

기업인수계약상 거래보호조항의 의의와 유효성

-미국 판례의 태도와 시사점을 중심으로-

송 종준*

I. 서론

최근 들어 우리나라에서는 기업인수 당사자간에 인수의향서가 작성된 상태에서 인수의향서의 의무사항이 이행되지 못하여 인수계약이 최종적으로 성립하지 못한 사례가 나타나기 시작했고, 이에 따라 인수예정자가 대상회사에 이미 납입한 이행보증금의 반환을 둘러싸고 소송 분쟁이 가시화되고 있다¹⁾. 2008년 12월 동국제강의 쌍용건설인수 유예, 한화그룹의 대우조선해양 인수포기 등으로 인한 이행보증금의 반환 문제가 그 대표적인 예이다. 이들 사례는 모두 우호적 기업인수에 해당하지만 인수의향서상 기본합의의 불이행으로 인한 법률적 문제에 대한 새로운 법리의 검토를 자극하는 것이기도 하다.

일반적으로 기업인수는 대상회사 경영진의 태도 여하에 따라 우호적 기업인수, 중립적 기업인수, 적대적 기업인수로 나눌 수 있다. 실제로 기업인수는 우호적인 관계에서 이루어지는 경우가 대부분이다. 합병, 영업양수도, 지배주식의 취득 등은 대표적인 우호적 기업인수이지만, 공개매수도 대상회사 경영진과의 합의에 따라 우호적으로 실행되는 경우가 많다. 더욱이 처음에는 적대적인 관계에서 기업인수를 추진하다가 당사자간의 협상에 따라서는 우호적인 기업인수로 바뀌는 경우도 적지 않다.

우호적 기업인수는 기업인수자와 대상회사의 대표 사이에 인수계약을 체결하고 이사회 또는 주주총회의 결의 등 당사회사의 대내적인 의사결정 절차를 거쳐 기업인수를 최종적으로 종결하게 된다. 우호적 기업인수에서는 당사자간에 기업인수의 향서를 작성한 다음, 기업인수본계약을 체결하게 된다²⁾. 외국의 기업인수실무에서는 당사회사의 대표들이 기업인수를 위한 의향서를 작성하거나 본계약을 체결한 후 이사회나 주주총회의 결의 등 내부적인 의사결정절차를 거치기 전에 당사자 중의 일방이 일방적으로 거래를 파기하는 경우가 적지 않다. 또한 최근에는 우호적인 기업인수계약이 체결된 상태에서 제3자가 대상회사에 대하여 적대적인 기업인수를 시도하는 경우 대상회사가 이미 체결된 기업인수계약을 파기하거나 이행하지 않는 사례가 발생하고 있다. 우리나라에서는 아직 그러한 사례가 발생하여 소송으로까지 발전된 예는 없는 것으로 보인다. 그런데 적대적 기업인수의 사례가 적지 않게 발생하는 미국에서는 이러한 문제의 발생을 방지하기 위하여 기업인수계약에 우선협

* 충북대학교 법학전문대학원 교수, 법학박사

1) 매경이코노미, 2009.3.25 ; 머니투데이, 2009.4.13

2) 송종준, M&A거래계약의 구조와 법적 의의-미국의 계약실무를 중심으로, 21세기 상사법의 과제(하춘 정동운 선생 화갑기념논문집), 법문사, 1999, 202면 이하

상의무, 경쟁인수의 제한, 위약금의 지급에 관한 조항 등 이른바 거래보호조항 (deal protection clauses)을 두는 예가 증가하고 있다. 이 거래보호조항은 당사자 간의 합의에 의한 것으로서 적대적 기업인수에 대한 방어수단으로서의 효용도 있으므로 앞으로 기업인수의 실무상 그 이용이 증가할 것으로 예상된다.

그런데 이 거래보호조항에 따라 우호적 기업인수계약이 체결된 이후 대상회사의 이사회가 기체결된 계약을 파기하고 인수조건이 상대적으로 좋은 적대적인 제3자에게 회사를 매각하거나, 그 반대로 제3자의 경쟁인수를 배척하고 기체결된 계약을 실행하는 것이 이사의 의무와 관련하여 어떠한 문제가 있는 것은 아닌지, 또한 그러한 거래보호조항이 사법의 일반원칙상 유효한 것인지 등의 문제를 둘러싸고 의론이 적지 않게 제기되고 있다. 이들 문제는 M&A법 영역의 새로운 쟁점으로서 실무상 중요성이 부각되고 있고, 앞으로 법리적으로 해결해야 할 요청이 있다.

이 논문에서는 기업인수계약상 거래보호조항의 의의와 유형을 살펴보고, 거래보호조항의 유효성을 판단하는 기준을 제시한 미국의 대표적인 판례를 중심으로 하여 그 사실개요와 판례요지를 소개하고 일반법리를 체계화한 다음, 우리나라 법의 해석상 검토할 수 있는 시사점을 개괄하고자 한다.

II. 기업인수계약상 거래보호조항의 의의와 유형

1. 기업인수계약의 구조

우호적 기업인수는 일반적으로 당사자들간에 기업인수의향서를 작성하고 본계약을 체결하는 방법으로 추진된다. 기업인수의향서(letter of intent, memorandum of understanding, LoI, MOU)는 당사자간에 신속한 협상종결과 본계약의 체결을 위하여 예비적으로 작성하는 서류로서 원칙에 있어서의 합의(agreement in principle)를 말한다. 기업인수기본합의라고도 한다. 이 의향서는 기본적인 합의사항의 대강³⁾을 담고 있는 것이 보통이고, 본계약의 체결을 위하여 당사자들이 진지하게 임해야 할 도덕적인 의무(moral obligation)를 부과할 뿐⁴⁾, 일반적으로는 당사자 사이에 법적 구속력을 갖지 않는다고 풀이한다⁵⁾. 의향서는 거래조건을 정하는 것이고 확정적인 의사표시가 아닌 조건부 의사표시에 불과하므로 법률문제로서 당사자의 객관적 의사를 성립시키지 않기 때문이다⁶⁾. 그러나 의향서에 법적 구속력이 없다는 것은 기업인수의 성립에 직접적으로 관련되는 거래의 조건에 국한되는

3) 일반적으로 기업인수의 형태, 인수대가, 인수대가지급의 담보조치, 거래의 종결 조건, 우선협상권, 비밀유지 등에 관한 조항을 둔다. 송중준, 상계논문, 203-206면

4) Stephan L. Key, The Earnst & Young Management Guide to Mergers and Acquisitions, John Wiley & Sons, 1989, p. 76

5) 송중준, 전계논문, 203면

6) Viking Broadcasting Corp. v. Snell Publishing Co., 497 N.W. 2d 388, 243 Neb. 92(1993). 이 사건에서는 합병계획에 관한 의향서가 작성되었지만 거래조건에 대한 의견차이로 합병이 결렬되었다.

것이므로 이와는 직접 관련이 없는 사항, 예컨대 제3자와 협상하지 않을 의무(우선협상 의무), 비밀유지의무, 본계약의 체결을 위한 최대노력의무조항 등은 당사자를 구속하는 법적(계약적) 효력이 있다⁷⁾. 그 밖에도 기업인수인에게 거래이익을 확보해 주기 위하여 경쟁적 인수를 제한하는 조항(no-shop, lock-up 조항), 거래가 파기 또는 해제되거나 대상회사가 제3자에게 매각되는 경우에 인수인에게 위약금을 지급하기로 하는 조항(break-up fee 조항), 기업인수 후 인수인과 경쟁하지 아니할 의무를 부과하는 조항(non-competition 조항) 등을 두게 된다. 최근에는 기업인수 본계약에 포함되어야 할 일반조항이 표준화되어 가는 추세에 있다⁸⁾.

그리고 기업인수본계약(long form acquisition agreement)에는 의향서에 포함되어 있는 사항에 대하여 당사회사의 대표가 합의한 사항을 기재한다. 이 본계약은 인수 당사회사의 주주총회 등 대내적인 의사결정을 거쳐 최종적인 인수계약으로 성립하게 된다.

2. 거래보호조항의 의의

기업인수계약상 거래보호조항이라 함은 경합하는 제3의 인수자로부터 우호적 인수자와의 거래를 보호하기 위하여 인수계약에 삽입하는 일련의 규정을 말한다. 거래보호조항은 적대적 인수자로부터 우호적 기업인수거래를 보호하는 효과를 가지기도 하지만, 그 인수거래의 상대방이 당해 거래를 일방적으로 파기하여 기업인수거래가 결렬되는 것을 방지하는 효과도 있다.

거래보호조항은 우호적인 기업인수의 경우에만 이용될 수 있다. 그것은 적대적 기업인수에서는 당사자 간에 인수계약 자체가 존재하지 않기 때문이다. 또한 대상회사에 지배주주가 존재하는 경우에는 당사자 간의 계약에 거래보호조항을 두지 아니하고, 당해 지배주주와 합병에 찬성 투표할 것을 의무화하는 계약을 체결하기도 한다. 주주간 의결권행사계약(shareholder voting agreement)이 이에 해당한다. 공개매수의 경우에도 대상회사의 지배주주가 이에 응모할 것을 의무화하는 계약을 체결하는 경우도 있다. 이것은 주주 로크 업 계약(shareholder lock-up contract)의 하나에 해당한다. 실무상으로는 하나의 기업인수계약에 여러 종류의 거래보호조항을 두는 것이 보통이다.

3. 거래보호조항의 유형

(1) No-shop 조항

7) 송중준, 전계논문, 204면

8) Ronald J. Gilson & Bernard S. Black, The Law and Finance of Corporate Acquisitions(2nd Ed.), Foundation Press, 1995, p. 1563

No-shop 조항이라 함은 대상회사와 그 대표자(이사, 임원, 고문, 관계자들을 포함)가 경합하는 기업인수를 권유하기 위하여 다른 인수를 행하고자 하는 자와 협의 또는 교섭하거나 제3자에게 비공개정보를 제공하는 것을 금지하는 특약을 말한다. 이것은 다양한 내용을 망라하는 포괄 조건(blanket term)으로서 이용되는 것이 보통이다⁹⁾. 이 조항 중에서 대상회사와 그 대표자가 제3자와 협상 또는 교섭하는 것을 금지하는 조항을 협상금지조항(no-talk clauses)이라고 한다. 이러한 조항들은 일반적으로 우선협상조항 또는 배타적 교섭조항이라고도 하며, 기업인수인이 자신과의 우선협상권을 명백히 하기 위한 것이다. 미국 회사법상으로 이 조항은 대상회사 이사회에 신인의무를 제한하는 것이 아니라면 그 자체 위법한 것은 아니다¹⁰⁾.

또한 No-shop 조항으로서 인수인은 대상회사에 대하여 협상 또는 거래에 관련된 정보의 비밀을 지키도록 하는 비밀유지약정(confidentiality contract)을 하는 경우가 많다. 이 비밀유지조항에는 그 대상이 되는 정보의 범위, 비밀준수의무의 주체(서명자와 정보지득자), 사본의 폐기 또는 반환 및 서면확인 의무, 법령에 따라 정보를 공개하여야 하는 경우 정보제공자에 대한 우선적인 통지의무, 동의 없이 정보제공자 이외의 자와 접촉하지 않을 의무, 제공된 정보의 정확성 또는 완전성에 대한 보증의 회피 등이 그 주된 내용이다¹¹⁾.

이러한 우선협상과 비밀유지의무에 관한 사항은 당사자를 구속하는 계약상의 효력이 있다. 그리고 우선협상의무 및 비밀유지의무를 위반할 경우에는 인수인에게 일정한 위약금을 지급하도록 하는 조항(bust-up fee clauses)을 두는 것이 보통이다. 미국의 실무에서는 대상회사 이사의 신인의무에 저촉될 경우에는 대상회사에게 계약상의 의무를 벗어날 수 있도록 하는 이사재량특약조항(fiduciary out covenant)¹²⁾도 함께 규정하기도 한다¹³⁾.

한편 No-shop 조항의 유효성이 문제로써 제기되자, 최근에는 Go-shop 조항의 이용이 증가하고 있다. Go-shop 조항이라 함은 특정한 인수제안자와 협상하고 그 인수거래가 발표된 후에 대상회사에게 높은 인수가격을 제안하는 자를 물색할 수 있는 기간(30-50일)을 부여하고, 시장조사결과 최고가격을 제시하는 인수제안자와 배타적으로 인수계약을 체결할 수 있도록 하는 조항을 말한다¹⁴⁾. 이 조항은 충분한 경쟁매각(full auction)이 이루어지지 않은 거래, 그리고 계약당사자인 인수자가

9) Karl F. Balz, No-Shop Clauses, 28 Del. J. Corp. L. 513, 514(2003)

10) Paramount Communications v. QVC Network, Inc., 637 A. 2d 34, 49(Del. 1994)

11) 송중준, 전제논문, 206면

12) fiduciary out 조항이라 함은 합병계약을 체결할 때에 나중에 제3자에 의하여 보다 유리한 조건의 인수가 제안될 경우 이사회에게 그 합병계약을 파기할 수 있는 권리를 유보한 조항을 말한다. Martin Lipton & Erica H. Steinberger, Takeovers & Freezeouts, Vol. 1, Law Journal Seminars-Press, 1990, §6.01[2][ii]. 그러나 이러한 fiduciary out 조항이 없더라도 합병계약의 내용은 이사의 주주에 대한 신인의무에 위반하여서는 아니된다고 한다. Jewel Cos. v. Pay Less Drug Stores Northwest, Inc., 741 F. 2d 1555(9th Cir. 1984)

13) Balz, op. cit., p. 514

14) Guhan Subramanian, Go-shops v. No-shops in Private Equity Deals : Evidence and Implications, 63 Bus. Law. 729(May, 2008)

2단계 합병 등 폐쇄기업화거래(going private transactions)를 추진하는 경우에 일반적으로 이용된다고 한다¹⁵⁾. 델라웨어 주에서는 이사회가 최고가격을 제시하는 인수를 물색하는 데에 합리적인 시장조사를 하지 아니하고 인수계약을 체결한 경우에 그 인수계약의 효력정지가처분을 내린 예가 있다¹⁶⁾.

(2) Lock-up 조항

처음에는 협상을 통한 우호적인 거래로 시작한 기업인수가 협상도중에 예기치 않게 제3자가 나타남으로써 기업인수가 경쟁관계에 빠지는 경우도 적지 않다. 이것은 공개매수 등 주식취득에 의한 적대적 기업인수가 증가함에 따라 나타난 현상이다. 어떤 경우에는 대상회사가 오히려 협상 당사자와 제3의 적대적 인수자가 경쟁관계에 들어가는 것을 원하는 경우도 있다. 그리하여 실무상으로는 경쟁적 인수(competitive bidding contest)를 제한하는 조항을 기업인수계약에 삽입하는 경우가 많아지고 있다. 그러한 계약적 방법으로서 Lock-up 조항을 두는 것이 일반적이다.

일반적으로 Lock-up 조항이란 넓은 의미에서는 제3자에 의한 경쟁적 인수를 제한하는 조항을 총칭한다. 이 중에는 경합하는 인수자가 나타나는 경우에 우호적 인수자에게 상당수의 대상회사 주식을 대상회사 또는 그 주요주주로부터 매입하거나 매입할 수 있는 선택권(option), 또는 대상회사의 핵심자산을 취득할 수 있는 권리를 부여하는 경우도 있다. 전자를 주식선매권부 로크 업(stock lock-up option), 후자를 자산선매권부 로크 업(asset lock-up option, crown jewel lock-up option)이라 한다. 주식선매권부 로크 업의 경우 우호적 인수자가 이러한 선택권을 행사할 경우 대상회사의 발행주식총수가 증가하게 되어 다른 경쟁적 인수자가 대상회사의 지배권을 차지하기 위하여 취득해야 할 비용이 증가하게 되고 따라서 경쟁적 인수를 저지하는 효과가 있다¹⁷⁾. 미국에서는 주식 및 자산 선매권부 로크 업 계약이 대상회사의 주주를 희생하여 기업인수의 경쟁절차에서 특정한 인수인에게 유리하게 하거나 제3자의 경쟁적 인수제안을 제한하거나 배제하기 위하여 이용되는 경우에는 위법한 것으로 파악한다¹⁸⁾.

이와 같은 로크 업 조항은 회사법상 이사의 주주에 대한 신인의무(fiduciary

15) Richard A. Goldberg & Steve J. Lee, Negotiating the Purchase Agreement, Corporate Law and Practice Course Handbook Series, PLI, Jan. 22-23, 2009, p. 34. 폐쇄기업화거래는 경영진이 상장회사에 대한 규제를 회피하기 위하여 추진하는 것이 보통인데, 이 경우 이사회는 폐쇄화가 주주에게 이익이 되는 지 여부를 결정하여야 하고, 또한 폐쇄화를 추진하는 경영진이 비폐쇄화 방침을 가진 전략적 인수자(strategic buyer)를 저지하려는 것이 아님을 확신할 수 있어야 한다. Joseph L. Morrel, Go Shops : A Ticket to Ride Past a Target Board's Revlon Duties?, 86 Tex. L. Rev. 1123, 1152(April, 2008). 이것은 경영진과 이사회간의 이해충돌로부터 주주를 보호하기 위한 것이다. 따라서 Go-shop 조항을 상장폐지 목적의 합병계약에 삽입해야 할 법적 필요성이 있는 것이다.

16) In re Netsmart Technologies, Inc. Shareholders Litigation, 924 A. 2d 171(Del. Ch. 2007)

17) 김홍식, M&A개론, 박영사, 2009, 225면

18) McGowan v. Ferro, 859 A. 2d 1012(Del. Ch. 2004) ; In re Mony Group Inc. S'holder Litig., 853 A. 2d 661(Del. Ch. 2004)

obligation)와 충돌하는 문제가 제기되고 있으며, 법원도 이사의 충실의무를 이와 같은 로크 업 조항에 따른 계약상의 의무보다 우위에 두고 있다¹⁹⁾. 그리하여 최근에는 이를 피할 수 있는 안전한 방법으로서 대상회사의 주요 주주와 의결권행사계약(voting agreement) 또는 위임장계약을 맺어 두거나, 매수가격 또는 프리미엄부가격으로 주요주주의 주식을 매수할 수 있는 선택권을 인수자에게 부여하는 주식선매권부 로크 업 조항이 보다 많이 이용되고 있다.²⁰⁾

(3) Break-up & Topping fee 조항

인수자가 로크 업 조항을 두고자 하는 것과 같은 이유에서 일정한 경우에 계약파기 등에 따른 위약금부과 조항을 두는 수가 있다. 여기에는 당사자간에 합의가 성립한 거래가 일방의 귀책사유로 인하여 성사되지 못한 경우에 일정한 금액을 지급하기로 하는 파기위약금(break-up fees) 조항과 대상회사가 협상에 의한 인수계약의 실행에 이은 일정기간 내에 제3자에 의하여 인수되는 경우에 일정금액을 지급하기로 하는 부가위약금(topping fees) 조항이 있다.

파기위약금에 있어서 일정한 위약금을 지급하기 위해서는 지급할 의무가 있는 당사자에게 과실 또는 계약위반 등과 같은 귀책사유가 있어야 한다²¹⁾. 예컨대 대상회사가 제3자에 의한 인수를 주주들에게 추천, 또는 권유하거나, 제3자에 의한 인수의 결과 당초의 인수계약에 대하여 대상회사 주주의 승인을 얻지 못하게 되는 경우가 이에 해당한다. 이러한 위약금 조항은 대상회사가 당해 인수자에 대하여 일정한 위약금을 지급하는 것을 조건으로 하되, 대상회사 또는 인수예정자에게 당해 인수거래를 해제할 수 있는 권리를 부여하는 것이 보통이다.

또한 인수계약이 파기될 경우 위약금을 지급하는 방법으로 하지 아니하고 인수준비를 위하여 소요된 비용을 상환(expense reimbursement)하는 형식으로 규정하는 수도 있다. 위약금 지급규정에서는 지급액이 사전에 확정됨에 반하여, 비용상환규정에서는 지급액이 사후에 결정된다는 점에서 양자는 차이가 있다. 일반적으로 파기위약금은 실제로 지출된 비용보다 고액인 것이 보통이다. 그 지급규모는 거래액의 일정비율(3 % 내외)로 규정되는 경우가 많지만²²⁾, 거래규모에 비하여 상당히 높

19) 미국의 판례에서는 의향서에 인수계약의 체결을 위해 최선의 노력의무(duty of best efforts)규정을 두었다 라도 조건이 보다 좋은 제3자의 기업인수를 주주들에게 권고하는 것은 이사의 신인의무에 속하는 것이고 이 의무는 의향서상 최선의 노력의무 보다 우선한다고 한다. 따라서 이사가 주주들에게 유리한 제3자의 인수를 수용하고 당초의 합병기본합의를 파기하는 것은 의향서상 최선의 노력의무조항에 위반하지 않는다는 것이다. ConAgra, Inc. v. Cargill, Incorporated, 222 Neb. 136, 382 N.W.2d 576(1986). 그리고 의향서상의 최대 노력의무조항은 이사의 주주에 대한 신인의무에 저촉될 수 없고, 의향서상의 합의사항이 아무리 사려 깊게 짜여졌더라도 그것은 법적 효력이 없는 단순한 요식행위(mere formalities)에 불과하다고 판시한 예도 있다. Gt. West. Prod. v. Gt. West. United, 200 Colo. 180, 613 P 2d 873(1980)

20) Simon M. Lorne, Acquisitions and Mergers : Negotiated and Contested Transactions, Vol.II, CBC, 1995, § 2-74 ~ 2.75

21) Lorne, op. cit., § 2-75 ~ 2-76

22) 김홍식, 전게서, 223면 ; Subramanian, op. cit., p. 746. 파기위약금의 위법성 판단에서 법원은 인수가액과

은 금액으로 정하는 것이 통상적이다. 미국에서는 이와 같은 조항이 금액에 있어서 적정하고, 협상에 의한 합의에 도달하는데 상당성이 있는 경우에 그 위약금 조항은 적법하고 유효한 것으로 인정된다.²³⁾

한편 이상의 위약금 조항은 대상회사의 귀책사유에 의하여 인수계약이 성립될 수 없을 경우에 적용되는 것을 목적으로 하지만, 인수거래에 따라서는 인수자가 인수 거래를 취소하거나 인수협상에서 손을 떼는 경우에 대상회사에게 일정한 위약금을 지급하기로 하는 약정하는 수도 있다. 이러한 위약금 조항을 역위약금(reverse break-up fees)이라고 한다. 그 규모는 거래가액의 1-3%가 일반적이며, 주식매매협상(private equity transaction)에서 주로 이용된다고 한다.²⁴⁾ 최근의 텔라웨어 형평 법원에서는 위약금을 지급하고 인수자가 합병계약에서 손을 떼는 경우에 따로 계약과 기에 따른 (위약금을 초과하는) 손해액을 배상할 필요가 없다고 판시한 바 있다.²⁵⁾

위약금 조항은 다른 거래보호조항과 다른 점이 있다. 즉 위약금 조항은 일정한 사유가 발생하면 자동적으로 현금을 지급하는 책임을 발생시키는 반면, 비밀유지약 정과 no-shop 조항의 위반은 당사자에게 당해 조항의 이행을 청구하는 소송을 제기 할 수 있는 것 이외에 계약의 위반에 따른 즉각적인 책임은 발생시키지 않는다는 점이다.²⁶⁾

(4) Force-the-vote 조항

주총결의강행조항(force-the-vote provision)이란 경합하는 인수제안조건이 자금 조달, 규제기관의 인허가 또는 기타 위기상황과 관련하여 위협을 증대시키는 경우에 인수가격이 낮은 당초의 인수제안을 선택할 수 있도록 주주총회의 결의를 강행하기로 하는 조항을 말한다²⁷⁾. 이 조항은 합병계약 또는 영업양수계약과 같이 주주 총회의 결의를 거쳐야 하는 경우에 대상회사의 이사회는 신인의무의 이행관계상 필요한 범위 내에서 계약원안을 변경할 권리가 있음에도 불구하고 이사회로 하여금

위약금의 규모를 교량한다. 이러한 원칙을 매직넘버 기준("Magic Number" Standard)이라고 한다. 따라서 실무에서는 합리적이라고 추정되는 일반표준 비율, 즉 다른 거래에서 일반적으로 정하는 수준의 위약금 비율을 벤치마킹하는 것이 보통이다. 그러나 매직넘버 개념의 일반화 현상에도 불구하고 위약금 규모의 과다여부의 판단에는 모든 합병계약조건의 공정성을 총체적으로 평가하여야 하고, 아울러 위약금의 결정에 도달하기까지 절차의 공정성도 평가하여 결정하여야 한다고 판시한 예도 있다. In re IXC Communications, Inc. Shareholders Litigation, No. C.A. 17334, 1999 지 1009174, at 10(Del. Ch. Ct. 27, 1999). 매직넘버기준에 대한 비판적 견해는 Heath Price Tarbert, Merger Breakup Fees : A Critical Challenge to Anglo-American Corporate Law, 34 Law & Pol'y Int'l Bus. 627, 666(Spring, 2003)

23) Lorne, op. cit., § 2-75~2-76. Tsg Water Res., Inc. v. D'Alba & Donovan Certified Public Accountants, P.C., 366 F. Supp. 2d 1212(11th Cir. 2004) ; In re Toys "R" Us, Inc. Shareholder Litigation, 877 A. 2D 975(Del. Ch. 2005)

24) Goldberg & Lee, op. cit., pp. 38-39

25) The United Rentals, Inc. v. Ram Holdings, Inc, 937 A. 2d 810(Del. Ch. 21, 2007)

26) Tarbert, op. cit., p. 641

27) Francis J. Aquilla, Deal Protections 2008 : Bright-Line Rules Difficult to Determine, Corporate Law and Practice Course Handbook Series, PLI, Oct. 16-17, 2008, p. 163

제3의 경쟁인수제안을 선택하지 아니하고 당초의 인수계약을 주주총회의 안건으로 상정할 수 있도록 하기 위한 것이다. 이 조항은 주주의결권행사계약과 함께 규정되기도 한다. 이 조항은 다수과주주의 의결권행사를 강제하는 로크업 조항과 결부되어 있지 않으면 유효한 것으로 풀이된다.²⁸⁾

(5) Match right 조항

대응 조항(match right provision)이란 인수자에게 경쟁인수제안에 대응할 수 있는 권리를 부여한 조항을 말한다. 대상회사의 이사회는 신인의무의 이행으로 조건이 보다 좋은 경쟁적 인수제안을 선택할 수도 있기 때문에, 이러한 조항을 두어 당초의 인수제안자에게 경합하는 인수제안자의 인수조건을 검토할 수 있는 최종적인 권리(last look right)를 주고 당초의 인수조건을 조정하여 이에 대응할 수 있는 기회를 부여하기 위한 것이다.²⁹⁾ 인수가격이 대상회사의 최대 기업가치에 근접하는 경우에는 이 조항은 제3자의 경쟁적 인수제안을 실질적으로 저지하는 효과가 있다. 그리고 이 조항이 인수가격의 결정을 강제하는 것이 아니고, 미국의 법원도 그 효력을 부정하지는 않고 있다³⁰⁾는 점에서 대부분의 공개회사 인수계약에서 이용된다고 한다.³¹⁾

Ⅲ. 거래보호조항의 유효성에 관한 미국의 판결례

1. No-shop 조항 등의 유효성

< Samjens Partners I v. Burlington Industries, Inc. > ³²⁾

(1) 사실개요

1987년 2월 원고인 Samjens사의 계열사들은 Burlington사의 주식을 증권시장에서 매입하기 시작했다. 1987년 4월 7일 피고인 Burlington사의 사장인 Frank Greenerg는 텔레비전에서 Samjens사의 지배주주인 Asher Edelman과 Dominion Textile이 Burlington사의 상당지분을 취득했다는 보도를 접했다. 그 다음 날 같은 내용의 보도가 USA Today에서도 보도되었다. 1987년 4월 14일 Samjens사는 7.6%의 주식취득 사실을 신고하였다. 이 소식을 듣자마자 Burlington사의 Greenerg는 자문을 해줄 투

28) The United Rentals, Inc. v. Ram Holdings, Inc, 937 A. 2d 810, 842(Del. Ch. 21, 2007)

29) Aquilla, op. cit., pp. 163-164

30) In re Toys "R" Us, Inc., Shareholder Litigation, 877 A. 2d 975(Del. Ch. 2005)

31) Aquilla, op. cit., p.164

32) 663 F. Supp. 614(S.D.N.Y. 1987)

자회사들을 만나기 시작했고, 대략 1주일 동안의 노력 끝에 First Boston(FB), Kider 및 Peabody(KP)를 경영권 방어에 관하여 자문할 기관으로 선정하였다.

기업인수의 풍문에 반응하여 수개의 그룹들이 Burlington사에 접근하여 거래의 성사 가능성을 타진하였다. 1987년 4월 21일 Morgan사의 Robert Greenhill은 Greenerg에게 서한을 보내 Margan사와 Burlington사 간의 거래 가능성을 논의하자고 하였다. 3일 후 Edelman은 Greenerg에게 Burlington사 지분 7.6%를 이미 취득했으며, 주당 67 달러에 Burlington사를 인수하겠다고 제의하였다. Edelman은 이 협상제의를 거절하면 적대적 인수를 하겠다고 위협하였다.

법원의 사실인정에 의하면 1987년 5월 6일 Samjens사가 Burlington사의 보통주 전부에 대하여 주당 69 달러로 공개매수를 추진하자, 경영진은 가격이 부적당하다는 이유로 주당 80달러에 자사주의 25%에 대하여 자기공개매수로 대항하였으며, 이에 Samjens사는 주당 72 달러로 공개매수가격을 인상하였다. 1987년 5월 20일 Morgan사와 Burlington사는 주당 76 달러에 Morgan사가 Burlington사 주식 전부에 대하여 공개매수를 하는 데에 합의하는 조건으로 양사가 합병하기로 합의하였다. 합병계약에 의하면 Burlington사는 Morgan사의 공개매수가 실패하는 경우에 자기공개매수(self-tender offer)한다는 조건에 동의하였다.

원고들은 이 합병계약에서 이사회는 달리 조언이 없는 경우 다른 경쟁매수를 권유하지 않으며, Morgan사의 공개매수가 실패하면 Morgan사에게 약 2천 5백만 달러를 위약금(Break-up fee)으로 지급한다는 조항에 합의하였다. 그 합병합의는 1987년 5월 19일과 20일 양일간 개최된 이사회에서 승인되었다. 첫날 이사회에서는 사내 독립변호사(independent counsel)가 이사회에 신인의무에 대하여 개략을 설명하였고, 투자은행측에서는 약 25개 회사에게 Burlington사의 인수가능성을 논의한 사실을 설명하였다. 그 중에 Morgan사만이 Burlington사에 대하여 경쟁매수를 하기로 결정하였다. 이사회에서는 Morgan사 이외에 다른 회사들도 경쟁매수에 나설 수는 있지만 시간이 없다고 하자, 이사회는 Morgan사와의 인수협상을 개시하기로 결정하였으며, Joseph Barr를 선임 사외이사로 지명하여 협상을 주도하게 하였다.

Morgan사와의 협상에서는 인수비용, no-shop 조항, 매수가격 및 자금조달 등에 대하여 협상이 이루어졌고, 이사회에서 투자은행은 파기위약금(break-up fee)은 Morgan사가 제안한 거래대금의 1%가 적정하다고 보고하였다. 그러나 이사회는 no-shop 조항에 대하여 불만족스러워했으며, 신인의무의 이행 상 더 높은 매수가격을 제시하는 다른 매수가 있으면 이를 받아들일 수 있다는 조건을 삽입할 것을 주장하였다. 마지막으로 이사회는 Morgan사가 제시한 가격 보다 더 높은 가격을 얻어내기 위해 협상하였고, Morgan사의 자금조달의 안전성에 대하여 만족하였다.

그 밖에 이사회에서는 합병회사에 대한 경영진의 지분참여와 그 보장방안에 대하여 격렬하게 논의되었지만 합의에는 이르지 못하였다. 그리고 Samjens사와 접촉하여 Morgan사의 경쟁매수에 대하여 알리는 문제도 고려되었지만 Samjens사는 가격인상계획이 없는 것으로 보고되었다. 이사회는 Samjens사의 Elderman에게서 다른 제

안이나 높은 매수가격을 요청할 것이라는 서한도 받았지만 그 서한은 Samjens사가 매수가격을 인상한다는 확고한 제안이 아닌 것으로 이해하였다. 그러나 이사회는 Elderman과 접촉하지 않았다. 이사회는 Elderman을 접촉하지 않은 이유로 다음과 같은 4가지를 제시하였다. Burlington사는 Elderman가 비밀유지계약에 동의하지 않은 점, Samjens사는 요청한대로 공개매수를 종결하지 않은 점, Elderman은 공개매수를 추진하면서 내부정보를 이용한 점, Elderman에게 Morgan사의 매수청약을 검토하고 더 좋은 매수조건을 제시하도록 요청하였으나 그러하지 않은 점 등이다.

이러한 관계에서 원고인 Samjens사는 피고들이 Burlington사와 Morgan사 간의 합병계약이나 합병계약 중 파기위약금과 비용상환(expense reimbursement) 규정을 취소하거나, 피고들이 Morgan사에게 제시한 것과 같은 조건을 다른 경쟁적 매수자에게 제시할 때까지 Morgan사의 공개매수를 금지하고, Burlington사는 자기공개매수의 진행과 자기공개매수에 대하여 응모한 주식에 대한 대금의 지급을 금지하며, 정확한 정보공시가 있기 전에는 합병합의 또는 Morgan사의 공개매수 진행을 금지하는 가처분을 신청하였다.

(2) 판결요지

원고들은 Burlington사의 이사회가 필요한 경쟁매각(auction)을 진행하지 않고, 또한 Morgan사와의 합병합의를 성급하고 피상적이며 편향되게 함으로써 주주들에 대한 신인의무를 위반하였다고 주장하고, 또한 위약금, 비용상환 및 no-shop 조항을 승인함에 있어서 Burlington사의 이사회가 주주들에 대한 신인의무를 위반하였다고 주장하였다.

법원은 Morgan사와의 합병계약에서는 경쟁매각을 종결시키거나 다른 매수자를 배척할 정도로 의무를 부과하지 않았고, 위약금과 관련 비용이 회사가치의 2% 정도에 해당하는 것으로 보아 이것은 일체의 제3자 경쟁매각을 금지하는 로크 업 합의가 아니며, Samjens사의 매수가격 인상에 대응하여 Morgan사가 가격을 인상함으로써 주주들에게 주당 6달러의 이익을 주었다는 점에서 원고들이 주장하는 no-shop 조항 위반은 인정되지 않는다고 판시하였다. 그리고 Burlington사 이사회가 전문가들과 철저한 협의 후 결정을 내린 점이 인정되고, Morgan사의 매수가격이 최상이라는 확신 속에서 협상을 진행한 것은 이사회가 주의의무를 다한 것이고 경영판단원칙에 의하여 보호된다고 판시하였다. 아울러 이사회가 Samjens사가 다른 제안을 하지 않을 계획이라는 사실을 알고 Elderman을 접촉하지 않은 것은 정당하며, Elderman에게 동일한 정보를 제공하였음에도 불구하고 비밀유지계약을 체결하지 않은 것으로 보아 이사회가 Samjens사에게 다른 매수제안 여부를 묻는 통지를 하지 않은 것이 현명하다고 판단한 것은 정당하며, Morgan사와의 합병계약 이후에도 제3자의 매수경쟁이 불가능한 것이 아니므로 Samjens사와의 거래가 불공정하다는 것도 타당하지 않다고 판시하였다.

또한 다른 매수자에 비하여 Samjens사는 가격조건으로 보아 Burlington사의 주식 전부에 대하여 주당 78달러씩을 지급해야 하는 다른 매수경쟁자에 비하여 매수가격이 작은 약 8천만 달러로 매수경쟁절차에 참여하는 셈이므로 위약금을 지급하지 않은 것은 공정한 것이라고 판시하였다. 이러한 이유에서 법원은 원고들에게는 회복할 수 없는 손해의 위협이 없고, 주장하는 바가 이유 없으므로 가처분신청을 기각한다고 판시하였다.

(3) 판결의 의의

이 판결은 기업인수의향서에서 lock-up, break-up 또는 no-shop 조항에 합의하였다는 이유로 인수조건이 좋은 제3자의 경쟁적 인수제의를 거절 또는 배제하는 것은 이사의 신인의무를 위반하는 것이므로 위법하다는 것을 확인하고 있다. 이것은 당사자간에 합의한 no-shop 조항은 이사의 신인의무에 기초한 경쟁매각의무보다 우선할 수 없음을 천명한 것이다.

Paramount Communications, Inc. v. QVC 사건³³⁾에서도 No-shop 조항의 위법성이 다투어진 바 있다. 이 사건에서 파라마운트사의 이사회는 확실히 더 가치 있는 제3자인 QVC의 인수제의를 거절하고 Viacom과 합병하기로 합의하면서, 파라마운트사의 이사회가 신인의무의 견지에서 제3자와의 협상이나 논의의 필요가 있다고 결정하는 경우가 아니면, 파라마운트사는 어떠한 경쟁매수도 권유, 권장, 논의, 협상 또는 보증하지 않기로 합의한다는 no-shop 조항을 두고 있었다. 이 사건에서도 법원은 그 no-shop 조항을 설치한 것은 이사회에 신인의무를 위반한 것이라고 판시한 바 있다.

2. Lock-up 조항의 유효성

< Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc. >³⁴⁾

(1) 사실개요

NCS Healthcare, Inc.(이하 'NCS'라 함)은 의약서비스를 제공하는 공개기업이었지만, 1999년부터 2000년에 걸쳐 경영성과가 급속하게 악화되었다. NCS는 경영지원을 위한 스폰서를 구하는 시도를 하였지만 수용할만한 제안을 제시하는 구원자가 없는 상태에서 시간은 흘러 2001년 4월에는 기발행한 1억 2백만 달러의 전환 후순위 채무를 이행할 수 없는 지경에 이르게 되었다. 이러한 상황 하에서 NCS는 2001년 후반에야 의약서비스를 제공하는 Omnicare, Inc(이하 'Omnicare'라 함)와의

33) 637 A. 2d 34(Del. 1994)

34) 818 A. 2d 914(Del. 2003)

협약에 들어갔다. 그러나 Omnicare는 시중 과산절차상의 자산양도를 주장하고 또 양도가액에 대해서도 몇 번이나 증액하였지만, 그것은 NCS가 부담하는 모든 채무(약 3억 5천만 달러)를 변제하기에는 부족한 금액이었고, NCS의 주주에게는 아무런 대가가 지급되는 것도 아니었다.

2002년 초 NCS는 동종영업을 영위하고 있는 Genesis Health Ventures, Inc.(이하 'Genesis'라고 함)와 접촉하여 이 회사에 의한 실사(due diligence)를 거치고, 같은 해 6월경에 본격적으로 협의와 교섭을 개시하였다. 같은 해 7월 초순에는 Genesis와 우선협상계약(exclusivity agreement)을 체결하여 배타적인 교섭에 들어갔다. NCS의 경영실적은 2002년에 다소 회복되고 있던 점을 감안하여, Genesis는 과산절차에 있어서 자산 양도가 아닌 NCS와 Genesis와의 합병을 제안하였다. 그 제안에서 Genesis는 NCS의 채무를 합병에 즈음하여 일괄변제하거나 합병에 의하여 승계되며, NCS의 주주에게도 일정수의 Genesis의 주식이 배정한다는 내용이 담겨져 있어서 NCS에게는 Omnicare의 제안보다도 유리한 조건이었다.

그런데 NCS와 Genesis간에 교섭이 막바지에 다다르고 있던 같은 해 7월 26일, NCS가 경쟁업체와 인수교섭을 행하고 있는 것을 알게 된 Omnicare는 이 거래가 성사되면 경쟁상 불리하다고 생각하고 갑작스럽게 인수제안서를 NCS에 송부하였다. 그 내용은 채무를 모두 변제함은 물론, NCS의 주주에게는 1주당 3달러의 현금을 지급하겠다는 것이었지만, 이 제안서는 Omnicare가 NCS에 대한 기업실사를 완료하는 것을 조건으로 하는 것이었다. NCS은 이 단계에서 Omnicare와 인수협상을 진행하면 Genesis와 추진해왔던 합병협상이 깨질 가능성이 매우 높고, Omnicare의 제안은 조건부인 이상 반드시 합의가 성립한다는 보장도 없다고 판단하고 있는 상태에서, Omnicare의 인수제안이 있었던 것을 알게 된 Genesis가 처음의 인수조건을 상당한 정도로 향상시킨 최종안(NCS주식 10주에 대하여 Genesis주식 1주의 배정 등)을 제시한 점 등을 고려하여, NCS의 이사회는 같은 해 7월 28일 Genesis에 의한 인수를 승인하였다.

한편 Genesis는 자신과 경쟁적 관계에 있는 회사에 의하여 NCS가 인수될 것을 우려하여, NCS와의 인수합의가 성립하는 경우에는 이 거래가 확실하게 이행되도록 하는 장치가 필요하다고 강력하게 주장하였다. 따라서 NCS와 체결한 합병계약에서 NCS는 이 후 NCS의 이사회가 이 합병을 권고하든 하지 않든 주주총회에 이 합병제안을 상정하지 않으면 아니된다고 규정하게 되었다. 또한 NCS의 총의결권의 과반수를 보유한 2명의 대주주와 Genesis 사이에도 의결권행사계약이 체결되어 당해 2명의 대주주는 이 합병에 찬성의 의결권을 행사하지 않으면 아니된다고 규정하였다(주: 델라웨어 회사법에서 합병의 결의요건은 총의결권의 과반수이다(251조(c)). 이 의결권행사계약은 NCS의 주주와 Genesis와 사이에 체결되는 계약이지만 NCS도 Genesis의 요구에 따라 계약당사자로 되어 있었다.

이러한 관계에서 NCS와 Genesis와의 합병이 실행되는 것을 바라지 않았던 Omnicare는 같은 해 8월 초순 이 합병을 금지하는 가처분을 신청함과 동시에 NCS의

주식 1주를 3.5달러에 매수하는 조건으로 공개매수를 개시하였다. 그리고 NCS의 주주도 이 건과 관련하여 집단소송을 제기하였다. 원심인 델라웨어주 형평법원은 상기 주주로부터의 집단소송에서는 NCS의 이사회에 신인의무(fiduciary duty)의 위반은 없다고 판시하였다. 그러나 항고심인 델라웨어주 대법원에서는 최종결정에서 3대2로 의견이 나누어졌다. 다수의견에 의하면 이 사건에는 Unocal 판결의 기준이 적용된다는 것을 확인하였다.

(2) 판결요지

다수의견에 의하면 이 사건의 쟁점은 본건에서 채용된 거래보호조치(deal protection devices)의 유효성 여부를 가리는 것이라고 하고, 이 조치에는 스스로 승인한 합병계약을 보호하고자 하는 이사회에 이익과 당해 합병계약에 대한 승인 여부를 최종적으로 결정할 수 있는 법적 지위에 있는 주주의 권리 사이에는 본질적으로 이해충돌관계가 존재한다고 실시하였다. 다수의견은 거래보호조치의 채택에 관한 이사회에 결정이 적법한지에 관한 심사기준으로서 전통적인 경영판단원칙을 적용하지 아니하고, 경영판단원칙의 남용을 제한하기 위하여 적용되고 있는 심사기준으로서 Unocal 판결의 판단기준에 따라 거래보호조치의 유효성 여부를 심리하였다.

먼저 이 사건에서 Omnicare의 공개매수가 개시됨으로써 NCS의 방침 및 효율성에 대한 위협이 존재하는가에 대한 문제에 대하여 NCS의 입장에서 볼 때에 Genesis와의 합병계약이 파기될 가능성이 있고, 또한 Genesis와의 합병 외에 다른 선택의 여지가 존재하지 않게 될 가능성이 있다는 점은 Unocal 기준에서 말하는 위협에 해당한다고 판시하였다. 그러나 이 사건에서의 거래보호조치는 이사 또는 주주에 대하여 강제적(coercive)이거나 제3자의 인수자에 대하여 배제적(preclusive)이므로 그 조치는 무효이고 집행 불능하다고 판시하였다.

다시 말하여 이 사건에서는 Genesis와의 합병계약에서 NCS는 후일 NCS의 이사회가 이 합병을 권고하지 않는 경우에도 주주총회에 이 합병계약을 의안으로 상정하지 않으면 아니 된다고 규정한 점, NCS의 총의결권의 과반수를 보유한 2명의 대주주와 의결권행사계약이 체결되고, 이 계약에서 해당 주주는 모두 이 합병에 찬성의 의결권을 행사하지 않으면 아니 된다고 규정한 점, 그리고 실효성이 있는 이사 재량 조항(fiduciary out clauses)이 없으므로 Omnicare는 물론, 그 밖의 제3자에 의한 인수가 성립할 가능성은 수학적으로 불가능하고 현실적으로도 달성 불가능하다는 점에서 이 사건의 거래보호조치는 Genesis와의 합병을 강제하는 것이고, 다른 유리한 인수제안을 배제하는 것이라고 판시하였다.

또한 이 판결에서 다수의견은 이사는 합병계약이 체결된 후에도 계속 신인의무를 부담하는 것이므로 그 후 합병계약상의 조건보다 유리한 인수제안을 받은 경우에는 NCS의 주주, 특히 소수주주의 이익을 보호하기 위하여 신인의무를 다하는 것이 필요하다고 실시하였다. 그러나 NCS가 보다 좋은 인수제안을 받았더라도 이 사건의

거래보호조치 하에서는 Genesis와의 합병이 반드시 이행되어야 하는 것이기 때문에 이사는 그러한 신인의무를 이행할 수 없게 되고, 따라서 그 거래보호조치는 이사에 의한 신인의무의 적절한 이행을 제한하고 있는 이상 무효이고 집행 불능 (unenforceable)하다고 판시하였다.

(3) 판결의 의의

이 판결에서는 단순히 인수계약상 거래보호조항의 유효성을 판단하는 문제가 아니라, 이러한 계약조항이 있는 상태에서 대상회사가 실제로 출현한 제3자의 적대적인 공개매수를 배척하고 당초의 우호적 인수자와 합병을 실행한 것의 유효성 여부가 쟁점이 된 것이다. 그리고 이 판례는 그 적법성의 판단에 경영권 방어에 관한 판례기준으로서 Unocal 기준을 적용한 대표적인 예이다. 다만 이 판결에서 소수의견(2인)은 거래보호조항이 당사자 간의 합의에 기초하여 규정되었으므로 경영판단원칙을 적용하여 제3자 인수를 저지한 행위가 적법하다고 주장하고, 다수의견(3인)은 거래보호조항의 최종적 선택에는 주주의 의사가 반영되어야 하는 것이므로 이러한 절차를 거치지 아니한 이사의 인수계약체결행위에 경영판단원칙을 적용할 수는 없다고 판단하고 있다. 이러한 견해 차이는 앞으로 거래보호조항의 적법성에 관한 추가적인 논쟁의 여지를 제공하고 있는 것이다.

< Smith v. Van Gorkom >³⁵⁾

(1) 사실개요

Trans Union사는 상장회사로서 고객을 위한 투자세액공제(investment tax credit)를 받을 정도의 충분한 영업이익을 실현하지 못하기 때문에 그 경쟁업체와 경쟁이 어렵다는 것을 알게 되었다. 따라서 Trans Union사의 CEO인 Van Gorkom은 고위 경영진과 회합을 갖고 세금공제를 받을 수 있을 정도로 충분한 영업이익을 가진 회사에 의한 Trans Union사의 차입매수(LBO)를 포함하여 여러 가지 가능한 대안을 논의하였다. 논의의 결과는 차입매수의 가능성으로 좁혀졌으나 인수가격은 결정하지 못하였다. 인수가격을 주당 50 달러로 할지, 60달러로 할지 논의를 계속하는 가운데, Van Gorkom은 자신이 보유한 주식을 주당 55달러는 받아야 한다고 제의하였다.

이런 가운데 Van Gorkom은 경영진에 의한 차입매수(MBO)에 반대하고, 자신과 개인적인 친분이 있는 기업인수 전문가인 Pritzker를 만났다. 그 전에 Van Gorkom은 주당 매각가격을 결정하고 그 매각을 성사시킬 수 있는 자금조달방법을 정해 놓았다. Van Gorkom은 매각가격을 결정하기 전에 Trans Union사의 회계책임자와 협의하

35) 488 A.2d 858(Del. 1985)

였지만, 이사회는 구성원이나 그 밖의 고위 경영진 누구와도 협의하지 않았고, 회계책임자에게는 자신이 하고 있는 사실을 임직원 누구에게도 알리지 말라고 부탁하였다. Pritzker와의 협상에서 Pritzker가 주당 55 달러로 현금합병(cash-out merger)을 제안하였다. 그로부터 합병제안서를 받고 그들은 100만주 이내에서 주식매매를 협상하고 매매가격은 합병제안서상의 주당 시장가격보다 0.75 달러 높게 결정하였다. 이사회에서는 9월 21일 까지 합병제안을 승인하기로 되어 있었다. Van Gorkom은 9월 20일 고위 경영진들에게 그 제안과 거래조건을 알렸지만, 제안된 합병기본합의서의 사본은 제공하지 않았다. 그런데 고위 경영진들의 반응은 부정적이었다. Van Gorkom은 Trans Union사의 유통주식전부를 주당 55 달러에 매각하고 주식의 양도가 종료됨과 동시에 Trans Union사는 Pritzker가 100% 주식을 소유하고 있는 자회사에 흡수합병된다는 내용을 규정하는 등 합의조건의 윤곽을 세웠다. Trans Union사는 90일 동안 적극적으로 권유는 하지 않더라도 경쟁적 매수제안(competing offer)은 받을 수 있고, 9월 21일까지는 Pritzker의 제안 여부를 수락하기로 하였다.

이사회는 제출된 서류들을 믿고 제안된 합병기본합의를 승인한 뒤, 9월 22일 합병을 공표하였다. 그러자 합병기본합의에 반대한 이 회사의 고위 경영진들 중 일부 핵심 임원들은 사임하겠다고 위협하였다. Pritzker와 Van Gorkom과의 교섭에서 Pritzker는 Van Gorkom이 합병 후 적어도 6개월 동안은 반대임원들에게 회사에 잔류할 것을 설득할 수 있는 경우 그 기본합의를 수정할 수 있다는 데에 동의하였고, 이사회는 그 수정안을 승인하였다. 그러나 그 수정안에는 이사회에게 조건이 더 좋은 인수제의를 교섭하여 Pritzker와의 합의를 파기할 수 있는 권한을 부여하는 이사재량조항(fiduciary out clauses)도 규정하였다. Van Gorkom은 이사회와 추가 협의를 하지 아니하고 그 수정안을 계속 실행하였다. 90일 동안에 Trans Union사는 2개의 인수제안을 받았는데, 이 중에는 인수자금주선의 완료를 조건으로 주당 60 달러에 주식을 매수하겠다는 KKR의 인수제의도 있었다. 그러나 Van Gorkom은 그러한 제안들이 우발적이고 투기적이라고 간주하여 그 제안을 거절하자 그 인수제의는 철회되었다.

Trans Union사의 주주들은 1980년 12월 9일 합병기본합의의 무효 또는 손해배상을 청구하는 소를 제기하였다. 한 달 후 이사회는 합병에 필요한 주주들의 승인을 받기 위하여 위임장을 우편으로 발송하였고, 1981년 2월 10일 압도적인 과반수로 합병계획안은 승인되었다. 이러한 관계에서 주주인 Smith는 이사회는 합병합의안에 대한 승인은 이사의 신인의무를 위반한 것이라는 이유로 손해배상청구의 소를 제기하였고, 이에 대하여 피고인 이사들은 회사의 매각결정은 경영판단원칙에 의하여 보호된다고 항변하였다.

(2) 판결요지

원심에서는 피고들의 주장을 인용하였으나 항고심에서는 이를 과기하였다. 항고심에서는 경영판단원칙의 적용요건을 집중적으로 분석하고, 이사의 경영판단이 충분한 정보를 가지고 회사와 주주의 이익을 위하여 내려지는 경우에 경영판단원칙이 적용됨을 확인하였다. 그러나 이 사건에서 이사회가 Pritzker의 합병제안을 승인할 때에 이사들은 합병제안을 강행하는 Van Gorkom의 역할에 관하여 잘 알지 못하였고, 회사의 본질가치에 관하여 정보가 없었고, 주어진 상황은 급박한 위기 또는 비상사태도 아니었는데 사전 통지도 없이 두 시간 동안의 고민 끝에 회사의 매각을 승인한 것은 최소한 중대한 과실(gross negligence)에 해당한다는 점 등의 이유에서 정보에 기초한 합리적인 경영판단이 내려졌다고 볼 수 없다고 판시하였다. 따라서 이 사건에서 피고들이 주장하는 경영판단원칙은 Pritzker의 합병제안을 승인하기로 한 결정을 정당화하지 않는다고 판시하였다.

(3) 판결의 의의

이 판결은 기업인수교섭을 진행함에 있어서 경영판단원칙의 중요성을 강조하고 있다. 그러나 경영판단원칙이 적용된다는 것이 그 결정에 대하여 일체 사법심사를 배제한다는 것을 의미하지는 않는다. 기업인수절차에서 이사가 경영판단원칙의 적용을 받기 위해서는 그 선행조건으로서 절차상의 주의의무(process due care)가 이행되어야 한다³⁶⁾. 따라서 충분한 정보에 기초하여 합리적인 사업판단에 따라 합병합의에 이르지 아니하고, 이사회가 합병수정제안을 승인함에 있어서 주의의무의 이행에 중대한 과실이 있었고, 주주의 승인을 획득하기 전에 이사회가 알았거나 알았었을 모든 중요한 사실을 알리지 않았다면 이사회의 판단에는 과실이 인정되는 것이다. 이 판결은 이사회에 경영판단원칙을 적용함에 있어서 일정한 결정이 내려지기까지의 절차에 초점을 맞추어 이사회의 행동기준으로서 절차적 요소의 중요성을 적절하게 확인시켜 주고 있다고 본다.

그러나 이 사건은 기업인수기본합의에 이사회로 하여금 보다 조건이 좋은 인수제의를 교섭할 수 있는 권한을 부여하고 이 경우 당초의 합의를 과기할 수 있는 이사 재량조항을 규정하고 있었고, 실제로 제3자에 의한 조건이 좋은 인수제약이 있었지만 철회되었으므로 제3자에 의한 적대적인 인수와 그에 따른 대상회사의 방어행위가 존재하지 않는다. 따라서 여기에 Unocal 기준 등과 같은 방어의 유효성 기준을 적용할 여지는 없고, 경영판단원칙의 적용여부만이 문제됨을 보여준 사례라 할 수 있다.

3. 위약금 조항의 유효성

< Brazen v. Bell Atlantic Corporation >³⁷⁾

36) Stephan M. Bainbridge, Mergers and Acquisitions, Foundation Press, 2003, p. 166

37) 695 A. 2d 43(Del. 1997)

(1) 사실개요

1995년 피고(피항고인)인 Bell 회사(이하 ‘Bell’ 이라 함)와 NYNEX 회사(이하 ‘NYNEX’ 라 함)는 합병 협상에 들어가 1996년 1월 양사간 합병합의의 초안을 발표하였고, 이 안에는 계약파기위약금(termination fee) 조항이 들어있었다. 합병은 주식 대 주식의 교환방식이며 1:1 대등합병으로 하였다. 그런데 Bell과 NYNEX는 열거된 일정한 사유로 인하여 합병이 성립하지 못하면 발생한 손해에 대하여 상대방 당사자에게 5억 5천만 달러(Bell의 시가총액 280억 달러의 약 2%)의 위약금을 보상하기로 합의하였다. 이 위약금은 두 가지로 구성되어 있다. 하나는 어느 당사자든 경쟁매수제안이 있는 상태에서 주주의 승인을 받을 수 없거나 합의가 파기되는 경우에는 2억 달러를 지급하여야 하고, 다른 하나는 경쟁매수가 합병합의의 종료일 부터 18개월 내에 성공하면 그 당사자는 실패한 합병 상대방에게 3억 5천만 달러를 추가로 지급하기로 한다는 내용이다.

위약금에 관한 협상에서 당사자들은 계약파기위약금의 규모를 결정함에 있어 델라웨어 법원이 합리적이라고 본 다른 합병합의사례에서의 비용규모와 규제기관의 승인이 있기 까지 걸리는 합병합의상의 제한적인 특약에 따른 기간을 고려하였다. Bell과 NYNEX는 5억 5천만 달러가 이들 요소에 비추어 적정하다고 결정하고, 고위 경영진들도 Bell의 이사회에 그 정도면 다른 사례에서 델라웨어 법원이 승인한 비율과 부합하는 수준이고, Bell 또는 NYNEX 중 어느 한 쪽에 더 높은 인수제안이 나타날 가능성은 매우 낮다고 조언하였다.

Bell과 NYNEX는 합의조항에서 이 위약금이 벌칙금(penalty)이 아니라 손해배상액의 예정액(liquidated damages)³⁸⁾에 해당한다는 데에 합의하였다. 만약 한 당사자가 이 위약금을 상대방에게 지급하지 않으면 그 당사자는 송달비, 추심비용, 이자 등을 포함한 소송비용을 지급하기로 하였다. 그리고 이 합의조항에서 정한 바에 따라 본 합의가 파기되는 경우에, 이 합의조항에 정한 것으로서 고의적인 계약위반으로 상대방 당사자에게 면책되지 않는 경우를 제외하고, 본 합의는 즉시 무효로 되고 당사자 어느 일방에 대하여 아무런 책임도 지지 않기로 하였다.

이러한 관계에서 원고(항소인)인 Bell의 주주 Brazen은 Bell과 그 이사를 상대로 하여 위약금조항의 효력 정지 가처분을 구하는 집단소송을 제기하였다. 원고는 합병 준비로 인하여 유발된 실제 손해의 추정액을 반영하지 못하였으므로 이 위약금은 손해배상액의 예정액이 아니라고 주장하였다. 원고들은 5억 5천만 달러는 비양심적으로 고액이고, 이것은 Bell 이사회의 신인의무 이행을 제한하거나 손상시키는 것이며, 주주들로 하여금 제안된 합병을 승인하도록 강압하는 것이라고 주장하였다. 피고(피항고인)인 Bell은 이 계약파기위약금을 결정한 것은 유효한 경영판단에 해당한다고 항변하였다.

38) Liquidated damages라 함은 계약 당사자의 일방이 계약을 위반한 경우에 실제손해의 합리적인 평가액으로 상대방에게 배상하기로 미리 예정한 금액을 말한다. 그러므로 이 예정액이 실제 손해액보다 크든 작든 그 예정액은 계약위반에 따른 손해산정액으로 된다. Black's Law Dictionary(7th ed.), West Group, 1999, p. 395

(2) 판결요지

원심인 형평법원(Court of Chancery)은 이 위약금의 내용과 조건은 경영판단원칙에 의하여 보호되는데, 원고는 이 원칙에 따른 적법 주장을 반복하지 못하였다는 이유에서 원고의 신청을 기각하였다. 원심은 이 위약금 지급사유는 계약의 위반(breach)이 아니라 계약의 파기(termination)에 해당하는 경우인데, 손해액의 예정은 정의상 계약의 위반이 있는 경우에 지급되는 손해액을 말한다는 것이다. 따라서 이 위약금 조항에는 손해액의 산정기준이 적용되지 아니하고 경영판단원칙이 적용된다고 실시하였다.

대법원에서는 이 사건에서의 실제 손해(actual damages)는 합리적인 산출에 적합하지 않고, 5억 5천만 달러의 계약파기위약금은 합리적인 손해배상액의 예정(reasonable forecast of damages)임이 명확하고 유효하다고 실시하였다. 따라서 이 사건에는 엄격히 말하면 경영판단원칙이 적용될 사안이 아니고, 일반적인 손해배상액의 산정법리가 적용되어야 하므로 손해액 산정에 필요한 합리성기준(reasonableness test)을 적용하는 것이 상당하다고 실시하였다. 이 계약에서 손해배상의 예정액 규정은 거래규모에 관한 기록을 살필 때에 기회비용의 상실, 기타 비용 및 대등한 협상과 관련하여 당사자들이 분석하여 합의한 것이다. 그리고 이 위약금 규모가 탐욕적으로 과도한 규모는 아니고, 또한 주주들이 합병에 반대하면 이 위약금 조항이 적용된다는 사실을 알았다는 단순한 사실만으로는 주주에 대한 강압(coercion)이라고 할 수 없고, 주주들에게 배포한 위임장 권유자료에는 이 위약금 조건이 명확하게 설명되고 있는데, 원고가 주주들이 강제로 억압당하여 합병에 찬성투표하게 되었음을 증명하지 못하는 한, 이 조항이 설사 주주들의 투표에 영향을 미쳤다 하더라도 도저히 허용할 수 없을 정도로 강압적이라고 인정할만한 구조적 또는 상황적 강압요소가 존재하지 않으므로 이 조항은 강압적이거나 비양심적(unconscionable)이지 않다고 판단하였다.

(3) 판결의 의의

합병계약이 실행될 수 없는 사유가 발생한 경우에 지급하기로 하는 위약금의 성격에 대하여는 계약 성립 전의 단계이므로 전통적인 계약법리상 계약위반에 따른 손해배상책임으로 풀이하기는 어려운 면이 있다. 이에 대하여는 계약체결상의 과실에 의한 책임 또는 부실표시의 법리 등이 적용될 여지가 있지만 상대방의 신뢰이익을 한도로 하는 손해배상액의 예정이라고 풀이할 여지가 높다고 본다.

이 판결은 합병계약에 일반적으로 삽입되는 위약금 조항의 성격을 거래의 실패에 대한 벌칙³⁹⁾으로서 규정하거나 계약의 위반사항으로 규정하는 경우에 따라 해당

39) 손해배상의 예정액 조항(liquidated-damages clause)은 그 합의된 금액이 벌칙(penalty)이라고 여겨지는 경우가 아니라면 유효하다. 그 예정액이 계약위반에 따른 산정 가능한 손해액을 현저히 초과하는 경우, 그 예정액이 서로 다른 다양한 계약위반이 있는 경우에도 지급될 수 있도록 한 경우, 단순한 지급지체가 채무이행불

조항의 유효성에 대한 판단기준이 다를 수 있음을 보여주고 있다. 만약 합병계약에서 명시적으로 위약금을 손해액의 예정이라고 규정하고 있다면 설사 그것이 계약의 위반이 아니라 거래의 실패(중단)를 가져오는 사유의 발생에 의하여 발동된다고 규정되어 있더라도 그 규정의 유효성 여부는 손해액의 산정기준에 따라 판단하여야 한다는 것이다. 따라서 여기에는 경영판단원칙이 적용될 것이 아니고 예정 손해액의 산출이 합리적인가, 강압적인가의 여부를 가지고 그 유효성을 판단해야 한다는 것이다. 그러나 위약금을 계약위반이 아닌 벌칙적 성격으로 파악하는 경우에는 그 조항은 일반적으로 무효이고 집행이 불가능하다.

그 밖에 이 사건에서는 제3의 적대적 인수자와 경합하는 관계는 나타나지 않았고, 단지 위약금조항의 성격과 그 정도의 불합리성이 문제되었으므로 판례상 경영권 방어에 적법성 판단기준이 적용될 여지는 없을 것이다.

IV. 미국 판례상 거래보호조항의 유효성 판단법리

미국의 판례에서 나타난 거래보호조항의 유효성에 대한 판단은 계약법과 회사법의 관점에서 이루어지고 있다.

1. 계약법상의 판단기준

계약법상으로 유효성 문제가 다투어지는 것은 거래보호조항 중 위약금 조항에 대한 것이다. 위약금 조항의 유효성은 손해배상액의 예정에 관한 일반원칙과 비양심성 법리가 기본적인 판단기준으로서 적용되고 있다.

(1) 손해배상액의 예정(Liquidated Damages)

위약금 조항의 유효성(validity)은 위약금이 미국의 계약법상 손해배상액의 예정에 해당하는 지, 아니면 벌칙(penalty)에 해당하는 지의 여부에 의하여 판단된다. 회사법상 경영판단원칙이 적용되면 그 유효성을 긍정할 수 있는 경우에도 이 원칙에 따라 벌칙으로서 위약금의 성격을 파악하면 무효가 될 수 있다⁴⁰⁾. 벌칙은 공법영역에서 국가에 의하여 부과하는 것이고, 사법 영역에서는 허용되지 않기 때문이다. 기업인수계약상 당사자들은 계약위반의 경우에 벌칙이라고 명시하는 것은 아니지만, 계약위반시 예상할 수 있는 손해액, 즉 손해액을 예정하여 이를 미리 정할 수는 있을 것이다. 그러나 손해액의 예정과 벌칙을 구분하는 기준이 명확한 것은 아니다. 판례상으로 손해액의 예정이라고 하기 위해서는 손해액이 불확실하여야 하

능(default)의 사유로 열거된 경우에는 벌칙으로 볼 수 있다. Black's Law Dictionary, op. cit., p.942.

40) Jonathan T. Wachtel, Breaking Up is Hard to Do : A Look at Brazen v. Bell Atlantic and the Controversy over Termination Fees in Mergers and Acquisitions, 65 Brook. L. Rev. 585, 605(Spring, 1999)

고(uncertainty), 그 금액이 합리적이어야 한다(reasonableness)⁴¹⁾. 계약법 주석에 의하면 예정 손해액의 합리성은 계약위반에 의하여 야기된 예상 또는 실제 손실 및 손실 증명의 곤란성의 견지에서 판단된다⁴²⁾. 실제 기업인수계약상 위약금 조항의 유효성 문제는 불확실성 보다는 합리성 여부에 초점이 맞추어져 있다.

(2) 비양심성 법리(Doctrine of Unconscionability)

손해액 예정 규정의 비합리성을 인정할 수 있는 또 다른 논거로 비양심성 법리를 들 수 있다. 이 법리에서는 지각있는 사람이라면 체결하지 아니할 계약, 정직·공정한 사람이라면 승낙하지 아니할 계약을 비양심적 계약(unconscionable contract)이라고 하고, 양심적 계약이 성립하기 위해서는 절차적 비양심성(procedural unconscionability)과 실체적 비양심성(substantive unconscionability)이 존재하지 않아야 한다는 것이다. 따라서 이 중 어느 하나가 결여되면 그 계약은 무효라는 것이다. 미국 통일상법전은 방임적 계약자유원칙을 제한하고 제반형태의 부당한 이익취득을 방지하기 위하여 이 법리를 명문으로 규정하고 있다(Sec. § 2-302).

절차적 비양심성은 계약체결과정에 있어서 일방 당사자의 우월적 교섭력으로 인하여 불평등한 교섭이 이루어질 때에 인정되며 이를 강압(oppression)이라고 풀이한다⁴³⁾. 실체적 비양심성은 계약의 한 당사자에게 해를 끼치거나 부당한 부담을 주는 해악적인 요소를 계약에 규정할 때에 인정된다⁴⁴⁾.

기업인수계약에 있어서 절차적 비양심성은 계약의 일방 당사자가 우월적 교섭력을 이용하여 상대방에게 위협을 주는 협상과정에서 발생할 수 있으며, 실체적 비양심성은 절차적 비양심성이 존재하지 않더라도 손해액의 예정으로서 위약금이 불합리하게 과도한 경우에 인정될 수 있다⁴⁵⁾.

2. 회사법상의 판단기준

(1) 경영판단원칙(Business Judgement Rule)

41) Lee Builders v. Wells, 103 A. 2d 918(Del. Ch. 1954). 학술상으로는 이 두 가지 요소 외에 계약 당사자에게 위약금 조항이 별척이 아니라 손해액의 예정임을 계약 조항에서 의도하여야 하고, 불확실성을 판단하기 위한 요소로서 계약위반 후의 손해의 증명이 곤란할 것, 손해액이 계약위반의 직접적인 결과인지 판단하기 곤란할 것, 계약 체결 시에 손해액의 산정이 곤란할 것, 계약위반에 대한 손해액에 대한 표준화된 산정 기준이 없을 것, 계약체결시에 일정한 계약위반에 대하여 발생가능한 모든 손해를 예상하기 곤란할 것 등을 제시하는 견해도 있다. John D. Calamari & Joseph M. Perillo, The Law of Contracts(3d ed.), West Publishing co. 1987, §14-31

42) Calamari & Perillo, op. cit., §14-31(C)

43) Official Comment to UCC §2-302

44) 이에 대한 상세한 설명은 송중준, 미국통일상법전상 비양심성법리의 연구, 판례월보 제198호, 판례월보사, 1987.3, 9-26면 참조; James J. White & Robert S. Summer, Uniform Commercial Code(5th ed.), West Group, 2000, pp. 151-177 참조

45) Brazen v. Bell Atlantic Corporation, 695 A. 2d 43(Del. 1997)

기업인수계약상 거래보호조항의 유효성을 판단함에 있어서 경영판단원칙을 적용하는 논거는 거래보호조항은 복잡다단한 협상의 결과로서 성안되는 수많은 계약조항 중의 단순한 일부에 불과한데, 거래보호조항만을 가지고 그 유효성을 따지는 것은 계약조항 전체를 보지 아니하고 그림의 일부만을 관찰하는 것과 같고, 그것은 계약의 전반적인 목적을 달성하고자 하는 계약당사자의 복잡한 임무를 감안하면 부자연스러운 것이고 불공정하다는 점이다⁴⁶⁾.

경영판단원칙이 적용되면 거래보호조항은 적법하다는 추정을 받게 되고, 이를 다투는 원고가 이사에게 거래보호조항을 합의한 데에 중대한 과실이 있음을 증명하여야 한다. 이 원칙은 원래 M&A 이외의 일반적인 영업에 관한 경영진의 의사결정에 대하여 적용되었으나, 델라웨어 법원에서는 특히 위약금의 위법성을 분석함에 있어서 이 원칙을 적용한 바 있다⁴⁷⁾. 위약금 조항에 이 원칙을 적용함에 있어서 법원은 협상과정의 상세한 교섭내용을 심사하여 위약금의 규모가 적정하게 조정되었는지를 분석하는 것이 보통이다⁴⁸⁾.

한편 이 경영판단원칙은 Revlon 기준이 적용되는 회사의 매각이나 지배권의 변경에 해당하지 아니하는 기업인수에 적용된다⁴⁹⁾. 즉, 대등한 당사자간의 합병(merger of equals)과 대상회사의 과반수 주식을 인수하지 않는 이른바 전략적 합병(strategic mergers)에 있어서의 위약금 조항에 대하여 적용된다⁵⁰⁾. 이 경우에는 Revlon 기준을 적용하지 아니하고 경영판단원칙만을 적용하여 위약금 조항의 위법성을 판단한다. 그밖에 이 원칙은 No-shop 조항의 적법성 문제에도 적용된 예⁵¹⁾가 있다.

(2) 완전 공정성 기준(Entire Fairness Test)

기업인수에 동의하는 이사의 과반수가 그 거래에 이해관계에 있거나, 다수과주주

46) Gregory V. Varallo & Srinivas M. Raju, A Fresh Look at Deal Protection Devices : Out from the Shadow of the Omnipresent Spector, 26 Del. J. Corp. L. 975, 978(2001)

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

48) In re Beatrice Companies Inc., Litig., 12 Del. J. Corp. L. 199, 206(Del. Ch. 1986). 이 사건에서는 협상이사진의 협상으로 1억2천3백만 달러의 위약금 제안을 1천9백만 달러로 감액하여 위약금 조항을 둔 데에는 이사들에게 중대한 과실이 없는 것이라고 판시하였다. In re Pennaco Energy, Inc., 787 A. 2d 691, 706(Del. Ch. 2001). 이 사건에서도 합병협상과정에서 상대방이 제안한 위약금을 회사 지분가치의 5%에서 3%로 깎아 위약금 조항을 둔 데에 중대한 과실이 없음을 인정하였다.

49) In re Toys 'R' Us, Inc. Shareholder Litigation., 877 a 2D 975, 1000(Del. Ch. 2005) ; Joseph L. Morrel, Go Shops : A Ticket to Ride Past a Target Board's Revlon Duties?, 86 Tex. L. Rev. 1123, 1146(April. 2008)

50) Tarbert, op. cit., p. 654. Anold v. Society for Savings Bancorp. 650 A. 2d 1270, 1290(Del. 1994) ; Cirrus Holdings Co. v. Cirrus Industries, 794 A. 2d 1191, 1199(Del. Ch. 2001)

51) In Phelps Dodge, No. 17,398, 1999 De l. Ch. LEXIS 202(Del. Ch. Sept. 27, 1999). 이 사건에서는 6.3%의 위약금을 지급하기로 한 조항에 대하여는 Unocal 기준을 적용하여 그 유효성을 판단하였지만, 협상금지조항(no-talk 조항)은 이사가 제3자와의 협상 여부에 관하여 충분한 정보 하에서 판단할 이사의 의무를 금지하는 것으로서 문제가 있다고 보고 이 규정을 둔 것에는 경영판단원칙을 적용하여 이사의 주의의무의 위반이 있다고 판시하였다. 이에 대한 설명은 Balz, op. cit., pp. 539-540 참조

가 거래의 양 당사자의 지위를 가지고 있을 경우에는 이른바 완전 공정성기준이 적용된다. 이러한 경우에 그 거래가 완전한 공정성을 유지하지 못하면 그 거래와 이사회가 내린 조치는 무효로 된다⁵²⁾. 이 기준은 M&A 영역에서 델라웨어 법원이 적용하는 가장 엄격한 심사기준이다. 그런데 이 기준을 적용함에 있어서는 실제로 원고가 이사의 사적 이해관계(self-interests)를 증명하기가 어렵고, 단순히 개인적인 현재 또는 과거의 사업관계의 증명만으로 사적 이해관계를 추정할 수도 없는 문제가 있다. 이 기준이 적용되는 경우는 우호적인 합병에서 이사가 의도적으로 충실의무(duty of loyalty)를 위반하여, 위약금의 본질적 의미를 고려하지 아니하는 경우에 나타나는 것이 보통이다⁵³⁾. 미국의 연방 판례 중에는 합병계약에 서명할 당시에 이사가 충실의무를 위반하였다는 이유로 위약금 조항을 무효라고 판시한 예⁵⁴⁾가 있다.

한편 거래보호조항이 이를 합의한 이사와 이를 최종적으로 결정할 권한을 가지는 주주 사이에 이해충돌(conflicts of interests)을 야기하는 경우에 이사는 이해충돌관계에 있는 주주에 대하여 충실의무(duty of loyalty)를 진다. 그럼에도 불구하고 다른 인수제의를 모색하거나 기존의 거래보호조항을 파기할 수 있는 여지를 완전히 차단함으로써 이사는 물론, 주주의 발을 묶어 놓는 결과를 초래하여 이사가 스스로 주주에 대한 충실의무를 이행할 수 없도록 제한하는 것은 무효라고 풀이된다(Omnicare, Inc v. NCS Healthcare, Inc).

(3) 중간적 심사기준(Intermediate Standards of Scrutiny)

기업인수계약에 설정하는 거래보호조항의 유효성 여부에 관한 판단기준에도 적대적 M&A 방어의 적법성에 관한 판례의 일반이론이 적용될 수 있다. 그것은 제3의 적대적 인수자와의 경합을 금지하는 거래보호조항이 있으면 실질적으로 적대적 기업인수를 방어하는 효과를 갖기 때문이다. 방어의 적법성을 판단하는 기준으로는 Cheff 판결⁵⁵⁾에서 주요목적기준이 제시된 바 있으나, 오늘날에는 Unocal 판결⁵⁶⁾의 비례성 기준, Revlon 판결⁵⁷⁾의 가치극대화 기준이 일반원칙으로 적용되고 있다⁵⁸⁾.

1) Unocal 기준

Unocal 판결에서 제시한 비례성 기준(proportionality test)에 의하면 방어행위

52) Tarbert, op. cit., p. 650

53) ibid

54) Edelman v. Fruehauf Corp., 798 F. 2d. 882, 885(6th Cir. 1986)

55) Cheff v. Mathes, 41 Del. Ch. 494, 199 A 2d 548(Sup. Ct. 1964)

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

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

58) 송중준, 적대적 M&A의 법리, 도서출판 개신, 2009, 204-207면 참조

가 적법하기 위하여는 방어의 동기 또는 근거의 합리성 이외에도 방어의 정도에 있어서의 합리성이 비례적으로 요구되고, 그 합리성에 대한 증명책임은 방어를 수행한 이사에 있다. 즉, 방어행위가 적법하기 위하여는 적대적 기업인수가 대상회사의 정책(policy)과 효율성(effectiveness)에 위협(threat)이 된다고 신뢰할만한 합리적인 근거가 있어야 하고, 또한 대상회사의 방어행위가 적대적 인수로부터 제기된 위협과 관련하여 합리적이어야 한다.

우호적인 인수자와 기업인수계약을 체결한 경우에 제3자의 적대적 인수를 저지하기 위한 거래보호조항의 유효성 판단에 이 기준을 적용하면 제3자의 적대적 기업인수가 대상회사의 정책과 효율성에 위협이 된다고 신뢰할만한 합리성이 있어야 하고, 거래보호조항의 내용이 그 위협과 관련하여 지나치지 않을 정도로 합리적이어야 한다. 이에 대하여 거래보호조항은 상대방과의 교섭의 결과로서 규정되는 계약조항이라는 특수성이 있기 때문에 이 비례성 기준을 적용하는 것은 옳지 아니하고, 경영판단원칙을 적용하여 그 유효성을 인정하여야 한다는 판례⁵⁹⁾도 있다. 그러나 상술한 *Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc.* 사건에서 델라웨어 대법원의 다수의견은 *Unocal* 판결의 비례성 기준을 적용하여 거래보호조항의 유효성을 판단하여야 함을 확인한 바 있다⁶⁰⁾.

한편 *Unocal* 기준이 적용되기 위해서는 우호적인 인수계약 하에서 적대적인 제3자의 인수경쟁이 실제로 발생하여야 할 것인지에 대한 문제도 있다. 이에 대해서는 위약금 조항을 포함하여 거래보호조항은 본질적으로 방어수단이기 때문에 제3의 경쟁인수의 출현을 전제할 필요가 없다고 주장하는 견해⁶¹⁾도 있지만, 제3자의 지배권 경쟁(control contest)이 전제되어야 한다는 견해가 주류라고 한다⁶²⁾. *Omnicare* 사건에서는 합병으로 지배권의 변경(change of control)이 이루어지지 않는 경우에도 방어의 효력이 있는 거래보호조항은 엄격한 사법심사(enhanced judicial scrutiny), 즉 방어적 거래보호조항이 강압적이거나 배제적인 지의 여부, 그리고 그 조항이 합리적인지의 여부라는 두 가지 기준에 의한 적법성 심사를 받아야 함을 확인한 바 있다⁶³⁾. 그러나 이 사건에서는 제3자의 경쟁인수가 실제로 출현한 상태에서 거래보호조항의 유효성이 심리되었다.

2) Revlon 기준

Revlon 판결의 가치극대화기준(value maximization test)에서는 대상회사의 해체

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

60) 818 A 2d 914(Del. 2003)

61) Mark Lebovitch & Peter B. Morrison, *Calling a Duck a Duck : Determining the Validity of Deal Protection Provisions in Merger of Equals Transactions*, 2001 *Colum. Bus. L. Rev.*1, 8(2001)

62) *Tarbert*, op. cit., pp. 647-648

63) *Goldberg & Lee*, op. cit., pp. 41-42

(break-up)가 불가피한 경우에는 이사는 오로지 주주의 이익을 위하여 회사의 매각 가격을 최대한로 하여야 할 경매인(auctioneer)의 역할에 충실하여야 하고, 방어가 정당하기 위해서는 대상회사 주주에 대하여 최대이익을 실현하는 것과 합리적인 관련이 있어야 한다는 것이다. 이 기준 하에서는 방어의 정당성은 일체 인정되지 아니하고, 이사는 적대적 기업인수에 대하여 중립의무(duty of neutrality)를 지키면서 주주이익극대화를 기할 의무가 있다. 따라서 Revlon 기준에 따르면 기업인수협상에 있어서 거래보호조항의 유효성은 인정할 수 없게 된다.

여기서 Revlon 기준이 적용되는 회사의 해체란 일반적으로 지배권의 매각 또는 변경(sale or change of control) 또는 회사의 분리매각(bust-up of company)을 말한다⁶⁴⁾. 다시 말하면 Revlon 기준은 회사가 스스로 매각 절차(process of selling)를 진행하는 경우, 회사가 회사의 매각이나 기타 다른 대안적 거래로서 권유되지 않은 인수제의(unsolicited offer)에 대항하는 경우, 그리고 인수거래의 승인(approval of a transaction)으로 지배권의 매각 또는 변경을 가져오는 경우이다⁶⁵⁾. 다만 이를 결정할 기준이 무엇인지는 명확하지 않지만, 시장에서 유동주식을 합하면 다수의결권을 차지하게 되는 상태에서 회사의 지배권을 이전하기로 하는 우호적인 기업인수는 지배권의 변경에 해당하지 않음을 명확히 한 판례⁶⁶⁾가 있다.

궁극적으로 주주이익의 극대화를 목적으로 하는 전략적인 합병과 단순한 회사의 매각과는 구별하여야 하고, 전자에는 Unocal 기준이 적용되고 후자에는 Revlon 기준이 적용되는 것으로 파악한다. 예컨대 대상회사가 장기 전략적 이익을 포기하고 회사의 해체를 포함한 다른 대안적 거래를 추구한다면 여기에는 Revlon 기준이 적용된다고 판시한 예⁶⁷⁾가 있다. 요컨대 대상회사가 회사의 해체가 불가피한 경우에 대상회사의 이사는 다양한 인수예정자와 협상한 연후에 거래를 보호하기 위한 위약금 합의에 도달하여야 한다. 법원은 주주이익극대화를 위한 결정에 도달하기 까지 이사가 취한 절차의 상당성(reasonableness in process)을 심사하고 있다⁶⁸⁾. 예컨대 기인수제의된 인수가격 보다 높은 가격을 어느 경쟁적 인수자가 제시할 수 없을 것이라고 믿는 데에 합리적인 근거가 있다면 no-shop 조항은 유효하다는 것이다⁶⁹⁾. 기인수제안가격이 공정성의 견지에서 가격이 높은 편이라는 투자은행의 의견을 들었거나, 경쟁인수자가 나타나지는 않았지만 상당한 기간 동안 경쟁매각절차에 부친 경우에 절차의 합리성이 인정된 바 있다⁷⁰⁾. 다시 말하면 Revlon 기준은 회사의 직접적인 경쟁매각의 경우에 당장 적용되어야 한다거나, 최고가격을 제시하는 인수제

64) Tarbert, op. cit., p. 649

65) Morrel, op. cit., p. 1147

66) Paramount Communications, Inc. v. Time Incorporate, 571 A 2d 1140(Del. 1990)

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

68) Tarbert, op. cit., pp. 649-650

69) Barkan v. Amsted Industries, Inc., 567 A. 2d 1279(Del. 1989)

70) Balz, op. cit., p. 534

안을 선택하여야 하는 것은 아니며, 인수제안의 적합성(feasibility), 인수자의 자금조달원(source of the offeror's financing), 인수제안을 둘러싼 규제 사항 기타 인수자와의 인수성사 가능성 등 제반사실과 정황을 종합적으로 고려하여 적용하여야 한다는 것이다⁷¹⁾.

(4) 주주강압기준(Shareholder Coercion Standard)

합병계약상 과기위약금이 주주가 당해 합병계약에 찬성할 수밖에 없을 정도로 부적정하게(improperly), 불공정하게(inequitably), 또는 위법하게(wrongfully) 강압적(coercive)인 경우에 그 위약금 조항은 무효라고 할 수 있다. 주주가 반대하여 계약이 성립되지 못하면 회사가 거액의 위약금을 지급하게 된다는 것을 인식하는 이상 이것은 주주에게 찬성투표를 강제하는 효과가 있기 때문이다. 이러한 기준을 주주강압기준(shareholder coercion standard)이라고 한다⁷²⁾.

미국의 판례들은 위약금 규모의 정도, 주주에 대한 강압의 정도, 제3자에 의한 인수경합의 배제 여부, 이사의 충실의무이행의 제한 등을 강압성(coersion)의 존재를 파악하는 기본 요소로 보고, 이를 거래보호조항의 유효성을 판단하는 기준으로 삼고 있다. 그리하여 위약금 규모가 탐욕스러운 정도로 과다하거나, 이를 허용할 수 없을 정도로 주주에 대한 강압의 정도가 현저한 경우에 그 위약금조항은 무효이다(Brazen v. Bell Atlantic Corporation). 그리고 경쟁매수의 제한 또는 배타적 교섭 조항이 제3자에 의한 인수제의를 완전히 배제하여 이사의 회사 및 주주에 대한 신인의무의 이행을 불가능하게 할 정도인 경우에도 그 조항은 강압적이거나 불공정하여 무효이다(Omnicare, Inc v. NCS Healthcare, Inc.; Samjens Partners I v. Burlington Industries, Inc).

주주강압은 다양한 분야에서 사용되는 포괄적인 용어이지만, 법률적으로 보다 중요한 것은 그 정의가 아니라 “부당하게” “불공정하게”, 또는 “위법하게”와 같은 규범적 판단의 개념이다. 부당한 강압이나 위법한 강압의 판단은 강압이 주주의 의결권 행사를 훼손하는가의 여부와 관련이 있다고 풀이된다. Williams v. Geier 사건⁷³⁾에서 부적정한 강압의 판단기준이 제시된 바 있다. 이에 의하면 주주의 의결권행사의 구조(structure) 또는 상황(circumstance)이 수용할 수 없을 정도로 강압적이면 그러한 결의는 무효가 될 수 있다. 즉, 제반상황을 감안할 때에 주주가 이사회에서 결정한 인수계약에 대하여 선택의 여지없이 찬성하지 않을 수 없는 때에는 위법한 강압이 존재한다는 것이다. 그러나 강압이 어느 정도에 이를 때에 부당, 불공정, 또는 위법하다고 하여야 할지에 관한 문제는 사건의 사실관계를 둘러싼 정황을 살펴보아 결정할 수밖에 없다고 한다⁷⁴⁾. Brazen 사건에서도 과기위

71) Morrel, op. cit., pp. 1147-1148

72) Watchtel, op. cit., p. 618

73) 671 A. 2d 368(Del. 1996)

약금 조항이 주주의 의결권 행사에 영향을 미쳤을 수도 있지만, 정보가 완전히 개시되고 또한 제안된 위약금 규모 자체가 탐욕적으로 과다하다고 볼 수 없는 사정을 감안하면 여기에 구조적이거나 정황적인 강압 요소가 존재하지 않는다고 판시한 바 있다.

(5) 경쟁인수자배제기준(Bidder Preclusion Standard)

기업인수계약상 no-shop 조항, lock-up 조항과 같은 거래보호조항은 우호적인 기업인수협상에 제3자의 경쟁적 인수가 등장하는 것을 배제하여 주주에게 손해를 주는 효과가 있다. 경쟁인수를 배제하는 조항은 강압적이거나 또는 불공정하여 무효라고 판단하는 점에서 이 기준은 주주강압기준과 유사하다.

위약금 조항도 제3의 경쟁적 인수를 배제하는 효과가 있는 것은 마찬가지이다. 다만 위약금 조항의 배제 효과에 대한 판단은 (1) 위약금의 규모, (2) 위약금의 지급 사유, (3) 합병절차의 단계별 시점 등 세 가지 기준을 종합적으로 검토하여 내려져야 한다는 것이 판례의 태도이다. (1) 위약금의 규모(size of breakup fee)가 크면 클수록 제3의 경쟁인수를 배척하는 효과가 크다. 위약금의 규모를 크게 정하면 제3의 인수가격의 상승을 유도하는 효과가 있지만, 우호적 인수계약이 파기되면 그 위약금은 제3의 인수자가 지급하여야 하고, 결과적으로 이것은 인수거래의 경제성을 훼손하기 때문에 제3자가 인수경쟁을 포기하게 되는 것이다⁷⁵⁾. 판례는 위약금 규모의 적정성을 인수거래의 가치와 관련지어 심사하는 것이 일반적이다. 그러나 그 절대금액이 크지 않더라도 거래금액에 비하여 비정상적으로 높고, 아울러 그 금액의 지급이 관심있는 경쟁인수자를 저지할 수 있는 정도인지를 판단하여 그 적정성 여부를 심사하고 있다⁷⁶⁾. (2) 위약금의 지급사유도 경쟁인수의 배제 여부를 판단하는 기준으로 고려된다. 인수계약에서는 대상회사가 제3자의 경쟁인수를 권유하거나 물색하는 때에, 또는 제3의 인수제안자와의 인수거래가 성립하여 원인수계약이 파기되는 때에만 위약금이 지급된다고 정하는 수가 있다. 전자와 같은 조건을 지급사유로 정하면 이것은 경쟁인수를 배제하는 것으로 인정하기가 용이하지만⁷⁷⁾, 후자와 같은 조건을 정한 경우에는 그 조항의 배제성을 인정하지 않는 경향이다⁷⁸⁾. (3) 합병절차의 어느 단계에서 위약금 조항에 합의하였는지도 위약금의 배제성 여부를 판단하는 기준으로 고려된다. 위약금 합의가 빠르면 빠를수록 그 합의의 배제성 여부에 대한 사법심사도 엄격하다. 그것은 상당한 기간을 두고 인수자를 물색하는 노력을 기울이면 보다 좋은 인수제안을 확보할 수 있기 때문이다. 따라서 인수

74) Watchtel, op. cit., pp. 620-621

75) Tarbert, op. cit., pp. 661-662

76) Cirrus Holding Co. v. Cirrus Industries, Inc., 794 A. 2d 1191, 1205(Del. Ch. 2001)

77) Tarbert, op. cit., p. 663

78) Matador Capital Management Corp. v. BRC Holdings Inc., 729 A 2d 280, 291 n.15(Del. Ch. 1998)

대상자의 탐색을 위한 기간이 상당하면 위약금의 배제성을 완화시키는 효과가 있다⁷⁹⁾. 합병합의에 서명하기 전에 철저한 시장분석을 한 다음에 위약금에 대한 합의를 하는 것이 제3자의 배제 효과를 경감시킬 수 있다. 그러나 대상회사의 이사가 거래의 공정성을 담보할 수 있는 신뢰할만한 증거가 있다면 반드시 인수자를 물색하기 위하여 적극적으로 시장조사를 수행하여야 하는 것은 아니다⁸⁰⁾.

요컨대 경쟁인수자배제기준은 이사의 의사결정절차가 아니라, 위약금의 합리성과 위약금이 잠재적인 경쟁인수자에 미치는 영향의 정도에 초점을 두고 적용된다고 할 수 있다. 또한 이 기준은 주주와 이사 사이의 신인적 관계(fiduciary relationship)를 검토하는 것이지만, 간접적으로는 외부 제3자의 관점에서 경쟁매각의 절차(auction process)도 분석하고 있다. 미국의 판례상으로 이 기준이 적용되는 거의 모든 사례에서 Revlon 기준이 적용되었다고 한다⁸¹⁾. 이러한 견지에서 이 기준은 Revlon 기준이 적용되는 회사의 해체에 해당하는 거래, 즉 지배권의 매각 또는 변경의 경우에 적용할 수 있고, 전략적 주식교환방식의 합병(strategic stock-for-stock merger)과 지배권의 변경을 수반하지 아니하는 기타의 기업결합의 경우에는 이 기준을 적용하는 것은 타당하지 않다고 한다⁸²⁾.

V. 시사점 : 결론에 갈음하여

우리나라에서는 기업인수본계약을 체결하기 전에 작성되는 의향서에 관하여 그 법적 성질이나 개별조항의 법적 효력과 그 위반에 따른 책임 등에 관한 논의가 일천하다. 앞으로 M&A 수요가 증가할 여지가 큰 오늘의 경제적 환경을 고려하면 실무상으로 인수의향서를 작성하거나 인수본계약을 체결하는 과정에서 일반조항이나 거래보호조항을 위반하는 사례도 적지 않게 발생할 수 있다. 이러한 전망에 비추어 기업인수계약을 둘러싼 제반 문제를 해결하기 위한 체계적인 연구가 이루어져야 할 요청이 있다고 본다. 이와 관련하여 위에서 살펴 본 미국의 판례이론은 우리 법의 해석에 있어서도 어느 정도 시사하는 바가 있을 것이다. 우리법의 해석에 관한 체계적인 연구는 차후의 과제로 미루고, 여기에서는 그 시사점만을 간략하게 다루고 이를 결론에 갈음하고자 한다.

1. 계약법상의 기준

인수계약상 거래보호조항의 유효성 판단에 적용되고 있는 미국 판례법상의 법리가 우리나라의 법체계에서도 그대로 원용될 수 있다고 보기는 어려울 것이다. 그러

79) Tarbert, op. cit., pp. 663-664

80) Barkan v. Amsted Industries, Inc., 567 A. 2d 1279, 1287(Del. 1989)

81) Tarbert, op. cit., p. 665

82) ibid at 666

나 미국의 계약법상 손해배상액의 예정이론과 비양심성 법리는 우리 민법상으로도 충분히 고려할 여지가 있다고 볼 것이다. 따라서 어느 법리에 의하든 거래보호조항을 위반한 경우에 지급하기로 한 위약금의 정도가 적정하고 합리적이라면 이 위약금 조항은 유효하다고 풀이하여야 할 것이다.

(1) 위약금의 지급은 계약의 성립을 위한 중요한 신뢰의 법적 기초가 되는 것이므로, 그 위반 시에 지급하는 위약금의 법적 성질은 상대방의 신뢰이익(reliance interest)을 한도로 성립할 수 있는 손해배상액의 예정이라고 풀이할 수 있을 것이다. 따라서 민법상으로도 위약금 규모의 적정성 여부는 일반적인 손해배상액의 산정원칙에 따라 판단하여야 할 것이다. 따라서 그 위약금은 우선협상의무 또는 최대노력의무의 불이행과 상당인과관계에 있는 손해액에 상응하여야 하고⁸³⁾, 그 위약금의 규모가 지나치게 과다한 경우에는 그 초과액은 지급할 책임이 없다고 풀이할 수 있을 것이다. 그 밖에 강압적인 No-shop 조항, Lock-up 조항을 위반한 경우에는 그 조항 자체가 신의칙에 반하여 무효이므로 그 위반 시에 지급하기로 한 위약금도 지급할 필요가 없게 될 것이다.

(2) 미국의 통일상법전상 비양심성 법리는 우리 민법상으로는 공서양속의 원칙 또는 신의칙(민법제103조), 현저히 불공정한 법률행위(민법제104조)의 원리와 그 취지가 유사하다고 볼 수 있다. 따라서 미국법상 비양심적인 거래보호조항은 우리 민법의 해석으로도 무효라고 풀이할 여지가 있다고 본다. 다만 이 비양심성 법리는 당사계약에서는 매우 제한적으로 적용되고, 일반적으로는 계약체결절차상의 불공정성이 현저하지 않는 한 비양심적이지 않다고 보는 것이 미국 판례의 태도임을 감안하면⁸⁴⁾, 거래보호조항의 유효성 판단에 지나치게 포괄적으로 민법상 신의칙위반 또는 불공정성 이론을 적용하는 데에는 신중하여야 할 것이다.

2. 회사법상의 기준

(1) 미국 판례는 기업인수계약상 거래보호조항의 위법성 여부에 대하여 경영판단 원칙을 일반적으로 적용하는 데에는 소극적이라고 할 수 있다. 우리 회사법은 이사의 경영판단에 이 원칙이 일반적으로 적용되고 있다고 볼 수 없다. 따라서 우리법상으로 거래보호조항의 유효성 판단에 미국법상의 경영판단원칙을 원용하기는 용이하지 않다고 보아야 할 것이다.

(2) 미국법상의 완전공정성 기준은 이사와 회사, 또는 이사와 주주 간에 이해충돌관계에 있는 경우에 이사가 완전한 공정을 위하여 충실의무를 이행하였는지를 심사하는 원칙이다. 우리 회사법상으로는 이사와 회사간의 자기거래(상법제398조)를 이해충돌을 야기할 수 있는 전형적인 거래유형으로 삼고 있을 뿐, 기업인수계약에 있어서 거래보호조항과 같은 경우는 예정하고 있지 아니하다. 따라서 이해충돌적인

83) 住友信託(株) v. UFJ 홀딩스 등 3社, 東京地判平成18, 2.13

84) 당사거래와 비양심성법리의 관계에 대하여는 송중준, 미국통일상법상 비양심성 법리의 연구, 23면 이하 참조

거래보호조항의 효력을 판단함에 있어서 적용할 수 있는 합당한 기준법리가 무엇인지는 분명하지 아니하다. 그러나 이해충돌적 거래에는 엄격한 공정성 기준을 적용하는 미국 회사법의 법리가 우리법에서도 전용될 수 있다고 본다. 따라서 이해충돌적 거래보호조항의 합의에는 그 합의에 이르는 절차와 그 합의의 내용에 있어서 본질적 공정성(intrinsic fairness)이 요구된다고 해석할 것이다. 기업인수계약실무상으로는 이사에게 계약을 파기할 수 있는 재량권을 주지 아니하고 교섭의 상대방만을 유일한 협상대상자로 제한하고 다른 제3자에 의한 인수의 권유 또는 제3자와의 경합을 일절 금지하는 규정을 두는 것이 보통이라는 점에서 이해충돌 기준에 의한 유효성 판단 법리의 의의는 크다고 본다.

(3) 미국법상의 중간적 심사기준은 적대적 M&A에 대한 이사의 방어조치가 적법한지의 여부를 심사하는 기준으로서 전통적인 경영판단원칙의 적용을 제한하는 법리이다. 우리법의 해석으로는 이상과 같은 미국의 판례기준을 그대로 원용할 수는 없을 것이다. 다만 적대적 인수에 대한 방어에 있어서 요구되는 회사법상의 합리성, 상당성, 공정성 등의 개념을 존중하면 거래보호조항의 유효성 또는 적법성 여부를 판단할 경우에 이러한 기준의 취지를 고려하는 것이 바람직할 것이다. 이와 관련하여 우리나라의 현대엘리베이터사건의 결정에서도 이와 유사한 관점에서 경영권 방어적 적법성을 판단할 수 있는 기본원칙이 방론으로서 제시된 바가 있다⁸⁵⁾. 일본 정부가 마련한 적대적 기업매수에 대한 방어지침(2005.5.27)은 적대적 기업인수에 대한 방어의 적법성 판단 기준으로 기업가치 및 주주공동이익의 확보·향상의 원칙, 사전공시 및 주주의사의 원칙, 필요성 및 상당성의 원칙을 적용할 것을 권고하고 있고 이들 기준은 실제로 방어의 적법성을 다투는 재판에서도 존중되고 있다⁸⁶⁾. 물론 이러한 기준은 기업인수계약상 거래보호조항 자체의 적법성을 판단하기 위한 것은 아니지만, 거래보호조항에 따라 현실적으로 제3자의 적대적인 기업인수를 저지 또는 배척하게 되는 경우에는 그 조항이 기업가치와 주주이익의 유지 및 향상에 반하는지의 여부를 판단하여 그 위법 여부를 가릴 수 있을 것이다. 그러나 이 문제는 입법이나 사회적 합의에 기초한 지침의 제정에 의하여 해결할 필요가 있다고 본다.

(4) 주주강압기준과 경쟁인수자배제기준은 사법의 일반원칙으로서 신의칙에 반하거나 현저히 불공정한 법률행위로서 그 효력을 판단할 수 있는 기준이다. 그런데 회사법의 취지로 보면 위약금 조항을 포함한 거래보호조항이 회사법상 이사의 회사에 대한 의무이행과 충돌하는 문제를 야기할 수 있다. 회사의 대표가 협상한 거래보호조항이 이사의 회사에 대한 선관주의의무 또는 충실의무와 충돌하게 될 경우에 계약상의 의무는 법률상의 의무에 저촉될 수 없을 것이다. 다만 미국법상 이사는 회사 이외에 주주에 대하여도 신인의무를 지므로 주주강압기준이나 경쟁인수자배제기준을 적용하여 거래보호조항의 위법성을 판단하기가 보다 용이할 것이다. 우리법

85) 수원지법 여주지원 2003.12.12, 선고 2003카합369결정. 이 결정례를 한국의 Unocal 판결에 버금가는 leading case로서의 의미가 있다고 평가하기도 한다. 유영일, 방어행위의 적법성 판단에 관한 국내 판례의 법리-현대엘리베이터 결정의 재평가, 기업법연구 제23권 1호, 한국기업법학회, 2009.3, 265면

86) 송중준, 전게서, 211-215면

상으로 이사는 회사에 대하여만 신인의무를 지므로 거래보호조항에 대한 합의의 유효성 문제의 판단에 이들 기준을 그대로 적용하는 데에는 한계가 있을 것이다.

<참고문헌>

- 김홍식, M&A개론, 박영사, 2009
- 송중준, 미국통일상법전상 비양심성법리의 연구, 판례월보 제198호, 판례월보사, 1987.3
- , M&A거래계약의 구조와 법적 의의-미국의 계약실무를 중심으로, 21세기 상사법의 과제(하춘 정동운선생 화갑기념논문집), 법문사, 1999
- , 적대적 M&A의 법리, 도서출판 개신, 충북대 출판부, 2009
- 유영일, 방어행위의 적법성 판단에 관한 국내 판례의 법리-현대엘리베이터 결정의 재평가, 기업법연구 제23권 1호, 한국기업법학회, 2009.3
- John D. Calamari & Joseph M. Perillo, The Law of Contracts(3d ed.), West Publishing co. 1987
- James J. White & Robert S. Summer, Uniform Commercial Code(5th ed.), West Group, 2000
- Stephan L. Key, The Earnst & Young Management Guide to Mergers and Acquisitions, John Wiley & Sons, 1989
- Simon M. Lorne, Acquisitions and Mergers : Negotiated and Contested Transactions, Vol. II, CBC, 1995
- Ronald J. Gilson & Bernard S. Black, The Law and Finance of Corporate Acquisitions(2nd Ed.), Foundation Press, 1995
- Martin Lipton & Erica H. Steinberger, Takeovers & Freezeouts, Vol. 1, Law Journal Seminars-Press, 1990
- Stephan M. Bainbridge, Mergers and Acquisitions, Foundation Press, 2003
- Karl F. Balz, No-Shop Clauses, 28 Del. J. Corp. L. 513(2003)
- Guhan Subramanian, Go-shops v. No-shops in Private Equity Deals : Evidence and Implications, 63 Bus. Law. 729(May, 2008)
- Richard A. Goldberg & Steve J. Lee, Negotiating the Purchase Agreement, Corporate Law and Practice Course Handbook Series, PLI, Jan. 22-23, 2009
- Heath Price Tarbert, Merger Breakup Fees : A Critical Challenge to Anglo-American Corporate Law, 34 Law & Pol'y Int'l Bus. 627(Spring, 2003)
- Francis J. Aquilla, Deal Protections 2008 : Bright-Line Rules Difficult to Determine, Corporate Law and Practice Course Handbook Series, PLI, Oct. 16-17, 2008
- Jonathan T. Wachtel, Breaking Up is Hard to Do : A Look at Brazen v. Bell Atlantic and the Controversy over Termination Fees in Mergers and Acquisitions, 65 Brook. L. Rev. 585(Spring, 1999)
- Gregory V. Varallo & Srinivas M. Raju, A Fresh Look at Deal Protection Devices : Out from the Shadow of the Omnipresent Spector, 26 Del. J. Corp. L. 975(2001)
- Joseph L. Morrel, Go Shops : A Ticket to Ride Past a Target Board's Revlon Duties?, 86 Tex. L. Rev. 1123(April. 2008)
- Mark Lebovitch & Peter B. Morrison, Calling a Duck a Duck : Determining the Validity of Deal Protection Provisions in Merger of Equals Transactions, 2001 Colum. Bus. L. Rev.1(2001)