

Die Aktiengesellschaft und der Kapitalmarkt\*

- Der Anlegerschutz - Generalbericht -

Peter O. M黮bert\*\*

번역: 權 純 姬

(서울대 BK21 법학연구단 박사후연구원)

【차 례】

I. 머리말

II. 유럽의 자본시장법상 투자자보호의 법적 기초와 독일의 전환의 형태

III. 주주보호와 투자자보호의 대립성

여부

1. 주주의 이익

2. 투자자의 이익

3. 주주보호의 결과

4. 단체구성원으로서의 주주와 투자자로서의 주주의 보호 사이의 모순의 실례

5. 갈등극복의 가능성들

IV. 중요한 투자자보호기구에 관한

개관

1. 회사와 관련된 정보요구와 공시명령

2. 시장행위법

3. 주식조직법

4. 회사의 책임과 기관관리자책임

V. 결 어

I. 머 리 말

올해 학회의 공통적 주제는 독일의 주식법과 자본시장법의 전망 중에서 매우 잘 선택되었으며, 이 주제는 특별한 과제를 의미하기도 한다. 왜냐하면 이제까지는 독일어로 된 법적 영역에서, 투자자보호라는 주제에 관하여 폭넓은 단서(Ansatz)를 선택하여 자본시장법상의 규정을 주식법상의 규정과 조화롭게 교차시키려는 연구가 아주 드물기 때문이다.<sup>1)</sup> 이러한 소극성은 국제적인 관점에서 보면 아마 놀라울 것이다. 그러나 이에 대한 2가지 결정적인 근거를 간단히 확인하고 말해보겠다.

① 오늘날 독일의 자본시장법의 대부분은 대략 1990년에서 1994년까지에 비로소 생겼다. 1991년 1월 1일에 매각사업설명서법(Verkaufsprospektgesetz: VerkProspG)이 발효한 것 외에도 특히 “독일 자본시장법의 기본법”으로서 1994년에 증권거래법(Wertpapierhandelsgesetz: WpHG)이 발효하였다.<sup>2)</sup>

② 독일 이론에서는 오늘날까지 주식법은 부수적 영역에서 투자자보호에 어려움을 겪는다는 생각이 지배적이다. 부분적으로는 주주보호와 투자자에 대한 자본시장법적인 보호가 중복되기는 하지만, 양자는 현행 법(lex lata)의 개념에 따르면 원칙에서부터 전혀 일치할 수 없다. 자본시장법은 주주를 투자자의 자격으로만 의도하는 반면에, 주식법에서는 구성원으로서의 법적 지위가 모든 고찰의 출발점을 이루고 있다.<sup>3)</sup>

양요소의 상호작용, 즉 투자자보호를 위한 주식법과 자본시장법의 공동작용은 현행 법(lex

lata)과 관련하여 겨우 10년전부터 폭넓은 관심을 받는 횡단주제(Querschnittsthema)로서 논의되고 있으며, 주식법관련 문헌은 오늘날까지 그러한 문제에 대하여 반대하는 견해를 갖고 있음을 서슴없이 밝히고 있다.

## II. 유럽의 자본시장법상 투자자보호의 법적 기초와 독일의 전환의 형태

1990년에서 1994년까지의 독일의 자본시장조정을 위한 계기는 유럽의 자본시장법에서 찾아야만 한다. 독일의 입법자는 몇몇 유럽공동체지침의 전환으로, 전반적으로 볼 때 유럽의 자본시장법<sup>4)</sup>의 체계를 따르는 (부분적으로는 여전히 불완전하고 결손이 나는) 자본시장법의 규정체계를 만들었다. 주식대량거래(Aktientransaktionen)를 위한 이러한 공동체법적인 규정체계는 당시에는 아래의 지침에 의한 것이다.

① 2001년의 당국의 주식상장을 위한 유가증권의 허가에 대한 그리고 이러한 유가증권과 관련하여 공시된 정보에 대한 통합(거래소)지침<sup>5)</sup>

실제의 거래소허가공개 외에도 이 지침은 허가에 관한 추가의무를 규정하였는데, 예를 들면 중간보고를 행할 의무와 중요한 의견권참가를 공개할 의무이다.

② 1989년의 발행사업설명서(Emissionsprospekt)지침<sup>6)</sup>

이 지침은 국내의 증권거래소에서의 거래가 허용되지 않는 유가증권이 국내에서 처음으로 제안되었을 경우에 대해서 사업설명서발행의무(Prospektpflicht)를 규정하고 있다.

③ 1989년의 내부자지침<sup>7)</sup>

내부자행동금지 외에도 이 지침은 상장과 관련있는 사건들의 즉각적인 공개를 위한 발행자들의 의무(이른바 수시공시(ad hoc-Publizität))를 규정하고 있다.

④ 1993년의 유가증권서비스지침<sup>8)</sup>

이 지침은 제11조에서 유가증권서비스회사에 대한 특정한 행동의무를 포함하고 있다. 이러한 이른바 훌륭한 행동의무(Wohlverhaltenspflichten)의 요소는 특히나 유가증권서비스의 제공과 관련하여 고객에게 투자의 위험에 대하여 사실대로 설명해 줄 의무이다.

⑤ 1994년의 투자자손해배상지침<sup>9)</sup>

이 지침은 모든 유가증권회사가 하나의 투자자손해배상체제를 따를 것을 요구한다.

이러한 공동체법적인 지침의 전환과 관련하여 독일의 입법자는 과거에는 대체로 이 지침들에 의하여 결정된 최소한의 기준에 맞추거나 또는 거기에도 미치지 못하였다. 이에 대한 하나의 좋은 예가 증권거래법(WpHG) 제15조이고, 동조는 상장과 관련있는 새로운 사실들을 공개할 의무(내부자지침 제7조10))를 옮겨놓은 것이다. 증권거래법 제15조의 제한적인(그리고 내부자지침 제10조에 비추어 부분적으로 지침에 위반된다고 비판받았던)<sup>11)</sup> 법률효과 정책은, 연방금융서비스감독청(BAfin)이 최대한 150만 유로(Euro)의 벌금을 명할 수 있다고(§39 WpHG) 허용하였다. 그러나 그밖에 지금까지의 증권거래법 제15조 제6항은, 오직 의무에 위배되는 공시대도만이 손해배상청구권의 근거가 되었다는 점은 배제하였다. 이러한 제한적인 규정과 더불어 입법자는, 판결이 피해를 입은 투자자들에게 의무위반적인 행위를 하는 발행자들에 대한 불법행위법상의 代償請求權(Ersatzanspruch)(§15 Abs. 1 WpHG i. V. m. §823 Abs. 2 BGB)을 인정하는 것을 의도적으로 방해하려 하였다.<sup>12)</sup>

그러나 그 사이에 입법상의 변화가 생겼다. 2002년 7월 1일에 발효된 제4차 자본시장육성

법(Finanzmarktfforderungsgesetz)13)은 여러 가지 관점에서, 이제까지 존재해온 공동체법적인 최소기준에서 벗어나는 엄격한 규정들을 채택하고 있다. 이에는 국내에 상장된 회사의 의무, 이사와 감사 및 발행자의 특정한 유가증권에 관한 그 직원들의 공시를 위한 업무 (§15a WpHG), 상장조작과 시장가격조종의 금지 (§20a WpHG) 및 상장된 (유가증권)발행자가 상장과 관련된 사실을 공시하지 않거나 (§37a WpHG) 또는 상장과 관련된 사실을 잘못 공시하는 경우 (§37b WpHG)에 대한 손해배상의무가 속한다.

프랑크푸르트의 Neuer Markt에서의 사건이 이러한 규정강화를 위한 중요한 동기를 제공하였다. 국제적인 경험과 조화하면서 이러한 시장분할의 전개는, 양질의 규정기준들이 투자자의 신뢰를 보호하기 위한 그리고 유가증권발행자의 관점에서 매력있는 시장을 만들기 위한 하나의 중요한 특징이라는 사실을 알려주었다.

### III. 주주보호와 투자자보호의 대립성여부

적절한 주식법상의 규정들은 능률적인 투자자보호법의 제정과 관련하여 하나의 중요한 구성수단을 이룬다. 이러한 평가는 경제관련 문헌에 편재되어 있으며 올해의 학회의 주제형태에서도 암시되고 있다.

그러나 독일 주식법의 이론에서는—이미 도입된 듯한 인상을 주었다<sup>14)</sup>—반대하는 견해가 우세하다. 오늘까지 주주지위 및 그로 인한 회사내부의 주주보호의 개념적 기초는 대개 단체법적으로만 해석된다: 주식조직법(Aktienorganisationsrecht)은 주식회사라는 인적 단체의 법이다; 개별적인 주주들의 법적 지위는 바로 단체구성원이다; 자본투자자로서의 지위에서 주주의 보호는 자본시장법을 통하여 이루어지는 것이지 주식법을 통하여 이루어지는 것이 아니다. 2000년의 제63회 독일법률가대회(Juristentag)는 상장사와 비상장사에 따른 구별없이 오히려 자본투자자 대신에 단체구성원의 범례로서 그 결의안에서 “주식법상의 취소권과 기관책임법규, 특히 주주들에 의한 소송가능성의 새로운 규정이 적절한가?”<sup>15)</sup>라는 문제에 대하여 집중하였고,<sup>16)</sup> 또한 이러한 경향은 2001년 7월의 기업지배구조에 관한 정부위원회에 의하여 “주주와 투자자”라는 주제로 제시된 제안들에도 내재되어 있다. 투자자 보호는 자본시장의 허위정보에 대한 기관구성원의 자본시장법상의 책임의 형태로만 나타난다.<sup>17)</sup>

독일의 주식법이론은 “주식법상의 투자자보호”라는 관용구에서 해결할 수 없는 모순을 강조하여 표현하고 있다. 이러한 관점에서 설명이 필요하고 부분적으로는 수정도 필요하다. 설명을 위한 첫 번째 출발점은 주주이익과 투자자이익의 비교로써 나타난다.

#### 1. 주주의 이익

##### (1) 방법론상의 출발점: 주주이익의 규범적인 확정

주주들은 현실에서 완전히 상이한 이익을 추구할 수 있다. 우리가 법률상 중요한 이익을 지정하고자 한다면, 우선 방법적으로 원칙적인 문제에 대답하여야만 한다: 중요한 주주의 이익은 실제로 존재하는 주주들의 경험적으로 관측된 이익에 존재하는가, 또는 주주의 이익은 해당하는 주식법상의 규정에 대한 분석에 의하여 규범적으로 확정되어야만 하는가?

나의 견해는 두 번째 출발점만을 고려하고 있다. 주식회사는 권리의 형성물이고, 마찬가지로 주주의 형상은 법률상의 가설이지, 경제사건에 참여하고 그 행동이 경험적으로 관측되는 실제의 사람은 아니다. 따라서 주주의 이익은, 주식법이 규범적인 평가에 있어서 이러한 법적 형상에 부여하는 그러한 것일 수 있다. 그렇기 때문에 해당 주식법상의 규정과 거기에 구체화된 입법자의 평가에 대한 분석이 필요하다. 그리고 이러한 분석은 매번 개별 국가의 주식법질서와는 별개로 행해져야만 한다.

## (2) 단체구성원으로서 주주의 독일에서의 개념

독일 주식법의 이론에서 지배적인 단체법적인 개념은 주주를 인적 결합의 구성원으로서 파악하고 있는데, 그 인적 결합은—그리고 이는 이러한 결합의 특유한 단체법적인 범위를 설명한다—그 구성원에 대하여 독립되어 있고, 고유의 목적을 추구하며, 고유의 결정기구와 행위기구로서 이사회, 감사회 그리고 주주총회의 3개의 기관의 형태를 지니고 있다.<sup>18)</sup> 기관의 활동을 위한 내용상의 원칙으로서 단체목적의 최초의 확정은 발기인이 한다. 단체목적의 차후의 변경은 단체를 위하여 일하는 기관들에 속해 있는데, 규정상 주주총회다. 단체목적은 개별적인 단체구성원의 단체내부의 행동을 위한 원칙 또한 만든다. 목적과 결부된社員權의 주장시에 주주는 단체구성원으로서의 지위에서 행위하고 따라서 그들의 권리행사는 단체목적의 축진을 목표로 하여야만 한다. 이 점에 관한 하나의 예외가 특히 추상적 이익배당청구권(Gewinnbezugsrecht)처럼 목적에 구애받지 않는 사원권이다.<sup>19)</sup>

이러한 단체법적인 주식법의 개념에서는, 주주가 그의 의결권과 그밖의 共益權을 행사함으로써, 주주가 단체목적의 지속적인 추구에 관여하는 것이 중요하다. 단체법적으로 생각하여 주주의 가장 우선적인 권리는 의결권이다.<sup>20)</sup> 이에 반해서 주주의 개별적인 이익배당획득의 이익은 고려되지 않는다. 이것은 특히 주주의 시장관련적 투자자이익, 즉 주식이 항상 자본시장에서 가능한 한 좋은 조건에서 양도될 수 있도록 하는 이익에 관련된다.

## 2. 투자자의 이익

### (1) 방법론상의 출발점: 경험적인 결과로서의 투자자이익

전형적인 투자자이익에 따른 문제는 방법론적인 관점에서는 전형적인 주주이익의 확정의 경우와 완전히 다르게 처리되어야만 한다. 실제 자본시장참여자의 경험적으로 관찰된 이익은, 예를 들면 규범적인 평가가 아닌 투자자이익으로서 중요하다. 주식법에 대해서 투자자는, 한편에서는 주식에 대한 투자를 통하여 단체구성원으로서의 주주의 주식법적으로 미리 확정된 역할을 떠맡는 실제의 행위자이다. 독일과 유럽의 자본시장법은 다른 한편에서는 투자목적과 관련하여 투자자가 자본시장의 참여자로서 따라야만 할 어떠한 규범적인 지침도 만들지 않았다. 또한 자본시장법이 (유가증권)발행자와 유가증권서비스회사에 대하여 특정의 정보의무와 자문의무를 부과하는 한, 투자자가 그들에 의해 선택된 목적의 정당한 추구를 위한 능력을 주는 것이 문제되는 것이지, 그들이 특정한 목표설정을 규정하거나 금지하는 것이 문제되는 것은 아니다.

### (2) 모범적인 투자전략으로서의 종목선택(Stock-picking)과 포트폴리오형성

투자자들과 그들의 투자전략의 실제 외관상의 다양성으로 인해 중요한 투자자이익의 전형적인 확정이 곤란하다. 이러한 어려움은 두 가지의 널리 퍼진 투자전략을 본보기로서 비교함으로써 명백하게 드러난다.

한편으로는, 특정한 주식을 목적으로 하여 투자하는 무수히 많은 투자자들이 있는데, 왜냐하면 그들은 이 유가증권이 한순간 과소평가되는 것을 보기 때문이다. 이러한 의미에서의 종목선택(Stock-picking)은 극도로 단기적인 투자시야를 가진 차액취득매매자(Arbitrageure)뿐만 아니라 극도로 장기적인 목적을 가진 Berkshire Hathaway의 CEO인 Warren Buffett 같은 투자자 또한 행한다.

다른 한편으로는, 많은 투자자들은 1959년에 Markowitz가 기초를 세운 포트폴리오이론에 기초하여 행동한다.<sup>21)22)</sup> 그것에 따라서 투자성공은, 포트폴리오의 개별적인 주식의 독자적인 발전이 아니라, 주식포트폴리오(Aktienportfolios)의 가치발전을 고려하여 계산된다. 포트폴리오투자자의 경우에는 가능한 한 적합하게 편성된 전체포트폴리오의 수익에 관한 그

들의 이익이 포트폴리오의 개별적인 구성요소에 관한 그들의 이익에 비해서 당연히 우세하다. 개별적인 회사의 경우에 위험이 발생한다면, 포트폴리오수익의 극대화에 대한 전망을 가진 포트폴리오투자자들은 한결같이 Wall Street-Rule에 따라서, 즉 전연 성공이 불확실한 그들의 공익권(Mitverwaltungsrecht)과 특히 의결권을 행사하는 대신에, 그 주식을 매각하고 비슷한 가치로 대체하는 식으로 반응을 할 것이다. 투자자가 주식을 현금으로 바꿀 수 없다면 비로소 다른 일이 일어나는데, 왜냐하면 투자자는 특정한 주가지수(Aktienindex)의 모든 費目(Titel)에서 또는 전체시장에서 수동적인 지수투자자(Indexinvestor)로서 투자하기 때문이다. 이러한 투자자는, 경영은 가능한 한 지속적으로 회사이익을 추구한다는 사실을 필연적으로 환기시키고, 또한 그의 공익권의 주장을 통하여 이를 위하여 노력하여야만 한다.

### 3. 주주보호의 결과

주식법상의 주주보호의 개념에 대하여는 이미 위에서 설명한 이익차이가 결정적인 의미를 지닌다. 이러한 보호가 단체구성원으로서의 주주에게 적용되는지 또는 투자자로서의 주주에게 적용되는지에 따라서 주주보호의 목표설정과 형태가 완전히 달라질 수 있다.

#### (1) 단체의 구성원으로서의 주주

주주를 독일 이론상 인적 단체의 구성원으로서 이해한다면, 주주의 공익권과 특히 그 의결권에 대한 보호가 중심이 된다. 자본지침<sup>23)</sup> 제29조 제1항에서 공동체 전체를 구속하는 주주의 신주인수권(Bezugsrecht)이 이러한 주주의 개념과 일치한다. 신주인수권의 행사와 더불어 주주는 그의 의결권지배력(Stimmrechtsmacht)을 유지하는데, 이 때에는 새로운 주식에 대한 발행금액의 적절성에 좌우되거나 또는 주주들의 재산적 상황에 대한 보호가 중요한 역할을 하지는 않는다. 마찬가지로 이러한 지침은, 동 지침 제29조 제4항이 권한을 가진 주주총회의 다수의 신주인수권의 배제에 관한 결정을 유보하는 것과는 거리가 멀다. 구주주의 신주인수권의 배제를 위한 여지를 줄임으로써, 이러한 지배적 지위에 대한 보호는 더욱 강화된다. 특이하게도 독일의 주식법이론은 이 점에 있어서 특별히 광범위한 제한에 동의한다. 즉 판결<sup>24)</sup>에 의하여 발전되고 거의 만장일치로 문헌<sup>25)</sup>에 의하여 지지된 “신주인수권 배제의 내용통제(Sachkontrolle)”에 대한 규정들은, 이에 대하여 3가지 추가적인 전제조건이 누적적으로 주어진 경우에는, 주주총회에서 필수적인 다수로 결의된 신주인수권의 배제가 실질적으로 정당하다는 사실을 예정하고 있다.

① 신주인수권의 배제가 회사에 이익이 되는 경우

② 회사가 보다 덜 결정적인 조치가 아닌 추구하는 목적을 도달하기 위하여 신주인수권의 배제가 필요한 경우

③ 당황한 소수주주들의 반대이익을 고려한다면 신주인수권 배제가 지나치지 않은 경우

신주인수권의 적법한 배제에 관한 이러한 요구사항들은 자본지침 제29조 제4항에 규정된 전제조건들보다는 훨씬 더 엄격하다. 그럼에도 불구하고 이러한 규정들은, 유럽재판소가 Siemens/Nold 판결<sup>26)</sup>에서 결정하였던 것처럼 공동체법과 조화를 이루고 있다. 다른 한편으로는 이러한 신주인수권 배제의 곤란함은 특히 폭넓은 주주집단을 가진 회사들이 중대한 실제적인 문제에 직면하도록 하고 있다. 따라서 입법자는 1994년 주식법에서 주식법 제186조 제3항 제4문의 규정을 보충하였는데, 이에 의하면 신주인수권의 배제는 “특별히” 현금자본증가(Barkapitalerh<sup>27)</sup>가 설립자본의 10%를 넘지 않는 경우와 “발행금액이 거래소가격(Börsenpreis)에 많이 미달하지 않는 경우”에 허용된다. 따라서 이러한 입법상 해결의 규정 개념은, 결의통제 대신 재산보호는 단체법상의 생각들과 극단적으로 모순된다는 내용이다.

이에 대하여는 다시 살펴보아야만 할 것이다.

## (2) 투자자로서의 주주

투자자보호의 요점은—그리고 이러한 출발점은 또한 주식법상의 규정들을 통한 투자자보호를 결정한다—투자자의 투자판단이다.<sup>27)</sup> 이 때 이상적으로는 합리적이고 충분한 정보를 제공받은, 즉 모든 장래의 투자위험을 고려하는 결정이 중요하다. 이러한 토대 위에 투자자보호에 관한 4개의 과제가 설정된다.<sup>28)</sup>

- ① 투자자의 합리적이고 충분한 정보를 제공받은 투자결정을 위한 전제조건들의 보장
- ② 투자자의 결정을 계산할 수가 없는, 불리한 장래의 환경변화 앞에서 투자자를 보호
- ③ 행해진 투자결정의 변경을 위한 근거로서 투자자에 대한 지속적인 정보제공의 보장
- ④ 투자자의 퇴장가능성(exit-Möglichkeit), 즉 시장가격에서 행해진 투자로부터의 하차의 보장

4가지 과제 모두 여하튼 주식법상의 규정들에 의하여 부분적으로는 해결되었다.<sup>29)</sup> 그것은 1994년에 도입된 주식법 제186조 제3항 제4문을 가리키는데, 이를 가지고 입법자는 신주인수권의 배제에 관한 그때까지 이론에 의하여 공식화된 엄격한 요구사항들을 과해쳤다. 이 규정은, 새로운 주식의 발행금액은 거래소가격을 “많이 미달하지 않아야 한다(nicht wesentlich unterschreitet)”고 규정하고 있다.<sup>30)</sup> 이러한 전제조건하에서 주주들은 투자자의 자격으로 어떠한 재산상의 손해도 입지 않으며, 그 결과 자본시장법적인 관점에서 신주인수권의 배제를 허용하기 위한 어떠한 고려도 존재하지 않는다. 이러한 출발의 확고한 승계로 미국의 몇 개 주는 회사법에서 신주인수권을 예정하는 것을 포기하였다.<sup>31)</sup>

## 4. 단체구성원으로서의 주주와 투자자로서의 주주의 보호 사이의 모순의 실례

우리가 회사내부의 주주보호의 양개념을—단체구성원으로서의 주주의 보호와 투자자로서의 주주의 보호—서로 맞은 편에 놓으면 극복할 수 없는 차이를 나타낸다.<sup>32)</sup> 이러한 인식은 학리상 독단적인 이익의 관점만이 아니고, 중대한 실제적인 의미의 관점에서도 그러하다. 무수한 주식법상의 문제들에 있어서 입법자 및 판결은, 주주를 단체구성원으로서 취급하여야 하는지 또는 투자자로서 취급하여야 하는지 여부를 매번(새롭게) 결정해야만 한다. 4가지의 예에 의해서 이러한 불가피성이 자세히 설명되었다.

(1) 주주권익(Shareholder Value)이라는 출발<sup>33)</sup>은 경영학의 자본시장이론(금융이론), 특히 경영이론에서는 적어도 상장된 회사에 대한 경영원칙(Leitungsmaxime)으로서 선전될 것이다. Rappaport<sup>34)</sup>에 의하여 대중화된 “주주이익의 극대화”(maximizing shareholder value)라는 표어는 개별적인 주주의 투자자로서의 그의 역할에서 시작하고, 그 결과로 “방법론적인 개인주의”로서 알려진 경제학의 방법적인 원칙을 좇아간다.<sup>35)</sup> 회사활동의 목적은 달리 말하면, 인적 단체에 귀속된 재산의 최대화에 있는 것이 아니라, 개별적인 주주들을 위하여 주식의 시장가치를 최대화함에 있다. 이러한 관점은 특히, 회사가 그 영업활동을 다양화하여야 하는지 아니면 핵심영역에 집중하여야 하는지 여부에 관한 문제, 그리고 회사가 경영상의 수익을 집적해두고 재투자해야 하는지 아니면 주주에게 분배해야 하는지에 관한 문제에 대하여 광범위한 결론을 도출한다. 주주권익이라는 출발은 단체법적인 사고에서는 매번 완전히 다른 결과에 도달한다.

(2) 많은 유럽의 회사법들에 알려진 축출권(squeeze-out)의 형태가 2002년초부터 독일의 주식법에서도 발견된다. 새로운 주식법 제327a조 이하가 특정한 전제조건하에서, 즉 대주주가 주식의 최대 5%를 보유한 소수를 강제적으로 회사로부터 제거하는 것을 허용한다. 이에 대한 전제조건은 최대주주의 최소한 95%의 지분이다. 절차에 따르면 배제는 주주총회의 결

으로 행하여지고, 대주주가 상대방 주주들에게 적절한 보상을 지불해야만 한다. 독일의 문헌이 이러한 모순을 지금까지는 산발적으로만 질책하였지만,<sup>36)</sup> 원인에 좌우되지 않는 해산권(Lösungsrecht)의 양도는 단체법상의 규정들과는 결코 조화할 수 없다.<sup>37)</sup>

(3) 독일 주식법에서 최근까지 일반적인 원칙으로서 간주되었던 것은, 주주들은 행정관청(die Verwaltung)이 잘못된 또는 불완전한 정보를 주었을 경우에는 주주총회의 결의에 불복할 수 있다는 것이다. 이것은, 구성원은 그 가입을 통하여 오직 사원총회라는 비판기관(Beschuſsorgan)의 적법한 다수결에만 복종한다는 일반적인 단체법상의 원칙에 상응한다. 그러나 최근에 연방재판소는 이러한 원칙에 광범위한 제한을 허용하였다.<sup>38)</sup> 회사구조의 근본적인 변경을, 예컨대 법적 형태의 변경, 주주총회가 결정한다면, 그리고 그런 까닭에 주주들이 보상청구권(Abfindungsanspruch)을 갖는다면, 주주들이 독립적인 절차에서 그들의 적절한 보상을 따로 성취시킬 수 있는 한에서는, 회사의 평가에 대하여 부적절하거나 또는 불완전한 정보들은 비교적 길지 않은(nicht lſnger) 취소사유가 된다. 이러한 이른바 판결절차는 대략 법적 형태의 변경, 합병, 분할 및 계약큰체른 설립의 경우에 사용해도 된다.<sup>39)</sup> 여러 가지로 비판받는<sup>40)</sup> 이러한 판결은 주주보호를 재산적 이익들에 관한 보호로 제한하고 있다. 구성원과 그와 결부된 공익권들의 단체법적인 입장에서의 존립보호는 누락된다.

(4) 상장폐지(das Delisting), 즉 상장회사에서의 퇴각(Rückzug)은 주주의 공익권에는 영향이 없으며 따라서 모든 거래소 소재지에서의 완전퇴각의 경우에도 단체법상의 논의대상이 되지 않는다. 더 정확하게 말해서 주주들의 희망을 언급한다면, 그들의 주식, 그들의 투자자이익 또한, 언제나 유동시장(liquide Markt)에서 가능한 한 적은 비용으로 매각될 수 있어야 할 것이다. 따라서 주식법에 의한 이러한 유동자산이익의 보호는 단체법적으로 권한을 부여받은 것이 아니고, 오히려 투자자보호를 근거로 하고 있다. 이것은 독일에서의 논의에서 상장폐지의 회사법상의 전제조건으로 대체적으로 인정받은 것인데,<sup>41)</sup> 비록 주식법상의 이론이, 자본시장법적인 보호메커니즘을 가동하는 것 대신에, 회사법상의 이용수단(주주총회의 결의와 회사법에 근거한 보상제안)에 의하여 투자자보호를 하려고 할지라도 그러하다.<sup>42)</sup>

## 5. 갈등극복의 가능성들

4가지 예는, 두 개의 주주의 개념(단체구성원 또는 투자자) 사이의 차이는 이론적으로 해결될 것도 아니고 실제적으로 제거될 수도 없다는 사실을 간략하게 증명하고 있다. 갈등극복의 다른 가능성들에 대한 의문만이 남아 있다.

### (1) 주주의 복합적인 법적 지위: 단체의 구성원과 투자자

주식회사를 출발점에서 인적 단체로서 형성하는 것과 주주의 법적 지위를 개별적인 문제마다 다른 형태를 부여하는 것은, 물론 입법자에게 맡겨진 것이라는 점을 우선 지적하여 두겠다. 1965년 독일 주식법은 이 점을 명백히 보여준다.<sup>43)</sup> 주주의 법적 지위를 단체법상의 규정요소와 평가원칙의 결과로만 돌릴 수는 없다. 오히려 무수한 규정들, 즉 주주의 공익권 대신에 주주들의 재산적 이익만을 보호하는 규정들과 동시에 이와 반대로 단체법상 투자자를 보호하는 것으로 분류되어야 하는 규정들은 동일하게 보여진다. 1965년 주식법상의 법률적으로 특징적인 형태인 “주주”는, 주식법이 단체법적인 요소뿐만 아니라 자본법적인 요소까지도 포함함으로써, 전체적으로 복합적인 특성을 나타내고 있다.

이러한 규정개념은 특히 독일 주식법상 권리를 학습하는 데 있어서 중요하다. 판례와 문헌은 당시의 법률적 문제에 있어서, 단체구성원으로서의 주주에 관한 것인지 혹은 투자자로서의 주주에 관한 것인지 여부를 항상 물어야만 한다. 이러한 요구가 과거에도 항상 고려되었

던 것은 아니다. 이것은 특히 연방재판소에 의하여 문헌의 폭넓은 동의하에 채택된 신주인 수권 배제의 내용통제(Sachkontrolle)와 관련된다. 따라서 주주보호의 주식법상의 개념은 본질에서 달라졌고, 입법자가 이를 교정하기 위하여 바로 개입하게 되었다.<sup>44)</sup>

### (2) 앵글로색슨계 회사법에서의 단체목적의 흠결

앵글로색슨계 회사법은 한 걸음 더 멀리 나아가 있다. 앵글로색슨계 회사법은 구성원의 이익과 무관한 독립적인 회사의 목적이라는 의미에서의 어떠한 단체목적도 인정하지 않는다. 이사회와 이사의 행동에 있어서 중요한 “회사의 이익”(interests of the company)은 구체적인 사원의 이익에서 발생하므로,<sup>45)</sup> 개별적인 사원이익과 무관한 단체목적과 동일시할 수는 없다. 그 결과 영미의 회사(Corporation)에서 회사이익은, 투자자가 주주로서의 그의 역할에 있어서 그 주식의 시장가치와 회사재산이 최대화되지 못한 것에 대하여 관심을 가지는 한에서만 “주주가치의 극대화”라는 원칙으로 존재하는 것이다. 달리 보면 주주의 단체구성원으로서의 역할과 투자자로서의 역할 사이의 개인내부의 갈등을 주주에게 처음부터 면제해 준다. 영미의 회사의 사원으로서의 주주에 대한 회사법상의 보호는 자본시장법에 의하여 주어 진 투자자보호의 조직법 내적인 확장(binnenorganisations- rechtliche Fortsetzung)으로서 기능을 한다.

### (3) 개관: 유럽 회사법상의 (최소한의) 규정

독일과 앵글로색슨계 사이의 단체목적의 개념에 관한 차이들은, 만일에 있을지도 모를 이에 관한 유럽 회사법상의 규정들에 대한 결론질을 팽개칠 구실을 준다. 즉 회사법분야에 대한 명령들(Verordnungen)과 지침들은, 공동체법을 기초로 한 법적 형태인 “주식회사”를 독일 주식법상의 의미에서의 인적 단체로서 이해해야만 하는지, 아니면 적어도 이러한 의미에서 이해할 수 있는지 여부에 대한 질문에 대하여 명백한 설명이 없다. 그러나 유럽재판소는 Powell Duffryn<sup>46)</sup> 사건에서 공동체법에 의하여 유럽화된 주식회사의 법적 성질에 대한 의견을 밝혔다. 즉 판결에서는 오직 직접적으로 다음의 사실, 즉 법원의 관할과 민사 그리고 상사사건들에 있어서 법원의 결정의 집행에 대한 협정(Netzereinkommen wter die gerichtliche Zustelligkeit und die Vollstreckung gerichtlicher Entscheidungen in Zivil- und Handelssachen; EuGV? 제17조의 의미에 있어서 “합의”(Vereinbarung)의 개념이 주식회사의 정관에 수록된 재판적 조항을 포함하는지 여부가 문제되었다. 이러한 문제를 긍정한 법원의 고려는 이러한 협정(EuGV?의 해석을 넘어서고 있다.

우선 법원에 대하여 “상이한 계약국가들의 법질서의 비교의 결과로서, 주식회사와 그 주주들 사이의 관계는 언제나 동일한 방법으로 결정되는 것은 아니라는 사실이 나타난다. 많은 법질서들에서 이러한 관계들이 계약상으로 분류되고, 다른 경우에는 그들에게 제도상의 또는 규범적인 특성 또는 특별한 특성이 주어진다”(Rz. 10). 그럼에도 불구하고 그(법원)의 견해에 따르면 “회사의 주주들 사이의 의무들은 계약당사자들 사이에 존재하는 의무와 비교할 수 있다. 회사의 설립은 공동목적의 추구와 관련하여 주주들 사이에 이익에 관한 유대가 존재한다는 사실을 표명한다. 이러한 목적을 달성하기 위하여 모든 주주는 다른 주주와 회사의 기관에 대하여 정관에 규정된 권리와 의무를 가진다”(Rz. 16).

이러한 표현은 독일의 (주식법) 단체법(Verbandsrecht)보다는 앵글로색슨계 회사법과 더욱 더 밀접하다. 우선은 법원은 주주들의 공동의 목적(“common objective”, “objectif commun”)에 관하여만 말하고 있고, 여기에서 분리된 회사의 고유한 단체목적에 대해서는 언급하지 않는다.<sup>47)</sup> 다음으로 법원은, 이러한 공동의 목적은 주주들이—이로부터 가능한 아주 구별되는 이익으로부터—설립될 인적 단체를 위하여 그 단체가 특정한 단체목적

추구한다는 사실에 의견을 같이한다는 사실의 결과가 아니라, 실제에 존재하는 주주이익에 관한 일치의 결과라는 사실(“existence of a community of interests”, “l’existence d’une communauté d’intérêts”)을 받아들였다. 양 관점은 동시에 아주 긴밀한 관련이 있다. 즉 공동의 목적에 있어서는, 만일 주주가 이 점에 있어서 실제로 의견이 일치한다면, 주주의 이익에 관한 일치만이 문제되고 그것으로 충분하다. 이에 대한 계약상의 합의는 필요치 않다.

이러한 배경 때문에 사람들은 더욱, 독일법처럼 단체법적으로 구상된 주식법이 유럽 회사법상의 규정들과 일치될 수 있을지 여부에 대하여 의심하는지도 모른다. 그러나 비록 이에 관하여 기존의 약간의 논평으로 끝내야만 할지라도 최종적으로는 긍정될 수 있을 것이다. 주식회사가 그의 주주들에 대한 관계에서 독립적인 단체인가 혹은 단지 주주이익의 계약상의 조정을 위한 특별한 수단으로서만 다루어져야 할 것인지 여부에 대한 문제는 법적 구조의 문제에 관한 것이다. 그러나 법구조적 관점의 규정들은 유럽 회사법에서는 낯설다. 오히려 유럽공동체 조약(EGV) 제44조 제1항 G문에 근거한 회사법상의 지침은, 주주와 회사채권자에 관한 보호이익의 고려하에 거주자의 자유(Niederlassungsfreiheit)의 주장을 용이하게 해주는 것이 중요하다. 유럽 회사법의 관점에서는 단지, 이를 위하여 선택된 법기술적인 구조가 아닌, 국내법이 당시에 해당되는 지침들의 물질적인(경제적인) 보호기준을 실현하여야 할지 여부에만 관심이 있다. 이러한 의미에서 유럽법원이 Powell Duffryn 사건에서 설명하였던 유럽주식회사의 계약모델을 바로 최소기준으로서 간주하게 되고, 개별적인 국내의 주식법들은 주식회사의 단체법적인 개념을 이용해서 이를 벗어날 수 있다.<sup>48)</sup>

#### IV. 중요한 투자자보호기구에 관한 개관

유럽화된 주식회사의 개념적인 기초에 관한 이러한 전망에 의하면, 투자자의 보호에 직접적으로 도움이 되거나 혹은 적어도 투자자를 보호하도록 작용될 수 있는, 실제적인 메커니즘을 지금부터 생각해 보아야만 한다. 다만 시간적 및 공간적 이유로 인하여 근본적인 기능결합과 보호메커니즘에 대하여 정리해 놓은 개관에 대하여는 후술하는 내용으로 만족할 수밖에 없다.

##### 1. 회사와 관련된 정보요구와 공시명령

###### (1) 개 관

투자자보호를 위하여 중요한 의미가 있는 것은 회사의 정보에 대한 투자자의 접근이다. 잠재적 주주는 제공된 투자결정을 선택할 수 있어야만 하고, 현실의 주주는 그의 주주권을 정보를 받아서 행사할 수 있는 상태와, 만일의 투자환수에 대하여 정보를 받아 결정할 수 있는 상태에 있어야만 한다. 이에 상응하여 자본시장법과 주식법은 무수한 정보요구를 인정하고 있다.

정기적인 정보의무는 투자자에게 정보에 대한 기본공급을 보장해 주어야 한다. 특히 연말결산과 상황보고 중에서는 작성과 공개<sup>49)</sup>에 관한 의무 및 통합(콘체른)결산의 작성과 공개(Offenlegung)<sup>50)</sup>를 위한 의무, 그 이외에도 반년보고(Halbjahresberichten) 중에서는 상황과 공개(Veröffentlichung)<sup>51)</sup>를 위하여 결산공시(Rechnungslegungspublizität)에 대한 보충을 할 때 기초가 된 의무가 여기에 속한다.

이에서 벗어난 정보공급은 상이한 원인중속적인 정보의무를 이행한다. 주식법에서 이에 속하는 것은, 회사의 구조를 변경하는—예를 들면, 신주인수권의 배제시,<sup>52)</sup> 합병<sup>53)</sup> 과 분할<sup>54)</sup>—조치가 있을 경우에 회사의 정보의무, 회사법상의 충실의무에서부터 나오는 회사의 의무, 주주에 대한 공개적인 주식매입제안에 대한 입장표명을 전달하기 위한 것<sup>55)</sup> 및 회사에

대한 주주의 개별적인 정보권(Auskunftsrechte)과 열람권, 예를 들면 독일 주식법 제131조에 의한 광범위한 정보청구가 있다. 자본시장법상의 정보제한으로서 예를 들면 증권거래소의 공적인 허가시에 존재하는 사업설명서 공시(Prospektpublizität),<sup>56)</sup> 비상장주식<sup>57)</sup>에 대한 공개적인 제안의 경우에 사업설명서의무, 시세에 관련된 사건의 지체없는 공개에 대한 의무(수시공시, ad hoc-Publizität),<sup>58)</sup> 상장회사에 관한 중요한 출자의 공개에 대한 의무,<sup>59)</sup> 그 이외에도 지금까지 공개적인 인수제안과 관련하여 당시의 국내법에 의하여 정해진 추가적인 정보의무<sup>60)</sup>를 언급할 수 있다.

### (2) 정보생산자, 공개, 정보수취인

회사와 관련된 정보를 마음대로 처리할 수 있게 만들 의무는 유럽의 회사법과 자본시장법에 따르면 회사 자체에 속하여 있는데, 왜냐하면 회사가 이에 대해서 가장 비용이 적게 드는 상황이기 때문이다. 회사에 대한 중요한 출자의 공개(Offenlegung)에 관한 규정은 하나의 확실한 예외를 이룬다. 통합거래소지침<sup>61)</sup> 제89조 제1항에 따르면 주주는 회사에 대하여 출자에 대한 정보를 제공할 의무를 부담한다. 회사는 단지 받은 신고를 가능한 한 즉시 공고하면 된다(제91조 제1항).

이에 반해서 투자자가 회사와 관련된 정보에 접근하는 경우에는 주식법과 자본시장법간에는 중요한 차이가 있다. 유럽공동체 회사법은 회사의 구조에 대하여 영향을 미치는 조치의 경우(예를 들면 신주인수권의 배제와 합병과 분할의 경우)에는 스스로 매우 제한된 공시명령(Publizitätsgesetz)만을 인정하고 있다.<sup>62)</sup> 지속적인 정보의무는 회사의 내부영역에서만 존재하는데, 주주총회에 대한 이사회 의무로서 신주인수권의 배제의 경우<sup>63)</sup>와 회사에 대한 주주의 청구로는 합병 또는 분할의 경우이다.<sup>64)</sup> 이러한 회사내부의 정보관계에 관한 지속적인 제한은 독일 주식법이 넘겨받았고 지금까지 규칙에 의하여(mit der Regel), 주주총회가 상장회사의 경우에 비공개인 회사내부의 문제를 설명하는 것을 막았다.<sup>65)</sup>

이에 반해서 유럽공동체법은 회사법상의 발생원인을 벗어나는 회계보고(die Rechnungslegung)와 모든 진정한 자본시장법상의 정보의무에 대한 일차적 권리에 대하여는 달리 결정하고 있다. 이러한 정보들에 대하여는 예외없이 정보에 대한 공개(Offenlegung) 내지는 공고(Veröffentlichung)를 요구하고, 이와 더불어 정보제공을 투자자에게 보증하는 유럽공동체법상의 공시명령이 적용된다.<sup>66)</sup> 물론 개별적인 경우에, 어떠한 전제조건하에서 공시가 주로 일어나는가라는 의문이 생길 수 있다. 이른바 수시공시를 이루기 위하여 독일의 입법자는, (유가증권)발행자는 직업적인 거래참가자 전체에게 정보를 제공하고 그 결과로 이른바 분야공개(Bereichsveröffentlichung)를 이루도록 하고 있다.<sup>67)</sup> 이에 반해서 많은 의견은 폭넓은 투자층의 정보를 요구하고 이에 대하여 내부자지침 제7조의 목적을 내부자 거래를 사전적으로 막기 위하여 내세운다.<sup>68)</sup>

공시명령이 자본시장에 정보를 제공하는 효과를 살펴보려면, 회사의 시장관련적 정보의무에 관하여 언급해야만 한다. 그러나 이러한 특징은, 모든 개별적인 투자자를 이러한 정보의무의 수혜자로서 보아야만 하는지와, 의무에 위반되는 정보행위(Informationsverhalten)의 경우에 필요한 경우에는 손해배상을 요구할 수도 있는지 여부에 대하여는 전혀 언급하지 않고 있다. 따라서 독일법은 오래전부터 잘못된 사업설명서신고(Prospektangaben)에 대하여는 (유가증권)발행자의 책임을 인정하는 반면에(증권거래소법(BörsenG) 제44조 이하, 매각사업설명서법(VerkProspG) 제13조), 증권거래법(WpHG) 제15조 제6항은 지금까지 잘못된 수시신고(ad hoc-Meldungen)에 대한 발행자의 책임은 배제하였다.<sup>69)</sup>

### (3) 정보의 투자자지향성

효과적인 투자자보호는 요구되는 정보의 내용물이 구체적인 투자자필요에 맞추어질 것을 전제로 한다.

그 결과 우선, 정보의 수준이 전문적인 시장참가자의 필요와 능력에 맞추어져야 하는지 아니면 개인투자자의 필요와 능력에 맞추어져야 하는지 여부에 대한 의문이 제기된다. 통합거래소지침과 발행사업설명서지침은, 투자상담자(70) 및 증권분석가(71)를 각기 사업설명서 내용의 수취인으로서 언급함으로써 이러한 질문에 대하여 우선적으로 답하고 있다.(72)

그 다음으로는 이러한 전문적인 투자자의 정보필요로부터 어떠한 정보를 어느 만큼 정리하고 어떠한 형식으로 공시되도록 해야 하는지가 나와야만 한다. 이점에 관하여 공동체법상 예정된 출판의무(Publikationspflichten)의 투자자지향은 알려진 바와 같이 유감스러운 일이다. 회계보고공시의 신빙성(Aussagekraft)은, 그것이 채권자보호의 중요성까지도 인정하고 이것이 본질적으로 회계보고공시를 목표로 하기 때문에 이의 결핍은 거래소허가의 공시와 발행공시에도 영향을 미친다는 사실에 시달리고 있다.(73) 내부자지침 제7조에 규정된 수시공시의 출처(Herkunft)는 거래소허가지침 때문에 재차 다음과 같은 결과를 초래하는데, 즉 지금까지의 지침규정에 따른 발행자의 통지의무는 발행자가 주가관련적 사실을(kursrelevant Tatsache) 인식하는 경우에 존재하는 것이 아니라, 오히려 이를 위해서는 이러한 사실의 (장래의) 효과가 추가적으로 회계결산상 필요한 경우에 존재한다.(74) 실제적으로 이것이 의미하는 바는, 예를 들면 이른바 회사의 비밀준비금(stille Reserven)이 가치를 상실하거나(75) 또는 회사의 주주집단에서 중요한 변경이 생긴 경우라면(76) 공시의무가 있는 사실이 부족(fehlen)했으리라는 것이다.

## 2. 시장행위법(Marktverhaltensrecht)

두 번째 투자자보호메커니즘은 시장행위규정들이다. 그 규정들은 구체적인 대량거래(Transaktion)와 연결할 수 있지만, 대량거래와 무관한 행위요구를 시장참가자에 대하여 일률적으로 규정한다.

발행시장(Primärmarkt, 1차시장)에 대하여 내지는, 정확하게는, 공개적으로 제공된 유가증권의 최초의 구입에 대하여 유럽 자본시장법은 시장관련적 공시명령과 대규모업무행위와 관련된 개별적인 설명의무의 결합을 이끌고 있다. 발행자(즉 회사 자신)는 사업설명서를 공고하여야만 하고, 개별적인 지분매입자에게 정보를 제공하는 것이 아니라, 동시에 시장에 공시를 해야만 한다. 개별적인 설명은, 유가증권서비스지침의 개념에 따르면 오히려 금융중개인(Finanzintermediäre)으로서 활동하는 유가증권서비스회사를 통하여 행하여야만 한다. 이러한 규정초안(Regelungskonzept)은 유럽의 발행시장의 역할분배에 대한 유럽의 입법자들의 특정한 법률사실에 대한 견해를 기초로 한다. 발행시장의 투자항목에 관한 매입은 금융중개인의 중간개입하에 전형적으로 일어난다.(77)

유통시장(Sekundärmarkt, 2차시장)을 위하여 유럽 자본시장법은 우선 투자자보호를 위한 방대한 시장행동규정을 준비해 놓고 있다. 이에선 우선 회사의 중요한 출자자들에 관한 의무가 해당된다.(78) 그밖에 여기에는 내부자행동의 금지와 수시공시의무에서 유래하는 규정구조가 속한다. 포괄적인 내부자행동금지에 관한 유럽의 특징은(내부자지식의 순전한 계속 전달이 그 이용과 더불어 금지되고 있다)(79) 독립적으로 관찰해보면 투자자보호를 전혀 행하지 않는다. 즉 이를 통하여 불충분하게 정보를 받은 시장참가자가 의도된 대량거래의 실시에 관하여 방해받는 일이 없이, 미국의 내부자규정의 “disclose or abstain”(폭로 또는 삼가)(80)을 이상적인 경우에 수행하는 것처럼, 내부자를 자본시장참가자에서 제외하는 것에 한정된다. 투자자보호는 유럽 자본시장법의 개념에 의하면 더욱 더 수시공시를 행하여야만

하는데, 경우에 따라서는 유가증권서비스지침 제11조81)에 따라서 금융중개인으로서는 활동하는 유가증권서비스회사의 책임인, 개별적인 설명과 상담을 통하여 보충한다. 이러한 규정 개념의 근거는 다시금 유럽의 유통시장들(Sekundmkten)의 역할분배에 대한 유럽의 입법자들의 특정한 법률사실적 견해이다. 유통시장의 투자항목의 매입은 금융중개인의 중간개입하에 전형적으로 이루어진다.

이에 대한 예외로서 공개적인 인수제안의 경우에는 취득자와 양도인이 직접적인 접촉을 한다. 2002년초 이래로 시행된 독일의 주식취득 및 인수에 관한 법률(WpG)은 이러한 대량 거래에 대하여, 특히 양도하는 주주에 대한 적절한 보호를 보장해야만 하는 방대한 규칙서(Regelwerk)를 준비하고 있다. 공개적인 인수제안을—그것은 의결권의 최소한 30%에 관한 직접적인 또는 간접적인 취득과 동시에 목표회사의 지배다수(Kontrollmehrheit)를 목표로 하는 제안이다(§29 WpG)—위하여 법률은 아주 다양한 대량거래관련적 보호규정을 예정한 다: 모든 주식의 취득을 목표로 하는 (완전)인수제의만이 허용된다(§32 WpG). 입찰자(값을 부르는 사람)는 마지막 3개월의 평균적 거래소시세에 따라서 내지는, 선택적으로 입찰자가 이러한 시기동안에 사실상 지불된 높은 시세(일습낙찰, Paketzuschlag)에 따라서 확정된 최저가격을 불러야만 한다(§31 WpG). 주주는 제안기한의 종료후 2주 내에 입찰자에게 그의 주식을 양도할 수 있는 가능성을 가진다(§16 Abs. 2 WpG). 이러한 규정구조는 우선 3개월기한 동안에 주주의 자본시장관련적 동등대우를 보장해야 하고, 다음으로는 개별적인 주주를 그가 제안인수에 대한 결정을 내릴 때에 모든 압력에서부터 보호해야 한다.<sup>82)</sup> 다른 한편, 사람들은 이러한 보호규정과 주식취득 및 인수에 관한 법률 제31조의 최소가격조건의 누적이 사실에 맞는 보호수준을 멀리 벗어나는 것은 아닌지 여부에 대하여 의아스럽게 여길 것이다—그리고 이러한 지적은 이것으로 끝내야 한다.<sup>83)</sup>

### 3. 주식조직법(Aktienorganisationsrecht)

실재하는 주식투자의 경우에 투자자보호는 특히 주식법을 통하여 행해져야만 한다. 이에 대하여는 일련의 조직법상의 규정메커니즘을 제시하겠다.

#### (1) 주주권익과 기업지배구조

주식법상의 투자자보호의 핵심적인 요소에는, 주주권익(Shareholder Value)사상에서 기업활동을 설정하는 것이 해당된다. 이러한 것은 우선, 비록 이러한 목적규정이 방법적으로 투자자의 개별적인 이익에 근거하고 있고 단체구성원으로서의 주주의 이익에 근거하지 않았다고 할지라도, 사람들이 시장가치의 극대화를 허용된 경영원칙으로서 주식회사의 경영기구에 대하여 인정하는 것을 전제로 한다.<sup>84)</sup> 이러한 전제조건이 주어진다면, 기업지배구조의 개선을 위한 모든 조치들은 주식법상의 투자자보호를 위한 기여로서 인식되어야 한다. 기업지배구조의 목표설정, 즉 주식회사의 기업가적 활동의 경영과 감독을 위한 한정적 조건을 극대화하는 것은 결코 자기목적(Selbstzweck)이 아니다. 더욱이 주식회사에서 기업지배구조는 필경, 경영기구는 가능한 한 매우 긴밀히 기업의 목적 즉 통상적으로는 시장가치 극대화를 따라야 한다는 점을 보장하는 것을 목표로 한다. 이것은 스톡옵션계획의 부여를 위한 법률상의 규정에 관한 폭넓은 경영학상·법률상 논의에서 나타난다.<sup>85)</sup>

#### (2) 주주들의 협력권(Mitwirkungsrechte)

국제적으로 널리 알려진 투자자보호메커니즘은 주주총회에 상응하는 결정권한을 주는 것이다. 런던증권거래소에서 시행되는 상장규정(Listing Rule)은 일련의 회사법상의 구조적 조치에 대하여, 이러한 주주총회를 통한—법률상 규정된 것은 아니다—동의(Billigung)를 필요로 한다는 것을 규정하고 있다.<sup>86)</sup> 그리고 Delisting(상장폐지)에 대한 독일의 논의에서, 투자

자보호를 위하여 문서화되지 않은 주주총회권한을 인정하려는 요구가 나타난다.87) 마찬가지로 우리는 이러한 보호메커니즘의 한계를 특히 분명히 의식하고 있다. 사실상 대주주가 경영기구를 지지하는 경우에만 효과없는 권한이동(Zuständigkeitverlagerung)을 유지한다.88) 보호초안의 “voice”(발언권)의 효력은 투자자를 행정관청(Verwaltung)의 불리한 조치로부터 보호하기 위해서만 일반적으로 작성된다.

### (3) 주주들의 일방적인 해약권

주주들의 일방적인 해약권들(Lösungsrechte)은, 특유한 투자자의 필요에 관한 그들의 구성요건적 전제조건을 염두에 두는 경우에는 효과적인 투자자보호를 행할 수 있다. 이에 대한 전형적인 예가 증권거래소에서 회사가 상장폐지(Rückzug)를 하는 경우의 주주의 보상청구권(Abfindungsanspruch)이다.89)(독일에서의 논의에서 많은 지지자가 있다)

보상청구권이 회사 자체를 향한다면, 물론 주주에 관한 출자금의 반환의 경우와 통상적으로 보상하는 회사를 통한 자기주식의 취득의 특별형식으로 존재한다. 자본지침 제19조 제1항 제b문은 표시된(gezeichneten) 자본의 최대 10%로 이러한 재취득을 제한한다. 보상청구권이 제3자를 대상으로 하는 때에는 이와 결합된 문제들은 고려되지 않는다. 이러한 해약은 때때로—이제 독일법 역시 그러한 것처럼—상장회사에서 지배지분(Kontrollbeteiligung)의 최초의 구축시 내지는 지배주주가 인물을(in der Person) 장래에 교체하는 때에 지배주주의 이른바 의무제안(Pflichtangebot)을 규정하고 있는 유럽공동체 회원국의 주식인수법(Ernehmerecht)에서 때때로 발견된다.90)

### (4) 강제적인 투자회수의 경우에 자본시장적 기준에 의한 주식평가

주주가 회사의 합병 또는 분할로 인하여 그의 투자를 강제적으로 상실한 경우에는 다른 종류의 투자자보호의 문제가 발생한다. 특히 상장회사의 경우에는, 주주에 대한 손실보상의 액수가 주식의 거래소평가에 따라서 계산되어야 하는지 또는 이른바 “내재적”(inneren) 가치에 따라서 계산되어야 하는지에 관한 문제가 제기된다. 이에 대한 대답은 합병지침에도 분할지침에도 강제적으로 정하여져 있지 않다.

독일의 법적 상황은 연방헌법재판소의 새로운 판결(91)과 이와 일치하는 연방재판소의 판결(92)에 의하여 최근에 지속적으로 변경되었다. 계약콘체른(Vertragskonzern)에 있어서 보상청구권(die Abfindungs- und Ausgleichsansprüche)에 대하여는, 주주들에게 최소한 그들의 주식의 거래소시세 또는 그들의 주식의 “내재적” 가치의 액수가 지급되어야만 한다는 사실을 확인하고 있다. 입증된 시장기능의 방해의 경우에는 거래소시세에 미달될 수도 있다. 이를 증명하기 위하여 연방헌법재판소는 우선 주식에 화체된 법적 지위는 시장에서의 자발적인 양도가능성을 포함하고 있으며 따라서 이러한 “exit-option”(퇴장선택권)의 상실이 주주들에게 보상되어야만 할 것임을 환기시켰다.93) 이러한 이유로 인하여, 보상청구권에 관한 거래소시세를 기준으로 한 규정들과 소수주주들에 관한 강제적인 배제(축출)94) 및 합병95)과 분할 같은 다른 과정(Vorgänge)으로 바뀌어야만 한다는 사실이 미리 확정되었다.

## 4. 회사의 책임과 기관관리자책임

책임규정들은 전적으로 필수적인 투자자보호메커니즘에 속한다. 다양한 손해원인들은 체계적으로 3가지 범주로 정렬된다. 투자자는 손해를 입을 수 있는데, 왜냐하면 그가 첫째, 투자를 행하거나 중단하기 때문에, 둘째, 경영진의 결정 때문에 또는 그의 공동주주(Mitaktionäre)들의 행동 때문에 그의 (주식)출자의 가치손실을 입기 때문에, 그리고 셋째, 그의 (주식)출자를 잘못된 시점에 청산했기 때문이다.

두 번째의 손해범주의 경우에는, 현존하는 주식출자의 가치손실은 주주의 손해가 회사재산

의 침해로 인하여 이루어지는지(반사손해, Reflexschaden) 또는 손해가, 특히 상장회사의 경우에 문제되는 것처럼, 예를 들면 회사의 불리한 경영진의 행동에 의하여 거래소시세의 “과장된”(übertroffenen) 반응 때문에 주주의 재산에서 생기는지(자기손해, Eigenschaden) 여부에 따라서 구별되어야 한다.

투자자보호의 관점하에서는 그러한, 즉 회사재산을 통하여 직접적인 전달없이 투자자의 재산에서 발생하는 손해에 대한 책임이 우선 문제된다. 첫번째와 세번째 범주의 손해의 경우와 더불어 두번째 범주의 자기손해 역시 이에 해당된다. 이러한 경우에 회사의 책임(뒤에 나오는 (1))과 더불어 또한 그 기관구성원의 책임(뒤에 나오는 (2))이 문제된다. 국내법이 지배주주가 인물을 교체하는 경우에 의무제안을 규정할 때에, 공동주주에 관한 책임은 어쨌든 이 점에 있어서는 소홀히 된다.

#### (1) 투자자손해에 대한 회사의 책임

직접적인 투자자손해에 대한 회사의 책임에서는 우선 잘못된 정보의 작성과 유포에 대한 책임이 문제된다. 물론 이제까지는 유럽 회사법도 유럽 자본시장법도 잘못된 정보를 이유로 한 책임에 대하여 명확한 규정이 없었다. 내부자지침 제10조96)조차 국내법의 제재(die Sanktionen)는 “이러한 규정의 준수를 위한 충분한 자극(Anreiz)을 주어야” 한다라고만 규정하고 있다. 이러한 요구는 소송에서 유럽재판소의 재판에 반영되는데, 이에 따르면 (국내의) 제재는 균등한 법률의 관철을 위하여 “확실히 유효하고, 비례적이고 위협적인” 것이어야만 한다.97)

독일 주식법에서는 지금까지 기껏해야 사원권으로부터 파생된 회사의 투자자관련적 책임의 개별적 사례만 있었다. 특히 언급할 것으로는, 널리 퍼진 견해에 따르면 회사에 손해를 끼친,98) 중요하지 않거나 또는 수단적인 취소할 수 있는(vernichtbar) 株券의 취소청구소송(Anfechtungsklage)에 의한 발행에 대한 책임이 언급될 수 있다. 그밖에 회사의 주주에 대한 의무는 투자자의 전형(Leitbild)을 염두에 두는 것은 아니라는 사실이 늘 결합되어 있다. 이것이 개별적인 주주의 정보청구권(Auskunftsanspruch)(주식법 제131조)처럼 개별적인 사례99)에서 다른 방식으로 나타난다면, 사원권에 기초하는 회사의 책임을 대신하여 다양한 그밖의 제재, 예를 들면 잘못된 정보와의 상관관계가 있는 주주총회의 결의에 대하여 이의를 제기할 가능성으로 끝난다.

독일 자본시장법은 회사의 책임을, 특히 증권거래소법(BörsenG) 제44조 이하, 매각사업설명서법(VerkProspG) 제13조에 따라서 증권거래소사업설명서책임을 이유로 인정한다. 이에 따라서 사업설명서에 대하여 그 내용에 책임이 있는 사람 및 사업설명서를 만든 사람들이 책임을 지고, 통상 회사가 이러한 선택적인 법률요건의 전제조건을 이행한다. 제안을 받아들인 주주들에 대한 것이기는 하지만, 공개적인 인수제안의 내용에 대하여 최근에 입찰자는 책임을 져야만 한다(\$12 WpB). 그 대신에 이제까지는 잘못된 수시통지(ad hoc-Mitteilung)의 공고(Veröffentlichung)에 대하여 회사는 책임이 없었다(증권거래법 제15조 제6항의 오래된 해석). 제4차 자본시장육성법100)에 의하여 이러한 법적 상황은 물론 달라진다. 새로운 증권거래법 제37b조, 제37c조는 회사가 시세에 영향을 미치는 사실을 즉시 공고하지 않은 경우 또는 수시통지가 허위의 사실을 포함하고 있는 경우의 책임을 규정하고 있다. 그러나 입법자는 부적절한 자본시장정보의 온갖 형태에 대한 일반적인 책임의 채택을 결심할 수는 없었다. 이와 관련해서는, 그러한 책임이 정보의 제공을 위한 기업의 준비를 노골적으로 저하시키고 이를 통해서 자본시장의 정보에 관한 효율성을 침해할 수 있을지도 모른다는 걱정을 하게 될 것이다. 이러한 고려는 거부되지 않았고,101) 이러한 책임

이 적어도 중과실에 의한 위반으로 제한된다면 받아들여진다.

그밖에 투자자의 손해에 대한 회사의 책임에는 여러 종류의 계속적인 어려운 문제가 뒤따른다. 즉 회사가 잘못된 정보나 또는 회사의 그밖의 의무위반으로 인하여 생긴 주주의 재산상의 손실을 보상해 주어야만 한다면, 주주는 회사재산의 감소로 인한 그들의 손해를 결국은 부분적으로는 스스로 부담해야만 한다. 그러나 주주가 독일 증권거래소법(dBörsenG) 제44조 제1항의 규정처럼 그들의 손해를 회사에 주식을 반환함으로써 변상하는 것을 허용함으로써 이러한 결과가 방지된다. 그럼에도 불구하고 이러한 해결이 자본유지규정(독일 주식법 제57조, 제62조)에 대한 위반은 아닌지 내지 특히 자기주식의 재취득에 대한 제한위반이 존재하는지 여부에 관한 문제를 제기한다. 독일 증권거래소법 제44조 이하에서 입법자는 이러한 의심을 없애려 하였는데, 입법자는 증권거래소법상의 손해배상청구권(Schadensersatzansprüche)을 명백히 중요한 특별규정으로서 특징지었다.<sup>102)</sup> 특히 주식법에 관한 문헌은 이러한 입법자의 새로운 상황파악을, 손해를 입은 투자자가 주식을 회사로부터 직접적으로 취득해야만 한다면 이러한 규정들은 법률로서 특별히 우위에 있지는 않다는 주장으로 대처하였다.<sup>103)</sup> 문헌에서 설명된 견해들은, 필경 유럽재판소가 이러한 국내의 우위규정(Vorrangregel)이 (제2차) 자본지침<sup>104)</sup>의 자본보호규정과 잘 화합한다는 사실을 확인할 때에는 이 점에 있어서만은 정당해 보인다. 그러나 그밖에 공동체법에서 자본보호규정에 대한 사업설명서책임규정(leges speziales, 특별법)의 명백한 우위를 끌어내야만 한다. 이것은 통합거래소지침<sup>105)</sup> 제21조와 방금 이미 언급된 유럽재판소의 재판의 공동작용에서 나오는데, 이에 따르면 동화된(angeglichenen) 권리의 관철을 위한 (국내의) 제재는 “확실히 유효한, 상당한 그리고 위협적”이어야만 한다. 위 지침 제21조 제2항에 의하면 회원국들은, 사업설명서에 대하여 책임을 지는 사람들에게 사업설명서에 관한 물질적인 요구의 이행을 책임지우는 것을 보장해야만 한다. 국내법에 의하여 규정된 제재에 관한 공동체법상의 요구들의 말미에서 이러한 규정지시(Regelungsauftrag)는, 입법자가 사업설명서책임을 강력한 행정상 및 형법상의 제재 또는 효과적인 민사상의 책임위협에 종속시켜야만 한다는 것을 의미할 뿐이다. 지침 부칙 1에서 언급된 방안 A의 1. 자본의 1.1에 의하면 이제 자연인과 마찬가지로 법인도 문제된다. 국내의 입법자가 기관구성원 그리고 다른 사람들과 더불어 사업설명서책임을 발행자에게도 지운다면, 입법자는 이에 따라서 효과적인 책임제에 회사를 종속시켜야만 한다.

## (2) 투자자손해에 대한 기관구성원의 직접책임

주주에 대한 기관구성원의 직접책임을 통해서 묘사되었던 어려움들을 피할 수 있어야만 한다. 기관구성원이 책임사안(Haftungsfall)에서 자주 불충분한 재정상의 수단을 지닌다면 확실히 입법론적으로는 다소 흔들린다. 오늘날 이미 기관구성원은 자주 경영보험(Managementversicherung)을 사용한다.<sup>106)</sup> 그리고 입법자는 D&O보험의 체결을 언제나 법률상 규정할 수 있다. 어쨌든 보험상 해결과의 결합에 있어서는 기관관리자(Organwalter)의 직접책임은 회사 자신의 책임과 비교해 보면 더 나은 투자자보호메커니즘을 의미하는 것처럼 보인다.<sup>107)</sup>

그럼에도 불구하고 이러한 선택적인 구상(Alternativkonzept)은 법률상 그리고 실제상의 어려움이 있다. 법률적 관점에서는 우선, 단체법에 기초한 주식법은 법률독단적인(rechtsdogmatisch) 이유에서 기관관리자와 손해를 입은 주주들 사이의 직접적인 사원권상의 책임관련을 인정하기 위해서는 어려움이 있다는 사실이 지적된다. 이것은 이미 독일의 주식법에 관한 문헌에서, 기관관리자와 주주들 사이의 직접적인 회사법상의 관련은 산발적

인 사건상황과 가장 비체계적인 데에 대하여서만이 고려된다는 계속적인(kursorischer) 판단을 나타낸다.108) 이와 반대로 특별법상 직접책임의 구성요건을 만드는 것은 물론 입법자의 자유에 속하는데, 예를 들면 자본시장의 잘못된 정보에 대하여 기업지배구조정부위원회가 제안한 책임이 있다.109) 그밖에 주식법의 단체법상의 개념은 어차피 주주에 대한 기관구성원의 직접책임에 대하여 일반적인 민사상의 책임구성요건, 예를 들면 불법행위법(das Deliktsrecht)의 이용을 배제하지는 않는다.110)

법률독단적인 “의견일치”(Vertretlichkeit)와 더불어 기관관리자와 주주들 사이의 직접적인 책임관련의 인정이 실제적 내지는 법률정책적으로도 바람직하다는 사실은 아직 확정되어 있지 않다. 기관구성원들은 주주들에 의하여 고발당할 것에 대한 두려움으로 인하여 그들의 기업가적 결정의 기쁨을 방해당할 것이다. 기관구성원들이 한번 고발되면 그들은 그의 시간과 노동능력의 중요한 부분을 그들의 변론에 사용하게 된다. 그렇게 때문에 적어도 몇 가지 사정(Sachverhalte)에 대하여는, 기관관리자의 책임은 중과실의 경우111)나 또는 고의가 관여되는 것을 떠오릴 것이다.

### (3) 주주에 의한 반사적 손해의 주장

회사재산을 통하여 전달된 주주의 반사적 손해는, 그것으로 인해서 보충적으로 암시된 회사법상의 문제를 제기한다. 왜냐하면 기업지배구조의 표제(Stichwort)하에, 주주들에게 회사의 업무에 관한 소송에 의한 반사적 손해 또는 선택적인 방법으로 組合員 訴權(actio pro societate)을 주장하기 위한 근본적인 가능성을 인정해야만 할지 여부와, 어떠한 전제조건하에서 개별적인 그러한 소송들이 허용되어야 하는지 여부가 국제적으로 강도높게 논의되고 있다.

독일 주식법은 특히 주식법 제147조의 규정을 이유로 이제까지는 비교적 제한적이다.112) 그 규정 제1항은 기관구성원에 대한 代償請求權(Ersatzanspruch)의 관철을 위하여, 최소한 자본의 1/10의 지분을 이루는 소수를 요구한다. 다만 부정직한 행동 내지는 법률 또는 정관의 중대한 위반의 경우에는 적어도 자본의 1/5의 지분을 이루는 소수를 요구한다(제2항). 그러나 기업지배구조정부위원회는 기관구성원에 대한 대상청구권의 관철을 위한 한계(Schwellen)를 계속하여 낮출 것을 제안하였다.113) 엄격하게 미국식으로 형성된 국제적인 기업지배구조 논의의 관점의 결과로 동시에 독일 체제의 중요한 결핍(Defizit)이 제거될 것이다.

## V. 결 어

회사 또는/와 그 기관구성원의 책임과 동시에 무수한 그 이외의 투자자보호메커니즘이 존재한다. 이 점에 있어서는 시간이 없으므로 몇 가지 지적으로 끝내야만 한다.

특히 중요한 것은 우선 투자자보호에 대한 제3자의 개입이다. 예방은 회계검사의 정보에 관한 내용을 보장해야 하는 결산검사인의 개입을 통하여 이루어져야 한다. 그 이외에도 예방적 보호는 유가증권서비스지침의 개념에 따라서 금융중개인(die Finanzintermediäre)이 행해야만 하는데, 왜냐하면 그들은 개인투자자들에 의한 거래의 경우에는 전문적인 시장참가자를 위하여 편집된 자본시장정보들을 그때마다의 고객의 필요에 알맞게 어느 정도 바꾸어야만 하기 때문이다.114) 이와 반대로 투자자손해배상(안전기금)을 위한 체제에 관한 개입의 경우에는 투자자의 청구권과 관련하여 보험해결의 방법이 중요하다. 결국은 공법상의 자본시장감독과 형법이 투자자보호의 경우에 중심적인 역할을 한다는 사실을 가리키고 있다.

“주식회사에 있어서 투자자보호”라는 주제영역의 이러한 대강의 설명으로 나의 소개의 말을 마쳐야 한다. 나의 강연내용상의 불완전성에도 불구하고 나의 그 목적의 실현은 아마도 바

로, 청중 여러분이 이제 내가 일반적인 보고자로서 참으로 무엇을 말했어야만 하는지를 정확히 안다는 사실을 통하여 충족된다. 이러한 의미에서 나는 여러분에게 흥미진진한 강연과 토론을 통한 나름대로 흥미있는 학술대회를 기원합니다.

\* 이 논문은 2002년 제11회 그리스 상사법학회에서 Peter O. M<sup>u</sup>bert교수가 발표한 내용으로서 동 저자가 서울대학교 김건식 교수님께 보내주신 것입니다(aus: Die Aktiengesellschaft und der Kapitalmarkt – Der Anlegerschutz, 11. Tagung der Vereinigung der griechischen Handels- und Gesellschaftsrechtler, Athen/Komotini: Ant. N. Sakkoulas, 2002, S. 43–77).

\*\* 독일 마인츠(Mainz)대학.

1) M<sup>u</sup>llers, Der Schutz der Anleger im Aktien- und Kapitalmarktrecht, ZGR 1997, 334 ff.; Klass, Anlegerinteressen – Der Anleger im Handlungs-dreieck von Vertrag, Verband und Markt, Wien/New York: Springer, 2000; M<sup>u</sup>bert, Rechtsprobleme des Delisting ZHR 165(2001), 104, 106 ff.

2) Hopt, Grundsatz- und Praxisprobleme nach dem Wertpapierhandelsgesetz, ZHR 159(1995), 135, 163.

3) Bayer, Aktion<sup>u</sup>errechte und Anlegerschutz, Hommelhoff/Lutter/Schmidt/Sch<sup>u</sup>lmer(Hrsg.), Corporate Governance, Heidelberg: Recht der Wirtschaft, 2002, S. 137, 139; Karsten Schmidt, Gesellschafts- recht, 3. Aufl., K<sup>o</sup>ehl/Berlin/Bonn/M<sup>u</sup>lhen: Heymann, 1997, §1 II 2 d (S. 13): 투자자보호는 ‘회사법의 傍註 (Marginalien des Gesellschaftsrechts)’에 속한다. 이에 대하여는 M<sup>u</sup>bert, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, 2. Aufl., M<sup>u</sup>lhen: Beck, 1996, S. 68 ff.

4) M<sup>u</sup>bert, Konzeption des europ<sup>u</sup>ischen Kapitalmarktrechts f<sup>u</sup>er Wertpapierdienstleistungen, WM 2001, 2085 ff; Heinze, Europ<sup>u</sup>isches Kapitalmarktrecht – Recht des Prim<sup>u</sup>arktes, M<sup>u</sup>lhen: Beck, 1999; Grundmann, Europ<sup>u</sup>isches Kapitalmarktrecht, ZSR 1996 I, 103 ff.

5) Richtlinie <sup>u</sup>er die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen B<sup>u</sup>rsennotierung und <sup>u</sup>er die hinsichtlich dieser Wertpapiere zu ver<sup>o</sup>ffentlichenden Informationen vom 28. 5. 2001, ABIEG vom 6. 7. 2001, Nr. L 184, S. 1 ff.

6) Richtlinie zur Koordinierung der Bedingungen f<sup>u</sup>er die Erstellung, Kontrolle und Verbreitung des Prospekts, der im Falle <sup>o</sup>ffentlicher Angebote von Wertpapieren zu ver<sup>o</sup>ffentlichen ist, vom 17. 4. 1989, ABIEG vom 5. 5. 1989, Nr. L 124, S. 8 ff.

7) Richtlinie zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insider-Gesch<sup>u</sup>fte vom 13. 11. 1989, ABIEG vom 18. 11. 1989, Nr. L 334, S. 30 ff.

8) Richtlinie <sup>u</sup>er Wertpapierdienstleistungen vom 10. 5. 1993, ABIEG vom 11. 6. 1993, Nr. L 141, S. 27 ff.

9) Richtlinie <sup>u</sup>er Systeme f<sup>u</sup>er die Entsch<sup>u</sup>tigung von Anlegern vom 3. 3. 1997, ABIEG

vom 26. 3. 1997, Nr. L. 84 ff.

10) 앞의 각주 7.

11) 예를 들면, Grundmann, Europäisches Schuldvertragsrecht, Berlin/New York: Gruyter, 1999, S. 129 Rz. 181; Gehrt, Die neue Ad-hoc-Publizität nach §15 Wertpapierhandelsgesetz, Baden-Baden: Nomos, 1997, S. 207 f.; von Klitzing, Die Ad-hoc-Publizität, Köln/Berlin/Bonn/München: Heymanns, 1999, S. 224 ff.

12) Beschluempfehlung und Bericht des Finanzausschusses zum Entwurf eines Gesetzes über den Wertpapierhandel und zur Änderung bursenrechtlicher und wertpapierrechtlicher Vorschriften(Zweites Finanzmarktänderungsgesetz), Bundestags Drucksache 12/7918 vom 15. 6. 1994, S. 102.

13) Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland(Viertes Finanzmarktänderungsgesetz) vom 21. Juni 2002, Bundesgesetzblatt Teil I, Nr. 39, vom 26. Juni 2002, S. 2010 ff. Näherblick z.B. von Müller, Das Vierte Finanzmarktänderungsgesetz, WM 2001, 2405 ff.

14) 위의 본문에서 앞의 각주 3.

15) Baums의 견해로서 Gsell, Marsch-Barner, Karsten Schmidt의 보고서에 나와 있다 (Abdruck der Beschlüsse in Betrieb 2001, 2108 ff.).

16) Wilhelm, Inkompetenz des Aktionärs und Auskunfts- und Klagerechte, Betrieb 2001, S. 520, 521.

17) S. Baums(Hrsg.), Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, Köln: Otto Schmidt, 2001, Rz. 78 ff., insb. Rz. 186 ff. 위원회의 주식조직법적인 관점을 강조한 것으로는 Hopt, Unternehmensführung, Unternehmenskontrolle, Modernisierung des Aktienrechts, in: Hommelhoff/Lutter/ Schmidt/Schell/Ulmer(앞의 각주 3), S. 27, 30 f., 41.

18) 이는 Karsten Schmidt의 단체개념에 대한 일반적인 설명과 일치한다; Karsten Schmidt, 앞의 각주 3, §7 I 1 b (S. 176).

19) 상세한 것은 Mübert, in: Hopt/Wiedemann(Hrsg.), GroBkommentar zum AktG, §§118-120, 4. Aufl., Berlin/New York; de Gruyter, 1999, Vor §§118-147, Rz. 232 ff.

20) 주식합자회사와 주식회사에 관련된, 법률의 일반적인 이유는 Schubert/Hommelhoff(Hrsg.), Hundert Jahre modernes Aktienrecht, Berlin/New York: de Gruyter, 1985, S. 465.

21) 포트폴리오이론에 관해서는 Elton/Gruber, Modern Portfolio Theory and Investment Analysis, 5. Aufl., New York/Chicester/Brisbane/Toronto/Singapore: John Wiley, 1995.

22) 포트폴리오이론의 기본적인 전제는 오직 2가지 기준만이 투자평가에 대한 결정적 기준이라는 것이다. 즉 장래에 기대되는 투자수익에서 현재의 이자를 제외한 금액과 장래 실제의 수익금과 기대된 수익이 다르다는 가능성(변동위험). 여기에서 전제가 되는 것은 변함없는 수익금에 대한 기대에 있어서, 투자자가 하나의 주식에 투자하는 것 대신에 상이한 주식의 포트폴리오에 투자함으로써 실제에 기대한 수익금의 장래의 변동위험이 감소된다.

23) 회원국에서 회사의 이익에 관한 계약의 제58조 제2항의 의미에서의 회사들과 주식회사의 설립을 위한 제3자 및 주식회사의 자본의 유지와 변경을 위한 제3자에 대한 규정들을 동등하게 만들기 위하여 규정된, 보호규정의 조정에 관한 두 번째 지침(Zweite Richtlinie

zur Koordinierung der Schutzbestimmungen, vom 13. 12. 1976, ABIEG vom 31. 1. 1977, Nr. L 26, S. 1 ff.)

24) 근본적인 것으로는 BGH vom 13. 3. 1978 – II ZR 142/76, BGHZ 71, 40 ff. – Kali und Salz; 마지막에 다시 BGH vom 9. 2. 1998 – II ZR 278/96, BGHZ 138, 71, 76 – Sachsenmlich. Siemens/ Nold 판결과(BGH vom 23. 6. 1997 – II ZR 132/93, BGHZ 136, 133) 더불어 그 사이에서 해결을 갈구하는 기다림, 즉 연방재판소가 그의 사실적 통제권판례와 작별을 할 수 있을 것이라는 예상은 시대착오적이다. 전체적인 내용은 Krieger, Beschlu?ontrolle bei Kapitalherabsetzungen, ZGR 2000, 885 ff.

25) Lutter, in: Z?eller(Hrsg.), K?eller Kommentar zum Aktiengesetz, §§179–220, 2. Aufl., K?eller/Berlin/Bonn/M?unchen: Heymanns, 1990, §186 Rz. 58 ff.; Wiedemann, in: Hopt/Wiedemann(Hrsg.), Gro?kommentar zum AktG, §§179–191, 4. Aufl., Berlin/New York: de Gruyter, 1995, §§186 Rz. 134 ff.; H?lfer, Aktiengesetz, 5. Aufl., M?unchen: Beck, 2002, §186 Rz. 25 ff.; Habersack, Die Mitgliedschafts- subjektives und “sonstiges” Recht, T?bingen: Mohr, 1996, S. 260; Bayer, Kapitalerh?ellung mit Bezugsrechts- ausschlu?und Verm?uensschutz der Aktion?e nach §255 Abs. 2 AktG, ZHR 163(1999), 505, 540 ff. 반대의견은 특히 M?lbert(앞의 각주 3), S. 321 ff.; 이에 대하여 다시금 비판한 것으로는 H?lfer, Die Ausgleichsklausel des §243 Abs. 2 S. 2 AktG – mi?lungene Privilegierung der Mehrheitsherrschaft oder Grundlage f?ur blo?en Verm?uensschutz des Kapitalanlegers?, in: Festschrift f?ur Kropff, D?rnseldorf: IDW, 1997, S. 128, 133 ff.; Habersack 방금 상술한 S. 264 f.; Bayer 방금 상술한 S. 531.

26) EuGH vom 19. 11. 1996, Rs. C-42/95, Slg. 1996, I-6017.

27) 특히 Assmann in: Hopt/Wiedemann(Hrsg.), Gro?kommentar zum AktG, Einleitung A-D, 4. Aufl., Berlin/New York: de Gruyter, 1992, Rz. 373 ff.; 또한 M?lbert(앞의 각주 3), S. 109.

28) Gro?kommAktG/Assmann(앞의 각주 27), Rz. 375, 378 ff.; M?lbert(앞의 각주 3), S. 117 ff.

29) 자세한 것은 M?lbert(앞의 각주 3), S. 121 ff.

30) “많지 않은(nicht wesentlichen)” 미달의 특징은 매번 주가의 등락폭(Volatilit?)에 따라서 최대 5%의 할인을 허용한다. 이에 대하여는 H?lfer(앞의 각주 25), §186 Rz. 39d.

31) 이에 대해서는 K?eller/Mendelson/Mundheim, Die Kosten des Bezugsrechts, AG 1990, 461 ff.

32) 상세한 것은 M?lbert(앞의 각주 3), S. 138 ff

33) 상세한 것은 M?lbert, Shareholder Value als Rechtsproblem, ZGR 1997, 129 ff.

34) Rappaport, Creating Shareholder Value, 2. Aufl., New York: Free Press, 1998.

35) 오늘날 단체법과 경제적인 이론의 상이한 방법적인 출발점을 강조한 것으로는 Eidenm?ller, Kapitalgesellschaftsrecht im Spiegel der ?onomischen Theorie, JZ 2001, 1041 f.

36) 특히 Habersack, Der Finanzplatz Deutschland und die Rechte der Aktion?e, ZIP 2001, 1230, 1234 f.에서는 주식회사와 구분되는 유한회사의 법적 상황에 대한 지적도 하고 있다.

37) 또한 Vetter, Squeeze-out –Der Ausschlu?der Minderheitsaktion?e aus der Aktiengesellschaft nach den §§327a–327f AktG, AG 2002, 176, 177.

- 38) BGH vom 18. 12. 2000-II ZR 1/99, WM 2001, 306-MEZ; vom 29. 1. 2001-II ZR 368/98, WM 2001, 467 - Aqua Butzke.
- 39) 이러한 새로운 판결의 범위는 개별적으로는 아직 아주 명백하지는 않다. 이에 대하여는 Henze, Aspekte und Entwicklungstendenzen der aktienrechtlichen Anfechtungsklage in der Rechtsprechung des BGH, ZIP 2002, 97, 106 ff.; Hülfer(앞의 각주 25), §243 Rz. 18b.
- 40) 예를 들면 Hoffmann-Becking, Defizite des aktienrechtlich Anfechtungs- und Organhaftungsrechts und Möglichkeiten der Verbesserung, in: Institut der Wirtschaftsprüfer(Hrsg.), Reformbedarf der deutschen Corporate Governance im globalen Wettbewerb, WPg Sonderheft 2001, Düsseldorf: IDW, S. 121, 126; Bayer(앞의 각주 3), S. 148. Fn. 56.
- 41) Exemplarisch Kleindiek, "Going Private" und Anlegerschutz, in: Festschrift für Bezenberger, Berlin/New York: de Gruyter, 2000, S. 653 ff.
- 42) 전체 주제에 대한 상세한 것은 Mülbert, Rechtsprobleme des Delisting, ZHR 165(2001), 104 ff.(지배적인 견해에 대한 소개는 앞의 각주 26, 28); Gro? Rechtsprobleme des Delisting, ZHR 165(2001), 141 ff.; seitdem noch OLG München vom 14. 2. 2001 -7U 6019/99, Betrieb 2001, 747 ff. - Macrotron; Hülfer(앞의 각주 25), §119 Rz 21 ff.; de Vries, Delisting, Kolln: Otto Schmidt, 2002; Kleppe, Anlegerschutz beim Rückzug eines Unternehmens von der Börse, Kolln: Otto Schmidt, 2002.
- 43) 상세한 것은 Mülbert(앞의 각주 3), S. 97 ff., 154 ff.(3. Teil).
- 44) 이에 대하여는 본 글의 III. 3. (1) 앞의 각주 26.
- 45) 이에 대하여는 Davis, Gower? Principles of Modern Company Law. 6. Aufl., London: Sweet & Maxwell, 1997, S. 601 ff.; Farrar/Hannigan, Farrar? Company Law, 4. Aufl., London/Edinburgh/ Dublin: Butterworths, 1998, S. 380 ff.
- 46) EuGH vom 10. 3. 1992, Rs. C-214/89, Slg. 1992, I-1769.
- 47) 동일한 결과로는 Nienhaus, Kapitalschutz in der Aktiengesellschaft mit atypischer Zwecksetzung, Kolln/Berlin/Bonn/München: Heymanns, 2002, S. 96 f.
- 48) 같은 견해로는 Nienhaus(앞의 각주 47), S. 167 ff.
- 49) Art. 47 der Vierten Richtlinie aufgrund von Art. 54 Absatz 3 Buchstabe g) des Vertrages über den Jahresabschluss von Gesellschaften bestimmter Rechtsformen vom 25. 7. 1978, ABIEG vom 14. 8. 1978, Nr. L 222, S. 1 ff.
- 50) Art. 38 der Siebten Richtlinie aufgrund von Art. 54 Absatz 3 Buchstabe g) des Vertrages über den konsolidierten Abschluss vom 13. 6. 1983. ABIEG vom 18. 7. 1983, Nr. L 193, S. 1 ff.
- 51) Art. 70 der konsolidierten Bülgen-RL(앞의 각주 5).
- 52) Art. 29 Abs. 4 der Kapital-RL(앞의 각주 23).
- 53) Art. 11 der Dritten Richtlinie gemäß Artikel 54 Absatz 3 Buchstabe g) des Vertrages betreffend die Verschmelzung von Aktiengesellschaften vom 9. 10. 1978, ABIEG vom 20. 10. 1978, Nr. L 295, S. 36 ff.
- 54) Art. 9 der Sechsten Richtlinie gemäß Artikel 54 Absatz 3 Buchstabe g) des

Vertrages betreffend die Spaltung von Aktiengesellschaften vom 17. 12. 1982, ABIEG vom 31. 12. 1982, Nr. L 378, S. 47 ff.

55) 이에 대하여 많은 상세한 소개는 M黱bert, ZHR 165(2001), 104, 126, 128.

56) Art. 20 ff. der konsolidierten B黱sen-RL(앞의 각주 5).

57) Art. 4 der Emissionsprospekt-RL(앞의 각주 6).

58) Art. 7 der Insider-RL(앞의 각주 7).

59) Art. 85 ff. der konsolidierten B黱sen-RL(앞의 각주 5 참조).

60) 독일법에 관하여는 주식취득및인수에관한법률(Wp黱) 제10조 제14조, 제35조를 참조.

61) 앞의 각주 5.

62) 특히 합병지침(앞의 각주 53) 제6조에서 합병계획 및 분할지침(앞의 각주 54) 제4조에서 분할계획의 공개가 요구되고 있다.

63) 자본지침 제29조 제4항 제3문(앞의 각주 23).

64) 합병지침 제11조(앞의 각주 53), 분할지침 제9조(앞의 각주 54).

65) 이에 대하여는 Gro黱ommAktG/M黱bert(앞의 각주 19), Vor §§118-147 Rz. 63.

66) 상세한 것은 방금전의 IV. 1. (1)을 참조.

67) Beschlu黱mpfehlung und Bericht des Finanzausschusses(앞의 각주 12), S. 101.

68) Assmann, Das k黱ftige deutsche Insiderrecht(II), AG 1994, 237, 252; Grundmann(앞의 각주 11), S. 772 Rz. 34; 그 밖의 결과는 M黱lers, ZGR 1997, 334, 359.

69) 이에 대하여는 이미 본 글 II. 각주 10 이하에서.

70) Art. 21 Abs. 1 der konsolidierten B黱sen-RL(앞의 각주 5).

71) Art. 11 Abs. 2 Satz 1 der Emissionsprospekt-RL(앞의 각주 6).

72) Grundmann, ZSR 1996 I, 103, 133; Heinze(앞의 각주 4), S. 113 ff., 220 F., 370, 372; M黱bert, WM 2001, 2085, 2099.

73) 이에 대하여 강조하는 것으로는 Assmann, Die Regelung der Prim黱m黱kte f黱 Kapitalanlagen mittels Publizit黱 im Recht der Europ黱schen Gemeinschaft, AG 1993, 549, 557 f.; ders., Die rechtliche Ordnung des europ黱schen Kapitalmarkts, ORDO 44(1993), 87, 107 ff.

74) 이것에 관해서는 증권거래법 제15조 제1항 제1문을 참조: "Der Emittent... mu黱nverz黱lich eine neue Tatsache ver黱fentlichen, ...wenn sie wegen der Auswirkungen auf die Verm黱ens- oder Finanzlage oder den allgemeinen Gesch黱ftsverlauf des Emittenten geeignet ist, den B黱senkurs der zugelassenen Wertpapiere erheblich zu beeinflussen."

75) 이러한 의미에서의 증권거래법 제15조에 대하여는 Geibel, in: Sch黱cker(Hrsg.), Wertpapier- handelsgesetz-B黱sengesetz-Verkaufprospektgesetz, Stuttgart/Berlin/K黱n: Kohlhammer, 1999, §15 Rz. 88.

76) Bundesaufsichtsamt f黱 den Wertpapierhandel/Deutsche B黱se AG(Hrsg.), Insiderhandelsverbote und Ad hoc-Publizit黱 nach dem Wertpapierhandelsgesetz, Frankfurt, 1998(다운로드 받으려면 [www.bawe.de/index-old.htm](http://www.bawe.de/index-old.htm)).

77) M黱bert, WM 2001, 2085, 2095, 2098; 비슷한 견해로는 Heinze(앞의 각주 4), S. 368 f., 376 ff.

78) 이에 대하여는 이미 본 글의 II. 각주 10 이하.

79) Art. 2. Abs. 1, 3 Insider-RL(앞의 각주 7).

80) 상세한 것은 Thomas Lee Hanzen, *Treatise on the Law of Securities Regulation*, Band 2, 4. Aufl., St. Paul., Minn.: West, 2002, 12. 17 [4] (S. 635 ff.).

81) 앞의 각주 8.

82) 공개적인 인수제안의 경우에 주식매입에 대한 압력에 관해서는 M黠bert/Birke, *Das 黠nnehmerrechtliche Behinderungsverbot – Die angemessene Rolle der Vwewaltung einer Zielgesellschaft in einer feindlichen 黠bernahme*, WM 2001, 705, 713 f.(영어로 된 것은 *In Defense of Passivity – on the Proper Role of a Target? Management in Response to a Hostile Tender Offer*, *European Business Organization Law Review* 1(2000), 567 ff.).

83) 상세한 비판은 M黠bert, *黠bernahmerecht zwischen Kapitalmarktrecht und Aktien(konzern)recht – die konzeptionelle Schwachstelle des RegE Wp黠ck*, ZIP 2001, 1221, 1223 ff.

84) 독일 주식법에 대한 허용문제의 상세한 것은 M黠bert, ZGR 1997, 129, 156 ff.; 최근 에 다시 Ulmer, *Aktienrecht im Wandel*, AcP 202(2002), 143, 155 ff.

85) 기업지배구조에 관한 독일의 논의의 중심에 대한 개관은 기업지배구조정부위원회의 보고서(Baums(앞의 각주 17) 등), 및 학술자료집으로서 여기에 대하여는 Hommelhoff/Lutter/Schmidt/ Sch黠ll/Ulmer(앞의 각주 3) 등; *Gesellschaftsrechtlich Vereinigung(Hrsg.)*, *Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2001*, K黠lln: Otto Schmidt, 2002(Lutter, Strengel, Rosengarten, Spindler의 논문과 함께); 공인회계사 기구(앞의 각주 40)가 발행한 Sonderheft 2001; 상세한 것은 예를 들면, Ulmer, *Der Deutsche Corporate Governance Kodex – ein neues Regulierungsinstrument f黠r b黠sennotierte Aktiengesellschaften*, ZHR 166(2002), 150 ff.; 앞서 나온 것으로는 Peltzer, *Corporate Governance aus der Sicht der deutschen Reformdiskussion*, in: Hommelhoff/Rowedder/Ulmer(Hrsg.), *Max Hachenberg – Dritt Ged黠hthnisvorlesung*, 1998, Heidelberg: M黠ller, 2000, S. 49 ff.; Lutter, *Vergleichende Corporate Governance – Die deutsche Sicht*, ZGR 2001, 224 ff.; Hommelhoff, *Die OECD – Principles on Corporate Governance – ihre Chancen und Risiken aus dem Blickwinkel der deutschen corporate governance – Bewegung*, ZGR 2001, 238 ff.; 강력한 국제적인 태도에 대하여는 Hopt, *Das System der Unternehmens黠berwachung in Deutschland*, in: *Institut der Wirtschaftspr黠fer(Hrsg.)*, *Kapitalmarktorientierte Unternehmens黠berwachung*, D黠sseldorf: IDW-Verlag, 2001, S. 27 ff. 법률비교는 Hopt, *Gemeinsame Grunds黠tze der Corporate Governance in Europa?*, ZGR 2000, 779 ff.(영어로 된 것은: *Common Principles of Corporate Governance in Europe?*, in: Markesinis (Hrsg.), *The Coming Together of the Common Law and the Civil Law*, Oxford, Portland: Hart, 2000, S. 105 ff.); Trigo Trindade, *Corporate Governance – La responsabil?des conseils d’administration dans les soci黠t?European Review of Private Law* 2(2000), 281 ff.; C. Teichmann, *Corporate Governance in Europa*, ZGR 2001, 645 ff.; Hopt/Kanda/Roe/Wymeersch/Prigge(Hrsg.)의 논문, *Comparative Corporate Governance – The State of the Art and Emerging Research*, Oxford: Clarendon, 그리고 이에 대하여는 Cioffi, *State of the Art: A Review Eassay on Comparative Corporate Governance: The State of the Art and Emerging Research*, *American Journal of Comparative Law* 48(2000), 501 ff.

- 86) 영국 상장청(UK Listing Authority).
- 87) 특히 이러한 경향이 명백한 것으로는 Kleindiek(앞의 각주 41), S. 653, 665 f.
- 88) M黱bert, ZHR 165(2001), 104, 134 f.; 실제적인 관점을 강조한 것으로는 예를 들면, Schieffer, Ist das deutsche Aktienrecht kapitalmarkttauglich?, AG 1999, 442, 452; Bungert, Delisting und Hauptversammlung, BB 2000, 53, 55.
- 89) 최근의 것으로는 H黱fer(앞의 각주 25), §119 Rz. 24; 다소 다른 관점은 M黱bert, ZHR 165 (2001), 104, 137 ff.( 양쪽의 입장에 대한 상세한 소개는 앞의 각주 29, 30).
- 90) 독일에 대하여는 주식취득 및 인수에 관한 법률(Wp黱) 제35조 이하. 동법 제29조와 결합한 제35조에 따르면, 주주가 직접적으로 또는 간접적으로 목표회사의 의결권의 최소한 30%를 획득하는 경우에 인수제외의 제출의무가 발생한다.
- 91) BVerfG vom 27. 4. 1999 - 1 BvR 1613/94, WM 1999, 1666 ff. - DAT/Altana; 이를 확인한 판결로는 BVerfG vom 10. 12. 1999 - 1 BvR 1677/99, WM 2000, 136 f.
- 92) BGH vom 12. 3. 2001, WM 2001, 856 - DAT/Altana.
- 93) BVerfG, WM 1999, 1666, 1669.
- 94) 이에 대하여는 논쟁의 여지가 없다; H黱fer(앞의 각주 25), §327b Rz. 5; Habersack, ZIP 2001, 1230, 1237 f.; Vetter, AG 176, 188; 더 자세한 소개는 Krieger, Squeeze-Out nach neuem Recht: 黱berblick und Zweifelsfragen, BB 2002, 53, 55.
- 95) 논쟁이 있다; 지지하는 견해로는 예를 들면, Reuter, B黱senkurs und Unternehmenswert- vergleich aus Eignersicht, Betrieb 2001, 2483, 2489 f.; Vetter, Die Entsch黱tigung der Minderheitsaktion黱ne im Vertragskonzern erneut vor dem Bundesverfassungsgericht, ZIP 2000, 561, 566 ff.; 그 이외에 원칙적인 것은 Piltz, Unternehmensbewertung und B黱senkurs im aktienrechtlichen Spruchstellenverfahren, ZGR 2001, 185, 205 ff.; 또한 Schwark, Anlegerschutz in der Publikums-AG - ein Paradimenwechsel?, Festschrift f黱 Lutter, K黱n: Otto Schmidt, 2000, S. 1529, 1544 f.; 반대하는 견해로는 예를 들면, Bungert/Eckert, Unternehmensbewertung nach B黱senwert: Zivilgerichtliche Umsetzung der BVerfG-Rechtsprechung, BB 2000, 1845 ff.; Riegger, Der B黱senkurs als Untergrenze der Abfindung, Betrieb 1999, 1890 ff.; Wilm, Abfindung zum B黱senkurs - Konsequenzen der Entscheidung des BVerfG, NZG 2000, 234, 237.
- 96) 앞의 각주 7.
- 97) 상세한 것은 Grundmann, ZSR 1996 I, 103, 142 ff.에 소개되어 있다.
- 98) Z黱ner/Winter, Folgen der Nichtigerkl黱nung durchgef黱rter Kapitalerh黱lungsbeschl黱sse, ZHR 158(1994), 59, 77 f.; Kort, Bestandschutz fehlerhafter Struktur黱nderungen im Kapitalgesellschaftsrecht, M黱chen: Beck, 1998, S. 221 f.; 반대하는 견해로는 Gro黱mmAktG/Wiedemann(앞의 각주 25), §191 Rz. 11; K黱nKomm/Lutter(앞의 각주 25), §191 Rz. 8.
- 99) 간명한 개관은 M黱bert, ZHR 165(2001), 104, 125 ff.
- 100) 앞의 각주 13.
- 101) 자본시장에 관한 잘못된 정보에 대한 기관구성원의 민사상의 책임을 채택하기 위한 기업지배구조정부위원회의 제안과 비교하여 보라(Baums(앞의 각주 17), Rz. 182, 186 참조).

- 102) Regierungsbegründung zum Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland(Drittes Finanzmarktfortentwicklungsgesetz) vom 6. 11. 1997, Bundestags-Drucksache 13/8933, S. 78.
- 103) 이에 대하여 상세히 소개된 것은 Henze, in: Hopt/Wiedemann(Hrsg.), Groẞkommentar zumAktG, §§54-66, 4. Aufl., Berlin/New York: de Gruyter, 2001, §57 Rz. 18 ff.; 자본시장법상의 문헌들에서 증권거래소법상의 우위의 제한에 반대하는 많은 의견은 Baumbach/Hopt, HGB,30. Aufl., München: Beck, 2000 §45 BstG Rz. 5.
- 104) 앞의 각주 23.
- 105) 앞의 각주 5.
- 106) 앵글로색슨계의 전문용어의 인용으로 독일에서는 D&O-Versicherung으로 알려져 있다.
- 107) 따라서 Reichert/Weller, Haftung von Kontrollorgan, ZRP 2002, 50, 56; 더욱이 기업지배구조정부위원회는 보험문제의 언급이 없다(Baums(앞의 각주 17), Rz. 182, 185).
- 108) 알기 쉬운 개관은 van Aubel, Vorstandspflichten bei Țernahmeangebote, München: V. Florentz, 1996, S. 128 ff.
- 109) Baums(앞의 각주 17), Rz. 182, 186
- 110) 이에 대하여는 GroẞkommAktG/Möbert(앞의 각주 19). Vorbem 118-147 Rz. 225.
- 111) 이러한 한계(Schwelle)는 자본시장의 잘못된 정보에 관한 기관책임을 위한 기업지배구조 정부위원회의 제안에서 발견된다(Baums(앞의 각주 17), Rz. 186).
- 112) 문제되는 분야에 대해서는 GroẞkommAktG/Möbert(앞의 각주 19), Vor §§ 118-147 Rz. 227 ff.; 특히 일반적인 주식법상의 actio pro societate에 관한 주식법 제147조의 제한효과(Sperrwirkung)에 관하여는 Bezenberger, in: Hopt/Wiedemann(Hrsg.), Groẞkommentar zum AktG, §§ 138-147, 4. Aufl., Berlin/New York: de Gruyter, 1999, §147 Rz. 15 상세한 소개는 앞의 각주 38.
- 113) Baums(앞의 각주 17), Rz. 72.
- 114) 이에 대하여는 Heinze (앞의 각주 4), S. 368, 376 ff.; Möbert, WM 2001, 2085, 2099.