

■ 논 단

M&A계약에서 언아웃(earn-out) 조항의 해석

김 도 경

변호사 김도경 / 법학석사(연세대학교)

요 약 문

기업의 가치는 끊임없이 변화한다. 우리 사회 변화의 속도가 증가함에 따라 기업의 미래 가치 변동성도 증가하였다. 그에 따라 평가자 별로 기업의 미래가치는 상당한 차이를 보인다. 기업의 미래가치에 대한 견해 차이로 매도인과 매수인이 주식 매매대금 합의에 이르지 못할 때, 언아웃 조항은 당사자들이 합의에 이를 수 있도록 하는 매매대금의 조정 방식을 구현한다. 이와 같은 장점에도 불구하고 언아웃 조건이 성취되지 못하는 경우, 조건 성취 여부를 둘러싸고 거래 당사자들 간에 분쟁이 발생할 가능성이 높다. 이 글에서는 언아웃 조항의 구성에 대해서 먼저 살펴보고, 우리 법상 언아웃 조건 불성취와 관련하여 민법 제150조를 적용할 수 있는 신의성실 위반, 조건 성취 방해행위와 조건 불성취 간의 인과관계의 문제를 살펴보았다. 또한 언아웃 조항에서 언아웃 조건 성취를 위해서 매수인의 노력의무가 규정된 경우 그 법적 구속력을 인정할 수 있을지, 인정할 수 없다면 어떻게 해석할 여지가 있는지를 검토하였다. 미국에서는 이미 언아웃과 관련한 상당수의 분쟁이 누적되어 있어 참고할 만한 가치가 있으므로, 국내 논의와 더불어 이 글의 각 쟁점별로 참고할 만한 델라웨어 주 판결들도 함께 검토하였다. 이 글이 언아웃 조항을 협상하고, 계약서에 구체적으로 구현하는 것과 언아웃 조항을 둘러싼 분쟁 해결에 조금이라도 기여할 수 있기를 기대한다.

주제어 : M&A, 주식매매계약, 언아웃 조항, 신의성실 및 공정거래 의무, 조건성취방해, 인과관계, 노력의무

〈目 次〉

I. 머리말

II. 주식매매계약과 언아웃 조항

1. M&A와 매매대금 조정
2. 언아웃 조항의 구성

III. 조건성취 방해와 관련한 언아웃 조항의 해석(민법 제150조)

1. 신의성실 위반
2. 조건 성취 방해행위와 조건 불성취 간의 인과관계

IV. 언아웃 조항에 포함된 당사자의 노력 의무에 대한 해석	2. 노력의무에 대한 해석
1. 델라웨어주 판결에 나타난 언아웃 조항의 노력의무	V. 맺음말

I. 머리말

주식이나 영업과 같이 끊임없이 가치가 변하는 목적물을 대상으로 하는 매매계약상 ‘매매대금’을 결정하는 것은 어려운 일이다. 특히 기업의 미래 가치를 어떻게 평가하는지에 따라 기업의 가치는 크게 변할 수 있기 때문에 기업의 미래 가치 평가는 매매대금 합의와 그에 따른 M&A의 성사에 큰 역할을 한다. 매도인은 기업의 미래 가치를 최대한 높게 평가받기를 원하고, 매수인은 자신의 사업계획을 반영한 기업의 미래 가치를 평가하여 매매대금을 제시하게 된다. 이 때 매도인이 평가한 기업의 가치에 상응하는 주식 매매대금과 매수인이 제시한 매매대금 사이에 차이가 현저한 경우 통상적이라면 거래가 성사되지 않는다. 하지만 이와 같은 견해 차이에 상응하는 금액의 지급은 유보하고, 이를 대상기업의 미래 경영성과 달성시 지급될 수 있도록 하면 매도인과 매수인간의 매매대금을 둘러싼 이견을 절충할 수 있다. M&A거래에서 이러한 당사자들의 의도를 반영하여 장래 대상회사 경영성과의 달성여부에 따라 주식매매대금을 추가로 지급하기로 하는 조건을 담은 계약조항을 언아웃(earn out) 조항이라고 한다¹⁾. 이와 같이 외견상 언아웃 조항은 매수인과 매도인이 원하는 바를 적절히 절충한 것으로 보인다. 하지만 실제 매수인이 대상회사를 잘 경영하여 실적이 좋으면 언아웃 조건이 성취되고, 매수인은 추가적인 매매대금을 지급하여야 하므로 매수인에게는 언아웃 조건이 성취되지 않도록 대상회사의 실적을 적당하게 유지할 유인이 발생한다. 한편 매도인으로서 언아웃 조건이 성취되지 않는 경우 매수인이 의도적으로 신의성실에 반하여 언아웃 조건의 성취를 방해한 것이 아닌지, 민법 제150조에 따라 조건이 성취된 것으로 주장할 여지는 없는지 검토하게 된다. 따라서 언아웃 조항의 취지와 달리 언아웃 조항은 그 자체로 분쟁 발생가능성을 내포하고 있

1) 언아웃조항을 ‘수익할당조항’이라 번역하기도 하고(정영철, "기업인수 시 인수대가 지급수단 및 금액조정에 관한 실무", 법학연구 17권 4호, 연세대학교 법학연구원, 2007, 46면), ‘조건부분할지급’조항이라 번역하기도 하며(김기혁, 고운성, “기업인수합병대가 지급수단으로서의 조건부분할지급(Earnout)에 대한 연구”, 산업경제연구 제25권 제2호, 2012. 4., 963면), ‘성과연계인수금액조항’으로 번역하기도 한다(김범준, “M&A거래의 가격조정에 따른 리스크 관리와 성과연계인수금액(Earn-out)조항의 법리”, 한양법학 제29권 제1집, 2018. 2. 한양법학회). M&A업계에서는 통상 Earn out clause를 외래어 그대로 사용하고 있으므로 이 글에서는 ‘언아웃 조항’이라 한다.

다. 이에 본고에서는 먼저 언아웃 조항의 내용에 대해서 간략히 살펴보고(II. 언아웃 조항의 구성), 민법 제150조에 따른 언아웃 조항과 관련한 신의성실 위반, 방해행위와 조건 불성취간의 인과관계 문제를 검토한다(III. 조건 성취 방해와 관련한 언아웃 조항의 해석(민법 제150조)). 다음으로 언아웃 조항에서 당사자의 노력의무를 규정하고 있는 경우 이를 어떻게 해석할 수 있을 지에 대해 검토한다(IV. 언아웃 조항에 포함된 당사자의 노력 의무에 대한 해석).

II. 주식매매계약과 언아웃 조항

1. M&A와 매매대금 조정

통상 M&A계약에서 가격조정이라고 함은 매매대상 목적물의 가치산정 기준일과 실제 거래가 종결되는 날 사이에 가치변동을 반영하여 매매대금을 조정하는 것을 말한다. 좀 더 세부적으로는 가치산정 기준일(실사기준일)과 거래종결일 사이에 재무제표상 순부채와 운전자본금의 차이를 가감하는 Completion Accounts 방식과 재무제표 차이를 반영하지 않고 사외 유출(leakage)만을 규제하는 Locked Box 방식이 있다²⁾. 하지만 엄밀히 따진다면 위와 같은 가치산정 기준일과 거래종결일 사이의 매매대금 정산은 개념적으로는 매매대금의 조정이라기보다 실사기준일을 기준으로 잠정적으로 정한 매매대금을 실제 거래종결일에 맞게 사후에 확정하는 것이다. 물론 거래종결일에는 실사기준일을 기준으로 잠정적으로 정해진 매매대금을 지급하고, 추후 거래종결일에 맞는 거래대금을 정산하게 되므로 ‘지급’의 관점에서는 매매대금의 조정이라고 볼 수 있다. 한편 양해각서 체결시점의 잠정매매대금과 실사 이후 매매계약을 통해 매매대금을 확정하는 것을 넓은 의미의 가격조정에 포섭시켜 설명하는 경우도 있다³⁾. 이러한 통상적인 가격조정과 달리 언아웃 조항에 따른 가격조정은 기업의 미래 가치평가에 대한 매도인과 매수인 사이의 의견차이를 조율하여, 미래의 특정한 조건 성취여부에 따라 매매대금이 실제 변동(추가 지급)되도록 하는 것이다. 따라서 이러한 관점에서 본다면 M&A계약에서 진정한 매매대금 조정은 언아웃 조항을 통한 가격조정이라 볼 수도 있다⁴⁾. 이러한 언아웃 조항은 실제 국내 비상장 기업뿐만 아니라 상장기업의 M&A사례에서도 드물지 않게 찾아볼 수 있다⁵⁾.

2) 삼일회계법인 중소벤처기업 M&A지원센터, “M&A Guide Book”, 중소벤처기업부, 2022. 10., 27, 28면.

3) 이병기, “M&A계약에 있어서 가격조정”, BFL 68호, 서울대학교 금융법센터, 2014., 48면.

4) 이병기 위의 글(48면)은 언아웃을 통한 매매대금 조정 역시 넓은 의미의 가격조정으로 포섭시킬 수 있다고 본다.

5) 글로벌이코노믹, “삼성·한화 빅딜에 Earn Out조항 삽입...1000억 추가 지급가능성”, 2014. 11. 27.(https://www.g-enews.com/article/Industry/2014/11/201411271721310125958_1, 2024. 10. 5. 방문), 한국경제, “크래프톤, 미

2. 언아웃 조항의 구성

언아웃 조항은 (1) 언아웃 대금 지급 조건, (2) 언아웃 기간 동안 대상회사 경영, (3) 언아웃과 관련하여 당사자들에게 부과되는 의무, (4) 언아웃 대금 지급기간과 (5) 언아웃 대금 지급을 일회로 할 것인지 비례적으로 수회에 걸쳐 할 것인지 등으로 구성된다. 이하 위 (1), (2), (3)에 대해서 살펴본다⁶⁾.

가. 언아웃 대금 지급 조건

언아웃 대금의 지급조건은 당사자들이 매매대금의 합의에 이르지 못한 원인을 해소하는 사건의 발생이 될 것이므로 다양한 방식으로 구현될 수 있다. 그러한 사건은 추가적인 인허가, 주요한 거래의 성사, 중요한 소송의 승패 등과 같이 장래에 발생할 특정한 사건일 수도 있고, 대상회사의 재무적인 성과처럼 포괄적인 사건일 수도 있다. 특정한 사건이 기준이 되는 경우 일부 특수한 경우를 제외하고는 비교적 간명한 조건이 될 수 있으나, 재무적인 성과를 조건으로 하는 경우 기준이 되는 재무적인 성과는 당사자들의 이해관계에 직결되므로 주요한 협상의 대상이 된다. 매도인으로서의 임의적으로 조절이 가능한 각종 다양한 비용들을 고려하지 않는 대상회사의 수익(revenue)을 선호하고, 매수인은 모든 비용들을 고려한 이익(earning)을 언아웃 지급 조건 성취 기준으로 선호한다. 또한 타협점으로서 영업비용은 고려하나 이자비용, 세금, 감가상각비용, 무형자산상각비용은 고려하지 않은 이익인 EBITDA(Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization)가 사용되기도 한다. 그리고 영업비용 역시 언아웃 기간 중 일회성 컨설팅 비용 등 일회성 비용 지출 증가를 통해 EBITDA의 임의적 감소가 초래될 수 있으므로 일회성 비용과 비정상적인 비용을 제외하는 normalized EBITDA를 사용하기도 하며, 이때 normalization과정을 통해 일회성 매출을 함께 공제하기도 하고, 협상을 통해 구체적인 normalization항목을 결정하기도 한다⁷⁾.

결국 어떤 기준을 적용하여 언아웃 지급 조건의 달성여부를 판단할 것인지는 대상기업 및 해당 거래의 특수성을 고려하여 거래 당사자들이 협상을 통해 결정할 사항이다. 조건이 구체

국 게임개발사 ‘언노운 윌즈’인수”, 2021. 10. 29. (“지분 100%를 약 5억 달러(5천858억원)에 인수하며, 언아웃(Earn Out) 방식으로 향후 성과에 따라 최대 2억5천만 달러(2천929억원)를 추가 지급할 수 있다.” <https://www.hankyung.com/article/202110294114Y>, 2024. 10. 5, 방문), 연합뉴스포맥스, “카카오페이, 페이민트 인수에 ‘언아웃’ 조항 담았다”, 2024. 3. 19. (<https://news.einfomax.co.kr/news/articleView.html?idxno=4302378>, 2024. 10. 5, 방문)

6) (4), (5)에 대해서는 김범준, 앞의 글(주 1) 349, 350면 참조.

7) 2023년 미국에서 진행된 비상장회사의 M&A거래에 포함된 언아웃 조항에서 64%는 수익(revenue)을, 23%는 이익(earning) 또는 EBITDA를, 25%는 비재무적인 기준을 언아웃 대금 지급 기준으로 사용하였다고 한다. Kip Wallen, 2024 M&A Deal Terms Study, SRS Acquiom, at 25. 국내의 경우 상장회사를 포함하여 관련 자료가 공개되지 않아 구체적인 통계는 확인하기 어렵다(예를 들어 크래프톤이 2021. 10. 29. 미국게임개발사 언노운윌즈를 인수하기 위해 체결한 지분매입계약서 2.7(b)(i)에서 언아웃 대금 지급조건은 비공개처리함).

적이라고 분쟁 발생 가능성이 줄어든다고 단언하기는 어렵지만 가급적 구체적인 기준을 세워 두는 것이 분쟁을 미연에 방지하는데 도움이 될 수 있다. 예를 들어 언아웃 기간 중 매수인이 회사 경영을 하고 이익(earning)을 언아웃 지급 조건으로 합의하였는데, 언아웃 기간 중 일회성 비용이 증가하여 근소하게 언아웃 지급 조건이 성취되지 못하였다고 가정해 보자. 매수인은 일회성 비용의 지출이 회사의 경영목적상 필요했다고 주장할 수 있고, 매도인은 매수인이 의도적으로 언아웃 지급조건이 성취되지 못하도록 일회성 비용을 발생시켜 조건 성취를 방해하였다고 주장할 수 있다. 이는 언아웃과 관련하여 당사자들에게 어떠한 의무가 부여되는지와 결국 연결이 되나 만약 언아웃 지급조건이 이익에서 일회성 비용을 제외하는 것으로 충분히 구체적이었다면 분쟁의 대상이 되지 않았을 수도 있는 내용에 해당된다. 물론 이익을 언아웃 지급 조건으로 한 것은 일회성 비용을 포함하는 것으로 합의한 것이라 볼 수도 있다. 따라서 가능하다면 당사자들은 구체적으로 언아웃 기준을 합의하여 설정하는 것이 분쟁방지에 도움이 될 수 있으며, 회사가 다양한 사업을 영위하는 경우 사업부문 별로 특성에 맞추어 다른 기준을 설정할 수도 있을 것이다.

나. 언아웃 기간 동안 대상회사의 경영

기업을 인수한 매수인은 통상적이라면 해당 기업이 최대한 많은 이익을 내며 성장할 수 있도록 회사를 경영할 것이다⁸⁾. 하지만 언아웃 조항을 포함한 기업인수거래의 경우 기업의 재무수치가 언아웃 대금 지급 조건에 달하기 까지의 구간(이하 “언아웃 조건 미달 구간”)에서 매수인은 최대한 대상회사의 이익이 극대화 되도록 회사를 경영할 것이나, 언아웃 지급 조건이 달성되는 순간 매수인은 추가적인 매매대금을 지급해야 하므로 대상회사의 실적이 좋을수록 매수인에게는 오히려 불리하게 되는 구간이 발생한다(이하 “언아웃 구간”). 그리고 대상회사의 이익이 월등하여 매수인이 보유한 대상회사의 주식가치의 증가분이 언아웃 대금을 초과하는 구간(이하 “언아웃 조건 초과구간”)이 존재할 수 있다. 물론 경우에 따라 확정된 일회성 언아웃 대금 지급이 아닌 언아웃 지급 기준 수치의 증가에 따라 언아웃 대금 지급규모가 비례적으로 결정되는 경우 언아웃 조건 초과구간 자체가 발생하지 않을 수도 있고, 회사의 성장규모가 월등한 경우 언아웃 대금을 지급한 이후의 회사의 장래 수익가치를 고려할 때 언아웃 조건 초과구간이 여전히 발생할 수도 있다. 결국 매수인으로서 대상회사의 실적이 언아웃 조건 초과구간에 이르게 하는 것이 가장 매수인의 이익에 부합하겠지만, 그렇지 않다면 대상회사의 실적이 언아웃 구간에 최대한 근접하나 언아웃 조건 미달 구간의 상단에 머무르도록 하는 것이 그 다음으로 매수인의 이익에 부합할 수 있다는 결론이 된다.

8) 물론 매수인은 대상회사의 경영진을 통해 회사를 경영할 것이고, 매수인의 임직원이 대상회사의 임원을 겸임하여 대상회사를 경영할 수도 있다.

이러한 사유로 매도인으로서의 매수인의 대상회사 경영에 대해서 우려하지 않을 수가 없다⁹⁾. 그에 따라 매수인이 대상회사를 경영하는 경우 매도인은 특정한 경영의사결정에 대해서 매도인의 사전 동의를 얻도록하거나, 매수인에게 인수 이전과 마찬가지로 대상회사의 통상적인 영업활동을 지속하도록 요구한다든지, 언아웃 대금 지급 조건이 성취되도록 노력할 의무를 요구할 수도 있다. 더 나아가 매도인이 거래종결이 이후 언아웃 기간 동안 대상회사의 경영을 지속할 수도 있다. 그러한 경우 매수인도 매도인이 대상회사의 실적을 증가시키기 위해 부당하게 대상회사를 경영할 것을 우려할 수 있다. 예를 들어 일부 불법 등을 감수하고서라도 회사의 언아웃 기준 재무성과를 단기적으로 극대화 시킬 수 있다. 따라서 매수인으로서도 대상회사의 주요한 경영의사결정에 대한 동의권한, 이사 해임권한을 보유하고 매도인의 대상회사 경영 전반에 대해서 견제, 감시하며 부당하게 언아웃 대금이 지급되지 않도록 하는 조치를 강구하게 된다.

결국 대상회사의 경영실적의 달성에 매도인 또는 매수인의 재량이 어느 정도 개입될 수 밖에 없다는 사정은 당사자들이 언아웃 대금 지급 조건 달성을 위해 어떠한 의무를 부담하는지, 계약상 이를 어떻게 규정하고, 해석할 것인지, 그러한 의무위반의 결과는 무엇이 되는지와 관련하여 다양한 쟁점을 발생시킨다. 이하 매수인이 대상회사를 경영하는 경우를 주로 가정하여 살펴보도록 한다¹⁰⁾.

9) 이와 같이 매수인이 언아웃 지급규모를 줄이거나 면하기 위해서 언아웃 조건 달성을 위한 충분한 노력을 다하지 않는 것을 도덕적 해이(moral hazard)로 볼 수도 있다. Samuel C. Thompson, Jr., *Business Planning for Mergers and Acquisitions: Corporate, Securities, Tax, Antitrust, International, and Related Aspects* 3rd ed., 2008, at 771-72. 하지만 도덕적 해이를 넘어서 이해상충(conflict of interest)의 문제가 될 수도 있다. 예컨대, 매수인의 임원이 대상회사의 임원을 겸직하는 경우 대상회사의 임원으로서의 대상회사의 이익이 극대화 되도록 경영하는 것이 맞겠지만, 매수인의 임원으로서의 언아웃 조건 초과구간에 이를 수 없다면 대상회사의 실적을 언아웃 조건 미달 구간에 머무르도록 하는 것이 매수인의 이익에 더 부합할 수 있다. 따라서 해당 경계선을 오갈 수 있는 대상회사의 경영의사결정에 있어서는 대상회사의 임원으로서의 지위와 매수인의 임원으로서의 지위 간에 이해상충이 발생한다.

10) 참고로 금융감독원 공시시스템에 공개된 크래프톤이 2021. 10. 29. 미국게임개발사 언노운윌드를 인수하기 위해 체결한 지분매입계약서의 언아웃 조항에서 회사의 경영과 관련된 조항의 내용은 다음과 같다.

“(e) Each Seller acknowledges and agrees that (i) Buyer and its Affiliates are not obligated to operate the Group Companies (or any component of its business) in order to achieve or maximize the Earnout Payment; (ii) the Earnout Payment is speculative, there is no assurance that Sellers will receive the Earnout Payment and Buyer has not promised nor projected any Earnout Payment, and any such assurance, promise or projection is hereby disclaimed; (i) nothing in this Agreement will prohibit Buyer or its Affiliates from engaging in any business or opportunity or acquiring, entering into joint ventures, investing in or otherwise cooperating with other Persons, including Persons that may have interests adverse to or otherwise compete, directly or indirectly, with the Group Companies; and (iv) the parties intend for the express provisions of this Agreement to govern their contractual relationship with respect to the subject matter of this Agreement and to supersede any standard of efforts or implied covenant of good faith and fair dealing that might otherwise be imposed by any court or other Governmental Authority or otherwise. Notwithstanding the foregoing, Buyer shall, and shall cause the Group Companies to, (a) not take any actions, the primary business purpose of which is to deprive Sellers’ Earnout Payments, (b) not subordinate the Earnout Payment

다. 언아웃과 관련한 당사자들의 의무

기업을 경영함에 있어서는 가치판단이 개입되므로 적법성의 테두리 안에서 경영진에게는 상당한 재량이 부여된다. 언아웃 대금 지급조건에서 비용을 일체 고려하지 않고 수익(revenue)만을 지표로 삼는다고 하더라도 경영진은 재량에 따라 수익의 귀속시기를 결정할 수 있다. 예를 들어 언아웃 기간이 3년인데 매수인이 1년차부터 수익을 귀속시킬 수 있는 계약의 체결을 뒤로 미루어 수익의 귀속시기가 2년차부터 이루어지게 해서 근소한 차이로 언아웃 대금 지급조건을 충족시키지 못했다고 가정해 보자. 매수인은 다른 합리적인 경영상의 이유로 해당 계약을 체결시점을 정당화 할 수 있을 것이고, 매도인으로서도 계약상 아무런 언아웃과 관련된 의무조항이 없다면 매수인이 언아웃 지급 조건 성취를 방해했다고 증명하는 것은 사실상 매우 어려울 것이다. 이와 같은 이유에서 매수인에게 인수 이전과 마찬가지로 대상회사의 통상적인 영업활동을 지속해야 할 의무를 부과하거나, 언아웃 대금 지급 조건이 성취되도록 하는 노력의무를 부과하는 필요성이 존재한다. 노력의무도 최선의 노력(best effort), 상업적으로 합리적인 노력(commmercially reasonable effort), 합리적인 노력(reasonable effort), 신의성실에 따른 노력(good faith effort), 신의성실에 반하는 행위를 하지 않을 의무(no bad faith actions)등 다양하게 규정되고 있으며, 그에 따라 다양한 해석이 존재할 수 있다. 또한 이러한 해석상 분쟁을 피하기 위해 명시적으로 매수인의 재량에 따라 회사를 운영하도록 규정하는 경우도 있

in any manner and (c) consult in good faith with the management of the Group Companies following the Closing prior to taking any action that would reasonably be expected to materially decrease the Earnout Amount.

(f) Notwithstanding anything to the contrary herein, during the Relevant Period, Buyer shall, and shall cause its Affiliates to, (i) permit the Key Employees, for so long as any Key Employee is employed by the Company, Buyer or an Affiliate thereof, to maintain operational control of the Group Companies in all material respects, including (for both existing and new products) product roadmap, launch, planning, partnering, budgeting and employee matters; provided that the Key Employees shall (A) operate its businesses only in the ordinary course of business and use commercially reasonable efforts to preserve the goodwill and organization of its businesses and the relationships with its users, distributors, publishers, suppliers, employees, independent contractors and other business relations, (B) not take any action set forth on Schedule II hereto without the prior written consent of Buyer, which shall not be unreasonably withheld, conditioned or delayed and (C) maintain such operational control only to the extent it is reasonably exercised in good faith and in material compliance with applicable Law, (i) maintain separate books, records and financial statements of the Group Companies and provide Representative access to such books, records and financial statements upon reasonable advance notice and during normal business matters and (iii) not (A) dispose of any material assets of the Group Companies or require any Group Company to acquire any material asset, (B) terminate any employee of the Group Companies (other than for Cause), and (C) dividend or distribute cash out of the Group Companies (except to the extent in excess of that amount of cash reasonably necessary for working capital requirements or planned Group Company projects), in each case without the prior written consent of a majority of the Key Employees, which shall not be unreasonably withheld, conditioned or delayed.

다¹¹⁾. 이와 관련하여 법률적으로 문제될 수 있는 사항은 민법 제150조를 적용할 수 있는 조건 성취 방해행위와 언아웃 조항에서 노력의무이므로 이하 항을 바꾸어 구체적으로 해당 내용들을 살펴보도록 한다.

Ⅲ. 조건성취 방해와 관련한 언아웃 조항의 해석(민법 제150조)

언아웃 지급 조건의 성취를 방해하는 행위에 대해서는 민법 제150조(조건성취, 불성취에 대한 반신의행위)가 적용될 수 있다. 언아웃 지급 조건의 성취로 인하여 불이익(추가 매매대금 지급)을 받을 당사자(매수인)가 신의성실에 반하여 언아웃 지급 조건의 성취를 방해한 것으로 인정되면 상대방(매도인)은 그 조건이 성취한 것으로 주장할 수 있고, 언아웃 지급 조건의 성취로 인하여 이익(추가 매매대금 수령)을 받을 당사자(매도인)가 신의성실에 반하여 언아웃 지급 조건을 성취시킨 때에는 상대방(매수인)은 그 조건이 성취되지 아니한 것으로 주장할 수 있다. 이와 관련하여 신의성실에 반하여 조건 성취를 방해한 행위가 포섭할 수 있는 행위의 범위가 어디까지인지, 조건 성취 방해행위가 없었더라면 조건이 성취될 수 있었을 것이라는 인과관계와 그 증명이 요구되는 것인지 검토해 본다.

1. 신의성실 위반

민법 제150조가 적용되기 위한 요건으로서 조건 성취 방해행위는 '신의성실'에 반하여야 한다. 조건 성취 방해행위가 '신의성실'에 반하는지 여부를 어떠한 기준에 따라 판단할 수 있는지에 대해 국내에서는 별다른 논의가 없는 것으로 보인다. 이하 대법원이 제시하는 '신의성실' 위반에 대한 판단 기준들과 언아웃 관련 델라웨어주 판결들에서 제시하는 사례들을 검토한 뒤 언아웃 지급 조건 성취 방해행위와 관련하여 어떠한 기준을 설정할 수 있을지 검토해 본다.

가. 대법원 판례에 따른 기준

(1) 신의성실 일반 기준

민법 제150조에서 언급하는 '신의성실'은 민법 제2조 제1항에서 규정하고 있는 신의성실의 원칙을 의미한다. 대법원은 민법 제2조 제1항에서 규정하고 있는 신의성실의 원칙을 '법률관계

11) Casey Mctigue, Kip Wallen, Don Morrissey, 2023 SRS Acquiom Life Sciences M&A Study, SRSAcquiom, 2023, at 25.

의 당사자는 상대방의 이익을 배려하여 형평에 어긋나거나 신뢰를 저버리는 내용 또는 방법으로 권리를 행사하거나 의무를 이행하여서는 안된다는 추상적 규범¹²⁾이라고 정의한다. 대법원이 개별 사례에서 신의성실을 위반함에 있어 고려하는 요소들로는 (1) 상대방의 이익내용, (2) 행사하거나 이행하려는 권리 또는 의무와 상대방의 이익과의 상관관계, (3) 상대방에게 신의를 공여하였거나 객관적으로 보아 상대방이 신의를 가짐이 정당한 상태에 이르렀는지, (4) 권리행사 또는 의무이행이 상대방의 신의에 반하는지, (5) 권리행사 또는 의무이행이 정의관념에 비추어 용인될 수 없는 상태에 이르렀는지 여부¹³⁾가 있다.

(2) 조건 성취 방해와 관련한 기준

대법원은 민법 제150조에 따른 조건성취 방해행위와 관련하여 신의성실에 위반되는 경우로 (1) 당사자들이 조건을 약정할 당시에 미처 예견하지 못했던 우발적인 상황에서 상대방의 이익에 대해 적절히 배려하지 않거나 (2) 상대방이 합리적으로 신뢰한 선행 행위와 모순된 태도를 취함으로써 형평에 어긋나거나 정의관념에 비추어 용인될 수 없는 결과를 초래하는 경우를 제시한다¹⁴⁾. 대법원은 아래 2개의 사건에서 이와 같은 기준을 제시하였으나 신의성실 위반을 인정하지는 않았다.

(가) 대법원 2021. 1. 14. 선고 2018다223054 판결 - 동반매도요구권 행사 사건

이 사건은 주주간 협약에 따른 동반매도요구권 행사를 전제로 일부 주주가 주식매각절차를 진행하다가 상대방 주주가 자료제공 등에 협조하지 않는 것을 신의성실에 위반한 조건 성취 방해행위로 주장한 사례이다. 이 사건에서 대법원은 ‘민법 제150조 제1항은 계약 당사자 사이에서 정당하게 기대되는 협력을 신의성실에 반하여 거부함으로써 계약에서 정한 사항을 이행할 수 없게 된 경우에 유추적용될 수 있다’고 하여 민법 제150조 제1항에 따른 신의성실에 위반한 조건 성취 방해행위가 있었는지 검토하였다. 대법원은 결론적으로 다음과 같은 이유로 신의성실에 위반한 조건성취 방해를 인정하지 않았다¹⁵⁾.

12) 대법원 1991.12.10. 선고, 91다3802 판결, 대법원 1992.05.22. 선고, 91다36642 판결 등.

13) 대법원 1992.05.22. 선고, 91다36642 판결. 1989.5.9. 선고 87다카2407 판결, 대법원 1991.12.10. 선고, 91다3802 판결.

14) 대법원 2021. 1. 14. 선고 2018다223054 판결, 대법원 2021. 3. 11. 선고 2020다253430 판결.

15) 상세한 사실관계는 윤진수 “정지조건 성취 방해로 인한 조건 성취의 의제 여부-대법원 2021. 1. 14. 선고 2018다223054 판결-”, 『민사법학』 제96호, 2021. 314-317면 참조. 같은 글 333, 334면에서는 제공되지 않은 자료에 대해서는 법원에 자료 열람·등사 가처분을 통해 구해보는 방법이 있는데 원고가 이를 택하지 않고 바로 피고의 자료 제공 불응이 신의성실에 반하는 조건 방해라고 주장하는 것은 사리에 맞지 않는다는 점도 지적한다.

‘기업인수계약은 일반적으로 매도인이 회사에 관한 투자소개서와 입찰서류를 배포하여 그에 응한 사람들 가운데 입찰적격자를 선정한 다음 구속력 있는 입찰제안을 받아서 우선협상대상자를 선정하고, 우선협상대상자와 양해각서를 체결한 다음 대상 회사에 대한 정밀실사를 거쳐 인수대금을 조정하며, 대금 지급 시기와 경영권 이전 시기 등을 조율하는 등의 절차를 거친 다음에 비로소 본계약을 체결하게 된다. 그런데 이 사건 매각절차는 원고 A가 x와 y로부터 법적 구속력이 없는 인수의향서만을 제출받은 상황에서 투자소개서 작성을 준비하고 있던 초기 단계에서 중단되었다. 동반매도요구권이 행사되어 D의 지분 100%가 매도될 수 있음을 전제로 진행되었던 이 사건 매각절차가 기업의 지배권을 이전하기 위해 주식을 양도하는 기업인수절차와 같고, 기업인수계약과 마찬가지로 본 계약 체결에 이르기까지 절차가 매우 복잡하며 여러 가지 변수에 따른 불확실성을 가진다는 점에 비추어 보더라도, 피고 B가 원고 A의 자료제공 요청에 응하지 않았다는 사정만으로 신의성실에 반하여 조건의 성취를 방해하였다고 단정하기는 어렵다.’

한편 이 사건 사실관계에 따르면 피고는 매수예정자를 직접 만나서 그 진정성과 선의를 확인하고 싶다고 제안하였으나 원고가 이에 응하지 않았다. 피고가 원고의 동반매도요구를 거부할 경우 피고에게는 원고의 매도결정통지에 기재된 것과 동일하거나 사전에 결정된 가격으로 원고의 지분을 매입해야 할 의무가 발생한다. 따라서 피고로서는 매수예정자의 진정성을 확인할 필요가 있으며, 비밀 자료가 진정한 매수인이 아닌 자에게 제공되지 않도록 할 필요가 있다. 이러한 점들을 고려하여 대법원은 피고의 태도가 형평에 어긋나거나 정의 관념에 비추어 용인될 수 없는 결과를 초래한 것이라고는 보지 않은 것으로 판단된다.

(나) 대법원 2021. 3. 11. 선고 2020다253430 판결 - 이사 해임 사건

이 사건은 동업계약상 동업자 중 한명이 근속의무 종료 이전에 자의적으로 회사를 퇴직할 경우 보유주식 전부를 대표이사에게 액면가로 양도하고, 비자의적인 퇴사의 경우 보유 주식 중 일정 비율을 대표이사에게 액면가로 매도하기로 합의하였는데, 회사의 주주총회에서 피고들의 해임을 결의한 것은 원고인 대표이사가 조건 성취를 통해 직접 이익을 받는 당사자로서 신의성실에 반하여 조건을 성취시킨 것이라 주장한 사건이다. 대법원은 원고가 피고들로부터 양도받게 될 주식을 임의로 처분할 수 없고, 의결권 행사에도 제한이 있어 피고들의 해임이라는 조건 성취로 원고가 이익을 얻는다고 단정할 수 없고, 피고들의 해임은 주주총회에서 이루어졌는데, 이는 기관투자자를 비롯한 주주들이 자신들의 이익을 위해 최선의 선택을 한 결과로 보이며, 원고가 독단적으로 피고들을 해임한 것이라고 할 수 없고, 제출된 증거만으로는 원

고가 신의성실에 반하여 피고들의 해임을 주도하였다고 인정하기 부족하고 달리 이를 인정할 증거가 없다고 한 원심판결이 타당하다고 하였다. 이 판결은 원고의 조건 성취행위가 원고에게 이익이 되는지 명확하지 않은 점, 원고의 단독 행위로 조건을 성취시켰던 것이 아닌 점 등이 함께 고려된 것이기는 하나, 조건 성취행위/방해행위에 합리적인 사유가 있는 경우 신의성실 원칙 위반이 성립되기 어렵다는 점을 보여준다.

나. 언아웃 관련 델라웨어주 판결상 신의성실 원칙

미국 델라웨어주 회사법과 판례는 미국 뿐만 아니라 우리 회사법에도 많은 영향력을 끼치고 있다. 뉴욕증권거래소에 상장된 회사의 50%이상이 델라웨어주 회사이고, Fortune 500에 속한 회사 중 약 60%가 델라웨어주 회사이며, 그에 따라 많은 판례들이 누적되어 있고, 미국의 많은 기업가들은 델라웨어주 판례에 따라 의사결정을 내리고 있다¹⁶⁾. 언아웃 조항의 해석을 포함하여 M&A와 관련하여서도 델라웨어주는 많은 판례를 가지고 있고, 해당 판례들은 우리 M&A실무에도 많은 영향을 미치고 있으므로 언아웃 관련 신의성실 원칙 위반과 관련한 델라웨어주 판례는 충분히 참고할 만한 가치가 있다. 델라웨어주 판례들을 살펴보기 전에 법원을 포함한 미국 법조실무에서 주로 참고하는 주석서에 해당하는 제2차 계약법 리스테이트먼트(Restatement(Second) of Contracts)¹⁷⁾(이하 “리스트에이트먼트”)에 따른 신의성실의 원칙을 먼저 살펴보고, 이하 델라웨어 판결에서 나타난 언아웃 관련 신의성실의 원칙을 살펴본다.

(1) 신의성실 및 공정거래 의무(Duty of good faith and fair dealing)

“모든 계약은 각 당사자에게 그 이행과 집행에 있어서 신의성실과 공정한 거래의 의무를 부과한다¹⁸⁾”(리스트에이트먼트 제205조). 해설(comment)에 따르면 Good Faith는 문맥에 따라 다른 의미를 가지고, 그 이행이나 집행은 공통의 목적에 충실할 것과 상대방 당사자의 정당한 기대와 일치하는 것¹⁹⁾이라 설명한다. 그리고 신의성실 위반(Bad Faith)으로 다음과 같은 예를 제시하며 이는 계약을 이행함에 있어서 단순한 정직성(honesty) 이상의 의무라고 설명한다.

16) 김정호, “미국 델라웨어주 회사법이 우리 회사법에 미친 영향”, 경영법률, 23권 1호, 한국경영법률학회, 2012, 128-130면.

17) 제2차 계약법 리스테이트먼트는 미국법률학회(American Law Institute)가 계약에 관한 커먼로(common law) 내용을 광범위하게 조사, 정리한 것으로 일종의 주석서라 볼 수 있으나 제정에 참여한 사람들의 권위 때문에 법원에서도 이를 참조하는 경우가 많다. 윤진수, “미국 계약법상 Good Faith 원칙” 서울대학교 법학 44권 4호 통권 129호, 서울대학교 법학연구소, 2003, 48면.

18) “Every contract imposes upon each party a duty of good faith and fair dealing in its performance and enforcement.”

19) “faithfulness to an agreed common purpose and consistency with the justified expectations of the other party.”

“(가) 거래의 정신을 회피하는 것, (나) 주의를 기울이지 않고 게으름을 피우는 것,
(다) 고의로 불완전한 이행을 하는 것, (라) 조항을 구체화하는 권한을 남용하는 것,
(마) 상대방 당사자의 이행을 방해하거나 협조하지 않는 것²⁰⁾”

비록 우리법과 같은 조건성취 방해와 관련한 명시적인 법률 규정은 없지만 리스테이트먼트에서 예시한 신의성실 원칙 위반의 사례들은 신의성실원칙에 위반하여 조건성취를 방해하는 것과 비교적 유사하다.

(2) 델라웨어주 판결

항소심 법원인 델라웨어주 대법원(Supreme Court)은 신의성실과 공정거래 원칙(the implied covenant of good faith and fair dealing, 이하 “신의성실 원칙”)은 당사자들이 아무런 명시적인 약정을 하지 않는 경우 예상하지 못했던 사항에 대한 공백을 메우기 위한 것(gap-filler)으로 보충적으로 적용되는 원칙으로 본다²¹⁾. 따라서 델라웨어주 대법원은 거래 종결 이후 대상회사를 경영함에 있어서 언아웃 금액의 극대화를 위해 노력해야 할 의무를 매수인에게 부담시키는 근거로 신의성실 원칙을 적용할 수는 없다고 보며, 계약당사자가 협상 당시 합의에 이를 수 없었던 계약상의 보호 장치를 신의성실의 원칙 위반으로 실현하는 것은 적절하지 않다고 본다²²⁾.

한편 델라웨어주 1심 법원(Court of Chancery)은 American Capital Acquisition Partners, LLC v. LPL Holdings, Inc. 사건에서 위와 같은 델라웨어주 대법원 판결과 동일하게 계약상 별도로 최선의 노력의무를 포함하지 않는 이상 신의성실 원칙 만으로는 매수인에게 언아웃 금액의 극대화를 위해 노력할 의무를 도출할 수 없다고 동일하게 보았다. 다만 매수인이 언아웃 지급조건 성취를 방해하기 위해서 대상회사 직원들과 고객들을 이탈시켰고, 만약 그러한 이탈이 없었더라면 언아웃 지급조건이 성취되었을 경우에 이러한 매수인의 행위는 신의성실 원칙 위반이라 판단하였다. 해당 사건의 원고인 American Capital Acquisition Partners, LLC는 투자 자산운용솔루션(investment management solution)업을 영위하는 회사인 Concord의 주식을 LPL Holdings, Inc.에게 매도하고 주식매매계약에 언아웃 조건을 포함하였는데, 언아웃 조건에는 매수인의 언아웃 조건 성취를 위한 노력의무가 포함되어 있지 않았다. 법원은 신의성실 원칙을 위반하여 조건 성취를 방해했다는 원고의 일부 주장을 받아들였는데, 해당 사실관계에

20) • Evasion of the spirit of the bargain
• Lacking diligence and lacking off
• Willful rendering of imperfect performance
• Abuse of power to specify terms
• Interference or failure to cooperate in the other party's performance

21) Collab9, LLC v. En Pointe Technologies Sales, LLC 2019 WL 4454412 (Del. Super. Sept. 17, 2019) at 2.

22) Winshall v. Viacom International Inc., 76 A.3d 808 (Del. 2013) at 810, 816.

따르면 피고는 언아웃 조건 성취를 방해하기 위해서 자신의 계열사인 Fortigent로 대상회사인 Concord의 매출을 전환시켰다(pivoted). 이는 일부 Concord의 직원을 Fortigent로 이직시키고, 피고가 Concord의 직원들에게 고객이 Concord의 서비스를 사용하지 않도록 하라는 지시를 받은 점 등을 통하여 증명되었다. 법원은 피고의 이러한 행위가 신의성실의 위반이라고 인정하였고, 이와 같은 피고의 행위가 없었다면 언아웃 조건을 달성할 수 있었을 것이라는 원고의 주장을 인정하였다²³⁾. 대상회사가 영위하는 투자서비스업은 사실상 핵심인력과 그에 따른 고객과의 거래가 주요한 자산이다. 따라서 이를 매수인의 계열사로 이전시키는 행위는 대상회사의 관점에서 정상적인 경영활동으로 보기 힘들다. 이를 정당화할 수 있는 합리적이 경영상 필요성을 증명할 수 없다면 이는 대상회사에 해를 끼치는 행위이다. 따라서 이러한 매수인의 행위는 매도인의 정당한 신뢰에 정면으로 반하는 행위로, 우리 법에 따르더라도 신의성실에 위반하여 조건 성취를 방해하였다고 볼 수 있다고 판단된다.

델라웨어주 판결들을 분석하면 언아웃 조항에서 아무런 당사자들의 의무를 규정하고 있지 않은 경우 다음과 같은 결론을 얻을 수 있다. 먼저 매수인은 언아웃 조건 성취의무를 극대화하기 위해서 최선 또는 합리적인 노력을 기울일 의무가 없으며 별도의 행위를 하거나 하지 말아야 할 의무가 없다²⁴⁾. 하지만 신의성실 원칙(the implied covenant of good faith and fair dealing)에 따라 매수인은 언아웃 지급조건의 성취를 방해하거나 언아웃 대금을 최소화하기 위한 목적의 행위를 해서는 안된다. 델라웨어주 법원은 (가) 매수인의 해당 행위가 합법적인 사업상 의사결정에 따른 행동이며, 매도인의 청구가 사업전략에 관한 다툼으로 보여질 수 있는 근거가 있는 경우, (나) 관련 사업을 지원하기 위해서 매수인이 실질적인 노력을 한 것으로 볼 수 있는 경우(예를 들어 특정한 사업에 투자를 하거나 이를 위해 추가적인 임직원을 채용하는 경우 등)에는 신의성실 원칙 위반으로 보지 않는다²⁵⁾.

다. 언아웃 관련 조건성취 방해에 있어서 신의성실의 원칙 위반 여부

델라웨어주를 포함한 미국에서는 언아웃 조건 성취와 관련하여 당사자들의 의무를 규정하는 계약서의 문구가 주요한 협상 대상 중 하나가 되고, 그에 따라 당사자들의 의무가 규정되는 경우가 많기 때문에²⁶⁾ 당사자들의 의무가 규정되지 않은 경우에 보충적으로 공백을 메우기 위

23) American Capital Acquisition Partners, LLC v. LPL Holdings, Inc. 2014 WL 354496 (Del. Ch. Feb. 3, 2014) at 17-19.

24) 이에 반해 캘리포니아주나 매사추세츠주의 경우 아무런 규정이 없더라도 매수인은 언아웃 지급조건 성취를 위해서 “합리적인 노력(reasonable effort)”을 기울일 의무가 있다고 본다. Gail Weinstein, Robert C. Schwenkel, and David L. Shaw, Fried, Frank, Harris, Shriver & Jacobson LLP, “The Enduring Allure and Perennial Pitfalls of Earnouts”, Harvard Law School Forum on Corporate Governance, Feb 2018, at 3.

25) *Id.* at 3.

26) 미국 내 non-life sciences deals의 M&A 통계에 따르면 2022년 언아웃 조건 성취와 관련하여 “매도인이 과거에

해서 적용되는 신의성실의 원칙을 적용하는 사례가 흔하지는 않은 것으로 보인다. 우리 민법의 경우 조건성취 방해행위에 대해 명시적인 규정을 두고 있으나 미국은 그러한 명문 규정이 존재하지 않고, 판례에 의해서 당사자들의 의무가 규정되지 않는 경우에 보충적으로 신의성실의 원칙을 적용하고 있다. 하지만 우리 민법 제150조는 보충적으로 적용되는 규정이 아니기 때문에 구체적 상황에 맞는 다양한 해석이 가능하다²⁷⁾.

만약 매수인이 대상회사의 매출을 줄이거나, 비용을 늘이거나 사업계획을 변경하는 등 적극적인 행위의 의도가 언아웃 기준을 충족시키지 못하게 하는 것이라면 다음 항목에서 살펴볼 인과관계가 성립하는 경우 이는 곧 신의성실에 반하여 조건성취를 방해한 것이라는 점에 대해서는 의문의 여지가 없다. 다만 당사자의 의도는 당사자 또는 공모자가 자백하거나 증언하지 않는 이상 여러 간접사실들에 의하여 증명될 수 밖에 없다. 따라서 해당 행위들에 대해서 합리적인 대상회사 경영상의 목적이 존재한다면 이를 신의성실에 반하여 조건성취를 방해하였다고 단정하기 어렵게 된다. 하지만 합리적인 대상회사의 경영상 목적이 존재하기만 하면 그와 동시에 언아웃 기준을 충족시키지 못하게 하는 매수인의 행위는 모두 민법 제150조에 따른 조건성취 방해행위로 의율할 수 없는 것으로 보아야 하는지 의문이 있을 수 있다. 예를 들어 대상회사의 사업구조를 개편할 경영상 필요성은 있고, 사업구조 개편시 언아웃 기준을 충족시키지 못하게 되는 경우를 가정해보자. 언아웃 기간 이후에 대상회사의 사업구조를 개편하는 경우 단기적인 수익성은 하락하나 장기적으로 대상회사의 수익성에 긍정적인 효과를 가져올 것으로 예상되는 경우, 매수인이 대상회사로 하여금 언아웃 기간이 종료하기 전에 사업구조 개편을 하도록 하면 이를 신의성실에 위반하여 조건의 성취를 방해한 행위로 볼 수 있을까? 이는 곧, '조건의 성취여부가 일방 당사자의 노력 여하에 따라 달라질 수 있고, 해당 일방 당사자는 조건 성취로 인해서 금전채무를 부담하게 되는 경우, 만약 해당 일방 당사자가 조건 성취를 위해서 노력을 하지 않는다면 이를 신의성실에 반하여 조건 성취를 방해한 것으로 볼 수 있는가'의 문제로 일반화 해 볼 수도 있다.

당사자들이 언아웃 기준을 설정하고 기준 달성과 관련하여 아무런 당사자의 의무를 규정하지 않았을 때 대상회사 경영에 대한 당사자들의 정당한 신뢰가 미치는 범위 안에 위와 같은 노력의무가 포함된다면 위의 예에 따른 행위는 조건성취 방해행위에 포섭될 수도 있을 것이다. 하지만 통상적으로 회사는 이사들이 합리적인 근거에 의해서 성실하게 회사에 최상의 이

운영했던 방식에 따라 대상회사를 운영하기로 하는 협약(Covenant to run business in accordance with Seller's past practices)"이 포함된 경우는 23%에 달한다. Kip Wallen, 2023 M&A Deal Terms Study, SRS Acquiom, 2023 at 26.

27) 물론 민법 제150조에 의하여 언아웃 조항에서 신의성실에 반하여 조건을 성취시키거나 성취를 방해하는 주체는 매수인 또는 매도인이다. 따라서 매수인 또는 매도인이 직접 또는 임직원 겸직을 통하여 대상회사의 경영에 관여하는 경우에는 그에 따라 민법 제150조가 직접 적용될 수 있다. 만약 매수인 또는 매도인이 직접 경영에 관여하지 않는 경우라면 대상회사의 주주로서 경영에 관여하는 한도 내에서 민법 제150조가 적용될 것이다.

익이 된다고 신뢰하는 바에 따라 행동한다는 ‘경영판단의 원칙’에 따라 경영될 것이라고 가정한다. 따라서 매수인의 언아웃 기준 달성을 위한 노력은 매도인의 ‘정당한’ 신뢰에 포함된다고 보기는 어렵다고 판단된다. 그와 같은 매도인의 신뢰에 정당성이 부여되기 위해서는 언아웃 조건 성취를 위한 매수인의 노력의무가 별도로 규정되어야 할 것이다. 결국 대상회사의 임원들이 경영판단의 원칙에 따라 회사를 경영하고 있는 한, 매수인이 언아웃 조건 성취를 위해서 적극적인 노력을 하지 않는다고 하더라도 이를 민법 제150조에 따른 조건성취 방해행위로 보기는 어렵다고 판단된다.

2. 조건 성취 방해행위와 조건 불성취 간의 인과관계

민법 제150조 제1항을 적용하기 위해 ‘조건 성취 방해행위가 없었더라면 조건이 성취될 수 있었을 것이라는 인과관계’가 필요한지에 대해서는 학설이 대립한다. 이하 구체적으로 학설들을 검토하고 언아웃 조항의 해석과 관련한 결론을 도출해 보도록 한다.

가. 필요설

다수의 견해는 방해행위가 없었더라면 조건이 성취될 수 있었어야 하고, 방해행위가 없었더라도 조건이 성취될 수 없었다면 방해행위와 조건의 불성취 사이에는 인과관계가 부정되어 민법 제150조 제1항은 적용될 수 없다고 본다²⁸⁾. 이 견해는 문언상 “조건의 성취를 방해한 때”라고 하여 방해라는 결과가 초래되었어야 하므로 방해라는 결과로 이어지지 않았다면 방해가 있었다고 할 수 없다는 점, 일본 민법과 달리 우리 민법은 조건 성취 방해의 요건으로 고의를 요구하고 있지 않아 인과관계 증명도를 낮춰서 생각하기 어려운 점, 방해행위가 없었더라도 어차피 조건이 성취되지 않았을 것인 경우에 방해행위가 있었다는 것만으로 민법 제150조의 적용을 인정하면 당사자는 방해행위가 없었던 경우보다 유리하게 된다는 점 등을 근거로 하고 있다²⁹⁾. 이외에도 인과관계가 필요하나 사안에 따라 방해행위를 한 자에게 증명책임을 부담시킬 수도 있다는 취지의 주장도 존재한다³⁰⁾.

28) 김용덕, 주석 민법 [총칙 3] 제5판, 한국사법행정학회, 2019, 666면, 곽윤직/김재형, 『민법총칙』 제9판, 박영사, 2013, 405면.

29) 윤진수, 앞의 글(주 15), 337, 338면.

30) 이상훈, “최근 ELS 소송에서의 민법 제150조 제1항 적용의 쟁점과 함의”, 민사법학 제76호, 2016. 25면, “인과관계 문제를 분리함으로써 방해행위의 성립을 명확하게 인정할 수 있고 방해행위를 한 자에게 인과관계 입증을 부담시키는 것이 공평하다는 발상을 가능케 한다.”

나. 불요설

방해행위가 있더라도 조건의 불성취와 전혀 무관한 경우, 방해행위가 없었더라도 조건이 성취될 수 없는 이미 조건부 권리가 불능인 경우를 제외하고, 민법 제150조 제1항은 방해행위로 조건의 불성취 결과가 초래되었다면 적용되며, ‘방해행위가 없었더라면 조건이 성취되었을 것’이라는 가정적인 사정은 규정의 문언과 취지상으로 요구된다고 볼 수 없다는 견해이다³¹⁾. 이 견해는 방해행위가 없었더라면 조건이 성취되었으리라는 것에 대한 증명은 극히 곤란하고, 조건부 권리의 보호를 불완전하게 할 염려가 있으므로 민법 제150조는 이러한 점을 보완하는 규정으로 이해되고 있는 점, 일본과 독일도 인과관계를 요구하지 않는 점, 문언에 없는 가정적 인과관계를 요구하는 경우 민법 제150조의 규범적 의미를 저해하는 점을 근거로 하며, 오히려 ‘방해행위가 없었더라면 조건이 성취되었을 것’에 대한 개연성이 있다면, 이는 ‘신의성실에 반하여’ 조건의 성취를 방해한 것에 해당하는지를 판단하는 사정요소로서 참작할 수 있다고 주장한다³²⁾.

다. 제한적 불요설 - 권리의 자격문제와 인과관계의 문제를 구분하는 견해

제한적 불요설은 인과관계의 문제를 권리의 자격문제와 인과관계의 문제로 구분해서 판단하는 전제 하에 인과관계는 요구되지 않는다고 주장한다. 먼저 민법 제150조에서 보호하는 ‘기대권’은 기대에 사전적 효력이 부여된 상태로서 (가) 완전권의 내용을 충분히 특정 지을만한 중요한 내용적 선택권이 있어야 하고, (나) 조건부 권리의 채무자가 조건부 권리자의 완전권 취득을 일방적으로 방해할 수 없는 상태에 이르러야 한다고 주장한다³³⁾. 이와 같은 전제 하에 문제된 법률행위가 조건부 법률 행위인 이상, 방해자의 방해행위와 독립적으로 작동하는 ‘운’이라는 요소가 ‘방해행위가 없었을 경우 조건성취가 되었을지’라는 가정적 인과관계를 상정하는 것을 어렵게 만들 수 있다는 점, 민법 제150조는 방해에 대한 제재의 취지가 있으므로 조건성취의 불확실성만큼 조건방해자를 희생시켜 조건방해자에게 전가시킴으로서 그 전가시킨만큼 조건부 권리자에게 우대해주는 구조를 가지고 있다는 점, 민법 제150조 제1항에서의 인과관계 증명을 민법 제148조에서와 동일하게 취급하여 ‘조건성취 방해행위가 없었다면 조건이 성취되었을 것’까지 조건부 권리자가 증명하여야 한다면 민법 제148조에서 보호받기 어려운 조건부 권리자를 보호하기 위하여 민법 제150조 제1항을 둔 취지가 퇴색된다는 점, 조건성취와 관련한 사안의 경과를 장악할 능력이 있는 사람이 아닌 타방 당사자에게 조건성취가 없었다면 조

31) 양창수, “민법 제150조의 입법 목적과 유추적용-우리 민법의 숨은 조항-”, 『사법』 통권51호, 2020, 296, 297면.

32) 양창수, 위의 글 298면.

33) 임현정, “민법상 조건성취 방해 법리에 관한 소고 - 대법원 2022. 12. 29. 선고 2022다266645판결을 중심으로 -” 이화여자대학교 법학논집 제28권 제1호 통권 83호, 2023. 9. 378면.

건이 성취되었을 것이라는 점을 증명하게 하면 그 증명자료의 접근부터 불가능한 것이 될 가능성이 높다는 점 등을 근거로 삼는다³⁴⁾.

라. 대법원 판례 - 대법원 2022. 12. 29. 선고 2022다266645 판결

대법원은 다음과 같이 기본적으로 인과관계가 요구된다는 입장이나 엄격한 증명을 요구하고 있지는 않은 것으로 이해된다. 특히 ‘방해행위가 없었더라도 조건의 성취가능성이 현저히 낮은 경우까지 포함되는 것은 아니다’는 부분과 관련하여서는 다양한 해석이 가능하다. 구체적 인 판결요지는 다음과 같다.

“일방 당사자의 신의성실에 반하는 방해행위 등이 있었다는 사정만으로 곧바로 민법 제150조 제1항에 의해 그 상대방이 발생할 것으로 희망했던 결과까지 의제된다고 볼 수는 없으므로, 여기서 말하는 ‘조건의 성취를 방해한 때’란 사회통념상 일방 당사자의 방해행위가 없었더라면 조건이 성취되었을 것으로 볼 수 있음에도 방해행위로 인하여 조건이 성취되지 못한 정도에 이르러야 하고, 방해행위가 없었더라도 조건의 성취가능성이 현저히 낮은 경우까지 포함되는 것은 아니다. 만일 위와 같은 경우까지 조건의 성취를 의제한다면 단지 일방 당사자의 부당한 개입이 있었다는 사정만으로 곧바로 조건 성취로 인한 법적 효과를 인정하는 것이 되고 이는 상대방으로 하여금 공평·타당한 결과를 초과하여 부당한 이득을 얻게 하는 결과를 초래할 수 있기 때문이다. 한편 일방 당사자가 신의성실에 반하여 조건의 성취를 방해하였는지는 당사자들이 조건부 법률행위 등을 하게 된 경위나 의사, 조건부 법률행위의 목적과 내용, 방해행위의 태양, 해당 조건의 성취가능성 및 방해행위가 조건의 성취에 미친 영향, 조건의 성취에 영향을 미치는 다른 요인의 존재 여부 등 여러 사정을 고려하여 개별적·구체적으로 판단하여야 한다³⁵⁾.”

34) 임현정, 위의 글 389-396면.

35) 해당 사건에서는 투자협정 당시는 피고 회사의 사업 준비 단계 혹은 초기 과정이었으므로 피고 회사가 제품을 개발 및 양산할 수 있을지 등 성공가능성을 예측하기 어려웠던 점, 원고도 피고회사의 사업실패등 상당한 위험이 존재함에도 불구하고 투자를 진행하면서 그 대가로 매출의 규모와 상관없이 매출이 발생하기만 하면 투자금의 5배에 이르는 상환금을 지급받기로 한 사정에 비춰 볼 때 원고도 이 사건 조건의 성취가 쉬운 일이 아니라는 것을 인식하였던 것으로 보이는 점, 피고 회사의 대표이사가 해당 제품을 개발·양산하여 매출을 창출할 능력이 없었음에도 다수 유통점주들에게 제품 선금금 등을 편취하였다는 혐의로 형사처벌을 받은 점 등을 고려할 때, 피고 회사의 방해행위가 없었더라도 이 사건 조건의 성취가능성은 현저히 낮았다고 보아 민법 제150조 제1항의 ‘조건의 성취를 방해한 때’에 해당하지 않는다고 판단하였다.

마. 소결론

민법 제150조 제1항의 조건성취 의제에 인과관계가 필요한지에 대한 다양한 의견들에는 인과관계 필요성의 문제와 인과관계 증명의 문제가 혼재되어 있다. 인과관계가 요구되지 않는다는 견해도 전혀 인과관계가 없는 경우는 제외하고 개연성을 언급하거나, 인과관계의 문제 중 일부를 권리의 자격문제로 전환하여 기대권이 있는 경우를 전제로 인과관계가 필요없다고 주장하고 있으므로 순수한 의미에서 인과관계가 필요 없다는 학설은 아니라고 판단된다. 인과관계 불요설의 근거로 증명의 어려움을 이야기하는 것도 결국 증명의 정도와 인과관계의 문제를 함께 판단함에 따라 주장되는 내용이라 판단된다. 대법원 역시 인과관계가 요구된다고 하면서도 인과관계의 정도를 ‘사회통념상’ 일방 당사자의 방해행위가 없었더라면 조건이 성취되었을 것으로 볼 수 있음에도 방해행위로 인하여 조건이 성취되지 못한 정도라고 표현하며, ‘방해행위가 없었더라도 조건의 성취가능성이 현저히 낮은 경우까지 포함되는 것은 아니다’라고 하여 ‘조건의 성취 가능성’에 대한 완화된 증명이 가능하다는 취지로 이해된다. 따라서 결론적으로 인과관계 필요성의 문제와 인과관계 증명의 문제를 구분하고, 인과관계는 필요하되, 그 증명의 정도는 조건과 방해행위의 시기와 태양 등 개별 사안의 특수성에 따라 개별적으로 완화하여 판단하는 것이 타당하다. 인과관계 불요설에서는 조건 성취 방해의 요건으로 고의를 요구하고 있지 않아 인과관계 증명도를 낮춰서 생각하기 어렵다고 주장하나, 반드시 고의가 있어야만 인과관계 증명도를 낮출 수 있는 것인지는 의문이다. 민법 제150조의 문언에서 명확하게 방해행위와 조건 불성취 간에 인과관계를 요구하고 있지 않고 있기는 하나 인과관계가 완전히 필요 없다고 볼 경우 형평의 원칙에 부합하지 않는 경우가 발생한다. 또한 만약 민법 제150조가 인과관계를 필요없는 것으로 규정하려고 하였다면 조건이 성취된 것으로 ‘주장할 수 있다’라고 규정하지 않고, ‘간주한다’라고 규정하였을 것이다. 따라서 민법 제150조는 방해행위와 조건의 불성취 간에 인과관계 증명은 필요하나, 개별 사안의 특수성을 반영하여 인과관계의 증명도를 탄력성 있게 적용할 수 있는 재량성을 부여한 것으로 해석하는 것이 가장 합리적인 해석이라 생각한다.

인과관계 제한적 불요설(권리의 자격문제와 인과관계를 구분하고 있는 견해)에서 제시하는 예시를 살펴보자. B는 A에게 “네가 올해 9급 공무원 시험에 합격한 다면 1억원을 주겠다.”라는 의사를 표시하여 A가 이를 받아 들었다. 그런데 시험이 실시되기 얼마 전 B는 A가 열심히 공부하는 것을 보고 갑자기 1억원을 주어야 할 수도 있다는 생각에 돈이 아까운 마음이 들었다. 그래서 A가 시험에 응시하지 못하도록 시험 당일 시험장에 데려다 주면서 일부러 시간을 지체하여 B로 하여금 제 시간에 시험장에 들어가지 못하게 하였다³⁶⁾. 해당 사례에서 조건부 권리가 자연적으로 전개되는 데에 영향을 미치는 수많은 변수들이 ‘운’이라는 형태로 존재하는

36) 임현정 앞의 글(주 33) 393면.

상황에서, A로서는 조건성취방해행위가 없었더라면 조건이 성취되었을 것이라는 점, 즉 B의 행위가 없었더라면 A는 공무 원시험에 합격했을 것이라는 점을 증명하고자 한다면 평소 자신의 모의고사 점수 등을 모두 제출한다고 하여도 시험자체가 가지는 ‘운’적인 요소, 달리 말하면 ‘불확실성’ 때문에 이 가정적 인과관계가 ‘증명’되었다고 볼 수 있을지 의문을 제기한다³⁷⁾. 위 예시에서 제시된 조건은 ‘9급 공무원 시험합격’이다. 위 사례에서 인과관계가 필요하나 증명의 정도는 다소 완화될 필요가 있다는 결론을 적용하면 다음과 같이 볼 수 있다. A가 ‘9급 공무원 시험합격’을 위해서 통상적으로 요구되는 수준의 수험공부량, 모의고사 성적, 유사한 모의고사 성적 보유자의 시험 합격률 등을 고려할 때 A가 시험에 합격할 수 있는 상당한 개연성을 갖고 있고, 이러한 개연성³⁸⁾이 증명된다면 인과관계는 증명되었다고 보는 것이 합리적이라 생각된다³⁹⁾. 따라서 여러 가지 다른 특수한 사정들을 포함한 불확실한 가능성들은 이와 같은 인과관계 증명에 있어 방해행위가 없었더라도 다른 ‘특수한 사정들’로 조건이 불성취되었을 것이라는 것을 주장하는 자가 증명해야 할 사안으로 생각된다. 물론 이러한 특수한 사정들의 증명의 정도는 전자의 개연성을 반복시킬 수 있을 정도의 수준이어야 할 것이다. 결국 이러한 사례에서는 방해행위와 조건 불성취 사이의 인과관계에 대해서는 ‘고도의 개연성’이 아닌 ‘상당한 수준의 개연성’이 증명되면 충분하다고 판단된다. 이는 우리 법원이 장래에 얻을 수 있었던 이익과 관련한 손해의 증명과 관련하여 완화된 증명을 허용하고 있는 것과 유사하게 볼 수도 있다⁴⁰⁾. 물론 조건과 그 방해행위의 태양은 매우 다양하므로 경우에 따라서 인과관계 증명이 가능한 경우도 있을 수 있다. 따라서 조건성취 방해행위와 조건 불성취 간의 인과관계를 어느 정도 완화할지는 구체적인 사례별로 개별적으로 판단하는 것이 타당할 것으로 생각된다. 한편 이러한 인과관계 증명을 반복시킬 수 있는 ‘방해행위가 없었더라도 조건이 불성취되었을 것’이라는 점은 ‘상당한 수준의 개연성으로 증명된 방해행위와 조건의 불성취 사이의 인과관계

37) 임현정, 앞의 글(주 33) 390면.

38) 개연성이라 함은 ‘경험에 의하여 축적된 지식에 근거하여 일정한 사건(A)이 발생 한 경우 그 결과로 다른 일정한 사건(B)이 발생할 가능성이 있는 경우에 인정되는 척도이다.’ 박희호, “책임법에 있어서 인과관계의 구체적 척도에 관한 연구 - 대법원 판례에서 사용되는 척도를 중심으로-”, 동아법학, 통권 56호, 동아대학교 법학연구소, 2012., 306면. 대법원은 환경침해소송에서 개연성을 인과관계의 척도로 사용하고 있다(대판 1974.12.10., 72다1774판결). 해당 판결의 관련부분은 다음과 같다. “불법행위로 인한 손해배상에 있어서 불법행위의 성립요건으로서의 인과관계는 현실로 발생한 손해를 누구에게 배상책임을 지울 것인가를 가리기 위한 개념이므로 자연과학의 분야에서 말하는 인과관계가 아니라 법관의 자유심증에 더 잡아 얻어지는 확신에 의하여 인정되는 인과관계를 말한다 할 것인데 이런 확신은 통상인이 일상생활에 있어서 그 정도의 판단을 얻을 때는 의심을 품지 않고 안심하고 행동할 것이라는 정도를 일컬어 말함이니 이런 관점에서 볼 때 개연성 이론을 수긍 못할 바 아니다.”

39) 인과관계 제한적 불요설에서는 이를 ‘기대권’을 증명하는 것으로 해석할 수도 있을 것이다.

40) “장래의 얻을 수 있었던 이익에 관한 증명에 있어서는 그 증명도를 과거사실에 대한 증명에 있어서의 증명도보다 경감하여 채권자가 현실적으로 얻을 수 있는 구체적이고 확실한 이익의 증명이 아니라 합리성과 객관성을 잃지 않는 범위 내에서의 상당한 개연성이 있는 이익의 증명으로서 족하다고 보아야 한다(대법원 1992. 4. 28. 선고 91다29972 판결 대법원 2013. 5. 24. 선고 2012다39769, 39776 판결)”

가 반복될 수 있을 정도로 증거가 우월하게' 증명되어야 한다고 생각한다⁴¹⁾.

위와 같은 사례는 미래에 발생할 불확실한 가능성들로 엄격한 인과관계 증명이 가능하지 않은 경우로, 이를 언아웃 조건 성취 방해와 연결하면 다음과 같은 예를 들 수 있다. 매도인은 대상회사의 주식 매각 이후에 매수인과 언아웃 기간 동안 대표이사로서 대상회사를 경영하기로 합의했다. 그런데 매도인을 이사의 지위에서 해임할 합리적인 경영상 필요성이나 매도인의 불법, 경영부진 등 과오가 없음에도 불구하고, 매수인이 이 합의에 위반하여 대상회사의 주주총회에서 매도인을 이사의 지위에서 해임하였고, 언아웃 조건은 언아웃 기간 내에 성취되지 못하였다. 이 경우 매도인이 대상회사를 경영하였을 것을 가정하여 대상회사의 실적을 엄격하게 증명하는 것은 사실상 불가능하다. 매도인으로서 당시 매도인에 세웠던 언아웃 기간 중 대상회사 경영계획, 추정매출/비용/손익 및 그 달성 가능성, 기존 계획과 달리 진행된 회사의 경영과 그로 인한 실적 변동, 경영계획이 변동되지 않았더라면 실제 발생한 상황에서 회사의 실적이 어떻게 되었을지에 대한 예측분석 등 언아웃 조건 성취 가능성을 상당히 개연성 있게 증명한다면 인과관계는 증명되었다고 보는 것이 타당하지 않을까 생각된다. 그리고 매도인이 대상회사를 계속 경영하였더라도 다른 특수한 사정들(예를 들어 팬데믹이나 동종업계 전반에 미치는 중대한 악영향 등)로 인하여 조건이 성취되지 못하였을 것이라는 반대 인과관계의 증명 책임은 매수인이 부담하게 되고, 어느 쪽 인과관계를 인정할 것인지는 증거의 우위에 따라 결정하는 것이 타당하다고 생각된다.

IV. 언아웃 조항에 포함된 당사자의 노력 의무에 대한 해석

언아웃 조건 성취를 위해서 당사자 특히 매수인이 일정한 노력을 해야 할 의무를 주식매매 계약에 규정하는 경우 그러한 노력의무에 법적 효력을 부여할 수 있을 것인가? 법적 효력을 부여할 수 없다면 민법 제150조와 연결시켜 법적 효과를 부여할 수 있을 것인지 문제가 된다. 먼저 미국 델라웨어주 판결에서 나타난 언아웃 관련 당사자의 노력의무를 검토하고, 우리 법상 노력의무를 어떻게 해석할 수 있을지 검토해 보도록 한다.

41) 이와 같이 “방해행위-조건 불성취”의 증명과 “특수한 사정-조건 불성취”간의 인과관계 증명 우월의 관계는 영미의 증거법에 따른 ‘증거의 우세함(preponderance of evidence)’과 비교해 볼 수 있다. 증명도의 기준을 확신의 정도가 낮은 순에서 높은 순으로 나열하면 경도의 심증(mere rationality), 증거의 우세함(preponderance of evidence), 명백하고 설득력 있는 증거(clear and convincing evidence), 고도의 개연성(highly likelihood), 합리적 의심의 여지가 없음(beyond reasonable doubt)으로 나눌 수 있다. 민사소송에서 증명도 기준으로 증거의 우세함 기준 도입의 필요성에 대해서는 김차동, “민사소송에서의 증명도 기준의 개선에 관한 연구”, 법조 제68권 제3호, 법조협회, 2019, 88-96면 참조.

1. 델라웨어주 판결에 나타난 언아웃 조항의 노력의무

가. 법적 효력

미국의 경우 각 주별로 일부 차이가 있기는 하나 대부분의 경우 일정한 정도의 구체성을 갖춘 노력의무에는 법적 효력을 인정하고 있고, 영국의 경우에도 일정한 정도의 구체성과 명확성을 갖춘 노력의무에 법적 효력을 인정하고 있다⁴²⁾. 노력의무가 계약서에 포함되는 경우 그 의무의 정도도 최선의 노력(best effort), 상업적으로 합리적인 노력(commercially reasonable effort), 합리적인 노력(reasonable effort) 등으로 세분화되어 협상의 대상이 된다. 언아웃 조항과 관련하여 미국에서는 상업적으로 합리적인 노력의무(commercially reasonable effort)가 가장 많이 사용되고 있다⁴³⁾. 미국에서는 최선의 노력의무와 합리적인 노력의무 사이에 의미있는 차이가 없다고 보는 경향이 강하며, 영국에서는 차이를 두어 최선의 노력의무는 가능한 모든 합리적인 수단을 강구해야 할 의무이고, 합리적인 노력의무는 그 중 하나 또는 일부의 합리적인 수단을 강구하면 충분한 의무라고 하나⁴⁴⁾, 이 글에서는 노력의무의 정도에 대한 구분은 하지 않기로 한다.

나. 적극적인 노력의무와 소극적인 노력의무를 구분한 판례 – Merrit Quarum v. Mitchell International, Inc.⁴⁵⁾

언아웃 조항의 노력의무 위반과 관련한 2020년 Merrit Quarum v. Mitchell International, Inc. 사건에서 델라웨어주 대법원은 적극적인 노력의무와 소극적인 노력의무를 구분하여 소극적인 노력의무 조항에서 적극적인 노력의무를 위반하였음을 도출할 수 없다고 판단하였다. 해당 사건에서 매수인은 매도인인 여러 개인 주주들과 언아웃 조항이 포함된 의료산업 소프트웨어 회사의 주식매매계약(Stock Purchase Agreement)을 체결하였다. 언아웃 조항에 따르면 거래종결 이후 2년이 경과하여 언아웃 조건이 성취되면 매수인은 매도인에게 추가로 매매대금을 지급하기로 하였고, 다음과 같이 매수인의 노력의무를 규정하고 있었다.

“매수인은 직접 또는 대상회사 및 계열회사들로 하여금 신의성실과 상업적으로 합리적인 방식으로 언아웃 지급대금이 중대하게 감소될 것으로 합리적으로 예상되는 행위를 피하고, 피하도록 하여야 한다([Mitchell] agrees it will, and it will cause

42) 권영준, “최선노력조항(best efforts clause)의 해석” 서울대학교 법학 제55권 3호, 2014. 9. 78, 79면.

43) Casey Mctigue, *supra* note 11. at 25.

44) 권영준 앞의 글(주 42) 94, 95면.

45) Merrit Quarum v. Mitchell International, Inc. 2020 WL 351291 (Del. Super. Jan. 21, 2020).

[QMedtrix] to and its affiliates to, act in good faith and in a commercially reasonable manner to avoid taking actions that would reasonably be expected to materially reduce the Contingent Payment Amounts).⁴⁶⁾”

2년이 지났으나 언아웃 조건이 성취되지 않았고, 이에 매도인은 매수인이 매출을 증가시키기 위해서 신의성실과 상업적으로 합리적인 노력을 하지 않아 계약을 위반하였다고 주장하였으나, 법원은 “작위를 피하는 것과 부작위를 피하는 것은 다르다(Avoiding actions, however, is distinct from avoiding inaction)”고 설시하며, 협상과정에서 적극적인 노력의무가 반영될 수 있었음에도 이를 반영되지 않은 점 등을 고려하면 매수인의 소극적인 노력의무 조항에서 적극적인 노력의무를 도출할 수 없다고 하여 매수인의 노력의무 위반을 인정하지 않았다⁴⁷⁾.

다. 매수인의 노력의무 위반을 인정한 판례 – FMLS v. Integris BioServices⁴⁸⁾

델라웨어주 1심 법원(Court of Chancery)은 2023년 FMLS v. Integris BioServices사건에서 바이오기술회사들의 지분매매계약(Equity Purchase Agreement)상 매수인의 언아웃 조건 성취 관련 노력의무 위반을 인정하였다. 해당 사건의 지분매매계약에는 (1) 매수인이 대상회사의 운영과 관련한 독자적인 재량을 갖고 있음을 명시하면서도, (2) 한편 신의성실에 위반하여 언아웃 금액을 축소하거나 지급되지 않도록 하기 위한 작위 또는 부작위를 금지하는 노력의무를 규정함과 동시에 (3) 매수인은 언아웃 관련 사업의 자금/인력조달, 직원 보수의 지급 등이 이루어지도록 하고, 거래종결전에 매도인이 수행하였던 것과 합리적으로 일치하는 방식으로 회사를 경영하는 것을 지원하도록 하는 것에 상업적으로 합리적인 노력을 해야 한다는 내용을 포함하고 있었다⁴⁹⁾.

언아웃 조건에 따르면 거래 종결 이후 5개월 이내에 회사의 수익이 기준치에 달하면 매수인은 1차 추가매매대금을 지급하고, 첫 기준이 성취되면 매도인은 이후 순차적으로 기간에 따라 기준치에 도달한 경우 추가적인 매매대금을 지급해야 했다. 그런데 거래종결 이후 대상회사의 매출은 감소하였고, 언아웃 조건이 성취되지 않아서 추가적인 매매대금은 지급되지 않았으나

46) *Id.*, at 3.

47) *Id.*, at 10.

48) FMLS v. Integris BioServices 2023-0380-EMD (Del. Ch, Oct. 30, 2023)

49) *Id.* at 5. KCAS “shall have sole discretion with regard to all matters relating to the operation of [FlowMetric]; provided, that [it] (A) shall not, directly or indirectly, take any actions or omit to take any actions in bad faith that would have the purpose or effect of avoiding or reducing any Earnout Payment hereunder...” the Buyer (Y) shall use commercially reasonable efforts to ensure the Earnout Business will have access to funding, personnel, compensation for employees, and support as is reasonably necessary to operate the Earnout Business reasonably consistent with the manner in which the Earnout Business was conducted by Seller immediately prior to the Closing Date.

언아웃 기간이 지나자 곧 대상회사의 수익은 급증하였다. 매도인은 매수인이 거래종결 이후 2달 동안 새로운 과학자를 채용하기 위한 인사채용팀을 준비시키지 않았고, 4달이 되도록 1명의 과학자도 채용하지 못한 것을 이유로 매수인이 노력의무를 위반하였음을 주장하며 소송을 제기하였다. 이에 대해서 매수인은 노력의무에 따르더라도 거래종결 전과 동일한 방식으로 대상회사를 경영하면 되고, 거래종결 전에도 몇 달동안 새로운 과학자를 채용하지 않았으므로 매수인도 동일한 기간만큼 거래종결 이후에 새로운 과학자를 채용하지 않아도 된다고 주장하였다. 이에 대해 법원은 언아웃 조항에 규정된 노력의무는 당사자들이 언아웃 조건 성취가 될 수 있도록 보호하는 조항임을 이유로 매수인의 주장을 받아들이지 않았다. 또한 법원은 (가) 거래종결전에 과학자들이 퇴사함에 따라 매수인이 과학자 채용을 위해 별도 인력채용회사를 고용하기로 약속했다는 점, (나) 매수인이 새로운 과학자의 이력서를 받고도 2.5개월 동안 기다렸다는 점, (나) 매도인이 매수인에게 소개한 인력채용회사들의 고용을 두 차례나 거절했다는 점, (다) 새로운 과학자들이 채용되고 곧바로 회사의 수익이 증가했다는 점을 종합하면 매수인이 새로운 과학자들의 채용을 지연시킨 것은 노력의무를 다하지 않은 것이고, 동시에 신의성실에 반하여 언아웃 조건 성취를 방해하려는 매수인의 의도를 합리적으로 추론할 수 있다고 판시하였다⁵⁰⁾.

2. 노력의무에 대한 해석

국내에서 “노력의무”에 대한 논의가 활발하지는 않으나 법적 구속력을 인정할 수 있다는 해석론이 존재하고, 최근 대법원 판례도 노력의무에 법적 구속력을 인정할 수 있는 예외적인 상황에 대한 일반론을 설시하였다. 이하 대법원 판례와 해석론에 대해서 먼저 살펴본 뒤, 언아웃 조항의 노력의무는 어떻게 해석하는 것이 좋을지 검토해 보도록 한다.

가. 대법원 판례

과거 대법원 판례는 약정서에 “최대 노력하겠습니다”라는 문구가 기재된 경우 이는 법적 구속력이 없음을 다음과 같이 일반론으로 제시하였다. “어떠한 의무를 부담하는 내용의 기재가 있는 문면에 “최대 노력하겠습니다”라고 기재되어 있는 경우, 특별한 사정이 없는 한 당사자가 위와 같은 문구를 기재한 객관적인 의미는 문면 그 자체로 볼 때 그러한 의무를 법적으로는 부담할 수 없지만 사정이 허락하는 한 그 이행을 사실상 하겠다는 취지로 해석함이 상당하다고 할 것이다.⁵¹⁾” 이후 후속 대법원 판결들에서 이러한 일반론 하에 개별 사건에서 포함된

50) *Id.* at 16-19.

51) 대법원 1994. 3. 25. 선고 93다32668 판결

“최대한 협조”하겠다는 문구로부터는 법적 의무가 발생하지는 않는다고 판시하였다⁵²⁾. 하지만 위 판결의 노력의무의 법적 구속력에 대한 일반론에서 “특별한 사정이 있으면” 달리 판단할 수 있다고 설시하였다. 따라서 과거 대법원은 계약상 노력의무에 일반적으로는 법적 구속력을 인정하기 어렵지만 구체적 사안의 내용과 특성에 따라 노력의무의 법적 구속력을 인정할 수 있는 여지는 남겨두었던 것으로 판단된다.

이후 대법원은 위 노력의무에 대한 일반론에서 언급한 구속력을 인정할 수 있는 특별한 사정에 대해서 다음과 같이 판시하였다⁵³⁾. “다만 계약서의 전체적인 문구 내용, 계약의 체결 경위, 당사자가 계약을 체결함으로써 달성하려는 목적과 진정한 의사, 당사자에게 의무가 부과되었다고 볼 경우 이행가능성이 있는 것인지 여부 등을 종합적으로 고려하여 당사자가 그러한 의무를 법률상 부담할 의사였다고 볼 만한 특별한 사정이 인정되는 경우에는 위와 같은 문구에도 불구하고 법적으로 구속력이 있는 의무로 보아야 한다.” 그리고 이와 같은 법리 하에 다음과 같이 판시하며 해당 사건에서는 특별한 사정을 인정하여 노력의무의 법률적 구속력을 인정하였다.

“위에서 본 법리에 비추어 이 사건 사실관계를 살펴보면, “두산 측 주주는 두산 캐피탈로 하여금 DCFL에 대한 지분비율을 현재와 같이 그대로 유지하도록 노력하여야 한다.”라고 기재되어 있는 문언에도 불구하고, 해당 조항의 전체적인 문구 내용, 두산 캐피탈 주주간 계약의 체결 경위, 당사자 쌍방이 위 계약을 체결함으로써 달성하려고 하였던 목적과 진정한 의사, 두산 측 주주와 두산캐피탈, DCFL의 관계 등을 종합적으로 고려하면, 두산 측 주주는 위 주주간 계약에 따라 DCFL의 지분을 유지할 의무를 부담한다고 해석할 수 있는 특별한 사정이 인정된다고 할 것이므로, 이와 같이 해석한 원심판단은 정당하다.”

나. 노력의무에 대한 해석론

국내에 노력의무에 대한 일반론으로 최선노력조항에 대한 해석원리를 다음과 같이 제시하는 견해가 있다⁵⁴⁾. 첫째, 최선노력조항에 따른 법적 의무는 결과채무가 아니라 수단채무이다(해석의 출발점). 둘째, 최선노력조항에 따른 법적 의무의 하한선은 채무자가 최소한 노력 그 자체는 기울여야 한다는 것이다(법적 의무의 하한선). 셋째, 최선노력조항에 따른 법적 의무의 상한선은 채무자가 비합리적인 노력을 기울일 것까지 요구하지는 않는다는 것이다(법적 의무

52) 대법원 1996. 10. 25. 선고 96다16049 판결, 2013. 6. 27. 선고 2012다79347 판결

53) 대법원 2021. 1. 14. 선고 2018다223054 판결

54) 권영준, 앞의 글(주 42), 84-101면

의 상한선). 그리고 ‘합리적으로 이타적인 채무자’라면 감수하였을 손실이 최선노력의무의 한계이다. 그리고 이와 같은 노력의무의 불이행에 대해서 채무불이행을 이유로 한 계약의 해제, 해지, 손해배상이 성립할 수 있고, 이행이익이 배상의 대상이 되어야 한다고 주장한다. 다만, 이행이익의 증명이 어려우므로 이에 갈음하여 신뢰이익에 상당하는 배상을 청구하거나 법원이 손해의 공평한 분담을 결정할 수 있을 것이라 한다. 이러한 견해는 노력의무 자체에 “최소한 노력 그 자체는 기울여야 하는 법적 구속력”을 인정할 수 있다는 견해로 이해된다. 그리고 이 견해에 따르면 채무자가 아무것도 하지 않은 경우에도 정당한 이유가 있는 경우는 최선노력의무 위반이 성립되지 않는다고 하며 정당한 이유의 증명책임은 채무자가 부담한다고 한다. 하지만 계약의 해석은 당사자의 의사표시해석의 문제이고, 노력의무를 규정한 계약들은 저마다 일반적인 의무규정이 아닌 노력의무를 규정하게된 특수한 사정들이 존재한다. 따라서 이러한 사정들에 대한 고려 없이 일반론으로 노력의무의 해석기준을 위와같이 설정하는 것은 타당하지 않다고 판단된다.

다. 언아웃 조항 관련 노력의무에 대한 해석

노력의무에 대한 대법원 판례나 해석론은 모두 노력의무 그 자체에 대한 독립적인 법적구속력과 위반의 효과에 대해서 논의한다. 물론 구체적인 계약 체결 과정과 개별적인 사건의 특수성에 따라 달리 해석할 수는 있겠지만 언아웃 조항과 관련한 노력의무는 조건성취, 불성취에 대한 반신의행위를 규정한 민법 제150조와 결부하여 해석하는 것이 가장 적절하다고 판단된다.

(1) 언아웃 조항 노력의무의 법적 구속력

먼저 대법원 판례가 노력의무에 법적 구속력을 인정한 사례에서 의무의 대상은 “지분비율을 유지할 것”으로 명확했다. 하지만 언아웃 조항과 관련한 노력의무는 언아웃 조건이 성취될 수 있도록/성취가 방해되지 않도록 노력하거나, 거래종결전에 매도인이 경영하였던 것과 동일한 방식으로 대상회사를 운영하기로 노력한다는 등으로 불명확한 경우가 대부분이다. 따라서 법률행위의 내용이 확정되었다고 보기 어려운 측면이 있다. 또한 언아웃 조항과 관련한 노력의무에 법적 구속력을 인정한다면 그 위반의 효과로 이행이익을 구하는 경우, 노력의무를 위반하여 조건이 성취되지 않았으므로 노력의무를 위반하지 않았다면 조건이 성취되었을 것임을 증명하여 언아웃 조건이 성취 되었을 때 지급받을 금액을 손해배상금액으로 주장할 수 있게 된다. 하지만 이는 불명확한 노력의무 위반과 인과관계 증명의 어려움은 별론으로 하고, 당사자들이 언아웃 조항에서 법적의무를 규정하지 않고 노력의무를 규정한 의도와도 부합하지 않는 것이라 판단된다. 회사의 경영실적이 어떻게 될지는 매수인과 매도인 모두 알 수 없는 미

래의 사정이다. 당사자들이 통제할 수 없는 상황변경과 그에 대한 회사의 대응은 다양할 수 있고, 회사는 다양한 수단을 동원하여 회사를 경영할 수 있으며, 그 결과는 명확히 예측하기 힘들다. 이런 사정들을 고려하여 의무를 명확히 규정하지 못하는 것이고, 노력의무 정도로 규정할 수 밖에 없는 것이다. 따라서 구체적인 상황에 따라 달라질 여지는 있지만 통상 언아웃 조항과 관련한 노력의무에 직접적인 법적 구속력을 인정하기는 어렵다고 판단된다.

(2) 조건성취 방해행위와 신뢰

신의성실에 반하여 조건성취를 방해하는 행위는 적극적으로 조건성취를 방해하는 행위도 있지만 이행할 것으로 신뢰된 행위를 하지 않는 소극적인 방식으로 조건성취를 방해할 수 있다. 언아웃 조건과 관련하여 당사자들은 대상회사가 경영진에 의해서 경영판단의 원칙에 따라 회사에 최상의 이익이 되는 방향으로 경영될 것이라고 신뢰한다. 그런데 그와 같이 회사가 경영되지 않고, 이를 방지한다면 부작위에 의한 조건성취 방해가 성립할 수 있다. 예를 들어 정기적으로 반복되는 영업계약을 체결하지 않거나, 핵심 인력이 이탈하여 새로운 인력 충원이 필요함에도 상당한 기간이 도과하도록 인력을 충원하지 않고 이로 인하여 언아웃 조건이 성취되지 않았다면 부작위에 의한 조건 성취 방해가 될 수 있다. 따라서 신의성실에 반하는 작위/부작위에 의한 조건성취 방해가 성립하려면 일정한 행위를 하거나 하지 않을 것에 대한 신뢰가 있어야 한다. 이러한 신뢰는 법적 구속력이 있는 의무에 기반할 수도 있지만 법적 구속력이 없다고 하더라도 당사자들의 신의성실에 따라 정당하게 신뢰한 것에 기반할 수 있고, “노력의무”는 이러한 정당한 신뢰의 기반이 될 수 있다고 판단된다.

(3) 신의성실의 기반으로서의 언아웃 조항의 노력의무

노력의무가 없는 경우 당사자들이 거래종결 이후 대상회사의 경영과 관련하여 신뢰한 것은 대상회사의 경영진이 합리적인 근거에 의해서 성실하게 회사에 최상의 이익이 된다고 판단하는 바에 따라 회사를 경영하는 것이다. 즉, 매수인이 대상회사로 하여금 언아웃 조건 성취와 관련없이 회사를 ‘경영판단의 원칙’에 부합하게 운영하는 경우 민법 제150조의 신의성실 위반으로 판단하기는 쉽지 않다. 하지만 당사자들이 언아웃 조건과 관련하여 매수인의 일정한 노력의무를 규정하는 경우 당사자들은 그러한 노력의 존재에 대해서 신뢰하였던 것이므로, 만약 매수인이 그러한 노력의무를 이행하지 않았다면 이는 신의성실의 기반이 되는 매도인의 정당한 신뢰에 반하는 것으로 민법 제150조의 신의성실에 반한다고 볼 여지가 생긴다.

예를 들어 대상회사가 언아웃 기간이 종료되기 직전에 언아웃 기간 중 단기적으로 높은 수익을 올릴 수 있는 A라는 선택과 A보다 낮은 수익이나 언아웃 기간을 넘어서 좀 더 장기적으

로 수익을 올릴 수 있는 B라는 선택을 할 수 있는 상당한 규모의 영업활동이 있다고 가정해보자. 수익을 현금화 했을 경우 A와 B 사이에 별다른 차이가 없고, 대상회사가 필요한 현금의 수요, 법인세 등 여러 가지 상황을 고려할 때 A와 B 중 어떤 쪽을 선택하더라도 회사에 미치는 영향에 별다른 차이가 없다. 대상회사가 A를 택할 경우 언아웃 조건이 성취되지만 B를 택할 경우 조건이 불성취 된다. 노력의무가 없는 상황이라면 대상회사가 B의 방식을 택한다고 해서 이를 민법 제150조의 신의성실에 반하여 조건성취를 방해하였다고 판단하기는 어렵다. 경영진은 단기적인 수익보다 장기적인 수익이 회사의 이익에 더 부합한다고 판단할 경영판단의 재량이 있기 때문이다. 하지만 매수인에게 언아웃 조건 성취를 위해서 최대한 또는 상업적으로 합리적인 노력을 할 의무가 언아웃 조항에 규정되어 있다면 달리 판단할 여지가 생긴다. 매수인이 만약 위와 같은 사실관계를 알고 있었다면, 매도인은 매수인이 대상회사로 하여금 A방식을 택하도록 합리적인 노력을 할 것임을 정당하게 신뢰한다. 따라서 매수인이 그러한 노력을 하지 않았고, 그로 인하여 언아웃 조건이 성취되지 않았다면 이는 매수인이 민법 제150조의 신의성실에 반하여 조건 성취를 방해한 것으로 해석할 수 있다. 물론 손실을 감수하면서까지 언아웃 조건 성취를 위해 대상회사를 경영하는 것은 ‘노력의무’를 기반으로 하는 신의성실에서 정당하게 기대할 수 없는 사정이다. 또한 대상회사가 과거에 수행하지 않았던 새로운 업무를 수행하여 이익을 창출하는 것도 ‘노력의무’를 기반으로 하는 신의성실에서 정당하게 기대할 수 없는 사정이다. 따라서 언아웃 조건의 성취를 위해서 노력한다는 내용은 대상회사가 경영판단의 원칙에 부합하게 회사를 운영하면서 회사의 이익에 영향이 없는 범위 내에서 여러 가지 선택가능성이 발생하는 경우 가급적 언아웃 조건의 성취에 유리한 선택을 하도록 노력할 신의성실에 따른 의무를 발생시킨다. 다만, 대상회사의 모든 의사결정을 이와 같은 기준에 따라 이행하는 것을 기대하기는 어려우므로 회사의 재무성과에 중대한 영향을 미치는 의사결정에 한하여 이와 같은 신의성실에 따른 노력의무가 발생한다고 보는 것이 타당하다.

V. 맺음말

우리 사회가 변화하는 속도는 점점 빨라지고 있다. 그에 따라 미래를 예측하는 것은 더욱 어려워졌고, 예측결과는 예측자의 주관적 판단에 따라 현저하게 차이가 난다. 기업의 가치에 대한 미래예측 역시 다양할 수 밖에 없고, 결과값도 매우 상이해 질 수 있다. 언아웃 조항은 이러한 당사자들의 예측치의 차이에서 발생하는 매매대금의 간극을 좁혀줄 수 있는 유용한 계약상 장치이다. 그럼에도 불구하고 언아웃 조항은 분쟁가능성을 내포하고 있기 때문에 언아웃 조항을 작성함에 있어서는 세심한 주의가 요구된다. 이 글에서는 대법원 판례와 미국 델라웨어주

판결문을 참고하여 언아웃 조항에서 어떠한 매수인의 행위가 민법 제150조의 신의성실 위반으로 인정될 수 있을지 검토해 보았다. 또한 민법 제150조에 따른 조건성취 방해행위가 없었을 경우 조건이 성취될 수 있었을 것이라는 인과관계의 증명이 필요한지에 대한 상반된 견해들 및 대법원 판례를 살펴보고, 인과관계의 문제와 증명도의 문제를 구분하여 인과관계의 증명이 필요한 하되 개별 사안의 특수성을 반영하여 증명도를 탄력성 있게 적용할 수 있음을 논증하였다. 그리고 언아웃 조항에서 매수인의 언아웃 조건 성취를 위한 노력의무를 규정한 경우 그 법적 구속력을 인정할 수 있을지, 어떻게 해석하는 것이 적절할지 텔라웨어주 판결과 대법원 판결을 참고하여 검토하였다. 결론적으로 언아웃 조항에서 매수인의 노력의무는 직접적으로 법적 구속력을 인정하기는 힘들지만 민법 제150조에 따른 신의성실의 기반이 될 수 있는 당사자의 정당한 신뢰의 바탕이 될 수 있고, 따라서 노력의무가 규정된 경우 민법 제150조가 적용될 수 있는 가능성이 더 높아질 수 있다. 이러한 점을 고려하여 언아웃 조항에서 매수인의 노력의무를 규정함에 있어서는 좀 더 높은 주의를 기울여야 할 것으로 생각된다. ☐

(논문접수 : 2024. 8. 12. / 심사개시 : 2024. 8. 20. / 게재확정 : 2024. 9. 10.)

참 고 문 헌

- 곽윤직/김재형, 『민법총칙』 제9판, 박영사, 2013
- 권영준, “최선노력조항(best efforts clause)의 해석” 서울대학교 법학 제55권 3호, 2014. 9.
- 김기혁, 고운성, “기업인수합병대가 지급수단으로서의 조건부분할지급(Earnout)에 대한 연구”, 산업경제연구 제25권 제2호, 2012. 4.
- 김범준, “M&A거래의 가격조정에 따른 리스크 관리와 성과연계인수금액(Earn-out)조항의 법리”, 한양법학 제29권 제1집, 한양법학회, 2018. 2.
- 김용덕, 주석 민법 [총칙 3] 제5판, 한국사법행정학회, 2019
- 김정호, “미국 델라웨어주 회사법이 우리 회사법에 미친 영향”, 경영법률, 23권 1호, 한국경영법률학회, 2012.
- 김차동, “민사소송에서의 증명도 기준의 개선에 관한 연구”, 법조 제68권 제3호, 법조협회, 2019.
- 박희호, “책임법에 있어서 인과관계의 구체적 척도에 관한 연구 - 대법원 판례에서 사용되는 척도를 중심으로-”, 동아법학, 통권 56호, 동아대학교 법학연구소, 2012.
- 삼일회계법인 중소벤처기업 M&A지원센터, “M&A Guide Book”, 중소벤처기업부, 2022. 10.
- 양창수, “민법 제150조의 입법 목적과 유추적용-우리 민법의 숨은 조항-”, 『사법』 통권 51호, 2020.
- 윤진수, “정지조건 성취 방해로 인한 조건 성취의 의제 여부-대법원 2021. 1. 14. 선고 2018다223054 판결-, 『민사법학』 제96호, 2021.
- _____, “미국 계약법상 Good Faith 원칙” 서울대학교 법학 44권 4호 통권 129호, 서울대학교 법학연구소, 2003
- 이병기, “M&A계약에 있어서 가격조정”, BFL 68호, 서울대학교 금융법센터, 2014.
- 이상훈, “최근 ELS 소송에서의 민법 제150조 제1항 적용의 쟁점과 함의”, 민사법학 제76호, 2016.
- 임현정, “민법상 조건성취 방해 법리에 관한 소고 - 대법원 2022. 12. 29. 선고 2022다266645 판결을 중심으로 -” 이화여자대학교 법학논집 제28권 제1호 통권 83호, 2023. 9.
- 정영철, “기업인수 시 인수대가 지급수단 및 금액조정에 관한 실무”, 법학연구 17권 4호, 연세대학교 법학연구원, 2007.
- Casey Mctigue, Kip Wallen, Don Morrissey, 2023 SRS Acquiom Life Sciences M&A Study, SRSAcquiom, 2023.
- Kip Wallen, 2023 M&A Deal Terms Study, SRS Acquiom, 2023.

Kip Wallen, 2024 M&A Deal Terms Study, SRS Acquiom, 2024.

Paul Crimmins, Nicole Cors, Ana Estrada, Rebecca Seidl, "Earn-outs as Consideration
The Implied Duty of Good Faith and Fair Dealing & The Obligation of
Commercially Reasonable Efforts." M&A Journal, Volume 20 Number 8, 2020.

Samuel C. Thompson, Jr., Business Planning for Mergers and Acquisitions: Corporate,
Securities, Tax, Antitrust, International, and Related Aspects 3rd ed., 2008.

Abstract

Interpretation of the earn-out clause in M&A contract

Kim, Dokyung

Corporate values constantly change. As the speed of change in our society increases, the volatility of the future value of companies also increases. Accordingly, the future value of a company varies considerably depending on the evaluator. When the seller and buyer cannot reach an agreement on the share price due to differences in opinion about the future value of the company, the earn-out clause implements a method of adjusting the transaction price that allows the parties to reach an agreement. Despite these advantages, if the release conditions are not satisfied, there is a high possibility that a dispute will arise between the parties over the satisfaction of the conditions. In this article, we will first look at the structure of the earn-out clause, and the problem of causation between the obstruction of fulfillment of conditions and non-fulfillment of conditions, and violation of good faith to which Article 150 of the Civil Code can be applied in relation to non-fulfillment of conditions under Korean law. In addition, if the buyer's obligation to make efforts to achieve the conditions is stipulated in the earn-out clause, I examined whether the legally binding effect can be recognized and, if not, how it can be interpreted. In the United States, a significant number of disputes related to earn-out have already accumulated and are worth reference, so in addition to domestic discussions, we also reviewed Delaware State decisions that could be referred to for each issue in this article. I hope that this article will contribute in some way to negotiating earn-out clauses, implementing them specifically in contracts, and resolving disputes surrounding earn-out clauses.

Key Words : M&A, Share purchase agreement, earn out clause, Duty of good faith and fair dealing, interruption of satisfaction of conditions, causation, duty of effort