

우리나라 VC와 미국 VC 비교 및 시사점

한국벤처캐피탈협회 조사분석팀장
나경한(khna@kvca.or.kr)

2000~2001년 IT 붐 이후 벤처기업에 대한 투자가 지속적으로 축소되고 코스닥 시장도 위축되었다고 우려하고 있지만 이러한 현상은 국내뿐만 아니라 벤처의 본고장이라 할 수 있는 미국에서도 볼 수 있는 상황이다. 다시 말해서 일부 언론에서 보도되는 내용처럼 국내에서 벤처기업의 부진이 벤처캐피탈이나 벤처기업의 도덕성 해이에서 기인된 잘못이 아닌 전세계적인 경제현상이라는 의미이다. 그러나 '00~'01년 벤처거품을 경험한 미국은 투자와 회수에 있어서 과거와는 다른 패러다임으로 경제의 활성화를 도모하고 있기에 우리도 장기적이고 지속적인 국가 성장을 위한 새로운 경제패러다임의 구축이 필요한 시점이 아닐까 하는 생각이다.

1. 들어가며

미국의 경우 2000~2001년 벤처 버블기에 비해서 투자건수는 비슷하게 유지되고 있지만 전체 투자규모와 개별기업당 투자규모는 축소되었으며 버블기 이전인 '96~'98년 상황과 비슷한 상황이다. 이에 비해 우리나라의 경우는 '00~'01년에 비해서 투자건수와 전체투자규모는 축소되었지만 개별 기업당 투자규모는 점차 확대되고 있는 상황이다.

이는 펀드의 결성기간을 10년 정도로 운영하면서 초기기업(설립 후 3년 이내 기업)에 대한 투자를 하는 미국의 벤처펀드와 5년의 결성기간을 가지고 중기(설립 후 3년~7년 기업)에 중점적으로 투자하는 우리의 차이점이라고도 할 수 있다.

또한, 미국에서조차 '98년 이후부터 형성된 과잉투자의 부담을 견디지 못하고 현재는 가족이나 지인들 이외의 Angel 투자는 사라진 상황

이며 개인의 대부분은 벤처펀드에 간접투자하는 형태로 정착중이다. 실제로 Angel 투자는 '70년대 초반의 경기침체에 사라졌다가 '70년대 중반 경기가 활성화 된 후 '70년대 후반에 이르러 돈을 많이 번 개인들에 의해서 주도되다가 '80년 중반의 경기침체에 다시 사라지고 '80년대 후반에서 '90년대 초반의 경기활성화 시기를 지나 '90년대 후반에 들어 다시 활동하는 경제의 사이클에 따라 활동하는 현상을 가진다. 이런 현상이라면 2000년대 후반에 이르면 Angel 투자가 활성화 될 것이라는 기대를 가질 수 있다.

또한, 미국에서 펀드 결성에 일조하던 보험사나 증권사, 기업 등의 투자비중이 축소되어 현재는 거의 투자를 하지 않는 상태이며 연금이나 대학발전기금 등의 벤처투자가 활발하게 진행 중이다. 이에 비해 우리나라는 아직까지 민간보다는 정부의 투자에 상당부분 의존해서 벤처투자가 이루어지고 있다.

과거에는 투자의 Issue가 Time-to-market(시장선점)이었지만, 현재는 미국의 구매력이 감소하면서 Survival이 주된 Issue로 부각되었다. 즉, VC의 심사기준에서 최근에는 중국이나 인도에 Outsourcing¹⁾을 얼마만큼 어떠한 방식으로 할 것인가가 주된 심사항목으로 자리 잡고 있다.

2. 미국에서의 벤처캐피탈

미국에서 벤처캐피탈은 일반 VC와 SBIC의 구분만이 있으며 일반 VC의 경우 투자행위에 대한 규제는 없다.

그러나, SBIC의 경우 미국의 중소기업청에 해당하는 SBA에 Licence 개념으로 등록하고 각종 자금 지원혜택을 받고 있다. 이럴 경우 해외투자가 금지되거나 각종 규제가 많아 자금조달 및 투자능력에 대한 Career가 있는 벤처캐피탈리스트의 경우 투자행위에 대한 규제가 없는 일반 VC를 설립하는 경우가 대부분이다. 이는 SBIC를 설립하는 경우 민간자금(특히 연

1) 최근에는 미국 내에서의 인건비 부담으로 상품의 경쟁력이 악화되어 “핵심인재 및 기술을 제외하고 생산기지를 중국 및 인도로 어떻게 이전할 것인가?”가 주된 이슈이다.

기금이나 대학 발전기금)을 유치하기가 힘들기 때문이다. 즉, SBIC는 세계상의 혜택보다는 자금지원상의 혜택, 정부자금인 SBA로부터 자금 수혜를 받기위한 목적으로 설립하는 경우가 대부분이라 할 수 있다.

기본적으로 미국은 자본과 계약에 의해 운영되는 나라이다. 벤처펀드는 철저히 GP(General Partner)와 LP(Limited Partner)들 간의 계약을 기준으로 운영한다.

GP는 LP를 설득하기 위하여 펀드에 자문변호사를 선정하고 펀드와 관련한 모든 업무를 위임하며 펀드와 관련한 모든 규약을 제안서(PPM)를 만들어 GP로 하여금 LP에게 제출할 수 있도록 한다. GP는 LP의 자금을 모아서 투자를 대신하고 이에 대한 관리 및 성공보수를 받는다는 개념으로 펀드를 운영하고 LP는 투자가 실패하더라도 자신의 투자분만큼만 책임진다는 개념으로 벤처펀드에 투자를 한다. 이러한 원칙에 따라 해당 펀드에서 투자한 기업이 IPO가 된다 하더라도 벤처캐피탈리스트가 투자지분을 매각하여 현금화한 후 LP에게 배분하는 것이 아니라 직접 현물로 LP에게 배분하여 LP가 직접 매도하여 현금화한다.

미국에서 벤처캐피탈의 위상은 우리가 생각하는 것 이상으로 높다. 심지어 은행대출심사에서도 해당 기업에 어떤 VC가 투자했는가 여부가 무담보대출의 기준으로 활용된다. 이는 벤처캐피탈의 투자가 이루어진 이후 해당 기업에 필요한 자금을 벤처캐피탈이 모두 충당할 수 있기 때문이며, 다른 한편으로는 벤처캐피탈이 경영권을 지배하기 때문이다. 즉, 투자 후 경영권을 지배하며 기업에 필요한 자금을 벤처캐피탈이 여러 차례에 걸쳐 회사에 투입하고 은행대출도 벤처캐피탈에서 결정을 하기 때문에 은행에서는 오히려 벤처캐피탈에게 대출관련 청탁을 한다. 이는 우리와는 달리 소규모 지방은행이 발달한 미국에서 은행간의 수익률 경쟁으로 인하여 은행마다 양질의 벤처기업에게 대출하려고 하기 때문이라고 생각된다. 또한 이러한 현상 때문에 은행 대출시 이자율을 낮추는 대신 소량의 신주인수권을 가지는 경우도 간혹 발생한다.

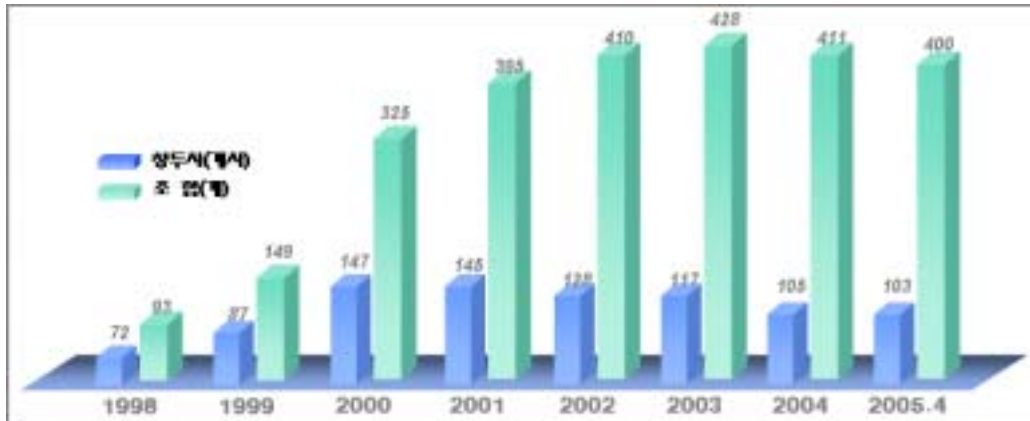
3. 우리나라에서의 벤처캐피탈

국내 벤처캐피탈은 회사를 기준으로 크게 창투사(중소기업창업투자회사)와 신기술사(신기술금융회사)로 나누어 볼 수 있는데 창투사의 경우 중소기업청에서 관리감독을 수행하고 신기술금융사의 경우 재정경제부에서 등록 및 관리감독을 수행하고 있다. 각 벤처캐피탈회사에서 운영하는 펀드의 형태는 창업투자조합(창투사만 결성 가능), 한국벤처투자조합, 신기술금융조합(신기술사만 결성 가능)이 있으며, 창업투자조합과 한국벤처투자조합의 경우 중소기업청에서, 신기술금융조합의 경우 재정경제부에서 각각 등록 및 관리감독을 수행한다.

창투사의 경우 2005년 4월말 현재 102개의 창투사와 400개의 창투조합이 운영되고 있으며, 총 규모는 약6조원에 달한다. 창투조합의 규모는 '98년 이후 꾸준히 증가하였으나 '03년 428개를 정점으로 다소 줄어들고 있다. 그러나 결성규모의 면에서 IT 붐과 함께 폭발적으로 투자조합이 결성된 2000년(2조 2,807억)을 제외하고 매년 5,000억 이상 조합이 결성되고 있으며 조합당 결성금액 또한 증가 추세이다.²⁾

2) 다만 2004년도 조합결성금액은 3,426억으로 통계상 매우 낮은 수치로 보이지만 이 시점부터 조합의 Capital Call 방식의 결성이 발생했기 때문이며 이전방식의 조합 결성 규모로 환산할 경우 5,000억을 상회한다고 볼 수 있음.

<그림 1> 창투사 및 조합수 추이



* 창투사 등록기준은 창업지원법상 자본금 70억 이상으로 규정

‘02년 이후 창투사의 감소는 창투사의 투자집행과정 및 투자유형에 있어서 상당한 변화를 초래하게 된다. 즉, 창투사는 자체 재원보다는 평균적으로 만기 5년인 투자조합을 통하여 투자재원을 마련하고, 투자조합을 통한 투자에 중점을 두게 되면서, 안정적인 Portfolio를 구성과 회수기간을 줄여야 하는 과제를 안고 있기 때문에 초기기업에 대한 투자보다는 일정규모를 갖춘 업체를 찾는 데 초점을 둔다.

그렇기 때문에 코스닥의 업종별 상장 추세라든지 시장규모, 동종업계 현황 등에 민감하게 반응할 수밖에 없으며, 투자를 유인하기 위해서는 기술성과 더불어 시장반응을 주시할 수밖에 없다.

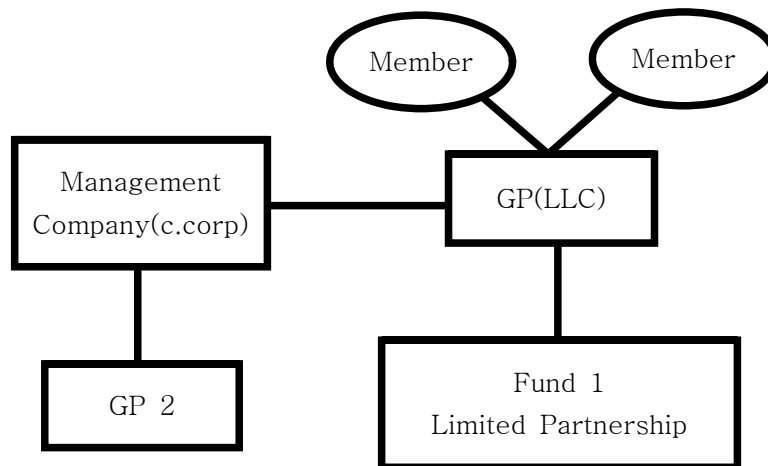
4. 미국 VC의 투자

서론에서도 밝혔듯이 미국은 기본적으로 자본과 계약으로 움직이는 나라이다. 다시 말해서 모든 경제관련 제도는 자본을 보호하기 위하여 만들어 졌으며 그것을 움직이는 것이 계약이다. GP는 계약서에 존재하는 항목에 대해서만 책임지며 LP는 자신의 자본이 들어간 펀드에 대하여 모니터링을 한다. 그것이 옅히고 옅혀서 현재의 실리콘벨리나 보스톤, 텍사스와 같은 거대한 벤처특구를 형성한다. 한 예로 실리콘벨리를

보면 수많은 벤처캐피탈과 투자자, 투자기업들이 하나의 네트워크로 움직이고 있으며 그 네트워크에 들어가기 위해서 수많은 시간 동안 명성을 쌓고 Career를 만들어 간다. 그러나 자세히 살펴보면 투자에 실패한 벤처캐피탈리스트나 사업에 실패한 벤처기업가들은 자기가 투여한 자본만큼만 책임지고 그 네트워크의 안에서 다시 기회를 보지만, 계약을 어겼거나 동료의식이 없는 벤처캐피탈리스트나 벤처기업가들은 그 네트워크에서 쫓겨나서 재기할 수 없다. 오히려 제도나 법으로 규제하는 것보다 더 무서운 형벌이 아닐 수 없다.

미국의 경우 조합의 규약 및 투자에 있어서 자문변호사의 책임하에 진행한다. 분쟁의 소지가 발생할 가능성이 있는 경우를 포함한 모든 GP의 행위에 대하여 변호사의 자문을 통하여 해결한다. 심지어 GP의 회사 앞에서 미끌어진 사람이 GP를 상대로 소송을 제기할 수 있는 상황을 고려하여 펀드의 운영형태를 결정한다.

<그림 2> 미국 벤처펀드의 일반적인 운영구조



GP의 Member로 개인(벤처캐피탈리스트)이 참여하는 경우가 대부분이며, GP는 Fund운영에 무한책임을 지기 때문에 법적인 책임문제가 발생할 경우를 대비하거나 경리업무 등의 책임을 주식회사인 Management Company에 넘기고 GP는 투자에만 전념할 수 있는 최적

의 구조로 운영한다. Management Company는 자산보관수탁개념이 아닌 GP의 일반사무 업무를 수행한다는 개념에서 우리나라의 뮤추얼펀드에서 제도화하고 있는 일반사무수탁과 개념이 비슷하다.

거의 모든 경우 펀드는 Capital-call방식³⁾으로 운영되며 모든 자산의 분배는 현물분배가 원칙이다. 또한, 기준수익률은 보통 Libo금리에 2%를 더하는 정도로 정하고 Catch-up 방식으로 운영한다. Catch-up 방식이란 기준수익률이 되기 전까지 수익은 모두 LP에게 배분한다는 의미이다. 이는 이익이 조금 났을 경우 LP에게만 배분하고, 기준수익률을 넘었을 경우 GP에게 우선적으로 준다는 의미이다.

투자계약시 여러 VC들이 경합하는 경우 제일 많이 투자하는 VC가 Lead-Investor가 되어 투자계약서를 하나만 작성하고 나머지 VC들이 해당 투자계약서 상에 추가하는 형태이다. Lead-VC는 투자 이후 특정 시점에서 새로운 CEO나 CTO를 영입하고 이 경우 창업자는 보통 CTO를 맡게 된다.

현재 미국에서도 GP가 운영하는 여러 펀드에서의 투자 문제가 심각하게 부각되고 있으며, 대부분의 경우 운영 조합계정의 1/n 투자도 조합규약 위반으로 간주된다.

GP는 투자계약서를 작성할 때 보통 「Qualified IPO」(IPO하기위한 조건)를 정하는데, 예를 들면 “시가총액이 1억불이 될 경우에 IPO를 고려한다.” 등으로 해당 요건을 구체화 한다. IPO가 안될 경우 Buy-back한다는 조항은 문제소지가 있기 때문에 계약서상에 넣는 경우가 없다.

5. 우리나라 VC의 투자

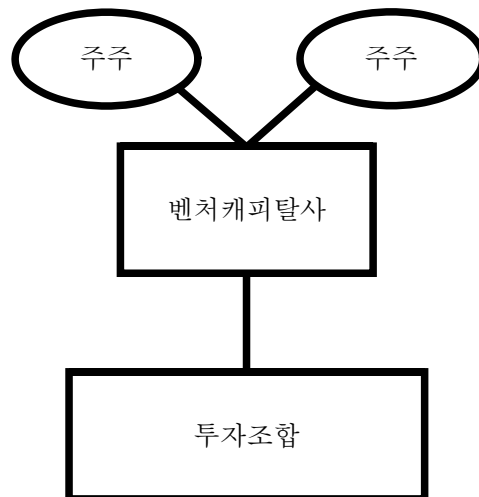
우리나라의 경우도 가장 중요한 것은 업무집행조합원(창투자 및 신기술사)와 조합원(창업투자조합 및 신기술금융조합, 한국벤처투자조합의

3) Capital Call 방식이란 LP가 출자하기로 약속한 금액을 GP가 요청하는 시점에서 펀드에 납입하는 방식을 말한다. 이와는 달리 펀드를 결성할 때 한꺼번에 약속된 금액을 납입하는 것을 일시납 방식이라 한다.

출자자)과의 계약이다. 그러나 계약보다 앞서 있는 것은 해당조합을 규제하는 제도⁴⁾이다. 우리나라에도 벤처캐피탈리스트나 벤처기업가간의 네트워크는 많이 형성되었지만 아직까지 그 고리는 많이 약하다 할 수 있다.

우리나라의 경우 조합의 규약 및 투자에 있어서 업무집행조합원의 책임 하에 진행한다. 업무집행조합원은 창투사(70억 이상)나 신기술사(200억 이상)가 주식회사로 규정되어 있기 때문에 업무집행조합원은 투자뿐 아니라 자금관리까지 모두 책임을 진다.

<그림 3> 우리나라 벤처펀드의 일반적인 운영구조



벤처캐피탈사는 투자팀과 관리팀을 분리하여 펀드를 운영하고 있으며 '03년 이후 투자조합의 자산보관수탁⁵⁾이 보편화되어 투자조합자산의 경우 은행에서 관리하여 조합관련 자금 사고를 줄이려는 노력을 하고 있

4) 창업투자조합의 경우 중소기업창업지원법, 신기술금융조합의 경우 여신전문금융업법, 한국 벤처투자의 경우 벤처기업육성에 관한 특별조치법의 규제를 받는다.

5) 자산보관수탁이란 보통 은행에서 투자조합의 모든 자산을 보관하면서 업무집행조합원인 벤처캐피탈사의 정당한 자금의 집행 지시가 있을 경우에만 자금집행을 한다. 경우에 따라 수탁관리계약서에 자금의 집행시 특정 조합원에게 보고하도록 하는 조항을 삽입하여 자금관련 보고를 하는 경우도 있다.

다. '02년 이전 결성된 조합의 경우 대부분 일시납 방식으로 이루어 졌으나 '03년 이후 결성되는 조합의 경우 Capital-call방식으로 결성되는 경우가 많이 발생하였다.

모든 자산의 분배는 현금분배가 원칙이다. 또한, 기준수익률은 보통 Libo금리에 2%를 더하는 정도로 정하고 Floor방식으로 운영한다. Floor 방식이란 기준수익률이 업무집행조합원과 일반조합원이 동일하게 분배에 참여하고 기준수익률이 넘어가는 경우 해당 수익을 기준수익률에 맞추어 성공보수를 지급하는 방식이다.

투자계약시 여러 벤처캐피탈사들이 경합하는 경우 각각 투자계약서를 작성하기 때문에 투자조건을 제일 유리하게 제시하는 벤처캐피탈사만이 투자할 확률이 높다. 기본적으로 우리나라에서는 경영지배목적 투자가 금지되어 있다.

현재 우리나라에서도 업무집행조합원이 운영하는 여러 조합계정의 투자 문제가 부각되고 있으나 이를 계약위반이나 법규위반으로 보는 경우는 없다.

투자기업과 투자계약서를 작성할 때 보통 계약위반사항 등을 정하여 Buy-back의 요건을 정하고 투자를 한다.

4. 회수의 진행

최근 미국에서 벤처캐피탈은 나스닥에 상장되는 기업의 건수가 적어지면서 주로 M&A를 통하여 투자금을 회수하는데, 이 경우 M&A는 나스닥의 기업이 장외기업을 사들이는 것으로 투자자의 경우 IPO에 상당하는 수익을 기대할 수 있다. 나스닥 상장기업의 경우 분기별 리포트를 주기적으로 보고하는데 분기별 리포트에서 회사의 성장성을 보여주지 못하는 경우 회사의 주가에 영향을 크게 받기 때문에, 위험도가 상대적으로 높은 R&D에 대한 투자보다는 기술을 가진 기업을 M&A하는데 더 큰 비중을 두기 때문이다. 이는 순이익보다는 매출액의 증가가 시가에 큰 영향을 미치기 때문이며 회사의 구조조정을 통한 순이익의 증가

보다는 M&A를 통한 매출액의 증가에 노력함. 우회등록이나 M&A와 관련하여 특별한 규제는 없으며 공시규정이 강하여 규정을 어길 경우 단기간내에 퇴출조치까지 당하는 경우가 있기 때문에 상당히 조심스럽게 진행한다.

최근 들어 우리나라에서도 코스닥에 상장되는 건수가 줄어들면서 M&A를 통한 코스닥 활성화 방안 등이 심도있게 논의되고 있어 벤처캐피탈 자금의 선순환이 기대된다.

미국의 경우 벤처캐피탈은 현물자산을 그대로 배분하여 LP 스스로 매각하게 하는데, IPO된 지분의 경우 일정기간까지 매각을 하지 말자는 약속(Lock-up)을 한다. 현물자산의 평가는 증권회사를 통하여 IPO가 될 경우를 감안한 가치평가를 진행하고 해당 자료를 LP에게 분기별로 보고를 한다. 이는 비상장 기업이 평가와 관련하여 증권회사의 역할이 강화되어 있기 때문이다.

우리나라의 경우 투자조합의 분배는 현금분배를 원칙으로 하고 있으며, Lock-up과 관련하여 모든 사항이 제도화 되어 있다. 현물자산의 평가는 해당 조합 해산시 회계법인을 통하여 평가하고 있으며 해산전 외부 평가는 거의 전무하다 할 수 있다.

6. 시사점

현재 투자의 대상 및 관리감독기관, 관리감독법으로 구분되어지는 창업투자사, 창업투자조합, 한국벤처투자조합, 신기술금융사, 신기술금융조합, 구조조정회사, 구조조정투자조합 등의 제도상의 통폐합이 필요하다. 이는 투자대상으로서의 경계선이 모호한 상태에서의 구분은 의미가 없기 때문이다. 미국의 SBIC와 같은 규제가 있는 현재의 창업투자제도를 그대로 유지하면서 일반벤처캐피탈제도에 기타 벤처금융제도를 통합하는 것이 필요하다.

장기적으로 조합에 대한 출자에 대하여 조합원이 책임지는 문화가 필요하다. 현재 업무집행조합원이 출자조합의 우선손실충당을 하는 형태

가 일반적인 것으로 인식되어 있으나, 중대한 과실이나 규약위반, 위법행위가 아닌 손실에 대한 책임을 업무집행조합원에게 넘기는 것은 향후 벤처캐피탈제도 정착에 악영향을 미칠 수 있다. 또한, 조합자산의 현물 배분을 일반화시킬 필요가 있으며 이는 비록 IPO가 된 주식이라 하더라도 주식의 매도시기 등에서 문제가 발생할 수 있기 때문에 조합원이 자신이 분배받은 자산에 대해서 스스로 책임을 지고 매각시기를 결정하는 것이 필요하다. 이에 업무집행조합원은 조합원이 배분받은 현물자산을 현금화하기 쉽도록 IPO나 M&A를 통하여 정규시장에서 거래되는 주식으로 만들어야 하지만, 조합만기 해산시기에 몰려서 정규시장 주식으로 만들기 힘들 경우 해당 현물을 그대로 조합원에게 배분하도록 해야 할 것이다. 이는 차후 조합 결성시 조합원들은 수익률과 기타의 서비스에 대한 평가를 포함하여 재선택 여부를 스스로 판단할 수 있도록 하기 위함이다.

투자계약시 창투간의 경쟁을 피하고 상호 도움을 통하여 투자기업에 도움이 될 수 있는 문화가 필요하다. 미국에서 경우 상호 경쟁을 피하고 투자계약서를 하나만 작성하고 자금력이 가장 많은 벤처캐피탈이 Lead-Investor를 맡는 것과 같이 국내에서도 벤처캐피탈들이 한 기업에 투자할 경우 투자배수를 경쟁적으로 올리기보다는 투자계약서를 하나만 작성하고 각 벤처캐피탈별로 투자금액, 이사선임 비율 등을 정하고 지속적인 투자가 이루어지도록 유도하는 것이 바람직하다. 이는 기업의 각 단계별로 필요한 자금을 타 금융권이나 정부자금의 용자가 아닌 민간의 벤처캐피탈 투자로 공급하는 것이 더 효과적이고 공동투자가 될 경우 자금의 공급이 더욱 더 원활해지는 효과를 기대할 수 있기 때문이다.

제도 개선의 경우 처벌규정에 경중을 구분하여 엄격하게 법규를 적용할 필요성이 있다. 가벼운 위반의 경우 벌금은 무겁게 하되 위법사항 해소시 벌금 자체를 취소하고 무거운 위반의 경우 중죄로 처벌하여 시범사례를 보여야 한다.

7. 맺음말

최근 들어 향후 한국경제의 위기요인으로 현재의 투자부족을 첫 번째로 꼽으면서 투자가 부족하기 때문에 장기적으로 불황을 맞을 수 있다고 전문가들은 이야기한다. 그렇다면 우리나라가 투자하기 적합한 나라임을 해외에라도 보여주어 투자가 일어나게 해야 되지 않을까?

그러나, 미국의 벤처캐피탈리스트들에게 왜 한국에 투자하지 않는가라고 질문을 하면 한결같이 한국을 잘 모르기 때문이라고 대답한다. 그렇다면 오히려 그 해결책은 간단할 수도 있다.

“우리가 해외에 투자하고 우리를 잘 알려야 한다.”

우리가 해외에 많이 진출해야 한다. 국내에서 투자동력을 상실했다면 해외에서 기업에 투자를 하고 펀드를 결성하면서 성공사례를 남기는 것이 오히려 국내 기업들이 해외에 진출할 수 있고 해외에 널리 알려질 수 있는 기회이며 대한민국 브랜드의 다국적 기업을 더 많이 만들 수 있는 길일 수도 있다. 더 많은 사람들이 해외에서 공부하면서 네트워크를 만들고 대한민국의 성장동력을 만들어야 한다. 이는 언론의 호들갑처럼 정부의 유출이 아니라 생각한다. 이미 미국은 그러한 준비를 하고 있다. 투자심사시 기업이 핵심인력과 핵심기술은 무엇인가, 핵심부품의 범위는 어디까지이고 어떻게 만들어 Outsourcing 기업에 조달할 것인가를 고려한다.

지금이야말로 우리가 전세계를 담을 수 있는 새로운 경제패러다임을 만들어가야 할 때라는 생각으로 글을 마친다.