

# KOSBI 중소기업 포커스

## 「벤처투자 촉진에 관한 법률」의 시행에 따른 벤처투자 시장의 변화 전망

책임작성 | 나수미 연구위원(02-707-8249, smna@kosbi.re.kr)

※ KOSBI 중소기업 포커스는 중소기업연구원 홈페이지(www.kosbi.re.kr)에서도 보실 수 있습니다.

## | 목 차

1. 「벤처투자 촉진에 관한 법률」 제정의 배경
2. 벤처투자제도 변화의 주요 내용
3. 제도 변화에 따른 전망 및 시사점
4. 유니콘을 탄생시키는 벤처투자제도 발전방향

## | 요약

- 2020년 8월 12일부터 시행된 「벤처투자 촉진에 관한 법률」(이하 벤처투자법)은 「중소기업창업 지원법」과 「벤처기업육성에 관한 특별조치법」(이하 벤처기업법)에 분산되어 있는 벤처투자제도를 통합
  - 「중소기업창업 지원법」과 「벤처기업법」은 상호 준용규정이 많아 법체계가 복잡하여 민간 위주의 벤처투자 확대를 위해 좀 더 단순하고 규제가 적은 방향으로 법체계를 개선해야할 필요성이 제기됨
- 벤처기업법 제정의 결과로 변화한 벤처투자제도의 주요내용은 다음과 같음
  - 벤처투자조합을 신설하여 기존 중소기업창업투자조합과 한국벤처투자 조합을 통합
  - 조건부지분인수계약(Simple Agreement for Future Equity: SAFE) 도입으로 벤처투자 방식을 확대
    - 조건부지분인수계약(SAFE)은 신용도가 높지 않고 유형 자산보다는 인적자원을 바탕으로 하여 기업가치 산정이 어려운 초기 스타트업에 대한 민간의 자금 공급에 유인을 제공
  - 중소기업창업투자회사에게 부과하는 투자의무비율을 총 운용자산 기준으로 조정하여 유연하고 전략적인 포트폴리오 구성이 가능

- 중소기업창업투자조합의 경우 의무투자를 준수한 이후 출자금의 40% 이내에서만 해외투자가 가능하였는데, 벤처투자조합의 경우 제한이 없음
  - 후속투자의 방해요인이던 창업투자조합과 특수 관계에 놓인 기업에 대한 투자 제한을 완화
  - 벤처투자조합 간 출자 기능을 명문화하여 민간 모펀드 조성이 가능해짐
  - 중소기업 창업투자회사의 기업인수목적회사(SPAC) 투자 명문화
  - 창업기획자(액셀러레이터)의 벤처투자조합 결성을 허용
- 제도 변화에 따라 초기 스타트업에 대한 투자 확대, 한 기업에 대한 대규모 투자가 가능해져 토종자본 주도의 유니콘의 등장 등이 예상됨
- 창업기획자(액셀러레이터)의 벤처투자조합 결성 허용과 조건부지분인수계약(SAFE)의 도입은 함께 시너지를 발휘하여 초기 투자에 대한 민간의 유인을 높일 것으로 예상
  - 벤처투자조합 간 출자 등을 활용한 대형 펀드의 결성 가능성이 높아짐
  - 투자목적회사(SPC) 지분매입 등 운신의 폭 넓어져 민간의 경쟁력 있는 다양한 주체들이 벤처투자 시장에 진입할 것으로 예상
  - PEF와의 경계 완화로 벤처캐피탈의 역량 강화 예상
  - 개인투자조합의 투자 의무 비율제도 완화와 중소기업창업투자회사의 의무 투자 비율 산정에 개인투자조합의 지분을 포함시킨 조항은 개인투자조합의 결성을 촉진할 것으로 예상됨
  - 공모벤처투자조합의 존속 및 기업성장집합투자기구(BDC) 도입이 예고됨에 따라 개인 자산가의 벤처투자시장 진입이 더욱 활발해질 것으로 예상

■ 유니콘을 탄생시키는 벤처투자시장을 조성하기 위해서 제도의 지속적 단순화 및 규제 완화, 대형투자를 위한 자율성 및 유인 부여, 벤처투자시장의 글로벌 스탠다드 정립, 회수시장 활성화가 필요함

- 중소기업창업투자조합과 한국벤처투자조합이 하나의 법 안에 통합된 것처럼, 장기적으로는 모든 벤처투자펀드가 단일 법률 아래 규율되는 것이 벤처투자제도의 수요자 관점에서 추구해야 할 방향
- 모태펀드가 출자하지 않은 조합에 대해서는 각종 제한을 폐지 또는 완화하여 시장논리에 따른 자유로운 투자활동을 보장해야함
- 유니콘 탄생에는 대형 금융조달이 필수적이며, 이를 위해 벤처캐피탈 펀드 구조 설계의 자율성 강화, 은행권 협업, 투자목적회사(SPC) 활성화 등에 대한 제도적 지원 필요
- 특히 투자목적회사(SPC)의 차입을 동반한 대형투자가 허용될 경우 펀드마다 GP를 조직하는 형태가 위험관리 측면에서 적합할 수 있으므로 이에 대한 법제 개선 검토 필요
- 모태펀드 벤처대출 계정 설정 등 벤처캐피탈과 시중 대출기관과의 협업에 대한 유인책을 마련하여 투융자 복합 금융을 통해 예비 유니콘에 대한 대형 자금조달이 가능하도록 지원
- 해외 벤처캐피탈의 국내 투자, 국내 벤처캐피탈의 해외 투자를 활성화하여 네트워크 축적을 지원하고 국내 벤처캐피탈의 세계적 수준 역량 강화 도모
- 제도의 일원화 및 단순화와 펀드 구조 설계의 자율성 강화를 위한 법제 개선은 글로벌 스탠다드 추구의 측면에서도 중요함
- 「벤처투자법」의 내용이 상대적으로 초기스타트업 투자에 대한 유인을 많이 제공하고 있어, 향후 개정안에서는 M&A 전용펀드나 세컨더리 펀드를 운용해 후기 투자에 집중하는 벤처캐피탈에 대한 유인 제공 필요

## 1. 「벤처투자 촉진에 관한 법률」 제정의 배경

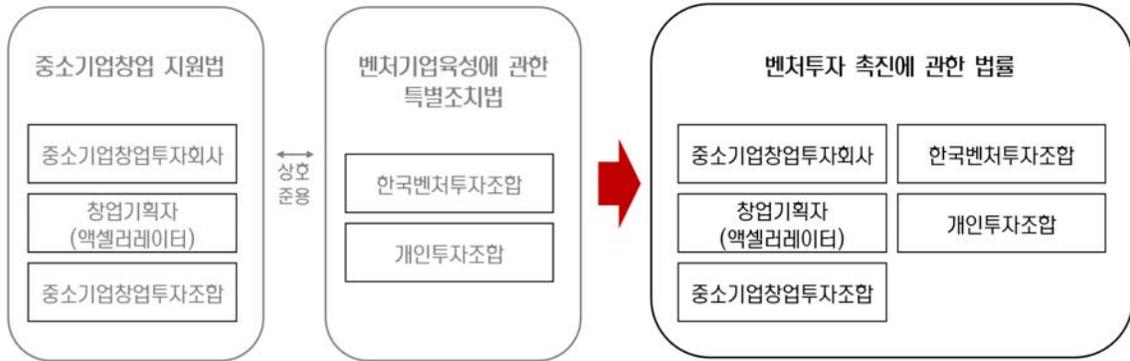
- 「벤처투자 촉진에 관한 법률」(이하 벤처투자법)은 2020년 2월 11일 제정 및 공포되어 8월 12일부터 시행됨
- 「벤처투자법」은 「중소기업창업 지원법」과 「벤처기업육성에 관한 특별조치법」(이하 벤처기업법)에 분산되어 있는 벤처투자제도를 통합함
  - 「중소기업창업 지원법」에는 중소기업 창업투자회사, 창업기획자(액셀러레이터) 및 중소기업 창업투자조합에 관한 규정이 있고, 「벤처기업법」에는 한국벤처투자조합(KVF) 및 개인투자조합에 관한 규정이 있음
- 두 법은 상호 준용규정이 많아 법체계가 복잡하였고, 벤처투자가 점차 활발해짐에 따라 새로운 조항들이 추가되며 복잡성이 심화됨
- 또한 기존 제도는 투자대상 등을 제한적으로 규정하고 있어 벤처투자 시장의 환경 변화에 탄력적으로 대응하기 어려운 문제점이 있었음
- 민간 위주의 벤처투자 확대를 위해 좀 더 단순하고 규제가 적은 방향으로 법체계를 개선해야할 필요성이 제기됨
- 「벤처투자법」 제정을 통해 벤처투자 관련 법령을 하나의 법으로 통합하고 벤처투자제도를 근본적으로 시장친화적인 관점에서 체계화, 단순화, 최소 규제의 방향으로 개편

### 「벤처투자법」 제정목표

- ① 벤처투자 진입장벽을 완화하여 민간중심 투자생태계 조성
- ② 벤처펀드의 자율성을 보장하여 민간자금 유입촉진
- ③ 창업 초기기업의 투자유치 기회 확대
- ④ 투자제도 단순화·체계화하여 수요자 편의성 제고

\*자료 : 중소벤처기업부 「벤처투자법」 설명회 자료

〈그림 1〉 「벤처투자법」에 의한 벤처투자 관련 법률의 통합



\* 자료 : 저자 작성

- 즉 「벤처투자법」은 근본적으로 새로운 법률이라기보다, 분산되어 있던 벤처투자에 관한 법률을 통합하여 편리성과 효율성을 도모하고, 규제를 완화하여 민간의 자율성 강화하기 위해 제정

## 2. 벤처투자제도 변화의 주요 내용

### 1) 벤처투자조합의 신설: 기존 중소기업창업투자조합과 한국벤처투자조합의 통합

- 그동안 유사한 성격의 중소기업 창업투자조합과 한국벤처투자조합(KVF)을 서로 다른 법이 규율함에 따른 비효율이 발생하여, 「벤처투자법」은 이를 벤처투자조합으로 일원화 하고 각종 규제를 완화(법 §50~65)
- 「벤처투자법」 제정 이전 주요 벤처투자펀드로는 중소기업 창업투자조합, 한국벤처투자조합(KVF), 신기술사업투자조합, 창업·벤처전문 경영참여형 사모집합투자기구(이하 창업·벤처 PEF)가 있었음
  - 중소기업 창업투자조합은 1986년 제정된 「중소기업창업 지원법」을 근거로 창업자 및 벤처기업에 대한 자금 지원을 위해 도입
  - 한국벤처투자조합(KVF)은 1997년 벤처붐 조성을 위한 정책적 자금 투입과 민간위주의 적극적 투자환경마련의 필요성이 부각되면서 1997년 「벤처기업법」을 제정하고 이를 근거로 도입함
  - 신기술사업투자조합은 1997년 「여신전문금융업법」의 제정으로 여신전문금융업자의 벤처투자에 관한 내용이 법제화되면서 등장함
  - 창업·벤처 PEF는 2017년 당시 정부의 벤처기업과 중소기업 중심의 창조경제 표방 아래, 주로 경영권 인수의 투자 목적을 지니던 경영참여형 사모집합투자기구(PEF) 제도에 창업 및 벤처 전문 PEF를 도입하면서 등장
- 벤처투자펀드의 종류와 소관 법률에 따라 해당 펀드를 운용할 수 있는 주체에 대해 개별적으로 규정하고 있으므로, 벤처캐피탈이 서로 다른 종류의 펀드들을 운영 및 관리할 때 주의가 필요하였음
- 「벤처투자법」은 벤처캐피탈의 유연하고 자율적인 펀드 운용을 지원하기 위해 중소기업 창업투자조합과 한국벤처투자조합(KVF)을 벤처투자조합 으로 통합
  - '19년 말 기준 벤처투자펀드 중 중소기업 창업투자조합과 한국벤처 투자조합(KVF)의 수는 920개, 신기술사업투자조합의 수는 799개, 창업·벤처 PEF는 56개

- 이에 따라 920개의 중소기업창업투자조합과 한국벤처투자조합 (KVF)을 벤처 투자법상 벤처투자조합으로 간주함

〈표 1〉 벤처투자법 제정 전후 벤처투자펀드의 종류

(조합수는 '19년 말 기준 운용 중인 조합수)

구분	PEF		VC Funds		벤처투자조합
	창업·벤처 PEF	신기술사업 투자조합	한국벤처투자조합 (KVF)	창업투자조합	
근거 법령	자본시장법	여신전문금융업 법	벤처기업육성에 관한 특별조치법	창업지원법	벤처투자법
소관 부처	금융위원회	금융위원회	중소벤처기업부	중소벤처기업부	중소벤처기업부
도입 시기	2017년	1997년	1997년	1986년	2020년
도입 목적	창업·벤처기업의 성장기반 조성 및 건전한 발전	신기술사업자에 대한 투자	벤처·중소기업 투자	중소기업 창업 촉진을 위한 투자 (주로 초기기업)	성장잠재력이 높은 우수한 기업 등에 대한 다양한 투자를 촉진
결성 주체	PEF GP	신기술사업 금융회사	중소기업 창업투자회사, 신기술사업 금융회사, LLC, 외국투자회사	중소기업 창업투자회사, 신기술사업 금융회사, LLC	중소기업 창업투자회사, 신기술사업 금융회사, LLC, 외국투자회사, 창업기획자, 한국벤처투자
조합수	56개	799개	920개		

\* 자료: 저자 작성

## 2) 벤처투자 방식 확대: 조건부지분인수계약(Simple Agreement for Future Equity: SAFE) 도입

- 미국 실리콘밸리에서 초기 창업기업에 대한 투자방식으로 널리 활용 되고 있는 투자 방식인 조건부지분인수계약(SAFE)\* 도입(법 §2, 규칙 §3)

\* 투자 계약 체결 시에는 향후 투자단가의 결정방식에 대한 최소한의 조건만 설정 하고, 지분율 및 최종 투자단가 등과 같은 나머지 구체적인 투자조건들은 후속 투자시의 기업가치 평가에 따라 확정되도록 하는 방식

- (예) A는 8억 원을 투자하면서, 후속 투자가치에 대해 80% 수준으로 할인하여 지분을 인정받는 계약 체결 → 추가투자 유치에서 기업 가치를 100억 원으로 결정 시, A는 할인율을 적용하여 80억 가치의 기업에 8억 원을 투자한 것으로 인정받아 총 10%의 지분 확보
- 조건부지분인수계약(SAFE)은 신용도가 높지 않고 유형 자산보다는 인적자원을 바탕으로 하여 기업가치 산정이 어려운 초기 스타트업에 대한 민간의 자금 공급에 유인을 제공함
- 시행규칙 제3조에서 정하고 있는 조건부지분인수계약(SAFE)의 구체적인 요건은 다음과 같음

### 조건부지분인수계약(SAFE)의 요건

- ① 투자금액의 지급에 따른 이자가 발생하지 않고 투자금액의 상환만기일이 없음
- ② 투자금액을 먼저 지급하고 후속투자의 기업가치 평가에 연동하여 지분량을 확정
- ③ 조건부지분인수계약에 대해 주주 전원의 동의 필수
- ④ 회사가 조건부지분인수계약을 통해 투자받은 후 회사의 자본변동을 초래하거나 초래할 수 있는 계약을 체결하는 경우에 그 사실을 계약 상대방에 고지 필수

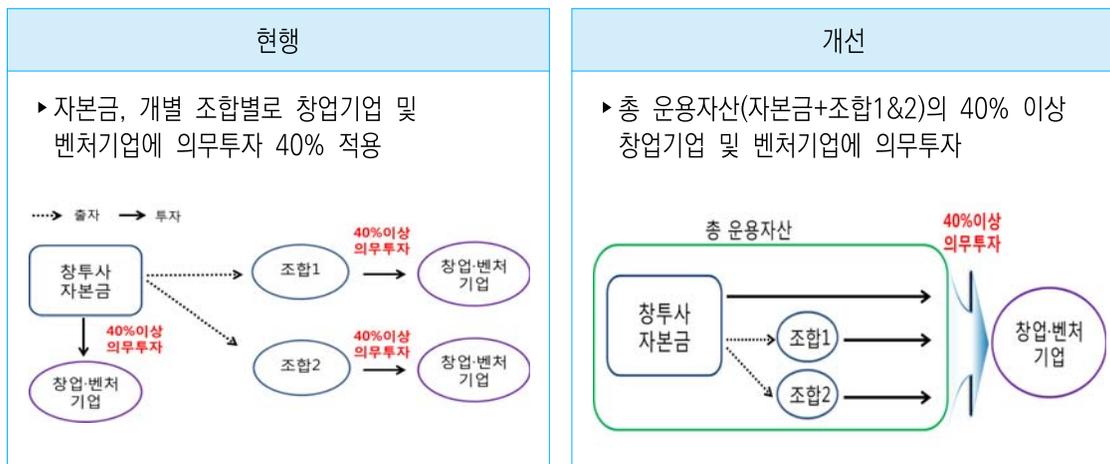
\*자료 : 「벤처투자법」 시행규칙 제3조

### 3) 투자 의무 규제 완화

■ 중소기업창업투자회사에게 부과되는 투자 의무 비율을 조정하여 유연하고 전략적인 포트폴리오 구성이 가능해짐

- 본래 자본금과 개별 펀드별로 각각 부과하고 있는 창업기업 및 벤처기업에 대한 투자 의무를 운용 중인 총자산(자본금+운용 중인 모든 벤처투자조합의 출자금 합) 기준으로 부과하도록 변경(법 §38)

〈그림 2〉 중소기업 창업투자회사 투자 의무 비율 기준 조정



\*자료: 중소벤처기업부 보도자료

■ (비율산정 방법) 등록 후 3년이 지난날까지 운용중인 총자산(자본금과 운용 중인 모든 벤처투자조합의 출자금액의 합)의 40% 이상을 창업자·벤처기업 등\*에 투자

- \* 1) 창업자, 2) 기술혁신형·경영혁신형 중소기업, 3) 벤처기업, 4) 프로젝트(중소기업이 개발하거나 제작하며 다른 사업과 회계의 독립성을 유지하는 방식으로 운영되는 사업)

■ (비율산정 금액) 창업자·벤처기업 등\*에 사용한 투자금액으로서 다음의 방법으로 투자한 금액

- 증권시장에 상장하기 전에 투자한 금액으로 한정

### 중소기업창업투자회사 의무투자 방법

- ① 신규로 발행되는 주식 또는 지분의 인수(증권시장에 상장하기 위하여 신규로 발행되는 주식의 인수는 제외)
- ② 신규로 발행되는 무담보전환사채, 무담보신주인수권부사채, 무담보교환사채(증권시장에 상장된 주식과 교환하는 경우는 제외)의 인수
- ③ 조건부지분인수계약의 체결

자료 : 「벤처투자법」 제38조

- 개인 또는 개인투자조합이 3년 이상 보유한 창업자의 주식을 인수한 경우에 투자비용에 포함
  - 개인 또는 개인투자조합이 인수할 당시 신규발행 한 주식에 한함
  - 증권시장에 상장하기 전에 투자한 금액으로 한정

#### ■ 벤처투자조합의 해외투자에 관한 규제도 완화됨

- 중소기업창업투자조합의 경우 의무투자를 준수한 이후에도 출자금의 40% 이내에서만 해외투자가 가능하였음
- 벤처투자조합은 의무투자 준수 이후 해외투자에 관해 제한 없음

#### ■ 개인투자조합의 투자 의무 비율제도 일부를 완화하였음(법 §13)

- 개인투자조합은 「벤처기업법」상의 관련 사항을 「벤처투자법」으로 이관하면서 등록요건 등의 제도는 그대로 유지하였으나 투자 의무와 관련하여 기존의 투자 비율을 일부 완화
- 본래 개인투자조합은 모든 자금을 비상장 창업자 및 벤처기업에 투자해야 했음
  - 개인투자조합의 GP가 창업기획자(액셀러레이터)인 경우 초기창업자에만 투자
- 「벤처투자법」 시행 이후에는 등록 후 3년 이내 비상장 창업자 및 벤처기업(GP가 창업기획자인 조합은 초기창업자)에 50% 이상 의무 투자를 달성하면 그 외의 자금은 자유롭게 투자할 수 있음
  - 단, 상장법인에 대한 투자는 10% 이내여야 함

#### 4) 행위제한의 완화로 후속투자 및 조합 간 상호출자 가능

■ 「벤처투자법」 시행 이전에는 창업투자조합과 특수관계에 놓인 기업에 대한 투자가 제한되었음

- 지분율 30% 이상을 보유하거나 경영상 영향력 행사가 가능한 경우 특수관계인 지위에 포함되며, 벤처캐피탈이 초기단계부터 투자해온 기업의 경우 특수관계인에 포섭될 가능성이 높음

■ 벤처캐피탈의 후속투자 걸림돌을 제거하기 위해 「벤처투자법」 제52조는 벤처투자조합 거래행위 제한 대상에서 창업투자조합의 특수관계인을 배제하였으며, 대신 GP의 계열회사를 거래 제한 대상으로 규정함

- 거래 제한 대상이 되는 GP 계열회사의 예외로서 ① GP가 운영하는 조합이 투자한 기업, ② 투자목적회사 및 그 회사가 투자한 기업을 명시하여 특수관계인 거래 제한으로 인한 후속투자 제한의 여지를 없앴

■ 이와 더불어 본래 존재하던 창업투자조합의 「금융실명법」에 따른 금융회사에 대한 투자 제한이 완화되어 벤처투자조합 간 상호 출자가 가능해짐

- 「벤처투자법」 제52조는 「금융실명법」에 따른 금융회사의 예외로 ① 정보통신기술을 활용한 금융서비스업(인터넷전문은행업, 전자금융업, 온라인소액투자중개업, 소액해외송금업)을 주된 업종으로 하는 회사, ② 벤처투자조합을 제시
- 위 예외 조항에 따라 여타 벤처투자조합 및 정보통신기술을 활용한 인터넷은행 등 금융서비스 기업에 대한 벤처투자조합의 지분 취득 및 소유 행위가 가능해짐

#### 5) 중소기업창업투자회사의 기업인수목적회사(SPAC)<sup>1)</sup> 투자 명문화

■ 「벤처투자법」 제39조는 중소기업창업투자회사의 지분취득 및 소유를 제한하는 대상을 열거하고 있는데, 이에 대한 예외로서 기업인수목적회사 (SPAC) 등\*을 추가하였음

1) SPAC(Special Purpose Acquisition Company)은 주식의 공모를 통해 조달한 자금을 바탕으로 다른 기업을 인수합병(M&A)하는 것을 목적으로 하는 명목회사(Paper Company)를 말함(한국상장사협의회, 2009)

\* 1) 창업기획자, 2) 사모펀드 전담운용사, 3) 기업인수목적회사 및 그 기업인수목적회사와 합병한 후에 존속하는 법인(다만, 그 존속법인은 합병등기일로부터 1년 이내에 해당 창투자 계열회사에서 제외), 4) 문화산업전문회사, 5) 해외투자를 주목적으로 설립한 해외법인

■ 이는 중소기업창업투자회사의 기업인수목적회사(SPAC) 투자를 명문화한 것으로, 벤처캐피탈의 계열회사로 기업인수목적회사(SPAC)를 보유할 수 있게 됨

■ 이와 더불어 벤처투자조합의 기업인수목적회사(SPAC) 투자에 대한 내용을 명문화하여 벤처캐피탈의 고유계정은 물론 벤처투자조합으로도 기업인수목적회사(SPAC) 투자가 가능해짐

• 벤처투자조합의 상장법인에 대한 투자는 출자금액의 20%를 초과할 수 없도록 제한하고 있는데, 기업인수목적회사(SPAC) 주식 취득의 경우 상장된 법인에 대한 투자로 간주하지 않아 벤처투자조합의 기업인수목적회사(SPAC) 투자를 명문화하였음(법 §51)

## 6) 투자목적회사(SPC) 지분매입 허용

■ 「벤처투자법 시행령」 제35조 5항 2호에서 중소기업 창업투자회사의 투자비율 산정 시 중소벤처기업부장관이 정하여 고시하는 투자목적회사의 투자의무인정금액을 포함하여 산정할 것으로 명시함

■ 원칙적으로 벤처투자조합의 GP는 GP의 계열회사 지분매입을 제한하나, 동일 GP가 결성한 벤처투자조합이 출자한 투자목적회사의 지분매입은 허용

- 즉 벤처캐피탈의 투자목적회사(SPC) 지분매입 허용

## 7) 창업기획자(액셀러레이터)의 벤처투자조합 결성 허용

■ 「중소기업창업 지원법」상 창업기획자(액셀러레이터)는 개인투자조합만 결성할 수 있었으나, 「벤처투자법」은 개인투자조합뿐만 아니라 벤처투자조합도 결성할 수 있도록 허용(법 §24)

### 3. 제도 변화에 따른 전망 및 시사점

#### 1) 초기 스타트업에 대한 민간 투자 확대

- 현재 Seed단계부터 시리즈 A의 초기 단계의 자금조달은 모태펀드를 필두로 한 정부의 마중물이 큰 역할을 하고 있음
  - 2019년 기준 초·중·후기별 모태자펀드의 투자비율은 초기기업이 44.3%로 가장 많았으며, 이하 중기업 34.1%, 후기업 21.6% 순(업체 수 기준)
- 스타트업의 기업가치는 장부가치 기반의 전통적 방식으로 산정하기 어려우며, 초기일수록 더욱 까다로워 민간 투자 유치를 위한 다양한 유인구조에 대한 고민이 필요
- 이에 창업기획자(엑셀러레이터)의 벤처투자조합 결성 허용과 조건부지분 인수계약(SAFE)의 도입은 함께 시너지를 발휘하여 초기 투자에 대한 민간의 유인을 높일 것으로 예상
- 실제로 「벤처투자법」 시행 이후 창업기획자(엑셀러레이터)의 벤처투자조합 결성이 이루어졌으며, 기존 벤처캐피탈의 초기 스타트업 투자 전문화를 위한 창업기획자(엑셀러레이터) 라이선스 취득 사례 등장
  - '20년 9월, 창업기획자(엑셀러레이터)인 '포항공과대학교기술지주'가 51억 원 규모로 벤처투자조합을 첫 번째로 결성
  - '20년 9월, 유한책임회사(LLC)형 벤처캐피탈인 이노폴리스 파트너스는 엑셀러레이터(창업기획자) 라이선스를 획득하여 극초기 기업 육성의 전문화 추구
- 창업기획자(엑셀러레이터)의 벤처투자조합을 활용한 투자와 벤처캐피탈의 조건부지분인수계약(SAFE) 투자 방식이 업계에 정착할 경우, 민간 자금 중심 초기 창업 생태계로의 전환이 가속화될 것으로 전망

## 2) 대형투자 확대로 토종자본 주도의 유니콘 등장

■ 벤처캐피탈 업계는 스타트업이 기업가치 1조원 이상의 유니콘 기업으로 성장하기까지 수백억대 수준 이상의 과감한 대형투자가 5~10회에 걸쳐 지속적으로 이루어져야 한다고 지적

- 벤처캐피탈은 투자조합 결성금액의 전부를 단일 기업에 투자하는 것이 아니라 통상 과감하게 투자하는 경우에도 10% 정도의 비율을 넘지 않기 때문에, 단일 조합의 결성금액이 적어도 1000억 원 이상이 되어야 100억 원 이상을 한 기업에 투자 가능
- 국내 벤처캐피탈의 일반적인 펀드 규모로는 단일 기업에 대한 수백억대의 대형투자가 어렵기 때문에, 기존 유니콘 기업의 대부분은 해외 벤처캐피탈의 지속적 대형투자를 바탕으로 기업 가치를 높여 옴
  - 2019년 기준 중소기업창업투자조합과 한국벤처투자조합(KVF)의 평균 결성금액은 241억 원 수준

■ 「벤처투자법」은 유니콘 기업 탄생에 필수적인 대형투자과 지속적 후속투자를 위한 단초를 마련

- 벤처투자조합 간 출자를 명문화 하여 대형투자를 위한 민간 모펀드 조성 및 여러 벤처투자조합의 컨소시엄이 가능해짐
- 투자목적회사(SPC)의 지분매입 허용 및 향후 SPC 활용을 위한 법안 개정이 예상됨에 따라 대형투자가 용이해질 것으로 보임
- 또한 벤처투자조합의 특수관계인 거래 행위제한 규제를 개선하여 후속투자의 걸림돌을 제거함

■ 가능성 있는 스타트업들의 전반적 가치 상승과 자금 공급자 간 경쟁 심화 양상은 국내 벤처캐피탈로 하여금 이러한 제도적 변화를 충분히 활용하여 위험을 감수하도록 유인할 것으로 전망

- 미국의 1조원 이상 초대형 펀드 결성 및 대형투자 양상도 소프트뱅크의 비전펀드를 시작으로 공급자간 경쟁이 심화되면서 발생

### 3) PE를 비롯한 시장참가자의 다양화와 벤처캐피탈의 경쟁력 강화 기대

- 규제완화에 따라 벤처투자조합의 운신의 폭이 넓어져, SPC를 활용한 유연하고 다양한 펀드 운용에 익숙한 PE 등이 벤처투자시장에 진입하게 될 가능성 존재
  - 새로운 투자방식에 대한 경험이 일종의 진입장벽이 되어 PE 또는 PE를 병행하던 벤처캐피탈에게 유리하게 작용
- 벤처투자조합의 경우 모태펀드의 출자 없이도 결성이 가능해졌고 증권사 등의 공동 GP가 가능해지면서, 민간의 경쟁력 있는 다양한 주체들이 벤처투자 시장에 진입할 것으로 예상
  - 증권사와 자산운용사도 기존 벤처캐피탈과 공동으로 벤처투자조합을 설립하고 운용하는 것이 가능해짐
  - '20년 7월 금융위원회는 「금융투자업규정」을 일부 개정하여 증권사의 벤처대출 활성화를 위해 규제를 완화하였고, 창업기획자(액셀러레이터) 겸영을 허용함
  - '20년 3월 「자본시장법」 개정을 통해 자산운용사, 증권사, 벤처캐피탈의 기업성장집합투자기구(BDC)<sup>2)</sup> 운용을 허용
- 이는 뚜렷하게 이원화되어 있던 벤처투자시장과 이외 자본시장의 경계 희석을 유도하고 벤처자금 공급자간 경쟁을 심화시켜 장기적으로 벤처캐피탈의 경쟁력 강화로 이어질 것으로 전망
  - 벤처투자시장과 이외 자본시장 간 인력 교류가 활발해질 것으로 보이며, 이에 따라 벤처투자 생태계의 질적 향상 기대
- 이와 더불어 의무투자 비율의 합리적 조정은 벤처캐피탈의 전략적 포트폴리오 추구를 가능하게 해주어 벤처캐피탈의 역량 제고에 기여할 것으로 보임

2) 투자자로부터 자금을 모집하고 거래소에 상장하여 비상장기업을 중심으로 투자하는 집합투자기구

#### 4) 벤처투자시장 참여자로 개인투자자 역할 강화

- 개인투자조합의 의무투자 규제 완화와 중소기업창업투자회사의 의무투자 비율 산정에 개인투자조합의 지분을 포함시킨 방안은, 이미 성장세인 개인투자조합의 결성을 더욱 촉진할 것으로 예상
  - 개인투자조합의 신규 결성은 '17년 174개, '18년 302개, '19년 336개로 지속적으로 성장해 옴
- 이와 더불어 전문개인투자자를 등록제로 전환하고 요건을 재정비한 부분도 벤처투자시장의 새로운 주체로서 개인투자자의 역할을 강화하려는 움직임
- 개인투자조합을 통해 전문적인 개인의 역량에 따라 벤처캐피탈과 동등한 수준의 역할 강화를 예상
- 「벤처투자법」에 명시된 공모벤처투자조합과 더불어 대중이 벤처투자에 참여할 수 있도록 하는 기업성장 집합투자기구(BDC) 도입이 예고됨에 따라 자산이 있는 개인의 벤처투자시장 진입이 더욱 활발해질 것으로 예상

#### 5) 중소기업창업투자회사의 확장

- 그동안 자금력과 역량이 있는 벤처캐피탈은 상대적으로 규제사항이 덜한 신기술사업투자조합을 결성 가능한 신기술사업금융회사 라이선스를 선호하였음
- 「벤처투자법」의 시행으로 규제사항이 완화되고 투자목적회사(SPC) 지분매입을 허용하는 등 운용의 자율성이 강화됨에 따라 중소기업창업투자회사 형태의 벤처캐피탈 확장이 예상됨

## 4. 유니콘을 탄생시키는 벤처투자제도 발전방향

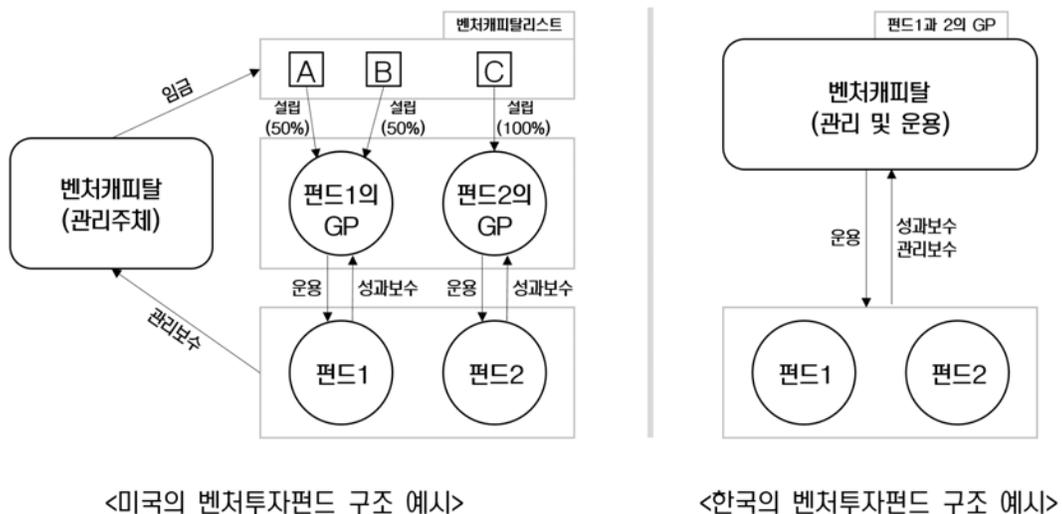
### 1) 벤처투자제도 단순화 및 규제완화의 지속적 추구

- 벤처투자법의 제정으로서 벤처투자 제도의 단순화 및 불필요한 규제 완화를 이룬 것은 긍정적 변화
- 여전히 금융위원회 소관의 벤처투자펀드인 창업·벤처 PEF와 신기술사업투자조합 제도 사이에는 차이니즈 월(Chinese wall) 존재
  - 금융위원회는 '19년 5월 중소기업창업투자회사의 창업·벤처 PEF 설립을 허용하는 자본시장법 개정안을 국회에 제출하였으나 국회 임기 만료로 폐기됨
  - 신기술사업투자조합의 경우 신기술사업금융회사만 결성이 가능
  - 이러한 복잡성으로 인해 중소기업창업투자회사가 신기술사업투자조합을 결성했다가 뒤늦게 한국벤처투자조합(KVF)으로 재결성하는 사례도 있었음
    - 중소기업창업투자회사인 카카오벤처스는 신한캐피탈과 공동으로 신기술사업 투자조합을 결성하였지만 현행법상 운용이 불가능한 것을 인지한 후 한국벤처투자조합 (KVF)으로 재결성
- 단기적으로는 비상장 벤처기업에 대한 투자를 목적으로 하는 펀드는 모든 벤처캐피탈이 라이선스에 관계없이 결성 가능하도록 규제 완화 필요
  - 중소기업창업투자회사의 창업·벤처 PEF 및 신기술사업투자조합 설립의 허용
- 장기적으로는 중소기업창업투자조합과 한국벤처투자조합이 하나의 법 안에 통합된 것처럼, 복잡다기한 벤처투자펀드를 단일 법률 아래 통합해야 함
  - 벤처투자 목적의 모든 펀드는 통합하여 소관 법률의 일원화를 추구하고, 정부의 모태펀드가 출자하지 않은 조합에 대해서는 각종 제한을 폐지 또는 완화하여 시장논리에 따른 자유로운 투자활동을 보장해야함
- 벤처투자제도 수요자 관점에서의 제도 단순화 및 규제완화의 지속적 추구 필요

## 2) 대형투자를 위한 자율성 강화 및 유인 제공

- 유니콘 탄생에는 대형 금융조달이 필수적이며, 이를 위해 벤처캐피탈 펀드 구조 설계의 자율성 강화, 은행권 협업을 통한 투융자 복합금융 및 투자 목적회사(SPC) 활성화 등에 대한 제도적 지원 필요
- 한국의 유니콘 기업에 대해 해외 벤처캐피탈이 과감한 대형투자를 단행한 것은 알리바바, 페이스북 등 초대형 유니콘 기업에 대한 투자 및 성공적 회수경험을 바탕으로 함
- 토종 자본을 바탕으로 한 유니콘 기업 탄생을 위해선 한국 벤처캐피탈이 위험이 큰 대형투자를 실행하고 성공적으로 회수하는 경험을 축적할 수 있도록 지원해야 함
- 펀드 구조의 유연한 설계는 이러한 대형투자를 용이하게 만드는 요인 중 하나이므로, 제도 개선을 통해 벤처캐피탈의 자유로운 펀드 구조 설계를 허용할 필요성이 있음
- 예컨대 미국 벤처투자 펀드는 운용과 관리의 주체를 분리한다거나 펀드마다 GP를 조직하는 형태와 같이 벤처캐피탈리스트의 인센티브 구조를 명확히 하고, 운영 상 효용을 극대화하는 방향으로 발전해 옴

〈그림 3〉 한국과 미국의 벤처투자펀드 구조(예시)



\* 자료: 저자작성

- 미국과 같은 펀드 구조는 펀드의 실적에 따라 직접적으로 운용인력인 벤처캐피탈리스트의 인센티브가 결정됨
    - 개별 벤처캐피탈리스트의 업적과 역량이 보다 명확하게 드러나는 구조
  - 이와 더불어 투자목적회사(SPC)의 차입을 동반한 대형투자를 허용할 경우 미국과 같이 펀드마다 GP를 조직하는 형태가 보다 적합할 수 있음
    - GP는 대출채무에 대하여 무한책임을 부담하는데, 펀드마다 GP를 조직할 경우 한 펀드의 부실이 다른 펀드로 전이되지 않음
    - 특정 펀드에 대해 손해배상책임 등 우발채무 발생 시 벤처캐피탈(社)에 위험이 전이되는 것을 방지
  - 펀드 구조의 결정에 관해 벤처캐피탈에 완전한 자율성을 부여하여 보다 큰 효용의 기회를 쫓도록 유인하고 대형투자를 감당할 수 있는 벤처캐피탈로의 역량 강화를 도모해야 함
- 벤처캐피탈과 시중은행, 증권사 등 벤처대출(Venture Debt)을 취급하는 금융기관과의 협업에 대한 유인책을 마련하여, 투융자 복합 금융을 통한 예비유니콘의 대형 자금조달이 가능하도록 지원
- 어느 정도 스케일업을 이룬 스타트업 입장에서 대형 자금이 온전히 지분투자 형식으로 조달될 경우 지분희석에 대한 우려가 있어 대출과 혼합된 자금조달을 선호할 수 있음
  - 다만 은행 및 증권사의 벤처대출(Venture Debt)은 벤처캐피탈과의 협업 구조를 필요로 하는데, 현재 대출 취급기관과 벤처캐피탈의 네트워크는 전무한 실정이므로 제도적으로 유인을 제공할 필요가 있음
    - 벤처캐피탈, 증권사, 은행 등을 모두 소유하고 있는 금융지주회사 중심으로 시작하는 것이 네트워크 측면에서 용이
  - 모태펀드에 벤처대출(Venture Debt) 계정을 설정하여 매칭 펀드 공급, 시중은행의 벤처대출(Venture Debt)에 대한 정책보증기관의 보증 공급, 대출채권에 대한 유동화 기관 마련 등의 제도적 지원 고려 필요

■ 향후 미국과 같은 수준의 대형투자가 가능하려면 다중 SPC 구조를 활용한 금융조달이 필요할 수 있음

- PEF의 대형 인수금융의 경우 위험을 분산하기 위해 다중 SPC 구조를 취하기도 함(PEF→SPC1→SPC2→피투자기업)
- 장기적으로 벤처캐피탈이 투자목적회사(SPC)를 통한 투자를 익숙하게 활용하는 시점이 오면 다중 SPC 구조의 허용을 고려해볼 수 있음<sup>3)</sup>

### 3) 국내 벤처투자시장의 글로벌 스탠다드 정립

■ 토종 자본 주도의 유니콘 탄생은 독려해야하지만, 스타트업의 모든 성장단계에서 오로지 토종 자본만으로는 유니콘 탄생은 지양해야할 부분

■ 해외 벤처캐피탈과의 긴밀한 연결을 통해 국내 벤처캐피탈은 세계 수준으로 역량을 강화하고 투자자본 회수의 기회를 보다 넓힐 수 있음

- 회수의 장이 넓을 때 투자의 대형화도 가능

■ 이를 위해 선진 벤처생태계와의 교류를 강화하고 탐티어 벤처캐피탈과의 네트워킹 자산을 축적하기 위한 제도적 지원 필요

- 국내와 해외 벤처캐피탈 간 공동 GP를 지원하여 미국, 중국 등 선진 벤처생태계에서의 투자활동 및 교류 강화
- 모태펀드의 해외 출자에 대한 제한 완화 필요

- '13년부터 모태펀드 운용기관인 한국벤처투자(KVIC)에서 해외 벤처캐피탈이 결성한 펀드에 출자하고 있으나, 한국투자에 대한 의무규제\*로 인해 소위 글로벌 탐티어 벤처캐피탈에 대한 접근이 제한적임

\* 한국벤처투자(KVIC) 출자액의 1~2배수 규모를 한국기업에 투자해야 함

- 반면 해외 타 정부 출자자들은 GP에 친화적인 출자조건으로 탐티어 벤처캐피탈이 결성하는 펀드에 대한 출자 실적을 보유하며 네트워킹 축적을 도모

\* 글로벌 탐티어 벤처캐피탈의 경우 LP가 오히려 출자를 위해 경쟁하는 구조를 지니며, 거래관계를 위해 네트워킹 자산이 매우 중요

3) 국내 PEF의 경우 다중 SPC 구조를 적극 활용하는 해외 PEF와의 경쟁력 강화를 위해 '15년 10월 자본시장법 개정하여 다중 SPC 구조를 허용

- 프랑스 및 이스라엘은 최근 5년간 자국 스타트업에 대한 미국 벤처캐피탈의 투자가 급증하였는데, 이는 미국 벤처투자펀드에 대한 출자, 공동투자 및 해외투자자 친화적 환경 조성 등의 배경에서 기인
- 제도의 일원화 및 단순화와 펀드 구조 설계의 자율성 강화를 위한 법제 개선은 글로벌 스탠다드 정립의 측면에서도 중요함
- 다방면으로 벤처투자 생태계의 글로벌화를 추구하여 스타트업 생태계 전반의 질적 향상을 도모해야 함

## 5) 유니콘을 감당하는 회수시장 조성

- 「벤처투자법」의 내용이 상대적으로 초기스타트업 투자에 대한 유인을 많이 제공하고 있어, 향후 개정안에서는 M&A 전용펀드나 세컨더리 펀드를 운용해 후기 투자에 집중하는 벤처캐피탈에 대한 유인 제공 필요
  - 벤처투자조합의 투자의무비율이 벤처캐피탈의 총 운용자산 기준으로 변경되면서 조합별로 20%를 창업자·벤처기업 등\*에 투자해야 하는 조항이 생김(법 §51)
    - \* 1) 창업자, 2) 기술혁신형·경영혁신형 중소기업, 3) 벤처기업, 4) 프로젝트의 신주 또는 구주의 경우 개인/개인투자조합이 3년 이상 보유한 창업자의 주식인 경우 의무투자로 인정
  - 과거 총 운용자산이 아닌 펀드별로 투자의무비율을 설정할 당시, M&A 전용펀드나 세컨더리 펀드는 투자의무비율 규제에서 배제되었음
  - 향후 M&A 전용펀드나 세컨더리 펀드에 대해서는 투자의무에 구주의 매입을 인정한다거나 투자의무비율의 적용을 배제하는 방식으로의 개정 필요
- 벤처캐피탈 업계에서 M&A 전용펀드나 세컨더리 펀드를 운용하면서 후기 투자에 전문성을 지니는 경우는 흔하지 않음
- M&A 전용펀드나 세컨더리 펀드의 운용에 대한 인센티브를 부여하여 후기투자 전문의 벤처캐피탈을 육성해야함

- 세컨더리 전용 모펀드의 조성, 만기가 도래한 벤처투자펀드의 인수를 위한 모펀드 조성 등을 고려
  - 최근 만기가 도래한 벤처투자펀드 인수의 첫 사례로, 캡스톤파트너스의 360억원 규모 '캡스톤3호 벤처투자조합'의 잔여 포트폴리오 전부를 한국성장금융의 새로운 LP들에게 일괄 매각함
  - 기존 펀드의 만기가 도래하였지만 유니콘으로의 성장가능성이 큰 투자기업을 포트폴리오에 다수 보유한 이유로 LP만 교체하여 재출범함
  - 기존 LP의 투자금 회수를 돕는 동시에, 창업초기형 펀드에서 시작해 예비 유니콘급 기업 포트폴리오를 지닌 스케일업펀드로 이어졌다는 점에서 의미가 큼
- 한편 M&A를 통한 회수에서 기업형 벤처캐피탈(CVC)과 같은 전략적 투자자(strategic investor)의 역할이 매우 중요함
  - CVC와 같은 전략적 투자자는 통상적으로 모기업의 비유기적 성장 관점에서 피투자기업을 선택하므로, M&A로 이어지는 경우가 많음
  - 일반지주회사의 CVC 소유를 허용하되 투자활동과 소유구조에 관한 규제사항을 엄격히 두고 감시체제를 두는 방안 고려

## 6) 벤처투자시장에 대한 대중의 참여 강화

- 벤처투자시장에서 개인투자자의 역할은 지속적으로 강화할 필요성이 있음
- 스마트대한민국펀드, 크라우드펀드 등 현재 대중이 접근할 수 있는 다양한 Vehicle의 성과와 문제점을 지속적으로 모니터링하며 제도적 개선을 추구
- 공모벤처투자조합 및 기업성장목적투자기구(BDC)의 경우 선제적으로 발생 가능한 투자자 피해에 대해 면밀히 조사하고 견고한 투자자 보호 장치 마련 필요
  - 투자자 보호 장치를 통해 자산이 있는 개인이 벤처투자시장에 용이하게 진입할 수 있도록 하고, 도덕적 해이를 사전에 예방
- 개인투자조합, 전문개인투자자 제도에 역량이 있는 개인이 활발하게 참여할 수 있도록 벤처캐피탈에 개인투자자와의 협업 구조에 대한 유인을 제공

## 참고자료

### 〈법률 참고〉

벤처투자 촉진에 관한 법률

벤처투자 촉진에 관한 법률 시행령

벤처투자 촉진에 관한 법률 시행규칙

### 〈보고서 등 참고자료〉

박재성, 나수미(2019) 「국내의 VC·PE 제도 비교 및 벤처투자 활성화 방안」, 중소기업연구원 정책연구 19-11.

벤처캐피탈 포럼(2020) 자료, 팩스넷뉴스.

한국벤처캐피탈협회(2020), VC Discovery, 2월호.

한국상장회사협의회(2009), 월간 상장, 12월호.

### 〈정부 보도자료〉

2015.10. 사모펀드 활성화를 위한 「자본시장법」 및 하위법령 개정안 일괄 시행에 따른 주요 변경 사항 안내, 금융위원회.

2020.03. 혁신기업의 자금조달체계 개선을 위한 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 개정안 입법예고, 금융위원회.

2020.07. 2020년 업무계획 ‘혁신금융’ 분야 상세 설명자료, 금융위원회.

2020.08. 벤처투자법 설명자료, 중소벤처기업부.

### 〈기사자료〉

“직방·왓차 발굴 '캡스톤3호 벤처펀드'...만기 되자 출자자 바뀌 국내 첫 재출범”, 한국경제, 2020.09.02.,

<https://www.hankyung.com/finance/article/2020090264901>

“창업기획자가 만든 1호 벤처투자조합 탄생”, 대한민국 정책브리핑, 2020.09.07.,  
<http://www.korea.kr/news/policyNewsView.do?newsId=148877134>

“이노폴리스, '액셀러레이터 등록' 벤처투자 확장”, 더벨, 2020.09.11.,  
<http://www.thebell.co.kr/free/content/ArticleView.asp?key=202009091520521000105281>

## KOSBI 중소기업 포커스

---

발행인 : 이병헌

편집인 : 이동주

발행처 : 중소기업연구원

서울시 동작구 신대방1가길 77 (신대방동 686-70) (07074)

전화: 02-707-9800, 팩스: 02-707-9894

홈페이지: <http://www.kosbi.re.kr>

인쇄처 : 사단법인 나눔복지연합회

- 
- 본지에 게재된 내용은 필자 개인(연구진)의 견해이며, 중소기업연구원의 공식 견해와 일치하지 않을 수도 있습니다.
  - 본지의 내용은 상업적으로 사용할 수 없으며, 내용을 인용할 때는 반드시 출처를 밝혀주시기 바랍니다.