

정보생성자의 내부거래 금지

- 대법원 2014. 2. 27. 선고 2011도9457 판결 -

임 증 회*

目 次

I. 사건개요 및 법원의 판단	III. 판결의 검토
II. 내부자거래 규제	IV. 결 론

I. 사건개요 및 법원의 판단

1. 사건개요¹⁾

가. A와 B는 경영자문회사인 乙회사의 공동대표이사이고, E와 C는 상장법인 甲회사의 대표이사와 이사이다. A와 B는 甲회사의 주식을 2008년 6월 18일경부터 7월 2일까지 A, B의 계좌들 및 乙회사 명의의 계좌를 이용하여 5.24%까지 매수하였고, 2008년 7월 4일 대량보유보고 공시를 하였으며 이 공시와 함께 향후 회사경영에 영향력을 행사할 것이라는 경영참여의사도 공시하였다.

한편, 이 무렵 甲회사 대표이사 E는 병원치료를 받고 있었기 때문에 C가 대표이사 E

■ 투고일자 : 2016년 5월 16일, 심사일자 : 2016년 6월 17일, 게재확정일자 : 2016년 6월 24일.

* 부산대학교 일반대학원 법학과 석사과정

1) 조인호, “서울고등법원 2011. 7. 8 선고 2011노441 판결에 대한 小鼓: 내부자거래 쟁점을 중심으로”, 한양법학 25권 1집.

로부터 위임을 받아 甲회사의 업무를 관장하면서 2008년 8월 31일 경까지 수차례 A, B를 만나 甲회사 경영권인수와 관련된 문제를 협의하였다. A와 B는 7월 22일 및 같은 달 24일에 甲회사 주식을 추가로 소량 매수하였고, 8월 18일에는 乙회사, A, A의 아버지 명의로 추가로 매수하여 2008년 8월 20일 “乙회사가 추가 장내 매수를 통하여 지분율이 6.30%가 되었다”라는 취지의 대량보유보고 공시를 하였다.

A와 B는 2008년 8월 24일 C를 만나 계약체결당사자를 E와 乙회사로 하는 주주계약을 작성하였는데 그 내용 중에는, 甲회사 내에 독립적인 투자위원회를 설치하고 乙회사가 지정하는 두 명을 투자위원회의 고문으로 위촉, 乙회사 측 인사를 甲회사의 이사로 선임하는 방안 검토, 사모전환사채의 조기상환을 위한 조치 강구, 乙회사가 지정하는 날에 경영합의공시의 형태로 합의된 내용의 취지를 공시한다는 등의 내용이 들어있었다. 이러한 주주계약서 작성과 함께 경영자문용역계약체결을 통한 대가 지급을 전제로 적대적 인수합병을 중단하기로 구두계약을 하였다.

A와 B는 그 다음 날인 2008년 8월 25일 보유하고 있던 甲회사 주식 중 1.75%를 매도하였고, 그 다음 날인 26일에는 7주 만을 제외하고 나머지 4.55%를 매도하였다. 그 후, A와 B는 8월 27일경 C를 만나 계약당사자를 甲회사와 乙회사로 하는 계약서를 작성하였는데, 그 내용은 위 8월 24일자 주주계약서에다가 “乙회사는 지분율을 발행 주식 총수 대비 5%미만으로 함으로써 인수합병시도를 중지한다”는 조항을 추가한 것이었다. 甲회사는 2008년 8월 27일 16시경 “乙회사와 기업경영관련 계약체결, 乙회사 측 인사를 이사로 선임, 乙회사의 甲회사에 대한 인수합병시도 중지”등을 내용으로 하는 공시를 하였고, 乙회사는 甲회사가 위와 같은 공시를 한 직후, “乙회사의 지분율이 6.30%에서 4.55%로 변경되었다”라는 내용의 대량보유보고 공시를 하였다.

A, B와 C는 2008년 8월 31일 계약당사자는 甲회사와 乙회사이고, 乙회사가 甲회사에게 경영자문용역을 제공하고 甲회사는 그 대가로 19억 5천만원의 용역비를 분기별로 나누어 제공한다는 내용의 “경영자문 용역계약서”를 작성하였다. 甲회사는 위 계약에 따라 2008년 9월 18일 2억 6400만원, 2009년 1월 2일 1억 7600만원, 2009년 4월 30일 1억 7600만원을 지급하였다.

A와 B가 甲회사 주식을 매집하기 시작한 2008년 6월 18일경 A와 B의 주식매수단가는 990원에서 1,105원 사이였고, A와 B가 주식 5.24%를 보유하여 대량보유보고 공시를 한 2008년 7월 4일자 주가는 1,020원이었으며, 위 공시 이후 주가가 급등하기 시작하여

2008년 8월 20일에는 2,125원(장중 최고가는 2,370원)까지 주가가 상승하였다가 적대적 인수합병 중단시점인 2008년 8월 27일에는 1,525원으로 하락하였고, 그 이후 이틀 동안 주가가 하한가까지 하락하는 등 2008년 9월 초순까지 하락을 계속하다가 1,000원대 전후에서 횡보를 거듭하였다.

한편, C도 2008년 8월 25일 및 26일 양일에 걸쳐 자신이 보유하고 있던 甲회사 주식 대부분을 매도하였다. 그리고 C는 2008년 8월 27일 09시경 미공개 중요정보인 “甲회사와 乙회사가 경영자문계약을 체결하는 것으로 합의되어 乙회사는 甲회사에 대한 적대적 인수합병 시도를 중단한다”는 내용의 정보를 D에게 휴대폰으로 알려주었고, D는 같은 날 10시 37분경 甲회사 주식 35,000주를 매도하였다. 또한, C는 2008년 8월 24일경에서 27일 10시 37분경 사이에 불상의 장소에서 영국런던에 체재하고 있던 친형 F에게 휴대폰으로 전화를 걸어 “현재 가지고 있는 甲회사 주식을 처분하라”고 알려주었으며, F는 8월 27일 10시 37분경 甲회사 주식 151,000주를 매도하였다.

2. 1심의 판단²⁾

가. 구 증권거래법 제188조의2³⁾ 제1항에서 ‘당해 법인과 계약을 체결하고 있는자’를

2) 수원지방법원 안산지원 2011. 1. 21. 선고 2010고합184 판결.

3) 제188조의2 (미공개정보 이용행위의 금지)

① 다음 각호의 1에 해당하는 자(제1호 내지 제5호의 1에 해당하지 아니하게 된 날부터 1년이 경과되지 아니한 자를 포함한다)로서 상장법인 또는 코스닥상장법인(6월내에 상장하는 법인을 포함한다)의 업무등과 관련하여 일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보를 직무와 관련하여 알게 된 자와 이들로부터 당해 정보를 받은 자는 당해 법인이 발행한 유가증권의 매매 기타 거래와 관련하여 그 정보를 이용하거나 다른 사람으로 하여금 이를 이용하게 하지 못한다. <개정 1997.1.13., 1998.2.24., 1999.2.1., 2004.1.29.>

1. 당해 법인 및 그의 임원·직원·대리인

2. 당해 법인의 주요주주

3. 당해 법인에 대하여 법령에 의한 허가·인가·지도·감독 기타의 권한을 가지는 자

4. 당해 법인과 계약을 체결하고 있는 자

5. 제2호 내지 제4호의 1에 해당하는 자의 대리인·사용인 기타 종업원(제2호 내지 제4호의 1에 해당하는 자가 법인인 경우에는 그 임원·직원 및 대리인)

② 제1항에서 “일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보”라 함은 제186조제1항 각호의 1에 해당하는 사실 등에 관한 정보중 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 것으로서 당해 법인이 총리령이 정하는 바에 따라 다수인으로 하여금 알 수 있도록 공개하기 전의 것을 말한다. <개정 1997.1.13., 1998.5.25., 2008.2.29.>

③ 제1항 및 제2항의 규정은 제21조의 규정에 의한 공개매수를 하는 경우에 이를 준용한다. 이

내부자거래의 규제대상자에 포함시킨 취지는 그 자가 당해법인의 미공개 중요정보에 쉽게 접근할 수 있어서 이를 이용하는 행위를 규제하지 아니할 경우 거래의 공정성내지 증권시장의 건전성을 해할 위험성이 많으므로 이를 방지하고자 하는 데에 있는 점, 중요정보의 생성 시기는 반드시 그러한 정보가 객관적으로 명확하고 확실하게 완성된 경우를 말하는 것이 아니라 합리적인 투자자의 입장에서 그 정보의 중대성과 사실이 발생할 개연성을 비교 평가하여 유가증권의 거래에 관한 의사결정에서 중요한 가치를 지닌다고 생각할 정도로 구체화되면 그 정보가 생성된 것으로 볼 수 있는 점, 현행 자본시장법 제174조 제1항 제4호는 구 증권거래법 제188조의 2 제1항 제4호에서 '당해 법인과 계약을 체결하고 있는 자'라고 규정되어 있던 것을 '그 법인과 계약을 체결하고 있거나 체결을 교섭하고 있는 자로서 그 계약을 체결·교섭 또는 이행하는 과정에서 미공개중요정보를 알게 된 자가 당해 정보를 이용하는 행위를 규제하도록 개정된 점 등을 종합하여 보면, '당해 법인과 계약을 체결하고 있는 자'인지 여부를 판단함에 있어서 계약이라 함은 그 계약의 내용이나 종류, 계약 형태, 이행시기, 계약 기간의 장단 등을 불문할 뿐만 아니라, 당해 계약의 체결과 관련하여 계약서가 작성되지 않고 구두계약만 성립되었을 경우에도 그 계약 당사자를 당해 법인과 계약을 체결하고 있는 자라고 봄이 상당하다.

나. 구 증권거래법 제188조의2 제1항 제4호에서 '계약을 체결한 자'라고 규정하지 않고 '계약을 체결하고 있는 자'라고 규정한 법문의 취지 및 계약이 그 효력을 발생하기 위한 절차적 요건을 갖추지 아니한 경우에도 위 규정의 규제대상에 포함된다는 대법원 판시(2010. 5. 13. 선고 2007도 9769 판결)의 취지에 비추어보면, 그 계약의 법률적 효력이 확정적으로 발생하지 않았다고 하더라도 그러한 계약을 교섭하는 단계에서 그 계약과 관련하여 생성된 유가증권의 거래에 관한 의사결정에서 중요한 가치를 지닌다고 생각할 정도로 구체화된 정보를 유가증권의 거래에 이용하였다면, 그 정보 이용자를 '당해 법인과 계약을 체결하고 있는 자'로 봄이 상당하다.

다. A와 B가 대표이사로 있는 乙회사는 2008. 8. 18.경 이전에 甲회사와의 사이에서 乙회사가 적대적 인수합병을 중단키로 하는 내용의 합의를 하였고, A와 B가 주식을 매도하기 전인 2008. 8. 24.경에는 乙회사가 甲회사로부터 적대적 인수합병의 대가로 받게

경우 제1항 본문중 “당해 법인”은 “공개매수대상 유가증권의 발행인”으로, “중요한 정보”는 “공개매수의 실시 또는 중지”에 관한 정보”로 보며, 제1항 각호중 “당해 법인”은 각각 “공개매수인”으로 본다. <개정 1997.1.13., 2008.2.29.>

될 돈의 구체적인 액수는 비록 미확정되었을지라도, 적어도 '乙회사가 적대적 인수합병을 중단하고 甲회사는 그와 관련하여 乙회사와 경영자문 용역계약을 체결하는 방식으로 乙회사에게 용역대금을 지급하며, 乙회사가 甲회사의 경영에 참여하고, 甲회사는 소외 회사 전환사채를 조기상환 받기 위한 조치를 한다'라는 것을 주요 내용으로 하는 구두계약이 甲회사와 乙회사 사이에 성립되었다고 봄이 상당하고, 위 구두계약의 내용 및 성립시기, 주식을 매도한 시기, 위 구두계약의 내용이 일반 투자자들에게 알려진 후의 甲회사 주가 변동내역 등을 종합하면, 구 증권거래법 제188조의 2 제1항 제4호의 적용과 관련하여 乙회사를 '甲회사와 계약을 체결하고 있는 자'라고 볼 수 있다.

라. A와 B가 주식을 매도하기 위하여 이용한 정보는 단순히 스스로 생성한 정보라거나 구 증권거래법 제188조의2 제1항이 규제하고 있는 내부정보가 아니라 시장정보에 해당하는 내용이라고 할 수 없고, A와 B는 甲회사와 계약을 체결하고 있는 자의 지위에 있던 乙회사의 임원으로서 그 계약 체결과 관련하여 알게 된 '乙회사는 甲회사에 대한 적대적 인수합병 시도를 중단하고, 甲회사는 그러한 내용을 2008. 8. 27. 공시하며, 적대적 인수합병 중단의 대가로 乙회사에게 경영자문 용역계약을 체결 한다'라는 정보를 주식 매도에 이용하였으며, A와 B가 주식 매도에 이용한 위 정보는 구 증권거래법 제188조의2 제1항이 규정하고 있는 '일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보'라고 보아야 할 것이다.

마. 법인과 계약을 체결하고 있는 자는 그 법인의 미공개 중요정보에 쉽게 접근할 수 있어서 그 정보를 이용하는 행위를 제한하지 아니할 경우 거래의 공정성 내지 증권시장의 전진성을 해칠 위험성이 많으므로 이것을 방지하고자 하는 구 증권거래법 제188조의2 제1항 제4호의 입법취지에 비추어 볼 때, 계약체결당사자 또는 계약체결당사자인 법인의 임직원이 당해 계약의 내용 그 자체를 유가증권의 거래에 이용하였을 경우 계약체결당사자가 그 거래에 이용된 정보의 생성에 관여하였다는 이유로 이것을 규제하지 않고 허용한다면 위 규정의 입법취지가 몰각될 수 있고, 당해 법인이 체결한 계약의 내용은 당연히 당해 법인의 업무와 관련된 정보라고 할 것이며, 당해 법인과 계약을 체결하고 있는 자 또는 그 임직원이 내부정보를 이용하여 유가증권의 거래를 하는 것을 금지하고 있는 위 규정의 취지상 그 계약 내용 자체를 이용하는 행위는 당연히 금지된다고 보는 것이 위 규정의 입법취지에 부합한다.

바. 2008. 8. 24.경 甲회사와 乙회사 사이에 적대적 인수합병 중단 및 그와 관련된 조

건에 관하여 합의가 있었다고 보는 이상, A와 B가 2008. 8. 25. 및 8. 26. 주식매도에 이용된 정보를 乙회사가 독자적으로 생성한 정보라고 볼 수는 없고, 당해 법인인 甲회사가 직접 계약체결 또는 합의 당사자가 되어 그 생성에 관여한 정보라고 할 것이어서, 이러한 정보를 단순한 시장정보로서 외부정보에 불과하다고 볼 수 없다.

3. 원심의 판단⁴⁾

가. 규제대상자여부

1) 구 증권거래법을 대체하여 제정된 자본시장법 제174조 제1항 제4호에 “그 법인과 계약을 체결하고 있거나 체결을 교섭하고 있는 자”라고 규정하고 있는 점 및 그 입법취지와 죄형법정주의의 이념에 따른 형벌법규의 엄격해석의 법리에 비추어볼 때, 구 증권거래법 제188조의 2 제1항 제4호 소정의 “당해 법인과 계약을 체결하고 있는 자”에 “계약체결을 교섭하고 있는 자”는 포함하지 않는 것으로 해석함이 타당하다. 그러나, 위 법규정에서 말하는 “계약”은 법인과 계약을 체결함으로써 법인의 미공개중요정보에 용이하게 접근하여 이를 이용할 수 있는 지위를 발생시키기만 한다면 그 계약의 형식, 내용, 종류, 이행시기, 계약기간의 장단 등을 묻지 아니하고, 서면으로 된 정식 계약에 한하지 아니한다고 볼 수 있으며, 따라서 구두계약이나 가계약도 당연히 위 “계약”에 포함된다고 해석함이 타당하다. 법적 구속력이 없이 도덕적 책임만이 따르는 양해각서나 언제든지 바뀔 수 있는 잠정적인 구두합의와 같은 경우는 “계약체결을 교섭하고 있는” 단계로서 위 “계약”에 포함되지 아니하나, 비록 서면계약이 아니라 할지라도 계약의 중요하고 핵심적인 부분이 당사자 사이에 법적 구속력이 있을 정도로 성립되어 있어 중요정보에 대한 접근가능성이 있다면 이러한 구두계약은 위 “계약”에 포함된다고 해석함이 위 입법취지에 부합한다.

2) 원심이 적법하게 채택·조사한 증거에 의하여 인정되는 사실에 비추어보면 늦어도 2008. 8. 24.경에는 경영자문용역계약 체결을 통한 대가지급을 전제로 적대적 인수합병을 중단하기로 하는 구두계약이 甲회사를 실질적으로 대표하는 피고인 C와, 乙회사의 대표이사인 A와 B 사이에 법적 구속력이 있을 정도로 이루어졌다고 봄이 상당하다. 피고인들이 2008.8.24. 주주계약서에 명시적·구체적으로 경영자문용역계약을 나타내지

4) 서울고등법원 2011. 7. 8. 선고 2011노441.

아니한 이유는 위 구두계약 전부를 명시적으로 서면화 할 경우 추후에 배임죄 등의 문제가 불거질 가능성이 크다는 점을 의식하였기 때문으로 보인다.

3) 위 2)에서의 “구두계약”의 상대방이 甲회사라는 점은 다음과 같은 사정 등을 통해서 인정할 수 있다. 즉, 2008. 8. 24. 주주계약서의 계약자 E의 이름 옆 및 간인란에 E의 개인인감이 아닌 甲회사의 법인인감이 날인되어 있고, 위 2008. 8. 24. 주주계약서에는 투자위원회의 설치, 乙회사가 지정하는 2인을 투자위원회 고문으로 추천, 소의 회사 전환사채를 조기상환 받기 위한 조치, 법인만이 할 수 있는 경영합의공시형태로 공시를 하기로 하는 등과 같이 甲회사가 의무이행의 주체임을 전제로 하는 내용이 기재되어 있고, 甲회사가 일방당사자인 소송의 취하도 그 내용에 포함되어 있다.

나. 규제대상정보여부

1) 구 증권거래법 제188조의2 제1항에서 규제대상이 되는 정보는 법인의 “업무 등과 관련된” 정보인데, 이는 당해 법인의 재산 상태나 경영 또는 영업실적 등에 직접적 또는 간접적으로 영향을 미칠 수 있는 정보라 할 것이므로, 당해 법인의 증권가격이나 수급에 영향을 미치는 정보인 시장정보는 위 규정 아래에서 규제대상이 되는 정보에 포함되지 않는다. 따라서 “적대적 인수합병을 중단한다”는 정보는 시장정보에 불과하여 위 규정아래에서 규제대상이 되는 정보가 아니다. 그러나, 이 사안에서 문제가 된 정보는 단순히 “적대적 인수합병을 중단한다”는 정보가 아니라 “법인과의 경영자문용역계약 체결을 통하여 대가를 지급 받고 적대적 인수합병을 중단한다”는 기업경영관련 구두계약에 관한 정보로서 법인내부에서 결정한 정보가 시장정보와 함께 결합하여 있는 것이고, 이러한 정보는 비록 시장정보가 포함되어있다고 하더라도 전체적으로 보아 당해 법인의 재산 상태나 경영 또는 영업실적 등에 직접적 또는 간접적으로 영향을 미칠 수 있는 정보로서 위 규정 아래에서 규제대상이 되는 법인의 “업무 등과 관련된” 정보에 포함된다고 봄이 상당하다. 즉, 이 사건 주식매도에 이용한 정보는 乙회사의 적대적 인수합병 시도 중단 또는 甲회사 주식 대량매도만을 내용으로 하는 단순한 시장정보가 아니라 경영자문용역계약을 체결하는 형식으로 그 적대적 인수합병 시도 중단의 대가를 지급하기로 하는 내부정보가 결합되어 있는 정보라 할 것이다.

2) 일반적으로 법인 내부에서 생성되는 중요정보란 갑자기 완성되는 것이 아니라 여러 단계를 거치는 과정에서 구체화되는 것으로서, 중요정보의 생성 시기는 반드시 그러

한 정보가 객관적으로 명확하고 확실하게 완성된 경우를 말하는 것이 아니라, 합리적인 투자자의 입장에서 그 정보의 중대성과 사실이 발생할 개연성을 비교 평가하여 유가증권의 거래에 관한 의사결정에서 중요한 가치를 지닌다고 생각 할 정도로 구체화되면 그 정보가 생성된 것이라고 할 것이다.(대법원 2008.11.27. 선고 2008도6219 판결 참조) 이러한 법리에 비추어볼 때, 甲회사를 실질적으로 대표한 피고인 C와 乙회사의 대표인 A와 B는 늦어도 2008. 8. 24.경에는 적대적 인수합병을 중단하는 대신 경영자문용역계약을 체결하기로 하는 구두계약을 체결하였고, 실제로 그 중요한 일부를 서면화한계약도 체결하였으므로, 그 무렵에는 합리적인 투자자의 입장에서 甲회사 유가증권의 거래에 관한 의사결정에서 중요한 가치를 지닌다고 생각 할 정도로 구체화 된 정보가 생성되었다고 볼 수 있다.

3) 구 증권거래법 제188조의2 제1항의 규제대상정보는 “직무와 관련하여” “알게 된” 정보이다. 정보를 “알게 된” 경우에는, 당해 정보를 “받은” 경우의 해석(대법원 2003.11.14. 선고 2003도686 판결 참조)과 달리, 그 문언 및 입법취지에 비추어볼 때 이미 생성되어 존재하는 정보를 수동적으로 수령하여 알게 된 경우뿐만 아니라 그 정보의 생성과정에 적극적으로 관여하거나 공동으로 생성하는 과정에서 알게 된 경우도 포함된다고 해석함이 상당하다. 이 사안의 경우 2008. 8. 24.경 甲회사와 乙회사 사이에 적대적 인수합병 중단 및 그와 관련된 조건에 관하여 구두계약이 있었던 이상, 2008. 8. 25. 및 2008. 8. 26. 주식매도에 이용한 정보를 乙회사가 독자적으로 생성한 정보라고 볼 수는 없고, 당해 법인인 甲회사와 함께 그 정보의 생성과정에 적극적으로 관여하거나 공동으로 생성한 정보라고 할 것이다. 그런데, 어느 법인의 주요주주가 자기소유의 주식을 처분하면서 경영권을 양도한다는 정보와 관련하여 자기소유 주식을 처분하는 것은 주주로서의 직무가 아니므로 위 정보는 당해 주주가 직무와 관련하여 알게 된 정보가 아니다. 그러나 이 사안에서의 정보는 乙회사가 甲회사를 사실상 대표한 C와 체결한 “경영자문용역계약을 통한 대가를 지급 받고 적대적 인수합병을 중단한다”는 구두계약에 관한 정보이므로, 위와 같은 구두계약의 내용은 甲회사의 업무와 관련된 정보이자 C의 직무와 관련된 정보임이 분명하고, 乙회사 측의 입장에서 보더라도 이는 위 구두계약을 체결하는 과정에서 계약당사자로서의 특수한 지위에 기하여 그 생성과정에 관여하여 알게 된 정보라고 할 수 있어 위 직무관련성 요건은 충족된다.

4. 대법원의 판단⁵⁾

가. 구두계약의 포함 여부

구 증권거래법(2007. 8. 3. 법률 제8635호로 공포되어 2009. 2. 4. 시행된 ‘자본시장과 금융투자업에 관한 법률’에 의하여 폐지되기 전의 법률, 이하 ‘구 증권거래법’이라 한다) 제188조의2 제4항에서 ‘당해 법인과 계약을 체결하고 있는 자’를 내부거래의 규제 범위에 포함시킨 취지는 법인과 계약을 체결하고 있는 자는 그 법인의 미공개 중요정보에 쉽게 접근할 수 있어 이를 이용하는 행위를 제한하지 아니할 경우 거래의 공정성 내지 증권시장의 건전성을 해할 위험성이 많으므로 이를 방지하고자 하는 데에 있고, 구 증권거래법 제188조의2 제1항 제4호가 ‘당해 법인과 계약을 체결하고 있는 자’라고 규정하고 있을 뿐 그 계약을 서면계약으로 한정하고 있지 않은 점을 고려하면, 법인과 계약을 체결함으로써 그 법인의 미공개 중요정보에 용이하게 접근하여 이를 이용할 수 있는 지위에 있다고 인정되는 자는 비록 위 계약이 그 효력을 발생하기 위한 절차적 요건을 갖추지 아니하였다고 하더라도 ‘당해 법인과 계약을 체결하고 있는 자’에 해당한다고 봄이 상당하며(대법원 2010. 5. 13. 선고 2007도9769 판결 참조), 계약 체결을 교섭하는 정도에 그친 경우에는 이에 해당하지 아니할 것이지만 위 계약이 구두에 의하여 이루어졌다고 하여 달리 볼 것은 아니다.

나. 구두계약의 존재 여부

원심은 판시 각 사정에 비추어 보면, 늦어도 2008. 8. 24.경에는 경영자문용역계약을 통한 대가 지급을 전제로 적대적 인수합병을 중단하기로 하는 구두계약이 甲회사를 실질적으로 대표하는 甲회사의 이사 C와 乙회사의 공동 대표이사인 A와 B사이에 법적 구속력이 있을 정도로 이루어졌다고 봄이 상당하고, 나아가 2008. 8. 24.자 주주계약서의 형식·내용 및 계약 성립 전후의 상황, 2008. 8. 27.자 계약서의 존재, 형식 및 내용, 공시주체, 공시 후의 주가 변동, 2008. 8. 31.자 경영자문용역계약의 체결, 계약체결 당사자의 진술에 관한 판시 사정들을 종합하면, 구 증권거래법 제188조의2 제1항 제4호의 적용과 관련하여 乙회사와 체결한 위 구두계약의 상대방은 甲회사로 봄이 상당하다고 판단하였다.

5) 대법원 2014. 2. 27. 선고 2011도9457 판결.

다. 미공개정보 해당 여부

앞서 본 것과 같이 구 증권거래법 제188조의2는 일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보를 직무와 관련하여 알게 된 자 등이 이를 이용하거나 다른 사람으로 하여금 이용하게 하지 못하도록 금지하고 있는데, 일반적으로 법인 내부에서 생성되는 중요정보란 갑자기 완성되는 것이 아니라 여러 단계를 거치는 과정에서 구체화되는 것으로서 중요정보의 생성 시기는 반드시 그러한 정보가 객관적으로 명확하고 확실하게 완성된 때를 말하는 것이 아니며, 합리적인 투자자의 입장에서 그 정보의 중대성과 사실이 발생할 개연성을 비교 평가하여 유가증권의 거래에 관한 의사결정에서 중요한 가치를 지닌다고 생각할 정도로 구체화되면 그 정보가 생성된 것이다(대법원 2008. 11. 27. 선고 2008도6219 판결, 대법원 2009. 7. 9. 선고 2009도1374 판결 등 참조).

원심은 판시와 같은 이유를 들어, (1) 피고인들이 甲회사 주식의 매도에 이용한 이 사건 정보는 乙회사의 적대적 인수합병 시도 중단 또는 甲회사 주식의 대량 매도만을 내용으로 하는 정보가 아니라 甲회사와 경영자문용역계약을 체결하는 형식으로 그 적대적 인수합병 시도 중단의 대가를 지급하기로 하는 내부정보가 결합되어 있는 정보로서 법인인 甲회사의 영향력 범위 내에 있고, 이러한 정보에 쉽게 접근할 수 있는 사람이 이를 이용하는 행위를 제한하지 아니할 경우 거래의 공정성 내지 증권시장의 건전성을 해할 위험성이 많으므로, 구 증권거래법 제188조의2 제1항이 규정한 '업무 등과 관련된 정보'에 해당한다고 봄이 상당하고, (2) 판시 각 사정에 비추어 2008. 8. 24.경에는 합리적인 투자자의 입장에서 甲회사의 유가증권 거래에 관한 의사결정에서 중요한 가치를 지닌다고 생각할 정도로 구체화된 정보가 생성되었다고 볼 수 있으며, 또한 (3) 판시 사정들에 비추어 위와 같은 정보는 甲회사의 업무와 관련된 정보이자 甲회사 이사 C가 직무와 관련하여 알게 된 정보임이 분명하고, 乙회사 측의 입장에서 보더라도 이는 甲회사와 위 구두계약을 체결하는 과정에서 그 계약 당사자로서의 특수한 지위에 기하여 그 생성 과정에 관여함으로써 직무와 관련하여 알게 된 정보라고 봄이 상당하다고 판단하였다.

II. 내부자거래 규제

1. 내부자거래규제 개관

내부자거래 규제제도는 1970년대 이후 급속히 팽창되어 온 우리나라 증권시장의 질적 보완을 위하여 구 증권거래법을 1976. 12. 22. 법률 제2920호로 전문개정하면서 마련한 다수의 새로운 제도적 장치 중에서 특히 공정거래기반 확립을 위하여 마련된 제도이다. 내부자거래규제의 취지는 증권매매에 있어 정보면에서의 평등성 즉 공정한 입장에서 자유로운 경쟁에 의하여 공정한 거래를 하게 함으로써 증권시장의 거래에 참여하는 자로 하여금 가능한 동등한 입장과 동일한 가능성 위에서 증권거래를 할 수 있도록 투자자를 보호하고 증권시장의 공정성을 확립하여 투자자에게 그 신뢰감을 갖게 하려는 데에 있다.⁶⁾

1962년 증권거래법(1962. 1. 15. 제정 법률 972호) 제정 당시 내부자거래에 관한 규정은 없었다. 이 후 제7차(1976. 12. 21.), 제8차(1982. 3.) 증권거래법 개정으로 공매도 금지 규정(제188조 제1항), 단기매매차익반환규정(제188조 제2항), 상장법인의 임원, 주요주주에 대하여 주식소유상황보고의무(제188조 제6항)를 부과하는 것으로 내부자거래에 대하여 규제하였다. 1987. 11. 증권거래법 개정 시 미공개정보를 이용한 내부자거래를 금지하는 제도를 신설하였다(제104조 제4항 제3호). 1991. 12. 31. 개정에는 제104조 제4항 제3호를 삭제하고, 제188조의2를 신설하면서 내부자거래 금지조항으로 규정하게 되었다. 1997년 개정 시에는 공개매수와 관련하여 미공개정보의 이용을 금지하는 규정을 신설하였다.

이후 자본시장법이 제정되었고, 자본시장법은 구 증권거래법의 틀을 기본적으로 따르면서 내부자거래 행위주체의 범위를 보완하여 계열회사, 계열회사의 임직원·대리인(제1항 제1호) 및 주요주주(제2호), 회사와 계약을 체결하고 있거나 체결을 교섭하고 있는자(제4호)를 추가하였다. 또한 대량주식취득·처분에 관한 정보의 이용 규제가 자본시장법 제 174조 제3항에 신설되었다.

6) 헌법재판소 1997. 3. 27. 선고 94헌바42 결정.

2. 내부자거래 규제 내용

가. 적용대상 및 범위

내부자거래 규제의 적용대상은 크게 내부자, 준내부자, 정보수령자로 나눌 수 있다.

(1) 내부자

내부자에는 해당법인, 계열회사, 법인의 임직원 및 대리인, 주요주주가 해당한다.

① 해당법인과 계열회사는 자기주식의 취득과 처분과정에서, ② 법인의 임직원 및 대리인은 미공개중요정보를 이용하여 거래를 하지 않을 신임의무를 부담하는 지위에 있기 때문이며, ③ 주요주주는 권리의 행사과정에서 알게 된 미공개중요정보를 이용할 수 있으므로(단, 권리행사 없이 알게 된 정보는 허용된다.) 내부자의 범위에 속하므로 규제의 대상이 된다.

(2) 준내부자

회사의 외부자라 하더라도 상장법인의 기업정보에 합법적으로 접근할 수 있는 우월하고 특별한 지위를 가지고 있는 자는 준내부자로서 규제대상이 된다.⁷⁾ 준내부자는 당해 법인에 대하여 법령에 따른 허가·인가·지도·감독, 그 밖의 권한을 가지는 자 그리고 당해 법인과 계약을 체결하고 있거나 체결을 교섭하고 있는 자로서, 그 권한을 행사하는 과정 또는 계약을 체결·교섭 또는 이행하는 과정에서 미공개중요정보를 알게 된 자이다(제174조 제1항 제3호, 제4호). 계약 체결한 자뿐만 아니라 계약을 교섭, 협상하는 자도 준내부자에 명시적으로 포함함으로써 준내부자의 범위가 넓어졌다. 해당 법인과 계약관계에 있는 자는 외부감사인, 증권회사, 명의개서대행회사, 거래은행, 변호사, 회계사 등이 있다. 여기서 계약이란 계약뿐만 아니라 그 전 단계에 체결된 비밀유지계약도 포함된다고 본다.⁸⁾

(3) 정보수령자

정보수령자는 내부자, 준내부자 또는 이들의 지위에 있지 않게 된날로부터 1년이 경과되지 아니한 자로부터 미공개중요정보를 직접 받은 자를 말한다(자본시장법 제174조

7) 장근영, “자본시장법상 정보생성자의 미공개 중요정보 이용행위 규제”, 사법 32호, 2015. 138면.

8) 서울지방법원 2003. 6. 25. 선고 2002노9772 판결.

제1항 제6호). 내부정보의 이용행위는 내부자에게만 국한되는 것이 아니라 동 정보를 타인에게 제공하여 내부정보를 이용한 거래가 가능하기 때문에, 내부자에 의한 미공개 중요정보의 이용금지와 동일한 차원에서 정보제공의 금지 및 정보를 수령하여 거래한 자를 내부자의 범위에 포함하여 규제하려는 것이다. 내부자의 정보 제공이 불법성을 떨 필요는 없지만 '정보를 받은'이라는 표현의 해석상 고의에 의한 정보제공행위임을 요한다.⁹⁾

자본시장법에 따르면 내부자 또는 준내부자로부터 미공개중요정보를 1차적으로 전달 받은 자만 처벌대상이 된다. 따라서 1차 정보수령자로부터 다시 정보를 얻은 그 이후의 정보수령자(2차 이후의 정보수령자)는 법문에 따라 내부자거래가 성립되지 않는다. 다만 미공개중요정보의 1차 정보수령자가 1차로 정보를 받은 단계에서 그 정보를 거래에 막바로 이용하는 행위에 2차 정보수령자가 공동가담하였다면 그 2차 정보수령자를 1차 정보수령자의 공범으로 처벌할 수 있다.¹⁰⁾

나. 직무관련성

자본시장법은 내부자의 정보취득이 직무와 관련하여 이루어 질 것을 요건으로 하고 있다. 내부자의 유형별로 직무관련성을 규정하고 있는데 기본적으로 내부정보를 알게 되는 것은 직무와 관련하여 얻을 수 있기 때문이다. 제174조 제1항은 ① 법인의 임직원·대리인은 그 직무와 관련하여, ② 주요주주는 그 권리를 행사하는 과정에서, ③ 법인에 대하여 법령에 따른 허가·인가·지도·감독, 그 밖의 권한을 가지는 자는 그 권한을 행사하는 과정에서, ④ 당해 법인과 계약을 체결하고 있거나 체결을 교섭하고 있는 자로서, 그 권한을 행사하는 과정 또는 계약을 체결·교섭 또는 이행하는 과정에서, ⑤ 내부자·준내부자의 대리인·사용인, 그 밖의 종업원은 그 직무와 관련하여 각 미공개중요정보를 알게 된 자라고 규정하고 있다. 그런데 '직무와 관련하여'에 그 직무에 직접적으로 관련된 정보에만 제한되는지, 간접적으로 관련된 정보가 포함되는지에 대한 논란이 있을 수 있는데, 내부자의 경우 자신의 직무와 직접적으로 관련이 없다고 하더라도 회사내부에서 중요한 정보를 지득할 수 있으므로, 간접적으로라도 자신의 직무와 관련이 된 것이라면 '직무에 관련하여'에 해당된다.¹¹⁾

9) 박선중, "자본시장법상 내부자거래규제와 외부자", 동북아법연구 제4권 제1호, 2010.

10) 대법원 2009. 12. 10, 선고 2008도6953 판결.

다. 미공개 중요정보

내부자거래에 해당되기 위해서는 먼저 특정정보가 아직 불특정 다수인에게 공개되지 않은 '미공개' 정보이어야 하며 미공개 정보는 대통령령¹²⁾으로 정하는 5가지 방법 외 다른 방법으로 공개된 정보이다¹³⁾(단, 거래당사자 간의 직접협상에 의한 상대거래의 경우 거래당사자에게 알려진 상태에서 거래가 이루어 졌다면 미공개정보로 보지 않는다¹⁴⁾). 또한 미공개정보는 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 만한 '중요한 정보'이어야 한다. '중요한 정보'는 반드시 상장법인의 업무에 관한 정보만 해당되는 것이 아니라 외부에서 생성되는 정보도 중요한 정보이다. 구 증권거래법이 업무 등과 관련한 중요정보의 예로 전형적인 외부기업정보를 들고 있었음을 볼 때, 내부기업정보와 외부기업정보를 같이 포함하는 개념으로 파악해야 한다.¹⁵⁾

'투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보'는 일반투자자들이 일반적으로 안다고 가정할 경우에 해당 유가증권의 가격에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사실이며,¹⁶⁾ 유가증권의 거래에 관한 의사를 결정함에 있어 중요한 가치를 지닌다고 생각하는 정보이다.¹⁷⁾

이러한 정보는 실제의 기업 활동에서 단계없이 정보가 단번에 생성되는 경우는 드물

11) 김정수, 자본시장법원론, 서울파이낸스앤로그룹, 2014.

12) 자본시장법 시행령 제201조 제2항

1. 법령에 따라 금융위원회 또는 거래소에 신고되거나 보고된 서류에 기재되어 있는 정보: 그 내용이 기재되어 있는 서류가 금융위원회 또는 거래소가 정하는 바에 따라 비치된 날부터 1일
2. 금융위원회 또는 거래소가 설치·운영하는 전자전달매체를 통하여 그 내용이 공개된 정보: 공개된 때부터 3시간
3. 「신문 등의 진흥에 관한 법률」에 따른 일반일간신문 또는 경제분야의 특수일간신문 중 전국을 보급지역으로 하는 둘 이상의 신문에 그 내용이 게재된 정보: 게재된 날의 다음 날 0시부터 6시간. 다만, 해당 법률에 따른 전자간행물의 형태로 게재된 경우에는 게재된 때부터 6시간으로 한다.
4. 「방송법」에 따른 방송 중 전국에서 시청할 수 있는 지상파방송을 통하여 그 내용이 방송된 정보: 방송된 때부터 6시간
5. 「뉴스통신진흥에 관한 법률」에 따른 연합뉴스사를 통하여 그 내용이 제공된 정보: 제공된 때부터 6시간

13) 1995. 6. 29. 선고 95도467 판결.

14) 서울고등법원 2003. 2. 17. 선고 2002노2611 판결.

15) 장근영, 전제논문, 137면.

16) 대법원 1995. 6. 29. 선고 95도467.

17) 대법원 2009. 11. 26. 선고 2008도9623 판결.

고 정보의 완성까지 여러 단계를 거치므로 어느 시점에서 중요한 정보로 인정되는 지에 따라 생성시기가 결정된다. 대법원은 “일반적으로 법인 내부에서 생성되는 중요정보란 갑자기 완성되는 것이 아니라 여러 단계를 거치는 과정에서 구체화되는 것으로서 중요 정보의 생성 시기는 반드시 그러한 정보가 객관적으로 명확하고 확실하게 완성된 때를 말하는 것이 아니라, 합리적인 투자자의 입장에서 그 정보의 중대성과 사실이 발생할 개연성을 비교 평가하여 유가증권의 거래에 관한 의사결정에 있어서 중요한 가치를 지닌다고 생각할 정도로 구체화되면 그 정보가 생성된 것이다”라고 판시하였다¹⁸⁾. 따라서 중요한 가치를 지닌다고 생각할 정도로 구체화 되었을 때를 정보생성시기로 볼 수 있다.

Ⅲ. 판결의 검토

1. 구두계약에 대하여

구 증권거래법 제188조의2 제1항 제4호에서는 그 규제대상을 ‘당해법인과 계약을 체결하고 있는 자’로 규정을 하고 있을 뿐이고 그 계약에 대해서는 규정하고 있지 않다. 법령의 해석상 계약은 모든 계약이 포함 될 수 있다고 보여지므로 서면이 아닌 구두계약도 포함된다고 생각된다. 구두계약이 계약에 포함이 된다면 구두계약이 있었는지 여부가 중요해 지는데, 본 사안을 살펴보면 2008년 8월 24일 피고인들의 적대적 인수합병을 중단하기로 하는 구두계약의 체결이 법적구속력이 있을 정도로 이루어 졌다고 볼 수 있을 여지가 충분하다. 따라서 본 사안에서 구두계약은 존재하였고 구두계약도 계약에 포함된다고 보여진다.

2. 규제대상 여부

구 증권거래법과 자본시장법에 의하면 미공개정보를 직무와 관련하여 알게 된 자가 규제대상자에 적용된다. 직무관련성과 지위를 통하여 이미 생성된 정보를 사후적으로 수령하는 경우 알게 된 자가 되는 것은 당연하다. 본 사안에서 문제가 된 것은 미공개 정보를 생성하거나 생성 과정에 관여한 경우도 알게 된 자에 해당되는지 여부이다.

18) 대법원 2009. 11. 26. 선고 2008도9623 판결.

법원은 미공개정보를 알게 된 경우란 이미 생성된 정보를 수동적으로 수령하여 알게 된 경우 뿐 아니라 그 정보의 생성 과정에 적극적으로 관여하거나 공동을 생성하는 과정에서 알게 된 경우도 포함된다고 해석하면서 피고인들의 행위를 내부자거래로 규제하였다. 다만, 해석이 적용되기 위해선 현행법상 직무와 관련이 되어야하고, 규제대상자의 지위에 있어야 하는데, 본 사안이 피고인들은 업무연관성과 규제대상자의 지위에 있다고 보아 규제를 한 것이다. 이러한 해석은 정보생성자의 미공개정보를 이용한 내부자거래가 규제되지 않는다는 법적 공백을 해결하기 위하여 해석한 것으로 보여진다.

3. 미공개정보 해당여부에 대하여

법인 내부에서 생성되는 중요한 정보는 갑자기 생겨나는 것이 아니라 여러 단계를 거치면서 구체화되므로 그 생성시기는 정보가 객관적이고 확실하게 완성된 때를 말하는 것이 아니라, 중요한 가치를 지닌다고 생각할 정도로 구체화되면 그 정보가 생성된 것이다.¹⁹⁾ 위의 정보생성시기에 따르면 본 사안에서 피고인들이 경영자문용역계약 체결을 통하여 대가를 받고 적대적 인수합병을 중단한다는 구두계약을 한 시점에서 정보가 발생되었다고 볼 수 있다.

또한 미공개정보는 내부정보이어야 하는데 본 사안의 정보는 단순히 적대적 인수합병을 중단한다는 외부정보가 아닌 경영자문용역계약의 체결과 대가를 지급하는 형식으로 적대적 인수합병을 중단하는 것이어서 외부정보와 내부정보가 결합되어 있다고 볼 수 있으므로 미공개정보에 해당한다고 볼 수 있다.

4. 대상판결의 의미

구 증권거래법과 자본시장법은 외부정보의 이용에 대하여 내부자거래가 규제되지 않는 것이 다수의 견해이고, 이것은 내부자거래 규제의 공백이라 볼 수 있었다. 하지만 법원은 “이 사건 주식매도에 이용한 정보는 乙회사의 적대적 인수합병 시도 중단 또는 甲회사 주식 대량매도만을 내용으로 하는 단순한 시장정보가 아니라 경영자문용역계약을 체결하는 형식으로 그 적대적 인수합병 시도 중단의 대가를 지급하기로 하는 내부정보가 결합되어 있는 정보로서 이러한 정보는 규제대상이 되는 법인의 “업무 등과 관련된”

19) 대법원 2008. 11. 27. 선고 2008도6219 판결.

정보에 포함된다고 봄이 상당하다.”고 판시하였다. 이는 업무 등과 관련된 정보의 범위를 확대하여 해석하여 내부자거래 규제 범위를 확장한 것이다. 즉, 외부정보 생성자!소유자라고 하더라도 그 자가 그 외부정보가 관련된 당해 상장법인과 계약을 체결하고 있는 자이고, 그 외부정보가 당해 상장법인의 내부정보와 결합하고 있는 경우에는 규제대상이 된다는 것이다.²⁰⁾ 법원은 해석을 통하여 내부자거래 규제의 사각지대를 줄이려는 노력을 한 것으로 보여진다.²¹⁾

또한 미공개정보를 알게 된 경우를 이미 생성된 미공개정보를 수령하여 알게 된 경우 외에도 규제대상지위에 있는 자가 직무와 관련하여 정보를 생성하거나 생성과정에 참여한 경우를 알게 된 경우로 포함하여 판시하였다. 이것 역시 해석을 통하여 정보생성자 또는 정보생성에 관여한 자에 대하여 규제를 함으로서 내부자거래 규제의 범위를 확대하고 사각지대를 줄이려는 노력으로 보여진다.

IV. 결 론

자본시장법 제174조의 내부자거래의 금지규정은 정보의 비대칭을 이용하여 자신의 이익 또는 손해를 회피하는 것을 규제하고 투자자의 보호와 증권시장의 공정성을 확립하기 위해 도입된 제도이다. 그러나 구 증권거래법과 현행 자본시장법의 내부자거래 규제는 규제범위의 한계로 인하여 모든 증권거래가 내부자거래 규제대상이 되지는 않았다. 이러한 규제 조건에 있어 대상판결은 정보생성자 또는 정보생성에 관여한 자를 정보를 알게 된 자에 포함시키고, 외부정보의 내부정보와의 결합이라는 해석을 통하여 내부자거래 규제 범위를 확대하여 법적 공백을 해결하는 기준을 제시하였다고 생각한다.

그러나 근본적인 문제를 해결하기 위하여 자본시장법의 개정을 통하여 그 규제범위를 확대할 필요가 있다. 자본시장법 제174조의 개정을 통하여 정보생성자 또는 생성에 관여한 자를 명문화시키고, 대상 판결에서 외부정보와 내부정보의 결합을 통하여 내부자를 규제하였지만 내부정보의 규제에 맞추어 외부정보를 규제하는 법규정을 제정해야 한다고 생각한다.

20) 조인호, 전게논문, 169면.

21) 장근영, 전게논문, 142면.

참 고 문 헌

- 김정수, 자본시장법원론, 서울파이낸스앤로그룹, 2014.
- 임재연, 자본시장법, 박영사, 2015.
- 조인호, "서울고등법원 2011. 7. 8 선고 2011노441판결에 대한 小鼓: 내부자거래 쟁점을 중심으로", 한양법학 25권 1집, 2014.
- 박선중, "자본시장법상 내부자거래규제와 외부자", 동북아법연구 제4권 제1호, 2010.
- 손성, "내부자거래 규제에 관한 연구 -자본시장통합법을 중심으로-", 상사법연구 제27권 제2호, 2008.
- 장근영, "자본시장법상 정보생성자의 미공개 중요정보 이용행위 규제", 사법 32호, 2015.
- 구수현, "자본시장법상 내부자거래 규제의 대상이 되는 행위주체의 범위 -미국 증권법 제와의 비교·검토를 중심으로 -", E"# \$ %\$ " &'()'", *+,2 -+.2, 2012.

<국문초록>

주식시장의 거래는 투자함에 있어 불확실성을 전제로 하고 있다. 따라서 투자자들은 자기의 판단과 그 판단에 대한 위험성을 부담하여 투자를 하는 것이다. 기업정보는 이러한 투자자들의 판단을 도와주고, 투자위험성을 줄일 수 있는 유용한 정보이다. 상품의 개발, 기업의 인수와 합병, 주식보유량의 변동 등의 기업정보는 주가의 변동에 영향을 미칠 수 있으며, 이는 투자자가 투자판단을 하는데 중요한 정보이다. 이러한 정보에 쉽게 접근하여 내부정보취득의 기회를 가진 자를 내부자라고 부르며, 이러한 정보를 활용하여 주식거래를 하는 것을 내부자거래라고 한다. 즉, 내부자거래는 '정보의 비대칭을 이용하여 자신의 이익창출 또는 손해의 회피를 하는 것이다.

자본시장법은 거래의 공정성을 확립하기 위하여 내부자거래에 대하여 규제하고 있다. 판례를 통하여 계약의 범위, 미공개 중요정보 등 내부자거래 규제와 관련하여 쟁점이 된 사항을 토대로 내부자 거래에 대하여 검토하고자 한다.

주제어 : 내부자, 내부자거래, 미공개 중요정보, 내부정보, 정보생성자

<./00\$12>

Insider Trading Prohibition of Information Creator's

30, 4+56 7''

81\$9)56)5 :# ' ;:+= 0\$1=: \$1' ;/>'< :+ /5<'1:\$)5:2 \$;)5(';;0'5;.: 8#1'1'+1')5(';;+1; "), >'\$1 :# 1);= + 5 5(';;0'5: 1+1 :#')1 ?/960'5: \$59 :# ?/960'5:.. C+1A+1\$:')5(10\$;)+5); /;'1/,)5(10\$;)+5 :#\$<\$ #',A 1'9/<' :# ?/960'5: + 5 :#;')5(';;+1; , :#)5(';;0'5: 1);= D'(+A0'5: + 5 A1+9/<;, <+0A\$52)5(10\$;)+5, ;/<# \$; 1,/<:/(\$;)+5;)5 :# <+1A+1\$:' 0'16'1; \$59 \$<B/);)+5;, 'B/);2 1';'1('; 0\$2 \$11'<: :# 1,/<:/(\$;)+5 + 5 :# ;:+= A1<', "#)<#);)0A+1:\$5:)5(10\$;)+5 1+1)5(';;+1; +5)5(';;0'5: 9'<);)+5;. C):# '\$;2 \$<<';; :+ :#);)5(10\$;)+5); <\$,, '9 :# ' A'1;+5 "#+ #\$. :# ' +AA+1:/5):2 + 5 +>:\$)56)5;)9')5(10\$;)+5)5;)9'1;,); <\$,, '9)5;)9'1 :1\$9)56 :+ :1\$9' ;:+=; /:),D)56 :#);)5(10\$;)+5. 35 +:#'1 "+19;,)5;)9'1 :1\$9)56); >2 /;)56 :# '\$;200'12 + 5)5(10\$;)+5" 1+1 :# '\$(+9\$5<' + 5 :#')1 A1+1): +1 ,+;;.

C\$A):\$, 0\$1=: :\$, " \$59 1'6/,\$;)+5 ")# 1';A'< :+)5;)9'1 :1\$9)56 \$; \$>+(')5 +19'1 :+ ';;\$>);# :# 1\$15';; + 5 :# :1\$5;\$<)+5. .<+A' + 5 :# <+5:1\$< :#1+/6# <\$;' \$",)5 1',,\$;)+5 :+)5;)9'1 :1\$9)56 1'6/,\$;)+5; /59);<,+;'9)0A+1:\$5:)5(10\$;)+5 :+ 1'()' " ")# 1';A'< :+)5;)9'1 :1\$9)56 >\$;'9 +5 :#)5(10\$;)+5 \$;);/ '.

E'2"+19; : 35;)9'1, 35;)9'1 81\$9)56, <,+;'9 <1);<\$,)5(10\$;)+5, 35;)9'1 35(10\$;)+5,)5(10\$;)+5 <1'\$;+1