

[우수논문 선정]

# 企業引受合併상 去來保護를 위한 約定에 관한 研究

- 獨占交渉權 및 違約金 관련 約定을 中心으로 -

金秉台\*

〈目 次〉

- |                    |                                  |
|--------------------|----------------------------------|
| I. 序 論             | III. 去來保護約定의 履行 및<br>不履行에 關聯된 問題 |
| II. 去來保護約定의 法律的 效力 | IV. 結 論                          |

〈요 약〉

우호적 인수합병의 과정에서, 인수희망자와 대상회사가 주로 거래의 종결을 확실히 하기 위한 목적으로 거래보호약정을 체결하는 경우가 종종 있다. 그런데, 거래보호약정은 인수합병과 밀접하게 연관되고 대상회사 주주들에게 중대한 영향을 미칠 수 있다는 점에서 그 법률적 효력과 관련하여 많은 법적 쟁점이 제기될 수 있다. 기본적으로 거래보호약정은 당사자 사이의 합의이기 때문에 그에 대하여는 계약법의 일반원리가 적용될 것이나, 회사법적 관점에서 대상회사의 이사가 거래보호약정에 관하여 어느 정도의 재량권을 행사할 수 있는지의 문제가 중요한 법적 쟁점의 하나이다. 인수합병상 거래보호약정의 본질적이고 긍정적인 기능을 고려하여 대상회사의 이사들에게 그에 관한 재량권을 인정하는 것이 타당하지만, 그러한 권한의 행사가 부당하여 대상회사와 주주들의 최선의 이익에 부합하지 않는다고 인정되는 경우에는 이사의 권한남용 또는 주의의무 위반으로 인한 여러 법적 문제가 발생할 수 있다. 그리고, 거래보호약정에 관한 이사의 주의의무 위반 여부의 판단과 관련하여, 종래 외국

\* 法務法人 世宗 辯護士

주) 우수논문은 특집을 제외한 공모논문을 대상으로 선정하였음.

의 판례와 학설에 의하여 많은 기준들이 제시되고 있으나, 이 글에서는 정형화된 기준보다는 그러한 판단에 있어서 고려될 필요가 있는 주요한 사정들을 제시하였다. 또한, 거래보호약정의 법률적 효력에 대한 분석에 있어서는 이러한 일반적인 계약법 및 회사법적 쟁점 이외에도 특례규정 또는 증권관계법령에 의한 실체법적 규제 또는 공시의무 등이 고려될 필요가 있으며, 인수합병의 거래단계에 따른 특성도 반영될 필요가 있다. 나아가, 이 글에서는 거래보호약정의 체결 이후 그 이행 또는 불이행과 관련하여 제기될 수 있는 일정한 법적 쟁점도 살펴 보았다. 한편, 이상과 같은 거래보호약정을 둘러싼 법리적 쟁점의 검토에 있어서는 계약법적 가치와 회사법적 가치의 충돌에 대한 합리적 조정 및 효율적 인수합병의 달성을 위한 이사회 의 재량권 인정과 대상회사 주주들의 보호가 조화를 이룰 수 있는 균형점의 모색이라는 정책적 고려가 수반되어야 할 것이다.

〈주제어〉 우호적 인수합병, 거래보호약정, 독점교섭권, 위약금, 이사의 주의의무

## I. 序 論

최근 적대적 기업인수합병<sup>1)</sup>에 대한 방어행위와 관련하여 사회적으로 많은 관심이 모아지고, 학계에서도 많은 연구가 이루어지고 있다. 일본에서는 자국기업에게 적대적 인수합병에 대한 적절한 방어책을 제공해야 한다는 여론에 따라 관련제도를 개선하였고, 우리나라에서도 적대적 인수합병과 관련하여 새로운 제도의 도입 및 기존 제도의 개선을 요구하는 목소리가 높다. 그러나, 비록 적대적 인수합병의 시도와 그에 의한 기업결합이 수적으로 많이 증가한 것은 사실이지만, 대다수의 기업결합은 여전히 우호적 인수합병의 방식으로 이루어지고 있다<sup>2)</sup>.

우호적 인수합병은 통상 수개월 또는 그 이상의 기간동안 대상회사에 대한 실사, 당사자들 사이의 협상, 인수합병계약의 체결 및 주주총회의 승인 등 거래의 종결(closing)까

- 1) 기업인수합병 내지 Mergers & Acquisitions라는 용어는 인수기업이 대상기업의 경영에 참가하고 경영권을 취득하는 것을 목적으로 하는 거래를 의미하는데, 합병, 주식교환, 영업양도와 같은 회사의 조직재편행위와 회사의 주식을 취득하는 지분매수행위를 포함하는 넓은 의미로 사용되고 있다(기업가치연구회, 企業價值報告書, 24면). 이 글에서도 기업인수합병을 이러한 의미로서 사용하되, 이를 줄여서 “인수합병”이라고 부르기로 한다.
- 2) Heath Price Tarbert, "Merger Breakup Fees: A Critical Challenge to Anglo-American Corporate Law", Law & Pol'y Int'l Bus. Vol.34 (2003), 629면 및 상계보고서, 10면. 실제 2004년 한해 동안 우리나라에서 이루어진 10대 기업결합도 모두 우호적인 것이었다(공정거래위원회, “2004년 기업결합동향 및 주요특징”, 2005. 4, 11면 참조).

지 여러 단계의 과정을 거쳐서 이루어진다. 그런데, 우호적 인수합병은 당사자들이 계획한 대로 순조롭게 종결될 수도 있으나, 상기와 같이 거래가 종결되는 시점까지 짧지 않은 기간이 소요되기 때문에 대상회사와 종래 인수합병을 추진해 오던 인수희망자를 거래의 과정에서 탈락시키고 대상회사와 인수합병을 하려는 제3자가 개입<sup>3)</sup>하는 등의 사유로 인하여 거래가 중도에 결렬될 가능성이 적지 않다. 이러한 견지에서, 인수합병을 추진하는 당사자들이 거래를 보호하기 위한 조치(deal protection measures 이하 “거래보호조치”)에 관련된 약정(이하 “거래보호약정”)을 체결하는 경우가 있는데<sup>4)</sup>, 이러한 약정은 본질적으로 우호적 인수합병의 과정에서 경쟁적 인수희망자의 개입 등에 의한 거래의 결렬로 인하여 당사자에게 발생할 수 있는 손해와 위험을 적절히 분산하고 거래의 종결을 확실히 함으로써 원활한 인수합병을 촉진하는 데에 일차적 의미<sup>5)</sup>가 있다고 할 수 있다. 보편적으로 사용되는 거래보호조치로서는 비밀유지 또는 최선의(성실한) 노력(best(good faith) effort)의 의무 부과, 독점교섭권, 배타적 정보제공, 실사(due diligence) 비용 등 일정한 비용의 보상, 위약금(breakup fee 또는 termination fee) 및 주식이나 자산의 매수권((stock or asset) lock-up) 등<sup>6)</sup>이 있는데<sup>7)</sup>, 거래보호조치의 유형 및 구체적

- 3) 미국에서는 인수합병계약의 체결 이후 경쟁적 인수희망자들이 등장하는 것이 인수합병의 종결에 있어서 보편적인 위험이 되었다고 하며(Robert E. Spatt, "The Four Ring Circus - Round Nine: A Further Updated View of the Mating Dance Among Announced Merger Partners and an Unsolicited Second or Third Bidder", Publication by Simpson Thacher & Bartlett LLP (2005), 1면. 이 논문은 최근 실제 미국에서 대상회사와 기존 인수희망자 사이의 인수합병을 방해하는 경쟁적 인수희망자의 개입행위(이른바 “deal-jumping”)의 다양한 사례를 소개하고 있다), 영국에서도 최근 경쟁적 인수합병의 상황의 발생이 갈수록 증가하는 추세라고 한다(David Higgins, “Legal framework encourages competitive bids”, Supplement to IFLR guide to M&A 2004 (2004), 193면). 한편, 일본에서는 후술하는 UFJ 사건 이전까지는 경쟁적 인수합병과 관련하여 문제된 사례가 거의 없었다고 한다(岩倉正和·大井悠紀 (이하 “岩倉正和”), “M&A取引契約における被買収会社の株主の利益保護(下(1))”, 商事法務 (2005. 11. 15), 30면).
- 4) 미국이나 영국에서는 인수합병의 당사자들이 거래의 진행과정에서 거래보호약정을 하는 것이 상당히 보편화되어 있는 것으로 보인다.
- 5) David B. Chubak, “Locking in the lock-up?: Orman v. Cullman & Corporate Deal Protection Measures”, N.Y.U. J. L. & Bus. Vol.1 (2005), 459면, 460면 참조
- 6) Judd F. Sneirson, “Merger Agreements, Termination Fees, and the Contract-Corporate Tension”, Colum. Bus. L. Rev. Vol.2002 (2002), 578면-580면에서는 거래보호조치를 이행에 관련된 것 및 손해배상에 관련된 것 등 크게 두 가지 유형으로 분류하고 있다. 한편, 개별 거래보호조치의 구체적인 내용 등 거래보호조치의 일반적 사항에 관하여는 Dennis J. Block, “Public Company M&A: Recent Developments in Corporate Control, Protective Mechanisms and Other Deal Protection Techniques”, Contests for Corporate Control 2006 (2006), 81면-121면 참조.
- 7) 우리나라에서도 종래 인수합병과 관련하여 인수합병계약의 체결 이전에 양해각서

인 내용은 당사자들 사이의 협상력 차이, 인수합병의 당사자가 공개회사인지 아니면 비공개회사인지 여부<sup>8)</sup> 또는 관련산업에 대한 정부규제의 정도<sup>9)</sup>등의 여러 요소에 의하여 영향을 받는다.

그런데, 거래보호약정은 인수합병과의 밀접한 관련성으로 인하여 그것이 체결되고 이행되는 과정에서 대상회사, 기존 인수희망자, 경쟁적 인수희망자 및 그들의 이해관계인 등을 둘러싼 여러 복잡한 법률적 문제를 발생시킬 수 있는바, 이 글은 거래보호약정과 관련하여 문제되거나 고려될 필요가 있는 법률적 사항의 개괄적 검토에 중점을 두고 있다. 아래에서는 우선 당사자 사이에 체결된 거래보호약정의 법률적 효력에 관한 쟁점을 분석하고, 나아가 약정의 체결 이후 약정의 이행 및 불이행시 구제수단과 관련하여 문제될 만한 법률적 쟁점을 살펴보기로 한다. 다만, 보다 효율적이고 집중적인 논의를 위하여 이 글에서는 다음의 사항을 전제하고자 한다. 첫째, 다양한 내용의 거래보호조치 중에서 실제 인수합병의 과정에서 자주 사용되고 많은 관련 논의가 이루어지고 있는 독점 교섭권 및 위약금을 주요한 검토의 대상으로 하였다. 둘째, 거래보호약정은 인수합병의 당사자들 상호간에 거의 동등한 권리와 의무를 가지도록 하는 내용<sup>10)</sup>일 수도 있으나 여기에서는 주로 대상회사가 인수희망자에게 거래보호를 위하여 부담하는 의무의 측면에 중점을 두었다. 셋째, 거래보호약정에 의한 보호의 대상이 되는 인수합병은 합병 또는 영업양도와 같이 대상회사와 인수희망자가 그 당사자가 되고 대상회사의 주주총회에서 최종적으로 그에 대한 승인권을 가지는 경우로 제한하였다.

(MOU(Memorandum of Understanding) 또는 LOI (Letter of Intent))의 차원에서 비밀유지 또는 실사비용의 보상에 관한 합의를 하거나 인수합병계약의 확약조항(covenant clause)상 당사자들에게 성실한 노력의 의무를 부과하는 경우가 적지 않으나, 이러한 장치들은 경쟁적 인수희망자의 개입으로 인한 거래결렬 위험의 방지보다는 당사자들의 보다 충실한 의무이행의 유도를 주된 목적으로 하지 않았나 생각된다.

- 8) 공개회사는 증권관계법령에 따라 회사에 관한 중요한 정보가 이미 일반에 공시되어 있고 거래보호약정에 대하여서도 회사가 일정한 공시의무를 부담할 수 있다는 점에서 거래보호약정의 내용 및 체결시점 등과 관련하여 비공개회사와 차별화될 수 있다(松本真輔, "友好的M&A取引における取引保護条項(上)", 國際商事法務, Vol.31, No.7 (2003. 7), 935면 및 Richard May, "Break fees: an international perspective", Supplement to IFLR guide to M&A 2005 (2005), 9면 참조).
- 9) John C. Coates IV & Guhan Subramanian, "A Buy-Side Model of M&A Lockups: Theory and Evidence", Stan. L. Rev. Vol.53 (2000), 393면, 394면 참조.
- 10) 실제 이러한 상호적 거래보호조치가 이루어지는 사례도 많고, 오히려 인수희망자가 거의 일방적으로 대상회사에 대하여 거래보호를 위한 의무를 부담하는 사례도 있다.

## II. 去來保護約定の 法律的 效力

거래보호약정은 기본적으로 당사자들 사이의 계약이므로 특별한 사정이 없는 한 계약 자유의 원칙에 따라 합의된 내용대로 그 법률적 효력을 인정할 수 있을 것이다<sup>11)</sup>, 다른 한편 거래보호약정에 관련된 행위는 대상회사 이사들의 업무집행이라는 점에서 회사법적 관점에서의 분석이 필요하다. 또한, 여러 단계를 거치는 인수합병의 특성상 쟁점의 명확성과 검토의 효율성 차원에서 거래단계에 따른 분석이 이루어질 필요가 있다. 이러한 견지에서, 아래 1.항에서는 우선 거래보호약정과 관련하여 일반적으로 고려될 만한 법률적 쟁점을 살펴보고, 2.항에서 거래단계의 특성에 따라 고려될 만한 법률적 쟁점을 검토하기로 한다.

### 1. 일반적인 법률적 고려사항

#### 가. 계약법적 관점에서의 고려사항

##### (1) 약정의 유효성에 관한 문제

거래보호약정이 계약으로서 온전한 법적 효력을 갖기 위해서는 이사회가 거래보호약정의 체결을 결정할 수 있는 권한을 가지고 있는지 여부를 우선 검토할 필요가 있다<sup>12)</sup>. 그러나, 이 문제는 거래보호약정의 특성상 주로 회사법적 관점에서의 분석이 필요하기 때문에 아래 나.항에서 상세히 검토한다.

다음으로, 거래보호약정이 강행법규(예컨대, 민법 제103조)에 위반하여 무효로 되는지 여부를 살펴볼 필요가 있다. 일반론으로서 거래보호조치가 사회통념상 용인될 수 있는 범위를 넘어 부당하게 대상회사의 손실을 초래하면서 인수희망자의 이익을 보호하는 내용인 경우에는 공서양속의 위반 등을 이유로 무효라고 인정될 수도 있을 것이나, 그에 대한 판단은 개별 거래보호약정이 체결된 배경 및 그 구체적 내용에 따라 이루어지게 될 것이다.

11) 실무상 거래보호약정을 포함하는 양해각서에 법적 구속력이 없다고 명시되는 경우가 많으나, 이러한 경우에도 양해각서상 거래보호약정에 대하여는 법적 구속력이 인정된다는 취지의 예외조항이 포함되는 사례가 많다(Marla A. Hoehn, "Letter of Intent, Confidentiality and Standstill Agreements", *Drafting Corporate Agreements 2004-2005* (2005), 639면, 644면).

12) May, 전계논문, 10면.

(2) 約定의 불명확성에 관한 문제

거래보호약정의 내용이 불명확한 경우 그 내용을 어떻게 확정할 것인지 또는 양해각서 또는 인수합병계약상 거래보호약정에 관한 명문의 규정이 없는 경우 인수합병의 당사자들에게 성실한 협상의무를 인정할 수 있는지 여부 등이 문제될 수 있다. 특히, 이러한 문제들은 아직 당사자들 사이에서 인수합병의 조건에 대한 세부적 협의가 이루어지지 못한, 인수합병계약의 체결 이전의 단계에서 제기될 여지가 많은데<sup>13)</sup>, 그에 대한 법적 분석은 대체로 당사자들의 의사 해석 또는 계약교섭 또는 준비단계에서 부과되는 거래상대방에 대한 의무<sup>14)</sup>의 차원에서 다루어질 수 있을 것이다.

한편, 독점교섭권과 같은 특정의 거래보호조치에 대한 명시적 합의없이 단순히 대상회사가 인수합병계약의 체결, 주주총회의 승인 또는 인수합병의 성사 등 일정한 목표의 달성을 위해 최선의 노력 또는 성실한 노력<sup>15)</sup>을 경주할 의무<sup>16)</sup>를 부담하기로 하는 거래보호약정이 체결된 경우, 대상회사에 대하여 구체적으로 어느 정도의 의무가 부과될 수 있는지 여부(예컨대, 배타적 협상의 의무가 부과될 수 있는지 여부)가 문제될 수 있다. 생각건대, 그 내용의 불확정성으로 인하여 대상회사가 이러한 약정에 의하여 부담하는 의무의 범위<sup>17)</sup> 및 그 약정상 의무의 위반여부에 대한 판단은 쉽지 않을 것이며, 구체적 사

13) 비록 인수합병상 거래보호약정에 관한 주제를 위주로 한 것은 아니지만 E. Allan Farnsworth, "Precontractual Liability and Preliminary Liability and Preliminary Agreements: Fair Dealing and Failed Negotiations", Colum. Bus. L. Rev. Vol.1987 (1987)에서는 거래당사자들이 본계약 또는 정식계약을 체결하기 이전에 체결하는 예비계약 (preliminary agreement)상 배타적 협상의무 등 당사자들의 의무를 상세히 분석하고 있다(배타적 협상의무 및 제3자의 개입으로 인한 협상중단 등의 문제에 관하여는 주로 263면, 264면, 279면, 280면, 283면, 284면 참조).

14) 박준서(편집대표), 주식민법(채권각칙I) (1999), 220면-226면 참조.

15) 인수합병의 실무상 이러한 의무의 정도는 당사자 사이의 협상에 따라 다양하게 정해질 수 있다(Gavin D. Solotar, "Acquisition Agreement", Drafting Corporate Agreements 2006 (2006), 219면 참조).

16) 미국에서도 이러한 의무의 구체적 범위에 관하여는 획일적 기준이 확립되어 있지 않으나, 최선의 노력의 의무는 종종 그 의무를 부담하는 자의 이익이 저해되는 경우에도 권리자의 계약상 이익을 최대화해야 하는 것으로 해석되고 있으며, 대체로 성실한 노력의 의무가 최선의 노력의 의무보다는 경미하다고 인식되는 것으로 보인다(Stephen M. Bainbridge, "Exclusive Merger Agreements and Lock-Ups in Negotiated Corporate Acquisitions", Minn. L. Rev. Vol.75 (1990), 243면). 한편, 대상회사가 미국 델러웨어주를 설립지로 하는 경우에는 합병에 관한 거래보호약정상 주로 대상회사의 이사들이 주주총회에서 합병계약이 승인될 수 있도록 당해 거래를 계속하여 주주들에게 추천해야 하는 의무를 부담하는 내용으로 정해지는 경우가 많은데, 이는 델러웨어주 회사법상 합병계약의 당사회사의 이사회는 주주들에 대하여 합병계약의 추천여부에 대한 입장(advisability)을 표명할 의무를 지기 때문이다(Section 251(b)).

17) Farnsworth, 전제논문, 264면-267면에 의하면 미국의 일부 법원들이 예비계약상 명시된 본계

정에 따라서는 이러한 약정은 당사자를 법률적으로 구속하려는 것이 아니라 단지 신사협정 또는 선언적 의미를 지닌 것에 불과하다는 해석도 가능할 여지가 있다고 본다. 다만, 대상회사가 기존인수희망자에게 인수합병을 위해 필요한 협조를 거의 제공하지 않으면서(예컨대, 대상회사가 실사를 위해 필요한 자료조차 제공하지 않거나 정부인허가를 얻기 위해 필요한 협력을 하지 않는 경우 또는 인수합병계약을 체결하고서도 그에 대한 대상회사 주주들의 승인을 얻기 위한 주주총회를 소집하지 않는 경우) 일방적으로 기존인수희망자와의 교섭을 중단하는 등 사회통념상 명백히 인수합병의 성사를 위한 노력을 태만히 하였다고 인정되는 경우에는 ‘최선의 노력’ 또는 ‘성실한 노력’의 의무의 불이행을 이유로 한 기존인수희망자의 손해배상 청구가 인정될 가능성이 있겠으나, 약정 문언의 추상성 및 후술하는 거래보호약정과 관련된 이사회 재량에 대한 회사법적 제한<sup>18)</sup> 등에 비추어 볼 때 그러한 약정을 기초로 대상회사에게 배타적 교섭의무에 준하는 정도의 의무를 인정하기는 쉽지 않을 것이다.

### (3) 거래보호조치의 유형별 검토

#### (가) 독점교섭권의 경우

독점교섭권<sup>19)</sup>에 관하여는 우선 대상회사가 적극적으로 새로운 인수희망자를 모색하거나 그에게 인수합병을 권유하는 행위를 금지하는 것(no-shop)뿐만 아니라 대상회사가 소극적으로 제3자로부터의 인수합병에 관한 제안과 관련하여 그러한 제안에 응답을 하거나 그와 접촉을 하는 행위조차 금지하는 것(no-talk)도 허용되는지 여부가 문제된다. 이와 관련하여, 미국에서는 전자의 경우는 일반적으로, 특히 후술하는 Fiduciary-Out조항(아래 III.1.가.항 참조)과 결부되어 별 문제 없이 허용될 수 있는 것으로 인식되고 있으나<sup>20)</sup>, 후자의 경우에는 전자에 비하여 대상회사의 자유를 더욱 제한하게 된다는 점에

---

약 체결을 위한 최선의(성실한) 협상 의무의 범위가 불명확함을 이유로 그러한 의무에 관한 약정의 집행가능성(enforceability)을 부인하였다고 한다.

- 18) Paul L. Regan, "Great Expectations? A Contract Law Analysis for Preclusive Corporate Lock-Ups", *Cardozo L. Rev.* Vol.21 (1999), 22면-32면에서는 미국의 법원들이 인수합병계약상 '최선의 노력'의 의무를 부과하는 조항을 이사의 회사 및 주주들에 대한 의무와의 관계에서 어떻게 파악하고 있는가에 관하여 설명하고 있다.
- 19) 독점교섭권에 관한 약정은 보편적으로 일방 당사자가 타방 당사자 이외의 제3자와 일정한 기간동안 협상하지 않을 의무를 부담하는 내용으로 정해진다(Farnsworth, 전제논문, 279면).
- 20) Karl F. Balz, "No-Shop Clauses", *Del. J. Corp. L.* Vol.28 (2003), 545면, 546면 및 Kimberly J. Burgess, "Gaining Perspective: Directors' Duties in the Context of "No-Shop" and "No-Talk" Provisions in Merger Agreements", *Colum. Bus. L. Rev.* Vol.2001 (2001), 433면.

서 그 허용가능성에 대하여 논란이 있는 것으로 보인다. 즉, 주로 회사법적 관점에서의 분석이기는 하지만, no-talk조항은 그 자체로서 위법한 것이 아니며 특히 적절한 Fiduciary-Out조항과 결부되는 경우에는 그 허용 가능성을 넓게 인정할 수 있다는 견해가 다수인 것으로 보이나<sup>21)</sup>, no-talk조항의 경우 이사가 충분한 정보를 수집하여 결정(informed decision)을 내려야 할 의무를 의도적으로 방기하는 것이므로 실제 별 의미가 없는 Fiduciary-Out조항의 유무와 상관없이 그 유효성을 인정하기 어렵다는 견해<sup>22)</sup>도 제시되고 있다. 한편, 델러웨어주 대법원은 QVC사건<sup>23)</sup>에서 기업지배권의 변동(change of control)이 있는 경우 Fiduciary-Out조항과 결부된 no-talk조항의 유효성을 부인하는 취지로 판시하였고, 델러웨어주 형평법원은 지배권의 변동이 없는 상황에서 no-talk조항의 유효성에 대하여 부정적 입장을 취한 결정과 긍정적 입장을 취한 결정으로 나누어져 있는 것으로 보인다<sup>24)</sup>.

그리고, 독점교섭권의 기간이 불합리하게 장기인지 여부<sup>25)</sup> 및 부당하게 장기간 존속하는 독점교섭권의 효력을 전면적으로 부인할 것인지 아니면 법원이 합리적으로 단축된 기간의 범위에서 그 유효성을 인정할 수 있을 것인지 여부 등이 문제될 수 있다. 생각건대, 기간의 과도성에 대한 절대적 기준은 있을 수 없고 그에 대한 판단은 독점교섭권의 목적이 달성될 때까지 소요되는 보편적 기간 및 약정체결 당시 거래당사자가 처한 개별 사정에 의존해야 할 것이다. 그리고, 독점교섭권의 존속기간이 사회통념상 허용될 수 있는 범위를 넘는 것으로 인정되는 경우, 독점교섭권의 일반적인 취지와 기능에 비추어 볼 때 법원이 독점교섭권 전체를 무효라고 판단하기 보다는 인수희망자와 대상회사의 의사를 합리적으로 해석하여 적정한 기간으로 제한된 독점교섭권을 허용할 수 있는 여지가 있다고 본다(민법 제137조 참조).

#### (나) 위약금의 경우

먼저, 위약금<sup>26)</sup>의 발생사유와 관련하여, 인수희망자가 대상회사에게 위약금을 청구하

21) Balz, 전계논문, 536면, 545면, 546면 참조.

22) Burgess, 전계논문, 434면, 469면-471면.

23) Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc., 637 A. 2d 34 (Del. Supr. 1994).

24) 이 결정들에 관한 상세한 분석은 Mark A. Morton et al., "Recent Delaware Law Developments Concerning No-Talk Provisions-From "Just Say No" to "Can't Say Yes"?", Publication by Potter Anderson & Corroon (2000) 참조.

25) 미국의 경우, 델러웨어주 법원은 최근까지 독점교섭권의 기간 자체에 관한 문제를 다루어 오지 않다가 근래 Orman 사건(Orman v. Cullman 2004 WL 2348398 (Del. Ch. 2004))에서 형평법원이 18개월의 배타적 협상기간은 그 자체로서 불합리한 것이 아니라는 판단을 내렸다고 한다(Chubak, 전계논문, 486면).



려면 그의 귀책사유가 있어야 하는지 여부가 문제될 수 있다. 미국의 인수합병계약상 위약금의 발생사유는 계약상 보장(warranty) 및 확약의 위반 또는 주주총회에서의 합병 불승인 등 여러가지가 있으나, 그러한 사유들의 가장 공통적인 요소는 일방 당사자가 고의로 의무를 불이행하거나 과실로 인수합병을 종결하기 위해 필요한 조치를 취하지 않는 것이라고 한다<sup>27)</sup>. 우리나라의 경우, 민법상 위약금은 위약금 약정의 목적에 따라 위약벌 또는 손해배상액의 예정 등에 해당할 수 있는데<sup>28)</sup>, 전자의 경우에는 귀책사유를 요건으로 한다는 해석이 일반적이거나 후자의 경우에는 귀책사유의 요건성에 대한 해석이 일치하지 않는 것으로 보인다<sup>29)</sup>. 위약금의 청구를 위하여 그 성질과는 상관없이 대상회사의 귀책사유가 필요하다는 견해에 의하면, 거래보호약정상 대상회사가 통제할 수 없는 사정(예컨대, 대상회사의 노력에도 불구하고 인수합병에 필요한 정부인허가를 취득하지 못하게 된 경우)이 위약금의 발생사유로 되어 있는 경우에는 적어도 인수희망자가 위약금의 법리에 기초하여 위약금을 청구하기는 어려울 것이다.

한편, 독점교섭권에 관하여 살펴본 바와 같이, 위약금의 액수가 불합리하게 과도한지 여부<sup>30)</sup> 및 부당하게 과도한 위약금을 어느 범위에서 인정할 수 있을 것인지<sup>31)</sup>가 문제될 수 있다. 생각건대, 위약금 액수의 부당성은 거래보호약정의 불이행으로 인하여 인수희

26) 거래보호조치로서의 위약금은 통상 대상회사가 배타적 교섭의무 등 거래보호약정에 의하여 부과된 일정한 의무를 이행하지 않은 경우에 지급되는 금전을 말한다(Block, 전제논문, 97면).

27) Tarbert, 전제논문, 639면.

28) 만일 거래보호조치가 Fiduciary-Out조항과 결부되어 일정한 사정하에 대상회사의 거래보호약정상 의무 자체가 면제됨에도 불구하고 대상회사가 여전히 위약금을 지급해야 하는 경우에는 위약금이 채무불이행에 대한 제재 또는 그로 인한 손해의 배상이라기 보다는 계약의 해제권을 유보하기 위한 대가로서 해약금에 유사한 성질을 가지는 것으로 파악될 수 있을 것이다.

29) 박준서(편집대표), *주식민법(채권총칙 I)* (2000), 663면, 664면, 674면.

30) 미국 델라웨어주 법원들은 인수합병의 거래가를 기준으로 일정한 수준을 넘지 않는 위약금을 적정하다고 인정해 왔는데, 대법원은 Kysor 사건(Kysor Industrial Corp. v. Margaux, Inc., 674 A.2d 889, (Del. Supr. 1996))에서 인수희망자에 의하여 제시된 대가의 1% 내지 5%에 해당하는 액수로 정해진 위약금은 합리적이라고 판단하였고, 형평법원은 Phelps Dodge 사건(Phelps Dodge Corp. v. Cyprus Amax Minerals Co., Nos. CIV.A. 17398, CIV.A. 17383, CIV.A. 17427, 1999 WL 1054255 (Del. Ch. 1999))에서 거래가의 6.3%에 해당하는 액수의 위약금은 합리적 범위를 벗어날 가능성이 있다는 취지로 판시하였다.

31) 델라웨어주 대법원은 Bell Atlantic 사건(Lionel I. Brazen v. Bell Atlantic Corp. 695 A.2d 43 (Del. Supr. 1997))에서 거래보호조치로서의 위약금 약정의 유효성을 주로 계약법적 관점에 입각하여 손해배상액의 예정(liquidated damage)에 관한 법리의 측면에서 판단하고 그 유효성의 인정요건을 구체적으로 제시하였다(이에 대한 자세한 분석은 Thomas A. Swett, "Merger Terminations after Bell Atlantic: Applying a Liquidated Damages Analysis to Terminations Fee Provisions", U. Colo. L. Rev. Vol.70 (1998), 참조).

망자가 입게 되는 손해의 정도 등 제반 사정을 참작하여 사회통념에 따라 결정되어야 할 것이다<sup>32)</sup>. 그리고, 위약금의 액수가 부당히 과도한 경우, 그것이 손해배상의 예정액에 해당한다고 인정되는 때에는 민법 제398조 제2항에 따라 법원이 적당히 감액하여 유효성을 인정할 수 있을 것이나, 위약벌에 해당한다고 인정되는 때에는 명문의 관련규정이 없어서 부당하게 과도한 위약벌에 대한 법원의 재량감액이 허용되지 않는다는 견해와 법원이 그러한 위약벌의 금액을 공서양속에 위반되지 않는 정도로 감액할 수 있다는 견해가 대립하고 있다<sup>33)</sup>.

(다) 회사법적 관점과의 연관성

후술하는 회사법적 관점에서는 거래보호약정상 독점교섭권의 기간이 과도하게 장기로 되어 있거나, 위약금의 발생사유 또는 그 금액이 부당하게 대상회사에 불리하게 되어 있다는 사정은 대상회사 이사들이 회사와 주주들에 대한 주의의무를 위반하였다는 주요한 표지의 하나가 될 수 있을 것이다.

나. 회사법적 관점에서의 고려사항

거래보호조치를 일면적으로 파악하는 경우에는, 예컨대 거래보호약정이 기업의 일상적 사업활동의 과정에서 체결되는 계약(주주총회의 결의를 요하지 않는 자산처분, 담보제공 또는 보증계약 등)과 마찬가지로 인수합병의 당사자 사이에서 체결되는 약정에 불과하고 인수합병이 원활히 이루어지면 별 문제가 되지 않으므로 이사회와 일반적 업무집행과 동일한 차원에서 다루어지면 된다거나, 오히려 정반대의 입장에서 거래보호약정이 회사 및 그 주주들<sup>34)</sup>에게 중대한 영향을 미치고 주주들의 인수합병에 대한 의사결정권을 침해할 수 있기 때문에 그에 관한 이사회와 재량권을 부인해야 한다는 결론에 이를 수도 있다. 그러나, 인수합병상 자주 이용되는 독점교섭권 또는 위약금 등의 일정한 거래보호 조치는 그 자체가 주주총회의 결의사항에 해당하지는 않는 반면, 그것이 인수합병과 긴밀히 연관됨으로써 대상회사와 그 주주들의 이익에 중대한 영향을 미칠 수 있다는 점 및 이사들이 거래보호조치를 통하여 우호적 인수합병의 과정에서 개인적 이익을 추구할 가능성 등의 다면적 특수성<sup>35)</sup>을 가진다. 따라서, 그에 대하여는 보다 면밀한 회사법적 분석이 필요하다고 생각된다. 다만, 회사법적 분석에 치중하는 경우 거래보호약정 당사

32) 박준서, 전제 주석민법(채권총칙 D), 670면, 671면.

33) 상계서, 674면, 675면.

34) 이사가 주의의무를 부담하는 인적 범위에 대한 견해가 일치하는 것은 아니지만, 이 글에서는 이사가 회사와 주주들에 대하여 주의의무를 부담하는 것을 전제로 한다.

35) Balz, 전제논문, 518면, 519면.

자들의 의도가 무시됨으로써 거래의 안전을 해할 수도 있으며, 따라서 기본적으로 계약 법적 가치와 회사법적 가치 사이의 긴장관계를 어떻게 합리적으로 조정할 것인가에 대한 고려가 필요하다.

(1) 거래보호조치에 관한 이사의 재량권 및 권한남용(주의의무<sup>36</sup> 위반)에 관한 기준<sup>37</sup>)

(가) 미국에서의 논의

(a) 인수합병에 있어서 이사의 주의의무에 적용되는 일반적 기준

미국에서는 일반적으로 경영판단의 원칙(business judgment rule)에 입각하여 이사의 업무집행에 대하여 광범위한 재량을 인정하고 있으며, 인수합병에 있어서도 대체로 이사

- 
- 36) 상법상 이사의 의무는 통상 선량한 관리자의 주의의무(duty of care, 상법 제382조 제2항, 민법 제681조)와 충실의무(duty of loyalty, 상법 제382조의3)로 대별되고, 미국에서는 대체로 위 두 가지 의무를 포함하는 신임의무(fiduciary duty)가 이사의 의무로서 부과되고 있다(손주찬·정동윤(편집대표), *주식상법(회사 III)* (2003), 168면, 169면). 이와 관련하여, 우리 상법이 영미법상 신임의무를 수용했다고 볼 수는 없으나 이사의 주의의무에 관한 규범을 운용함에 있어 신임의무의 규범원리를 원용할 여지가 있으며, 이사의 충실의무는 선관의무를 구체화한 것이라는 해석이 다수견해인 것으로 보인다(정호열 외 2인, *이사의 손해배상책임과 제한에 관한 연구* (2003), 25면, 26면). 이 글에서는 논의의 목적상 위 두 가지 의무를 모두 포함하는 이사의 의무로서 “주의의무”라는 용어를 사용하기로 한다.
- 37) 이사의 권한남용과 주의의무 위반은 그 개념이 다른 것이기 때문에, 원칙적으로 권한남용의 기준과 주의의무 위반의 기준을 동일시할 수는 없을 것이다(곽병훈, “미국 회사법의 경영판단원칙”, *재판자료 제98집* (2002), 153면, 154면). 그런데, 실제 미국 등 외국에서 거래보호약정과 관련하여 주로 제기되는 법적 쟁점은 기본적으로 인수합병의 일방 당사회사의 이사회가 거래보호약정의 체결 등에 관한 의사결정을 하고 관련 업무집행을 하는 과정에서 회사와 주주의 이익을 위해 권한을 적정하게 행사하였는지 여부에 초점이 맞추어져 있다. 그리고, 이사가 자신에게 주어진 권한을 남용하는 행위는 거의 예외 없이 주의의무 위반에 해당할 수 있을 것이다(Balz, *전개논문*, 557면). 그렇다면, 적어도 거래보호약정에 관련된 주요한 법적 쟁점을 논함에 있어서 문제되는 이사의 주의의무 위반은 대체로 권한남용에 준하는 것으로 전제하여도 별 무리가 없지 않을까 생각한다. 한편, 우리나라에서는 적대적 인수합병에 대한 이사회 방위행위와 관련하여 이사의 권한남용과 이사의 의무 위반에 관한 기준을 동일시하여 논의를 전개하는 견해가 있으며(송종준, “M&A에 대한 주요 방위대책”, *상사법연구 제14집 제1호* (1995), 213면, 214면, 박준·허영만, “적대적 M&A의 방어와 관련한 법적 규제”, *人權과正義 Vol.252* (1997. 8) 80면 및 이홍철, “상장회사의 적대적 M&A에 대한 방어행위”, *재판자료 제91집* (2001), 461면, 462면), 나아가 우리나라 법원의 판결 중에도 이사의 재량권의 일탈과 주의의무 위반을 동일한 차원에서 다루고 있는 것이 있다(제일은행의 주주들이 이사들을 상대로 제기한 대표소송에서의 1심 법원(서울지법 1998. 7. 24. 선고 97가합39907 판결)의 판단. 보다 자세한 내용은 곽병훈, *상계논문*, 153면 참조).

회에게 넓은 권한을 인정하고 있다. 그러나, 인수합병에 있어서는 이사회에 넓은 권한을 인정하는 경우 한편으로 대리인 비용(agency cost)의 문제<sup>38)</sup>등 여러 가지 부작용을 야기할 수 있으며, 이러한 부작용의 제어를 위해 다수 미국회사들의 설립지로 되어 있는 델러웨어주의 법원은 인수합병의 과정에서 이사의 주의의무 위반 등과 관련하여 제기된 소송들을 통하여 인수합병상 이사의 업무집행에 적용될 수 있는 사법적 심사의 기준을 발전시켜 왔다. 즉, 미국에서는 적대적 인수합병을 시도하는 기업이 등장하는 상황 또는 대상회사의 경영권 이전 등 몇몇 정형적 상황에서 인수합병과 관련하여 법률적 분쟁이 발생하는 사례가 많은데, 델러웨어주 법원은 인수합병과 관련된 이사의 주의의무에 대한 판단에 있어서 (i)적대적 인수합병에 대하여 대상회사 이사회가 방어조치를 취하는 경우, (ii)대상회사의 이사회가 기업지배권의 변동 또는 기업의 해체(break-up)를 도모하는 경우, (iii)위 (i) 또는 (ii)의 경우에 해당하지는 않으면서 대상회사와 그 이사들 사이에서 이해충돌이 발생하는 경우 및 (iv)위 (i) 내지 (iii)에 해당하는 사정이 없는 경우 등 인수합병의 국면을 크게 네 가지로 나누어 각 유형에 따라 다음과 같이 별도의 판단기준을 적용하고 있다<sup>39)</sup>.

우선, (i)의 경우에는 Unocal<sup>40)</sup>/Unitrin<sup>41)</sup>기준이 적용되는데, 이는 대상회사의 이사들이 적대적 인수합병의 시도에 대한 방어조치를 취함에 있어서는 이사들이 회사에 대한 위협(threat)을 합리적으로 인식하고(reasonableness test), 방어조치가 그러한 위협에 대하여 상당해야(proportionality test)<sup>42)</sup> 한다는 것이다. 그리고, (ii)의 경우에는 Revlon기준<sup>43)</sup>이 적용되는데, 이에 의하면 이사들은 주주들의 최선의 이익을 위하여 계속적으로 더욱 유리한 인수조건을 제시하는 인수희망자를 모색해야 하는 의무를 부담하며, 따라서 이사들이 스스로 이러한 의무의 이행을 제약하는 행위를 하는 경우에는 주의의무를 위반하는

38) Mark Lebovitch and Peter B. Morrison, "Calling a Duck a Duck: Determining the Validity of Deal Protection Provisions in Merger of Equals Transactions", Colum. Bus. L. Rev. Vol.2002 (2001), 20면, 21면.

39) Tarbert, 전계논문, 643면-645면. 이러한 판단기준의 내용은 종래 우리나라에서도 적대적 인수합병에 대한 방어행위 등과 관련하여 상세히 소개되어 왔다.

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

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

42) Unocal기준은 원래 단순히 "상당성" 또는 "비례성"만을 요구하였으나, 그 이후 델러웨어주 대법원은 Unitrin 사건에서 방어조치가 인수합병에 대한 주주들의 의사결정에 있어서 주주들의 승인을 강요(coerce)하거나 주주들을 대체적 인수합병으로부터 배제(preclude) 하는 경우에 한하여서만 상당성이 부인될 수 있다고 함으로써 Unocal기준의 적용범위를 더욱 제한하였다(Lebovitch & Morrison, 전계논문, 7면).

43) 이는 Revlon 사건(Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A. 2d 173 (Del. Supr. 1985))을 통하여 제시되었다.

것이 된다. 또한, (iii)의 경우에는 소위 전체적 공정성 기준(entire fairness test)이 적용되는데, 이에 의하면 이사들이 대상회사와의 이해충돌이 있는 거래가 전체적으로 공정하다는 점을 입증하지 못하는 한 그러한 거래는 이사의 충실의무에 위반한 것으로서 무효가 된다<sup>44)</sup>. 한편, (i) 내지(iii)에 해당하는 사정이 없는 경우, 델러웨어주 법원은 더 이상 이사들의 행위를 엄격한 기준에 의하여 판단할 필요가 없다는 전제하에서 경영판단의 원칙에 따라 인수합병에 관한 이사회 결정에 존중하고 있다.

(b) 거래보호약정에 관련된 기준

미국에서는 인수합병에 있어서 이사의 주의의무에 관한 위 유형적 판단기준이 보편적으로 인정되는 것으로 보이나, 그 기준을 거래보호약정에 어느 정도 적용할 수 있을 것인지 또는 그와 구별되는 독립적 판단기준을 거래보호약정에 적용할 것인지 등의 문제에 관하여 계속적으로 논의가 이루어지고 있다.

먼저, 델러웨어주 법원과 학계 및 실무계에서는 대체로 위 유형적 판단기준을 기초로 하여 거래보호약정에 적용될 수 있는 합리적 기준을 모색하고 인수합병의 실무에 그러한 기준을 반영해 가고 있는 것으로 보인다<sup>45)</sup>. 즉, 중국적으로 대상회사 지배권의 변동 또는 기업의 해체가 초래될 수 있는 인수합병이 추진되는 경우에는 Revlon기준이 보편적으로 적용되어 미국 인수합병의 실무상 일반적으로 거래보호약정과 함께 Fiduciary-Out조항이 인수합병계약에 포함되게 되었으며, Revlon기준이 적용되지 않는 상황에서 델러웨어주 법원이 경영판단의 원칙에 입각하여 거래보호약정의 유효성을 인정하는 결정을 내린 사례도 다수 있다고 한다<sup>46)</sup>. 또한, 거래보호약정에 관하여 대상회사와 이사의

44) 이러한 기준을 적용한 주요한 판례로는 Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc., 663 A.2d 1156 (Del. Supr. 1995)가 있다.

45) 이러한 접근방법은 이사회가 거래보호약정 및 인수합병계약의 조건과 체결을 결정할 수 있는 권한을 가지며, 이사회 결정에 따라 그러한 계약들이 체결되면 대상회사에 대하여 법적 구속력이 발생하게 됨을 전제하는 것으로 이해된다. 그런데, 미국에서도 아직 우호적 인수합병상 거래보호약정의 문제가 본격적으로 조명되기 이전에, 이사의 주의의무의 관점보다도 거래보호약정 및 인수합병계약에 관한 결정권한의 분배의 관점에서 이 문제를 분석하는 견해도 보인다(Jennifer J. Johnson and Mary Siegel, "Corporate Mergers Redefining the Role of Target Directors", U. Pa. L. Rev. Vol.136 (1987)). 즉, 이 견해는 법원이 우호적 인수합병에 있어서 독점교섭권 및 위약금 등의 거래보호조치에 대하여 사후적으로 이사의 주의의무 위반의 관점에서 사법적 심사를 행하는 것의 문제점을 지적하면서, 우호적 인수합병에 관한 이사의 업무집행에 대한 보다 효율적 통제방법인 회사내부의 구조적 감시와 시장의 감시가 효과적으로 기능할 수 있도록 하기 위한 방안으로서, 입법적으로 거래보호약정을 포함한 인수합병계약의 조건에 대한 의사결정권을 주주총회와 독립적 이사회 사이에서 적절하게 분배할 것을 제안하고 있다(제안의 구체적 내용에 관하여는 상계논문, 376면-378면 참조).

이해관계가 상충되는 경우에는 전체적 공정성 기준이 적용될 수 있을 것이다<sup>47)</sup>. 그러나, Unocal/Unitrin기준에 관하여는, 실제 적대적 인수합병의 시도가 없는 경우에도 이 기준을 거래보호조치에 적용할 수 있느냐<sup>48)</sup>의 문제에 관하여 적지 않은 의견대립이 있다. 이와 관련하여, 최근 델러웨어주 대법원은 Omnicare 사건<sup>49)</sup>에서 이례적인 찬성의견 3 : 반대의견 2의 결정을 통하여 Unocal/Unitrin기준이 거래보호조치에 대하여서도 적용될 수 있다고 판단하였는데, 그 근거로서 거래보호조치가 방어조치로서의 기능과 속성을 가지고 있으며 그로 인하여 주주들과 이사들의 이해가 상반될 가능성이 있다는 점을 들고 있다. 이 결정에 의하면, Revlon기준 또는 전체적 공정성 기준이 적용되지 않는 상황에서 거래보호약정에 대하여 원칙적으로 Unocal/Unitrin기준이 적용됨으로써 경영판단의 원칙이 적용될 여지가 거의 없어지게 된다. 미국에서는 종래 이 결정과 동일한 취지의 주장을 하는 견해들<sup>50)</sup>도 있으나, 그에 대하여는 다수의 비판론<sup>51)</sup>이 유력하게 제기되고

46) Leo E. Strine, Jr., "Categorical Confusion: Deal Protection Measures in Stock-for Stock Merger Agreements", Bus. Law. Vol.56 (2001), 934면, 935면.

47) Tarbert, 전계논문, 650면.

48) Unocal/Unitrin기준은 원래 대상회사가 적대적 인수합병 시도에 대하여 제3자와 연관되지 않고 독자적으로 취한 방어조치, 즉 소위 독약처방(poison pill) 및 공개매수에 의한 자사주 취득(self-tender offer)을 전제로 하여 성립된 것이며, 미국 델러웨어주 대법원의 결정 중에는 Unocal기준이 오직 이사회에 의하여 채택된 일방적 방어조치에 대해서만 적용된다고 판시한 것이 있다(Strine, 전계논문, 934면 각주 44).

49) Omnicare Inc., v. NCS Healthcare, Inc., et al., 818 A.2d 914 (Del. Supr. 2003).

50) 이러한 견해들은 주된 논거로서, 이사의 권한남용을 통제하여 주주들과 이사들 사이의 적절한 권한분배를 확보하고 대리인 비용을 감소시킴으로써 인수합병에 있어서 주주들의 보호에 만전을 기할 수 있다는 점(Lebovitch & Morrison, 전계논문, 8면-21면 참조) 및 적정한 명시적 기준의 제시가 오히려 법원이 보다 엄격한 사법적 심사를 행함으로써 발생할 수 있는 불확실성을 제거할 수 있다는 점(Strine, 전계논문, 939면) 등을 강조하고 있다.

51) 이러한 견해들은 비판의 근거로서, 본질적으로 우호적 인수합병의 경우에는 적대적 인수합병에서 이사들의 방어권 행사와 관련하여 고려되는 정책적 요소(특히, 이사들의 지위보전(director entrenchment)의 문제)가 동일한 수준으로 고려될 필요가 없다는 점(Sean J. Griffith, "The Costs and Benefits of Precommitment: An Appraisal of Omnicare v. NCS Healthcare", Iowa J. Corp. L. Vol.29 (2004), 588면, 589면), 독점교섭권의 경우 그 자체만으로는 주주들의 승인을 강요하거나 주주들을 대체적 인수합병으로부터 배제하는 기능을 하기 어렵다는 점(Balz, 전계논문, 531면, 532면) 및 엄격한 판단기준이 현실적으로 유리한 거래의 추진을 위해 거래보호조치가 요청되는 경우에서조차 그 허용가능성을 제한한다는 점(Omnicare사건에서 Veasey 재판장의 반대 의견. Omnicare사건에서도 대상회사인 NCS Healthcare는 지급불능(insolvency)으로 인한 추가폭락을 겪고 있는 상태에서 인수희망자인 Genesis가 실사결과를 조건으로 인수를 제안한 Omnicare보다 확실한 조건을 제시하며 최후통첩을 하자 Genesis와 거래보호약정을 포함한 합병계약을 체결하였다) 등을 들고 있다. 한편, Omnicare 결정 이전의 미국 델러웨어주 법원의 결정 중에는 거래보호조치가 경쟁적 인

있다. 또한, 실무자 차원에서 이 결정의 취지를 합리적인 범위에서 제한적으로 해석하려는 시도가 이루어지고 있으며<sup>52)</sup>, 최근 Orman사건에서의 델러웨어주 형평법원의 결정도 그러한 해석의 하나로 평가되고 있다<sup>53)</sup>. Unocal/Unitrin기준의 적용에 관한 상기 논의는, 결국 거래보호약정이 적대적 인수합병의 상황을 포함하여 일정한 상황과 결부되지 않는 경우 경영판단의 원칙에 따라 거래보호조치에 관한 대상회사 이사회에 재량을 넓게 인정하여 이사회가 적극적이고 자율적으로 우호적 인수합병상 전략을 수립하고 거래조건을 협상하도록 함으로써 주주들의 최선의 이익을 도모할 것인지, 아니면 엄격한 기준에 의하여 그러한 재량을 제한함으로써 거래보호조치에 의하여 초래될 수 있는 부작용을 제어하고 경쟁적 인수희망자에 의한 인수합병의 제안을 장려함으로써 주주들의 최선의 이익을 추구할 것인지에 대한 가치판단의 문제로 귀결된다고 생각한다<sup>54)</sup>.

한편, 미국의 일부 학자들은 상기 가치판단의 문제에 있어서 어느 한편에 치우치지 않고 절충적 관점에서 거래보호조치의 순기능과 역기능에 대한 실증적 분석 등을 토대로 이사의 주의의무에 대한 별도의 판단기준을 제시하고 있다. 이러한 학설들 중에서 일부를 간략히 소개하면, 거래보호조치가 최초의 인수희망자를 위한 경우와 후발 인수희망자 또는 적대적 인수합병에 대비하여 최초의 인수희망자에게 부여된 경우를 나누어 전자에 대하여는 거래보호조치의 순기능의 측면을 강조하여 경영판단의 원칙이 적용되고 후자에 대하여는 역기능의 측면을 우려하여 거래보호약정이 체결된 과정 및 거래보호조치의 중대성 등의 일정한 사항이 충분히 고려된 보다 엄격한 기준이 적용되어야 한다는 견해<sup>55)</sup>와 거래보호조치는 인수합병의 구체적 상황에 따라 긍정적 또는 부정적 작용을 할 수 있으므로 일반적으로 거래보호조치가 인수희망자를 유인하기 위해 필요한 것이었는지 그리고 대상회사가 거래보호조치의 대가로 어떠한 이익을 얻게 되었는지 등에 대한 법원의 심사가 필요하다는 견해<sup>56)</sup> 등이 제시되고 있다.

---

수희망자의 출현 이전에 채택된 경우에는 Unocal기준보다는 경영판단의 원칙이 적용되어야 한다는 취지로 판시한 사례가 있다(Strine, 전계논문, 935면 각주 49).

52) Clifford E. Neimeth & Cathy L. Reese, "Locked and Loaded: Delaware Supreme Court Takes Aim at Deal Certainty", The M&A Lawyer Vol.7 No.2 (2003. 7) 참조.

53) Rod Howard et al., "Delaware curbs Omnicare with new lockup ruling", IFLR (December 2004), 19면.

54) Tarbert, 전계논문, 630면, 631면 참조.

55) Marcel Kahan and Michael Klausner, "Lockups and the Market for Corporate Control", Stan. L. Rev. Vol.48 (1996), 1564면-1566면 참조.

56) Coates & Subramanian, 전계논문, 381면, 382면, 389면, 390면 참조.

(나) 일본에서의 논의

일본에서는 최근 UFJ사건<sup>57)</sup>을 기화로 인수합병에 있어서 거래보호약정에 관한 논의가 본격적으로 이루어지고 있으나, 거래보호약정의 사법적 심사에 적용될 기준에 관하여는 아직 일정한 원칙이 수립되어 있지 않은 것으로 보인다. 일본 최고재판소도 UFJ사건에서 그러한 기준을 구체적으로 제시하고 있지는 않다. 다만, 일부 논문에서 그러한 기준에 관한 의견이 개진되고 있는데, 대체로 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 견해<sup>58)</sup>와 거래보호조치와 적대적 인수합병에 대한 방어조치에 동일한 기준이 적용될 필요가 없다는 전제하에 거래보호약정에 고유한 기준으로서 이사회가 경영판단의 원칙을 기초로 하여 주주전체의 이익을 최대화하는 거래보호약정 나아가 인수합병계약을 체결할 의무를 부담한다는 견해<sup>59)</sup> 등이 제시되고 있다.

57) 最高裁判所 平成16年(許)第19号平成16年08月30日 第3小法廷決定. 관련 최고재판소의 결정문을 기초로 이 사건의 개요를 간략히 정리하면 다음과 같다. 住友信託銀行(이하 “住友信託”)은 UFJ그룹의 3개 회사(이하 “UFJ”)와 UFJ로부터 UFJ信託銀行의 개인영업부문을 이전 받고 UFJ와 업무제휴를 하는 것 등에 관하여 합의하고 기본합의서를 체결하였는데, 이 기본합의서에는 각 당사자가 직접 또는 간접을 불문하고 제3자에 대하여 또는 제3자와의 사이에 기본합의서의 목적과 저촉되는 거래등에 관한 정보제공·협의를 행하지 않기로 하는 조항(이하 “배타적 교섭조항”)이 포함되어 있었다. 그러나, 위 기본합의서에는 住友信託과 UFJ가 영업이전 등에 관하여 최종적으로 합의를 해야 하는 의무를 부담하는 취지의 조항 또는 배타적 교섭조항에 위반한 경우의 제재, 위약벌에 관한 조항이 규정되어 있지는 않았다. 그런데, UFJ는 위 기본합의서의 체결 이후 UFJ그룹이 처한 어려움을 극복하려면 위 기본합의서를 백지철회하고 三菱東京그룹(이하 “三菱東京”)과 통합하는 것 이외에는 방법이 없다는 판단하에 住友信託에 대하여 위 기본합의서의 해약을 통고하면서 三菱東京에게 UFJ信託銀行의 위 영업을 이전하는 것을 포함한 三菱東京과의 경영통합을 발표하였다. 이에 住友信託은 동경지방법판소에 배타적 교섭조항에 의한 독점교섭권을 근거로 UFJ가 제3자와 UFJ信託銀行의 위 영업을 이전하는 것 등에 관한 협의를 행하거나 제3자에게 정보를 제공하는 행위를 금지하는 가처분을 신청하였다. 동경지방법판소는 이 가처분신청을 인용하였으나, 동경고등재판소는 위 기본합의서가 사후적으로 실효되었음을 이유로 위 인용결정을 취소하였으며, 최고재판소는 위 기본합의서는 여전히 유효하지만 보전의 필요성이 없음을 이유로 위 취소결정을 유지하였다(각 재판소의 결정에 관한 보다 상세한 내용은 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 (2005), 35면-51면 참조).

58) 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 Vol.31, No.8 (2003. 8), 1104면. 이러한 기준은 델러웨어주 형평법원의 전임재판장인 Allen등에 의하여 제안된 것이라고 하는데, 거래보호조치와 적대적 인수합병에 대한 방어조치의 동질성을 강조하고 양자에 유사한 기준이 적용되어야 함을 전제하는 것으로 이해된다

59) 岩倉正和, “M&A取引契約における被買収会社の株主の利益保護(下(2))”, 商事法務 (2005. 11. 25), 38면-40면.



(다) 우리나라에서의 해석론

(a) 논의의 출발점

아직 우리나라에서는 인수합병과 관련하여 거래보호약정이 본격적으로 문제된 사례나 그에 관한 논의를 거의 찾아보기 어려운 가운데, 최근 적대적 인수합병의 시도에 대한 이사회 방어권 인정여부 및 권한남용의 판단기준 등에 관한 논의가 활발히 이루어지고 있다<sup>60</sup>). 그런데, 앞에서 본 바와 같이 미국과 일본에서는 적대적 인수합병에 대한 방어책 및 거래보호약정과 연관된 이사의 주의의무에 대한 판단을 거의 동일한 기준에 의할 것을 주장하는 견해들이 있는바, 그렇다면 외국과 우리나라에서의 적대적 인수합병에 대한 방어행위 관련 논의를 우리나라에서의 거래보호약정의 분석에도 그대로 적용할 수 있을까. 생각건대, 비록 거래보호약정이 적대적 인수합병에 대한 방어장치로서의 잠재성을 가지고는 있으나, 그것은 기본적으로 적대적 인수합병의 시도와는 무관하게<sup>61</sup>) 우호적 인수합병의 과정에서 거래의 원활성을 목적으로 당사자들의 합의에 의하는 것이라는 점에서, 적대적 인수합병에 대한 방어행위와 거래보호약정을 동일한 잣대로 평가할 필연적 이유는 없으며 거래보호약정에 관한 이사의 주의의무는 적대적 인수합병에 관한 논의와 별도로 고유한 기준에 의하여 판단함이 타당하다고 본다<sup>62</sup>). 영국과 독일의 경우에도 비록 적대적 인수합병에 대한 방어행위에 있어서 이사의 중립의무를 인정하는 등 미국에 비하여 이사의 재량권을 제한하고 있으나, 거래보호약정에 대하여는 비교적 유연한 입장을 취하고 있는 것으로 보인다<sup>63</sup>).

60) 송중준, “경영권분쟁 중 방어권남용의 판단기준-현대엘리베이터 사건을 중심으로”, 인권과정의 Vol.351 (2005. 11), 김두식, “M&A 법제의 개선방안 연구”, 상장협 제50호 (2004. 9), 48면 및 이홍철, 전계논문 등 참조.

61) 물론, 미국 텔러웨어주 대법원의 Time/Warner사건(Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc., 571 A.2d 1140 (Del. Supr. 1989))에서 볼 수 있는 바와 같이 적대적 인수합병에 대한 방어조치와 거래보호조치가 중첩될 수 있다(이러한 상황에서 텔러웨어주 법원은 Unocal기준에 의하여 거래보호약정에 관한 이사의 주의의무를 판단하였다). 그러나, 거래보호조치의 기반이 되는 우호적 인수합병의 과정에서는 우호적 인수합병의 본질적 요소에 해당하지 않는 다양한 사정이 발생할 수 있으며 실제 적대적 인수합병의 시도 역시 그러한 사정의 하나에 불과하다.

62) 예컨대, 적대적 인수합병에 대한 방어책 중에서 가장 효과적 수단으로 평가되는 독약처방의 경우 대상회사의 제3자와의 합의를 전제하지 않으므로, 그에 대한 회사법적 분석에 있어서 거래보호약정에 대한 분석과는 달리 계약법적 가치와의 적절한 균형을 고려할 필요가 없을 것이다.

63) 영국에서는 법령에 따라 권한을 부여받은 기관은 아니지만 실질적으로 영국에서의 인수합병 실무에 큰 영향을 미치는 인수합병위원회(The Panel on Takeovers and Mergers)가 운용하

(b) 이사의 재량권 및 주의의무 위반에 대한 적절한 판단을 위하여 고려할 사정

상법상 이사회는 법령 또는 정관에 의하여 주주총회의 권한으로 되어 있는 사항을 제외하고 회사의 업무집행에 관한 모든 사항에 대한 의사결정권을 가지고 있다는 점(상법 제393조 제1항) 및 상법상 이사회 권한 확대의 추이<sup>64)</sup> 등과 함께 거래보호약정에 의하여 달성될 수 있는 주주들의 중국적 이익, 즉 거래종결의 불확실성을 감소시킴으로써 인수희망자를 유인하고 인수합병의 대가 등 거래조건을 대상회사에 보다 유리하게 할 수 있는 여건을 제공한다는 점<sup>65)</sup>에 비추어 볼 때, 거래보호조치 자체가 실질적으로 대상회사의 중요한 재산의 처분 등 주주총회의 승인을 요하는 사항에 해당하지 않는 한<sup>66)</sup> 이사회에게 거래보호약정에 관한 재량권 또는 의사결정권을 인정할 수 있다고 생각된다<sup>67)</sup>. 그

는 City Code on Takeovers and Mergers(이하 "City Code")와 인수합병위원회의 결정이 인수합병에 있어서 중요한 규제기준이 되고 있다(Tarbert, 전제논문, 677면, 678면). 그런데, City Code는 원칙적으로 대상회사가 주주들의 승인없이 인수합병을 좌절시키는 조치(frustrating measures)를 취할 수 없도록 함으로써(General Principle 7 및 Rule 21.1) 적대적 인수합병의 시도가 있는 경우 대상회사의 이사들에게 중립의무를 부과하고 있으나, 위약금 등의 거래보호조치에 관한 약정에 대하여는 일용 대상회사의 이사회에 재량권을 인정하면서 일정한 범위에서 거래보호조치를 제한하는 접근방식을 채택하고 있다(Rule 21.2 참조). 물론, 이러한 규정이 영국에서 거래보호약정 자체의 법적 유효성을 보장할 수는 없으나(Tarbert, 상계논문, 681면), 적어도 인수합병에 관하여 실질적 규범력을 가지는 City Code의 차원에서는 거래보호약정에 적용되는 기준이 적대적 인수합병에 대한 방어조치에 적용되는 기준보다는 완화되어 있는 것으로 보인다. 한편, 독일의 주식매수 및 기업인수법은 City Code와 유사하게 대상회사의 이사회(management board)가 감사회(supervisory board) 또는 주주총회의 승인 없이 기업인수제안의 성공을 방해하는 행위를 할 수 없도록 규제하고 있으나(Section 33), 거래보호조치로서의 위약금은 일정한 범위에서 허용된다고 한다(May, 전제논문, 11면).

64) 손주찬·정동윤, 전제 주식상법(회사 III), 42면, 253면.

65) Griffith, 전제논문, 613면, 614면.

66) 예컨대, 자산의 매수권(경쟁적 인수희망자의 개입 등 일정한 사유가 발생한 경우 인수희망자가 대상회사의 중요한 자산을 취득할 수 있는 권리)의 경우 매수권의 대상이 되는 자산의 처분을 위해 주주총회의 특별결의가 요구됨으로써 현행법상 거래보호조치로서의 사용이 제한될 여지가 많다(이홍철, 전제논문, 447면, 448면 및 송종준, "M&A법제의 현황과 보완과제", 상장협 보고서 2005. 4 (2005), 112면, 113면 참조).

67) 일본에서는 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 장기간동안 제3자와 인수합병의 교섭을 행하지 못하게 하는 독점교섭권은 주주총회의 자유로운 결정권을 훼손하는 것으로서 일정한 인수합병에 대하여 주주총회의 특별결의를 요건으로 하는 상법의 취지에 반하여 무효라고 한다(中東正文, 전제서, 164면-167면 및 手塚裕之, "M&A契約における独占権付与とその限界-米国判例からみたUFJグループ統合交渉差止仮処分決定の問題点-", 商事法務 (2004. 9. 15), 18면 참조).

리고, 이러한 재량권의 행사는 거래보호약정이 기업가치와 주주공동의 최선의 이익을 확보하기 위하여 필요하고 상당한 것이어야 한다<sup>68)</sup>는 본질적 한계를 갖는다고 할 것이다.

그러나, 아직 미국과 같이 수많은 인수합병에서 거래보호약정이 거래의 기본적 구성요소로서의 역할을 함으로써 실제 인수합병의 과정에서 그 일반적인 내용, 기능 및 영향 등이 파악될 수 있는 저변이 형성되어 있지 않은 우리나라에서 거래보호약정과 관련된 이사의 주의의무에 대한 판단에 적용되는 정형화된 기준을 제시하는 것은 조금 이르다고 생각한다. 물론, 전술한 바와 같은 미국 델러웨어주 법원 및 외국의 학자들에 의하여 제시된 거래보호약정에 관한 판단기준들은 우리나라에서 거래보호약정에 관한 이사의 주의의무 위반을 판단함에 있어서 많은 시사점을 제공해 줄 수 있을 것이다. 그러나, 발달된 계약문화의 기반 아래에서 법원, 학계 및 실무계의 지속적 노력을 통하여 거래보호약정에 관한 법리가 축적되어 온 미국에서도 여전히 많은 관련 논의가 있는 상황에서, 그러한 판단기준들을 우리나라에서 도입할 수 있을 것인지, 그렇다면 어느 정도 도입할 수 있을 것인지 등에 대하여는 추후 많은 이론적 검토가 필요하다고 본다. 예컨대, 앞서 살펴본 델러웨어주 법원의 유형적 판단기준의 경우 미국과 우리나라의 인수합병제도의 차이로 인하여 델러웨어주 법원이 전제하는 상황 또는 개념이 우리나라의 인수합병에 있어서 별 의미가 없을 수도 있다는 점<sup>69)</sup>에 비추어 볼 때에도 그러하다.

다만, 거래보호약정에 관한 이사의 주의의무 위반의 여부를 판단함에 있어서는 그 약정이 체결될 당시의 여러 사정이 종합적으로 고려되어야 할 것인바, 이 글에서는 그러한 사정들을 살펴보는 데에 주안점을 두고자 한다<sup>70)</sup>. 미국의 판례와 학설 등을 참고하여 정

68) 경제산업성·법무성, 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 (2005. 5. 27), 3면, 4면, E. Norman Veasey, "Law and Fact in Judicial Review of Corporate Transactions", U. Miami Bus. L. Rev. Vol.10 (2002), 9면 및 City Code Rule 21.2 등 참조.

69) 예컨대, Revlon기준이 전제하는 지배권의 변동과 같은 상황은 합병대가를 주식 등의 사원권이 아닌 금전으로만 지급하는 교부금 합병(cash-out merger)을 인정하는 미국에서는 얼마든지 발생할 수 있으나, 그렇지 않은 우리나라(현행 상법상 이러한 해석이 우리나라의 통설과 법원의 견해이다. 권기범, "주택은행과 국민은행 간의 합병 무효", BFL 제12호 (2005. 7), 83면 참조)에서, 특히 지분이 분산되어 있고 합병비율 등의 산정에 대하여 일정한 규제가 이루어지는 상장회사의 경우, 인수합병의 결과 새로운 지배주주가 등장하는 상황이 발생하기는 쉽지 않을 것이다(岩倉正和, 전계논문(下(2)), 39면 참조). 또한, 미국에서 전체적 공정성 기준은 주로 이사의 충실의무와 연관되는데, 상기와 같이 대체로 이사의 선관주의의무와 충실의무가 동질적이라고 이해되는 우리나라에서 그 기준이 적합한 것인지도 명확하지 않다.

70) 거래보호약정은 매우 다양하고 복잡한 배경하에서 체결되기 때문에, 비록 명료하고 단일한 판단기준이 수법자의 예견가능성 차원에서 필요하지만 그러한 기준 자체가 거래보호약정에 관한 이사의 주의의무를 판단함에 있어서 고려될 가치가 있는 사정을 충분히 수용하지 못할

리해 볼 수 있는 그러한 사정들로서는, 이사들이 인수합병의 경제적 가치와 필요성(예컨대, 대상회사의 부실한 재무상태로 인하여 기업회생을 위해 다른 회사와의 인수합병이 불가피한 경우가 있을 수 있다)<sup>71)</sup>에 대한 분석 및 대상회사와 주주들에게 보다 유리한 거래의 물색을 위한 정보수집<sup>72)</sup> 등 인수합병의 결정 및 협상을 위해 기울인 노력의 정도, 대상회사와 인수희망자의 협상력 차이(예컨대, 거래보호조치 없이 인수합병을 계속적으로 추진할 수 있을 것인지 여부), 거래보호조치에 의하여 대상회사에 초래될 수 있는 불이익의 중대성(예컨대, 잠재적 인수희망자와의 협상 또는 거래가 제한되는 정도 및 위약금의 액수) 및 대상회사의 주주들이 얻을 수 있는 경제적 이익의 정도의 비교, 이사들의 개인적 이익의 도모 여부 또는 그 가능성, 경쟁적 인수희망자의 존재 여부, 적대적 인수합병의 시도 또는 경영권 분쟁의 유무 및 인수합병의 결과 기업지배권의 변동 또는 기업의 해체가 발생하게 되는지 여부 등을 고려해 볼 수 있을 것이다. 그리고, 이 글에서는 효율적 분석을 위하여 별도의 법적 쟁점으로 검토되는 사항들(예컨대, 거래보호조치가 인수합병에 대한 주주들의 의사결정에 미치는 영향력)도 이러한 사정들과 전혀 무관한 것은 아니며, 필요한 범위에서는 함께 고려될 수 있을 것이다.

(2) 거래보호조치에 관한 이사의 주의의무 위반의 법적 효과

비록 거래보호조치에 관한 이사회재량권이 인정되고 주의의무와 관련된 법적 기준이 마련되었다 하더라도, 이사들이 권한을 남용하거나 주의의무를 위반하여 거래보호약정을

수도 있으며 이러한 경우 오히려 구체적 타당성 있는 사법적 심사가 곤란해 질 수도 있다(텔레웨어주 대법원의 전임 재판장인 Veasey는 전계논문, 2면에서 유사한 지적을 하고 있다). 그리고, Gregory V. Varallo & Srinivas M. Raju, "A Fresh Look at Deal Protections Devices: Out from the Shadow of the Omnipresent Specter", Del. J. Corp. L. Vol.26 (2001), 983면-990면에서는 종래 거래보호약정에 관한 판단기준으로서 법원과 학자들에 의하여 제시된 여러 기준을 비판하면서 간략히 정리된 문구보다는 법원이 사법적 심사를 수행함에 있어서 탐문해 보아야 할 일련의 사항들을 열거하는 방법에 의하여 최적의 판단기준을 제시하고 있다.

- 71) ケン シーゲル・ゾエフ シュ레ッフファ, "UFJ의 合併統合保護條項의 米國法上의 評價", 國際商事法務 Vol.33, No.1 (2005. 1)에서는 UFJ그룹이 住友信託과의 협상을 종료하고 경쟁적 인수희망자인 三菱東京과의 인수합병을 추진하는 과정에서 거래보호 등을 위하여 취한 여러 조치(위약금 약정의 성격을 갖는 계약의 체결 포함)가 미국 관례법상 인수합병에 관한 이사의 주의의무에 적용되는 여러 기준에 의하더라도 정당하다고 하면서 그 근거의 하나로서 UFJ그룹이 일본정부로부터 상당한 금융지원을 받고 있었다는 점을 들고 있다.
- 72) 이를 통상 "market check"라고 하는데, 일부 학자들은 거래보호약정에 관한 이사의 주의의무를 판단함에 있어서 market check를 가장 중요한 고려사항의 하나로서 제시하고 있다 (Griffith, 전계논문, 615면-623면 및 Lebovitch & Morrison, 전계논문, 51면-60면 참조).

체결하는 경우 어떤 법적 결과가 초래될 것인가의 문제가 여전히 남는다. 즉, 거래보호약정은 인수합병과의 밀접한 관련성으로 인하여 회사와 주주들에게 적지 않은 영향을 미칠 수 있다는 점에서, 통상 언급되는 이사의 민형사상 책임이외에 이사의 주의의무 위반을 이유로 그 약정의 법적 효력이 부인될 수 있는지 여부<sup>73)</sup>를 살펴볼 필요가 있다.

미국 델러웨어주 법원은 이사의 주의의무에 위반하여 체결된 거래보호약정의 집행가능성(enforceability) 또는 유효성(validity)을 부인하는 입장을 취하고 있다<sup>74)75)</sup>. 그러한 결론의 법리적 근거로서, 델러웨어주 법원은 인수희망자가 공개회사인 경우 회사 내부와 외부로부터 충분한 법률자문을 받을 수 있는 여건을 갖춘 노련한(sophisticated) 거래당사자로서 거래보호약정으로 인하여 대상회사의 이사들이 주의의무를 위반하게 된다는 사정을 인식하였을 것이기 때문에 보호될 필요가 없다는 점을 제시하고 있는 것으로 보인다<sup>76)</sup>. 그러나, 이러한 델러웨어주 법원의 결정에 대하여는 여러 비판이 제기되고 있는데, 비판론의 주요한 논거는 그러한 결정에 의하면 지나치게 회사법적 가치에 편향되어 불확실성으로 인한 위험의 분배라는 계약제도의 기본적 기능을 몰각시킨다는 점<sup>77)</sup> 및 이사의 주의의무 위반 자체를 이유로 거래보호약정 내지 인수합병계약을 무효라고 하는 것은 법률적 근거가 빈약하다는 점<sup>78)</sup> 등이라고 이해된다. 나아가, 미국에서는 델러웨어주 법원의 결정이 가지는 이러한 문제점을 극복하고, 거래보호약정에 있어서 계약법과 회사법 사이의 긴장관계를 조화롭게 해결하기 위한 여러 이론적 대안이 제시되고 있다. 그러한 이론적 대안으로 제시되는 견해들 중에서 일부를 간략히 살펴보면, 기업지배권의 변동이 있는 상황에서 거래보호약정과 관련하여 회사법상 이사의 주의의무의 문제와 계

73) 이론상 이사의 주의의무의 문제와 거래보호약정의 효력의 문제는 차원을 달리하는 것으로서 양자가 반드시 연관되는 것은 아니다(Celia R. Taylor, "A Delicate Interplay": Resolving the Contract and Corporate Law Tension in Mergers", Tul. L. Rev. Vol.74 (1999), 609면, 610면 및 中東正文, 전게서, 86면 참조).

74) 따라서, 델러웨어주 법원의 관점에서는 거래보호약정과 관련된 이사의 주의의무에 대한 기준과 거래보호약정의 유효성에 대한 기준이 거의 일원화되어 있다고 할 수 있다.

75) 미국에서는 종래 QVC사건에서 델러웨어주 대법원이 인수합병계약에 포함된 거래보호약정의 효력을 부정하는 것은 결국 문제된 거래보호약정으로 인하여 인수합병계약의 효력 전체가 인정될 수 없음을 의미한다는 해석이 다수였다고 한다(Sneirson, 전게논문, 613면, 614면). 그런데, 이러한 해석에 의하면 결국 인수희망자의 입장에서는 대상회사가 거래보호약정 나아가 인수합병계약상 의무를 이행하지 않는 경우에도 거의 아무런 법적 구제수단을 취할 수 없게 된다.

76) Balz, 전게논문, 553면-555면. 이 논문 557면에서는 비록 전문적 법률자문을 받는 인수희망자라고 해도 많은 경우 거래보호조치의 불법성을 인식하기는 쉽지 않다는 점에서 델러웨어주 법원이 노련한 인수희망자의 인식을 가정하는 것은 무리라고 한다.

77) Tarbert, 전게논문, 552면.

78) Taylor, 전게논문, 606면-616면.

약법상 권리의 문제가 조화롭게 고려될 수 있는 새로운 판단기준을 계약법의 제반 기본 원리에 입각하여 제시하는 견해<sup>79)</sup>와 여러 당사자의 입장을 배려하기 위하여 이사의 주의의무 위반이 문제된 거래보호약정에 따른 특정 행위의 이행청구권(예컨대, 독점교섭권에 기한 배타적 교섭의무의 이행 청구)만을 부인하고 그 약정의 유효성을 인정하는 것이 타당하다는 견해<sup>80)</sup> 등이 있다.

한편, 일본의 경우 UFJ사건에서 일본 최고재판소는 이사의 주의의무 위반 등의 회사법적 쟁점을 다루지 않았으나, 학설로서 대상회사의 이사들이 거래보호약정을 체결함에 있어서 주의의무를 위반하는 경우 그 법적 유효성이 부인된다는 취지의 견해<sup>81)</sup>와 이사의 위법행위에 의하여 체결된 것으로서 이사의 주의의무 위반을 야기하는 거래보호약정이 기업가치를 훼손하거나 주주전체의 이익을 저하시키는 경우에는 무효가 될 수도 있다는 견해<sup>82)</sup> 등이 제시되고 있다.

생각건대, 거래보호조치가 가지는 대상회사와 그 주주들에 대한 잠재적 역기능을 무시할 수는 없으나, 원활한 인수합병의 촉진이라는 거래보호조치의 순기능과 거래보호조치가 당사자의 협상에 의한 결과물이라는 차원에서 거래의 안전<sup>83)</sup>도 충분히 고려되어야 할 것이다. 이러한 견지에서, 대상회사의 이사들이 권한을 남용하거나 주의의무를 위반하여 대상회사 및 그 주주들에게 중대한 불이익을 초래할 수 있는 거래보호약정을 승인하였다고 하더라도 인수희망자가 그러한 사정을 인식하였거나 충분히 인식할 수 있었던 경우<sup>84)</sup>가 아닌 한, 이사의 주의의무 위반을 이유로 즉시 거래보호약정의 법적 효력을 부정하는 것은 바람직하지 않다고 생각한다<sup>85)</sup>. 이러한 결론을 법리적으로 재구성하면, 이사들의 권한남용 또는 주의의무 위반이 문제된 거래보호약정이 대상회사 및 그 주주들

79) Regan, 전계논문, 100면 이하 참조

80) Sneirson, 전계논문, 621면 이하 참조.

81) 松本真輔 전계논문(下), 1104면.

82) 岩倉正和, 전계논문(下(2)), 38면.

83) 예컨대, UFJ사건에서 일본 최고재판소가 기본합의서의 효력을 인정함으로써 住友信託은 적어도 기본합의서상 의무 위반을 이유로 UFJ에게 손해배상을 청구할 수 있게 되었다는 점(中東正文, 전계서, 59면, 60면)을 인식할 필요가 있다.

84) 통상 거래보호조치의 내용이 지나치게 비합리적으로 인수희망자에게 유리한 경우에는 인수희망자의 인식 또는 충분한 인식가능성이 인정될 여지가 많을 것이다.

85) 이사의 주의의무 위반이 문제된 거래보호약정의 효력을 무조건 인정하기 어려운 배경의 하나로서 미국에서는 델라웨어주를 포함한 각주의 회사법상 일정한 범위에서 회사정관에 의하여 이사의 책임을 제한하는 것이 허용됨으로써 현실적으로 주주들이 거래보호약정에 관한 이사의 주의의무 위반에 대하여 취할 수 있는 법적 구제수단이 취약하다는 점이 지적되고 있는데(Sneirson, 전계논문, 609면-612면), 우리나라의 경우 미국과 달리 이러한 이사의 책임제한 제도가 마련되어 있지 않다.

에게 중대한 불이익을 초래할 수 있는 경우 그에 관한 이사회 결의는 그 내용상 법령의 위반에 준하는 정도의 하자가 있는 것으로서 무효이며<sup>86)</sup> 다만 대외적으로는 일응 그러한 이사회 결의에 의하여 체결된 거래보호약정의 유효성을 인정하되, 인수희망자에게 악의 또는 중대한 과실이 있는 경우에는 인수희망자를 보호할 필요가 없으므로 신의칙 위반 또는 권리남용을 이유로 그에 대하여서도 당해 거래보호약정의 효력이 부인된다는 정도로 요약할 수 있을 것이다<sup>87)</sup>.

### (3) 소결

요컨대, 우리나라에서 거래보호약정의 회사법적 분석에 있어서는, 기본적으로 대상회사의 이사회에 거래보호약정에 관한 재량권을 인정<sup>88)</sup>하되, 허용되는 권한행사의 범위를 일정한 기준에 의하여 제약하고 특별한 사정이 있는 경우 주의의무 위반을 이유로 거래보호약정의 효력을 부정함으로써 그러한 재량권의 부여로 인한 부작용을 제어하는 방향의 접근법이 적절하다고 본다.

다만, 전통적으로 소유와 경영이 분리되어 있지 않은 우리나라 기업들의 실정상 이사회 지배주주로부터의 독립성에 대하여 의문을 제기하거나 또는 엔론사태 등 일련의 기업회계 부정사건으로 촉발된 기업지배구조의 문제점을 근거로 증권시장과 투자자의 보호를 위하여 이사회에 대한 엄격한 통제가 이루어져야 함을 강조하는 입장<sup>89)</sup>에서는 이사회 재량권 인정에 소극적이거나 이사가 주의의무를 위반하여 거래보호약정을 체결한 경우 그 효력을 부인해야 한다는 반론이 제기될 수도 있다. 그러나, 거래보호약정은 인수합병상 대상회사의 입장에서 효과적인 협상도구의 기능을 할 수 있고 거래의 확실성을 주된 목적으로 한다는 점에 비추어 볼 때, 거래보호약정에 대한 규제 일변도의 접근방식은 자칫 기업가치를 극대화할 수 있는 효율적 인수합병을 통하여 대상회사의

86) 손주찬·정동윤, 전계 주식상법(회사 III), 246면 참조.

87) 이는 종래 상법상 이사회결의 없는 대표이사의 행위 또는 대표권 남용행위의 대외적 효력에 관하여 거래안전의 보호의 이념을 강조해 온 우리나라 통설 및 일부 대법원 판결의 견해(홍복기, “대표이사의 대표권 위반행위”, 상사판례연구, 한국상사판례학회 (1994), 117면-122면 참조)와 궤를 같이하는 것이다.

88) 岡崎誠一, “M&A의交渉と取締役の経営判断(下)-米国における売り手の実務を中心に-”, 商事法務 (2000. 7. 15), 31면에서는 매수가격 등의 인수합병계약의 조건에 관하여 당사회사의 이해는 침해하게 대립되고 각 당사회사의 경영진은 회사와 주주를 위하여 최선의 이익을 제공하기 위해 교섭력이 약한 경우에는 교섭방법을 연구하고 적극적으로 교섭하는 것이 회사법상 이사의 의무의 요청이라고 한다.

89) Balz, 전계논문, 559면, 560면에서는 미국 증권시장에서 투자자의 신뢰를 회복하기 위해서는 인수희망자의 주주들보다 대상회사 주주들을 보호하는 것이 보다 중요하다는 점을 근거로 문제 있는 거래보호약정을 무효화하는 것이 타당하다고 한다.

주주들이 이익을 얻을 수 있는 기회를 지나치게 위축시킬 가능성이 있다<sup>90)</sup>는 점에서 이러한 반론은 재고될 필요가 있지 않을까 생각한다.

#### 다. 기타 관계법령상 고려사항

##### (1) 특별규정상 고려사항

영국 등 일부 국가들의 경우에는 전술한 계약법적 고려사항 및 회사법적 고려사항 이외에 거래보호조치에 적용될 수 있는 특별규정이 존재하는 사례가 있는데, 그러한 사례로서는 대체로 재정적 지원(financial assistance)의 금지, 인수합병관련 특별규정상 위약금의 정도 제한 및 상장규정에 의한 규제 등이 있다.

우선, 재정적 지원의 금지라 함은 회사 또는 그 자회사가 당해회사 지분의 취득을 재정적으로 지원하는 행위가 허용되지 않는 것을 의미하는데, 영국과 독일 등 일부 국가들은 자국의 회사법상 그에 관한 규정을 두고 있다<sup>91)</sup>. 이러한 규제는 거래보호조치 중에서 주로 위약금과 관련하여 문제되는데, 실무상 위약금 약정을 포함한 거래보호약정은 당사자들의 합의에 따라 다양한 내용을 가지게 되므로 특정의 위약금 약정이 재정적 지원의 금지에 위반되는지 여부가 항상 명백한 것은 아니다<sup>92)</sup>. 재정적 지원의 금지에 위반되는 위약금 약정 등의 거래보호약정은 무효가 되고 관련 이사들에게는 형사처벌이 부과될 수 있다<sup>93)</sup>. 다음으로, 영국 등 일부 국가에서는 인수합병관련 특별규정에서 위약금 약정을 포함한 거래보호약정에 대하여 명시적으로 일정한 한도(예컨대, 위약금의 금액이 기업인수의 제안에서 제시된 인수대가를 참고하여 산정된 대상회사 기업가치의 1%를 초과할 수 없도록 함)를 제시하고 있다<sup>94)</sup>. 물론, 상기 특별규정이 일정한 규범적 효력을 가진다고 하여도 이러한 한도가 거래보호약정의 유효성 또는 적정성을 확인하는 절대적 기준이 될 수는 없고<sup>95)</sup>, 구체적 사실관계에 따라서는 그 한도를 초과하는 거래보호약정이 정당화될 수 있는 여지<sup>96)</sup>도 있을 것이나, 적어도 인수합병의 당사자들이 의거할 수 있는 실천적 기준을 제시하였다는 점에서 그 의의를 찾을 수 있을 것이다. 또한, 영국 등 일부 국가의 증권시장에서는 상장회사들이 수행하는 일정한 거래에 대하여, 상장규정(listing rules)에 의하여 주주총회의 승인을 요구하거나 상장심사기관이 일정한 규제를

90) Griffith, 전계논문, 612면, 613면.

91) May, 전계논문, 10면. 영국 회사법 Section 151-158 및 독일 주식회사법 Section 71(a) 참조.

92) Tarbert, 전계논문, 682면-693면 참조.

93) 상계논문, 693면.

94) City Code Rule 21.2 참조.

95) 대체로 특별규정 자체에서 이러한 규제가 법률의 효력을 가질 수 없음을 명시하고 있다(City Code Introduction 1(c) 참조).

96) Tarbert, 전계논문, 680면.



하는 경우가 있다. 이는 실체법적 규제의 성격을 가진다고 할 수 있는데, 특히 위약금 관련 거래보호약정에 대하여 적용될 가능성이 많은 것으로 보인다<sup>97)</sup>.

우리나라에서는 위와 같은 특별규정이 마련되어 있지 않으나, 향후 인수합병상 거래보호약정의 사용이 보편화되어 가는 시기에 거래보호약정의 당사자들에게 거래보호약정의 적정성 등에 대한 일정한 지침을 제공함으로써 무분별하고 부적절한 거래보호약정을 사전에 방지하는 차원에서 그러한 규정을 두는 것도 고려해 볼 필요가 있지 않을까 생각한다.

(2) 기타

위에서 살펴본 거래보호약정에 대한 실체법적 성격의 규제와는 별도로, 관계법령상 대상회사가 거래보호약정과 관련하여 일정한 공시의무를 부담하는 경우가 있다. 예컨대, 영국의 경우 City Code에서 거래보호약정을 체결한 대상회사로 하여금 거래보호약정의 내용 전체를 공시하도록 요구하고 있다(Rule 21.2). 그리고, 공개회사로서 증권관계법령에 의한 공시의무를 부담하는 대상회사가 인수희망자와 체결한 인수합병계약에 거래보호약정이 포함되는 경우에는 통상 대상회사가 증권관계법령에 따라 인수합병계약에 관한 공시를 함으로써 거래보호약정에 대한 공시도 함께 이루어지게 될 것이다<sup>98)</sup>. 다만, 공개회사가 인수합병과 관련하여 일정한 거래보호조치가 포함된 법적 구속력이 없는 양해각서를 체결한 경우 그에 관한 공시의무를 부담하는지 여부가 문제될 수 있는데, 이와 관련하여 미국 증권거래위원회는 비밀유지 또는 배타적 교섭의 거래보호조치에 관한 조항을 제외한 나머지 조항의 법적 구속력이 없는 양해각서상 당해 거래보호조치는 중대한(material) 사항이 아니므로 공개회사가 그러한 양해각서에 대하여 1934년 증권거래법상 Form 8-K에 의한 임시보고서를 제출할 의무가 없다는 취지의 의견을 표명하였으나<sup>99)</sup>, 만일 양해각서가 법적 구속력 있는 상당한 액수의 위약금에 관한 조항을 포함하는

97) Gavin Davies and James Palmer, *"Break fees common but not always legal"*, Supplement to IFLR guide to M&A 2004 (2004), 180면, 181면. 예컨대, 영국 상장규정에 의하면 상장회사가 당해 기업의 과거 3년간 평균수익의 25%이상에 해당하는 금액을 한도로 상대방 당사자의 비용 또는 손실에 대한 책임을 부담하는 약정을 체결하는 경우 그러한 약정의 체결은 Class 1의 중대한 거래(significant transaction)에 해당하는 것으로 취급되어 그에 대하여 주주총회의 승인이 요구되는데(Chapter 10.2.4R(1)), 비록 이러한 규제가 상장규정에서 정하는 위약금(Chapter 10.2.7R)에는 적용되지 않는다고 명시되어 있으나(Chapter 10.2.4R(2)), 상장규정에서 정하는 개념에 포섭되지 않는 위약금의 경우에는 여전히 상기 규제가 적용될 수 있을 것이다.

98) 미국 1934년 증권거래법 Section 13 또는15(d), Rule 13a-11, Form 8-K Item 1.01 및 증권거래법 제186조 제1항 제7호, 유가증권의발행및공시등에관한규정 제69조 제1항 제14호, 제17호 등 참조.

99) SEC Release Nos.33-8400; 34-49424 (2004. 3. 16), I.C. Item 1.01 및 각주 39.

경우에는 공개회사가 공시의무를 부담할 수 있다는 지적이 있다<sup>100)</sup>.

한편, 일반적으로 금융회사에 대하여는 관계법령상 재무건전성 확보를 위하여 일정한 규제가 이루어지고 있는데, 따라서 대상회사가 금융회사인 경우에는 이러한 규제로 인하여 위약금과 같이 대상회사의 재무구조에 직접적인 영향을 미칠 수 있는 거래보호조치가 제한될 가능성이 있다<sup>101)</sup>.

#### 라. 추가적 고려사항

거래보호약정에 전술한 여러 법적 고려사항 등과 연관된 문제점이 있다고 인정되는 경우, 그러한 문제점으로 인하여 대상회사 이사들이 개인적으로 부담하는 법적 책임 이외에 대상회사의 주주들 또는 경쟁적 인수희망자가 현실적으로 대상회사와 기존 인수희망자 사이의 인수합병을 중지시키기 위하여 취할 수 있는 법적 조치를 살펴볼 필요가 있다. 실제 미국 델러웨어주 법원들은 대상회사의 주주들 또는 경쟁적 인수희망자<sup>102)</sup>가 대상회사의 이사들이 주의의무를 위반하여 체결을 결정한 거래보호약정 또는 인수합병계약은 무효이고 그러한 거래보호약정 또는 인수합병계약에 따라 인수합병을 계속 추진하는 것이 주주 등에게 회복할 수 없는 손해를 입히게 될 것이라는 점 등을 주장하며 대상회사와 기존 인수희망자의 인수합병의 추진을 중지하는 등의 명령을 청구한 소송들<sup>103)</sup>에서 그러한 청구를 인용한 사례가 적지 않다. 생각건대, 대상회사의 주주들은 대상회사의 이사들이 대상회사와 인수희망자 사이의 인수합병을 추진하는 과정에서 법률적 문제점이 있는 거래보호약정 등의 체결을 결정하고 그에 따라서 새로운 인수희망자와의 협상을 일체 거부하거나 기존 인수희망자와 계속 인수합병을 추진하는 것은 이사의 주의의무 위반으로서 법령의 위반에 해당함을 이유로 이사의 위법행위의 유지(留止)

100) "What Constitutes a Material Contract?", Publication by Mayer, Brown, Rowe & Maw LLP (2004), 4면.

101) 예컨대, 대상회사가 은행인 경우에는 이러한 규제로 인하여 위약금의 액수를 높게 하여 그것만으로써 충분한 거래보호의 목적을 달성하는 데에는 한계가 있기 때문에 거래보호약정상 위약금과 함께 다른 거래보호조치가 규정되는 경우가 많을 것이다(Coates & Subramanian, 전계논문, 394면 참조).

102) 미국에서는 경쟁적 인수희망자가 대상회사의 주주가 아니고 대상회사 또는 기존 인수희망자와 계약관계를 맺고 있지 않아도, 거래보호약정으로 인하여 그가 인수합병을 위한 경쟁에 참여하지 못하게 됨으로써 그에게 권리침해(injustice)가 발생하였음을 이유로 대상회사에 대하여 법적 조치를 취할 수 있다고 한다(Tarbert, 전계논문, 661면, 706면, 707면).

103) 이러한 소송들의 소장 및 법원 결정문을 통하여 소송의 청구취지와 원고들이 주장하는 법률적 근거 및 원고들의 청구에 대한 법원의 결정 등에 관한 상세한 내용을 확인할 수 있는바, 이러한 소장 및 법원 결정문의 사본은 <http://corporate-law.widener.edu/case.htm>에서 구할 수 있다.

청구권(상법 제402조)을 행사하거나, 이사의 위법행위 금지의 가처분 또는 직무집행정지의 가처분<sup>104)</sup>(상법 제407조 제1항)을 신청하는 등의 법적조치를 취할 수 있는 여지가 있다고 본다. 그러나, 대상회사와 아무런 계약관계를 맺고 있지 않은 상태의 경쟁적 인수희망자로서는 그가 대상회사의 주주이거나<sup>105)</sup> 거래보호약정의 체결 및 이행이 경쟁적 인수희망자에 대한 불법행위로 인정되는 경우가 아닌 한 상기 법적조치 또는 손해배상 청구에 의하여 구제받기는 쉽지 않을 것이다.

그리고, 이 글에서는 다루고 있지 않으나, 거래보호약정이 수개의 거래보호조치를 포함하고 있는 경우 거래보호조치에 관한 법률적 고려사항을 전체적으로 파악할 것인지 아니면 분리하여 개별적으로 파악할 것인지의 문제, 나아가 거래보호약정에 연관된 여러 법률적 문제점이 인수합병계약 자체에 어떠한 법률적 효과를 미칠 수 있을 것인지의 문제 등에 대하여서도 향후 심도 있는 논의가 필요할 것으로 생각한다. 특히, 후자의 문제는 대상회사와 기존 인수희망자 사이에서 인수합병계약이 체결된 이후에는 양자 사이의 인수합병의 중단 또는 상기 법적 조치들이 종국적으로 인수합병계약의 해소 또는 파기와 연관된다는 점에서 중요한 의미가 있다.

## 2. 인수합병의 거래단계에 따른 분석

### 가. 인수합병계약의 체결 이전의 단계

인수합병계약<sup>106)</sup>의 체결 이전의 단계에서는, 인수합병의 당사자들은 협상을 통하여 거래조건을 결정하는 등 인수합병계약의 체결을 준비하는 데에 주력하게 되고, 당사자들 사이의 신뢰관계도 아직 공고하지 못하다. 따라서, 실무상 이 단계에서의 거래보호약정

104) 이러한 가처분의 내용에 관하여는, 전후재, “경영권 분쟁과 가처분-적대적 M&A를 중심으로”, 민사집행법학회 발표문 (2005. 12. 17), 23면-27면 참조.

105) 다만, Omnicare사건의 하급심에서 미국 델러웨어주 형평법원은 대상회사와 기존 인수희망자 사이에서 거래보호약정을 포함한 인수합병계약이 체결된 이후 경쟁적 인수희망자가 대상회사의 주식을 취득한 다음 대상회사 이사들이 주의의무를 위반하여 거래보호약정을 체결하였음을 이유로 인수합병 추진의 중지를 청구하자, 경쟁적 인수희망자가 이사들이 주의의무를 위반한 시점에 대상회사의 주주가 아니었다면 추후 대상회사의 주주가 되었다고 하여도 원고적격을 인정할 수 없다는 취지로 판시하였다(Omnicare Inc., v. NCS Healthcare, Inc., et al., 809 A.2d 1163 (Del. Ch. 2002)).

106) 우리나라에서는 상법상 주주총회의 승인 대상이 되는 합병계약 등의 인수합병계약은 반드시 본계약일 필요가 없다는 해석이 다수견해인 것으로 보인다(손주찬·정동윤(편집대표), 주식상법(회사 IV) (2003), 429면, 430면 및 616면 참조). 그러나, 실무상으로는 우선 이사회 결의에 의하여 인수합병계약의 본계약이 체결되고 추후 주주총회에서 당해 본계약을 승인하는 것이 보편적이며, 이 글에서도 이러한 일반적 절차를 전제로 한다.

은 인수합병계약이 체결되거나 일정한 협상기간이 종료되는 시점까지 유효하도록 정해 지는 경우가 많다<sup>107)</sup>. 이 단계에서는 대체로 다음과 같은 사항들이 검토될 필요가 있다.

우선, 이 단계에서는 거래보호약정을 포함한 당사자들 사이의 합의가 인수합병계약의 체결을 목적으로 한다는 점에서, 만일 대상회사가 인수합병계약의 체결을 위한 협상을 중단한 경우 그 목적달성의 불확실성으로 인하여 기존의 합의가 실효되고 대상회사가 그에 따른 의무로부터 자유로워질 수 있는지 여부<sup>108)</sup>가 문제된다. 이와 관련하여, 일본 최고재판소는 UFJ사건에서 기본합의서의 당사자들이 교섭을 계속하여도 사회통념상 최종적인 합의가 성립할 가능성이 없다고 판단되는 경우에는 배타적 교섭조항에 근거한 채무가 소멸된다고 하였다<sup>109)</sup>. 이 문제는 결국 거래보호약정 또는 양해각서 등 관련약정의 문언 및 합의 당시의 구체적 사정을 종합적으로 고려하여 판단되어야 할 것인데, 일본 최고재판소의 판단은 우리나라에서도 경청할 가치가 있다고 본다.

다음으로, 인수희망자가 독점교섭권과 같은 거래보호조치의 위반을 이유로 대상회사에 게 청구할 수 있는 손해배상의 범위가 문제될 수 있다. 현실적으로 인수합병과 관련하여 이러한 손해배상의 액수를 산정하는 것은 매우 어려운 문제일텐데, 이에 관하여는 UFJ 사건에서 일본 최고재판소의 법적 분석이 다소 참고가 될 수 있을 것이다. 즉, 일본 최고재판소는 UFJ사건에서 체결된 기본합의서는 최종합의의 성립을 보증하는 것이 아니라 당사자는 그 성립에 관하여 기대를 갖는 것에 지나지 않으며, 따라서 일방 당사자가 상대방 당사자의 배타적 교섭조항의 위반으로 인하여 입는 손해는, 최종합의의 성립에 의하여 그가 얻을 수 있을 것으로 예상되는 이익상당의 손해로 볼 수는 없고 그가 제3자의 개입을 배제하고 유리한 입장에서 상대방 당사자와 교섭을 진행하여 최종합의가 성립되는 것에 대한 기대가 침해됨으로써 입는 손해로 보아야 한다고 판단하였다. 한편, 위 결정에 대하여 의문을 표시하면서 인수합병의 거래단계의 성숙도에 상응하여 신뢰이익 이상의 손해에 대한 배상이 인정될 필요성도 있다는 지적이 있다<sup>110)</sup>.

107) 미국에서는 통상 이 단계에서 체결된 독점교섭권에 관한 약정을 exclusivity agreement라고 하는데, 그에 의한 독점교섭권은 비교적 단기간 부여되기 때문에 대체로 인수합병계약상 독점교섭권에 관한 조항과는 달리 Fiduciary-Out조항과 결부되지 않는다고 한다(Chubak, 전계논문, 464면-466면).

108) 이는 결국 이 단계에서 체결된 합의의 특성상 당사자들이 최종계약에 이르지 못한 경우 상호간 구속되지 않기로 하는 의도가 있는 것으로 볼 수 있느냐의 문제로 귀착된다고 할 수 있다(Farnsworth, 전계논문, 256면).

109) 다만, 최고재판소는 UFJ사건의 경위 전반에 비추어 볼 때 아직 유동적인 요소가 전적으로 없다고 할 수는 없으며, 따라서 사회통념상 최종적인 합의가 성립할 가능성이 없는 것이 아니므로 배타적 교섭조항에 기한 UFJ의 채무가 소멸하지 않았다고 판단하였다.

110) 中東正文, 전계서, 60면.

나. 인수합병계약의 체결 이후 주주총회의 승인까지의 단계

(1) 인수합병계약의 법적 구속력에 관한 문제

거래보호약정이 인수합병계약의 체결부터 주주총회 결의 이전까지의 단계에서 체결되는 경우<sup>111)</sup>, 주주총회의 승인 이전에 그 약정의 회사에 대한 법적 구속력이 인정될 수 있는지 여부를 검토할 필요가 있다<sup>112)</sup>. 이 문제는 이사회 결의 이후 주주총회의 승인 이전까지의 기간동안 인수합병계약의 법적 구속력에 관한 논의와 연관되는데, 미국에서는 이 기간동안 인수합병계약의 법적 구속력에 관하여 각 주의 법원의 견해가 통일되어 있지 않으며<sup>113)</sup>, 일본에서는 통상 이 기간동안 합병계약의 법적 구속력이 인정될 수 없다고 해석되는 것으로 보인다<sup>114)</sup>. 우리나라에서는 상법상 합병계약과 같은 인수합병계약의 효력 자체에 관한 명문의 규정은 없으나, 대체로 이사회의 승인에 따라 합병계약 또는 분할합병계약이 체결되면 그와 동시에 법적 구속력이 인정되는 것으로 해석되고 있다<sup>115)</sup>. 생각건대, 인수합병의 최종결정권이 주주에게 있다고 해서 주주총회의 승인 이전에 정당한 권한을 가진 이사회가 적법한 절차에 따라 그 조건과 체결을 결정하고, 당사자들이 이행준비의 기초로 삼는 인수합병계약의 법적 구속력을 부인할 필요까지는 없다고 본다. 특히, 거래보호약정은 합병계약 또는 분할합병계약 등 인수합병계약의 법정기재사항이 아니고, 거래의 종결 이후 인수합병의 결과 자체에 직접적인 영향을 미치는 것도 아니라는 점에서 그 법적 구속력이 인정될 수 있다고 본다. 물론, 이사회결의에 의하여 체결된 인수합병계약에 법적 구속력이 인정된다고 하여도 주주총회에서 그것이 부결

111) 거래보호약정은 인수합병계약에 포함(미국에서는 대부분 이러한 방식에 의하고 있다)되어 체결될 수도 있고 그와 분리된 별개의 계약으로 체결될 수도 있을 것이나, 이처럼 계약의 형식이 달라짐에 따라 법적 분석의 기준 및 결과에 별 차이가 생긴다고 보기는 어려울 것으로 생각한다.

112) 물론, 이러한 논의는 인수합병계약의 조항중에서 인수합병의 결과와 직결되는 법정기재사항과 같은 핵심적인 조항에 대하여서만 의미가 있고, 거래보호조치에 관한 조항 등 기타 조항에 대하여는 계약자유의 원칙 또는 인수합병계약 자체에 포함된 분리조항(severability clause) 등을 근거로 이러한 논의와 상관없이 법적 구속력이 인정되어야 한다는 해석도 가능할 것이다. 그러나, 이러한 논의의 적용범위, 인수합병계약상 개별조항의 가분성 및 거래보호조치의 인수합병계약상 지위에 대한 해석론이 정립되어 있지 않다는 점에서, 이러한 논의가 무의미한 것은 아니라고 본다.

113) Taylor, 전계논문, 581면-587면. 다만, 델러웨어주 법원은 Van Gorkom사건(Smith v. Van Gorkom, 488 A.2d 858 (Del. Supr. 1985))에서 이사회에 의하여 승인된 합병계약이 체결된 때에 그 법적 구속력이 인정된다는 견해를 취한 바 있다(상계논문, 587면-591면).

114) 田村諄之輔, 合併手続の構造と法理(1995), 80면.

115) 손주찬·정동윤, 전계 주석상법(회사 IV), 432면, 616면 참조.

되면 인수합병이 이루어질 수 없으며, 실무상으로는 인수합병계약 자체에서 주주총회의 불승인을 계약의 실효 또는 해제의 조건으로 정하는 경우가 많다.

(2) 거래보호약정이 대상회사 주주들의 의사결정에 미치는 영향

개별 사안에 따라서는 거래보호약정의 존재가 대상회사 주주들로 하여금 기존 인수희망자와의 인수합병을 승인하도록 강제하는 작용을 하는 경우도 상정할 수 있다. 이는 주로 위약금과 관련하여 문제되는데, 예컨대, 거래보호약정상 위약금으로 인하여 초래되는 대상회사의 직접적 재산손실의 정도가 무시하기 어려운 수준이라면, 대상회사의 주주들이 기존 인수희망자와의 인수합병계약의 승인을 거부하려고 하여도 그러한 재산손실을 우려하여 인수합병을 승인하게 되는 상황이 발생할 여지가 있다. 이러한 경우 대상회사의 주주들이 거래보호약정이 주주들의 의사결정에 영향을 미칠 우려가 있거나 미쳤음은 이유로 사전에 주주총회개최금지의 가처분을 신청하거나 사후에 주주총회의 결의 또는 인수합병의 효력을 무효화할 수 있는지 여부를 살펴볼 필요가 있다.

생각건대, 거래보호조치의 본래적 기능에 비추어 볼 때 대상회사의 주주들이 거래보호약정을 의식하여 인수합병을 승인할 우려가 있거나 승인하였다고 하더라도 그것만을 이유로 위와 같은 법적 조치에 의하여 구제받을 수 있다고 단정하기는 어려울 것이다. 미국 델러웨어주 법원도 Bell Atlantic사건 및 Orman사건에서 비록 거래보호약정의 존재가 인수합병에 대한 승인 여부의 결정에 있어서 대상회사의 주주들에게 영향을 미쳤다고 하여도 그러한 약정 없이는 당해 인수합병이 성사되기 어려운 상황이었다면 그러한 약정이 부적법한 것으로 인정되지 않는다고 판단하였다<sup>116)</sup>. 통상 주주총회 이전에 주주총회 소집통지서와 각종 공시자료 등을 통하여 거래보호약정을 포함하여 인수합병계약의 내용이 공지됨으로써 대상회사의 주주들은 거래보호약정 나아가 인수합병에 의한 득실을 사전에 평가할 수 있고, 그러한 평가의 결과 인수합병에 반대하는 주주들은 주식매수청구권을 행사할 수 있다는 점에 비추어 볼 때에도 그러하다. 특히, 거래보호약정상 대상회사의 주주총회에서 인수합병계약의 승인이 부결되는 것 자체가 위약금의 발생사유로 되어 있지 않고, 대상회사가 경쟁적 인수희망자와 인수합병을 하는 것과 같은 다른 사정이 발생하였을 경우 위약금의 지급의무가 발생한다면, 비록 대상회사의 주주들이 의결권을 행사하는 과정에서 위약금의 존재를 의식하였다고 하여도 위와 같은 법적 조치가 인정되기는 어렵다고 본다<sup>117)</sup>. 그러나, 만일 거래보호약정의 주된 목적이 대상회사 주주들의 승인을 유도하기 위한 것으로서 그 내용이 실질적으로 주주들로 하여금 인수

116) Chubak, 전제논문, 484면, 486면.

117) Mcmillan사건(Mcmillan v. Intercargo Corp., 768 A.2d 492 (Del. Ch. 2000)) 참조.

합병을 승인하게 만들 정도로 강압적인 경우<sup>118)</sup>에는 법원에서 위와 같은 법적 구제수단이 인용될 가능성<sup>119)</sup>을 전혀 배제하기는 쉽지 않을 것이다.

### Ⅲ. 去來保護約定の 履行 및 不履行에 聯關된 問題

거래보호약정이 법적으로 별 문제 없이 유효하게 성립되어 대상회사와 인수희망자를 법률적으로 구속하고 그들 사이에서 인수합병이 계속 추진된다고 하여도, 추후 여러 사정에 의하여 거래보호약정의 이행이 오히려 대상회사 및 그 주주들을 위한 최선이 아니라고 인정되는 경우도 있을 수 있다. 그렇다면, 이러한 경우에 있어서 대상회사의 이사회는 거래보호약정의 준수에 관하여 어떠한 결정을 내려야 할 것인지, 그리고 대상회사의 이사회가 거래보호약정을 이행하지 않기로 결정한 경우 기존 인수희망자 또는 주주의 입장에서 취할 수 있는 법적 구제수단의 내용 등을 검토할 필요가 있다.

#### 1. 거래보호약정의 준수에 관련된 문제

가. 이사들은 어떠한 경우에도 거래보호약정이 준수되도록 해야 하는가?

굳이 “계약은 준수되어야 한다(pacta sunt servanta)”는 법격언을 인용하지 않더라도 경제적 관점에서 일방 당사자가 불이행으로 인한 손실을 감수하면서까지 그의 필요에 따라 체결된 계약에 의한 의무를 위반한다는 것은 그리 흔치 않은 일이다. 그러나, 사정에 따라서는 대상회사가 거래보호약정을 체결하고 기존 인수희망자와 추진해 오던 인수합병에 의하지 않고 독자적으로 기업활동을 하는 것이 더욱 바람직하거나 기존 인수희망자보다 대상회사에게 더욱 유리한 인수합병의 조건을 제시하는 경쟁적 인수희망자가 등장하는 상황이 발생할 수도 있다. 그렇다면, 이러한 경우 대상회사의 이사회는 거래보

118) 미국 델러웨어주 형평법원은 Blasius사건(Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corp., 564 A.2d 651 (Del. Ch. 1988))에서 주주들이 효과적으로 의결권을 행사할 수 있는 기회를 박탈하는 것을 주된 목적으로 하는 이사들의 행위(경영진을 교체하려는 주주의 시도에 대하여 이사회 구성원의 수를 늘린 조치)는 이사들이 그러한 행위의 정당성을 충분히 입증하지 못한 이상 이사의 주의의무 위반으로서 무효라는 취지로 판시하였다.

119) 이러한 경우 각 주주가 거래보호약정의 강압성을 이유로 의사표시의 하자에 관한 일반원칙에 의하여 의결권의 행사를 취소하고 그에 따라 효력을 상실한 의결권을 공제한 결과 결의의 요건을 흠결하게 되면 주주총회 결의의 취소사유가 된다고 이론구성을 할 수 있지 않을까 생각한다(손주찬·정동윤, 전계 주식상법(회사 III), 135면 참조).

호약정이 준수되도록 하고 기존 인수희망자와의 인수합병을 계속 추진해야 하는지 아니면 거래보호조치의 불이행으로 인한 대상회사의 손실을 감수하면서 기존 인수희망자와의 인수합병을 포기하거나 또는 경쟁적 인수희망자와 인수합병을 실행해야 하는지 여부가 문제된다.

미국에서는 종래 Revlon기준이 적용되는 상황에서 주주들의 최선의 이익을 지속적으로 추구해야 하는 이사의 주의의무의 이행을 담보하기 위하여 대상회사와 기존 인수희망자가 거래보호약정<sup>120)</sup>과 관련하여 Fiduciary-Out조항, 즉 기존 인수희망자가 제시하는 조건보다 우월한 조건의 거래제안(superior proposal)이 있는 경우 등 일정한 사정의 발생으로 거래보호약정의 준수가 대상회사 이사들의 주의의무 위반을 야기할 수 있는 경우, 대상회사가 일정한 조건과 절차를 거쳐 거래보호약정에 의한 배타적 교섭의무 등 인수합병과 관련하여 기존 인수희망자에게 부담하는 의무로부터 면제되거나 나아가 인수합병계약 등의 관련계약을 해제함으로써 그와의 인수합병을 중단할 수 있도록 허용하는 조항<sup>121)</sup>에 관한 합의를 하는 것이 일반적이다. 나아가, 텔러웨어주 대법원이 Omni-care 사건을 통하여 Revlon기준이 적용되지 않는 상황에서도 거래보호약정과 관련하여 Fiduciary-Out조항을 요구함으로써, 실무상 인수합병에 연관된 유형적 상황을 불문하고 전반적으로 Fiduciary-Out조항이 거래보호약정과 결부되어 가는 추세인 것으로 보인다<sup>122)</sup>. 그러나, 대상회사가 Fiduciary-Out조항에 의하여 배타적 교섭의무 등 일정한 의무로부터 면제되거나 인수합병계약을 해제할 수 있다고 하여도 전혀 아무런 부담 없이 기존 인수희망자에 대한 계약상 의무로부터 자유로워지는 것은 아니며, 많은 경우 일정한 조건하에 기존 인수희망자에게 위약금을 지급하도록 하는 사례가 많은 것으로 보인다<sup>123)</sup>. 그리고, 현실적으로 대상회사의 이사들이 Fiduciary-Out을 할 수 있는 상황(예컨대, 경쟁적 인수희망자가 제시한 조건이 '우월한' 것인지 여부 또는 거래보호약정의 준수로 인하여 대상회사 이사들의 주의의무 위반이 초래되는지 여부)이 발생하였는지 여부를

120) Fiduciary-Out조항은 전형적으로 인수희망자에게 독점교섭권(특히, no-shop)을 부여하는 약정 또는 대상회사의 이사들이 인수희망자와 대상회사의 인수합병을 주주들에게 추천(recommend)할 의무를 부담하는 약정 등의 거래보호약정과 결부되는데(岩倉正和, "M&A取引契約における被買収会社の株主の利益保護(上)", 商事法務(2005. 9. 25), 36면, 37면), 2003년 1월 이후 2005년 7월까지의 기간동안 미국에서 공표된, 상장금융회사 사이에 이루어진 거래가 10억 달러 이상의 14건의 인수합병에 관한 인수합병계약 전부에서도 동일한 취지의 규정을 두고 있다고 한다(岩倉正和, "M&A取引契約における被買収会社の株主の利益保護(中)", 商事法務(2005. 10. 25), 27면, 35면).

121) Block, 전계논문, 88면, 89면 참조.

122) 상계논문, 88면 및 岩倉正和, 전계논문(上), 38면 참조.

123) 岩倉正和, 상계논문, 37면, 38면.



어떻게 판단할 것이냐가 문제되는데, 이와 관련하여 미국에서는 대상회사의 이사들이 성실하게(in good faith) 그러한 판단을 한다는 조건 또는 대상회사가 사전에 외부전문가로부터 관련 검토의견을 받아야 한다는 조건을 약정하는 경우가 많은 것으로 보인다<sup>124)</sup>. 한편, 일본에서도 대체로 일정한 사정하에서는 이사들이 기존 인수희망자와의 인수합병을 중단하고 경쟁적 인수희망자와 인수합병을 추진해야 할 의무가 있음을 인정하고 있다<sup>125)</sup>.

생각건대, 실제 인수합병에 있어서는 다양한 사정이 복합적으로 작용하기 때문에 이 문제에 대한 확실적 결론을 내리기는 어려우나, 적어도 개별 사안에 따라서는 대상회사와 그 주주들에 대한 관계에서 대상회사의 이사회가 기존 인수희망자와의 거래보호약정을 파기하기로 결정하는 것이 정당화되거나 의무화되는 경우도 있을 수 있다고 본다<sup>126)</sup>. 그리고, 이러한 경우에 처하여 대상회사의 이사들이 인수합병과 관련하여 합리적으로 융통성 있는 업무수행을 할 수 있도록 하고, 약정의 준수와 관련된 분쟁을 미연에 방지하는 차원에서, 향후 우리나라에서도 인수합병의 당사자들이 Fiduciary-Out조항과 같은 내용의 약정을 하는 것을 적극적으로 고려할 필요가 있다고 생각한다<sup>127)</sup>.

#### 나. 이사들의 약정준수 여부의 결정에 관한 판단기준

전술한 거래보호약정의 체결과 관련된 이사의 주의의무에 관한 논의는, 변화된 상황에 맞추어 적절히 변용(예컨대, 거래보호약정의 파기로 인한 대상회사의 손실과 이익의 정도 및 이사들이 그러한 손실을 충분히 비교하고 신중히 고려하였는지 여부<sup>128)</sup> 등의 사정이 추가로 고려될 수 있을 것이다)될 필요는 있겠으나, 대체로 거래보호약정의 준수에 대하여도 타당하다고 본다.

#### 다. 약정준수에 대한 법적 조치의 가능성

대상회사가 거래보호약정을 파기하고 기존 인수희망자와의 인수합병을 중단하거나 새로운 인수희망자와 협상을 하고 인수합병을 추구하는 것이 대상회사와 그 주주들의 이

124) Block, 전계논문, 84면-86면 및 岩倉正和, 전계논문(中), 32면 참조.

125) 경제산업성·법무성, 전계지침, 4면, 5면 참조.

126) 中東正文, 전계서, 89면 참조.

127) 최근 일본에서도 앞서 살펴본 UFJ사건 등 실제 인수합병의 과정에서 당사자들이 거래보호약정과 함께 Fiduciary-Out조항에 관한 약정을 한 사례들이 있었는데, 岩倉正和, 전계논문(下(1))에서는 그러한 사례들에서 체결된 거래보호약정 및 Fiduciary-Out조항의 내용을 상세히 분석하고 있다.

128) William T. Allen, "Understanding Fiduciary Outs: The What and the Why an Anomalous Concept", Bus. Law. Vol.55 (2000), 655면 참조.

익을 위한 최선의 선택임이 객관적으로 명백함에도 불구하고 대상회사의 이사들이 계속하여 거래보호약정의 준수를 명분으로 기존 인수희망자와 인수합병을 추진하는 경우에는, 대상회사의 주주들이 전술한 거래보호약정 자체에 법적 문제점이 있는 경우에 준하여 이사의 위법행위 유지의 청구 등의 일정한 법적 조치를 취할 수 있을 것이다.

## 2. 거래보호약정의 불이행시 구제수단

### 가. 기존 인수희망자의 구제수단

대상회사가 거래보호약정을 위반한 경우 기존 인수희망자의 입장에서는 대상회사에 대하여 계약해제권의 행사, 손해배상 또는 위약금의 청구(위약금 약정이 있는 경우) 등이 가능할 것이다. 그러나, 인수합병에 의한 시너지 효과 및 장기적 기업전략의 달성 등의 목적을 위하여 대상회사와의 기업결합이 절실한 기존 인수희망자로서는 인수합병계약을 해제하거나 그가 인수합병을 통하여 얻고자 하는 무형적 이익이 충분히 반영되기 어려운 금액의 손해배상 등에 의하여 만족스러운 구제가 이루어지기 어려울 수도 있다. 따라서, 그러한 기존 인수희망자로서는 다른 법적 구제수단을 강구할 유인이 많은데, 아래에서는 그에 관하여 살펴보기로 한다.

#### (1) 경쟁적 인수희망자와의 협상 및 그에 대한 정보제공의 중지의 청구

거래보호약정에 의하여 대상회사가 배타적 교섭의무를 부담하는 경우 인수희망자의 입장에서는 대상회사가 그와의 인수합병을 중지하고 경쟁적 인수희망자와의 인수합병을 추진하는 상황에서 대상회사가 경쟁적 인수희망자와 협상을 하거나 그에게 인수합병과 관련하여 회사정보를 제공하는 행위를 하지 못하도록 하는 것이 효과적 구제수단이 될 수 있다. 미국에서 실제 거래보호약정을 둘러싸고 발생한 다수의 분쟁사례에서 기존 인수희망자가 취한 법적 구제수단<sup>129)</sup> 및 일본 UFJ사건에서 住友信託이 취한 법적 구제수단도 이러한 것이었다.

생각건대, 기존 인수희망자가 법원에 대상회사가 경쟁적 인수희망자와 협상하거나 그에게 정보를 제공하는 행위를 중지하는 명령을 청구하는 경우 통상 사안의 긴급성으로 인하여 가처분신청이 이루어질 가능성이 많은데, 이 경우 피보전권리 및 보전의 필요성<sup>130)</sup>과 같은 가처분요건의 인정 여부가 문제된다. 일본 최고재판소는 UFJ사건에서 배

129) 미국에서는 거래보호약정상 계약위반에 대한 구제로서 손해배상뿐만 아니라 일정한 행위의 금지를 청구할 수 있다는 취지의 명시적 규정(injunctive relief clause)을 두는 경우가 많다 (中東正文, 전게서, 167면).

130) 임시의 지위를 정하는 가처분에 있어서는 현저한 손해를 피하거나 급박한 위협을 막기 위하

타적 교섭조항의 불이행으로 당사자가 입는 손해의 성질과 내용상 그 손해가 사후의 손해배상에 의하여 배상되지 않는 정도의 것은 아니라는 점 및 기본합의서에 기하여 최종 합의가 이루어질 가능성이 상당히 낮다는 점 등을 이유로 보전의 필요성을 부인한 바 있다. 가치분요건의 충족 여부는 결국 구체적 사실관계에 따라 판단될 수 밖에 없겠지만, 대체로 기존 인수희망자가 인수합병계약의 체결 이후에 가치분신청을 하는 경우에는 그가 이미 인수합병계약상 일정한 권리를 가지고 있다는 점에서 아직 기존 인수희망자의 법적 지위가 확실하지 못한 인수합병계약의 체결 이전에 가치분신청을 하는 경우에 비하여 피보전권리 및 보전의 필요성이 인정될 여지가 많을 것이다<sup>131)</sup>.

(2) 제3자에 의한 채권침해의 문제

대상회사가 경쟁적 인수희망자의 개입으로 그와의 인수합병을 위하여 거래보호약정을 파기하는 경우, 기존 인수희망자가 경쟁적 인수희망자에 대하여 제3자에 의한 채권침해를 이유로 손해배상을 청구할 수 있을 것인지 여부가 문제된다. 미국의 경우, 일정한 요건하에 제3자에 의한 불법적 채권침해를 이유로 한 손해배상청구가 인정되고 있기는 하지만, 거래보호약정에 의한 기존 인수희망자의 장래 사업상 이익(prospective business advantage)이 경쟁적 인수희망자에 의하여 침해되었음을 이유로 하는 손해배상청구는 경쟁적 인수희망자가 전형적인 공정한 경제적 경쟁(fair economic competition)의 항변을 하는 경우 인용되기가 쉽지 않은 것으로 보인다<sup>132)</sup>. 일본에서는 기존 인수희망자가 경쟁적 인수희망자 및 거래보호약정을 체결한 대상회사의 이사들을 상대로 일정한 조건하에 제3자에 의한 채권침해 또는 이사의 제3자에 대한 손해배상책임을 추궁할 수 있을 것이라는 견해가 제시되고 있다<sup>133)</sup>.

우리나라에서도 학설상 일반적으로 제3자에 의하여 채권이 침해될 수 있고 이러한 경우 불법행위가 성립하는 것으로 인정되고 있다<sup>134)</sup>. 만일, 경쟁적 인수희망자가 대상회사와의 인수합병을 추진하는 과정에서 기존 인수희망자의 권리를 침해하려는 의도로<sup>135)</sup>

여 또는 그 밖의 필요한 이유가 있을 경우에 보전의 필요성이 인정된다(민사집행법 제300조 제2항).

131) 민사집행법상 채무자에게 행위의 금지를 명하는 가치분을 위해서는 고도의 보전의 필요성이 요구되며, 피보전권리의 존재가 불확실한 경우에는 보전의 필요성이 부정된다고 한다(박우동 외 3인(편집대표), 주석민사집행법(6) (2004), 383면, 388면).

132) Dan B. Dobbs, The Law of Torts (Practitioner Treatise Series) Vol.2 (2001), 1277면, 1278면 및 Bainbridge, 전게논문, 252면 참조.

133) 中東正文, 전게서, 60면, 183면.

134) 박준서, 전게 주석민법(채권총칙 I), 364면.

135) Texaco사건(Texaco, Inc. v. Pennzoil, Co., 729 SW 2d 768 (Tex. App. 1987)) 참조.

부정한 방법을 동원하여 대상회사로 하여금 거래보호약정을 파기하도록 하였다면 불법행위가 성립할 수도 있을 것이다. 그러나, 실제 인수합병에 있어서는 경쟁적 인수희망자가 공정한 인수경쟁의 과정에서 대상회사가 기존 인수희망자와 체결한 거래보호약정을 파기하는 데에 영향을 주거나 그러한 행위를 유발시키는 작용을 하는 사례가 많을 것으로 예상되며, 자유경제사회에서 이러한 경우 경쟁적 인수희망자의 개입행위를 위법하다고 평가하기는 어렵지 않을까 생각한다<sup>136)</sup>.

#### 나. 대상회사 주주의 구제수단

대상회사의 이사들이 거래보호약정의 파기를 결정하고 그로 인하여 대상회사가 인수희망자에게 위약금 또는 손해배상금을 지급하는 등의 손실을 입게 되는 경우, 대상회사 주주들은 대표소송(상법 제403조)을 통하여 대상회사 이사들의 책임을 추궁할 수 있을 것이다. 그러나, 전술한 바와 같이 대상회사의 이사들이 거래보호약정을 파기하는 것이 대상회사의 주주들에 대한 관계에서 정당화될 수 있는 경우에는 그러한 책임추궁이 쉽지 않을 것이다<sup>137)</sup>.

### IV. 結 論

우리나라에서도 가까운 장래에 우호적 인수합병이 더욱 활발히 이루어지고 인수합병의 진행과정에서 다양한 협상전략의 개발과 함께 경쟁적 인수희망자의 견제 등과 관련된 거래보호약정의 이용 역시 증가할 것으로 예상된다. 이러한 추세에 상응하여, 거래보호약정에 관한 법적 분쟁의 발생 가능성 역시 높아질 것으로 생각된다. 이러한 예측은 인수합병이 빈번히 이루어지고 그와 관련된 각종 법리가 지속적으로 축적되고 있는 미국과 영국 등 일부 국가들이 거처온 과정을 살펴보면 더욱 분명해진다.

이러한 견지에서, 이 글에서는 인수합병상 거래보호약정과 관련하여 고려될 필요가 있는 법률적 사항들을 개략적으로 살펴 보았다. 요컨대, 거래보호약정은 기본적으로 계약법의 일반원리와 회사법상 이사의 재량권 내지 주의의무의 관점이 적절히 융화된 분석틀에서 합리적으로 평가될 수 있으며, 이러한 법적 평가에 있어서는 인수합병의 거래단계에 따른 특성이 충분히 반영되어야 할 것이다. 나아가, 이 글에서는 이러한 법적 평가의 연장선상에서 거래보호약정의 이행 및 불이행에 연관된 법적 쟁점도 함께 검토하였

136) 박준서, 전계 주식민법(채권총칙 I), 377면.

137) Allen, 전계논문, 655면 참조.

다. 그리고, 위와 같은 법률적 사항들에 대한 논의에 있어서는 비록 새삼스러울 것은 없으나 다음과 같은 두 가지 정책적 고려를 염두에 둘 필요가 있다<sup>138)</sup>. 첫째, 계약법적 가치와 회사법적 가치의 충돌에 대한 합리적 조정이 필요하다. 둘째, 효율적 인수합병의 달성을 위한 이사회와 재량권 인정과 대상회사 주주들의 보호가 조화를 이룰 수 있는 균형점이 모색되어야 한다.

물론, 앞서 살펴본 법률적 고려사항들이 거래보호약정의 법적 분석에 있어서 고려되어야 할 모든 사항을 망라할 수는 없으며, 경우에 따라서는 법적 검토의 대상에서 제외될 수도 있다. 하지만, 인수합병상 거래보호약정으로 인한 법률적 분쟁 때문에 미국 등 일부 국가에서 부담해 온 불필요한 사회적 비용을 줄이고 인수합병이 보다 원활히 이루어지도록 하기 위해서는, 우리나라에서도 인수합병의 당사자들 및 그들을 돕는 법률전문가들이 실무상 거래보호약정에 관하여 의거할 수 있는 법적 기준을 사전에 수립하기 위한 노력이 필요하다고 생각되며, 이 글도 그러한 노력의 일환으로 작성되었다. 향후 거래보호약정과 관련하여 더욱 다양하고 세부적인 법적 논의가 이루어지고, 그러한 과정을 통하여 적정한 법률적 분석의 기준이 축적되기를 기대한다.

---

138) Tarbert, 전제논문, 700면 참조.

〈參考文獻〉

- 박우동·김상원·이시윤·이재성(편집대표), 주식민사집행법(6), 한국사법행정학회 (2004)
- 박준서(편집대표), 주식민법(채권총칙 I), 한국사법행정학회 (2000)
- 박준서(편집대표), 주식민법(채권각칙 I), 한국사법행정학회 (1999)
- 손주찬·정동윤(편집대표), 주식상법(회사 III), 한국사법행정학회 (2003)
- 손주찬·정동윤(편집대표), 주식상법(회사 IV), 한국사법행정학회 (2003)
- 곽병훈, “미국 회사법의 경영판단원칙”, 재판자료 외국사법연수논집(22), 법원도서관, 제 98집 (2002), pp.123-158
- 권기범, “주택은행과 국민은행 간의 합병 무효”, BFL, 서울대 금융법센터, 제12호 (2005. 7), pp.81-94
- 김두식, “M&A 법제의 개선방안 연구”, 상장협, 한국상장회사협의회, 제50호 (2004. 9), pp.16-58
- 김재형, “합병과 기업매수에 있어서 이사의 재량권에 관한 기준-미국 델라웨어주의 보통법을 기준으로”, 기업법연구, 한국기업법학회, 제11집 (2002), pp.367-383
- 박준·허영만, “적대적 M&A의 방어와 관련한 법적 규제”, 人權과正義, 대한변호사협회, Vol.252 (1997. 8), pp.67-83
- 송중준, “경영권분쟁 중 방어권남용의 판단기준-현대엘리베이터 사건을 중심으로”, 인권과정의, 대한변호사협회, Vol.351 (2005. 11), pp.100-122
- 송중준, “M&A법제의 현황과 보완과제”, 상장협 연구보고서 2005. 4, 한국상장회사협의회 (2005)
- 송중준, “M&A에 대한 주요 방어대책”, 상사법연구, 한국상사법학회, 제14집 제1호 (1995), pp.177-219
- 이홍철, “상장회사의 적대적 M&A에 대한 방어행위”, 재판자료, 법원도서관, 제91집 (2001), pp.429-489
- 전휴재, “경영권 분쟁과 가처분-적대적 M&A를 중심으로”, 민사집행법학회 발표문 (2005. 12. 17)
- 정호열·이영철·박임출, “이사의 손해배상책임과 제한에 관한 연구”, 상장협 연구보고서

- 2003-1, 한국상장회사협의회 (2003)
- 홍복기, “대표이사의 대표권 위반행위”, 상사판례연구, 한국상사판례학회 (1994), pp. 116-124
- 공정거래위원회, “2004년 기업결합동향 및 주요특징” (2005. 4)
- 中東正文 編, UFJ vs. 住友信託 vs. 三菱東京 M&A의 리어갈리스크, 日本評論社 (2005)
- 田村諄之輔, 合併手続の構造と法理 有斐閣 (1995)
- 企業価値研究会 企業価値報告書 (2005. 5. 27)
- 經濟産業省法務省, 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 (2005. 5. 27)
- 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(上)”, 商事法務, 商事法務研究会, 통권1743호 (2005. 9. 25), pp.32-41
- 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(中)”, 商事法務, 商事法務研究会, 통권1745호 (2005. 10. 25), pp.27-38
- 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의利益保護(下(1))”, 商事法務, 商事法務研究会, 통권1747호 (2005. 11. 15), pp.30-41
- 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의利益保護(下(2))”, 商事法務, 商事法務研究会, 통권1748호 (2005. 11. 25), pp.37-44
- ケン シーゲル, 조EFF 슈레ッフ푸어, “UFJ의 合併統合保護条項의 米國法上의 評價”, 國際商事法務, 國際商事法研究所, Vol.33, No.1 (통권511호) (2005. 1)
- 手塚裕之, “M&A契約における独占權付与とその限界-米國判例からみたUFJグループ統合交渉差止仮処分決定の問題点-”, 商事法務, 商事法務研究会 통권1708호 (2004. 9. 15), pp.12-21
- 松本眞輔 “友好的M&A取引における取引保護条項(上)”, 國際商事法務, 國際商事法研究所, Vol.31, No.7 (통권493호)(2003. 7), pp.933-937
- 松本眞輔, “友好的M&A取引における取引保護条項(下)”, 國際商事法務, 國際商事法研究所, Vol.31, No.8 (통권494호)(2003. 8), pp.1100-1107
- 岡崎誠一, “M&A의 交渉と取締役의 經營判断(下)-米國における売り手의 実務を中心に-”, 商事法務, 商事法務研究会, 통권1566호 (2000. 7. 15), pp.22-31
- Dan B. Dobbs, The Law of Torts(Practitioner Treatise Series), West Group, Vol.2 (2001)
- William T. Allen, “Understanding Fiduciary Outs: The What and the Why an Anomalous Concept”, The Business Lawyer, American Bar Association, Vol.55

(2000), pp.653-660

Stephen M. Bainbridge, *"Exclusive Merger Agreements and Lock-Ups in Negotiated Corporate Acquisitions"*, Minnesota Law Review, Minnesota Law Review, Vol.75 (1990), pp.240-334

Karl F. Balz, *"No-Shop Clauses"*, Delaware Journal of Corporate Law, Delaware Law School of Widener University, Vol.28 (2003), pp.513-561

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), pp.7-167

Kimberly J. Burgess, *"Gaining Perspective: Directors' Duties in the Context of "No-Shop" and "No-Talk" Provisions in Merger Agreements"*, Columbia Business Law Review, Columbia Law School, Vol.2001 (2001), pp.431-472

David B. Chubak, *"Locking in the lock-up?: Orman v. Cullman & Corporate Deal Protection Measures"*, NYU Journal of Law & Business, New York University School of Law, Vol.1 (2005), pp.457-487

John C. Coates IV & Guhan Subramanian, *"A Buy-Side Model of M&A Lockups: Theory and Evidence"*, Stanford Law Review, The Board of Trustees of Leland Stanford Junior University, Vol.53 (2000), pp.307-396

E. Allan Farnsworth, *"Precontractual Liability and Preliminary Liability and Preliminary Agreements: Fair Dealing and Failed Negotiations"*, Columbia Business Law Review, Columbia Law Review, Vol.1987 (1987), pp.218-294

Sean J. Griffith, *"The Costs and Benefits of Precommitment: An Appraisal of Omnicare v. NCS Healthcare"*, Iowa Journal of Corporation Law, University of Iowa, Vol.29 (2004), pp.569-623

Marla A. Hoehn, *"Letter of Intent, Confidentiality and Standstill Agreements"*, Drafting Corporate Agreements 2004-2005(PLI Corporate Law and Practice Course Handbook) (2005), pp.638-660



- Jennifer J. Johnson and Mary Siegel, *"Corporate Mergers Redefining the Role of Target Directors"*, University of Pennsylvania Law Review, The Trustees of The University of Pennsylvania, Vol.136 (1987), pp.315-416
- Marcel Kahan and Michael Klausner, *"Lockups and the Market for Corporate Control"*, Stanford Law Review, The Board of Trustees of Leland Stanford Junior University, Vol.48 (1996), pp.1539-1571
- Mark Lebovitch and Peter B. Morrison, *"Calling a Duck a Duck: Determining the Validity of Deal Protection Provisions in Merger of Equals Transactions"*, Columbia Business Law Review, Columbia Law School, Vol.2002 (2001), pp.2-65
- Clifford E. Neimeth & Cathy L. Reese, *"Locked and Loaded: Delaware Supreme Court Takes Aim at Deal Certainty"*, The M&A Lawyer, Vol.7 No.2 (2003. 7)
- Paul L. Regan, *"Great Expectations? A Contract Law Analysis for Preclusive Corporate Lock-Ups"*, Cardozo Law Review, Yeshiva University, Vol.21 (1999), pp.1-119
- Judd F. Sneirson, *"Merger Agreements, Termination Fees, and the Contract-Corporate Tension"*, Columbia Business Law Review, Columbia Law School, Vol.2002 (2002), pp.574-629
- Gavin D. Solotar, *"Acquisition Agreement"*, Drafting Corporate Agreements 2006(PLI Corporate Law and Practice Course Handbook Series No.1524) (2006), pp.143-234
- Leo E. Strine, Jr., *"Categorical Confusion: Deal Protection Measures in Stock-for-Stock Merger Agreements"*, The Business Lawyer, American Bar Association, Vol.56 (2001), pp.919-942
- Thomas A. Swett, *"Merger Terminations after Bell Atlantic: Applying a Liquidated Damages Analysis to Terminations Fee Provisions"*, University of Colorado Law Review, University of Colorado Law Review, Inc., Vol.70 (1998), pp.341-385
- Heath Price Tarbert, *"Merger Breakup Fees: A Critical Challenge to Anglo-American*

- Corporate Law*", Law and Policy in International Business, Law and Policy in International Business, Vol.34 (2003), pp.628-712
- Celia R. Taylor, "A Delicate Interplay": Resolving the Contract and Corporate Law Tension in Mergers", Tulane Law Review, Tulane University, Vol.74 (1999), pp.562-628
- Gregory V. Varallo & Srinivas M. Raju, "A Fresh Look at Deal Protections Devices: Out from the Shadow of the Omnipresent Specter", Delaware Journal of Corporate Law, Delaware Law School of Widener University, Vol.26 (2001), pp.975-991
- E. Norman Veasey, "Law and Fact in Judicial Review of Corporate Transactions", University of Miami Business Law Review, Vol.10 (2002), pp.1-13
- Gavin Davies and James Palmer, "Break fees common but not always legal", Supplement to IFLR guide to Mergers and Acquisitions 2004, International Financial Law Review(2004), pp. 179-182
- David Higgins, "Legal framework encourages competitive bids", Supplement to IFLR guide to Mergers and Acquisitions 2004, International Financial Law Review (2004), pp.193-195
- Rod Howard, Norman Veasey and Frederick Green, "Delaware curbs Omnicare with new lockup ruling", International Financial Law Review, International Financial Law Review(December 2004), pp.19-21
- Richard May, "Break fees: an international perspective", Supplement to IFLR guide to Mergers and Acquisitions 2005, International Financial Law Review (2004), pp.9-11
- Mark A. Morton, Michael A. Pittenger and Matthew E. Fischer, "Recent Delaware Law Developments Concerning No-Talk Provisions-From "Just Say No" to "Can't Say Yes"?", Publication by Potter Anderson & Corroon, available at [http://www.pacdelaware.com/publications/corporate/recent\\_delaware.html](http://www.pacdelaware.com/publications/corporate/recent_delaware.html) (2000)
- Robert E. Spatt, "The Four Ring Circus - Round Nine: A Further Updated View of the Mating Dance Among Announced Merger Partners and an Unsolicited

*Second or Third Bidder*", Publication by Simpson Thacher & Bartlett LLP available at <http://www.stblaw.com/siteContent.cfm?contentID=4&itemID=81&focusID=23> (2005)

*"What Constitutes a Material Contract?"*, Publication by Mayer, Brown, Rowe & Maw LLP, available at <http://www.mayerbrownrowe.com/publications/article.asp?id=1772&nid=6> (2004)

# Study on Deal Protection Measures

- Mainly on Exclusivity and Breakup fee -

## ◀ ABSTRACT ▶

Byung-Tae Kim

(Associate, Shin & Kim)

In the context of friendly M&As, targets and potential acquirers often adopt some deal protection measures predominantly to assure the consummation of the deals. As to deal protection measures, several legal issues could be raised since they are closely related to M&A and accordingly may have significant impact on the target and its shareholders. Basically, the general principles of contract law could apply to deal protection measures, however, one of the most important issues is to what extent a target's board of directors could have discretion or authority in relation to them from the perspective of corporate law. Considering the essential and positive function of deal protection measures, the target board's authority to make decisions on them could be recognized. However, if such authority is abused or exercised in violation of the target board's fiduciary duty, therefore, the exercise of such authority is not in the best interest of the target and its shareholders, it could trigger some legal problems. Until now, some foreign courts and scholars have adopted or suggested certain criteria for judicial review of deal protection measures in connection with the target board's breach of fiduciary duty. Rather than proposing a uniform standard for such judicial review, this article suggests some factors to be considered by the court therefor. Also, in the legal analysis of the deal protection measures, further to the above legal issues, certain substantive regulation or disclosure obligation under special regulations or securities related regulations, which is applicable to them, and the particularity of each stage of M&A process need to be taken into account. Moreover, this article addresses some legal issues arising out of the observance or violation of contracts relating to deal protection measures. In the end, the foregoing analysis should be accompanied by two policy considerations, i.e., resolving the tension between corporate and contract law posed by deal protection measures, and achieving an optimal balance between directors' ability to efficiently consummate transactions and protection of the target shareholders' rights.

KEY WORD : Friendly M&A, Deal protection measures, No shop(No talk), Breakup fee,  
Directors' duty