Unocal기준') 하에서는 이사회가 제3자의 인수 시도를 방어하기 위하여 어떠한 수단을 결의하는 경우 당해 이사들의 신인 의무 이행 여부 판단과 관련하여, (i) 당해 이사들이 그러한 제3자의 인수 시도로 인하여 회사의 정책(corporate policy)과 효율성(effectiveness)에 대하여 어떠한 위험이 존재하게 되었음을 믿고 있다는 것에 대한 합리적인 근거와 (ii) 이를 방어하기 위하여 당해 이사회가 취한 수단은 그러한 위험과 비교해 볼 때 합리적인 수준이어야 한다는 점에 대하여 당해 이사들이 입증책임을 부담하게 된다고 한다. 또한 델러웨어법원은 위 (ii)의 요건 충족 여부를 판단함에 있어 이사들이 제3자의 인수 시도 및 그로 인하여 당해 회사에 미치는 영향과 이를 방어하기 위한 수단 사이에 비례성이 있음을 입증하여야 한다고 하였다. 그후 델러웨어법원은 Unitrin 사례¹¹를 통하여 Unocal기준이 적용되는 사례에서 이사회가 취하

는 방어수단은 강압적이거나(coercive), 다른 거래를 배제하는(preclusive) 것이어서는 안 된다는 입장을 보인 바 있다.

2) Revlon 사례

델러웨어법원은 이 사건을 통해, 회사의 양도(sale) 혹은 해체(breakup)가 불가피한 상황에서는 대상회사의 이사들의 의무는 당해 회사를 보전하여야 하는 의무에서 주주들의 이익을 위하여 회사의 가치를 극대화하여야 하는 의무로 변경된다고 판시하였다. 요컨대 그러한 상황에서 이사의 역할은 회사를 보호하여야 하는 수비수(defender)의 지위에서 회사를 양도함에 있어 주주들의 이익을 위하여 최대한의 대가를 얻어 내는(예컨대 주식의 양수가격을 가장 높게 제시하는 양수인을 찾아내는) 경매인(auctioneer)의 지위로 전이된다(이하 'Revlon기준')고 본 것이다. 따라서 Revlon기준이 적용되는 경우 회사의 이사들은 모든 입찰 참가자들을 평등하게 대우하여야 하며, 주주들이 받을 수 있는 최대한의 가격을 유인하기 위하여 최선의 노력을 다하여야 한다. 한편 어떠한 경우에 Revlon기준이 적용되는지와 관련하여 델러웨어법원은 Time 사례¹²에서는, (i) 회사가 적극적으로 회사의 양도 또는 회사의 해체를 위한 구조조정과 관련한 입찰절차(bidding process)를 개시하는 경우 및 (ii) 제3자가 회사를 인수하기 위한 제안을 하는 경우, 그러한 제안에 응하여 회사의 장기 전략을

7 임재연, 미국회사법, 박영사, 2004, 315면.

8 Smith v. Van Gorkom, 488 A.2d 858 (Del. 1985).

9 Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 (Del. 1985).

10 Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173 (Del. 1986).

11 Unitrin, Inc. v. American General Corp., 651 A.2d 1361 (Del. 1995).

12 Paramount Communications, Inc. v. Time Inc., 571 A.2d 1140 (Del. 1989).

포기하고 회사의 해체를 포함하는 거래를 새로이 검토할 때에는 Revlon기준이 적용된다고 판시하였고,¹³ 이후 QVC 사례¹⁴에서는 회사 경영권의 변동 또는 회사의 해체가 있는 경우에는 언제나 Revlon기준이 적용된다고 하였다. 일반적으로 미국 판례상 교부금 합병의 경우에는 언제나 Revlon기준이 적용되는 것으로 해석되고, 양도 대가에서 현금이 차지하는 비율이 줄어들수록 Revlon기준의 적용 가능성이 줄어드는 것으로 해석되는 경향이 있다고 한다.¹⁵ 또한 일반적으로 합병의 대가가 주식인 경우(이른바 stock-for-stock merger)로서 합병 이후 존속회사에 지배주주가 존재하지 않는 때에는 Revlon기준이 적용되지 않는다고 보고 있다.¹⁶

요컨대 델러웨어법원은 (i) 적대적인 M&A에 대하여 대상회사 이사들이 방어 수단을 취하는 경우나 (ii) 회사의 양도, 해체, 경영권 이전이 발생하는 경우에는 회사의 이사에 대하여 일반적인 경영판단의 원칙이 적용되는 것이 아니라 보다 엄격한 주의의무가 인정되는 것으로 보고 있다.

(3) 거래보호약정 및 Fiduciary-Out 조항 관련 논의

1) 거래보호약정의 체결과 관련한 이사의 권한

미국의 M&A 실무상 거래보호약정으로 많이 사용되고 있는 것은 대체로 이사회가 기존 M&A계약에서 예정된 거래를 주주총회에 부의함에 있어 이를 승인할 것을 주주들에게 권고하는 내용의 조항, 위약금 조항, No Shop/No Talk 조항이나 대주주와의 의결권구속계약(voting agreement) 등이다. 이와 관련하여 다음의 여러 판례에서 보는 바와 같이 델러웨어법원이 거래보호약정의 체결 행위 자체보다는 당해 거래보호약정의 내용이 이사의 주의의무를 위반한 것인가의 여부를 문제삼고 있다는 점에 비추어, 이러한 거래보호약정을 결정하고 체결하는 것은 일단 이사들의 권한 범위 내에 있음을 전제하고 있는 것으로 보인다.

2) 거래보호약정의 내용 및 이사의 신인의무

델러웨어법원은 원칙적으로 위에서 살펴본 바와 같은 M&A 상황 하에서의 이사의 신인의무의 내용에 비추어 개개의 거래보호약정의 내용이 이사의 신인의무에 위반되는 것인지 여부를 판단하여 왔다고 할 수 있다. 이하에서는 QVC 사례, Time 사례, Phelps Dodge 사례,¹⁷ Ace 사례,¹⁸ IXC 사례,¹⁹ 및 Omnicare 사례²⁰ 등을 통하여 델러웨어법원이 M&A계약상 거래보호약정에 관한 이사의 신인의무

13 이는 Time사와 Warner사의 M&A계약이 체결되어 있는 상황에서 Paramount사가 Time사를 인수하려는 시도를 한 것에 대하여 Time사의 이사회가 이를 거절하고 Warner사와의 기존 거래 내용을 변경하여 Warner사를 인수하는 내용의 거래를 계속 진행한 데 대하여 Paramount사가 그 거래의 유지를 청구한 사건이었다. 이 사건에서 법원은 Revlon기준이 적용되는 두 가지 경우를 이와 같이 판시하고, 이 사건 사실관계에서는 어떠한 상황도 없었다고 판시하면서 Revlon기준의 적용을 부인하였다.

14 Paramount Communications, Inc. v. QVC Network Inc., 637 A.2d 34 (Del. 1994). 이는 Paramount사가 장래 적대적 M&A를 당할 것을 우려하여 Viacom사와의 사이에서 M&A와 관련한 계약을 체결하였는데, 이후 QVC사가 Paramount사에 대하여 우월한 거래를 제안하였고, 이에 Paramount사가 이를 수용하지 아니하자 QVC사가 당해 M&A계약에 포함되어 있던 거래보호약정의 효력을 다투면서 유지청구를 한 사건이다. 델러웨어법원은 이 사건에서 지배주주가 존재하는 인수희망회사에 대상회사가 합병되는 경우에는 Revlon기준이 적용된다고 보았다.

15 Dennis J. Block, 앞의 논문, p.29.

16 Leo E. Strine, Categorical Confusion: Deal Protection Measures in Stock-for-Stock Merger Agreements, The Business Lawyer, American Bar Association, Vol. 56 (2001), p.3.

17 Phelps Dodge Co., v. Cyprus Amax Minerals Co., C. A. Nos. 17383, 17398, 17427, 1999 Del. Ch. LEXIS 202 (Del. Ch. Sept. 27, 1999).

18 Ace Ltd. v. Capital Re Corp., 747 A.2d 95 (Del. Ch. 1999).

19 In re IXC Communications, Inc. Shareholders Litigation, C. A. Nos. 17324, 17334, 1999 Del. Ch. LEXIS 210 (Del. Ch. Oct. 27, 1999).

20 Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc., 818 a.2d 914 (Del. 2003).

에 대하여 구체적으로 어떠한 판단기준을 적용해 왔는가를 살펴보기로 한다.

① QVC 사례

델러웨어법원은 QVC 사례에서 Revlon기준이 적용되어야 하는 경우, (i) 또 다른 인수희망자가 자의로 성실하게 인수제안서를 제출한 경우로서 그러한 인수제안과 관련한 자금조달이 가능하다는 점이 확실하고, (ii) 대상회사의 이사회가 그러한 인수희망자와 그와 같이 제안된 거래에 관하여 논의하거나 협상하는 것이 당해 이사들이 부담하고 있는 신인의 무에 비추어 필요하다고 인정한 때를 제외하고는 대상회사의 이사회는 당해 M&A계약에서 의도하고 있는 거래와 양립하지 않는 거래를 유인하거나, 논의하거나, 협상하는 등의 행위를 하지 못하도록 하는 내용의 No Shop 조항은 대상회사의 이사로 하여금 대상회사 주주들의 이익을 극대화하여야 하는 경매인으로서의 역할을 제대로 수행하지 못하게 하는 것으로서 이사의 신인의무에 반한다고 판시한 바 있다.²¹ 그런데 M&A로 인하여 경영권의 변동이 일어나지 않는 경우에는 대상회사가 자신의 해체를 위한 입찰절차를 개시하였다는 등의 사정이 없는 한 Revlon기준이 적용되지 않는바, 이와 같이 Revlon기준이 적용되지 않는 M&A 상황 하에서의 거래보호 약정과 관련하여 Revlon기준과는 다른 관점에서 엄격한 심사기준이 적용될 수 있는지 여부가 아래 판례들을 통하여 논의되었다.

② Time 사례

델러웨어법원은 Time 사례에서는 최초로 Time사가 Warner사와 합병하기로 한 결정 자체에 대하여는 경영판단의 원칙이 적용된다고 보았다. 한편 델러웨어법원은 Time사와 Warner사 사이의 M&A가 Revlon기준이 적용되는 경우는 아니라고 하더라도, 동 M&A 관련 계약에 포함되어 있는 거래보호약정에 대하여서는 Unocal기준이 적용되어야 한다고 시사하였다.

③ Phelps Dodge 사례, Ace 사례 및 IXC 사례

델러웨어법원은 1999년에 있었던 앞의 세 사례에 관한 하급심 판결에서 Revlon기준이 적용되지 않는 경우²²의 이사의 신인의무 위반 여부에 대한 판단과 관련하여 조금씩 다른 입장을 보였다. 델러웨어법원은 우선 Phelps Dodge 사례에서, 대상회사가 No Talk 조항으로 인하여 제3자의 거래 제안이 우월한 거래인지 여부에 대하여 판단할 수 없게 되는 경우 이는 대상회사의 이사들이 합리적인 정보에 기하여 판단(소위 'informed decision')하여야 하는 선관주의의무를 위배하는 결과를 초래하므로 위법하다는 취지로 판시하였다. 다만 동 사건은 본안 판결 이전의 예비적 판단의 성격을 띤 것이었으므로 동 법원은 이러한 경우 Unocal기준이 적용되는 것인지 여부에 대하여서는 판단하지 아니하였다.²³ 그 후 Ace 사례에서는 거래보호약정에 대하여서는 Unocal기준이 적용된다는 입장에서, No Talk 조항이 이사의 신인의무에 반하는 것이라고 보았다. 그러나 위의 Ace 사례에 대한 판결 이틀 후에 내려진 IXC 사례에 대한 판결에서 델러웨어법원은, No Talk 조항을 포함한 거래보호약정이 대상회사 이사들의 신인의무에 위배된 것이라는 주장에 대하여,

21 이 사례에서 기존의 Paramount사와 Viacom사 사이의 M&A 계약에서는 No Shop 조항뿐 아니라 1억 달러 상당의 위약금 조항과 계약이 해제되는 경우 Paramount사가 Viacom사에게 총발행주식의 19.9%에 상당하는 주식매수선택권을 부여하도록 하는 조항이 포함되어 있었으나, 델러웨어법원은 No Shop 조항과 더불어 그와 같은 다른 조항들로 인하여 Paramount사가 심각하게 구속받는다고 판단하였던 것으로 보인다.

22 델러웨어법원은 이 세 사건 중에서 IXC 사례를 제외하고는 당해 사건의 사실관계에 비추어 Revlon기준이 적용되는지 여부에 대하여서는 별다른 언급을 하지 않고 있다. 그러나 학계에서는 세 사건 모두 Revlon기준이 적용되지 않는 경우로 파악하고 있는 것으로 보인다. Wayne O. Hanewicz, When Silence is Golden: Why the Business Judgment Rule Should Apply to No Shops in Stock-for-Stock Merger Agreements, *Journal of Corporation Law*, University of IOWA College of Law, Vol. 28, No. 2 (2003) p.3.

23 Wayne O. Hanewicz, 앞의 논문, p.6.

기본적으로 거래보호약정의 내용 및 체결에 관하여서는 경영판단의 원칙이 적용된다는 입장에서 당해 거래보호약정이 이사들의 신인의무에 위반되지 않는다는 취지로 판시하였다.

④ Omnicare 사례

위에서 본 바와 같이 델러웨어법원은 Revlon기준이 적용되지 않거나 그 적용 가능성이 명확하지 않은 상황에서 거래보호약정에 관한 이사의 신인의무 충족 여부 판단 기준에 대하여 명확한 입장을 보이지 않다가, 이 사건에 이르러 M&A계약상 경쟁적 인수희망자를 배제하기 위한 거래보호약정이 적대적 M&A에서의 방어조치에 유사한 것이므로 그에 관한 이사의 신인의무 이행 여부를 판단함에 있어서 Unocal기준이 적용되어야 한다고 명시적으로 판시하였다.²⁴ 그러나 이 판결에 대하여는 학자들 사이에 강한 비판이 제기되고 있다.²⁵ 특히 동 판결에 포함된 반대 의견은 동 판결이 심각한 재정난을 겪고 있는 NCS의 이사들이 당시 Genesis의 합병안 외에 별다른 거래의 제안이 없는 상황에서 심도 있는 검토를 거쳐 동 합병계약 및 이에 관련된 거래보호약정을 승인한 것이라는 사실관계를 무시하였다고 비판하고 있다.²⁶ 그러나 거래계에서는 법원이 Omnicare 사례를 통하여 Revlon기준이 적용되지 않는 상황에서도 거래보호약정의 체결과 관련한 이사들의 신인의무와 관련하여 Unocal기준을 적용함으로써, 일반적으로 거래보호약정은 Fiduciary-Out 조항과 결부되어야 한다고 요구하는 것으로 받아들였고, 이 판결 이후 델러웨어 주법을 준거법으로 하여 설립된 회사들은 M&A계약 체결에서 Fiduciary-Out 조항을 포함시키는 것을 원칙으로 하게 되었다고 한다.²⁷

한 재정적 어려움을 겪고 있었다. 이에 NCS는 합병이나 기업 인수 등을 통하여 이러한 재정난을 타개하고자 하였고, Genesis Health Ventures, Inc.(이하 'Genesis')와의 협상을 거쳐 합병계약을 체결하였다. 그런데 동 M&A와 관련하여 NCS의 이사이자 대주주인 자들과 NCS, 그리고 Genesis와의 사이에서 체결된 의결권구속계약에서는 과반수의 주식을 보유하고 있는 당해 주주들이 합병 승인 주주총회에서 찬성의 결의를 하도록 하는 의무를 부과하는 내용의 조항(이하 '의결권구속 조항')이 포함되어 있었고, 동 대주주들이 이러한 조항을 위반하는 경우 NCS가 위약금을 지급하도록 하는 내용과 NCS의 이사회가 향후 합병계약에 반대하더라도 반드시 주주총회에 동 합병계약을 부의하도록 하는 조항(이하 '부의의무 조항')이 합병계약에 포함되어 있었으나, 일정한 상황이 발생하는 경우 NCS가 동 합병계약을 해제할 수 있도록 하는 Fiduciary-Out 조항은 포함되어 있지 않았다. 동 합병계약 및 의결권구속계약 체결 직후 Omnicare, Inc.(이하 'Omnicare')는 NCS에 대하여 우월한 조건을 제시하였는데, 이러한 제안에도 불구하고 NCS와 Genesis 사이의 합병계약이 해제되지 아니하자 Omnicare는 동 합병계약에 따른 합병을 금지하여 달라는 내용의 소송을 제기하였다. 델러웨어법원은 NCS의 이사들이 Genesis와의 합병계약을 체결하면서 거래보호약정을 포함시킴에 있어서는 Unocal기준이 적용되어야 한다고 판시하면서, Fiduciary-Out 조항이 포함되어 있지 않은 상황에서는 동 합병계약 등에 포함된 의결권구속조항 및 부의의무조항이 강압적이고 다른 거래를 배제하는 것으로서 이사의 신인의무에 반하는 것이고, 따라서 동 합병계약과 의결권구속계약은 모두 무효(invalid)이고 집행할 수 없다(unenforceable)고 판결하였다. 또한 델러웨어법원은 그와 같이 본 근거의 하나로 그러한 거래보호약정이 이사회가 소수주주들에 대하여 부담하고 있는 신인의무를 행사하는 길을 전적으로 가로막고 있다는 점을 들고 있다.

25 동 판결에 대한 비판에는 여러 내용이 있으나, 주로 의결권구속계약의 기본적인 당사자는 NCS가 아니라 NCS의 주주들이라는 점(비록 NCS도 당사자로 포함되어 있기는 하였으나), 부의의무 조항은 델러웨어주 회사법에도 포함되어 있는 내용이라는 점 등을 근거로 하고 있다. 본래 이 사건의 하급심 법원에서는 NCS와 Genesis 사이의 M&A 관련 계약이 Revlon기준의 적용 대상이 아니라고 판시하였고, 나아가 의결권구속계약과 합병계약에 포함되어 있었던 거래보호약정이 Unocal기준의 적용 대상이 되기는 하나 '합리성'과 '비례성'을 충족하여 엄격한 심사기준에 위배되지 않는다고 보았다. 이에 대하여 델러웨어대법원은 Revlon기준이 적용되는지 여부에 대하여서는 별도로 심사하지 아니하고, 다만 당해 거래보호약정이 Unocal기준에 위배되는 것으로 보고 원심을 파기하였다.

26 델러웨어법원의 Chief Justice Veasey 및 Justice Steele의 견해이다.

27 Dennis J. Block, 앞의 논문, p.70.

24 이 사건의 사실관계는 다음과 같다. NCS Healthcare(이하 'NCS')는 제약업을 영위하는 회사였는데, 1990년대 말 심각

3) 거래보호약정에 관한 이사의 신인의무 위반의 법적 효과

델러웨어법원은, 이사들의 손해배상책임문제²⁸와는 별도로 QVC 사례, Ace 사례 등에서 거래보호약정이 이사의 신인의무에 위반하는 것으로 해석되는 경우 당해 거래보호약정의 효력이 부인되는 것으로 보았다. 한편 델러웨어법원은 Omnicare 사례에서는 당해 거래보호약정의 효력은 물론 이를 포함하고 있는 M&A계약 자체의 효력이 부인된다는 취지로 판시한 바 있다. 이와 같이 거래보호약정 또는 M&A계약의 효력을 부인할 수 있는 근거로는 인수희망회사가 그러한 거래보호약정이 대상회사 이사들의 신인의무에 반한다는 점을 알았거나 알 수 있었다는 점을 들고 있는 것으로 보인다.²⁹

4) Fiduciary-Out 조항의 도입

거래보호약정이 이사의 신인의무에 반하는 것으로 판단한 경우, 델러웨어법원은 그러한 거래보호약정이 이사가 주주들에 대하여 부담하고 있는 신인의무를 행사하는 길을 전적으로 막고 있다는 점, 거래보호약정이 대상회사나 주주들에 대하여 매우 강압적이거나 다른 대안을 택할 수 있는 기회를 박탈하는 배제적인 성격을 띠고 있다는 점 등을 그러한 판단의 근거로 들고 있다. 미국의 기업들은 이러한 델러웨어법원의 판단을 고려하여, 일정한 조건하에서는 대상회사가 기존의 M&A계약을 해제할 수 있도록 하면서 실제로 대상회사가 이러한 해제권을 행사하는 경우에는 위약금을 지급하도록 하는 내용의 Fiduciary-Out 조항을 포함시킴으로써 대상회사(및 그 주주)와 인수희망회사 사이의 이해관계를 조정하고 있다.

이러한 Fiduciary-Out 조항의 구체적인 구조 및 행사절차 등에 대하여서는 다음의 IV.에서 상세히 살펴보기로 한다.

2. 일본의 경우

(1) 개요

일본에서는 최근 적대적 M&A와 관련하여 이사들이 회사와 주주³⁰에 대하여 부담하는 주의의무의 범위 및 그 기준에 관한 법리가 어느 정도 축적되어 왔다고 할 수 있다. 다만 미국과는 달리 우호적 M&A 거래 및 거래보호약정에 관한 이사의 주의의무에 대하여서는 확립된 법원의 입장을 찾아보기 어렵다.³¹ 따라서 아래에서는 우호적 M&A에 있어서

28 Smith v. Van Gorkom, 앞의 미국 판례 참조.

29 델러웨어법원은 Ace 사례에서 다음과 같이 판시하고 있다. "As a sophisticated party who bargained for, nay demanded, §6.3 (No Talk provision) of the Merger Agreement, ACE(합병계약상 인수희망회사였음) was on notice of its possible invalidity. This factor therefore cuts against its claim that its contract rights should take precedence over the interests of the Capital Re(No Talk 의무의 주체가 되는 대상회사였음) stockholders who could be harmed by enforcement of §6.3." 나아가 델러웨어법원은 QVC 사례에서도 유사한 취지로 판시한 바 있다.

30 일본 회사법 제330조는 우리나라 상법과 마찬가지로 회사와 이사의 관계에는 위임의 규정이 적용된다고 규정하고 있을 뿐이고 이사의 주주에 대한 의무는 명시하고 있지 않다. 그러나 일본의 경제산업성과 법무성이 공동으로 발표한 "企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針"에서는 주식회사는 기업가치 나아가 주주공동의 이익을 실현하는 것을 목적으로 한다고 명시하고 있으며(經濟産業省・法務省, 동 지침(2005. 5. 27), 3-4면), 닛폰(ニッポン)방송의 신주예약권발행 금지가처분신청사건과 관련한 도쿄 고등재판소의 결정에서 이사는 회사의 소유자인 주주와 신인 관계에 있다고 판시한 바 있다(東京高等裁判所 第16民事部 平成17年(テ) 第429號 新株豫約權發行差止假處分決定認可決定に對する保全抗告事件).

31 일본에서는 최근 스미토모(住友)신탁은행이 UFJ그룹과 개인영업부문을 이전받고 UFJ그룹과 업무 제휴를 하는 것 등에 관하여 합의하고 기본합의서(여기에는 각 당사자가 직접 또는 간접을 불문하고 제3자에 대하여 또는 제3자와의 사이에 기본합의서의 목적과 저촉되는 거래 등에 관한 정보제공·합의를 행하

거래보호약정과 관련된 이사들의 주의의무의 범위 내지 그에 대한 판단기준에 관한 학계의 논의를 위주로 검토하기로 한다.

(2) 거래보호약정 및 Fiduciary-Out 조항 관련 논의

1) 거래보호약정의 체결과 관련한 이사의 권한

일본 학계에서는 대체로 이사들이 거래보호약정의 내용 결정 및 체결에 관한 권한을 보유하고 있음을 전제하고 있는 것으로 보인다.³²

2) 거래보호약정에 관한 이사의 주의의무

일본에서는 거래보호약정에 관한 이사의 주의의무에 대하여 다음과 같이 여러 학설이 제시되고 있다.

우선 이른바 수정된 Unocal기준, 즉 Unocal기준을 바탕으로 하면서 이사회에 의하여 채용된 방어조치가 전체적으로 이사회가 직면한 객관적 상황에 비추어 합리적인지 여부(주주의 최선의 이익에 부합하는지 여부)를 심사하는 기준을 적용해야 한다는 견해가 있다.³³

다음으로, 다른 일상적인 업무와 관련한 이사의 주의의무 판단에 있어서와 마찬가지로 경영판단의 원칙에 따라 거래보호약정에 관한 이사의 주의의무를 심사하여야 한다는 견해가 있다.³⁴ 이는 거래보호약정 역시 당사자간의 계약으로서 상대방과의 교섭을 통하여 그 내용이 결정되는 것이므로 비즈니스상의 판단에 해당한다고 할 것이고, 따라서 이사의 재량이 넓게 인정되어야 할 사항이라는 점을 근거로 하는 것으로 보인다.

또한 이사가 M&A계약을 체결함에 있어서는 주주 전체의 이익을 극대화하여야 할 의무가 있다고 하면서 다만 주주 전체의 이익이 극대화되는 것인지 여부에 대한 판단의 기준으로 경영판단의 원칙이 적용되어야 한다고 보는 견해가 있다.³⁵ 이 견해는 그 전제로서 주주 전체 이익의 극대화를 무엇이

지 않기로 하는 독점교섭 조항이 포함되어 있었다를 체결하였음에도 불구하고 UFJ그룹이 미쓰비시도쿄(三菱東京)그룹과 통합하기로 하자, 당해 독점교섭 조항을 근거로 UFJ그룹과 미쓰비시도쿄그룹의 통합을 금지하는 가처분을 신청한 사례가 있었다. 당해 사안에서 도쿄고등재판소 및 최고재판소는 최종계약 성립의 가능성을 판단기준으로 하여 기본합의서에 포함된 독점교섭 조항의 효력을 계약법적 관점에서 해결하려고 하였는데, 이에 대하여 이 건에서 문제의 본질은 M&A계약의 일방 당사자의 이사가 회사/주주의 이익을 꾀하기 위해 일정한 행동을 취할 필요가 있다고 판단한 단계에서 사전에 스스로 체결한 계약이 장애가 되었다는 점에 있으므로 거래보호약정의 효력을 판단함에 있어 회사법적 관점에서 이사의 회사/주주에 대한 주의의무와의 관계가 검토되어야 한다고 보는 견해가 있다(高橋 聖, "M&A取引における取引保護措置と取締役の善管注意義務," 商事法務, 商事法務研究会, 제1773호(2006. 7. 25), 51면).

32 다만 권한분배론의 관점에 치중하여 거래보호약정에 관한 이사회 재량권 자체가 일정한 범위에서 제한된다고 주장하는 견해도 있다. 즉 이 견해에 의하면 주주총회의 승인결의가 없는 경우에는 다액의 위약금 또는 장기간 동안 제3자와 M&A의 교섭을 행하지 못하도록 하는 독점교섭권은 주주총회의 자유로운 결정권을 훼손하는 것으로서 일정한 M&A에 대하여 주주총회의 특별결의를 요건으로 하는 상법의 취지에 반하여 무효라고 보고 있다(手塚裕之, "M&A契約における獨占權とその付與限界—米國判例からみたUFJグループ統合交渉差止假處分決定の問題点," 商事法務, 商事法務研究会, 제1708호(2004. 9. 15), 18면).

33 松本真輔, "友好的M&A取引における取引保護条項(下)," 國際商事法務, 國際商事法務研究会, Vol. 31, No. 8(2003. 8), 1104면. 이러한 기준은 델러웨어법원의 전임재판장인 알렌 등에 의하여 제안된 것이라고 하는데, 거래보호약정과 적대적 인수합병에 대한 방어조치의 동질성을 강조하고 양자에 유사한 기준이 적용되어야 함을 전제하는 것으로 이해된다.

34 高橋 聖, 앞의 논문, 54면. 다만 이 견해는 거래보호약정이 주주의 이익에 직접 중대한 영향을 미칠 가능성도 있으므로, 경영판단의 원칙을 적용하면서 그러한 조치에 의해 발생할 수 있는 결과의 중대성에 비추어 그 판단 근거로서의 정보의 충분성을 신중하게 검토해야 한다고 한다. 그리고 이 견해는 Unocal 기준은 적대적 M&A에 관한 것이므로 이를 일반적인 M&A 거래에서의 거래보호약정에 동일하게 적용할 수 없다고 하고, 또한 일본의 상장회사 사이의 M&A, 특히 합병 등의 조직개편을 이용한 M&A에서는 새로운 지배적 주주가 등장하지 않는 것이 통상이라는 점에서 Revlon기준이 일본에서 적용되기 어려운 것으로 보고 있다.

35 岩倉正和/大井悠紀, "M&A取引契約における被買収会社の株主の利益保護(下)—Fiduciary-Out條項を中心に," 商事法務, 商事法務研究会, 제1748호(2005. 11. 25), 38-40면.

라고 보아야 하는지에 대하여 검토하고 있는데, 먼저 제1단계로서 해당 M&A의 실행에 의한 시너지 효과 등의 요인에 의하여 회사가치가 어느 정도 증가하는가에 대한 검토가 필요하고,³⁶ 제2단계로서는 회사가치의 증가 정도와는 별도로 주주에게 교부되는 대가의 경제적 평가에 대한 검토가 필요하다고 보고 있다.³⁷

3) 거래보호약정에 관한 이사의 주의의무 위반의 법적 효과

일본의 학설들은 대체로 거래보호약정의 내용이 이사의 주의의무에 반하는 것으로 인정될 경우 이사들의 손해배상책임 문제³⁸와는 별도로 당해 거래보호약정의 효력이 부인될 수 있을 뿐만 아니라 당해 거래보호약정을 포함하고 있는 M&A계약의 효력까지도 부인될 수 있다고 보고 있다.³⁹

4) Fiduciary-out 조항의 도입

위에서 살펴본 바와 같이 일본 학계에서도 거래보호약정 및 이와 관련한 이사의 주의의무 위반 등으로 인하여 발생할 수 있는 여러 법적 문제점들을 지적하고 있다. 이러한 점에 비추어, 일본에서도 Fiduciary-Out 조항 도입의 필요성에 관한 논의의 토양이 마련되어 있는 것으로 볼 수 있으며, 실제로 최근 일본의 합병계약서 중에는 Fiduciary-Out 조항으로 볼 수 있는 규정을 포함한 사례도 있다. 동 합병계약상 Fiduciary-Out 조항의 구체적인 구조 및 내용에 대하여는 IV.에서 살펴보기로 한다.

III. 우리나라에서의 Fiduciary-Out 조항 도입의 적정성

앞에서 기술한 바와 같이 미국과 일본에서는 이미 M&A계약과 관련하여 거래보호약정 및 Fiduciary-Out 조항이 도입되어 실무상 이용되고 있

는데, 그렇다면 우리나라의 M&A에 있어서도 Fiduciary-Out 조항을 도입하는 것이 적정하다고 할 수 있을까. Fiduciary-Out 조항은 원래 미국에서 대

이 견해 역시 위 각주 34에서 언급한 내용과 유사한 이유로 일본에서 M&A 거래에서의 거래보호약정에 Unocal기준 또는 Revlon기준을 적용하는 것이 적절하지 않다고 한다.

36 이 견해는 회사의 가치증가에 연결되지 않는 M&A는 전체 주주에 대한 대가를 금전으로 교부하는 경우를 제외하고는 원칙적으로 주주 전체가 손해를 보는 것이라고 생각할 수 있다고 하면서, 이론적으로는 회사의 가치가 증가하지 않아도 합병비용에 따라 일방 당사자의 주주의 이익이 증가하는 경우가 있지만 그러한 경우에는 통상 상대 당사자의 주주의 이익이 손실될 것이므로 현실적으로는 그러한 M&A가 실행되는 것은 생각하기 어렵다고 보고 있다.

37 이 견해는 인수희망회사로부터 교부된 대가에 대하여는 그것이 금전 등의 객관적 가치가 명백한 경우를 제외하고는 그 가치평가에 대하여 경영판단의 원칙이 기초가 될 것으로서 주주총회에서 선임된 주주로부터 신임을 받아 경영의 수행을 위임받고 있는 이사의 합리적인 재량이 상당 정도 존중되어야 할 것이라고 보고 있다.

38 中東正文 編, UFJ vs. 住友信託 vs. 三菱東京 M&Aのリーガルリスク, 日本評論社, 2005, 183-184면 참조.

39 이와 같이 거래보호약정 또는 M&A계약의 효력이 부인될 수 있다는 이론적 근거로서는 대체로 다음과 같은 것들이 제시되고 있다. 高橋 聖, 앞의 논문, 54면은, 이사의 주의의무 위반을 구성하는 거래보호약정을 포함하는 M&A계약의 체결을 승인하는 이사회 결의는 법령 위반의 하자가 있는 것으로서 당연히 무효이고, 이 경우 대상회사는 인수희망회사가 대상회사 이사들의 주의의무 위반에 관하여 알았거나 알 수 있었던 경우에 한하여 당해 거래보호약정 내지 M&A계약의 무효를 주장할 수 있다고 한다. 그리고 岩倉正和/大井悠紀, 앞의 논문, 38면은, 일반적으로 이사회 결의의 내용이 법령 내지 정관에 위반되는 경우에는 당해 이사회 결의는 무효라는 것이 일본 판례·학설의 견해인데, 결의 내용이 이사의 선관주의의무 위반이 되는 경우에도 그것이 법령에 위반되는 경우에 해당하는 것으로 충분히 볼 수 있을 것이라고 보고 있다. 다만 무효인 이사회 결의에 기초하여 행하는 행위의 효력에 대해서는 그것이 유효하다고 믿은 제3자의 이익도 고려할 필요가 있으나, 해당 계약의 상대방이 그 거래보호약정의 내용 및 효과일방 당사자의 선관주의의무 위반을 야기할 수 있는 정도로 제한적인 내용 및 효과를 가지고 있는 것을 충분히 인식할 수 있다고 한다면 최소한 해당 계약의 상대방과 관계에서는 그 이익보호의 필요성은 높지 않으므로 무효로 볼 수 있다고 한다.

상회사의 이사들이 M&A와 관련한 계약에 거래보호약정을 포함시키고 이를 이행하는 것이 이사의 신인의무에 위반된다고 법원에 의하여 인정된 사례들을 통하여 제기된 법적 문제점을 해소하기 위한 대책으로서 고안된 것이다. 이러한 견지에서, 우리나라의 법체계상 Fiduciary-Out 조항 도입의 적정성에 대한 검토는 우선 우리나라의 회사법상 이사의 주의의무와 거래보호약정의 문제점, 구체적으로는 (i) 우리 회사법이 거래보호약정과 관련하여 이사들에게 요구하는 주의의무의 내용 및 (ii) 거래보호약정의 체결과 이행이 이사의 주의의무 위반에 해당하는 경우 발생할 수 있는 법적 문제점을 살펴보는 데에서 출발함이 적절할 것이다. 그리고 우리나라에서 거래보호약정이 이사의 주의의무와 관련하여 일정한 법적 문제점을 유발할 수 있다고 하여도 그러한 문제점의 방지를 위한 법적 도구로서의 Fiduciary-Out 조항이 실제 M&A계약에서 활용되려면 그 도입의 필요성에 대한 검토가 필요하다고 생각되며, 아래에서는 법리적 측면과 현실적 측면 두 가지로 구분하여 Fiduciary-Out 조항을 도입할 필요성에 대하여 논의하고자 한다. 나아가 Fiduciary-Out 조항이 우리나라의 기존 법제도와 상충될 가능성은 없는지 여부도 점검할 필요가 있다고 본다. 다음에서는 위 사항들에 대하여 차례대로 살펴보기로 한다.

1. 이사의 주의의무와 거래보호약정의 문제점

(1) 거래보호약정과 관련된 이사의 주의의무

1) 거래보호약정에 관한 이사의 권한

앞에서 본 바와 같이 미국과 일본에서는 대체로 이사회에 거래보호약정의 체결에 관한 권한이 인정된다는 전제 하에 주로 M&A 상황 하에서의 이사의 주의의무 위반 여부 판단기준에 관하여 논의가 집중되어 있는 것으로 보인다.

우리나라의 경우, 상법상 이사회는 법령 또는 정관에 의하여 주주총회의 권한으로 되어 있는 사항을 제외하고 회사의 업무집행에 관한 모든 사항에 대하여 의사결정권을 가지고 있다는 점(상법 제393조 제1항) 및 근래 들어 회사 이사회의 권한이 확대되어 가는 경향을 보이고 있는 점 등을 고려하였을 때, 거래보호약정 자체가 실질적으로 대상회사의 중요한 재산의 처분 등 주주총회의 승인을 요하는 내용을 담고 있지 않는 한 원칙적으로 대상회사의 이사들이 일정한 M&A 거래와 관련하여 거래보호약정의 내용을 결정하고 그러한 거래보호약정을 체결하는 것에 대한 권한을 행사할 수 있다고 본다. 그러나 대상회사의 이사들이 이러한 권한을 행사하고 그에 따라 회사의 업무를 집행함에 있어서는 이사회로서의 주의의무를 이행해야 할 것이며, 이 점에서 우리 회사법상 거래보호약정의 내용 결정 및 체결 등에 관하여 대상회사의 이사들이 어떠한 정도의 주의의무를 부담하는가를 검토할 필요가 있다. 그런데 우리나라에서는 아직 그에 관한 논의가 거의 이루어지지 않고 있으며, 따라서 아래에서는 우리 회사법상 일반적인 이사의 주의의무 및 M&A에 관한 이사의 주의의무를 순차적으로 검토한 다음 거래보호약정에 관한 대상회사 이사의 주의의무의 범위를 살펴보려고 한다.

2) 일반적인 이사의 주의의무

우리나라 상법은 주식회사의 이사가 회사에 대하여⁴⁰ 부담하는 일반적 의무로서 선량한 관리자의 주

40 우리나라 상법은 이사의 주주에 대한 주의의무를 명시적으로 규정하고 있지 않으나, 상법상 주주총회가 이사의 선임·해임권(제382조 제1항, 제385조)을 가지고 있고 또한 총주주의 동의에 의하여 이사의 책임이 면제(제400조)되는 점 등에 비추어 보면, 우리나라에서도 이사가 주주에 대하여 주의의무를 부담한다는 것을 긍정할 여지가 있다고 본다. 앞에서 설명한 바와 같이 미국과 일본에서도 관계 법령상으로는 이사의 회사에 대한 위임관계 내지 주의의무만이 명시되어 있으나, 대체로 판례와 학설상 회사와 주주 양자에 대한 주의의무가 인정되고 있다.

의의무(상법 제382조 제2항, 민법 제681조)와 충실의무(상법 제382조의3)를 규정하고 있다. 이사의 선관주의의무는 이사가 선량한 관리자의 주의로써 사무를 처리할 의무를 말하는데, 그에 따라 이사는 직무수행에 있어 법령을 준수하고 항상 회사에 최선의 이익이 되는 결과를 추구해야 할 의무를 진다.⁴¹ 그리고 이사의 충실의무는 비교적 최근에 도입되었는데, 그 법적 성격에 관하여 종래 이사의 충실의무가 선관주의의무와 동질적 의미이거나 선관주의무를 구체화한 것이라는 견해(동질설)와 이사의 충실의무는 종래의 선관주의의무와 다른 영미법상의 충실의무를 도입한 것이라는 견해(이질설)로 학설이 대립되어 있다. 이질설은 영미법상 선관주의의무와 함께 신인의무를 주축을 이루는 충실의무가 우리 상법에 도입됨으로써 이사에게 이전에 비하여 훨씬 강화된 주의의무가 요구된다고 한다.⁴² 반면 우리나라의 판례와 다수의 학설이 취하고 있는 동질설에 의하면 영미법상 이사의 신인의무는 상당 부분 우리 상법상 이사의 주의의무와 대체로 일치하지만 그에 포섭될 수 없는 내용도 있어서 우리 상법이 영미법상 신인의무를 그대로 수용했다고 볼 수는 없으나, 이사의 주의의무의 규범을 운용함에 신인의무의 규범 원리를 원용할 여지는 있다고 한다.⁴³ 이와 같이 상법상 이사의 충실의무의 본질에 관하여 학설상 대립이 있기는 하지만, 어느 학설에 의하더라도 최소한 현대 회사에 있어서 회사의 운영에 관하여 이사와 이사회에 권한이 강화된 것에 비례하여 이사에 게 보다 넓은 범위에서 강도 높은 주의의무가 요청된다는 점에는 별다른 이론이 없는 것으로 보인다.

3) M&A에 관한 이사의 주의의무

앞에서 살펴본 바와 같이 미국과 일본 등 외국에서는 M&A 상황 하에서는 회사의 이사에게 일반적인 업무수행의 경우보다 좀더 가중된 주의의무를 요구하는 경향이 있다. 이러한 외국의 논의는 M&A가 회사와 주주를 비롯한 여러 이해관계자에게 중

대한 영향을 미친다는 점을 고려한 것이라고 할 수 있다.

그런데 우리나라에서는 아직 M&A와 관련하여 요구되는 대상회사 이사의 주의의무에 관하여 판례 및 학설상 논의가 비교적 미약하게 이루어지고 있는 실정이다. 다만 우리나라에서도 최근 여러 건의 적대적 M&A 시도가 있었고, 아직 그에 대한 이사들의 방어행위에 관한 이사의 주의의무와 연관한 법적 기준이 확립되어 있다고 보기는 어렵다고 할지라도 그와 관련하여 몇몇 하급심 판결과 학설에서 비교적 활발한 논의가 이루어지고 있다. 이러한 적대적 M&A 관련 논의는 우호적 M&A에서 대상회사의 이사의 주의의무에 대하여 그대로 적용될 수는 없더라도 그에 관하여 어느 정도의 시사점을 제공해 줄 수 있을 것으로 판단되는데,⁴⁴ 적대적 M&A의 시도에 대한 이사들의 방어행위가 문제된 실제 사례에서의 하급심 법원의 판시사항 중 이사의 주의의무와 관련하여 참고할 만한 다음과 같은 내용을 엿볼 수 있다. 먼저 적대적 M&A의 시도에 대응하여 대상회사 이사회가 추진한 일반공모증자방식의 신주발행의 허용 가능성에 관하여 법원은, “구체적인

그러나 우리나라에서는 아직 판례 및 학설상 이사들이 회사의 이해관계자들에 대하여 주의의무를 부담하게 되는지 여부 및 만일 그렇다면 그 주의의무의 범위는 어느 정도인가에 관하여 충분한 논의가 이루어지지 않고 있는바(「다만 아래의 3)M&A에 관한 이사의 주의의무」에서 언급한 것과 같이 일부 하급심 판결에서 이사들이 ‘회사 및 (또는) 주주’의 이익을 고려할 의무가 있다는 취지의 언급을 하고 있기는 하나, 이 역시 정면에서 위 문제를 다루고 있는 것은 아니다), 이러한 사정을 고려하여 이 글에서는 이사의 회사에 대한 주의의무를 위주로 논의를 전개하였음을 밝혀 둔다.

41 이철승, 회사법강의, 박영사, 2006, 582-583면.

42 권기범, 현대회사법론, 삼지원, 2006, 658면.

43 정호열/이영철/박임출, 이사의 손해배상책임과 제한에 관한 연구, 한국상장회사협의회, 2003, 25-26면.

44 이와 관련하여 미국에서도 Unocal기준과 같이 적대적 M&A 상황에서 이사의 신인의무와 관련하여 인정되는 엄격한 심사기준이 Omnicare 사례 등을 통하여 우호적 M&A를 위한 계약상 거래보호약정에도 적용되고 있음을 참고할 수 있다.

해당 경영권 방어행위의 동기나 목적, 방어수단의 합리성 등을 종합하여 그 허용 여부가 결정되어야 하고, 이러한 결정에는 그 방어행위로 추구하는 회사 또는 주주의 이익의 내용, 방어행위 실행의 결정 과정이 적정한 절차를 거쳐 상당한 근거를 가지고 이루어졌는지 여부가 중요한 요소로 고려되어야 할 것이다”라고 판시하였다.⁴⁵ 또한 적대적 M&A의 시도에 대응하여 대상회사 이사회가 우호 세력에게 자사주를 처분한 행위에 관하여, 법원은 “위와 같은 자기주식 처분이 현 이사들의 경영권 유지 또는 대주주의 지배권 유지에 주된 목적이 있는 것으로서 아무런 합리적인 이유도 없이 회사와 다른 주주들의 이익에 반하는 등 경영권의 적법한 방어행위로서의 한계를 벗어난다면, 주식회사의 이사로서의 주의의무에 반하는 것으로서 위법하다고 볼 여지가 전혀 없는 것은 아니라고 할 것”이라고 판시하였다.⁴⁶ 그런데 위의 판시사항들 중에서 ‘방어수단의 합리성’, ‘방어행위 실행의 결정과정이 적정한 절차를 거쳐 상당한 근거를 가지고 이루어졌는지 여부’ 및 ‘합리적인 이유’ 등은 종래 미국의 델러웨어법원이 적대적 M&A의 시도에 대한 이사들의 방어행위와 관련하여 이사의 신인의무 위반 여부를 판단함에 있어서 고려해 왔던 주요한 사정들과 유사한 내용을 담고 있다.

나아가 최근 삼성전자 이사들에 대한 손해배상소송 사건에서 이루어진 법원의 판단 역시 우호적 M&A와 관련하여 요구되는 대상회사 이사의 주의의무의 범위 또는 주의의무 위반의 판단기준에 참고할 만한 점을 제시하고 있다. 즉 비록 삼성전자 자체의 M&A에 관한 것이 아니라 그가 다른 회사(이천전기)의 주식을 계약에 의하여 인수하고 매각하는 것에 관한 것이기는 하지만, 이천전기는 삼성전자의 사업과 밀접한 관련성을 가지는 사업을 영위하고 삼성전자가 당해 회사의 지분 대부분(85.27%)을 인수하였다는 점에서 삼성전자의 그러한 지분의 인수와 매각이 단순히 재무적 이익을 위한 주식투자

와는 달리 삼성전자의 일부 사업부문에 관한 소규모 M&A에 준하는 것으로 볼 수도 있다. 따라서 위 사건에서 삼성전자의 이사들이 상기 지분인수·매각과 관련하여 주의의무를 위반한 것인지 여부를 판단할 때, 법원이 고려한 요소들은 회사의 이사들이 우호적 M&A의 과정에서 이행해야 할 주의의무에 관한 우리나라 법원의 판단기준을 가늠해 볼 수 있는 단서가 될 수 있지 않을까 생각된다. 이러한 견지에서 이사의 주의의무 위반과 관련하여 위 사건에서 법원이 고려한 사항들을 간략히 살펴보면, 위 사건의 항소심 법원은 “이사가 회사의 업무를 집행함에 있어서 선관주의의무를 위반하였는지 여부는 그의 기초가 되는 사실인정 및 의사결정과정에서 통상의 기업인으로서 간과할 수 없는 과오를 범하고 재량권의 범위를 일탈한 것인지 여부에 의하여 판단되어야 할 것이고, 그 재량권의 일탈 여부를 판단함에 있어서는 그 업무집행의 목적, 판단에 이르게 된 경위, 사적인 이해관계가 개재되어 있었는지 여부, 판단의 기초가 된 자료나 정보의 취득 여부, 그 업무집행의 결과를 종합적으로 고려하여 당해 이사 개인에게 손해배상책임을 지우는 것이 합당한지 여부를 결정하여야 한다”라고 하면서 삼성전자 이사들이 주의의무를 다한 것으로 판단하였고,⁴⁷ 대법원은 “이사가 회사의 자산을 인수함에 있어서 그 인수 여부나 거래가액을 결정하는 데에 필요한 정보를 합리적인 정도로 수집하여 충분히 검토한 다음 회사의 이익에 합당한 상당성 있는 판단을 하였다면 회사에 대하여 선량한 관리자의 주의의무를 다한 것이라고 할 것이다”라면서 위 항소심 법원의 판단을 지지하였다.⁴⁸ 그런데 위 판시사항들 중에서 ‘회사의 이익에 합당한 상당성 있는 판

45 수원지방법원 여주지원 2003. 12. 12 선고 2003카합369 결정.

46 서울지방법원 2003. 12. 13 선고 2003카합4154 결정.

47 서울고등법원 2003. 11. 20. 선고 2002나6596 판결.

48 대법원 2005. 10. 28. 선고 2003다69638 판결.

단'은 불확정개념으로서 구체적 사안에 따라서는 법원이 그 외연을 확장하여 이사에게 넓은 주의의무를 인정할 수 있을 것이다. 그리고 이 판시사항들 중에서 '사적인 이해관계가 개재되어 있었는지 여부' 및 '이사가 회사의 자산을 인수함에 있어서 그 인수 여부나 거래가액을 결정하는 데에 필요한 정보를 합리적인 정도로 수집하여 충분히 검토를 하였는지 여부' 등은 종래 미국의 텔러웨어법원이 이사의 신인의무 위반 여부를 판단할 때 고려해 왔던 주요한 사정들과 유사한 내용을 담고 있다.

4) 거래보호약정에 관한 이사의 주의의무

앞에서 설명한 내용을 종합하여 볼 때, 명확하지는 않으나 우리나라의 법체계에서도 거래보호약정의 체결 및 이행과 관련하여 미국 등의 외국에서 인정되는 수준에 유사한 정도와 범위로 이사의 주의의무가 인정될 수 있을 것으로 사료된다. 다만 그러한 주의의무의 범위 또는 그 위반에 관한 구체적이고 세부적인 판단기준은 차후 판례와 학설을 통하여 점진적으로 정립되어 가게 될 것이나, 그 이전이라도 기본적으로 이사들은 회사에 최선의 이익이 될 수 있도록 거래보호약정의 체결 및 이행에 관한 결정을 내려야 할 의무가 있다는 일반적 기준은 제시될 수 있을 것이다.

(2) 거래보호약정에 관한 이사의 주의의무 위반으로 인하여 초래되는 법적 문제점

거래보호약정에 관한 이사의 주의의무 위반으로 인한 법적 문제점에 관하여는 대상회사의 주주총회에서 거래보호약정을 포함한 M&A계약에 대한 승인권을 가지고 있기 때문에 그리 우려할 필요가 없으며, 따라서 그에 대한 논의는 실익이 그다지 없다는 견해도 있을 수 있다. 그러나 대상회사의 일반 주주들은 합병비율 등 일부 핵심적인 조건을 제외하고는 M&A계약의 내용에 대하여 거의 관심을 갖

지 않는 경우가 많으며, M&A계약상 세부조건의 법적 의미를 이해하기도 어렵다. 또한 M&A 거래의 특성상 주주들이 주주제안권의 행사 등을 통하여 대상회사의 M&A 거래 상대방의 선택 및 거래조건 등에 관여할 여지도 거의 없다. 따라서 비록 대상회사의 주주총회가 M&A의 최종결정권을 가지고 있다고 하여도 M&A의 상대방 및 M&A계약의 구체적 조건은 실질적으로 대상회사의 이사회에서 결정되는 셈이다. 그런데 거래보호약정은 대상회사가 회사에 더욱 유리한 잠재적 M&A의 상대방 및 M&A계약의 조건을 추구하는 행위를 제한함으로써, 결국 대상회사의 주주총회가 M&A와 관련하여 다양한 선택의 여지를 가질 수 있는 기회를 봉쇄하고 그로 인하여 대상회사의 주주총회가 가지는 M&A 거래에 관한 승인권이 형해화될 우려가 있다. 이러한 우려는 결코 간과될 수 없는 것이며, 이 점에서 거래보호약정에 관한 이사의 주의의무 위반이 어떠한 법적 문제점을 초래하는가에 대한 검토의 의의가 있다.

우리나라의 경우, 이사의 주의의무 위반으로 인한 법적 문제점으로서 우선 이사들의 민형사상 책임이 거론될 수 있을 것이나, 더 나아가 이사의 주의의무 위반이 거래보호약정 또는 M&A계약의 효력에 미치는 영향에 대하여서도 논의될 필요가 있다. 종래 우리나라의 학자들은 이사의 주의의무에 위반하여 이루어진 업무집행의 효력에 관하여 거의 논하고 있지 않으나, 이사의 충실의무에 위반되는 거래행위 자체를 무효로 취급할 수 있는 가능성이 있다는 견해가 제시되고 있다.⁴⁹ 생각전대 거래의 안전을 고려하여 제한적으로 해석(예컨대 인수 희망회사에게 거래보호약정으로 인하여 대상회사의 이사들이 주의의무를 위반하게 된다는 사정에 대한 악의 또는 중대한 과실로 인한 불인식이 있는 경우에 한하여 거래보

49 권기범, 현대회사법론, 삼지원, 2006, 659면.

호약정 또는 M&A계약의 법적 효력이 문제되는 것으로 해석할 필요는 있겠으나, 이사들의 주의의무 위반이 문제된 거래보호약정이 대상회사 및 그 주주들에게 중대한 불이익을 초래할 수 있는 경우 그에 관한 이사회 결의는 그 내용상 법령의 위반에 준하는 정도의 하자가 있는 것으로서 무효라고 인정될 가능성이 있으며, 경우에 따라서는 M&A계약의 효력이 부인될 가능성⁵⁰도 배제하기는 어렵다고 본다. 특히 최근 우리나라의 법원이 주주의 투하자본회수 가능성 또는 주식평등의 원칙과 같은 회사법(조직법)상 기본원리를 계약법상 원리에 우선하여 적용하려는 경향을 보이고 있다는 점⁵¹에 비추어 볼 때, 이러한 가능성은 보다 현실적이라고 할 수 있을 것이다. 종래 우리나라와 유사한 대륙법적 회사법 체계를 가지고 있고 이사의 주의의무에 관하여 유사한 규율을 하고 있었던 일본에서도 앞에서 설명한 바와 같이 최근 거래보호약정과 관련하여 이사의 주의의무 위반으로 인한 법적 문제점에 대한 인식이 증가하는 추세이며, 그러한 문제점으로서 주로 이사의 책임과 더불어 거래보호약정 및 M&A계약의 유효성이 논의되고 있다.

요컨대 우리나라의 경우도 미국이나 일본과 마찬가지로 M&A에 있어서 거래보호약정이 이사의 주의의무와 관련하여 일정한 법적 문제점을 초래할 수 있으며, 따라서 그러한 문제점을 극복하기 위한 방안이 강구될 필요가 있다고 할 것이다.

2. 우리나라에서의 Fiduciary-Out 조항의 도입 필요성

(1) 법리적 측면

거래보호약정에 관한 법적 문제점은 이사의 주의의무 위반에만 국한된 것이 아니라 민법 및 회사법상 다른 법리와도 관련될 수 있는데, 그렇다면 굳이 이사의 주의의무와 연관된 분석틀을 추가로 도입할

필요가 있느냐는 의문이 제기될 수 있다. 그러나 거래보호약정은 대상회사의 M&A계약의 조건에 대한 협상의 과정에서 대상회사 이사들에 의하여 결정된다는 점에서 M&A 거래에 있어서 요구되는 대상회사 이사들의 주의의무와 가장 직접적이고 긴밀한 연관성을 가지게 된다는 점 및 M&A의 과정에서는 복잡다단한 사정들이 발생하게 되는데 민법 및 회사법상의 기존 법리만으로 그에 관한 법적 문제점을 충분히 분석하기는 어렵다는 점 등을 고려하였을 때, 거래보호약정의 법적 문제점을 이사의 주의의무 위반 여부에 관한 논의로 해결할 필요가 있으며, 그로 인한 문제점의 해소를 위하여 Fiduciary-Out 조항이라는 법적 장치가 필요하다고 생각된다. 외국에서도 거래보호약정에 관한 법적 문제점은 주로 회사법상 이사의 주의의무의 차원에서 논의되고 있다.

(2) 현실적 측면

대상회사의 이사들로서는 거래보호약정상 문제점으로 인하여 자신들이 부담할 수 있는 책임 때문에 Fiduciary-Out 조항을 마련할 유인이 있으나, 인수희망회사의 입장에서는 거래보호약정이 이사의 주의의무 위반 등으로 인하여 무효가 되어도 기본적으로 거래보호약정상 권리만 상실될 뿐이므로 경

50 가령 인수희망회사와 대상회사의 이사회가 통모하여 인수희망 회사를 위하여 과도한 내용의 거래보호약정을 M&A계약에 포함시키면서 나아가 M&A 대가를 현저히 저가로 정하는 등 기타 거래조건까지 대상회사에 불리하게 정하였다면 이사의 주의의무 위반을 이유로 M&A계약이 무효화될 가능성이 높아질 것이다.

51 우리나라 대법원은 상법상 정관으로 정하여도 무효가 되는 내용의 주식의 양도를 제한하는 약정이 회사와 주주들 사이에서 또는 주주들 사이에서 체결된 경우 그 약정은 무효라고 판시하고(대법원 2000. 9. 29. 선고 99다48429 판결), 최근 하급심 법원에서 회사의 자기주식처분에 관한 계약이 주식평등의 원칙에 위배되어 무효라는 취지의 결정을 내린 사례가 있다(서울서부지방법원 2006. 3. 24. 선고 2005가합8262 판결).

제적 관점에서 굳이 Fiduciary-Out 조항을 두어 대상회사를 거래보호약정상 의무로부터 면제시키고 나아가 M&A계약으로부터 해방시켜 주는 장치까지 마련할 이유가 무엇이나는 의문이 제기될 수 있다. 그러나 인수희망회사의 입장에서조차 단순히 대상회사 이사들에 대한 배려의 차원을 벗어나, 만일 거래보호약정과 관련하여 법적 분쟁이 발생하는 경우 법적 대응과 M&A 거래의 지연으로 인하여 적지 않은 시간과 비용이 소요되고 법원의 판단에 따라 M&A 거래의 종결이 불확실해질 수도 있는 리스크를 감안하여, Fiduciary-Out 조항을 두어 거래의 결렬로 인한 위험을 일부 감수하되 거래보호약정 또는 당해 M&A 거래 자체의 효력이 문제될 수 있는 상황을 명확히 규정하여 두고, 나아가 Fiduciary-Out를 이유로 하여 해제권이 행사되는 경우 위약금이라는 확실한 경제적 보상을 확보할 유인이 있다고 볼 수 있다. 이와 같은 인수희망회사의 입장에서의 Fiduciary-Out 조항의 필요성은 거래보호약정이 대상회사를 구속하는 정도가 강하면 강할수록 커질 것이다.⁵²

한편 우리나라에서는 종래 다양한 거래보호약정의 이용이 활발하지 않고 관련 법적 분쟁 또는 논란도 찾아보기 어려운 상황인데, 이러한 상황을 이유로 Fiduciary-Out 조항의 도입 필요성에 회의적인 시각이 있을 수 있다. 그러한 상황의 주된 이유는 아마도 1대 1의 대면협상에 의하여 M&A계약이 체결되는 과정에서 거래보호약정이 체결되고 다양한 M&A 대가의 제시로 인하여 경쟁적 인수경쟁이 활발히 이루어지는 미국의 M&A 실무와는 달리, 그동안 우리나라의 M&A 시장은 공적 자금이 투입된 기업들에 대한 M&A 위주로 형성되어 있어서 공개입찰의 방식에 의하여 M&A가 이루어져 왔고, 증권거래법에서 상장회사의 M&A와 관련하여 다른 나라에서는 그 예를 찾아보기 어려운 합병비율 등 M&A 대가 자체에 대한 제약⁵³을 가하고 있기 때문이라고 판단된다. 또한 우리나라에서는 대주주의 회사에

대한 지배력 내지 영향력이 외국에 비하여 상대적으로 큰 편이기 때문에 인수희망회사가 대상회사의 대주주로부터 M&A의 성사를 위한 보장을 받음으로써 거래보호약정이 의도하는 목적을 달성하려고 할 수 있다는 점에서도 그러한 상황의 이유를 찾을 수 있을 것이다. 그러나 우리나라에서 지금까지 거래보호약정에 관한 법적 분쟁이 발생한 사례가 거의 없었다거나, 우리나라 M&A 거래의 실제상 거래보호약정이 문제될 만한 배경이 형성되어 있지 않다고 하여 우리나라에서 Fiduciary-Out 조항을 도입할 필요가 없다고 보기는 어려울 것이다.

더욱이 최근 우리나라에서는 주주의 권리의식이 갈수록 높아지고, 회사 지배구조의 개선과 관련하여 이사회 기능, 독립성 및 책임에 많은 관심이 모아지고 있으며, M&A 시장이 종전의 매수인 위주의 시장에서 매도인 위주의 시장으로 재편되어 가는 추세⁵⁴를 보이고 있다. 이러한 사회적 여건의 변화와 더불어, 특히 최근 론스타가 외환은행을 인수한 것에 대하여 혈값 매각 시비가 있는데, 이와 관련하여 외환은행의 경영진이 론스타가 외환은행의 신주를 대량으로 인수하여 그 경영권을 취득하는 거래를 진행하는 과정에서 잠재적 투자자를 제대로 물색하지 않은 채 사실상 수의계약 방식으로 론스타와 매각협상을 추진한 것이 아닌가 하는 점이 핵심쟁점의 하나로 제기되고 있다.⁵⁵ 이러한 사정들에 비추어 보면, 우리나라에서도 거래보호약정에 관련된 법적 문제점의 제기가 점차 증가할 것으로 예상

52 인수희망회사 입장에서조차 Fiduciary-Out 조항을 두는 것이 유리하다는 논의에 대하여서는 Dennis J. Block, 앞의 논문, 83면.

53 증권거래법 제190조의2 및 동법 시행령 제84조의7 제1항, 제84조의8 제2항.

54 『연합뉴스』 2006년 8월 30일 “캠코, 産銀, 어설폰 M&A 빈축” 제하의 기사 및 『한국경제신문』, 2006년 4월 12일 “구조조정 전문회사들 일감 없어 고사 직전” 제하의 기사 등 참조.

55 감사원, 외환은행 매각추진실태—감사결과 중간발표, 2006. 6., 18면 참조.

된다. 나아가 외국의 선례에 입각하여 볼 때, 향후 M&A가 1대 1의 대면협상 위주로 이루어지고, M&A 대가에 대한 규제가 완화되거나 폐지되는 경우에는 우리나라에서도 거래보호약정의 이용 및 그로 인한 법적 문제의 제기가 상당히 늘어날 것으로 본다.

3. Fiduciary-Out 조항의 기존 법제도와와의 충돌 여부

IV.에서 볼 수 있는 바와 같이, Fiduciary-Out 조항은 세부적으로 M&A가 성사되기 이전 대상회사의 확약으로서의 거래보호약정, 일정한 사유로 인한 거래보호약정상 대상회사 의무의 면제 또는 M&A계약의 해제권의 발생, M&A계약의 해제 및 그에 관한 금전적 보상 등의 결합으로 구성된다. 그런데 Fiduciary-Out 조항을 구성하는 각 단계에 연관된 우리나라의 기존 법제도의 내용에 비추어 보았을 때, Fiduciary-Out 조항이 그러한 기존 법제도와 상충되거나 그 취지에 어긋난다고 볼 만한 합리적인 이유는 찾아보기 어렵다고 할 것이다.

4. 소결

지금껏 설명한 내용을 종합하여 보면, 우리나라에서도 거래보호약정과 관련하여 이사의 주의의무 위반이 문제될 여지가 상당히 있다고 판단되며, 따라서 M&A계약상 거래보호약정을 두는 경우 그러한 문제점을 해소하기 위한 장치로서 Fiduciary-Out 조항을 도입하는 것이 법리적으로나 현실적으로 필요하고, 법체제상으로도 가능하다고 본다. 우리나라와 유사한 민법 및 회사법 체계를 가지고 있는 일본에서도 최근 M&A 거래에서 Fiduciary-Out 조항이 이용되기 시작하였다는 점에 비추어 볼 때에도 그러하다. 특히 최근 국경을 넘어서 이루어지는 국제(cross-border) M&A의 비중이 갈수록 커지고 있는 상황⁵⁶에서 우리나라 기업이 이미 M&A계약상 거래보

호약정 및 Fiduciary-Out 조항이 보편화되어 있는 국가의 기업과 국제 M&A를 추진하는 경우에는 더욱 그러한 필요성이 증가할 것으로 생각된다.

IV. 외국의 실제 M&A계약상 Fiduciary-Out 조항의 구조 및 내용

앞에서 설명했듯이 우리나라에서도 Fiduciary-Out 조항의 도입 가능성과 필요성을 인정할 수 있다면, 미국과 일본의 실제 M&A계약상 Fiduciary-Out 조항이 구체적으로 어떻게 활용되고 있는가를 살펴보는 것이 우리나라 M&A 거래의 실무에서 Fiduciary-Out 조항을 이용할 경우 많은 참고가 될 수 있다고 생각된다. 이러한 견지에서 다음에는 미국과 일본의 실제 M&A계약들을 위주로 Fiduciary-Out 조항의 전체적인 구조, Fiduciary-Out의 사유, 절차 및 법적 효과 등을 살펴보기로 한다.

1. Fiduciary-Out 조항의 전체 구조

(1) 미국의 경우

미국의 실제 M&A계약⁵⁷에서는 대체로 다음과 같은 구조로 거래보호약정 및 Fiduciary-Out 조항을 두고 있다.

① 우선 대상회사가 M&A계약의 체결 이후 거래의 성사 및 회사의 경영 등과 관련하여 이행해야 할 일정한 의무를 규정하고 있는 조항(실무상 이를 통상 '확약 조항'이라고 한다) 중 대상회사의 이사회로 하여금 당해 계약에서 예정하고 있는 거래를 주주총회에서 승인할 것을 주주들에게 권고하여야 한다

56 강원 외 3인, 글로벌 기업의 M&A 동향과 전략적 시사점에 관한 연구, 삼성경제연구소, 2006. 9., (요약) i-ii면.

57 여기에서는 1998년도에 있었던 SPX와 General Signal 간의 합병계약의 내용을 참고하였다.

는 조항(이하 '권고의무 조항') 또는/및 대상회사가 제3자를 유인하거나, 제3자와 새로운 거래를 논의하거나, 제3자에게 자료를 제공하여서는 안 된다는 취지의 의무를 규정하는 조항(이하 '유인 금지 조항')을 둔다.

② 당해 확약 조항 내에서 또는 별도의 조항으로, 권고의무 조항의 경우 대상회사의 이사회가 신인의 무에 비추어 주주총회 이전에 권고를 철회할 수 있다는 조항을 두거나 유인 금지 조항의 경우 대상회사가 제3자로부터 우월한 거래 제안을 받는 경우 일정한 조건 하에서 당해 제3자와 당해 거래 제안에 대하여 논의할 수 있다는 조항을 둔다.

③ 권고의무 조항과 관련하여서는 당해 계약의 해제에 관한 부분에서 대상회사의 이사회가 주주총회 이전에 권고를 철회하는 경우 인수회망회사가 기존의 M&A계약을 해제할 수 있다는 조항을 둔다.⁵⁸ 한편 유인 금지 조항의 경우 당해 확약 조항 내에서, 또는 당해 계약의 해제에 관한 사항을 규정하고 있는 부분에서 대상회사의 이사회가 제3자의 우월한 거래 제안과 관련한 사항을 성실하게 검토한 후 당해 거래 제안이 기존 M&A계약에서 예정하고 있는 거래에 비하여 우월한 거래이고, 당해 거래 제안에 따라 계약을 체결하지 아니하는 것이 신인의무에 위반되는 결과를 초래한다는 결정을 하는 경우 기존의 M&A계약을 해제할 수 있다는 조항을 둔다.

④ 그러한 해제권을 규정한 조항 또는 위약금을 규정하고 있는 별도의 조항에서, 인수회망회사가 대상회사의 이사회가 권고를 철회하였음을 이유로 기존의 M&A계약을 해제하는 경우 또는 대상회사가 제3자와의 우월한 거래의 성사를 위하여 기존 M&A계약을 해제하는 경우 대상회사가 위약금을 지급하도록 한다.

(2) 일본의 경우⁵⁹

다음에서는 본 통합계약에서 규정하고 있는

Fiduciary-Out 조항의 구조를 살펴보기로 한다.

① 본 통합계약에는 거래보호약정으로서 주주총회에 대한 의안제출의무 등에 관한 조항과 일방 당사자가 본 통합계약상 합의된 양 당사자간의 경영

58 대상회사의 이사회가 권고를 철회하였음을 이유로 하여 인수회망회사가 기존 M&A계약을 해제하는 경우에는 해제권이 대상회사에 주어지는 것이 아니고 인수회망회사에게 부여되는 것이므로 일반적인 의미의 Fiduciary-Out와는 조금 다르다. 다만 이사회로 하여금 기존 M&A계약에서 예정하고 있는 거래를 승인하도록 주주들에게 권고하는 것이 일종의 거래보호약정으로 해석될 수 있을 것이므로 기술하였다. 참고로 위에서 본 Phelps Dodge 사례의 배경이 된 1999년의 Asarco와 Cyprus Amax 사이의 합병계약에서는 제3자의 우월한 거래 제안을 이유로 하는 해제권을 대상회사에 부여하지는 아니하였고, 단순히 이사회가 권고 제안을 철회할 수 있다는 내용의 규정만을 두면서 이와 같이 이사회가 권고 제안을 철회한 경우에도 여전히 대상회사의 이사회가 기존의 M&A계약을 주주총회에 부의하여야 하는 의무 및 No Talk 조항을 규정하고 있었는데, 델라웨어법원은 이러한 Fiduciary-Out가 없는 No Talk 조항 및 부의의무 조항이 이사의 신인의무에 반한다는 취지로 판시하였다.

59 일본에서 체결된 M&A계약 중 Fiduciary-Out 조항이 포함되어 있었던 대표적인 계약으로는 UFJ그룹과 미쓰비시도쿄그룹 간에 체결된 통합계약(이하 '본 통합계약')이 있는데, 이는 각 그룹에 소속된 합병예정 계열사간의 법정 합병조건을 담고 있다. 이러한 견지에서, 이하에서는 본 통합계약을 위주로 일본의 Fiduciary-Out 조항의 활용에 관하여 살펴보기로 한다. 한편 최근 夢眞HD의 일본기술개발에 대한 적대적 공개매수에 대응하여 일본기술개발의 백기사로 등장한 에이트컨설턴트가 夢眞HD의 공개매수에 대한 대항 공개매수를 개시하면서 에이트컨설턴트와 일본기술개발 간에 체결된 기본합의서에는 일본기술개발이 에이트컨설턴트의 대항 공개매수에 대하여 찬성하는 취지의 의견표명을 공표하여야 한다는 조항이 포함되어 있었다. 그런데 위 기본합의서에 의하면 일본기술개발은 에이트컨설턴트의 대항 공개매수에 대한 찬성의 의견표명이 이사와 감사의 주의의무 위반을 초래하는 사정이 있는 경우에는 에이트컨설턴트의 대항 공개매수에 대한 찬성의 의견표명을 철회하거나 夢眞HD 등 제3자의 공개매수에 대한 찬성의 의견표명을 할 수 있는데, 이를 Fiduciary-Out 조항에 유사한 성격을 가지는 것으로 평가하는 견해가 있다(岩倉正和/大井悠紀, "M&A取引契約における被買収会社株主の利益保護(下(1))—Fiduciary-Out條項を中心に", 商事法務, 商事法務研究会, 제1747호(2005. 11. 15), 37면.

통합과 경합하는 M&A 거래를 추구하는 것을 금지하는 No Shop 조항이 규정되어 있다. 구체적으로는 양 당사자가 주주총회와 종류주주총회의 개최, 관련 주주총회와 종류주주총회에 대한 합병계약서 및 기타 관련 의안의 제출, 주주총회에서의 관련 의안의 승인을 위한 노력의 의무를 부담하고 있으며, 일방 당사자가 제3자로부터 경합제안을 받는 경우 (i) 제3자로부터 경영통합을 목적으로 한 주식이전, 영업양도 등(이하 '제3자 제휴')과 관련한 권유, 제안, 질의, 정보제공의 요청(이하 '제3자 거래 제안')이 있는 때에는 제3자 거래 제안의 주체와 제3자 거래 제안의 주요한 조건 등을 해당 제3자로부터 수령한 서류의 복사본과 함께 상대방 당사자에게 통지해야 하고, (ii) 제3자 제휴를 위한 계약의 체결과 이행, 제3자에 대한 제3자 제휴의 제안과 권유, 제3자와의 제3자 제휴에 관한 협의와 교섭, 주주총회에 제3자 제휴에 관한 안건을 상정하는 것 등이 금지된다.

② 제3자 거래 제안을 받은 당사자(이하 '제안 수령자')는, 이러한 제3자 거래 제안을 검토하지 않는 것이 상법상 이사 또는 감사의 주의의무에 위반한다고 합리적으로 판단한 경우, 신속히 상대방 당사자에 대하여 그 판단의 취지 및 해당 제3자로부터 수령한 관련 문서의 복사본을 통지 및 전달하여야 한다. 이 경우 상대방 당사자는 이와 같은 제3자 거래 제안에 대하여 성실하게 협의를 개시하여야 하고, 양 당사자간의 경영통합에 대한 새로운 조건을 서면으로 제시할 수 있다.

③ 제안 수령자 및 상대방 당사자는 양 당사자 사이의 합의 하에, 양 당사자간의 합병조건을 변경하거나 본 통합계약상의 의무를 면제하거나 본 통합계약을 해제할 수 있다.

④ 본 통합계약은, 미국의 Fiduciary-Out 조항의 경우와는 달리 상기 규정들에 따라 일방 당사자가 본 통합계약을 해제한 경우에도 위약금을 지급하여야 한다는 규정을 두고 있지 않다.

2. Fiduciary-Out의 사유

(1) 미국의 경우

Revlon 사례에서 보는 바와 같이 일정한 M&A 상황에서는 대상회사의 이사들이 회사의 보전보다 주주들의 이익 극대화를 우선시하여야 할 의무가 있고, 이에 따라 입찰 참가자들을 평등하게 대우하여야 하므로 제3자가 기존의 거래보다 우월한 거래를 제시한 경우 대상회사의 이사들은 주주들의 이익을 위하여 이를 고려할 의무가 있다고 할 것이다. 또한 Unocal 사례와 Unitrin 사례에서 보는 바와 같이 일정한 M&A 상황에서 대상회사의 이사들이 취하는 조치(Ace 사례와 Omnicare 사례 등에서는 M&A계약에 포함되는 거래보호약정이 이러한 조치에 해당한다고 보고 있다)가 강압적이거나 배제적이어서는 안 되며, 기존 M&A계약에서 예정하고 있는 거래의 구속(거래보호약정으로 인한 구속)으로부터 벗어날 수 있는 장치가 마련되어 있어야 한다. 이러한 주의의무에 대한 해석에 비추어 미국의 M&A계약에서는 대체로 제3자로부터 어떠한 거래 제안을 받았음에도 불구하고 기존의 M&A계약에서 예정하고 있는 거래를 진행하거나 제3자로부터 받은 우월한 거래 제안에 따라 새로운 M&A계약을 체결하지 아니하는 것이 이사의 신인의무에 위반되는 결과를 초래한다고 이사회가 성실하게 결의하는 때 Fiduciary-Out를 할 수 있다고 규정하고 있다.⁶⁰

(2) 일본의 경우

본 통합계약에서는 제안 수령자가 제3자 거래 제안을 받았음에도 불구하고 제안 수령자의 이사 또

60 SPX와 General Signal 사이의 합병계약에서의 해당 문구를 발췌하여 소개하면 다음과 같다.

"If...(중략)...the Board of Directors of the Company determines in good faith by a majority vote...(중략)...that

는 감사가 당해 제3자 거래 제안을 검토하지 않는 것이 상법상 이사 또는 감사의 주의의무에 위반되는 결과를 초래한다고 합리적으로 판단하는 경우 제안 수령자는 제3자로부터 수령한 거래 제안의 복사본을 본 통합계약의 상대방 당사자에게 전달하는 등 Fiduciary-Out의 절차에 착수할 수 있다고 규정하고 있다. 다만 이사 또는 감사의 주의의무 위반 여부에 대한 판단과 관련하여 미국에서의 일반적인 Fiduciary-Out 조항의 내용과는 달리 외부의 법률자문 및 재정자문으로부터 의견을 받도록 하고 있지는 않다.

3. Fiduciary-Out의 절차

(1) 미국의 경우

미국에서 체결되는 M&A계약상 Fiduciary-Out을 구체적으로 실행하는 절차는 다음과 같이 이루어지고 있다.

① 대상회사의 이사회는 성실하게 외부의 법률자문 등으로부터 자문을 제공받은 후, 새로운 제안을 수용하기 위하여 기존의 M&A계약을 해제하지 않는 경우에는 당해 이사들의 대상회사 주주들에 대한 신인의무를 위반하는 결과를 초래하게 된다는 점에 대하여 결의하여야 한다.

② 새로운 제안 내용은 우월한 제안(Superior Proposal)이어야 하는바, 이는 기존의 M&A계약에서 예정하고 있는 거래에 비하여 대가에 있어 대상회사의 주주들에게 좀더 이익이 되는 내용의 거래에 대한 제안이어야 하고, 동시에 합리적으로 보아 완결될 수 있는 것이어야 한다. 이러한 점에 대한 이사회의 결의는 전국적으로 보아 그 전문성이 검증된 재정적 자문회사(nationally recognized financial advisor)의 자문 내용에 기초하여 성실하게 이루어진 것이어야 한다.

③ 대상회사는 우월한 제안을 토대로 하여 기존

M&A계약을 해제하고자 하는 경우, 기존 M&A계약상 인수회사에 대하여 해제예정일로부터 상당 기간 이전에 (i) 대상회사가 우월한 제안을 받았다는 사실, (ii) 우월한 제안을 제시한 회사 및 우월한 제안의 거래 조건 및 (iii) 대상회사가 M&A계약을 해제하고 우월한 제안 내용에 따라 새로이 계약을 체결하고자 한다는 사실을 통지하여야 한다.

④ 대상회사는 기존 M&A계약상 인수희망회사에 대하여 기존 M&A계약에서 정하여진 거래 조건을 우월한 제안에서 정해진 거래 조건보다 유리한 조건으로 변경할 수 있는 합리적인 기회를 제공하여야 한다.

⑤ 우월한 제안 내용에 따라 거래하기 위하여 기존 M&A계약을 해제하는 경우 대상회사는 기존 M&A계약상 인수희망회사에 대하여 기존 M&A계약에서 정해진 바에 따라 위약금⁶¹을 지급하여야 한다.

위에서 보는 바와 같이 객관적으로 Fiduciary-Out의 상황이라는 것을 입증하기 위하여 외부의 법률자문(일반적으로 관련 업계에서 상당한 명성을 지닌 로펌인 경우가 많다) 및 재정자문(일반적으로 관련 업계에서 상당한 명성을 지닌 투자은행인 경우가 많다)의 명시

such Company Competing Transaction(제3자로부터의 거래 제안을 의미한다) is a Superior Transaction and is in the best interest of the Company and its shareholders and that failure to enter into such Company Competing Transaction would constitute a breach of the fiduciary duties of the Board of Directors of the Company under applicable law —(하략)."

61 미국의 법원은 위약금의 규모와 관련하여 거래 가치(transaction value, M&A계약에서 정해진 대상회사의 자기자본의 가치에 동 M&A계약에서 예정하고 있는 거래에 따라 인수희망회사에게 이전되는 부채의 금액을 합한 것을 의미한다)의 1~6%에 이르는 위약금은 유효한 것으로 본다. 또한 이러한 범위를 넘어서는 위약금은 다른 거래를 배제하는 효과를 지닌 것으로서 이사의 신인의무에 반하여 그 효력이 부인될 가능성이 높다고 한다. Phelps Dodge 사례에서 법원은 거래 가치의 6.3%에 달하는 위약금은 그 유효성이 문제될 가능성이 크다는 취지로 보았다. Dennis J. Block, 앞의 논문, 92-93면.

적인 의견을 받도록 하고 있다.

(2) 일본의 경우

본 통합계약은 Fiduciary-Out의 절차에 대하여 다음과 같이 규정하고 있다.

① 제안 수령자가 제3자(이하 '거래 제안자')로부터 제3자 거래 제안을 받았음에도 불구하고 제안 수령자의 이사 또는 감사가 제3자 거래 제안을 검토하지 않는 것이 상법상 주의의무에 위반되는 결과를 초래한다고 합리적으로 판단한 경우, 제안 수령자는 그러한 판단 및 제3자 거래 제안의 내용을 본 통합계약의 상대방 당사자에게 통지하여야 한다.

② 상대방 당사자는 그러한 통지를 받는 즉시 제안 수령자와의 사이에서 제3자 거래 제안의 내용에 대한 협의를 개시하여야 한다.

③ 그후 제안 수령자가 거래 제안자와의 사이에서 비밀유지계약(제3자 거래 제안과 관련하여 이루어진 협의 또는 제공된 정보에 관한 비밀의 유지에 관한 계약을 의미한다)을 체결하고 그와 같이 체결된 비밀유지 계약의 사본을 상대방 당사자에게 제공하는 것을 조건으로 하여, 제안 수령자는 거래 제안자와 제3자 거래 제안에 관하여 논의하거나 거래 제안자에게 정보를 제공할 수 있다. 다만 제안 수령자는 거래 제안자에게 일정한 정보를 제공하거나 거래 제안자로부터 일정한 정보를 수령한 경우 다음 날 아침까지 그 사본을 상대방 당사자에게 제공하여야 하며, 거래 제안자와 협상을 한 경우 다음 날 아침까지 그 협상의 상세한 내용을 상대방 당사자에게 알려야 한다.

④ 상대방 당사자는 제안 수령자로부터 위 ①항에 따른 통지를 수령한 날로부터 10일 이내에 양 당사자간의 통합에 대한 새로운 조건을 서면으로 제시할 수 있다.

⑤ 양 당사자는 위 10일간의 기간이 경과한 후 양사간의 통합 조건과 제3자 거래 제안을 비롯한 모

든 상황 등을 고려하여 성실히 협의하여야 한다. 당사자는 이와 같은 협의를 통하여 합의에 이르는 경우(그러한 합의는 합리적인 이유가 없는 한 거절 또는 연기할 수 없다. 다만 합리적인 이유가 없다는 점을 입증할 책임은 제안 수령자에게 있다), (i) 양사간의 합병조건의 변경, (ii) 본 통합계약상 의무의 면제 또는 (iii) 본 통합계약의 해제를 할 수 있다.

이상에서 본 바와 같이 본 통합계약에서는 일정한 사정이 발생한 경우 양 당사자가 합의로 계약을 해제할 수 있도록 규정하고 있는바, 미국의 M&A 관련 계약들에서 당사자 일방에게 해제권을 부여하고 있는 것과는 차이가 있다. 이와 관련하여 본 통합계약상 Fiduciary-Out 조항은 M&A와 관련한 이사의 주의의무에 대하여 아직 충분한 논의가 이루어지지 않은 일본의 현재 상황 하에서 인수희망회사와 대상회사의 이익을 최대한 조화시킨 것이라는 일본 학계의 평가가 있다.⁶²

4. Fiduciary-Out의 법적 효과

미국과 일본의 실제 M&A계약에서는 Fiduciary-Out의 법적 효과로서 대체로 거래보호약정에 의한 대상회사의 의무 면제, 대상회사에 의한 M&A계약의 해제 및 대상회사의 위약금 지급의무 등을 규정하고 있는 것으로 보인다.

V. 결론

이상과 같이 우리나라의 법체계 및 M&A 거래의 실체에 있어서 M&A계약상 거래보호약정과 연관된 Fiduciary-Out 조항의 도입 가능성에 대하여 간략히 살펴보았다. 요컨대 우리나라에서도 M&A계약상

62 岩倉正和/大井悠紀, 앞의 논문(주 59), 33면.

거래보호약정에 관한 대상회사 이사의 주의의무 위반 등으로 인하여 여러 법적 문제점이 발생할 수 있고, 법리적 측면 및 현실적 측면에서 그러한 문제점의 해소를 위한 효과적인 법적 장치로서 Fiduciary-Out 조항의 도입을 적극적으로 고려할 필요가 있다고 생각된다. 비록 아직은 우리나라에서 거래보호약정 및 Fiduciary-Out 조항에 대한 법적 논의와 M&A 실무에서의 이용이 매우 미숙한 단계이기는 하지만, 미국 등 선진국에서의 M&A 거래의 실제 사례들에 비추어 보면 우리나라에서도 점차 M&A에

있어서 인수경쟁이 치열해지고 그와 관련하여 M&A 계약상 거래보호약정을 하는 사례가 증가하면서, 그 과정에서 거래보호약정에 연관된 법률적 분쟁으로 인하여 적지 않은 사회적 비용이 발생할 것으로 예측된다. 이러한 견지에서, 이제 우리나라에서도 M&A계약상 거래보호약정 및 Fiduciary-Out 조항에 관한 법적 논의의 활성화가 필요하며, 실제 M&A 거래에 있어서 인수희망회사와 대상회사가 M&A계약을 체결하고 M&A를 추진해 가는 과정에서 그러한 법적 논의를 충분히 고려할 필요가 있다고 본다.

