

스타트업 M&A 를 좌우하는 핵심 요소: 잔여재산분배 우선권과 주주간계약

안녕하세요. 정호석 변호사입니다.

영국계 사모펀드 CVC 의 여기어때 인수, 미국 코그넥스의 수아랩 인수, 독일의 딜리버리히어로의 배달의민족 인수, 프렉시스캐피탈의 번개장터 인수 등은 국내외 시장에서 큰 주목을 받았던 대표적인 스타트업 M&A 사례들입니다. 이러한 사례에서 보듯 스타트업의 빠른 성장과 시장 환경의 급격한 변화 속에서 스타트업 M&A 는 앞으로도 꾸준히 증가할 가능성이 높습니다.

보통 스타트업들은 성장 과정에서 벤처캐피탈(VC)로부터 여러 차례 투자를 받는 것이 일반적입니다. 그런데 벤처캐피탈(VC)이 투자할 때의 일부 조건이 PEF 나 대기업들이 다른 중소기업들에 투자하거나 M&A 할 때의 조건과는 달라서, PEF 나 대기업들이 스타트업을 M&A 할 때 실사 및 계약서 협상 과정에서 분쟁이 발생하는 경우가 적지 않습니다.

1. 잔여재산분배 우선권

대표적인 조항이 바로 잔여재산분배에 대한 우선권입니다. 잔여재산분배에 대한 우선권은 우선주의 내용으로 규정되는데, 벤처캐피탈(VC) 계약서에는 아래와 같은 내용으로 규정이 됩니다.

잔여재산 분배에 있어서 우선권에 관한 사항

- ① 회사가 해산사유가 발생한 경우 또는 청산에 의하여 잔여재산을 분배하는 경우 본건 우선주식의 주주는 아래에 따라 잔여재산을 분배 받는다.
 1. 먼저, 본건 우선주식에 대하여 (ㄱ) 발행가액, (ㄴ) 발행일로부터 분배일까지의 기간 동안 발행가액에 대하여 연복리 [*]를 적용하여 산출한 금액을 합산한 금액을 우선적으로 분배한다.
 2. 잔여재산이 우선주주들에 대한 우선분배액을 전부 지급하기에 부족한 경우에는 각 우선주주는 보유하고 있는 우선주식의 수에 비례하여 균등하게 분배 받는다.
 3. 우선주주들에 대한 우선분배액을 지급하고도 잔여재산이 남는 경우 우선주주들은 보통주주와 함께 지분율에 비례하여 잔여재산을 분배 받는다.
- ② 회사가 해산사유가 발생한 경우라 함은 아래 각 호의 사유를 말한다.
 1. 상법상 해산 사유가 발생한 경우
 2. 회사 존속에 기초가 되는 자산으로서 그 처분이 회사의 영업양도나 폐지와 유사한 효과를 가져오는 중요한 자산의 전부 또는 실질적인 전부를 매각, 임대, 양도 기타 방법에 의해 처분한 경우
 3. 회사가 일방 당사자가 되거나 기타의 방식으로 관련되는 합병, 분할, 주식의 포괄적 교환 또는 이전 또는 이와 유사한 거래로서, 그 거래의 결과 그 직전 발행되어 있던 회사의 의결권 있는 주식 총수가 당해

거래 직후 존속법인(흡수합병, 인적분할합병, 주식양도의 경우) 또는 신설법인(신설합병, 인적분할의 경우)의 의결권부 발행 주식 또는 지분 총수의 50% 이상이 되지 못하거나 또는 그 비율 이상으로 전환 또는 교환될 수 없게 되는 경우, 또는 회사가 당해 거래 직후 존속법인(물적분할합병의 경우) 또는 신설법인(물적분할의 경우)의 발행주식 또는 지분 총수의 50% 이상이 되지 못하거나 그 비율 이상으로 전환 또는 교환될 수 없게 되는 경우

4. 회사의 신규 지분증권 발행, 주주의 구주 처분 및/또는 회사가 보유하는 지분증권의 처분 등으로 인하여 회사의 경영권이 이전되는 결과가 발생하는 경우. 이때 회사의 경영권 이전이라 함은 양수인(신주인수인을 포함)이 회사 발행의 지분증권 총수의 50% 이상을 자기의 계산으로 직, 간접으로 취득 또는 보유하거나, 회사의 재직이사 과반수 또는 대표이사를 지명하거나 기타의 방법으로 회사의 경영을 사실상 지배하게 되는 결과를 가져오는 일련의 거래를 말한다.

위 잔여재산분배에 관한 규정 중에서 문제가 되는 부분은 제 2 항의 해산간주 조항(deemed liquidation)입니다. 물론, VC 계약서 전부가 위와 같은 내용으로 규정되어 있지는 않지만, 상당수의 VC 계약서가 유사하게 규정되어 있습니다.

잔여재산분배에 대한 우선권에서의 해산간주 조항은 미국의 투자계약서 규정을 그대로 가져오면서 일반적으로 사용되었는데, 법률적으로 위 해산간주 조항은 무효로 인정될 가능성이 높다고 판단됩니다. 상법에서 정한 해산 사유 외에 투자계약에서 회사와 투자자들 사이의 합의로 해산 사유를 정할 수 없다고 보는 것이 타당하기 때문입니다.

물론, 해산간주 조항이 포함되어 있지 않더라도 잔여재산분배권의 내용에 따라 향후 회사 매각이나 청산 사유 발생 시에 투자자는 지분율보다 많은 금액을 분배받을 수 있기 때문에, 이 부분이 정확하게 반영되어 있는지 살펴보는 것도 중요하겠습니다.

2. 주주간계약

미국에서는 후속 투자가 이루어질 경우, 투자자들, 회사, 주요주주 사이에 주주간계약을 체결하여 계약적으로 주주간의 권리관계를 정하는 것이 일반적입니다. 그렇기 때문에 주요주주들은 우선주의 내용 중 잔여재산분배에 대한 우선권에 대하여 동일한 이해를 하고 있고, 설사 일부 내용이 무효로 인정된다고 하더라도 서로에 대해 주주간계약 상의 채권적인 권리를 가지고 있기 때문에, 주주들 사이의 주요 권리에 대한 해석, 유무효로 인해 분쟁이 발생하는 경우도 적습니다.

예전에는 스타트업이 시리즈 A, 시리즈 B, 시리즈 C 등 여러 단계의 투자를 거치더라도, PE 와 같이 성격이 다른 투자자가 들어오기 전까지 투자자들, 회사, 주요주주의 이해관계를 종합적으로 규율하는 주주간계약을 맺는 경우가 아직까지는 일반적이지 않았으나, 최근에는 창업 시부터 창업자들 사이에 주주간계약을 체결하는 것 외에

투자자들과 창업자들 사이에서도 주주간계약을 체결하는 경우가 많이 있습니다. 외국 투자자들이 한국에 투자를 많이 하게 되고, 이에 따라 주주간계약을 많이 체결하면서 변화가 일어난 것으로 추측합니다.

창업 초기에 창업자들 사이에서 주주간계약을 체결하지 않는다면 일부 창업자가 퇴사하는 상황에서 지분율에 문제가 발생할 수 있다는 점은 명심할 필요가 있습니다. 아울러 투자자들이 많아짐에도 불구하고 회사가 각 투자자들에게 개별적인 동의권, 동반매도권, 우선매수권을 부여하고 이를 조율하는 주주간계약을 체결하지 않는다면 일상적인 경영활동이 어려워지거나 추후 의도치 않게 투자계약 위반 사유가 발생할 수 있다는 점은 유의하여야 하겠습니다.

본 자료에 게재된 내용 및 의견은 일반적인 정보제공만을 목적으로 발행된 것이며, 법무법인 세움의 공식적인 견해나 어떤 구체적 사안에 대한 법률적 의견을 드리는 것이 아님을 알려 드립니다. Copyright ©2025 SEUM Law.

정호석 변호사

Partner

hoseok.jung@seumlaw.com