

Controlling Interest Transfer and Insider Trading

(경영권 지분 매각과 내부자 거래)¹

2022.12.16.

Yang Myung Suk (양명석)

Abstract

Well functioning securities markets is critical to a well functioning modern economy. Ensuring integrity to securities markets is investor trust in such markets and that in turn requires that investors are making investment decisions based on equal set of information. Insider trading rules and fair disclosure rules provide the basis for such trust. Most securities markets prohibit trades, including control interest transactions, based on non-public material information (NPMI) relating to issuers and disclosures of such information to select recipients. In control interest transactions, most countries require issuers to disclose all NPMI disclosed to would-be purchasers of controlling interests before such transaction closings. However, the market practice in Korea permits purchasers of controlling interests of public companies to acquire NPMI and complete such transactions without disclosure of such NPMI.

효율적으로 작동하는 증권시장은 경제발전에 절대적으로 필요한 요건이다. 증권시장이 효율적으로 작동하기 위해서는 투자자들의 신뢰가 필수이고, 그러기 위해서는 투자자들이 동일한 투자정보를 근거로 투자결정을 할 수 있어야 한다. 내부자거래규정과 공정공시규정이 그러한 신뢰가 가능하게 한다. 대부분의 증권시장은 대주주 경영권 지분 매각거래를 포함한 모든 증권거래에 대하여 미공개중요정보를 이용한 내부자거래 및 선별적 정보제공을 금지하고 있다. 대부분 국가들은 대주주 경영권 지분 매각거래에서 매수자에게 제공된 미공개중요정보를 거래 완료 이전에 시장에 공개하도록 규제하고 있다. 그러나, 국내 시장 관행은 대주주 경영권 지분 매수자가 미공개중요정보를 접함과 그를 이용한 경영권 취득을 허용하고 있다.

목차

1.	Introduction.....	2
2.	US & EU 법규 및 관행	6
a.	US	6
i.	공정공시규정	6
ii.	내부자거래.....	9
iii.	상장사 경영권 지분 매매거래.....	28
b.	EU.....	30
3.	국내상황.....	34
4.	결론.....	39

¹ Available for download at <https://ssrn.com/abstract=4306313>.

1. Introduction

효율적으로 작동하는 자본시장은 국가 경제발전에 절대적으로 필요한 인프라이며, 증권시장은 자본시장의 한 축이다. 효율적으로 운영되는 증권시장을 통하여 투자자들의 투자 자산이 합쳐지고, 사업에 필요한 자본으로 제공되어 경제개발을 가능하게 한다. 효율적으로 작동하는 증권시장에서, 자본이 필요한 사업자는 자본 공급자인 투자자들에게 투자판단에 필요한 정보를 공평하게 제공하여 투자자들이 적절한 투자판단을 할 수 있게 하여야 한다. 국내를 포함한 선진국 증권시장 감독기관들은 이러한 공평한 시장을 유지하기 위하여 미공개정보를 사용하는 거래(내부자거래) 및 불공정 공개를 규제하는 내부자거래 금지 규정과 공정공시 규정 등을 채택하였다. 감독기관들은 상장사들에게 투자자들이 투자판단하기에 필요한 정보를 정기적 또는 수시로 공시하도록 하고, 공시 정보를 증권시장 참여자들이 거의 동시에 접할 수 있게 공시하는 것을 의무화 하고 있다.

대부분 내부자거래 금지규정과 공정공시 규정들은 소액주주, 대주주, 경영자 등 모두에게 동일하게 적용되고 있다. 그러나, 국내 대주주 경영권 지분 양도 거래에서는 그러한 규정들이 그 원칙에 따라 적용되지 않고 있어 보인다. 대주주나 발행사가 경영권 지분을 양도하고자 하는 경우, 대주주와 매수인(및 매수후보자들)은 회사와 비밀유지계약을 체결하고 실사를 통하여 회사의 비공개 자료를 검토하고, 실사결과에 따라 지분양도가격 등 조건을 협상하고 양도거래를 이행하고 있다. 관련 비밀유지계약은 대주주 매도인과 매수인에게 제공받은 회사 미공개중요정보를 사용하는 회사 증권거래를 금지하나, 비밀유지계약의 원인인 경영권 지분 양도 거래는 허용한다. 대주주와 매수인이 일반 투자자들이 알수 없는 미공개 정보를 근거로 하여 시가와 다른 매매가격에 합의를 하고 상장 증권의 거래를 하도록하는 것이 관행처럼 되어 있다. 이는 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(자본시장법)에서 상장사들이 투자판단에 필요한 모든 중요 정보를 정기적 및 수시로 공시하게 하여, 모든 투자자들이 동등한 입장에서 회사관련 정보를 근거로 하여 투자를 하도록 하는 원칙과 상충되는 관행이다.

최근있었던 상장사 경영권 지분 거래건들을 보면, 2016년 KB 금융지주가 현대증권 지분 22.6%를 대주주인 현대상선으로부터 인수하면서, 인수계약 체결 당시 시가에 약 200%의 프리미엄 가격에 합의하였다.² 2021년 IMM PE가 한샘지분 30.21%를 한샘창업자로부터 인수하면서, 계약 당시 시가에 약 100% 프리미엄 가격에 합의하였다.³ 2021년 한앤컴퍼니가 남양유업 53.08%를 남양유업 창업자로부터 인수하면서, 약 82% 프리미엄 가격에 합의하였고,⁴ GS 컨소시엄이 휴젤 46.9%를 휴젤 대주주로부터 인수하면서 시가에 약 32% 프리미엄에 합의하였고,⁵ 중흥건설이 대우건설지분 50.7%를 산업은행으로부터 인수하면서, 인수계약 체결 당시 시가에 약 63% 프리미엄 가격에 합의하였다.⁶ 2022년 세심 컨소시엄이 디오 지분 26.44%를 대주주 그룹으로부터, 추가 9.76%를 제 3자배정 유상증자를 통하여 인수하면서 약 55% 프리미엄을 지급하기로 합의하였다.⁷ 위 각 인수과정에서, 매수자는 상장사의 미공개 자료에 대한 실사를 이행하고, 실사결과를 이용하여 매도자와 협상을 하여 인수가격 등 인수조건에 합의하였다.

세심-디오 인수 건은 2022.03.14. 합의 이후 주가 하락 등의 이유로 거래종결이 지연되고 결국 2022.08.30. 인수계약과 유상증가를 해제하였다. 인수 철회는 시가 하락으로 인한 컨소시엄 금융투자자가 확보되지 못하였기 때문이고 인수 철회가

² 정성훈 기자, “KB 금융, 현대증권 합병작업 ‘속전속결’로 진행,” 뉴데일리 경제 2016.04.15., <https://biz.newdaily.co.kr/site/data/html/2016/04/15/2016041510007.html>.

³ 제 2 대 주주인 미 티턴캐피털파트너스가 공개매수 형식이 아닌 대주주 보유 경영권 지분만 매각하는 형식에 반대하여 실사금지 가처분 신청을 제기하였으나, 이미 실사가 완료된 이후여서, 기각되었다. 박창영 기자, “미헤지펀드 ‘몽니’에도 ... IMM-롯데, 한샘인수 마무리,” 매일경제, 2021.10.20., <https://www.mk.co.kr/news/stock/view/2021/10/995354/>, 유일한 기자, IMM의 한샘 인수 주총 D-1, 국민연금은 누구 손?, MTN 뉴스, 2021.12.10., [IMM의 한샘 인수 주총 D-1..국민연금은 누구 손? \(mtn.co.kr\)](https://www.mtn.co.kr).

⁴ 박시은 기자, “남양유업매각, 속전속결 종결에 시장도 ‘화들짝,’” the bell, 2021.05.27., <http://thebell.co.kr/free/content/ArticleView.asp?key=202105271823480400105111&lcode=00>.

⁵ 위상호 기자, “조단위 M&A 없었던 GS 그룹, 휴젤인수 주도하며 전략 변화 예고,” Invest Chosun, 2021.08.20., <http://www.investchosun.com/m/article.html?contid=2021081980179>.

⁶ 양승진 기자, “중흥그룹, 대우건설 본계약 체결, 업무 3 위로↑,” CBS 노컷뉴스, 2021.12.09., <https://www.nocutnews.co.kr/news/5671105>.

⁷ 하지은 기자, “임플랜트 제조사 ‘디오’ 매각 본격화 ...높아진 몸값에 매각가 변수,” Invest Chosun, 2021.07.27., <http://www.investchosun.com/m/article.html?contid=2021072786000>, 김유림 기자, “디오 인수자 세심, ‘주가 반토막’에 컨소시엄 구성 난항,” 이데일리, 2022.06.21., <https://pharm.edaily.co.kr/news/read?newsId=01374326632364016>.

디오의 운영에 큰 영향을 주지 않을 것이라고 보도되었다.⁸ 디오는 세심과 합의하에 인수계약과 유상증자를 해제하였다고만 공시하였으며⁹, 해지가 실사결과와 연결되었는지에 등 해지사유에 대해서는 언급이 없다.

위에서 본바와 같이, 매수인이 매각대상 회사의 미공개중요정보에 대한 실사 이후 시가보다 높은 매매가격에 합의하는 경우, 그 가격차이가 매수자가 미공개 정보를 근거로 관련 증권이 시장에서 부적절하게 저평가되었다고 판단한 것인지, 합병이후 회사가치가 상승되리라는 판단인지, 경영권에 대한 프리미엄인지 구분하기가 어려우나, 위 언급된 경영권 인수 경우들에서는 매각계약 발표와 인수종결 이후 시가가 계속하여 하락하여 경영권 프리미엄 이외의 이유 가능성의 설득력이 없어 보인다¹⁰. 결국, 국내 경영권 지분 매각 거래에 보여지는 시가대비 매각가격의 프리미엄은 경영권 프리미엄으로 보인다.

이러한 경영권 프리미엄 유지는 경영권 지분 매수자에게 공개매수를 의무화하지 않고, 대주주와 이사들에게 실질적인 충실의무를 부과하지 않는 법체제로 가능하다고 할 수 있으며,¹¹ 국내 공정공시와 내부자거래 규정 체제도 그에 보조 역할을 하고 있다고 할 수 있다.

공정공시 규정: 2002년 11월 도입된 국내 공정공시규정은 미국 공정공시규정 (Regulation Fair Disclosure(Reg FD))을 모델로 하여 채택되었다. 전산시스템, 특히 인터넷이 광범위하게 보급되기 전에는, 상장사의 공시 자료가 증권시장에 공표되는 과정이 수월하지 않았다. 공시자료가 서면으로 준비되어 감독기관에 제출된 이후, 투자자나 애널리스트들이 감독기관을 방문하고 관련 서류를 읽어야 그 내용이 전파될 수 있었다. 현실적으로 상장사가 공시자료를 공표하기 위해서는 중요한 내용을

⁸ 박미리 기자, “매각 무산에도 끄떡없는 디오 ‘경영 차질 없다,’” 머니투데이, 2022.08.31., <https://news.mt.co.kr/mtview.php?no=2022083114302162056>.

⁹ 디오, “기타주요경영사항 (제 3 자배정 유상증자 철회),” 2022.08.30 전자공시자료.

¹⁰ 남양유업의 경우, 매각 소식이 있고 주가가 약 43 만원에서 약 74 만원까지 상승하였으나 (매각 가격은 약 82 만원이었음), 대주주가 계약 이행을 거부하여, 그 이후 시가는 약 38 만원대에 유지되고 있다. 매각계약 이행에 대한 소송에서 1 심은 대주주가 매각을 이행하여야 한다고 판결하였으나, 대주주는 항소를 제기한 상황으로 경영권을 계속 유지하고 있다. 남양유업 전자공시, “투자판단주요경영사항,” 2022.10.04., [남양유업/투자판단관련주요경영사항/2022.10.04 \(fss.or.kr\)](https://fss.or.kr).

¹¹ 김석봉, “경영권 프리미엄과 소액주주 보호,” 재무관리연구, 제 32 권 제 3 호 (2015. 9), 203~226.

애널리스트 및 주요 언론사에 추가로 공개하고 그들을 통하여 증권시장에 관련정보가 공표되었다. 실제로 미 연방 대법원은 과거 내부자거래사건들을 판결하면서 이러한 애널리스트의 역할이 효율적인 증권시장의 운영에 절대적으로 필요하다고 인정하였다. 그러나 이러한 선별적 공개는 특정 애널리스트에게 시장에서 우위적 위치를 제공하였고, 시장의 공정성을 손상시켰다. 따라서, 통신기술의 발전으로 공시정보 전파가 수월하게 되자, 증권감독기관은 애널리스트들을 통한 선별적 공시를 금지하고 감독기관을 통하거나 인터넷 등의 전산망을 통한 공시를 의무화 하는 공정공시규정을 채택하게 되었다.

공정공시규정은 상장사가 투자자문전문가, 증권거래를 예정하고 있는 주주 등 일부 미공개정보 수령자에게 관련 증권에 대한 미공개중요정보를 제공하면, 공개 사실과 정보를 감독기관에 공시하도록 하였다. 따라서 경영권 지분을 매각하려고 하는 대주주에게 미공개중요정보를 선별적으로 제공하면, 관련 발행사는 공정공시규정을 위반하는 것이다. 그러나 공정공시규정 담당 기관인 한국거래소는 그러한 대주주에게 미공개중요정보를 제공하는 행위가 법규에 근거가 없지만 시장의 관행임을 인정하여, 그러한 실사에 대한 규제를 하고 있지 않다.

내부자거래금지규정. 경영권 지분 거래과정에서 미공개중요정보가 거래 당사자들에게 제공되면, 자본시장법 상 당사자인 대주주와 인수자는 “내부자”로 인정된다.¹² 내부자로서 미공개중요정보를 근거로 증권거래를 이행하게 되면, 그들은 자본시장법을 위반하게 된다. 그러나 위 최근 발생한 경영권 지분 양도거래들에서 볼 수 있듯이 시장 관행은 매도자와 매수자에게 미공개중요정보를 제공하고 그를 근거로 거래 조건을 결정하도록 하고 있으며, 그러한 경영권 지분 거래는 내부자거래로 규제되지 않고 있다.

다른 국가, 특히 미국과 EU의 시장 관행은 지분 매각과정에서 미공개중요정보가 거래 당사자들에게 제공되는 경우, 발행사는 거래가 이행되기 전에 제공되었던 미공개 정보를 공시하여 시장에 공표하고 있다.

¹² 자본시장법 제 174조 제 1항은 “내부자”를 정의하고 있지 않으나, 미공개중요정보 이용을 금지하는 대상 미공개중요정보 수령자를 나열하고 있다. 이들 수령자를 “내부자”라고도 한다.

본 paper 는 미국, EU 및 국내 증권시장의 공정공시규정, 내부자거래 규정을 좀더 자세히 살펴본다.

2. US & EU 법규 및 관행

a. US

i. 공정공시규정

미국 전자공시제도 (EDGAR) 사용이 의무화된 1995 년 이전에¹³ 상장사가 중요정보를 공시하기 위해서는 서면으로 준비된 자료를 워싱턴 DC 에 위치한 증권감독기관 SEC 사무실에 제출하여야 하였다. 일반 투자자들이 SEC 에 제출된 자료를 접근하려면 워싱턴 DC SEC 사무실을 방문하여 열람하거나, 민간기업이 공시자료를 복사하여 전국으로 전파 제공하는 유료서비스를 사용하여야 하였다. 대기업 공시자료 등 일부 중요한 자료는 일반언론사 또는 경제언론사가 요약 내용을 보도하기도 하였다. 일반 투자자들이 상장사 공시 자료를 직접 접하기는 수월하지 않은 현실이었다. 효율적인 공시정보의 전파와 증권시장 운영을 위하여, 상장사 및 SEC 는 실제로 공시정보 공표에 투자자문전문가와 애널리스트들에 의존하게 되었다. 상장사는 경영진과 애널리스트 등에게 정기 투자발표회 등을 통하여 공시정보를 제공하였고, 애널리스트들은 그를 검토하고 투자보고서를 일반투자자 및 언론사에 제공하여, 중요정보가 전파되도록 하였다. 당연히 애널리스트들은 중요 정보가 증권시장에 널리 전파되기 전에 관련 증권거래에 상장사로부터 제공받은 정보를 사용할 수 있었고, 그 과정에서 애널리스트와 그의 고객들이 이익을 실현할 수 있는 기회가 존재하였다.¹⁴

미국 SEC 의 첫 내부자거래 규제건으로 알려진 Cady Roberts¹⁵에서 지적된 내부자거래 사건도 중요한 공시정보가 경제언론사와 SEC 에 전달되기 약 1 시간 전에 특정 증권사에 미리 알려지고, 그 1 시간 사이에 증권사가 이행한 거래에 대한 것이었다. Curtiss-Wright 사는 뉴욕증권거래소에 상장된 회사로, 1959 년 11 월 초에 새로운 내연

¹³ SEC 는 1983 년부터 EDGAR 시스템 개발을 시작하여, 1984 년 가을부터 시험과정을 거쳐, 1995 년 1 월부터 EDGAR 사용을 의무화 하였다. 일부 공시자료에 대한 추가 유예기간을 인정하기도 하였다. SEC Release No. 33-7122 (Dec. 19, 1994), 59 FR 67751 (SEC Rel. No. 33-7122).

¹⁴ 아래 각주 17, SEC Rel. No. 34-34154, §II.A.

¹⁵ In Cady, Roberts & Co. 40 S.E.C. 907 (Nov. 8, 1961).

엔진 모델을 개발하였다고 공시한 이후 주가가 상당히 상승하였다. Cady Roberts 사는 SEC 에 등록된 증권 중개·거래(broker dealer)사로, 대표인 J. Cheever Cowdin 씨는 Curtiss-Wright 사의 이사이기도 하였다. Curtiss-Wright 사는 1959 년 1, 2, 3 분기때 중간 이익배당금으로 주당 \$0.625 를 지급하였다. 11 월 25 일 개최된 이사회는 당해 4 분기 이익배당금으로 주당 \$0.374 를 지급하기로 결의하였고, 오전 11 시에 결의내용을 SEC 에 전보로 통보하라고 회사 Secretary 에게 지시하였다. 배당금 결의 내용이 Western Union 사에 오전 11:12 시에 전달되었으나, 예상치 못한 문제로 인하여 오후 12:29 시에야 SEC 에 전보가 전달되었다. Curtiss-Wright 는 경제언론사에게도 배당금 내용을 전달하였으나, 확인되지 않은 사유로 오전 11:45 시에야 그 내용이 Wall Street Journal (WSJ)로 전달되었고, Dow Jones ticker tape 서비스는 이를 오전 11:48 시에 보도하였다.

Curtiss-Wright 이사회는 회사 Secretary 에게 배당금 결의사항 발표를 지시하고 잠시 휴회하였는데, 그 기간에 Cowdin 씨가 Cady Roberts 사무실로 연락을 하고 파트너인 Robert M. Gintel 씨에게 배당 결의 내용을 전달해달라는 메시지를 남겼다. Gintel 씨는 메시지를 받고 곧 보유하던 Curtiss-Wright 주식을 매각하고 추가로 공매도하라고 사무실에 지시하였고, 오전 11:15 시와 11:18 시에 총 400 주가 공매도 되었다. 뉴욕증권거래소는 오전 11:48 시에 Dow Jones ticker tape 서비스로 관련 내용이 전파되고 대량의 매도주문이 쇄도하자 Curtiss-Wright 주식 거래를 중단하고, 오후에 거래를 재개하였다. Cady Roberts 사는 오전에 Curtiss-Wright 주식을 약 \$40 에 매각하였고, 오후 거래소가 거래를 재개하였을때 시가는 약 \$36 이었다.

Cowdin 씨가 Cady Roberts 사에 배당 결의 내용을 전달하였을때에는 SEC 와 WSJ 에 관련 정보를 전달하는 과정에 지연이 발생하였다는 사실을 인지하고 있지 않았을 가능성이 높으나, Gintel 씨는 Curtiss-Wright 주식의 매도를 지시하였을 당시 관련 정보가 Dow Jones ticker tape 서비스에 발표되지 않았다는 사실을 인지하고 있었다. SEC 는 Gintel 씨가 Curtiss-Wright 사의 이사로부터 미공개중요정보를 제공받았기 때문에 내부자가 되었으며 그 정보를 이용한 증권거래로 SEC 규정 10b-5 을 위반하였다고 판단하였다. SEC 는 SEC 규정과 판례가 내부자가 미공개중요정보를 근거로 관련 증권거래를 하는 것은 증권사기행위이며, Rule 10b-5 를 위반하지 않으려면, 관련 정고를 시장에 공개한 이후 거래를 하거나 거래를 하지 않았어야

한다고 주장하였다. 본 건에서는 Gintel 끼가 Rule 10b-5 위반을 인정하고, SEC 와 합의하여 종결되었고, 본 건 이후 약 20 년동안 SEC 의 내부자거래에 대한 입장이 법원에서 인정되었다.

그러나, 미 연방대법원은 1980 년대 내부자거래 사건들에서 상장사의 공시 내용의 실질적인 전파과정에 증권시장의 전문가들, 특히 애널리스트들에게 공시내용이 먼저 전달되고, 그들을 통하여 일반투자자들에게 재 전파된다는 현실을 인정하면서 그 시장관행을 보호하여야 한다고 판단하여 SEC 규정 10b-5 에 의거한 내부자거래 금지 범위를 축소하였다. 법원은 SEC 규정 10b-5 는 모든 내부자거래를 금지하는 것이 아니고, 규정에서 정의하는 “내부자”가 상장사와 상장사의 주주들과의 수탁자 의무 (fiduciary duty)를 위반하는 거래로 제한하였다. 내부자가 수탁자의무를 위반하는 판단기준은 내부자가 미공개정보를 제 3 자에게 제공하는 의도가 부적절하면, 즉, 내부자가 개인적 이익을 목적으로 하였는지로 정의하였다. “내부자”로부터 미공개중요정보를 제공받은 자(tippee)가 거래를 하고 이익을 실현하였을때, tippee 가 내부자거래금지 규정을 위반하였는지는, “내부자”가 개인적으로 이익을 받았고, tippee 가 그 사실을 인지하는 경우에만 위반이 인정된다고 판단하였다.¹⁶ 대법원의 판례로 Cady Roberts 와 유사한 거래의 규제가 어려워지는 상황과 통신기술의 발전으로 공시자료의 전파가 수월해지는 시장 상황을 고려하여 SEC 는 기존 규정 10b-5 에만 의존하는 내부자거래 체재를 벗어나기 위하여¹⁷ 규정 10b-5 나 관련 법 Exchange Act 제 10(b)조와 독립된 상장사 공시를 규제하는 법규¹⁸에 의거한 Reg FD 를 채택하게 되었다.

¹⁶ 대법원은 내부자거래에 fiduciary duty 위반이 필요하고 (Chiarella v. U.S., 445 U.S. 222 (Mar 18, 1980)), 공시자료의 효율적 전파와 증권시장의 효율적 운영에 애널리스트들에게 미공개중요정보를 먼저 제공하여야 할 필요가 있고 그 관행을 보호하여야 하며, 내부자가 미공개중요정보를 tippee 에게 제공하면서 개인적 이익을 받는 경우만 내부자거래로 규제할 수 있으며 (Dirks v. SEC, 463 U.S. 646 (July 1, 1983)), 미공개중요정보가 자산으로 인정되고, 그 정보의 보유자 (상장사가 아닌 제 3 자 보유자)의 승인없이 내부자가 정보를 제 3 자에게 제공하는 경우에도 내부자거래 규정이 적용되며 (Carpenter v. U.S., 484 U.S. 19 (Nov 16, 1987)), 규정 10b-5 와 달리 공개매수의 경우에는 fiduciary duty 위반 여부와 상관없이 미공개중요정보를 사용할 수 없다 (US v. O’Hagan, 521 U.S. 642 (June 25, 1997))과 판단하였다.

¹⁷ SEC Final Rule: “Selective Disclosure and Insider Trading,” Release Nos. 33-7881, 34-34154, IC-24599 (October 20, 2000), 17 CFR Parts 240, 243, and 249 (SEC Rel. No. 34-34154), James J. Park, “Insider Trading and the Integrity of Mandatory Disclosure,” 2018 Wisconsin L.R. 1133, 1150-1151 (2018) avail at <https://wlr.law.wisc.edu/wp-content/uploads/sites/1263/2020/02/Park-Final-II.pdf>.

¹⁸ Securities and Exchange Act of 1934, §13(a) & §15(d).

SEC 는 Reg FD 안을 1999 년 12 월에 제시하고 관심있는자들에게 3 개월 기간동안 의견을 요청하고 받았다.¹⁹ Reg FD 안은 상장사가 제 3 자에게 미공개중요정보를 제공하면, 즉시 그 정보를 공시하도록 하였다. SEC 는 약 6,000 개의 의견서를 받았고, 그 중 기존 Reg FD 안을 그대로 채택하면 상장사들이 중요정보 공시 자체를 기피하게 될 수 있다는 우려에 대하여, Reg FD 대상 정보수령자를 증권시장에서 활동하는 전문가와 관련 증권 거래의향이 예측되는 증권 보유자로 제한하고²⁰, Reg FD 위반사실만으로는 기존 증권 사기법규를 위반하는 것이 아니라는 조항을 추가²¹하였다.

Reg FD 는 상장사와 관련 정보에 대한 비밀유지의무를 부여하는 계약을 체결하는 자는 규정 대상에서 제외하였다.²² 비밀유지의무란 단순 관련 정보를 제 3 자에게 공개하지 않는 의무로 제한된 것이 아니라, 관련 정보를 사용한 증권 거래 금지의무도 포함된다. SEC 가 2010 년 발행한 Reg FD 에 대한 Compliance and Disclosure Interpretations (C&DI)s)에 의하면 비밀유지계약을 체결하고 미공개정보를 제공받은 자가 관련 증권을 거래하거나 제 3 자에 거래 권유를 하면, 내부자거래 처벌을 받을 수 있다고 지적하고 있다.²³

ii. 내부자거래

1961 년 Cady Roberts 건에서 SEC 는 증권시장의 정상적인 운영을 위해서 상장사의 공시정보가 모든 투자자에게 공평하게 동시에 공표되어야 한다는 원칙이 증권거래법 제 10(b)조와 그에 의거하여 채택된 SEC 10b-5 규정에 포함되어 있다고 주장하였다.

¹⁹ SEC Exchange Act Release No. 42259 (Dec. 20, 1999) (64 FR 72590, Dec 28, 1999) (SEC Exch. Act. Rel. No. 42259).

²⁰ 기존 Reg FD 안 모든 제 3 자 정보수령자를 증권 중개인, 투자자문인, 투자자문사와 거래가 예상되는 증권보유자로 수정 제한하였다. SEC Reg FD, §100(b)(1).

²¹ SEC Reg. FD, §102.

²² SEC Reg FD, §100(b)(2).

²³ “Question 101.05

Question: If an issuer gets an agreement to maintain material nonpublic information in confidence, must it also get the additional statement that the recipient agrees not to trade on the information in order to rely on the exclusion in Rule 100(b)(2)(ii) of Regulation FD?

Answer: No. An express agreement to maintain the information in confidence is sufficient. If a recipient of material nonpublic information subject to such a confidentiality agreement trades or advises others to trade, he or she could face insider trading liability. [Aug. 14, 2009]” SEC, “Compliance and Disclosure Interpretations: Regulation FD,” [Compliance and Disclosure Interpretations: Regulation FD \(sec.gov\)](http://www.sec.gov), June 4, 2010.

이후 연방항소법원은 1968년 *Texas Gulf Sulphur* 건에서 *Cady Roberts* 판례를 인정하였다. 그러나, 현실적으로 상장사들이 공시 내용을 특정 일부 전문가들에게 미리 제공하고, 그 전문가들을 통하여 관련 정보가 이차적으로 증권시장에 전파되는 절차가 절대적으로 필요하다고 1989년 연방대법원이 인정하며, 내부자거래의 요건으로 수탁자의무(fiduciary duty) 위반을 제시하였다. 내부자가 증권거래가 목적이 아닌, 공시정보를 증권시장에 전파하기 위하여 애널리스트 등에게 공개하는 것은 수탁자의무 위반이 아니라는 관점이다.²⁴ 그 이후 대법원은 내부자가 직접 증권거래에 참여하지 않으면서 미공개중요정보를 제 3자에게 제공하는 경우 및 미공개중요정보 소유자가 상장사가 아닌 제 3자인 경우 등의 내부자거래에 대한 수탁자의무 범위 및 예외 경우 등에 대하여 복잡한 법리를 제시하였다. 이러한 대법원의 판결에 대한 사회적 비판 수위가 높아졌고, 실제로 상식관점에서 보기에 내부자거래로 보이는 사건들을 규제하기 어렵게 되기도 하였다.²⁵

²⁴ 수탁자의무는 주의의무와 충실의무로 분리된다. 주의의무는 국내 선량한관리자의 주의의무라고 할 수 있다. 회사의 이사, 경영진 및 지배주주에게 주의의무란 일반 선량한 관리자의 주의의무가 부과되나, 경영판단의 원칙에 의하여 중대과실의 경우에만 신탁자, 즉 회사나 주주에 대한 손실배상책임이 부과된다. 충실의무는, 외국의 경우, 이사, 경영진 및 지배주주의 이익이 회사나 주주의 이익과 위배되는 경우, 이사, 경영진 또는 지배주주가 본인의 이익을 무시하고 오로지 회사나 주주의 이익만을 위하여 행동하여야 한다는 의무다. 내부자가 회사의 미공개중요정보를 제 3자에게 공개하는 것이 본인의 이익과 상관없이 회사의 업무라면, 주의의무만 존재하여, 정보공개 행위가 부적절하였다면 중대과실인지를 판단하여야 할 것이다. 본인의 이익이 개입되어 있다면 (본인이 증권거래에 참여하거나, 본인과 관계가 있는 자의 이익을 위한 목적이었다면), 제 3자가 내부자의 공개 목적을 인지하는 것과 상관없이, 내부자의 행위가 회사와 주주의 이익과 일치하는지, 회사와 주주에게 공평하였는지를 객관적인 관점에서 판단하여야 한다. *Tippee*의 책임여부를 내부자의 수탁자의무(충실의무) 위반여부를 인지하였는를 기준으로 하는 것보다는 *tippee*가 관련 정보가 미공개중요정보인 사실을 인지하였거나 인지하였어야 하는지 등을 포함하여 좀더 복잡한 법리 검토가 필요하여 보인다. 아래 각주 71번 참조.

²⁵ 일반 법원은 각 소송건에서 판결에 꼭 필요한 사안에 대해서만 판단을 한다는 원칙을 존중하여, 관련 소송 사실과 다른 상황에 판결내용을 그대로 적용하기 어려운 점이 있다. 실제 법원이 관련 판결에 필요하지 않은 의견을 제시하면 그는 *dicta*라고 하여 그 부분은 판례로 인정되지 않는다. 그러나 미 연방 대법원은 자체적으로 판단할 사건을 선택하고, 1년에 약 100건 이하의 사건에 대해서만 판단을 한다. 대법원은 판단 사건을 선택하면서 그 사건의 판단이 다른 1심과 항소심 법원에 다른 사건들의 판단에 *guidance*를 제공할 수 있는지를 고려한다. 따라서, 간혹 대법원의 판결건 중에 사건의 사실관계와 판결내용이 1심 또는 항소심 판결문에 비교하여 정확하게 맞지 않아 보이는 경우가 있다. 내부자거래, 특히 *tippee*의 내부자거래에 대한 증권사기법 판결건들이 한 예라고 볼 수도 있다.

이에 대하여, 국회는 2001 년 즈음 발생한 Enron 사를 포함한 여러 대형 분식회계 사건에 대응안으로 수탁자의무가 필요없는 증권사기 형사법을 새로 입법하였다.²⁶ 새로 도입된 증권사기 형사법으로 기소된 건수가 초창기에는 많지 않았지만, 최근에는 기소 사건 수가 늘어나고 있어 보인다. 새로운 증권사기법은 미공개중요정보를 사용한 거래 당사자가 회사나 주주 또는 정보의 소유자에게 수탁자의무가 없더라도 증권사기죄 처벌이 가능하다.

증권거래소법 제 10(b)조: Cady Roberts & Texas Gulf Sulphur.

Cady Roberts 건은 내부자거래를 증권사기 행위로 처음 규제한 사건이다. 1961 년 SEC 의 행정조치 이후, 금융사건을 가장 많이 판결하는 뉴욕주에 위치한 연방 항소법원(2nd Circuit)은 1968 년 Texas Gulf Sulphur (TGS)건에서 상장사 미공개중요정보를 사용하여 관련 증권 거래를 하는 행위는 Rule 10b-5 를 위반한다는 Cady Roberts 건 SEC 입장을 그대로 인정하였다.²⁷

TGS 사는 1957 년부터 캐나다 온테리오주 티민스 지역에서 15,000 제곱마일 지역에서 항공 지질학 조사를 시작으로, 1963 년 일부 지역에서 시험드릴을 통하여 높은 함량의 구리와 아연 광석을 발견하였다. TGS 사는 발견 사실을 사내 소수 직원에게만 공개하고 관련 지역의 광업권을 매입하기 시작하였다. 1964 년 3 월말에는 필요한 광업권 매입이 완료되어 시험드릴이 재개되었고, 4 월 7 일에는 3 차 드릴 결과가 확인되었다. 4 월 11 일 미국 경제신문들이 TGS 사가 예외적으로 질 높은 광석을 발견하였다는 소문이 있다고 보도하였고, TGS 사는 4 월 13 일 관련 11 일 기사내용과 달리 수년간 발굴 작업이 별다른 성과없이 지속되고 있다고 발표하였다. 4 월 11 일 보도 이후 상승하던 TGS 주가는 TGS 의 13 일 발표이후 하락하였다. 이후 TGS 는 16 일 상당한 규모의 질 높은 광성이 발견되었다고 공식 발표하였다.

²⁶ Sarbanes Oxley Act of 2002 (Pub. L. 107-204) 법안의 801 조에서 807 조가 The Corporate and Criminal Fraud Accountability Act of 2002 라고 명시되어 있다. 제 807 조(“Criminal Penalties For Defrauding Shareholders Of Publicly Traded Companies”)는 형사법 18 U.S.C. §1348 을 추가하였다.

²⁷ “The essence of the Rule is that anyone who, trading for his own account in the securities of a corporation has ‘access, directly or indirectly, to information intended to be available only for a corporate purpose and not for the personal benefit of anyone’ may not take ‘advantage of such information knowing it is unavailable to those with whom he is dealing,’ i.e., the investing public.” SEC v. Texas Gulf Sulphur, 401 F.2d 833, 848 (2nd Cir., 1968), cert. denied sub nom. Coates v. SEC, 394 U.S. 976 (1969). [Matter of Cady, Roberts & Co. 40 SEC. 907, 912 (1961) 인용]

TGS의 발굴작업 결과를 알고 있던 일부 직원과 지인들이 1963년 11월과 1964년 3월 사이에 TGS 주식과 옵션을 매수하였고, 일부 이사들이 1964년 4월 11일과 16일 사이에 주식을 매수하였다.

TGS 이사회는 1964년 2월에 임원들에게 스톡옵션을 발행하였는데, 이사회는 당시 TGS의 티몬스 발굴 내용을 알고 있지 않았으나, 스톡옵션을 받은 임원 중 일부는 발굴 내용을 알고 있었다.

1심 법원은 제3차 드릴 샘플 결과가 확인된 4월 7일 이후에야 티몬스 지역 발굴 정보가 미공개중요정보라 인정된다고 판단하여 그 이전 TGS 주식 거래는 Reg 10b-5를 위반하지 않는다고 하였다. 또한 이사들이 중요정보를 이사회에 통보하지 않고 이사회로부터 스톡옵션을 제공받는 것이 이론적으로는 Reg 10b-5를 위반하지만, TGS의 경우, 4월 7일 이전에는 관련 발굴 정보가 중요정보가 아니었기 때문에 10b-5를 위반하지 않았다고 판단하였다.

그러나 항소심은 이를 모두 기각하였다. 항소심은 중요정보는 일반 투자자가 투자판단과정에 중요하다고 고려하는 정보라고 판단하여 1963년 11월, 1차 샘플 드릴 결과를 확인한 시점에 이미 중요정보로 인정된다고 판단하였다.²⁸ 항소심은 특정 이사들이 중요정보를 이사회에 공개하지 않고 스톡옵션을 받는 것은 Rule 10b-5를 위반하는 것이라고 동의하면서 공개할 중요정보가 없었다는 1심 판단을 파기하였다. 또한 이사가 아니더라도 중역(top management)들에게도 동일한 공개의무가 있어 중역들도 받은 스톡옵션을 반납하여야 한다고 판단하였다.

항소심은 증권거래소법을 입법한 국회의 의도는 증권시장에 참여하는 투자자들이 모두 동등한 이익 기회와 위험을 공유하여야 한다는 것이며, 내부자들이 미공개정보를 사용하여 투자를 하는 것은 그러한 증권시장의 동등성을 위반하는 것이라고

²⁸ “The basic test of materiality * * * is whether a reasonable man would attach importance * * * in determining his choice of action in the transaction in question.” Restatement, Torts § 538(2) (a) “Our survey of the facts found below conclusively establishes that knowledge of the results of the discovery hole, K-55-1 [in November, 1963], would have been important to a reasonable investor and might have affected the price of the stock.” Texas Gulf Sulphur, 401 F.2d 849-850.

지적하였다.²⁹ 따라서, TGS 발굴작업에 직접 참여한 지질학자는 미공개정보를 사용한 거래와 제 3 자에게 관련 정보를 공개한 행위에 대하여 Rule 10b-5 를 위반하였다고 판단하였다. 법원은 지질학자로부터 TGS 발굴정보를 제공받은 제 3 자들이 그를 근거로 거래한 행위에 대하여 제 3 자들이 피고로 기소되지 않았지만, 그들의 거래행위가 비난(reprehensible)받을 만하다고 언급하였다.

법원은 국회가 증권거래소법 제 10(b)조를 통해 SEC 가 통상적인 사기행위뿐만 아니라 투자자를 보호하기 위하여 사기성 행위를 규제할 권한을 제공하였고, 제 10(b)조는 구체적으로 언급되지 않은 사기성 행위를 광범위하게 규제하는 내용이라고 판단하였다.³⁰ 피고 일부는 TGS 의 4 월 16 일 발굴 결과 발표가 있기 전인 4 월 15 일 경에 관련 내용이 이미 공시된 줄로 알고 주식 거래를 하였다고 주장하며 Rule 10b-5 를 위반할 의도가 없었기 때문에 규정 위반이 아니라고 주장하였다. 그러나 법원은 Rule 10b-5 위반 경우에 형사법 원칙에 요구되는 행위자의 의도(intent)에 대해서 일부 유보적인 입장을 취하면서, 고의, 미필적 고의 뿐만 아니라 통상적인 형사법상의 의도범위를 초과하는 과실까지도 인정될 수 있다고 언급하였다.³¹ TGS 건은 대법원이

²⁹ “The core of Rule 10b-5 is the implementation of the Congressional purpose that all investors should have equal access to the rewards of participation *852 in securities transactions. It was the intent of Congress that all members of the investing public should be subject to identical market risks, — which market risks include, of course the risk that one's evaluative capacity or one's capital available to put at risk may exceed another's capacity or capital. The insiders here were not trading on an equal footing with the outside investors. [S]uch inequities based upon unequal access to knowledge should not be shrugged off as inevitable in our way of life, or, in view of the congressional concern in the area, remain uncorrected.” Texas Gulf Sulphur, 401 F.2d 851-852.

³⁰ “The Report of the Senate Committee which presented S. 3420 to the Senate summarized Section 10(b) as follows:

Subsection (b) authorizes the Commission by rules and regulations to prohibit or regulate the use of any other manipulative or deceptive practices which it finds detrimental to the interests of the investor. (Emphasis supplied.)

S.Rep.No. 792, 73rd Cong., 2d Sess. 18 (1934).

Indeed, from its very inception, Section 10(b), and the proposed sections in H.R. 1383 and S. 3420 from which it was derived, have always been acknowledged as catchalls.” Texas Gulf Sulphur, 401 F.2d 859.

³¹ “Absent any clear indication of a legislative intention to require a showing of specific fraudulent intent, the securities laws should be interpreted as an expansion of the common law[21] both to effectuate the broad remedial design of Congress, and to insure uniformity of enforcement. Moreover, a review of other sections of the Act from which Rule 10b-5 seems to have been drawn suggests that the implementation of a standard of conduct that encompasses negligence as well as active fraud comports with the administrative and the legislative purposes underlying the Rule. Finally, we note that this position is not, as asserted by defendants, irreconcilable with previous language in this circuit because “some form of the traditional scienter requirement,” sometimes defined as “fraud,” is preserved. This requirement, whether it be termed lack of diligence, constructive fraud, or unreasonable or negligent conduct, remains implicit in this standard, a standard that promotes the deterrence objective of the Rule.” Texas Gulf Sulphur, 401 F.2d 855.

항소를 거부하여 약 10 년동안 유효한 판례로 인정되었다. 그러나 대법원은 항소심의 이러한 증권사기위반 행위에 의도 기준을 과실로 확장하는 것을 결국은 인정하지 않았다.

증권거래소법 제 10(b)조: Fiduciary Duty

대법원은 증권사법 제 10(b)조와 SEC Rule 10b-5 의 위반을 인정하려면 행위자의 고의 행위가 있어야 한다고 1976 년 Ernst & Ernst 건에서 판결하였다.³² Ernst & Ernst 사는 1946 년부터 1967 년까지 시카코시의 소규모 증권사 First Securities Company of Chicago (First Securities)의 외부 회계감사인으로서 매년 First Security 를 감사하고 SEC 에 감사보고서를 제출하였다. First Security 의 대주주이자 사장인 Leston B. Nay 씨는 1942 년부터 1966 년까지 여러 투자자들에게 기탁계정 (escrow account)에 투자를 하면 높은 수익이 가능하다고 하며 투자를 권유하였다. 그러나 Nay 씨는 투자자들의 투자금을 개인목적으로 횡령하였다. Nay 씨는 First Security 다른 직원들에게 본인에게 전달되는 우편물 개봉을 금지하여 오랜기간동안 투자 사기 행위를 유지할 수 있었다. 1968 년 Nay 씨는 자살로 사망하였고, 남긴 유서에 본인의 투자사기 행위를 시인하였다. 사기 피해자들은 Ernst & Ernst 가 외부회계감인으로서 업무를 제대로 이행하였다면 사기 사실을 일찍 발견할 수 있었을 것이라고 주장하여, Ernst & Ernst 의 업무과실이 Nay 씨의 Rule 10b-5 위반행위를 보조한 행위로 10b-5 상 연대배상 책임이 있다고 소를 제기하였다. 대법원은 증권거래소법 제 10(b)조는 관행법(common law) 사기죄를 근거로 하고 있으며, 법규 문안의 해석상 사기죄의 요건인 행위자의 고의가 입증되어야 한다고 판단하였다³³. SEC Rule 10b-5 는 증권거래소법 제 10(b)조를 근거로 하여 채택되었기 때문에, Rule 10b-5 의 문구가 사기죄보다 넓은 범위의 행위를 금지하고 있다고 해석할 수 있어도, 근거 법을 초과하여 규제범위를 확대 할 수 없다고 하였다.

³² Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 184 (1976).

³³ “Section 10 (b) makes unlawful the use or employment of "any manipulative or deceptive device or contrivance" in contravention of Commission rules. The words "manipulative or deceptive" used in conjunction with "device or contrivance" strongly suggest that § 10 (b) was intended to proscribe knowing or intentional misconduct.” Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 197.

이어서 대법원은 통상적 거래관계에서는 매수자 위험 부담원칙(caveat emptor)이 적용되며, 특별한 경우 외에는 매도자가 인지하고 있는 위험사실을 공개할 의무(affirmative duty)가 없으며, 증권거래에도 동일한 원칙이 적용된다고 하였다. 따라서, 미공개중요정보를 인지하고 있는 자가 증권거래에 참여하는 경우, 상대방에게 그 정보를 제공하여야 하는 명백한 의무가 있지 않으면, 공개할 의무가 없으며 Rule 10b-5 를 위반하지 않는다고 하였다. 1980 년 Chiarella 건³⁴에서 대법원은 그러한 의무, 즉 수탁자의무 (fiduciary duty)는 발행사의 이사나 임등 등에게 발행사와 발행사의 주주들에 대하여 부과된다고 하였다. 피고 Chiarella 씨는 financial printer 사 직원으로 근무하면서 합병에 대한 인쇄물을 취급하였다. 합병 인쇄물에는 회사명이 표시되지 않았지만 Chiarella 씨는 인쇄물 내용에서 합병대상 회사들을 파악하였고, 증권거래를 통하여 약 \$3 만의 이익을 실현하였다. 대법원은 Chiarella 씨가 관련 회사들과 그들의 주주등을 대상으로 수탁자의무 (fiduciary duty)가 없기때문에 Rule 10b-5 를 위반하지 않았다고 판단하였다.

대법원은 1983 년 Dirks 건³⁵에서 증권사기법의 목적이 모든 투자자들이 동일한 정보를 근거로 투자활동을 하여야 한다는 SEC 의 주장을 명백하게 거부하였다. 대법원은 내부자가 회사의 분식회계 행위를 폭로할 목적으로 특정 투자자문인에게 미공개중요정보를 제공하고, 투자자문인 tippee 가 그 정보를 제 3 투자자에게 제공하여 거래 이익을 실현한 상황에서 기존 내부자의 정보제공 의도가 개인적 이익목적이 아니라면, tippee 에게 관련 정보를 근거로 하는 거래를 금지할 법적근거, 특히 Rule 10b-5 의 증권사기죄 요건이 적용되지 않는다고 하였다.

Dirks 씨는 1973 년 기관투자자들에게 보험업에 대한 투자자문을 제공하는 한 뉴욕 증권사 임원이었다. 동년 봄에 Dirks 는 로스엔젤리스에 위치한 Equity Funding of America (Equity Funding)보험사의 전임 임원 Ronald Secrist 씨로부터 Equity Funding 의 분식회계 사실에 대한 제보를 받았다. Secrist 씨는 Dirks 씨에게 과거 다른 직원들이 감독기관에 분식회계 사실을 제보하였으나 그에 대한 결과가 없었고, 분식회계 여부를 확인하고 그를 공개하여달라고 요청하였다. Dirks 씨는 Equity Funding 본사를

³⁴ Chiarella v. U.S., 445 U.S. 222 (1980).

³⁵ Dirks v. SEC, 463 U.S. 646 (1983).

방문하여 여러 임직원과 면담을 하였는데 임원들은 모두 분식회계를 부인하였으나, 일부 직원들은 사기행위를 인정하였다. Dirks 씨와 그가 소속한 증권사는 Equity Funding 주식을 보유하고 있지 않았고, 거래하지도 않았다. Dirks 씨는 그의 조사를 통하여 득한 정보를 그의 고객과 지인들에게 전달하였고, 그들이 Equity Funding 주식을 대량 매각하여, Equity Funding 주가가 \$26 에서 \$15 로 하락하였다.

Dirks 씨는 관련 정보를 그의 고객과 지인에게 공개하면서 동시에 경제지, WSJ 기자에게도 그 정보를 제공하였으나, 기자는 분식회계 사실에 대한 확신이 없어 그를 기사화 하지 않았다. 그러나 Equity Funding 의 주가 하락을 주시한 뉴욕증권거래소가 Equity Funding 주식 거래를 정지시켰고, 그 이후 캘리포니아주 보험감독기관과 SEC 가 Equity Funding 을 제재하였다. 이후 법원이 Equity Funding 에 자산관리인을 임명하였다. SEC 는 Dirks 씨가 Equity Funding 의 분식회계를 발견하는데 중요한 역할을 하였다고 하여, Dirks 씨가 미공개중요정보를 고객 등에게 공개한 행위가 Rule 10b-5 를 위반하였지만, 경징계 행정조치를 취하였다.

대법원은 SEC 의 내부자와 내부자로부터 미공개중요정보를 제공받은 tippee 모두가 그를 근거로 하는 거래를 할 수 없다는 주장은 증권거래법 제 10(b)조의 목적이 모든 투자자들에게 동일한 투자정보를 제공하려는 것이라는 해석과 동일하다며, 이는 대법원의 Chirella 건의 판결과 상충된다고 언급하였다.³⁶ 대법원은 이러한 SEC 의 주장을 인정한다면 애널리스트들이 내부정보를 제공받아 그를 시장에 전파하는 역할을 이행할 수 없으며 용납할 수 없다고 하였다.³⁷ 동시에, 대법원은 tippee 들이 미공개중요정보를 근거로 하는 거래 규제 필요성을 인정하여, 내부자가 미공개중요정보를 tippee 에게 부당한 목적으로 제공하는 경우에만 내부자의 신탁자의무 (fiduciary duty)를 tippee 에게도 적용할 수 있다고 판단하였다. 대법원은 부당한 목적 제공이란 내부자가 tippee 에게 정보를 제공하면서 개인적 이익을 받는

³⁶ “In effect, the SEC’s theory of tippee liability in both cases appears rooted in the idea that the antifraud provisions require equal information among all traders. This conflicts with the principle set forth in Chirella that only some persons, under some circumstances, will be barred from trading while in possession of material nonpublic information.” Dirks, 463 U.S. 657.

³⁷ “Imposing a duty to disclose or abstain solely because a person knowingly receives material nonpublic information from an insider and trades on it could have an inhibiting influence on the role of market analysts, which the SEC itself recognizes is necessary to the preservation of a healthy market.” Dirks, 463 U.S. 657.

경우를 의미한다고 판단하였다.³⁸ Secrist 씨는 Dirks 씨에게 내부정보를 제공하면서 개인적 이익을 추구하지 않았지만, Dirks 씨는 고객과 지인에게 관련 정보를 제공하면서 최소한 간접적인 이익을 보았고, 관련 정보를 인지하지 못한 투자자들은 많은 손실을 본 것이 사실이다. 대법원은 국회가 증권거래소법을 통하여 이러한 투자자를 보호할 의도가 있었는지에 대해서 언급을 하지 않았다.

대법원은 1987년 Carpenter 건³⁹에서 Ernst - Chiarella -Dirks 건에서 보여준 수탁자의무를 기준으로 하는 제한적 내부자거래 규제 트렌드를 유지하지 못하고, 대법관들 사이에 Rule 10b-5 적용범위에 대한 내부 갈등이 있음을 보여주었다.⁴⁰ R. Foster Winen 씨는 경제지 WSJ 에 Heard on the Street 라는 일간컬럼의 기자로 1981년 고용되었다. Heard on the Street 컬럼은 특정 주식에 대한 발행사 경영진과의 면담, 예측 추세 등에 대한 정보를 제공하였으며, 컬럼의 내용에 따라 논의된 주식 시가에 영향을 주었다. WSJ 은 전 직원에게 모든 출판 전 기사내용에 대한 비밀 유지를 의무화하고 있었다. 1983년 가을부터 약 4개월 동안, Winen 씨는 룸메이트 David Carpenter 씨와 공조하여 지인 증권사 직원들에게 Heard on the Street 컬럼 내용을 컬럼 발행 전에 제공하고 증권거래를 하여 발생하는 이익을 분배하기로 합의하였다. Winen 씨들이 실제로 실현한 이익은 약 \$69만 이었다. 관련 증권거래 내역과 Heard on the Street 컬럼 내용 연관성을 인지한 증권사는 내부 조사를 시작하였고 SEC 도 별도의

³⁸ “Whether disclosure is a breach of duty therefore depends in large part on the purpose of the disclosure. This standard was identified by the SEC itself in Cady, Roberts: a purpose of the securities laws was to eliminate “use of inside information for personal advantage.” 40 S. E. C., at 912, n. 15. See n. 10, supra. Thus, the test is whether the insider personally will benefit, directly or indirectly, from his disclosure. Absent some personal gain, there has been no breach of duty to stockholders. And absent a breach by the insider, there is no derivative breach.” Dirks, 463 U.S. 662.

³⁹ Carpenter v. U.S., 484 U.S. 19 (1987).

⁴⁰ Rule 10b-5 내부자거래 규제 범위를 제한하는 대법원 Ernst & Ernst 건, Chiarella 건과 Dirks 건은 Lewis F. Powell 대법관이 대법원 판결문 저자이다. Powell 대법관은 1972년 임명되었고, Carpenter 건이 1987년 11월 결정되기 전, 1987년 6월 사임하였다. 대법관으로 임명되기 전 버지니아주에서 대형법무법인의 파트너로 활동하였으며, 전문분야는 상법, 특히 Phillip Morris 를 대변하였고, 사외이사로도 활동하였다. 관련 3건에서 Powell 대법관의 영향력이 중요하였을 것으로 보여진다. Powell 대법관이 사임한 이후 첫 내부자거래 건에서 대법관들이 Powell 대법관의 과거 입장을 유지하지 않은 것으로 보인다. Adam C. Pritchard, “Dirks and the Genesis of Personal Benefit,” 68 S.M.U.L. Rev. 857 (2015), available at <https://repository.law.umich.edu/articles/1928>.

조사를 시작하였으며, 공모자들은 Rule 10b-5 와 우편/통신사기죄 (mail and wire fraud)⁴¹ 위반으로 고발되었다.

항소심 법원은 발행하지 않은 기사내용은 WSJ 의 자산이며, 공모자들이 경제지의 사전 승인없이 그 자산을 사용한 것과 그 사실을 숨기려고 한 것은 WSJ 에 대한 사기행위이며, 경제지의 손실은 증권거래와 상관이 없지만, “증권 거래와 연관”되었다는 Rule 10b-5 의 요건은 피해자가 발행한 증권 또는 피해자가 거래당사자인 증권거래만으로 제한된 것이 아니라 제 3 자가 발행한 증권 또는 제 3 자의 증권거래와 연관된 경우까지 포함한다고 해석하여 Rule 10b-5 유죄를 인정하였다.

Carpenter 건에서는 경제지의 내부자가 미공개중요정보를 제 3 자에게 공개하여 증권거래에 참여하게 하였고, 개인적 이익을 취하여, Dirks 건의 내부자의 부당한 정보 공유, 즉 개인적 이익 요건이 충족되었다. 그러나 대법원은 항소심이 경제지 WSJ 내부자가 WSJ 가 발행자도 아니고 증권거래의 당사자도 아닌 제 3 발행자 증권의 거래에 Rule 10b-5 를 적용한 판단에 대하여 과반수 대법관의 동의 또는 반대의견을 이룰 수 없어⁴², 항소심의 판결이 그대로 유지되었으나, 대법원의 판례로는 인정되지 않는다.⁴³

Winan 씨는 Heard on the Street 기사 내용을 지인에게 제공한 것은 단순하게 WSJ 회사내 규정을 위반할 것이지 우편/통신 사기죄가 금지하는 사기행위가 아니라고 주장하였으나, 법원은 회사의 비밀정보가 무형자산이며, 회사의 자산에 대한 독점적 사용권한을 침해하는 것은 우편/통신 사기죄가 금지하는 그 자산에 대한 사기행위라고

⁴¹ 우편사기죄 (18 U.S.C. §1341)와 통신사기죄 (18 U.S.C. §1343)는 우편을 사용하는 경우와 통신망을 사용하는 점의 차이는 있으나, 사기죄 부분은 동일하다. “Whoever, having devised or intending to devise any scheme or artifice to defraud, or for obtaining money or property by means of false or fraudulent pretenses, representations, or promises, ... for the purpose of executing such scheme or artifice, shall be fined under this title or imprisoned” 18 U.S.C. §1343.

⁴² Lewis Powell 대법관은 1987 년 6 월에 대법관직을 사임하였고, 후임자 Anthony Kennedy 대법관은 1988 년 2 월에 대법관으로 임명되었다. Carpenter 건은 Powell 대법관 후임이 임명되기전, 8 명의 대법관이 참여하여 1987 년 10 월에 공판이 있었고, 1987 년 11 월에 판결이 발표되었다.

⁴³ 대법원은 관행에 따라 이에 대한 각 대법관들의 의견이나 논의 내용을 공개하지 않았다. “The Court is evenly divided with respect to the convictions under the securities laws and for that reason affirms the judgment below on those counts.” Carpenter, 484 U.S. 24.

지적하였다.⁴⁴ 대법원은 우편/통신 사기죄에서 “사기”란 제 3 자의 재산을 횡령 (embezzlement)하는 경우를 포함한다고 하여, Rule 10b-5 상의 사기죄에서 요구되는 미공개중요정보를 거래 상대방에 공개해야 하는 수탁자의무 위반이 필요하지 않다고 하였다. 2002 년 새로 도입된 증권사기 형사법은 우편/통신 사기죄의 “사기” 정의를 그대로 적용하여 Rule 10b-5 의 수탁자의무 위반 요건이 필요하지 않게 된다.

Carpenter 판결 10 년이 지나, 대법원은 O’Hagan 건⁴⁵에서 Rule 10b-5 의 수탁자의무 위반을 다시한번 확인하면서, Carpenter 건에서 확인하지 않았던, 수탁자의무 대상자가 관련 증권거래의 당사자가 아니거나 다르게 연관되지 않아도 증권사기죄가 성립된다고 확인하였다.

James Herman O’Hagan 씨는 1988 년, 미네소타주 Dorsey & Whitney 법무법인 파트너변호사였다. 미네소타주에 위치한 Pillsbury 사 인수를 계획하던 영국 Grand Met 사는 1988 년 7 월, Dorsey 를 자문변호사로 선임하였으나, Dorsey 사는 미네소타주를 대표하는 Pillsbury 사를 인수하려는 외국회사를 대변하는 것이 정치적으로 부담된다며, 대변직을 사임하였다. Grand Met 사는 10 월 Pillsbury 사 주식공개매수를 발표하였다. O’Hagan 씨는 Pillsbury 건에 직접 개입하지는 않았지만, Grand Met 의 공개매수 계획 사실을 알게 되었으며, 1988 년 8 월 Pillsbury 주식콜옵션을 매수하여, 공개매수 발표 이후 주가가 상승하자, 옵션을 팔아 약 \$430 만의 이익을 실현하였다. SEC 는 O’Hagan 씨가 Grand Met 과 법무법인의 비밀정보를 횡령(misappropriate)하고 주식거래에 사용한 것이 Rule 10b-5 를 위반하였다고 기소하였다. 항소심은 제 3 자의 비밀정보를 횡령하는 것은 Rule 10b-5 의 사기 행위에 해당하지 않는다고 판단하였다.

대법원은 O’Hagan 씨에게는 변호사로서 고용법무법인과 의뢰인에 대한 수탁자의무 (fiduciary duty)가 있으며, 법무법인과 의뢰인의 비밀정보를 횡령하는 행위이며, Rule 10b-5 가 금지하는 “manipulative or deceptive”한 행위라고 인정하였다. 또한 Grand

⁴⁴ “As we observed last Term in McNally, the words ‘to defraud’ in the mail fraud statute have the ‘common understanding’ of “‘wronging one in his property rights by dishonest methods or schemes,” and “usually signify the deprivation of something of value by trick, deceit, chicane or overreaching.” The concept of ‘fraud’ includes the act of embezzlement, which is “‘the fraudulent appropriation to one’s own use of the money or goods entrusted to one’s care by another.’” Carpenter, 484 U.S. 27.

⁴⁵ U.S. v. O’Hagan, 521 U.S. 642 (1997).

Met 사가 관련 증권거래 당사자가 아니고 다른 연관이 없다고 하여도, Rule 10b-5 가 요구하는 “관련된 증권거래”⁴⁶라는 조건은 수탁자의무의 당사자들이 연관된 거래만으로 제한하는 것이 아니라고 확인하였다.

SEC 는 2000 년 Reg FD 를 채택하면서 Rule 10b-5 내부자거래규정에 대한 법원의 관례법 상 미비한 부분, 즉 내부정보를 근거로 하는 증권거래에 관련 정보를 “사용”하였음을 입증하지 않아도 되며, 내부자가 가족 또는 지인 tippee 에게 정보를 제공하면서 금전적 이익을 추구하지 않은 경우에도 Rule 10b-5 규제대상이 됨을 확인하는 추가 규정을 도입하였다.⁴⁷ 대법원은 Dirks 건에서 내부자가 직접 증권거래를 하지 않고, 관련 정보를 제 3 자 tippee 에게 제공하여, tippee 가 거래를 이행하는 경우에, 내부자가 개인적 이익을 받으면 내부자의 수탁자의무가 tippee 에게도 적용된다고 하였다. 내부자의 개인적 이익은 금전적 이익과, 평판적 이익 (reputational benefit)이 포함된다고 하였다. 또한, 내부자가 개인적 친분 및 친인척 관계가 있는 tippee 의 이익을 예상하면서 내부정보를 제공하면, 그는 내부자가 직접 증권거래를 통한 이익을 실현하고, 그 이익을 tippee 에게 증여하는 경우와 동일하다고 판단할 수도 있다고 하였다. SEC 는 이러한 친인척 tippee 에게 내부자 수탁자의무를 부과하는 규정을 공식화하려고 하였다. SEC Rule 10b5-2 는 일반적으로 배우자, 부모, 자식과 형제 및 비밀유지의무를 동반한 tippee 에게 내부자 수탁자의무가 적용된다고 하였다. 내부자가 미공개중요정보를 tippee 에게 제공하면서 tippee 가 그를 비밀로 유지한다고 선언하였다면, 내부자가 수탁자의무를 위반하였다고 할 수 없겠지만, tippee 가

⁴⁶ “It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange,
(a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud,
(b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or
(c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person,

in connection with the purchase or sale of any security.” SEC Rule 10b-5 (17 C.F.R. §240.10b-5).

Carpenter 건에서 증권사기죄 유무죄에 대한 과반수 대법관 의견이 합의되지 못한 것이 Rule 10b-5 의 “관련된 증권거래”의 범위에 대한 논쟁이 아니었나 생각되는데 (위 각주 43 참조), 본 O’Hagan 건에서 이를 Rule 10b-5 를 좀더 확대 해석하는 주장이 인정된 것으로 보인다.

⁴⁷ Reg FD 와 함께 추가된 Rule 10b5-1 은 미공개중요정보를 알고 있는 자가 증권거래를 이행하였을 때, 특정 예외 경우 이외에는, 관련 정보를 인지하고 있다는 사실만으로 관련 증권거래가 관련정보를 근거로 이행되었다고 인정하겠다는 규정이고, Rule 10b5-2 는 친인척 tippee 의 내부자 수탁자의무의 부과에 대한 규정이다. Rule 10b5-2 는 (1) 비밀유지의무에 합의하는 tippee, (2) 내부자와 tippee 의 관계를 종합적으로 고려하였을 때 내부자가 비밀유지를 예상한다고 사실을 알고 있거나 예측할 수 있는 tippee, 및 (3) 배우자, 부모, 자식, 형제 tippee 에게 내부자의 수탁자의무를 부과한다.

비밀유지의무를 위반하고 증권거래를 이행하면, tippee 는 Rule 10b-5 를 위반하게 된다.⁴⁸

이러한 Rule 10b-5 아래 내부자거래법을 정리하고 합리화 하려는 SEC 노력에도 불구하고 2010 년 이후에도 연방법원의 내부자거래 판결들은 여전히 내부자의 수탁의무 위반에 대한 판결이 혼란스러워 보였다. 이에 원인이 대법원이 제시한 수탁자의무 원칙이 혼란스럽다는 학술계의 비판도 지속되었다.⁴⁹

⁴⁸ US v. Gansman, 657 F.3d 85, 92 (2nd Cir., 2011).

⁴⁹ Franklin A. Gevurtz, The Globalization of Insider Trading Prohibitions, 15 Transnat'l Law. 63 (2002) available at <https://scholarlycommons.pacific.edu/globe/vol15/iss1/9>: (“In decisions in 1980, 1983, and 1997, the United States Supreme Court completely rewrote the law of insider trading under Rule 10b-5, shifting from the broad equal access approach of Cady, Roberts and Texas Gulf Sulfur, to a rather convoluted approach outlined in Figure 1. The Supreme Court's approach is the result of trying to import common law concepts of 'fraud' to reach results consistent with Cady, Roberts and Texas Gulf Sulfur-but inconsistent with either the way common law courts, for the most part, viewed insider trading, or with the broad rationale of Cady, Roberts and Texas Gulf Sulfur. The result is a jurisprudence loaded with doctrinal inconsistencies and anomalies, a discussion of which is far beyond the scope of this paper.” at 72); Marco Venturuzzo, “Comparing Insider Trading in the United States and in the European Union: History and Recent Developments,” ECGI Working Paper Series in Law, Working Paper No. 257/2014 (May, 2014), avail at <http://ssrn.com/abstract=2442049>: (“The overly complex structure of the regulation of insider trading in the United States under section 10(b) of the 1934 Exchange Act and Rule 10b-5 is largely the product of case law and administrative regulations enacted by the SEC. Its defining feature is the questionable theory embraced by the Supreme Court in the seminal U.S. v. Chiarella decision, pursuant to which insider trading requires the violation of a fiduciary duty. This notion has not only enormously complicated this important area of the law, but has also hindered enforcement actions and has led to the enactment of convoluted regulations to cover conducts that clearly conflict with the rationale of prohibiting insider trading.” at 1); Richard A. Epstein, “Returning to Common Law Principles of Insider Trading After United States v. Newman,” 125 Yale L.J. 1482 (2016); (“On the first point, it is a mistake to require the government to show that a tippee who receives inside information supplies any kind of benefit to the insider before the tippee is subject to criminal prosecution. The simple status of the tippee as donee or bad-faith purchaser of improperly released information should suffice.” at 1482); Miriam H. Baer, “Insider Trading’s Legality Problem,” 127 YUale L.J.F. 129 (June 19, 2017), <http://www.yalelawjournal.org/forum/insider-tradings-legality-problem>; (“Nevertheless, for criminal prosecutions of business insiders and direct tippees (not to mention remote tippees), the Supreme Court’s trio of cases, Chiarella, Dirks, and O’Hagan, remain the primary sources from which lower courts derive insider trading’s meaning.⁴⁸ And with each new recitation on what the Court really meant in Dirks (or Chiarella or O’Hagan), insider trading law’s connection to statutory language grows ever more remote.” at 137-138); Merritt B. Fox & George N. Tepe, “Personal Benefit Has No Place in Misappropriation Tipping Cases,” 73 S.M.U.L.Rev. 767 (Jan, 2018) avail at <https://scholar.smu.edu/smulr/vol71/iss3/10>; (“Three years after Chiarella, this participant-after-the-fact idea became the basis of the Supreme Court’s holding in Dirks v. SEC, a classical theory case based on information coming from within the corporation whose shares were being traded. But the majority opinion in Dirks, also authored by Powell, adds an additional wrinkle that goes beyond his dictum in Chiarella. Powell concludes that a breach of duty to the shareholders requires that the tipper “personally . . . benefit, directly or indirectly, from [her] disclosure,” not just that the insider tipper’s transfer of information was in violation of the issuer’s determination that it be kept confidential. Importantly, the Court indicated that it added the personal benefit requirement to avoid chilling analyst interviews with corporate insiders, which both the Court and the SEC regarded as socially beneficial and ‘necessary to the preservation of a healthy market.’” at 769-770); and Tom Hanusik, Rebecca Monck Ricigliano & Nimi Aviad, “The Rise of Insider Trading as a Title 18 Offense,” 53 Securities & Commodities Regulation, 49, March 11, 2020; (“What is insider trading and when is it prohibited? A series of pivotal cases in the last six years, and scores of commentary, demonstrate that this

뉴욕주에 위치한 연방 항소법원은 2014년 Newman 건⁵⁰에서 상장사 내부자가 증권중개인에게 미공개중요정보를 제공하고, 중개인이 그를 근거로 하여 증권거래를 하고 이익을 실현하였어도, 내부자가 정보를 제공하면서 개인적이익을 받지 않았거나, 중개인 tippee 가 내부자가 정보제공 대가로 이익을 받은 사실을 인지하지 않았다면, 중개인 tippee 에게 Rule 10b-5 위반 책임이 없다고 판단하였다.

Newman 건⁵¹은 상장사 Dell 사와 NVIDIA 사 내부자들이 2008년 중간 실적정보를 공시되기전에 지인들에게 미리 알려주고, 지인들이 직·간접적으로 증권중개인들에게 그 정보를 전달하여 중개인들이 증권거래를 통해 약 \$72 백만의 이익을 실현한 사건이다. 상장사 내부자들이 내부정보를 제공하면서 금전적이익을 받았다는 내용은 판결문에 보도되지 않았다. SEC 는 증권중개인들이 Rule 10b-5 를 위반하였다고 고소하였고, 1 심 법원은 증권중개인들이 상장사 내부자들이 미공개중요정보를 수탁자의무를 위반하면서 공개하였다는 사실을 인지하였거나 인지하였어야 한다며, 그 사실만으로도 Rule 10b-5 를 위반하였다고 판단할 수 있다고 배심원들에게 설명하였고, 배심원들은 중개인들이 Rule 10b-5 를 위반하였다고 판단하였다.

그러나 항소심은 1 심법원이 배심원에게 제공한 법리설명내용이 잘못되었다고 판단하였다. 항소심은 내부자의 이익이 Rule 10b-5 위반의 요건으로 언급되지 않았던 항소심 판례가 있었다는 사실을 인정하면서도, 그러한 판례는 모두 내부자가 증권거래 당사자 tippee 에게 정보를 직접제공하면서 개인적 이익을 받았기 때문에, tippee 들이 그 사실을 알 수밖에 없었고, 판결문에 그러한 상황을 범조 요건으로 언급하지 않았을 뿐이라고 설명하였다. 대법원은 Dirks 건에서 내부자가 지인 또는 친인척관계 tippee 에게 금전적 이익을 받지 않고 내부정보를 제공한 경우에도 내부자가 tippee 가 정보를 이용하여 이익을 실현할 것을 예측하였다면, 그는 내부자가 직접 이익을 실현하고 그 이익을 tippee 에게 증여하는 것과 동일하다고 할 수 있어, 내부자가 개인적 이익을 받았다고 할 수 있다고 하였다. 항소심은본건에서 내부자들과 첫 tippee 들의 개인적 친분에 대한 구체적인 증거없이 단순히 그들이 과거

seemingly straightforward concept, rooted in notions of fraud, is difficult to grasp. The culprit is the element of “personal benefit,” which was grafted onto the crime by the Supreme Court almost 40 years ago, and has escaped clear definition since.” at 49).

⁵⁰ US v. Newman, 773 F.2d 438 (2nd Cir., 2014), cert. denied, 577 U.S. ___, 136 S.Ct. 242, 193 L.Ed.2d 133.

⁵¹ US v. Newman, 773 F.2d 452.

직업동료이거나 가족들에 친분이 있었다는 사실만으로는 본건 상황이 대법원이 Dirks 에서 인정한 지인 또는 친인척 관계로 인정할 수 없다고 지적하였다. 1 심법원은 Dells 사의 내부자와 tippee 가 개인적으로 친한 친구관계는 아니지만, 비즈니스 학교 동기이며, 수년간 Dell 에게 같이 근무하였고, 내부자가 증권 애널리스트가 되기를 희망하고 있었으며, 전 직원동료 tippee 가 증권 애널리스트로 내부자에게 여러차례 자문을 주었다고 하여 내부자가 비금전적 이익을 받았다고 판단하였으나, 향소심은 그 관계가 중요하지 않다고 지적하였다.

향소심은 대법원의 Dirks 판결문을 해석하면서 대법원이 언급한 지인 또는 친인척관계를 인정하기 위해서는 내부자와 tippee 사이의 가까운 개인 관계를 입증하여야 하며, 내부자가 이익을 실현할 현실적인 가능성이 존재하여야 한다고 추가하였다.⁵² 대법원 Dirks 판결문 관련 문안에는 향소심이 인지한 내부자의 이익 가능성 언급이 없다.⁵³ Newman 향소심은 Dirks 대법원의 지인 또는 친인척에 대한 의견에 구처적인 기준이 없어 그 원칙 적용 규정(bright line rule)을 제공하려고 하였던 것으로 보여진다.

그러나 대법원은 이러한 뉴잉글랜드 지역 항소법원(2nd Cir.)의 bright line rule 을 기각하였다. 2016 년 Salman 건⁵⁴에서 대법원은 2nd Cir. 항소법원의 미래 이익 실현 가능성 기준이 Dirks 건 판단과 상충된다고 판단하였다. Bassam Yacoub Salman 씨는 처남인 Mounir (Michael) Kara 씨로부터 2004 년과 2007 년 사이에 여러 상장사의

⁵² “To the extent Dirks suggests that a personal benefit may be inferred from a personal relationship between the tipper and tippee, where the tippee's trades “resemble trading by the insider himself followed by a gift of the profits to the recipient,” we hold that such an inference is impermissible in the absence of proof of a meaningfully close personal relationship that generates an exchange that is objective, consequential, and represents at least a potential gain of a pecuniary or similarly valuable nature. In other words, as Judge Walker noted in Jiau, this requires evidence of “a relationship between the insider and the recipient that suggests a quid pro quo from the latter, or an intention to benefit the [latter].” US v. Newman, 773 F.2d 452 [emphasis added]. 대법원은 Dirks 건에서 내부자가 정보제공에 대한 대가를 받거나 또는 tippee 에게 이익기회를 제공하려고 하는 경우에 내부자가 이익을 실현할 것으로 간주할 수 있다고 하였다. 향소심은 내부자가 정보제공 이후 미래에 이익을 실현할 가능성이 있어야 한다고 해석하였다 (위 각주 52 번 참조).

⁵³ “There are objective facts and circumstances that often justify such an inference. For example, there may be a relationship between the insider and the recipient that suggests a quid pro quo from the latter, or an intention to benefit the particular recipient. The elements of fiduciary duty and exploitation of nonpublic information also exist when an insider makes a gift of confidential information to a trading relative or friend. The tip and trade resemble trading by the insider himself followed by a gift of the profits to the recipient.” Dirks v. SEC, 463 U.S. 664 [emphasis added].

⁵⁴ Salman v. US, 137 S.Ct. 420 (2016).

미공개중요정보를 제공받아 그를 근거로 증권거래를 이행하고 약 \$170 만의 이익을 실현하였다. Michael 은 씨티은행계열 증권사에 체직중인 동생 Maher Kara 씨로부터 관련 정보를 제공받았다. Maher 는 Michael 에게 정보를 제공하면서 금전적 이익을 받지는 않았지만, 형 Michael 이 그 정보를 근거로 증권거래를 한다는 사실을 인지하고 있었으며 Michael 이 이익을 실현할 것을 기대하였다고 진술하였다. Salman 씨는 Michael 로부터 제공받은 정보가 Maher 가 제공하였다는 사실을 알고 있었다. 항소심(9th Cir.)은 2nd Cir. Newman 판결이 제시한 내부자가 지인이나 친인척에게 재무정보를 제공한 경우에도 내부자가 이익을 받거나 이익 받을 가능성이 있어야 한다는 법리 기준을 거부하고⁵⁵ Salman 씨가 Maher 가 Michael 에게 내부정보를 제공하면서 Michael 이 이익을 실현할 것을 기대하였다는 사실을 인지하고 있었기 때문에, Salman 씨도 2 차 tippee 로 Rule 10b-5 를 위반하였다고 판단하였다. 대법원은 2nd Cir. Newman 판결이 Dirks 판결과 상충된다고 지적하면서 Salman 씨의 유죄판결을 그대로 인정하였다.

Salman 항소심과 대법원은 1983 년 Dirks 건 판결 이후 2000 년 채택된 SEC Rule 10b5-2 을 언급하거나 고려하지 않고 내부자 Maher 가 형 Michael 에게 정보를 제공하면서 이익을 받았는지를 검토하였다. 항소심 판결문에 의하면 Michael 과 Salman 씨는 Maher 가 제공한 내부정보에 대한 비밀을 유지하여야 한다는 사실을 인지하고 있었다. 따라서 Michael 과 Salman 씨는 Rule 10b5-2 를 위반한 것인데, 법원은 이에 대한 검토를 하지 않은 것으로 보이며, 검토하지 않은 근거가 확실하지 않아 보인다. Dirks 건에서 내부자가 지인 또는 친인척 tipper 에게 이익기회를 제공하는 것이 Rule 10b-5 를 위반하는 경우, 내부자와 tippee 의 친분 및 친인척 기준이 무엇인지는 여전히 불확실하여 보인다. 그러나 2002 년 채택한 새로운 증권사기형사법은 이러한 불확실성을 해소하여 줄 수 있어 보인다.

18 U.S.C. §1348.

2000 – 2002 년 사이에 Enron 사 등 대형 상장사 분식회계 사건들이 발생하고, 미 정부는 2002 년 SOX 법을 통하여 상장사 내부회계관리제도 등에 대한 법규를 개선

⁵⁵ US v. Salman, 792 F.3d 1087, 1093 (9th Cir., 2015).

강화하였다. SOX 법은 상장사들의 경영진에게 내부관리제도에 대한 책임을 부과하고, 증권사기 및 법인 사기행위 등에 대한 규제를 강화하였다.⁵⁶ 미 국회는 판례법을 위주로 한 내부자거래 규제규정만으로는 내부자거래를 적절하게 단속하기가 어렵다고 판단하여, 수탁자위반을 요구하는 tippee 내부자거래 판례를 거부하며, 기존 우편/통신 사기법, 금융사기법 등 다른 연방 사기법과 동일하게 제 3 자의 내부정보를 부당하게 사용하는 횡령만을 요건으로 하는 증권사기법을 신설하였다.⁵⁷ 기존 연방 사기법은 사기성 행위나 방법으로 우편/통신망을 사용하거나, 금융기관 또는 의료기관의 자산을 횡령하거나 허위사실, 진술을 통하여 자산을 획득하는 행위를 사기행위로 규제하고 있다. 이러한 연방사기법은 1948 년 채택된 우편 사기죄와 동일한 문구를 사용하고 있다. 우편사기죄는 제 3 자를 상대로 하는 사기 행위, 허위진술, 선약으로 제 3 자의 자산을 횡령하는 행위를 이행하거나 시도하면서 우편을 사용하는 것을 요건으로 하고 있다.⁵⁸ 법원은 우편 사기법 및 기타 연방사기법들을 입증하기 위해서는 행위자의 사기행위에 대한 고의(specific intent crime)를 입증하여야 한다고 하였다. 그러나, 행위자가 피해자에게 손실을 끼칠 의도는 필요하지 않다고 하였다. 대법원은 Carpenter 건에서 WSJ 기자가 Hear on the Street 기사 내용을 출판전에 tippee 에게 제공하여 증권거래에 사용하게 하면서, WSJ 에 손실을 끼칠 의도가 없다고 하여도, 사기행위에 대한 고의가 인정되고, WSJ 이 출판되지 않은 기사 내용에 대한 자산권한이 인정되어, 기사의 행위가 그 자산권한에 대한 횡령이라고

⁵⁶ Sarbanes Oxley Act of 2002 (Pub. L. 107-204). The Corporate and Criminal Fraud Accountability Act of 2002 는 SOX 법의 일부이다. 위 각주 26 참조.

⁵⁷ “Currently, in securities fraud cases, prosecutors must rely on generic mail and wire charges that carry maximum penalties of up to only five years imprisonment and require prosecutors to carry the sometimes awkward burden of proving the use of the mail or the interstate wires to carry out the fraud. Alternatively, prosecutors may charge a willful violation of certain specific securities laws or regulations, but such regulations often contain technical legal requirements, and proving willful violations of these complex regulations allows defendants to argue that they did not possess the requisite criminal intent. There is no logical reason for imposing such awkward and heightened burdens on the prosecution of criminal securities fraud cases. The investing public is entitled to no less protection than those who keep money in federally insured financial institutions enjoy under the bank fraud statute.” “The Corporate and Criminal Fraud Accountability Act of 2002,” Senate Report 107-146, at 6 (May 6, 2002).

“This provision would create a new 10-year felony for defrauding shareholders of publicly traded companies. The provision would supplement the patchwork of existing technical securities law violations with a more general and less technical provision, with elements and intent requirements comparable to current bank fraud and health care fraud statutes.” Senate Report 107-146, at 14. [emphasis added]

⁵⁸ “Whoever, having devised or intending to devise any scheme or artifice to defraud, or for obtaining money or property by means of false or fraudulent pretenses, representations, or promises, ... places in any post office or authorized depository for mail matter, any matter or thing whatever to be sent or delivered by the Postal Service, or ... by any private or commercial interstate carrier 18 U.S.C. 1341.

판단하였다.⁵⁹ 다른 기존 연방사기법에는 범죄자가 수탁자인지 또는 수탁자의무를 위반하였는지를 요구하지 않는다. 따라서, 대법원이 1983년 *Dirks* 건에서 내부자 *Secrist* 씨가 *tippee Dirks* 씨에게 내부정보를 제공하면서 개인적 이익을 받지 않았기 때문에 *Dirks* 씨의 고객 및 지인들이 그 정보를 근거로 이익을 취득하여도 *Dirks* 씨는 Rule 10b-5 을 위반하지 않았다고 판결하였으나, 형사법 제 1348 조의 신설이후, *Dirks* 씨는 *Secrist* 씨가 회사에 대한 비밀유지의무를 위반한 사실을 인지하였기 때문에, 그의 고객 및 지인들의 증권거래 및 이익에 대하여 증권사기죄로 처벌이 가능해졌다.

새로 채택된 연방 형사법 제 1348(1)조의 요건은 (1) 사기행위에 대한 의도, (2) 사기 계획 및 방법, (3) 상장사 증권관 연관되어야 한다.⁶⁰

⁵⁹ “Petitioners assert that their activities were not a scheme to defraud the Journal within the meaning of the mail and wire fraud statutes; and that in any event, they did not obtain any “money or property” from the Journal, which is a necessary element of the crime under our decision last Term in *McNally v. United States*, 483 U. S. 350 (1987). We are unpersuaded by either submission....” “As we observed last Term in *McNally*, the words ‘to defraud’ in the mail fraud statute have the ‘common understanding’ of “‘wronging one in his property rights by dishonest methods or schemes,” and “usually signify the deprivation of something of value by trick, deceit, chicane or overreaching.”” *Carpenter v. U.S.*, 484 U.S. 19, 25-27. 우편사기죄의 “사기”행위와 동일한 문구를 사용하는 금융사기죄 (18 U.S.C. 1344)를 적용하면서 대법원은 사기행위자가 은행에 손실을 끼칠 의도가 없거나, 은행이 실제 손실을 받지 않았다고 하여도, 행위자가 사기행위를 의도하였다면 금융사기죄가 성립된다고 판단하였다. “the statute, while insisting upon “a scheme to defraud,” demands neither a showing that the bank suffered ultimate financial loss nor a showing that the defendant intended to cause such loss.” *Shaw v. U.S.*, 137 S.Ct. 462, 464 (2016). Lawrence Eugene Shaw 씨는 은행 고객 Hsu 씨의 계좌 정보를 사용하여 Hsu 씨의 계좌에서 자금을 이체하여 사용하였다. Shaw 씨는 Hsu 의 자산을 횡령할 목적이었고 은행 자산을 횡령할 의도가 없었으며, 따라서 은행에 손실을 끼칠 의도가 없었다고 주장하였다. 대법원은 일반적으로 은행 고객이 자금을 입금하면, 그에 대한 소유권이 은행으로 이전되나, 특별 계좌 및 계약을 통하여 고객이 입금 자산에 대한 소유권을 유지하면서 은행에게는 보유권, 즉 수탁자 (bailee) 권한이 주어질 수 있으며, 그러한 수탁자의 권한도 자산이라고 하였다. 사기행위자가 수탁자 은행을 상대로 사기행위를 이행하면서 행위자가 은행에 손실을 끼칠 의도가 없다고 하여도, 사기행위로 은행의 수탁자 자산 권한을 침해하여 손실을 발생시킨다고 하였다. 대법원은 *Loughrin v. U.S.*, 134 S.Ct. 2383, 2389-2390 (2014)건에서 금융사기죄 (18 U.S.C. §1344(1)) 요건에 허위진술이 필요하지 않다고 판단하였다. 이는 우편사기죄 (18 U.S.C. §1341)의 문구를 다르게 해석한 판례와 다른 판단이었다. 우편사기죄 문구는 금융사기죄 및 증권사기죄 등의 (1) “defraud”와 (2) “허위진술” 등을 사용한 횡령을 분리하지 않고 한 문장으로 명시하고 있는데, 대법원이 이를 해석하면서 “허위진술”등의 요건이 동일하게 적용된다고 판단하였으나, 그 이후 국회는 (1) defraud 와 (2) 허위진술 행위를 구분하여 별도의 행위로 정의하였다. Sandra Moser & Justin Weitz, “18 U.S.C. §1348 – A Workhorse Statute for Prosecutors,” 66 DOJ Journal of Federal Law and Practice 111, 114 (2018).

⁶⁰ 18 U.S.C. §1348 - “Securities and commodities fraud
Whoever knowingly executes, or attempts to execute, a scheme or artifice—
(1) to defraud any person in connection with ... any security of a [listed] issuer ...; or
(2) to obtain, by means of false or fraudulent pretenses, representations, or promises, any money or property in connection with the purchase or sale ... or any security of a [listed] issuer ...;
shall be fined under this title, or imprisoned not more than 25 years, or both.”
“In order to prove a violation of the 18 U.S.C. 1348, the Government must show: ‘(1) fraudulent intent (2) a

형사법 제 1348(1)조는 행위자가 상장사 증권과 연관되어 제 3 자에게 사기행위 (defraud)를 이행하는 것을 금지하는데, 제 1348(2)조와 달리 허위진술을 요구하지 않는다. 수탁자의무, 전문가의무 등을 위반하거나 정보횡령 (misappropriation) 등의 비밀유지의무 위반으로 사기행위가 인정된다. 행위자가 사기행위의 모든 요건을 직접 이행하지 않은 경우에도 공모자들과 함께 사기행위를 이행하였다면, 증권가시 공모혐의로 처벌이 가능하다. 첫 보도된 형사법 제 1348 조 처벌건인 Mahaffy 건⁶¹에 의하면, Merrill Lynch, Citigroup 및 Lehman Brothers(대형증권사)에 고용된 증권중개인 수명들이 각 대형증권사가 직원들에게 제공하는 기관투자자들의 대량 주문내용을 외부 day trading 증권사 중개인들에게 알려주고, 그들이 관련 대량주문에 대한 front running 거래를 하여 이익을 실현할 수 있게 하고, 대가를 받았다. 배심원들은 day trading 증권중개인들이 개별적으로는 형사법 제 1348(1)조를 위반하지 않았다고 판단하였으나, 대형증권사 중개인들과 공모하여 제 1348(1)조를 위반하였다고 판단하였다.⁶²

2019 년 Blaszczak 건⁶³에서 연방 항소법원은 형사법 제 1348 조 증권사기죄에는 기존 SEC Rule 10b-5 와 달리 내부자의 개인적 이익이 중요하지 않고 단순히 내부자가 관련 내부정보의 비밀유지의무를 위반하였는지가 중요하다고 판단하였다. David Blaszczak 씨는 국가 의료보험 행정기관인 Centers for Medicare & Medicaid Services (CMS)에서 퇴사한 후, 과거 동료들로부터 CMS 의 정책과 규정이 발표되기 전에 정보를 제공받고 그를 의료업관련 헤지펀드에 종사하는 지인들에게 전달하여 증권거래를 통한 \$8 백만 이익을 실현하게 하였다. CMS 직원들은 Blaszczak 씨에게 CMS 내부정보를 제공하면서 개인적 이익을 취하지 않았다. 1 심 소송에서 배심원들은

scheme or artifice to defraud; and (3) a nexus with a security.’ The Court finds that this standard is sufficiently clear to prevent the arbitrary or discriminatory application of 18 U.S.C. 1348.” U.S. v. Motz, 652 F.Supp.2d 284 (EDNY, 2009), U.S. v. Mahaffy, 693 F.3d 113, 125 (2nd Cir., 2012) 연방 항소법원이 Motz 법원의 §1348(1)의 3 가지 요건을 재 확인함.

⁶¹ U.S. v. Mahaffy, 05-CR-613 (E.D.N.Y., Aug 2, 2006).

⁶² 첫 1 심 배심원은 피고들이 개별적으로 형사법 제 1348(1)조를 위반하지 않았다고 판단하였으나, 공모죄에 대해서는 합의를 보지 못해 (hung jury), 다시 진행된 2 차 1 심 소송의 배심원들이 피고들에 대한 공모 유죄를 판단하였다. 항소법원은 공모 유죄판결의 배심원 지시사항 및 증거 충족 등에 대하여 1 심 결과를 인정하였으나, 검사가 피고에 유리한 모든 증거를 제공하지 않았고, 형사법 제 1346 조에 대한 대법원의 Enron 사 대표 Skilling 건 판결로 제 1346 조에 대한 배심원 지시 내용에 문제가 있다고 하여 1 심 판결을 파기환송하였다. U.S. Mahaffy, 693 F.3d 113 (2nd Cir., 2012).

⁶³ U.S. v. Blaszczak, 947 F.3d 19 (2nd Cir., 2019).

CMS 직원들이 개인적 이익을 취하지 않았기 때문에 피고들에게 Rule 10b-5에 대하여는 무죄를 판단하였지만, 형사법 제 1348 조에 대해서는 유죄를 판단하였다. 항소법원은 CMS의 미공개 정보가 통상적인 무형자산으로 인정되며⁶⁴, tippee의 내부자거래에 대한 Rule 10b-5의 요건인 내부자의 개인적 이익이 제 1348 조에서는 필요하지 않다고 확인하였다.⁶⁵ 학회는 법원의 형사법 제 1348 조에 대한 이러한 판결에 동의하고 있다.⁶⁶

iii. 상장사 경영권 지분 매매거래

미국에서 상장사 대주주가 경영권 지분을 특정 매수자에게 매각하는 경우는 흔하지 않다. 그러한 경우, 매수후보자들이 매수를 완료하기 전에 발행사에 대한 실사를 이행한다. 역시 국내와 마찬가지로, 매수후보자들이 실사를 이행하기 전에, 매수후보자와 발행사는 통상적으로 비밀유지계약을 체결한다. 매수후보자들은 실사과정에 인지하게 되는 발행사 미공개정보가 공개되지 전 일정기간동안 발행사 주식거래 (매수 및 매도)를 하지 않겠다고 동의한다.⁶⁷

매수후보자가 실사를 통하여 인지한 내부정보가 미공개중요정보로 유지되고 있는 상태에서 매수거래를 완료하면, 발행사는 Reg FD를 위반할 가능성이 높고, 매수후보자와 함께 내부자거래 법규를 위반할 가능성이 높다. 따라서, 발행사와 매수후보자는 비밀유지계약, 지분매도/매수계약 또는 별도의 계약에서 발행사가 매수 완료일 이전에 관련 미공개중요정보를 공시한다고 합의하는 것이 시장의 관행이다.⁶⁸

⁶⁴ U.S. v. Blaszcak, 947 F.3d, 34.

⁶⁵ U.S. v. Blaszcak, 947 F.3d, 35.

⁶⁶ Robert G. Morvillo & Robert J. Anello, "The Evolving Mystery of Illegal Insider Trading," The New York Law Journal, v. 244, No. 23, (Aug 3, 2010); Elkan Abramowitz & Jonathan S. Sack, "Back to the Future: Criminal Insider Trading Under Title 18," the New York Law Journal, v. 260, no. 2, (July 3, 2018); Karen E. Woody, "The New Insider Trading," 52 Ariz. St. L.J. 594 (Summer 2020); Andrew J. Meyer, Note: "Insider Trading Under Sabanes-Oxley: Bypassing the Personal Benefit Test," 86 Missouri L.R. 951 (Summer 2021).

⁶⁷ Sautter, Christina M., "Promises Made to be Broken? Standstill Agreements in Change of Control Transactions", 37 Delaware Journal of Corporate Law 1 (2013), avail at https://digitalcommons.law.lsu.edu/faculty_scholarship/5.

⁶⁸ SEC에 공시된 한 상장사의 지분 매도/매수계약에 관련 조항은 다음과 같다.

"On or before 8:30 a.m., New York local time, on the Closing Date (and in any event within four Business Days of the date of this Agreement) the Company shall disclose on Commission Form 6-K the transactions contemplated by this Agreement and the Registration Rights Agreement (the "Cleansing Disclosure"). From and after the Cleansing Disclosure, no Purchaser shall be in possession of any material, non-public information received from the Company or any of its officers, directors, employees or agents in connection with the transactions contemplated by this Agreement that is not disclosed in the Cleansing Disclosure. The Company

국내 상장사 대주주가 경영권 지분을 매각하는 경우, 매수후보자가 체결하는 비밀유지계약은 매수후보자가 실사를 통하여 미공개중요정보를 득하게 되고, 일정기간 동안 상장사의 증권거래를 하지 않겠다고 약속을 하나, 대주주의 경영권 지분 거래는 지적하여(expressly) 허용한다. 국내 법조계는 이러한 비밀유지계약과 경영권 매각에 대한 시장 관행 상, 매수후보자의 거래가 내부자거래 법규를 위반하지 않으며, 발행사가 비밀유지계약에서 관련 거래를 승인하기 때문에 법적 문제가 없다고 판단하고 있어 보인다.

그러나, 시장의 관행이 관련 법규에 예외 조항을 만들 수 없는 것은 당연하다. 또한 발행사의 경영진 또는 이사회가 계약을 통해 불법행위를 합법화할 수 없다⁶⁹.

미국에서는 경영진과 이사회는 회사에 대하여 수탁자의무가 있다. 특히 경영진, 이사회 및 지배주주는 회사와 소액주주에게 충실의무가 있으며, 대주주의 이익을 위한 경영판단, 즉 대주주의 경영권 지분 매각에 협조하는 매수후보자에게 미공개중요정보 실사 기회를 제공하는 것에 대한 충실의무가 부과된다.⁷⁰ 이러한 경우, 이사회, 경영진과 대주주는 그러한 협조업무를 승인하는 절차 및 내용이 회사와 특히 소액주주들에게 공평하여야 한다.⁷¹ 절차 및 내용에 대한 공평 기준은 대주주 등이 관련 거래에 관련된 중요한 정보를 (거래를 검토하는) 이사회와 소액주주에게 공개하여야 하며, 거래 절차 및 내용을 검토하고 결정하는 이사들이 대주주로부터

shall not otherwise publicly disclose the name of any Purchaser or any Affiliate or investment adviser of any Purchaser, or include the name of any Purchaser or any Affiliate or investment adviser of any Purchaser in any press release or filing with the Commission (other than in a Registration Statement and any exhibits to filings made in respect of this transaction in periodic reports or current reports filed under the Exchange Act) or any regulatory agency, without the prior written consent of such Purchaser, except to the extent such disclosure is required by law or regulations, in which case the Company shall provide the Purchasers with prior notice of such disclosure.” Share Purchase Agreement, Teekay Corp & several purchasers, May 18, 2016, §5.3 Disclosure. [emphasis added.]

⁶⁹ Mosser v. Darrow, 341 U.S. 267 (1951). Darrow 씨는 2 trust (신탁)의 trustee (관리인)으로 선임되었는데, 신탁 직원들에게 신탁 이익과 상충되는 거래를 허용하였다. 법원은 관리인이 수탁자의무를 위반하여 직원들에게 신탁에 손실을 끼치는 행위를 허용할 수 없으며, 그로 인하여 발생한 신탁의 손실을 배상하여야 한다고 판단하였다.

⁷⁰ 이사의 경우, 대주주와 이해관계가 없으면, 주의의무가 적용된다. 국내에서 지배주주들이 사외이사 후보를 실질적으로 결정하고 있어, 미국 기준으로 보면, 모든 이사들이 지배주주로부터 독립되지 않았다고 판단될 가능성이 높다. 지배주주로부터 독립되지 않은 이사들에게 지배주주와 회사와의 거래 등에 대하여 충실의무가 적용된다. 아래 각주 71 번 참조.

⁷¹ 양명석, “일감몰아주기과 이사의 충실의무,” (2018), <https://ssrn.com/abstract=3213040> 에서 다운로드 가능; 양명석, “지배주주의 수임자의 의무와 경영판단의 원칙,” (2017), <https://ssrn.com/abstract=2924306> 에서 다운로드 가능; “미국법 관점에서 보는 삼성물산과 제일모직의 합병,” (2017) <https://ssrn.com/abstract=3095513> 에서 다운로드 가능.

독립되어야 하고 소액주주들이 대주주의 영향을 받지 않고 거래에 대한 판단을 할 수 있어야 한다. 미국에서는 국내와 달리 대부분의 경영권 매수자가 공개매수를 통하여 매수하여 매수이후 소액주주들이 없는 경영상황을 선호하기 때문에 경영권 지분 매도과정에 발행사 이사회와 소액주주들의 승인이 필요하기 때문이다.

2016년, 상장사 The Fresh Market의 9.8% 지분을 소유한 창업자 지배주주가 Apollo 헤지펀드와 Fresh Market의 매각에 대한 사전 협상을 하고, Apollo가 인수를 하게 되면, 지배주주의 지분을 약 2배로 늘려주겠다는 Apollo의 합의를 받았다. 지배주주는 Apollo와 협상과정에서 만약 Apollo가 Fresh Market를 인수할 수 없게 된다면, 소유지분 9.8%를 증권시장에서 매각할 생각이라고 공개하였다. Apollo는 Fresh Market 이사회와 인수에 대한 협상을 성공적으로 완료하고, 공개매수를 시도하여 과반수 지분을 인수하게 되었다. 공개매수 과정에 Fresh Market은 공시자료를 준비하여 이사회 승인을 득하여 소액주주들에게 배포하였다. 공시자료에는 지배주주가 Apollo와 사전 협상을 하였다는 사실, Apollo가 인수하게 되면 지배주주의 지분을 2배로 늘려 주겠다는 협상내용 및 Apollo가 인수하지 않으면 지배주주가 보유 지분을 시장에서 매각하겠다는 입장 내용이 포함되지 않았다. 소액주주는 매각과정 및 이사회 승인과정이 이사회와 지배주주의 충실의무를 위반하였다고 소를 제기하였고, 법원은 소액주주의 주장을 인정하였다.⁷² 미국에서는 발행사의 경영진 또는 이사회가 대주주의 경영권 지분 매각과정에 협조하면서 매수후보자에게 내부자거래 금지법규 및 공정공시 규정을 위반하는 행위를 허용할 권한이 없으며 그런 행위를 합법화할 수도 없다.

b. EU

EU 내부자거래 금지 규정은 1989년 도입되었고, 2003년과 2014년 개정되었다.

1973년 EU에 가입한 영국은 1960년대부터 내부자거래를 규제하였으며, EU 규정이 도입되기 전에는 미국과 같이 내부자의 수탁자의무 관점에서 집행되었다.⁷³ EU 규정은 그와 달리 증권시장의 효율적인 운영을 위해서는 투자자들의 신뢰가 중요하며,

⁷² Morrison v. Berry, 191 A.3d 268 (Del, 2018).

⁷³ P.L. Davies, "The European Community's Directive on Insider Dealing: From Company Law to Securities Markets Regulation?" 11 Oxford Journal of Legal Studies 92, 92 (Spring, 1991), available at <https://www.jstor.org/stable/764507>.

그를 위해서는 투자자들이 투자정보에 대한 동등한 위치에 있어야 한다는 원칙을 중요시하였다.⁷⁴ 1989년 규정⁷⁵은 상장사의 내부 임·직원 및 업무와 관련하여 내부정보를 취득하는 외부자들 모두에게 미공개중요정보를 사용하는 증권거래를 금지하고, 일상업무 범위 외에서 내부정보를 제 3자에게 제공하는 것을 금지하였으나, tippee 에 대한 거래금지 내용은 포함되지 않았다.

2003년 규정 (Market Abuse Directive – MAD)⁷⁶은 1989년 규정의 내부자 범위에 미공개중요정보라는 사실을 인지하거나 인지하여야 하는 제 3자 모두를 포함하였다.⁷⁷ 따라서 미공개중요정보라는 사실을 인지한 모든 tippee 들도 정보를 제공한 내부자의 수탁자의무 위반 여부나 이익 실행 여부와 상관없이 내부자와 동일한 의무를 가지게 되었다. 단, EU의 MAD 선포자료에서 관련 규정의 배경을 설명하는 부분에서 기업 인수 및 공개매수과정에 내부정보를 사용하는 것 자체는 내부자거래로 인정되지 않는다고 언급하여, 매수자가 실사과정에서 알게된 미공개중요정보를 사용하는 경영권지분 매수가 내부자거래로 인정되지 않는다는 해석이 가능하게 하였다.⁷⁸ MAD와 MAR는 상장사들이 미공개정보가 발생하는대로 가능한 한 빠르게 그를 공개하여야 한다고 하였다.⁷⁹

⁷⁴ Marco Ventrizzo, “Comparing Insider Trading in the United States and in the European Union: History and Recent Developments,” ECGI Working Paper Series in Law, Working Paper No. 257/2014 (May, 2014), available at <http://ssrn.com/abstract=2442049>; Franklin A. Gevurtz, Globalizing Up Corporate Law, 68 SMU L. REV. 741 (2015), available at <https://scholar.smu.edu/smulr/vol68/iss3/15>.

⁷⁵ Directive 592/1989/EEC (Nov. 13, 1989).

⁷⁶ Directive 2003/6/EC (Jan. 28, 2003).

⁷⁷ MAD Article 4. “Member States shall ensure that Articles 2 and 3 also apply to any person, other than the persons referred to in those Articles, who possesses inside information while that person knows, or ought to have known, that it is inside information.”

⁷⁸ “Having access to inside information relating to another company and using it in the context of a public takeover bid for the purpose of gaining control of that company or proposing a merger with that company should not in itself be deemed to constitute insider dealing.” MAD, ¶29.

⁷⁹ “Member States shall ensure that issuers of financial instruments inform the public as soon as possible of inside information which directly concerns the said issuers.” Article 6, MAD. “An issuer shall inform the public as soon as possible of inside information which directly concerns that issuer.” Article 17(1), MAR. 미국이나 국내의 정기공시의무와 달리 EU는 모든 미공개중요정보를 수시공시하는 것이 원칙이다. 미공개상태를 유지하는 것이 상장사의 이익과 상충되고, 투자자들에게 불이익이 발생하지 않으며, 미공개정보의 비밀이 유지되는 경우에는 공개 시점을 연기할 수 있다. 따라서, 경영권 지분의 매각 및 합병 등 일정 기간동안 협상이 필요하고 관련 내용을 비밀로 유지하여야 할 필요가 있는 경우, 위 3가지 요건을 충족시킬 수 있으면, 공개를 연기할 수 있다. Article 17(4), MAR. 그러나, 합병과 같이 구체적인 마감 또는 결과일정이 있다고 하여도, 그 중간 과정 상황 자체도 미공개중요정보로 인정될 수 있다. 예를 들어, 2005년 4월 6일, Daimler(벤츠)사 경영이사회 (Board of Management) 회장인 Schrempp 씨가 회장직을 사임을 고려하였고, 이를 5월 17일 이사회 (Supervisory Board) 회장인 Kopper 시와 논의한 후, 6월 1일부터 7월 27일까지 사임결정을 각 이사회에 보고하고 이사들과 논의하였다. 벤츠사는 7월 10일부터 Schrempp 씨 사임에 대한 발표문과 내부

2014년 규정 (Market Abuse Regulations – MAR)⁸⁰은 2003년 MAD의 적용범위를 확대하면서 내부자의 정의 및 내부자거래 금지 및 공개 금지 규정을 유지하였다. 기업 인수 및 공개매수과정에 내부정보를 사용하는 것에 대해서는 인수자나 매수자가 취득한 미공개중요정보는 인수나 매수가 확정되기 전에 공개되어야 한다는 조항을 신규 추가하였다.⁸¹ MAD에서 매수자가 기업인수과정 실사를 취득한 내부정보를 공개하지 않고 인수 거래를 완료할 수 있다고 해석이 가능하였다면 MAR에서는 그러한 거래를 직접 언급하여 금지하고 있다.

MAD와 MAR의 내부자의 범위는 넓게 해석하여야 한다. EU는 증권시장이 효율적으로 운영되기 위해서는 투자자들의 신뢰가 필수 요건이며, 투자자들이 동일한 정보를 접할 수 있어야 한다고 강조하고 있다. 2012년 Einhorn 건⁸²에서 영국 증권감독기관인 Financial Services Authority (FSA)는 영국 상장사에 투자한 미국 펀드 매니저인 Einhorn 씨도 MAD에 의한 상장사의 내부자라고 판단하였다. Einhorn 씨는 미국 투자펀드 Greenlight의 창업자이자 펀드매니저였다. Greenlight의 투자자산은 약 \$50억이었고, 영국 상장사 Punch Taverns PLC (Punch) 약 14% 지분을 보유하고 있었고 Punch의 주요주주였다. Punch의 총시가는 약 £4억이며, 2009년 6월 15일 £3.75억 규모의 신주 발행을 결정 발표하였다. 신주발행 발표 전, 6월 8일 Punch는 Einhorn 씨에게 신주발행 가능성을 언급하며, 비밀유지계약을 체결하면 Punch

직원들에게 보낼 서신을 준비하기 시작하였다. 7월 17일 Schrempp 씨와 Kopper 씨는 Schrempp 씨의 후임자에 대한 합의를 하고 7월 28일 이사회에 보고하기로 합의하였다. 7월 28일 이사회는 Schrempp 씨의 사임과 후임자를 승인하고, 벤츠사는 사임 사실을 즉시 발표하였다. 발표 후, 벤츠사 주가가 급격히 상승하였고, 발표 전에 주식을 매각하였던 주주가 벤츠사가 미공개중요정보 공시의무를 위반하였다고 소를 제기하였다. 독일 법원은 Schrempp 씨의 사임 결정이 7월 27일 이사회 결정이 있던 시점에 미공개중요정보라고 확인할 수 있다고 벤츠사 승소를 판결하면서 Schrempp 씨의 사임과정이 미공개중요정보 공시를 지연할 수 있는 조건을 충족시키지 않는 것을 인정하나, 매각 주주들의 손실이 공시 지연과 연관성이 없다고 판단하였다. 항소심은 MAD 관련 규정의 해석을 EU 법원에 의뢰하였고, EU 법원은 Schrempp 씨의 사임과 같이 일정 기간 동안 협상 또는 준비 작업이 있는 경영결정에 대해서도 중간 시점에 미공개중요정보라고 판단되는 내용은 공시되어야 한다는 입장을 고수하였다. *Gelti v. Daimler, C-19/11* (European Court of Justice (Second Chamber), June 28, 2012).

⁸⁰ Regulation (EU) No 596/2014 (Apr 16, 2014).

⁸¹ “For the purposes of Article 8 and 14, it shall not be deemed from the mere fact that a person is in possession of inside information that that person has used that information and has thus engaged in insider dealing, where such person has obtained that inside information in the conduct of a public takeover or merger with a company and uses that inside information solely for the purpose of proceeding with that merger or public takeover, provided that at the point of approval of the merger or acceptance of the offer by the shareholders of that company, any inside information has been made public or has otherwise ceased to constitute inside information.” Article 9, paragraph 4, MAR. [emphasis added.]

⁸² Einhorn Decision Notice, Financial Services Authority (FSA), Jan 12, 2012. Greenlight Decision Notice, FSA, Jan 12, 2012.

내부정보를 공유하겠다고 제안하였으나, Einhorn 씨는 이를 거절하였다. 6월 9일, Punch 사는 Einhorn 씨가 비밀유지계약을 거절한 사실을 인지하면서 Einhorn 씨에게 전화를 하여 신주발행에 대한 구체적이고 세부적인 내용을 직접 언급하지 않으면서, 그에 대한 내용을 언급하면서 논의를 하였다. Einhorn 씨는 통화 내용에서 Punch 사가 계획하는 신주 발행규모 및 발행시점을 예측할 수 있게 되었다. Einhorn 씨는 6월 9일 Punch사와 전화 통화 이후 즉시 Greenlight 직원들에게 Punch 주식 매각을 지시하였다. Greenlight는 9일에서 11일 사이에 Punch 시장 거래량의 65-86%에 해당하는 주식을 매각하여, 12일 Punch사의 신주발행 소식이 발표되었을 때 Punch사 지분 9%를 보유하고 있었다. Punch사의 신주발행 소식 발표이후 Punch 주가는 약 30% 하락하였다. Greenlight 펀드들은 Punch 주식 사전 매각으로 약 £580만 손실을 회피할 수 있었다.

FSA는 Einhorn 씨가 비밀유지계약을 체결하지 않았지만, Punch와의 유선상 통화를 통하여 신주발행 목적, 규모 및 시간을 예측할 수 있는 수준의 사실을 확인하였고, 그러한 사실을 확인할 수 있었던 것은 Einhorn 씨가 Greenlight 펀드 매니저라는 직무이었기 때문에 Einhorn 씨는 Punch사의 내부자라고 판단하였다. Einhorn 씨는 전화 통화 내용이 Punch사의 미공개중요정보가 아니라고 믿었다고 주장하였으나, FSA는 Einhorn 씨의 금융시장의 오랜 경력 및 Greenlight에서의 업무를 고려하면 Einhorn 씨의 믿음이 정당하지 않았다고 판단하고, Einhorn 씨가 Greenlight 내부 내부자거래 규정 전문가와 상의 하지 않은 것을 지적하였다.⁸³ FSA는 Einhorn 씨에게는 £3,638,000의 벌금과 추징금을, Greenlight에게는 £3,650,795의 벌금과 추징금을 징수하였다.⁸⁴

미국과 같이, EU에서 지배주주가 상장사 경영권 지분을 매각하는 과정에, 매수자가 실사를 이행하여 미공개중요정보를 검토하게 되면, 매수를 완료하기 전에 미공개중요정보를 공시하여야 한다.

⁸³ Einhorn Decision, ¶2.10.

⁸⁴ Einhorn 씨도 개인적으로 Punch 주식을 보유하고 있었으며, 그를 Punch사의 신주발행 발표전 매각하여 £638,000 손실을 회피하였다고 하여 FSA는 Einhorn 씨 개인에게 동일 금액을 추징금으로, 추가 £300만을 벌금으로 징수하였다. Greenlight는 내부자거래로 펀드의 손실을 회피하게 하여 수수료 등의 손실을 회피하였으며, 그 규모가 £650,795 이어서, FSA는 Greenlight 사에게 그를 추징금으로, £300만을 벌금으로 징수하였다. Einhorn Decision, ¶1.2 & Greenlight Decision, ¶1.2.

3. 국내상황

미공개중요정보 이용 행위:

자본시장법 제 174 조는 상장사의 내부자, 대주주 및 경영권 지분 매수자 등이 미공개중요정보를 특정증권거래에 이용하거나 제 3 자에게 이용하게 하는 행위를 금지하고 있다.⁸⁵ 대주주가 경영권 지분을 매각하는 과정에 대주주와 매수자가 발행사의 미공개중요정보를 실사하여 그를 근거로 매매가격을 협상하고 거래를 이행하는 행위는 자본시장법 제 174 조가 금지하는 미공개중요정보 이용행위이다.

대주주 경영권 지분 양도 거래에 대한 시장관행은 대주주와 매수자가 매도/매수계약을 체결하기 전에 발행사에 대한 실사를 이행하는 것이다. 실사가 이행되기 전에, 발행사는 거래당사자들과 미공개중요정보에 대한 비밀유지계약을 체결하는데, 대주주와 매수자는 실사로 취득한 미공개 정보를 관련 경영권 지분양도 거래 외 다른 목적으로 사용하지 않는다고 동의한다. 자본시장법이나 다른 법규에는 대주주 경영권지분 매각거래에 미공개중요정보를 사용하는 것을 내부자거래금지규정의 예외로 인정하지 않고 있으나, 시장은 대주주와 매수자가 미공개중요정보를 경영권지분 매각거래 외의 다른 목적으로 사용하지 않겠다고 선약을 하기 때문에, 자본시장법 제 174 조가 금지하는 미공개중요정보 이행행위가 아니라고 믿고 있어 보인다.⁸⁶

⁸⁵ “제 174 조(미공개중요정보 이용행위 금지) ① 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 자 ... 는 상장법인 ... 의 업무 등과 관련된 미공개중요정보(투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보로서 대통령령으로 정하는 방법에 따라 불특정 다수인이 알 수 있도록 공개되기 전의 것을 말한다. 이하 이 항에서 같다)를 특정증권등 ... 의 매매, 그 밖의 거래에 이용하거나 타인에게 이용하게 하여서는 아니 된다.

1. 그 법인(그 계열회사를 포함한다. 이하 이 호 및 제 2 호에서 같다) 및 그 법인의 임직원·대리인으로서 그 직무와 관련하여 미공개중요정보를 알게 된 자

2. 그 법인의 주요주주로서 그 권리를 행사하는 과정에서 미공개중요정보를 알게 된 자

...

4. 그 법인과 계약을 체결하고 있거나 체결을 교섭하고 있는 자로서 그 계약을 체결·교섭 또는 이행하는 과정에서 미공개중요정보를 알게 된 자

...”

자본시장법.

⁸⁶ 최근 대주주 경영권지분 매각건에 관련하여 대형법무법인이 제출한 의견서에서 법무법인은 매도인 매수인 모두가 관련 미공개중요정보를 경영권지분 거래 외 다른 거래 목적으로 사용하지 않겠다고 선약을 하였기 때문에, 자본시장법 제 174 조를 위반하지 않는다고 주장하였다.

내부자거래금지 규정은 1991년 관련 증권거래법을 미국 내부자거래금지규정을 근거로 하여 재정하면서 도입되었다.⁸⁷ 1991년 미국 내부자거래금지규정은 SEC Rule 10b-5와 그에 대한 대법원의 판례로 상장사의 내부자가 제 3자 tippee에게 미공개중요정보를 제공하면서 수탁자의무를 위반하였다면, 특 개인적 이익을 득하였다면, 내부자와 tippee 모두에게 내부자거래금지 규정을 적용하였으나, 그러하지 않았다면, 내부자와 tippee에게 책임을 부과하지 않았다. 구 증권거래법 제 188조의 2는 내부자에게 내부자거래를 금지하였으나, tippee에게는 동일한의무를 부과하지 않았다. Tippee에 대한 규제는 증권거래법 이후 입법화된 자본시장법 제 178조의 2, 시장질서 교란 행위의 금지 조항으로 시작되었다.⁸⁸ 관련 법규에는 대주주 경영지분 매각에 대한 예외 언급이 없으며, 당연히 대주주 경영지분 매각 경우에도 적용되어야 한다.⁸⁹

공정공시규정:

공정공시규정은 증권시장의 공정성을 확보하기 위하여 공시의무가 있는 정보를 특정인에게만 미리 제공하는 것을 금지하고 있다.⁹⁰ 규정대상 특정인은 금융투자업자와 증권거래를 이행할 것으로 예상되는 기존 주주 등으로 제한되어 있다. 증권거래를 이행할 것으로 예상되는 기존 주주는 증권거래를 하지 않겠다고 서면으로 확인한 주주를 제외한 다른 모든 주주를 의미한다.⁹¹ 대주주 경영권 지분 매각 과정에서 실사를 통하여 공시되지 않은 공시 중요정보를 대주주 및 매수자에게 제공하는 것은 별도의 특예 사항이 없다면 공정공시규정을 위반할 수 있다.

⁸⁷ 손성, “내부자거래 규제에 관한 연구,” 상사법연구 제 27권 제 2호, pp. 231-292, 232 (2008).

⁸⁸ 성희환, “2014년 개정 자본시장법상 시장질서교란행위 규제 도입의 함의와 전망,” 증권법연구, 제 16권 제 1호 pp. 135-174, 135 (2015), 장근영, “내부자거래 규제범위의 확대,” 경제법연구 제 15권 제 3호, pp. 69-89, 69 & 74 (2016).

⁸⁹ “당해 법인을 인수하기 위하여 실사를 하고 있는 기업의 경우, 해당 법인의 미공개중요정보를 지득할 수 있으므로 계약체결을 교섭중인 자도 내부자 범위에 포섭된다고 할 수 있다.” 김영록, “자본시장법상 미공개중요정보이용행위와 법적규제에 관한 고찰,” 국제법무 제 9집 제 2호, pp. 23-55, 34 (2017.11.30).

⁹⁰ 유가증권시장 공시규정(공시규정), 제 15조 제 3항, 유가증권시장 공정공시 운영기준(공정공시 기준), 제 6조.

⁹¹ “공정공시대상정보를 이용하여 유가증권시장주권상장법인의 증권을 매수하거나 매도할 것으로 예상되는 해당 증권의 소유자’란 제공받은 정보를 이용하여 해당 유가증권시장주권상장법인이 발행한 증권을 매수 또는 매도하지 않을 것이라는 의사표시를 서면으로 하지 않은 자로서 해당 증권을 소유하고 있는 자를 말한다.” 공정공시 기준, 제 6조 제 8항.

공시규정과 공정공시 기준은 제공된 공정공시정보에 대한 비밀을 유지하겠다고 동의한 변호사, 회계사, 일상적인 업무의 일환으로 정보를 제공받은 자 등에 대해서는 공정공시 규정을 적용하지 않는다는 예외조항을 인정하고 있다.⁹² 국내 시장의 관행은 대주주와 매수자 등이 실사로 통하여 취득한 내부정보를 실사목적 증권거래 외의 목적으로 사용하지 않는다는 비밀유지의무계약이, 공정공시규정에서 인정되는 비밀유지의무가 존재하는 관계라고 주장하는 것으로 보인다. 그러나, 자본시장법 제 174 조가 금지하는 미공개중요정보를 이용하는 증권거래는 정보를 취득하기 전에 확정된 거래 등의 특별한 상황이 아닌 경우에는 정보를 보유하고 있는 상태에서의 거래는 관련 정보를 이용하는 거래가 포함되어,⁹³ 그러한 시장관행의 주장은 인정하기 어렵다.

시장의 이러한 주장은 한국거래소가 발행한 공정공시 가이드라인 및 공시·상장관리 해설 등을 근거로 제시하기도 한다. 거래소의 2017년 공정공시 가이드라인은 “M&A의 특성상 [정보제공이] 비공개적으로 추진되는 경우가 일반적이고, M&A 추진 사실 자체가 공정공시로 인하여 공개되는 경우 계약 성사에 영향을 미칠 수 있으므로 M&A 당사자간 비밀을 유지하기로 명시적으로 동의한 경우에 한하여 공정공시의무 적용 예외에 해당 되어 공정공시의무가 발생하지 않을 수 있다”고 하였다.⁹⁴ 거래소는 M&A 진행과정에서 협상 사실을 공시하는 경우, 그 사실 자체로 계약성사에 영향을 미칠 수 있다는 사실을 근거로, 비밀유지계약에 의거하여 협상 사실을 공시하지 않아도 된다는 입장을 제시하고 있다.

⁹² 공시규정, 제 18 조, 공정공시 기준, 제 9 조.

⁹³ “구 자본시장법 제 174 조 제 1 항 각 호의 어느 하나에 해당하는 자가 미공개중요정보를 인식한 상태에서 특정증권 등의 매매나 그 밖의 거래를 한 경우에 그 거래가 전적으로 미공개중요정보 때문에 이루어지지는 않았다고 하더라도 미공개중요정보가 거래를 하게 된 요인의 하나임이 인정된다면 특별한 사정이 없는 한 미공개중요정보를 이용하여 거래를 한 것으로 볼 수 있다. 그러나 미공개중요정보를 알기 전에 이미 거래가 예정되어 있었다거나 미공개중요정보를 알게 된 자에게 거래를 할 수밖에 없는 불가피한 사정이 있었다는 등 미공개중요정보와 관계없이 다른 동기에 의하여 거래를 하였다고 인정되는 때에는 미공개중요정보를 이용한 것이라고 할 수 없다.” 대법원 2017.1.12. 선고 2016 도 10313 판결; 강대섭, “시장질서 교란행위의 금지 내용과 그 적용상의 문제 - 이른바 정보이용형 시장질서 교란행위를 중심으로-,” 경영법률, 제 29 권 제 2 호, (401-455), 411 (2019).

⁹⁴ “【 가이드라인 4-12 】 M&A 를 위하여 기업의 정보를 잠재적 매수자에게 제공하는 경우 공정공시의무의 발생여부는?”, 유가증권시장 공정공시 가이드라인, 한국거래소 (2017.12). 2008 년 가이드라인과 2010 년 개정판은 동일한 질문 이슈에 대하여 답변에 “M&A 당사자 간 비밀유지 동의여부에 따라 판단할 사항”이라고 전제한 후, 위 답변과 동일한 문구로 설명하면서, 단 “공정공시의무가 발생하지 않[는]다”고 확정적이지 않음을 답을 하였다. 2008 년과 2010 년 가이드라인 4-10.

거래소의 2022년 코스닥시장 공시·상장관리 해설에서도 거래소는 상장법인이 주주에게 공시 자료를 미리 제공하는 경우 “당연히 공정공시 의무가 발행”한다고 하였다. 그러나 M&A 계약 협상”과정에서 공정공시 의무를 적용하게 된다면 투자자나 인수를 확정하지 않은 투자자 등이 노출 될 수 밖에 없으며 이로 인하여 계약이 파기 될 수도 있을 것”이라고 하여 “투자자나 잠재적 인수자들에게 비밀을 유지하겠다는 명시적인 동의를 받아 놓아야 할 것”이라고 명시하였다.⁹⁵

공정공시 가이드라인과 공시·상장관리 해설 모두, M&A 과정에서 계약이 체결되기 전, 협상사실 자체에 대한 비밀유지가 중요하며, 매수후보자에게 내부정보를 제공하여야 한다는 실질적 시장요건을 인정하여, 당사자들이 비밀유지계약을 체결하면, 공정공시규정 예외 조항으로 인정된다는 해석을 제공하였다. 그러나 이러한 거래소의 입장을 M&A 계약이 성사된 이후에도 협상사실을 공시하지 않아도 된다고거나, 또는 실사 과정에 제공된 미공개중요정보를 계약 성사 이후, M&A 거래 이행 시점까지 계속 미공시로 유지하는 것이 공정공시규정을 위배하지 않는다는 입장은 아닌 것으로 보인다. 더욱이, 실제 시장 상황은 M&A 계약 협상 중 협상 사실을 비밀로 유지하여야 한다는 주장이 현실적이지 않음을 보여주고 있는 듯하다. 위 Introduction 섹션에서 소개한 최근 수년간 있었던 대주주 경영권지분 매각 거래에서 매수계약이 체결되거나 실사가 이행되기 전에 이미 경영권 지분 매각 협상 사실 및 매수자 신원이 언론에 널리 보도 되었다. 뿐만아니라, 거래소의 공시상장관리 해설은 입찰과정을 통하여 우선협상대상자를 선정한 경우, 그 사실 자체가 “주가 또는 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미친다고 볼 수 있을 것”이라고 판단하여, 공시대상이 될 수 있다고 하였다.⁹⁶ 위 거래소의 가이드라인과 해설에서 언급된 M&A 계약 성사를 위한 비밀유지의 필요성은 특정 상황에는 존재할 수 있으나, 실제 경영권 지분 M&A 거래에는 그 필요성이 없을 수도 있으며, 비밀유지의 필요성을 실사과정 또는

⁹⁵ 한국거래소, 코스닥시장 공시·상장관리 해설, 16 공정공시 적용예외(4) – 잠재적 투자자에 대한 정보제공(1) (2022.1.).

⁹⁶ “일반적으로 입찰을 통한 M&A 는 여러 단계를 거치는데 M&A 와 관련한 이사회 결의 또는 대표이사 등 내부결정이 있을 때 공시의무가 발생한다고 볼 수 있으나, 내부결정 이전단계라도 관련내용이 구체화·명확화 되는 시점에서는 주가 또는 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미친다고 볼 수 있을 것입니다. 입찰과정에서 ‘우선협상대상자 선정’ 이라는 사실 발생은 M&A 진행과정에서 M&A 실현가능성이 상당히 높아진 단계로서, 그 구체성이 있다고 볼 수 있을 것입니다.” 공시·상장관리 해설, 제 1 장 공시업무, 3. 구체성: 구체적인 사실 또는 결정, 사례 1, 111 쪽.

거래완료시점까지 확대하여 적용하는 시장관행은 더욱이 다시한번 검토하여야 할 필요가 있어 보인다.

또한, 매수자와 매도자가 체결하는 비밀유지계약이 공시규정에서 인정하는 비밀유지에 동의하였다는 요건을 충족시킨다고 할 수 없다고 보여진다. 실사 이행자인 매수자와 매도자는 비밀유지 계약에서 실사 이후 일정기간동안 발행사 증권 거래를 하지 않겠다고 동의하나, 실사의 목적거래인 경영권 지분거래는 가능하다고 명시하여 예외 거래로 동의한다. 계약 당사자들의 입장은 계약에서 목적 경영권지분 거래를 허용하기 때문에, 그 거래를 이행하는 것은 발행사 미공개중요정보를 이용하는 거래가 아니며, 공정공시규정 대상이 아니라는 것이다.

한 대형 법무법인은 대주주 경영권지분 매각에 대한 의견서에서 SEC Reg RD의 가이드라인 자료에서 비밀유지 계약을 체결한 자에게 내부정보를 제공하는 것은 미국 공정공시규정 적용대상이 아니라는 문구⁹⁷를 지적하며 한국거래소의 가이드라인과 동일한 입장이며, 관련 경영권지분 거래의 실사과정을 공정거래규정 범위 외라고 주장하였다. 그러나, 관련 SEC 가이드라인은 관련 문단 바로 다음 문단에서 그러한 명시적 비밀유지의무에 동의한 자가 증권거래를 이행할 경우, 내부자거래로 규제를 받을 것이라고 지적하였다.⁹⁸ 국내 시장 관행은 당사자들의 합의로 관련 규정의 적용범위를 제한하거나 예외 조항을 인정할 수 있다는 주장과 동일하다. 이러한 예외 내용은 자본시장법과 상충하는 내용으로 국회의 입법 절차를 거쳐야 가능한 내용이다. 거래 당사자들만의 합의 또는 거래소 독자적으로 채택할 수 없다. 미국, EU 및 세계다른 국가들은 M&A 계약 체결이후 M&A 거래 완료시점 전에 M&A 거래 사실 및

⁹⁷ “Question 101.04

Question: May an issuer provide material nonpublic information to analysts as long as the analysts expressly agree to maintain confidentiality until the information is public?

Answer: Yes. [Aug. 14, 2009]” Compliance and Disclosure Interpretations: Regulation FD, SEC, June 4, 2010, avail at <https://www.sec.gov/divisions/corpfin/guidance/regfd-interp.htm>.

⁹⁸ “Question 101.05

Question: If an issuer gets an agreement to maintain material nonpublic information in confidence, must it also get the additional statement that the recipient agrees not to trade on the information in order to rely on the exclusion in Rule 100(b)(2)(ii) of Regulation FD?

Answer: No. An express agreement to maintain the information in confidence is sufficient. If a recipient of material nonpublic information subject to such a confidentiality agreement trades or advises others to trade, he or she could face insider trading liability. [Aug. 14, 2009]” Compliance and Disclosure Interpretations: Regulation FD, SEC, June 4, 2010, avail at <https://www.sec.gov/divisions/corpfin/guidance/regfd-interp.htm>.

실사에 제공된 내부정보를 모두 공정공시규정에 따라 공시하게하고 있다. 한국 시장만의 관행을 세계시장 관행과 동일하게 수정하여야 할 필요가 있어 보인다.

4. 결론

내부자거래가 증권시장의 공정성과 투자자들의 신뢰를 파괴한다는 우려로 세계 감독기관들이 그를 금지하기 시작한지 60년이 넘는다. 내부자거래 규제에 앞섰던 미국은 법원의 판례법에 의존하여 증권시장의 공정성과 효율성 모두를 존중하기 위하여 수탁자의무 개념 등을 도입하여 내부자거래 규제가 복잡하게 되었다, 2002년 새로운 증권사기법을 도입하여, 최소한 형사법상으로는 수탁자의무 개념 없이 내부자거래를 규제하기 시작하였다. EU 및 다른 국가들은 내부자거래규제를 미국보다 늦게 시작하였지만, 증권시장 공정성에 중점을 두고 투자자들이 동일한 정보를 근거로 투자결정을 하여야 한다고 하여, 거의 모든 경우 미공개중요정보를 근거로 하는 거래를 내부자거래로 정의하여 금지하고 있다.

국내법규도 EU와 동일하게 미공개중요정보를 이용하는 거래를 금지하고 있으나, 감독기관은 집행과정에 법규가 허용하지 않는 시장관행을 용인하고 있어 보인다. 이러한 시장관행은 대주주 지분에 경영권 프리미엄을 인정하는 결과를 가능하게 하는데 일정 기여를 하고 있다고도 볼 수 있다. 대부분 선진국 증권시장에서는 상장사 지분인수를 통한 경영권을 인수 경우, 공개매수 등 대주주와 소액주주 지분 전체를 인수하는 형태를 취하고 있다. 그러나 국내에서는 경영권 행사할 수 있는 대주주 경영권지분만을 매수하는 M&A 거래가 대다수이다. 위 Introduction 섹션에서 보았듯이 대주주 경영권지분 매수 M&A 거래는 대주주 지분가격이 소액주주의 지분이 거래되는 증권시장 시가보다 높은 가격에 매수되고 있는 것이 국내의 현실이다.

대주주 경영권지분 가치가 소액주주 지분에 비해 프리미엄을 인정받는 것은 결국 경영권 행사를 통하여 대주주에게 소액주주는 누릴 수 없는 금전적 이익이 제공된다는 것으로, 근본적으로는 경영권이 주주에게 있지 않고 이사회에 있다는 주식회사의

원칙과 상충된 것이다. 국내에서도 이러한 대주주 지분에 대한 차별 대우가 존재하지 않도록 하는 정책이 필요하다.⁹⁹

⁹⁹ 대주주 경영권지분 매각거래의 시장관행에 문제될 수 있는 내용은 미공개중요정보의 공개 및 이용뿐만이 아니다. 거래되는 경영권지분이 20~30%에서 과반수까지 이루지만, 소액주주 지분이 상당수준에 이루기 때문에 이사, 특히 사외이사, 및 경영진에게 소액주주를 보호하여야 할 의무가 있다. 그러나 경영권 지분 매각거래의 관행으로 대주주의 변경과 함께 사외이사들이 자의 또는 타의로 사임을 하고 있으며, 일부의 경우에는 사외이사와 경영진이 보유하던 지분도 대주주 지분과 동일한 프리미엄 가격에 매각되는 경우가 있다. (각 매각회사의 공시 내용 참조.) 위 Introduction 섹션에서 언급된 현대증권, 한샘, 휴젤과 대우건설의 경우, 매각의 완료와 같이 모든 사외이사들이 사임하였고, 대우건설의 경우, 사외이사 및 경영진은 보유하던 주식을 대주주 지분과 같은 가격에 매도자에게 매각하였다. 사외이사의 사임은 매수자가 요구하여 이루어 지는 것으로 보이며, 사외이사의 소액주주 보호 역할과 상충되어 보인다. 사외이사는 경영진과 대주주로부터 독립되어 경영 감독 및 판단을 하는 것을 목적으로 도입된 제도이다. 현 규정은 법인 및 대주주와 인척관계 및 고용관계 등만 사외이사의 결격사유로 정하고 있으며 (상법 제 382조 및 제 542조의 8), 사외이사후보추천위원회의 실 운영과정에서 사외이사들의 독립된 후보선정 역할이 이루어지고 있는지를 확인하지 않고 있다. 따라서 경영권이 양도되는 시점에서 매수자가 사외이사를 전격 새로 선임하는 관행이 유지되고 있다. 또한 일부 경우 사외이사를 포함한 이사 및 경영진이 대주주와 함께 보유한 지분을 프리미엄가격에 매각하는 것은 이사 및 경영진으로서의 충실의무와 상충되는지 다시 검토하여야 할 것이다. 미국의 경우, 충실의무가 개입되면, 법원은 절차적 및 실거래 내용이 회사와 소액주주에게 공정한지를 독립되어 판단한다. 물론, 국내 상법은 충실의무를 언급하고 있으나, 판례들은 이사 및 경영진의 충실의무와 주의의무를 구분하지 않고 있어, 이러한 이사 및 경영진의 개인이익이 포함된 경영판단에 대한 별도의 제제가 미비한 상황이다.