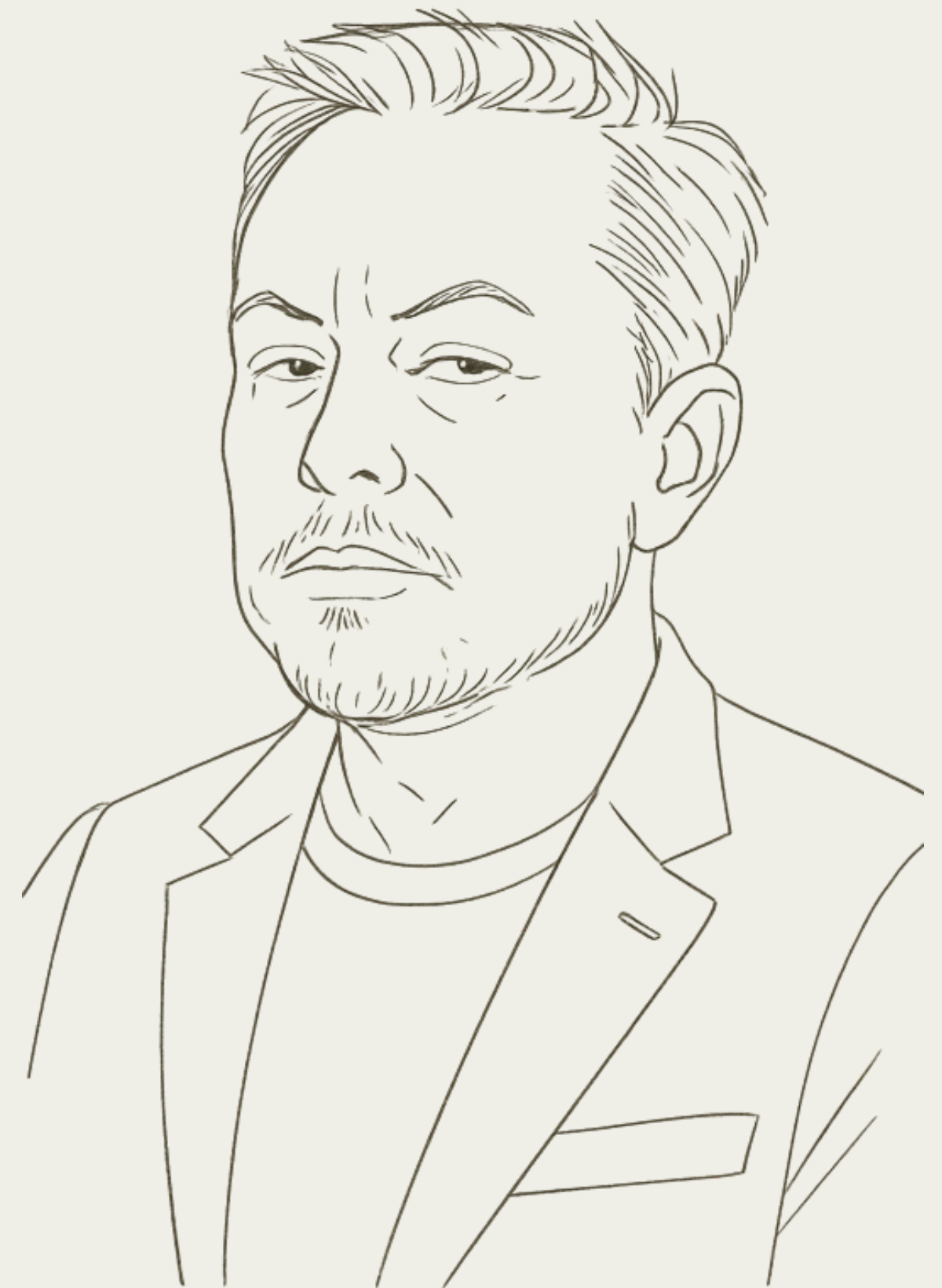


Governance

미국 거버넌스의 변화 & 스타트업

이호찬, Managing Partner, ACVC Partners



머스크 vs. 소액주주

소액주주

2018년 테슬라 주주인 Richard Tornetta가 일론 머스크의 \$56B 보상패키지는 소액주주의 권익을 불공정하게 침해하는 행위라고 Delaware Court of Chancery에 소송제기.

1. 과도하고 주주에게 불공정한 보상이다.
2. 이사회에 이해관계상충의 문제가 있다.
3. 주주에게 충분한 자료를 제공하지 않았다.

일론 머스크

\$56B 패키지는 정당하다!

1. 보상패키지는 매우 힘든 성과달성에 연동되어 있다. “No Salary, All Risk” 따라서 주주의 73%가 압도적으로 동의했다.
2. 머스크는 바쁜 사람이다. 충분한 보상이 필요하다.
3. 독립적인 Compensation Committee에서 설계되었고, 외부의 자문을 받았다.

델라웨어 법원 판결

Kathaleen McCormick 판사는 \$56B 보상패키지
무효 판결

- 머스크 보상패키지는 중대한 결함 (deeply flawed)이 있고 신의성실(in good faith)하게 수행되지 않았다.
- 이사회는 머스크에 의해 좌지우지 되고 충분히 독립적이지 않고, 주주의 이해를 위한 법적인 의무를 다하지 않았다.
- 보상안은 주주에 공정하지 않아서 델라웨어법상 무효이다.

Legal Basis: Entire Fairness Standard

Fair in Price / Fair in Process

- 지배주주가 관여하였다.
- 거래는 자기거래이다.
- Committee와 의결이 독립적이지 않다.

그리고 여파는...

델라웨어 회사법 개정
(SB21)

“Dexit”
Dropbox, Roblox, Meta

테슬라 텍사스 이전

TL;DR

- **이사회** 거버넌스의 중심. 최종 의사결정자.
- **선관의무** Duty of Care (할 일을 하자), Duty of Loyalty (하지말아야 할 일은 하지 말자)
- **이해상충 (회사와 주주)** 선관의무는 일차적으로 기업이 대상이나, 매각시에는 주주이익극대화로 전환
- **이해상충 (주주간)** 주주에게 동일하게 경제적 이익이 적용되지 않으면 ‘전체적 공정성’ 기준 적용
- **이사의 보호** 이사는 일상적인 의사결정의 결과에 대해 법적, 제도적, 금전적으로 보호
- **주별 차이** 미국의 전통적 회사법 근간 델라웨어 vs. 친경영자/창업자의 텍사스/네바다
- **다시 테슬라** 델라웨어의 주주중심 밸런스 변화 가능성
- **스타트업 거버넌스** 동일한 선관의무, 하지만 다양한 자본구조와 이해상충요소 존재
- **미국 vs. 한국** 이사회 중심으로 전환되기를!

주주

경영자

나 혼자 주주이고, 나 혼자 대표인
1인 회사도 거버넌스가 존재한다.
즉, 이사회가 필요하다.

기업

이사회 - 거버넌스의 핵심

이사회 (board of directors)는 거버넌스의 핵심 -
형식적 법률적으로 기업 의사결정의 최종 기구.

이사회에서 CEO 채용/해임, 예산 승인, 기업의 장기
비전 설정 등 기업의 주요 의사결정 집행. 또한, 사업,
재무 건전성 등에 대한 전반적인 감독 수행.

델라웨어 회사법 141조에 보면 회사의 활동은 이사회
의 관리 및 지시하에 이루어짐.

이사회가 최종보스! 그래서 이사회가 거버넌스에서
매우 중요.

DGCL \$141(a)

The business and affairs of every corporation
organized under this chapter shall be
managed by or under the direction of a board
of directors



이사회는 법적으로 회사 경영활동에 대한 최종적
의사결정권한을 보유하기 때문에, 이를 ‘잘’ 사용
할 의무가 있고, 이에 따른 법적책임 보유. 이러한
‘잘’ 결정해야 할 의무를 선관의무

이사의 책임: 선관의무

델라웨어 회사법상 이사의 선관의무가 명확하게 한 문장으로 정리되어 있지가 않음. 다만, 산재되어 있는 몇가지 조항들과, 이를 바탕으로 델라웨어주 판례에 따라 선관의무가 구체화.

이사회는 각각 이사는 선관의무 (Fiduciary Duty)를 가지며, 선관의무는 크게 두가지 의미:

주의의무 (Duty of Care)

해야할 일을 잘 하자

이사가 의사결정을 내릴때는

- 1) 충분히 숙지를 하고 있어야 하고,
- 2) 합리적 수준으로 살펴봐야 하고,
- 3) 필요하다면 전문가에게도 물어봐야 함

충실의무 (Duty of Loyalty)

하지 말아야 할 일은 하지 말자

- 1) 회사와 주주의 이익을 자신의 이해 보다 앞서야 하고,
- 2) 자신의 이익을 위해 회사의 자원을 사용하면 안되고,
- 3) 이해상충 발생시 이사회에 공개를 해야 함

선관의무의 대상

델라웨어회사법 본문에서 ‘선관의무는 회사와 주주에 대한 선관의무다’라고 명확하게 선언하고 있지는 않지만, 델라웨어회사법과 판례를 통해 선관의무의 대상을 회사와 주주로 분리하여서 정의.

DGCL § 102(b)(7)에서 이사의 충실의무의 면책조항에 ‘회사 또는 주주에 대한 충실의무 위반은 면책이 해당하지 않는다’고 하면서, 이사의 선관의무중 충실의무의 대상에 회사와 주주라고 간접적으로 정의.

그리고 이는 여러 델라웨어주의 판례를 통해서 적용 방식이 구체화됨.

DGCL §102(b)(7)

A provision eliminating or limiting the personal liability of a director or officer to the corporation or its stockholders for monetary damages for breach of fiduciary duty as a director or officer, provided that such provision shall not eliminate or limit the liability of:

- (i) A director or officer for any breach of the director's or officer's duty of loyalty to the corporation or its stockholders;
- (ii) ...

선관의무의 충돌: 회사와 주주

회사 우선

델라웨어회사법 §141(a)에서 정의한 바와 같이 이사회는 기업의 활동에 대한 최종적 의사결정 권한을 가짐: 이사회 권한에 따른 선관의무의 1차적 대상이 기업으로 인식.

주주 우선

회사 매각 방향이 확정시 “주주이익 극대화”로 이사회 선관의무의 우선순위가 회사에서 주주로 변경.

레블론 의무

Revlon Case (1986)

- 배경: 레블론이 맥앤드류스&포브스로부터 적대적 인수 제의. 레블론 이사회에서 이를 방어하기 위한 활동. 맥앤드류스에서 레블론 이사회가 주주 최대이익에 반하는 의사결정을 한다고 소송제기.
- 결론: 법원에서 레블론 이사회는 주주의 최대이익을 위한 방식으로 의사결정을 해야 한다고 판결.
- 의미: 회사의 매각시 이사의 선관의무는 주주의 최대 이익이라는 ‘레블론 의무’ 기준 확립.

선관의무의 충돌: 주주 vs. 주주

이사회 의사결정이 모든 주주에게 동일하게 적용되는 경우

기본적으로 이사회 의사결정이 모든 주주에게 동일하게 적용되고, 선의와 주의의무를 다했다고 한다면, 이사회 의사결정이 적절하다고 인정.

“사업적 판단룰 (business judgement rule)”

여기에 문제를 제기한다면 제기하는 측이 이사회 의사결정이 문제가 있었다고 증명해야함.

이사회 의사결정이 특정주주에게 우호적으로 적용되는 경우

이사들의 의사결정이 특정주주에게 특별히 더 우호적이 된다면 (일반적으로는 지배주주에게)

“전체적 공정성 기준 (entire fairness standard)”

누군가는 이익을 보고 누군가는 손해를 봤다고 하면, 왜 그렇게 되는지를 결정한 사람이 증명.

➤ **머스크 vs. 델라웨어**

이사의 보호

Business Judgement Rule

“이사가 선관의무에 맞게 행동했다”라는 선의해석.
(델라웨어 판례)

Exculpation & Indemnification

이사는 선관의무 위배에 따른 금전적 손실에 대해 회사와 주주에게 개인적 책임을 지지 않는 것을 정관에 포함 가능.
(델라웨어회사법)

D&O Insurance

정관상 판례상 보호를 받아도 소송을 제기하는 것을 막지 못함. 회사에서 이사의 소송비용을 감당하기 위한 보험.

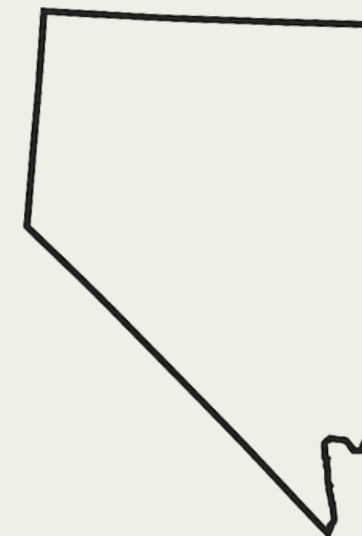
이사는 회사 활동에 대한 최종적 의사결정 권한이 있고, 그에 따른 법적책임. 일상적 사업 의사결정에 대한 보호 필요.



단, Business Judgement Rule이 적용되지 않는 경우:

- 자기거래
- 심각한 부주의
- 고의적 부정

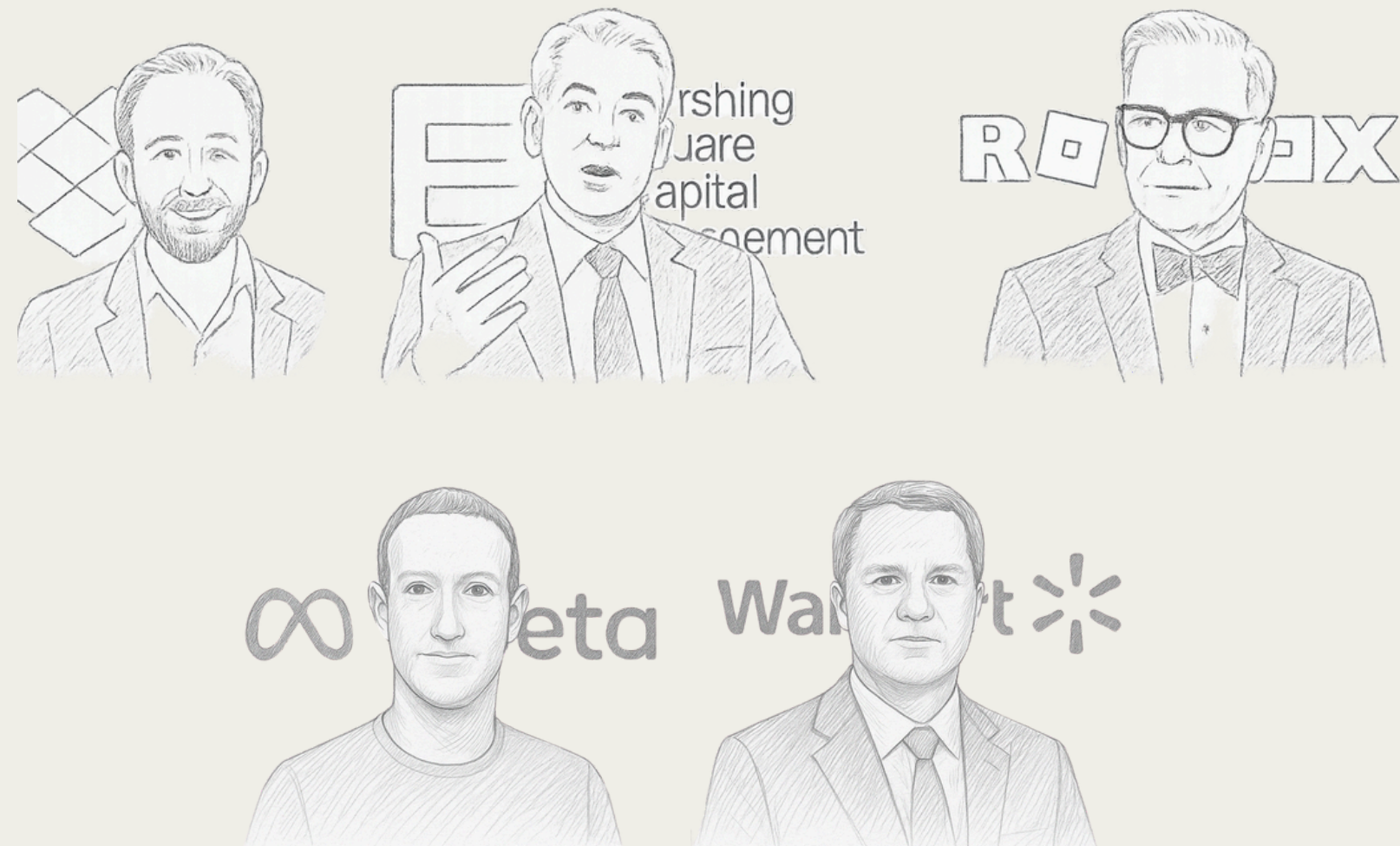
주별 거버넌스 차이



- 이사의 선관의무 (주의/충실)
- 일상 경영에 대한 BJR
- 일상 경영에 대한 이사 면책
- 주주 보호 (풍부한 판례)

- 고의적 불법을 제외한 이사의 포괄적 선관 인정
- BJR 포괄적 적용
- 경영자/창업자 친화적

다시 테슬라: Dexit & SB21



2025 SB21 (2025/3/25)

배경: 테슬라, Dexit 등에 따라 델라웨어주의 친기업 이미지를 강화해야 할 필요성.

변경내용

- 이해관계인간의 거래에 1) 독립이사 과반 승인 OR 2) 독립주주 과반승인 필요 (이전에는 AND)
- 지배주주 정의 명확화 (1/3 이상 의결권+경영관여)
- 독립이사의 독립성 포괄적 가정
- 주주의 회사장부 열람권 축소

의미: 친기업 환경 강화하였으나, 주주권한 제한.

델라웨어주의 전통적 거버넌스 - 기업, 경영자, 주주 간의 밸런스에 변화?

모든 대기업은 작은 스타트업에서
시작하였다.

주주 / 투자자

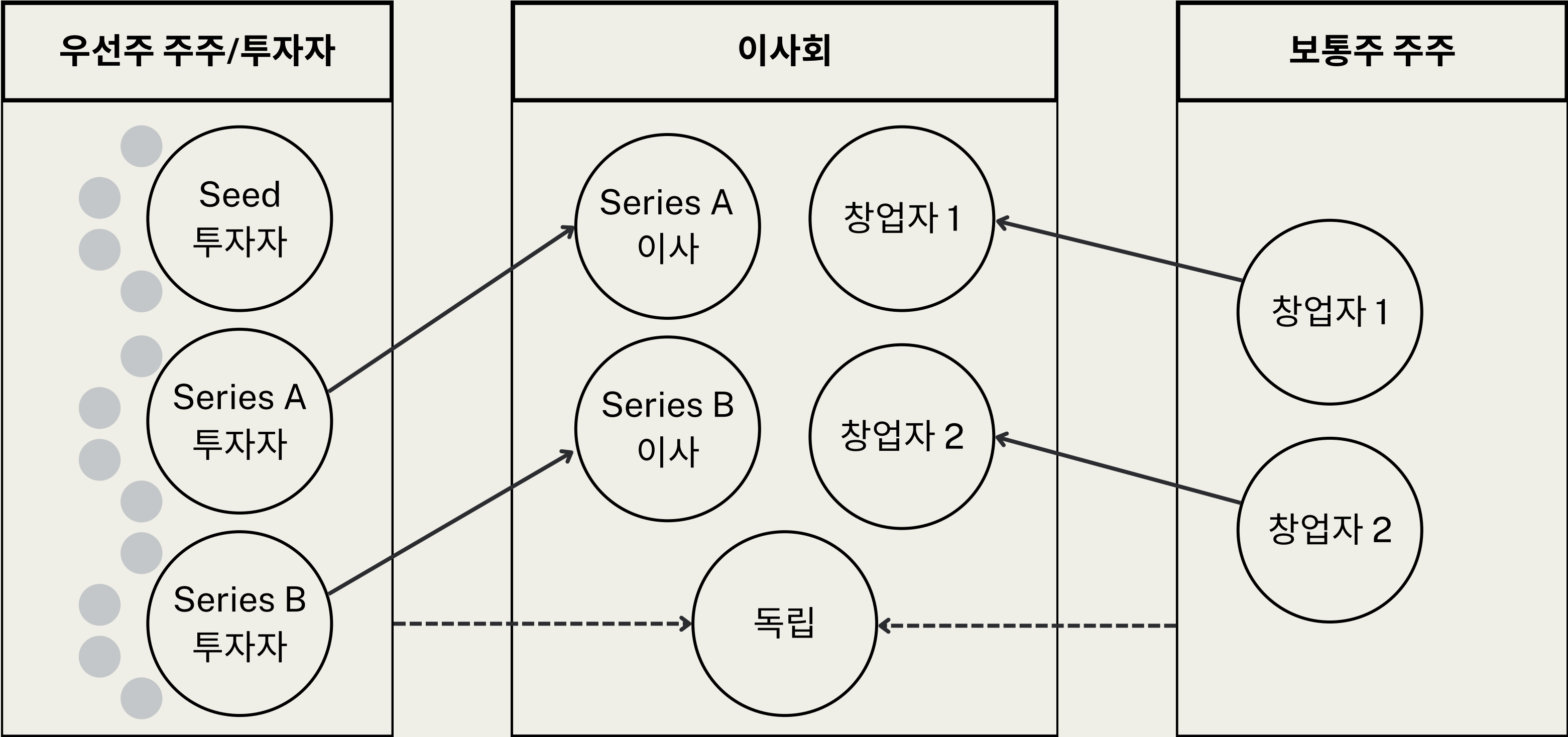
경영자 / 창업자

스타트업 이사회

- 빠른 성장과 실패에 따른 이사회 구조의 빠른 변화
- 복잡한 자본구조 (보통주, 우선주 A, 우선주 B, 우선주 C... 스톡옵션)에 따른 주주/투자자 클래스간 이해상충 문제
- 투자자가 이사로 선임됨에 따른 투자자이사의 이중 선관의무 (펀드, 회사)
- 창업자/경영진과의 갈등, 경영진 교체
- **복잡한 이해관계를 조율하고 해결하는 최종적 의사결정기구**

기업/스타트업

스타트업 이사회: 힘의 균형



스타트업 이사의 이해상충

주주 vs. 이사

상장기업은 다수의 주주가 이사를 선임하면서 경영진을 통제. 즉, 주주와 이사 간에는 특별한 관계 부재.

하지만, 스타트업은 주주이자 이사. 스타트업의 주주는 많은 경우 벤처캐피탈과 같은 기관투자자.

주주로서의 이해와 이사로서의 선관의무간에 이해상충이 발생할 여지.

주주 vs. 주주

일반 상장기업은 일반적으로 주주가 단일하기 때문에 이사회는 단일한 주주의 이해를 대변.

하지만, VC 투자자 이사는 자신이 속한 특정 클래스의 이해와 다른 클래스 주주간에 이해 불일치가 발생 가능.

전체 주주를 대신하는 이사로서의 의무와 특정 클래스 주주로서의 이해 불일치 가능성.

기업 vs. 펀드

VC투자자는 자기가 관리하는 투자펀드의 출자자 (투자자의 투자자)에 대한 선관의무.

회사 이사로서의 선관의무와 투자펀드 관리자로서의 선관의무 간의 이해상충 가능성.

스타트업 이사의 선관의무

Trados Case: 스타트업 이사의 선관의무에 대한 대표적 사례 (2013)

- 배경: VC투자를 받은 Trados를 Liquidation Preference 보다 낮은 가격에 매각. 결과적으로 매각대금 전부 VC에게 지급되고 보통주는 “0”.
- 진행: 보통주 주주들이 ‘이사회가 VC투자자이사 중심으로 구성되어서 투자자이익만 고려하고, 회사전체에 대한 충실의무 위배’로 소송.
- 결론: 이사의 의사결정에 대한 공정성평가 (Entire Fairness)에서, 1) 이사는 보통주 주주에 대한 충실의무를 지고, 2) 절차상 하자가 있다. 3) 하지만, 매각 가격과 매각대금 분배에는 문제가 없다고 판결

90% Rule

M&A시 인수자가 주주 90% 동의 요구.

사유

- 선관의무 위배 또는 평가요구 등 소송 리스크
- Short-Form Merger를 통한 절차 간소화
- Drag-Along Right 행사에 대한 법적 리스크
- IP, 종업원 이전 등 관련 리스크



의미: VC가 투자한 스타트업 역시 이사회는 전체주주에 대한 충실의무를 가진다는 범위 명확화.

스타트업 거버넌스 특징

- 이사회 승인과 주주 승인이 거의 동일 - 이사회에 참여하는 창업자 및 투자자VC의 지분이 일반적으로 회사 전체의 과반주주, 클래스별 과반주주 초과
- 이사회의 의사결정에 대한 포괄적인 Business Judgement Rule 적용
- 다양한 주주 (보통주, 우선주)와 다양한 클래스 (우선주 A, 우선주 B...) 간의 이해상충 고려
- 투자자주주는 Sophisticated Investor로 인정되어 일반적으로 낮은 주주보호
- 외부펀딩 시점마다 새로운 이사회 구조와 거버넌스 변화 가능
- 변호사가 이사회에 Company Counsel로 배석하여 의사결정과정에서 법적 및 계약상 고려사항에 대한 피드백

거버넌스의 차이: 최종의사결정자

Google 정관

ARTICLE VI Section 1. The business and affairs of the Corporation shall be managed by or under the direction of the Board of Directors.

Nvidia 정관

V.A.1 The management of the business and the conduct of the affairs of the Corporation shall be vested in its Board of Directors.

Palantir 정관

ARTICLE VI A General Power. The business and affairs of the Corporation shall be managed by or under the direction of the Board of Directors.

삼성전자 정관

제27조 (이사의 직무) ① 대표이사는 이사회에서 결정한 업무를 집행하고 회사의 모든 업무를 통괄한다.

현대자동차 정관

제 26 조 (대표이사의 직무) 1. 대표이사는 본 회사를 대표하고 업무를 총괄한다.

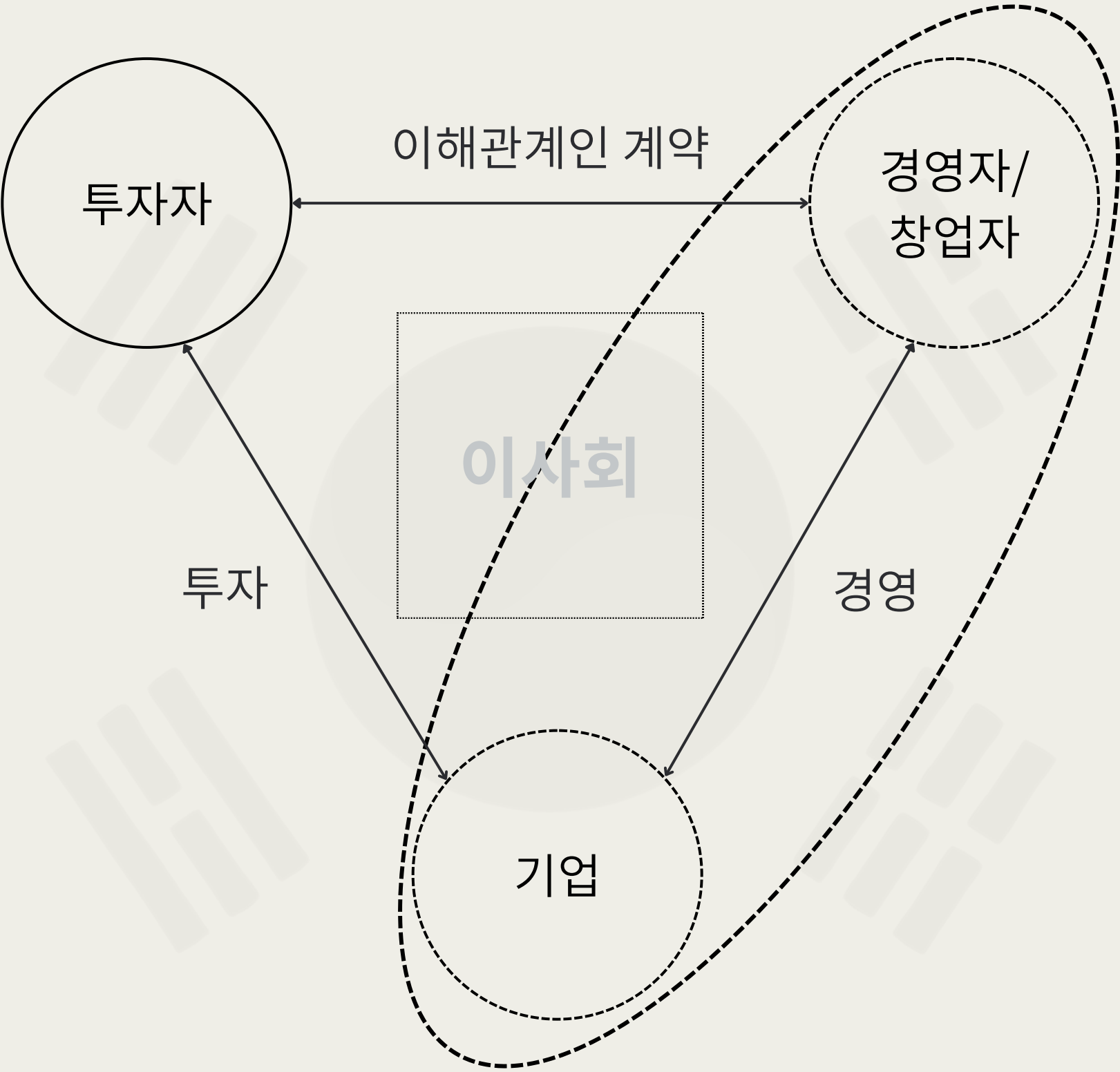
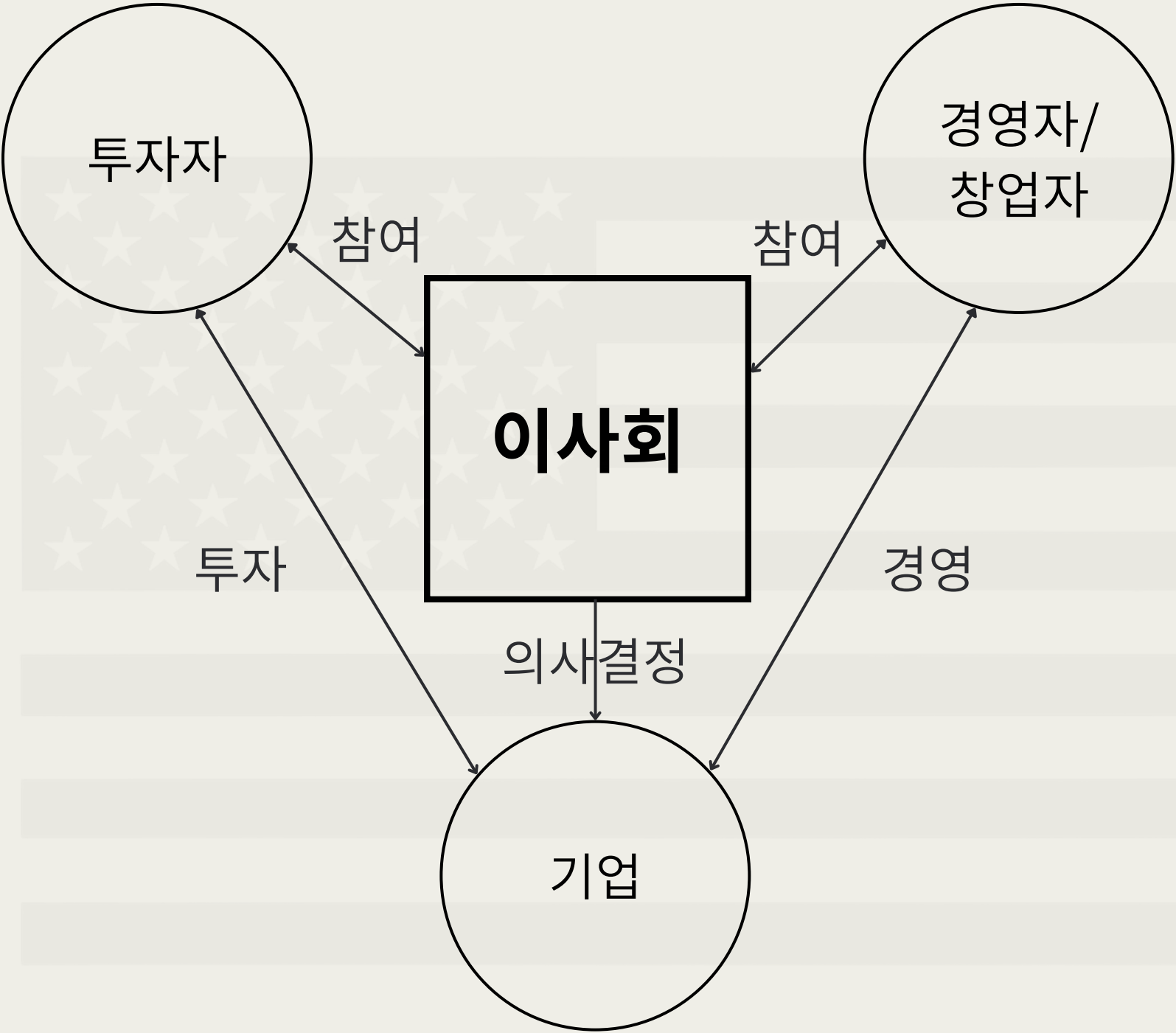
SK(주) 정관

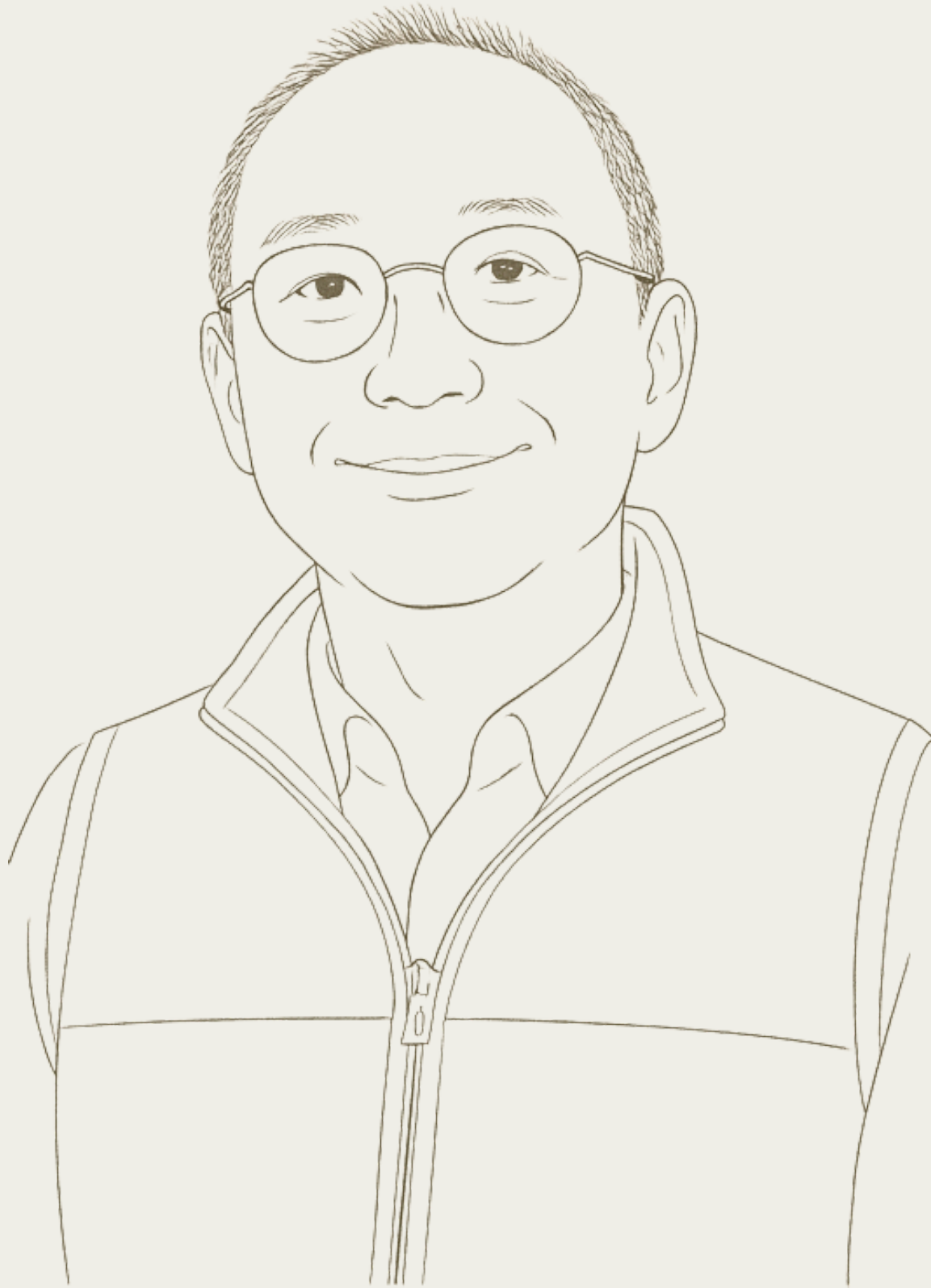
제 30 조 (대표이사의 선임 및 이사의 직무) ① ... 대표이사는 회사를 대표하여 회사의 모든 업무를 총괄한다

스타트업 정관

43조 (이사의 직무) 대표이사(사장)는 회사를 대표하고 업무를 총괄한다.

거버넌스의 차이: 계약 관계





HOCHAN LEE  
@disclaimer


Subscribe




이 자료는 벤처투자자의 관점으로 작성되었으므로 내용 중 다소 부정확한 내용이 포함되어 있을 수 있습니다. 정확한 사항은 변호사와 상의 바랍니다.

4:14 PM · 6/20/2025 · 18.6M Views

 10K

 11K

 98K

 2.2K



Thank you!

HOCHAN LEE @ ACVC PARTNERS

HoChan Lee
Managing Partner, ACVC Partners
hochan@acvc.partners