



2005년 5월 20일 통권 제1호

혁신정책 *Brief*

유럽과 독일의 벤처투자자와 기술금융제도

| 정 승 일

Contents

목 차

□ 요약 3

- 1. 유럽의 벤처투자 동향 5
- 2. 독일의 벤처투자 동향과 특징 7
- 3. 독일정부의 벤처투자 지원프로그램 12
- 4. 결론과 정책적 시사점 24





요약

☑ 전 세계 벤처캐피탈 투자의 초점은 초기단계에서 후기단계로 이동

- 유럽과 독일의 벤처캐피탈 산업은 1999-2000년 사이의 폭발적인 투자 증대 이후 2001-2003년 사이에는 급격한 투자 감소를 겪었으나 2004년부터 약간의 추세전환 조짐을 보이고 있음
- 유럽의 벤처캐피탈 산업은 1999-2000년 사이에 초기단계(early stage) 벤처투자를 크게 늘렸으나 2001년 이후에는 창업초기 투자를 줄이고 그 대신 후기단계(later stage) 투자를 상대적으로 늘리고 있음
- 유럽과 미국 모두 2001년 이후 후기단계 투자가 상대적으로 늘어나고 있으며 2004년의 벤처 투자 증대 조짐 역시 주로 후기단계 벤처투자의 증대 덕택임

☑ 정부의 역할과 초기단계 벤처투자

- 유럽의 벤처캐피탈 산업을 주도하는 영국과 프랑스에서는 초기단계 벤처투자의 비중이 낮으며 후기단계 벤처투자의 비중이 매우 높음
- 그에 반해 독일과 스웨덴에서는 정부의 적극적인 벤처투자 지원정책 덕택에 초기단계 벤처투자의 비중이 상대적으로 높음

☑ 독일정부의 벤처투자 지원은 초기단계 벤처에 초점

- 독일정부의 초기단계 벤처투자 지원정책은 ERP (과거의 BTU) 프로그램으로 실행되고 있음
- 초기단계 벤처기업에 대한 투자지원을 목적으로 하는 BTU (2004년 이후 ERP-Startfonds) 프로그램은 전체 벤처창업 투자 건의 75%에 공동투자 방식으로 참여함으로써 벤처창업 활성화에 크게 기여
- BTU 프로그램은 지원대상 벤처기업의 선별과 그리고 이후의 경영지원 및 경영감시 기능을 민간 벤처캐피탈 혹은 전문상담회사에 위임
- 이로써 시장원리에 충실한 공적 개입이라는 평가와 함께, 투자한 벤처기업의 성공시 수익성도 달성할 수 있는 효율적인 정책으로 평가



☑ 2004년 이후 대규모 모태펀드 조성을 통한 벤처창업 투자 지원

- 독일정부와 EU집행위원회는 2004년 2월, 운용자산 5억 유로 규모의 초기단계 벤처투자 모태펀드인 ERP-EIF 프로그램을 출범시켜 독일에서의 벤처투자 지원에 사용하기로 하고 동년 11월에 사업을 시작
- EU집행위원회의 벤처관련 핵심정책수단인 유럽투자기금(EIF)은 아이디어 단계(seed stage)와 창업기(start-up) 등 초기단계 벤처기업에 투자하는 벤처캐피탈 펀드에 투자하는 모태펀드(fund of fund) 활동을 수행하며, 2003년 이래 유럽 최대의 벤처투자 전문 모태펀드로 부상
- EIF는 1997년부터 본격 활동을 시작한 이래 단순한 퍼주기식 지원이 아니라 수익성과 경제성을 달성하는 효율적인 정책수단임을 입증
- ERP를 대신하여 EIF가 운용책임을 맡은 ERP-EIF 펀드는 집권 2기를 맞아 2003년부터 ‘혁신주도형경제’를 모토로 벤처창업 활성화를 주요 정책과제로 삼고 있는 독일정부의 가장 야심찬 벤처창업 투자지원 정책이 될 것으로 전망됨

☑ 공공성과 동시에 수익성을 달성하는 정책모델 개발 필요

- 유럽과 독일의 사례는 간접지원방식의 적절한 사용을 통해 ‘시장에 의한 선별’과 ‘민간 전문가에 의한 경영지원·경영개입’ 등 시장원칙 준수가 가능하며 이 경우 공공지원의 효율성과 함께 수익성 달성도 가능함을 보여줌

☑ 모태펀드의 조성과 EIF의 교훈

- 우리나라 정부가 추진하는 모태펀드를 초기단계 벤처투자에 주력하도록 설계할 필요가 있으며 운용자산의 일정 부분은 초기단계 (예비창업 포함) 투자에 집중되도록 유도할 필요가 있음
- 우수한 경력과 평판을 지닌 민간전문가의 채용과 이들에 의한 엄격한 심사와 선별에 기초하여 수익성을 실현하는 EIF 모태펀드의 경험에서 배울 필요가 있음

☑ 벤처창업전문 상담회사 육성을 통한 예비창업 활성화

- 아이디어만을 가진 예비창업가가 직면하는 모든 점에서 자문과 상담을 제공하는 벤처창업 전문 상담회사를 육성하고 정부지원, 예비창업자, 전문상담회사 3자간의 연계를 창출하는 지원책이 필요함
- 이를 위해, 300여개의 창업보육센터들 중 우수한 곳을 소수 선정해서 시범적으로 벤처창업 전문 상담회사 혹은 코칭 투자자 역할을 부여하는 방안을 고려할 필요가 있음

1 유럽의 벤처투자 동향

☑ 유럽의 벤처 투자는 최근 회복될 조짐을 보이고 있음

- 2000년 197억 유로로 최고조에 달했던 유럽의 벤처투자는 거품붕괴와 함께 급격히 위축되어 2003년에는 84억 유로로 감소
- 하지만 2004년의 유럽 벤처 투자는 90억 유로로 증가함으로써 2001년 이후의 벤처 거품 붕괴 이래 처음으로 추세 역전에 성공 (그림 1 참조)

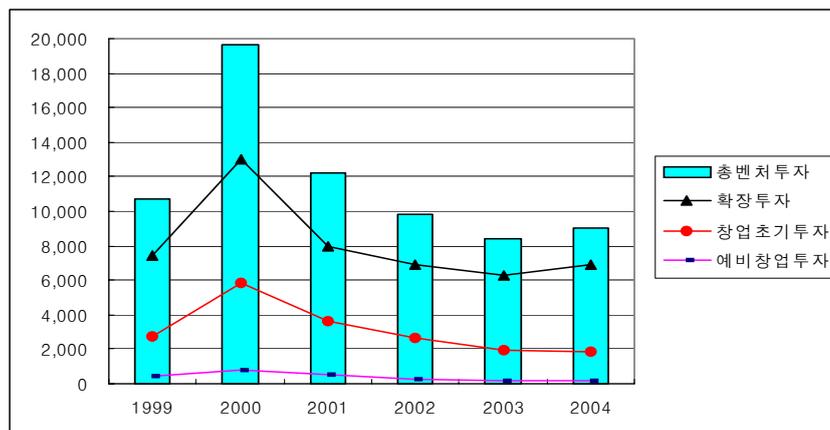
☑ 최근 유럽의 추세전환은 후기단계 벤처투자의 증대 덕택임

- 2004년의 추세역전은 후기단계 벤처기업의 영업 확장(expansion)을 돕기 위한 벤처캐피탈 투자가 주된 요인으로 지적되고 있음
- 예비창업(seed)과 창업(start-ups) 등 초기단계 벤처기업에 대한 벤처캐피탈 투자는 2004년에도 계속 저조한 상태임

※ 초기단계(early stage)는 예비창업(seed) 및 창업(start-up) 시기를 의미하며 평균적으로는 업력 5년 미만의 벤처기업이 여기에 속하고, 후기단계(later stage)는 제품다양성, 생산설비, 마케팅 등의 확장 등 영업확장을 맞이하는 시기를 의미하며 평균적으로는 업력 5년 이상의 벤처기업이 여기에 속함

그림 1 유럽의 벤처 투자

(단위: 1백만 유로)



자료: <http://www.evca.com>

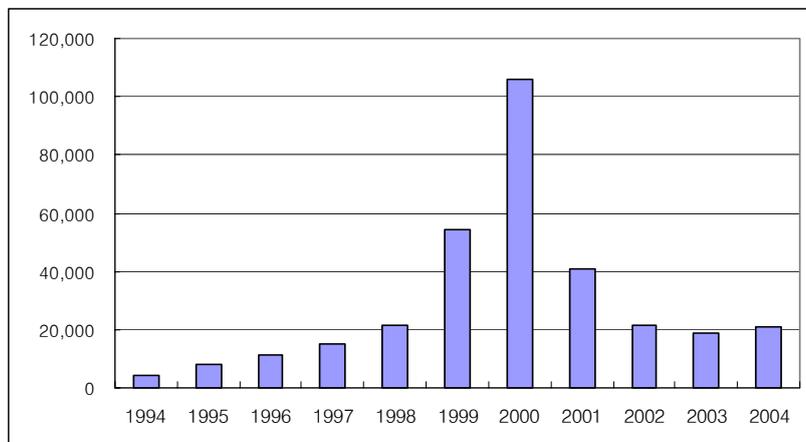


▣ 최근 유럽의 벤처투자 동향은 미국과 유사

- 미국은 전세계 벤처투자의 60%를 차지하고 있으며, 유럽이 26%, 아시아·태평양 국가들이 9%를 차지하고 있음
- 미국의 벤처투자는 2000년 1,059억 달러로 최고점에 달했다가 이후 급격하게 위축, 2003년에는 그 1/6인 184억 달러로 추락 (그림 2 참조)
- 하지만 2004년 들어 미국의 벤처캐피탈 투자는 전년에 비해 약간 증가한 209억 달러로 3년 만에 처음으로 하락세가 반전됨
- 2004년의 추세전환은 하지만 주로 후기단계 투자 증대 덕택이며, 미국에서도 초기 단계 벤처기업에 대한 벤처캐피탈 투자는 거의 늘지 않음

그림 2 미국의 벤처투자

(단위: 1백만 달러)



자료: <http://www.nvca.com>

▣ 영국과 프랑스가 최근의 유럽 벤처투자를 선도

- 영국은 미국에 이어 세계 벤처캐피탈 산업을 주도하고 있으며 2003년의 벤처관련 총투자는 26억 유로로 '02년의 25억 유로에 비해 소량 증가
- 독일은 벤처관련 총투자에서 꾸준히 유럽 2위를 유지해왔으나 2003년부터 프랑스에 추격당함
- 프랑스의 2003년 벤처관련 총투자는 14억 유로로 7억 유로로 감소한 독일을 제치고 유럽 2위를 차지

2

독일의 벤처투자 동향과 특징

2.1. 유럽 최악의 벤처거품과 그 붕괴

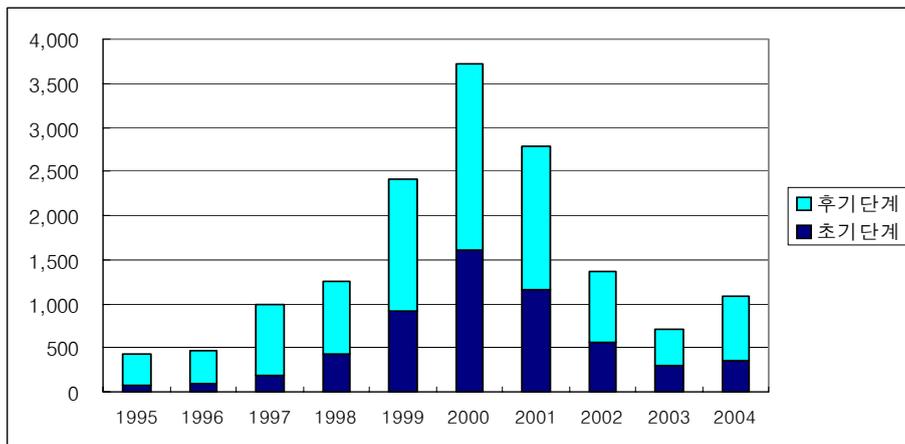
☐ '01년 이래 벤처투자 활동이 크게 위축

- 전세계와 유럽의 벤처투자가 최고조에 달한 2000년에 독일은 37억 유로를 투자하여 영국을 제치고 유럽 1위의 벤처 투자국으로 부상
- 미국 나스닥을 모방하여 1997년 뒤늦게 출범한 독일의 노이어 마크트(Neuer Markt: 신시장)는 유럽 최고의 '신경제' 주가상승과 함께 1998년 이후 독일에서 폭발적인 벤처투자 증가를 가능케 함
- 하지만 2000년 초 9,694 포인트에 달했던 Neuer Markt 주가지수가 2002년 9월 412 포인트로 폭락하는 등, 독일은 신경제 거품 붕괴의 후유증을 선진국 중 가장 심하게 겪었으며, 그 결과 2002년 이후 독일의 벤처캐피탈 활동은 크게 위축 (그림 3 참조)
- 분식회계 등 수많은 스캔들과 투자자 이탈 끝에 Neuer Markt는 2003년 폐지되기에 이르렀고, 그 결과 투자회수 시장이 거의 마비된 까닭에 독일의 벤처캐피탈들이 신규투자를 기피

※ 독일과 마찬가지로 스위스도 '03년 기술주 시장을 폐지

그림 3 독일의 벤처 투자

(단위: 1백만 유로)



자료: <http://www.bvk-ev.de>



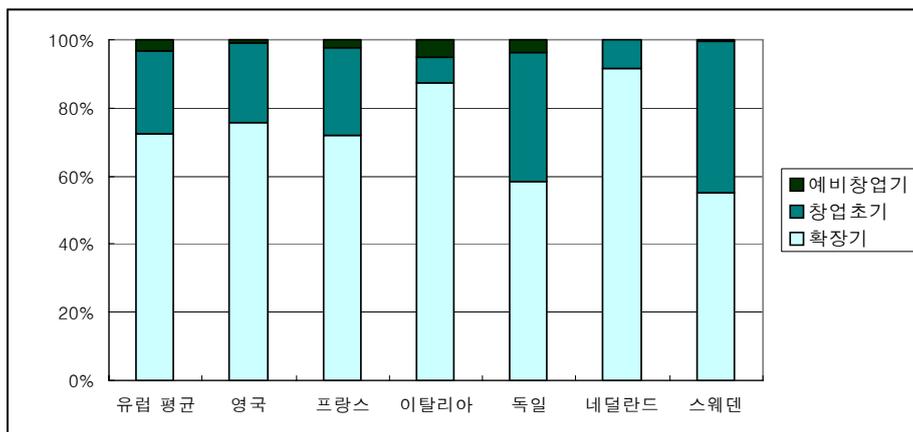
▣ '04년 들어 벤처투자가 부활하는 조짐

- 2003년에 영국과 프랑스의 벤처투자가 미약하나마 증가했음에 반해 독일은 13.6억 유로(2002년)의 절반인 7억 유로로 추락
- 하지만 2004년 들어 독일의 벤처캐피탈 투자는 4년 만에 처음으로 증가세로 전환하여 10.8억 유로로 증가 (그림 3 참조)
- 이와 같은 추세전환을 이끈 것은 후기단계(later stage) 벤처기업에 대한 투자 증대이며 이것은 미국과 영국, 프랑스 등과 마찬가지로
- 하지만 독일에서 2004년 들어 초기단계 벤처기업에 대한 투자도 약간의 증가세로 전환했으며 이로 인하여 독일에서 벤처산업 및 벤처캐피탈의 부활에 대한 기대가 일부 나타나고 있음

▣ 독일의 특징: 초기단계 벤처기업에 대한 높은 투자 비중

- 전세계적으로 초기단계 벤처기업에 대한 벤처캐피탈 투자는 '신경제' 붐이 일어난 1999-2000년 기간에 예외적으로 확대되었으며, 2001년 이후에는 그 비중이 크게 감소

그림 4 유럽 각국 벤처투자의 단계별 비중, 2003년



자료: EVCA, Yearbook, 2004.

- 영국과 프랑스의 경우 2003년 이래 벤처관련 총투자에서 초기단계 투자가 차지하는 몫은 25% 미만이며 이탈리아, 네덜란드 등의 벤처캐피탈 역시 초기단계 투자의 비중이 적음 (그림 4 참조)

- 이에 반해 독일에서는 1998년부터 2004년까지 일관되게 초기단계 벤처 투자의 비중이 40% 내외로 높은 수준을 유지하고 있음 (그림 3과 4 참조)
- 독일은 스웨덴과 함께 유럽평균의 1.5배 남짓을 초기단계의 벤처기업에 투자하고 있으며 이렇게 초기단계 벤처투자 비중이 높은 이유는 정부의 적극적인 지원정책 덕택으로 해석되고 있음

2.2. 독일의 초기단계 벤처투자와 정부개입

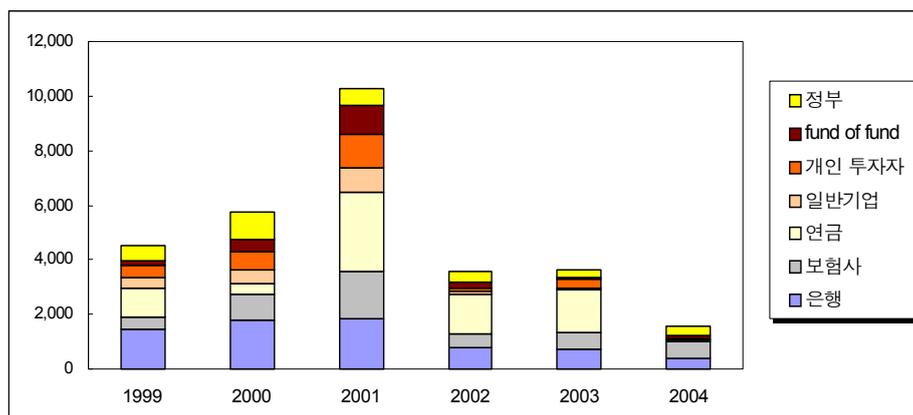
☐ 독일의 민간 금융시장은 벤처캐피탈 자금공급을 줄임

- 벤처캐피탈 부문을 포함한 사모주식(private equity) 부문 전체의 자금조달에서 독일의 공공부문(중앙정부와 지방정부)은 은행, 보험사, 연금과 함께 4대 주요 자금조달 투자자 역할을 행하고 있음

※ 미국과 유럽에서 사모주식(private equity)은 벤처캐피탈을 하위범주로 포함하는 상위 개념이며, 사모주식 범주에는 부실기업 인수 등 구조조정을 전문으로 하는 바이아웃(buyout) 펀드도 포함됨

그림 5 독일 사모주식펀드의 자금조달 원천

(단위: 1백만 유로)



자료: 독일벤처캐피탈협회(BVK), Jahresbericht, 각년도.

- 은행, 보험사, 연금 등 독일의 민간금융기관들은 벤처호황기에 벤처캐피탈 부문에 많은 자금을 투자·공급하였으나, 2001년 이후 벤처거품이 빠지면서 사모주식·벤처캐피탈 부문에 대한 투자를 크게 줄임

그림 6 독일의 초기단계 벤처캐피탈 자금조달 원천

(단위: 1백만 유로)

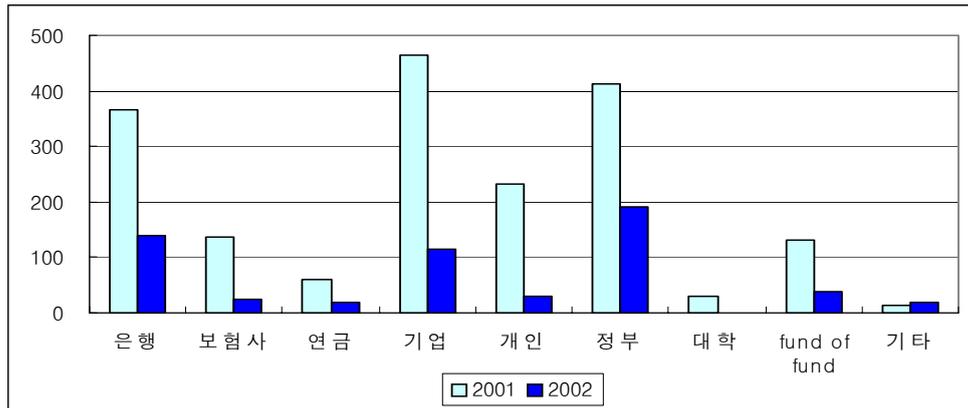
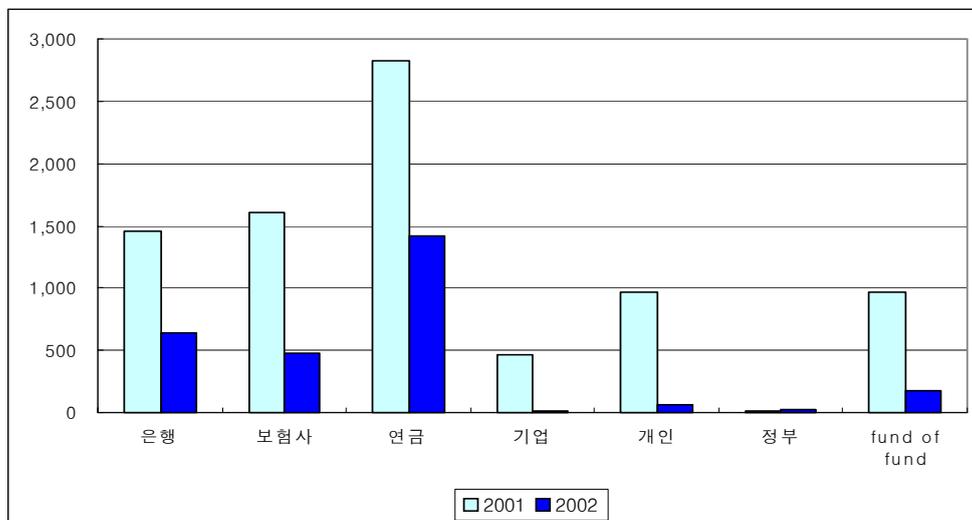


그림 7 독일의 후기단계 벤처캐피탈 자금조달 원천

(단위: 1백만 유로)



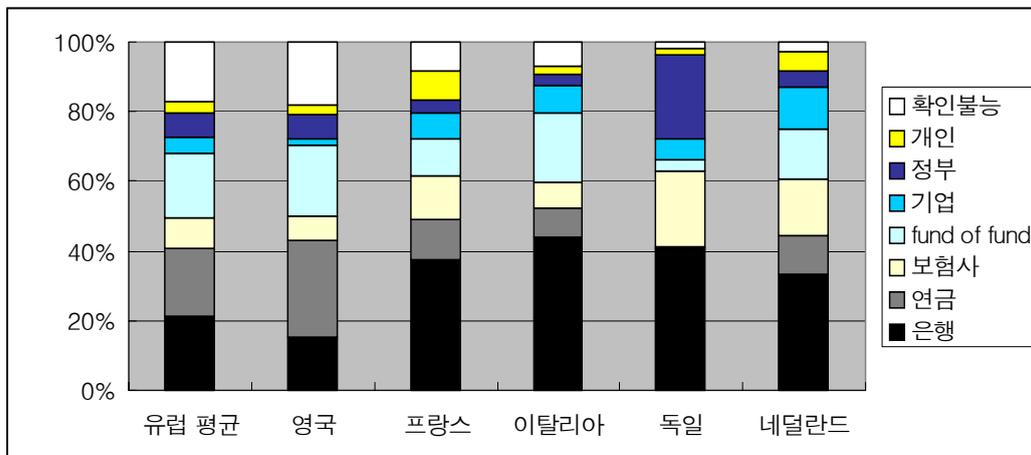
자료: BVK, Jahresbericht, 2001, 2002.

- 독일에서 연금펀드는 벤처캐피탈 자금조달 투자자 역할을 별로 수행하지 않았으며, 다만 후기단계 벤처캐피탈 자금조달 투자자로서는 일정한 역할을 수행하였음 (그림 5, 6, 7 참조)
- 독일에서 초기단계 벤처투자를 위한 벤처캐피탈 자금조달 주요 투자자는 기업(주로 CVC 형태), 정부, 은행, 개인 순이었음 (그림 5, 6 참조)
- 벤처거품 붕괴로 초기단계 벤처캐피탈 투자의 투자회수 불확실성이 증대하고 손실

가능성이 커지자 민간부문은 초기단계 벤처캐피탈에 대한 자금조달 투자를 대폭 줄였는데 그 중에서도 개인투자자와 보험사, 은행, 그리고 연금부문이 가장 크게 줄었음 (그림 5, 6 참조)

- 일반적으로, 연금기금들이 사모주식·벤처캐피탈 펀드의 자금조달 투자자로서 가장 중요한 역할을 하는 영미 모델과는 달리 프랑스, 독일, 네덜란드, 이탈리아 등의 유럽대륙 모델에서 이 역할을 한 것은 은행과 보험사, 일반기업, 정부, 그리고 민간의 모태펀드(fund of fund)임
- 특히 독일에서 정부는 유럽의 다른 나라들에 비해 사모주식·벤처캐피탈 펀드의 자금조달자로서 매우 큰 역할을 수행하는데, 그 대부분은 초기단계 벤처투자 지원과 중소기업 전용 사모주식투자 지원에 사용됨

그림 8 유럽의 사모주식벤처캐피탈 펀드 자금조달 원천, 2003년



자료: EVCA, Yearbook, 2004.

☐ 초기단계 벤처캐피탈펀드의 자금조달에서 정부의 적극적 역할

- 그림 5와 6에서 보듯이 독일의 연금, 은행, 보험사 등 민간금융기관들의 대(對) 벤처캐피탈 자금공급은 거품 붕괴 이후 안전한 후기단계 투자로 이행하였으며, 그 결과 초기단계 벤처캐피탈의 민간자금조달 시장에서는 일종의 시장실패(market failure) 상황이 나타나고 있음
- 이러한 시장실패를 보완하기 위하여 독일정부의 대(對) 벤처캐피탈 투자 지원 역할은 창업초기 단계 벤처 지원에 맞추어져 있으며, 후기단계에 대해서는 지원하지



않고 있음 (그림 6과 7 참조)

- 독일정부는 창업초기 단계 벤처캐피탈 자금조달을 원활하게 하기 위하여 다양한 개입 프로그램들을 만들어내고 있음

3 독일정부의 벤처투자 지원 프로그램

3.1. 벤처투자 지원정책의 기본제도: ERP (과거의 BTU)

☐ ERP 프로그램의 구성과 운용

- 초기단계 벤처투자에 대한 자금지원을 목적으로 하는 ERP 프로그램은 ERP-frueh, ERP-Startfonds, ERP-EIF의 3개로 구성됨
- 창업초기 벤처투자에 대한 자금지원을 목적으로 1989년에 시작된 BTU 프로그램이 2004년에 ERP 프로그램으로 전환
- ERP 기금은 현재 독일 경제노동부(BMWA) 산하의 독일 중소기업은행(KfW-Mittelstandsbank)에 의해 운용되고 있음

표 1 ERP의 초기단계 벤처기업 투자지원 프로그램

명 칭	지원 목적	지원 대상
ERP-frueh	예비창업자 자금지원	벤처기업
ERP-Startfonds	창업초기 벤처기업 자금 지원	벤처기업과 벤처캐피탈
ERP-EIF	초기단계 벤처기업 자금 지원	벤처캐피탈

☐ ERP 특수기금의 역사

- ERP 기금은 원래 1947년 마셜 플랜에 의한 전후복구 프로그램인 유럽복구프로그램(ERP: European Recovery Program)의 특수기금에서 유래하였으며 1950년대와 60년대에 ERP 특수기금은 전후 복구를 위한 주택, 도로, 통신 등 사회인프라 투자



기금으로 주로 사용됨

- 1960년대 들어 독일 중앙정부는 ERP 특수기금을 인수하고 1970년대부터는 독일의 수출주력으로 떠오른 중소기업 지원에 집중 사용하기 시작
- 독일통일 이후 1990년대 초반에는 동독의 사회인프라 투자에 주력하였으며 독일경제의 부진이 본격화된 1990년대 중반부터 ERP 특수기금은 기술혁신형 중소·벤처기업 자금지원을 본격화
- 2003년 말 현재 ERP 특수기금의 총규모는 124억 유로로 사회 인프라, 환경 인프라, 중소기업 수출금융, 중소·벤처기업 지분참여 등 다양한 공공 목적으로 사용

▣ ERP-프로그램의 특징: 수익성과 공공성의 동시 추구

- 마샬플랜은 처음부터 무조건적인 무상지원이 아니었으며 유럽재건 프로그램은 원금과 이자를 갚아야 하는 여신 제공 형태로 운용되었음
- 따라서 ERP-특수기금은 애초부터 퍼주기 목적의 기금이 아니라 원금보전과 수익성 달성을 통해 유지되고 확대되어야 하는 기금이었음
- 1948년 30억 유로 규모로 시작된 ERP 특수기금은 그간의 사업수익 달성을 통한 기금확대를 통해 2003년 말에는 124억 유로로 성장

▣ BTU 프로그램의 역사

- 1989년, 공공은행인 독일결제은행(Deutsche Ausgleichsbank)은 초기단계 벤처기업에 대한 벤처캐피탈 자금공급을 목적으로 특수법인인 tbg(technologie-beteiligungs-gesellschaft)를 설립하여 BTU(기술혁신기업에의 지분참여: beteiligung fuer technologieunternehmen) 프로그램을 시작
- 1990년대 중반, 미국 실리콘벨리의 성공에서 벤처창업의 중요성을 깨달은 독일정부는 tbg의 BTU 프로그램에 대한 예산공급을 대폭 확대하여 1998-2000년 사이에 독일에서 폭발적인 벤처창업 붐을 이끌어냄
- 2001년 6월, 발아단계(seed stage)에 있는 예비창업가가 직면하는 특별한 자금으로 문제를 해결해주기 위하여 tbg는 BTU 프로그램의 일환으로 BTU-frueh 프로그램을 신설
- 2003년, BTU 프로그램을 운용해온 독일결제은행이 ERP 프로그램을 운용해온 독



일중소기업은행에 합병됨과 함께 BTU 프로그램은 ERP 프로그램의 일환으로 흡수됨

- 2004년 유럽투자기금(EIF)과 ERP의 합작 프로그램인 ERP-EIF 출범

3.2. 초기단계 벤처투자 지원: ERP-Startfond

지원목적	초기단계 벤처기업에 대한 투자자금 지원
운용주체	KfW-Mittelstandsbank(중소기업은행)
운용자금	ERP-Startfonds
기금액수	2004년 11월 현재 2억5천만 유로(약 3천억 원)
지원대상	업력 5년 미만의 기술혁신형 중소기업
지원방식	재금융방식과 공동지분투자 방식

(1) 재금융 방식: 벤처캐피탈에 대한 여신제공

- ERP 프로그램을 운영하는 독일중소기업은행(KfW)은 창업초기 벤처기업에 지분 투자하는 벤처캐피탈 펀드를 선별하여 저렴한 이자율의 여신을 제공함으로써 벤처캐피탈의 투자여력을 높여줌
- KfW는 벤처캐피탈이 보유한 해당 투자기업의 지분보유액의 최대 50%까지 여신을 제공함으로써 벤처캐피탈의 투자자금 제약을 해소 (최대 대출액은 1백40만 유로)
- 대출기한은 벤처캐피탈과 벤처기업간의 지분투자 계약의 조건에 따라 다르나 최대 10년을 넘길 수 없음
- KfW는 벤처캐피탈로부터 매년 이자를 취득하며 대출 이자율은 시장이자율에 따라 매년 변동

(2) 공동투자 방식: 벤처캐피탈과 공동 지분투자

운용방식의 일반적 개요

- 업력 5년 미만의 초기단계 벤처기업에 투자하는 벤처캐피탈 펀드의 신청을 받아 최대 3백만 유로까지 출자형태로 투자
- 창업초기의 신제품 · 신공정 개발과 마케팅 · 조직 확대 등에 필요한 자금을 제공하



기 위해 선도투자자(lead investor)와 공동으로 지분투자

☑ 운용상의 첫 번째 특징: 선도투자자(lead investor)의 적극적 역할

- 신청자인 벤처기업은 직접 신청할 수 없으며 반드시 선도 투자자(lead investor)를 먼저 선정하여 그를 통하여 신청하여야 함
- 선도투자자는 신청서에 반드시 해당 벤처기업에 대한 의견서·평가서를 제출하여야 하며 그 내용에 대하여 책임져야 함
- 선도투자자는 벤처캐피탈만이 아니라 기업벤처캐피탈(CVC), 엔젤투자자도 가능(하지만 절반 이상의 경우 선도투자자는 일반 벤처캐피탈임)
- 선도투자자는 업종 전문지식과 경영지원·경영개입 능력을 보유하여 해당 벤처기업이 창업 초기단계에서 직면하는 모든 애로사항들에 대하여 도와줄 수 있어야 하며 동시에 경영감시 및 경영개입 역할을 수행
- 선도투자자는 반드시 해당기업에 지분을 투자하여야 하며 해당 벤처기업이 추후 재무적 애로에 부딪혔을 때는 추가적 투자를 행할 수 있어야 함

☑ 운영상의 두 번째 특징: ERP와 선도투자자의 공동투자

- 50:50의 원칙: ERP와 선도투자자는 공동 지분투자 함에 있어서 동일액수, 동일 투자기간, 동일 계약조건의 원칙을 준수해야 함
- 선도 투자자는 의결권 주식 형태로 지분투자 하여야 하며 또한 이사회 참여 등을 통해 강력하게 기업지배와 기업경영에 개입하여야 함
- 이에 반해 ERP가 보유하는 지분은 무의결 주식 형태이며, 피투자 벤처기업에 대한 경영지원과 경영감시 기능을 선도 투자자에게 위임
- 해당 벤처기업의 상장 등을 통해 투자수익이 발생할 경우 ERP와 선도투자자는 수익을 양분하며, 이 때 선도 투자자는 경영지도에 대한 대가로 사전에 계약된 만큼 더 많은 몫을 취득

☑ 공동투자 방식의 장점

- 투자할 벤처기업의 선별과 그 이후의 경영지원 및 경영감시 역할을 민간 벤처캐피탈이 담당함으로써 시장원리에 따른 선별·감시 메커니즘이 작동



- 벤처캐피탈의 입장에서는 ERP와의 공동투자를 통해 투자자금 부담을 줄이고 투자 리스크를 분산시키는 이점이 있음
- 정부(ERP)의 입장에서는 또한 피투자 벤처기업이 성공할 경우 보유주식 매각을 통한 수익 달성이 가능함

☐ 공동투자 방식의 단점

- 정부(ERP)의 벤처투자 촉진정책이 민간 선도 투자자의 투자에 좌우됨에 따라 민간 벤처캐피탈의 투자가 감소하면 정부의 벤처투자 지원도 동반하여 감소하는 까닭에 벤처캐피탈 시장의 ‘시장실패’를 교정하기 힘들
- 피투자 벤처기업이 실패할 경우에는 정부 보유주식의 가치 폭락으로 인하여 정부 측 손실이 발생함

3.3. 예비창업가 지원 프로그램: ERP-frueh

☐ 아이디어에서 창업에 이르는 단계(seed)까지의 예비창업가 지원

- ERP-frueh 프로그램은 대학과 정부연구소로부터의 실험실 창업에 대한 투자지원을 목적으로 하고 있음 (frueh는 독일어로 ‘초기’를 의미함)

운용주체	중소기업은행(KfW-Mittelstandsbank)
운용기금	ERP-특수기금의 일부
지원금액	기업당 최대 15만 유로(약 2억원)의 무담보 자금 제공
지원방식	창업에 필요한 모든 자금을 지분투자 형태로 지원
지원대상	예비창업자와 업력 6개월 미만의 창업기업
지원기간	ERP의 최대 지분 보유기간은 7년
주요수혜자	대학과 연구소로부터의 실험실 창업가

☐ 운용상의 첫 번째 특징: 신속한 처리와 일체의 자금제공

- 짧은 시간 내에 창업준비를 완료해야하는 예비창업 시기의 특징 상, 6개월 이내의 짧은 기간 동안에 정부(ERP)의 지원 여부를 위한 모든 심사와 지원이 완료
- 정부(ERP)는 선발된 예비창업자의 창업준비에 필요한 자금 일체를 제공



☐ 운용상의 두 번째 특징: 전문상담 투자자에 의한 선별과 경영자문

- 신청자인 예비창업자는 반드시 코칭 투자자(coaching investor) 혹은 전문상담회사를 선임하여야 하며, 코칭 투자자는 신청한 예비창업가에 대한 의견서·평가서를 정부(ERP)에 제출하여야 함
- 전문상담회사로서의 코칭 투자자는 ERP를 대리하여 예비창업자들의 창업계획을 엄격하게 심사하여 선별하는 역할을 수행
- 일단 선발된 이후에도 코칭 투자자는 예비창업자가 창업준비 과정에서 직면하는 자금조달, 핵심인력 모집, 제품개발 등 모든 문제에 대해 자신의 전문지식과 인맥을 통해 자문·상담하여 도와주어야 함
- 따라서 코칭 투자자는 우수한 경력과 지식 등 전문적 컨설팅 능력을 가져야 하며 또한 예비창업자와 지리적으로 가까운 곳에 위치하여 실질적으로 예비창업자를 도와야 함
- 전문능력을 인증받은 자만이 코칭 투자자로 등록될 수 있으며 현재 독일 중소기업 은행에는 전국 각지의 160개의 전문상담회사가 코칭 투자자로 등록되어 있음
- 코칭 투자자는 경영자문에 대한 대가로 사전에 ERP와 계약된 일정의 자문료를 취득하며 예비창업자의 회사에 반드시 투자할 필요는 없음
- 하지만 자신이 코칭하는 예비창업자의 사업전망이 우수해질 경우 스스로 직접 투자하여 미래수익을 추구해도 무방한데, 이것은 코칭의 질을 높이는 강력한 인센티브로 작용함

☐ 운용상의 세 번째 특징: 창업가의 경영권 보호

- 잠재적인 경영권 침해에 대한 예비창업자의 우려를 불식시키기 위하여 정부(ERP)와 코칭 투자자가 획득하는 주식지분은 반드시 무의결권 주식의 형태를 취하여야 함

☐ ERP-frueh 프로그램의 장점

- 민간의 전문상담회사에 의해 지원대상 예비창업자가 선별되고 추후에도 자문·지원·감시 기능을 수행하는 까닭에 단순한 '퍼주기식' 창업지원이 아니라 '시장원리'를 준수하는 창업지원이 가능해짐
- 또한 정부(ERP)는 지원받은 예비창업자가 추후 사업에 성공할 경우 보유한 주식



(최대 보유기간 7년)을 매각함으로써 수익을 달성할 수 있음

☐ ERP-frueh 프로그램의 활동과 실적

- 2001년 6월 설립 이후 매년 100개의 실험실 창업 지원을 목표로 활동하고 있으나 실제로는 매년 50-60개의 실험실 창업을 지원하고 있으며, 2002년 5백3십만 유로, 2003년 6백6십만 유로를 투자 지원
- 주요 수혜자는 대학과 정부연구소로부터 창업자들이며, 특히 대학으로부터의 창업자가 전체 수혜자의 80%에 육박함
- BTU(현재의 ERP-Startfonds) 프로그램의 실적 부진(아래에 서술)에도 불구하고 ERP-frueh 프로그램은 앞으로도 계속 유지, 확대될 것으로 전망되고 있음

3.4. BTU 프로그램의 활동과 실적

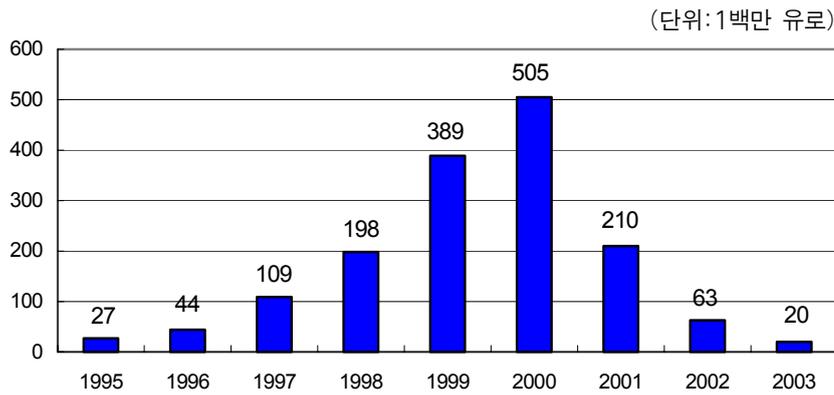
☐ 민간 벤처캐피탈의 투자증대와 BTU 동반투자 증대

- 1997년의 노이어 마크트(Neuer Markt) 등장으로 독일의 벤처캐피탈은 폭발적으로 초기단계 벤처투자를 늘려나갔으며, 선도투자자의 투자증가에 동반하여 BTU 프로그램 역시 공동투자를 크게 늘림
- BTU의 신규 투자는 1997년 1억 유로에서 2000년 5억 유로로 폭증하였으며, 2000년 12월 말에는 1천2백 개 벤처기업에 대해 21억 유로의 투자 포트폴리오를 주식 지분형태로 보유
- 2000년까지 독일에서 이루어진 벤처창업(start-up) 건의 75%가 BTU의 공동투자 지원을 받았으며 이 중 24개 기업이 상장되어 시가총액 300억 유로의 중견기업으로 성장하여 BTU는 큰 수익을 달성함

☐ 벤처거품 붕괴 이후 BTU의 동반투자 감소와 ERP로의 전환

- 하지만 2001년부터 벤처거품이 꺼지고 민간 부문의 벤처투자가 감소하자 BTU의 공동투자 역시 동반하여 감소, 2002년 6천3백만 유로, 2003년 2천만 유로로 급감

그림 9 BTU 프로그램의 투자실적



자료: <http://www.kfw-mittelstandsbank.de>

- BTU는 2000년 5백여 개의 벤처창업(start-up)을 신규 지원하였으나 2001년 260개, 2002년에는 170개로 감소하였으며 2003년 1월 말의 투자 포트폴리오는 15억 8천만 유로로 감소

※ 2003년 1월 말 현재 BTU가 투자, 지분을 보유하는 1,373개의 벤처기업 중 7%가 예비창업(seed) 단계에, 그리고 75%가 창업초기(start-up) 단계에 있었음

- 2002년 이후 본격화된 벤처기업 파산, 신시장 주가폭락 등으로 인하여 벤처캐피탈 산업의 수익성이 급격히 악화되면서 BTU의 수익성도 동반 악화, 2002년 1억3백만 유로 손실, 2003년 7천5백만 유로 손실을 기록
- 이렇듯 BTU의 손실이 늘어나고 BTU 프로그램에 의한 벤처창업 투자 지원 정책이 한계에 부딪히자 2003년부터 독일정부는 초기단계 벤처투자 지원정책을 대대적으로 재편하기 시작
- 2004년 BTU 프로그램을 운영해온 독일결제은행을 ERP 프로그램을 운영해온 독일중소기업은행에 합병시킴과 동시에 BTU 프로그램을 ERP 프로그램의 일부로 편입시킴
- 동시에 EU집행위원회와 공동으로 운용자산 5억 유로 규모의 벤처캐피탈펀드 투자 전용 모태펀드인 ERP-EIF를 2004년 11월 출범시킴

3.5. ERP-EIF 모태펀드

(1) ERP와 EIF의 공동협약 프로그램: ERP-EIF

☐ ERP-EIF의 역사

- 2004년 2월 독일정부(경제노동부)와 EU집행위원회간의 협약에 따라 독일의 초기 단계(early stage) 벤처기업에 투자하는 벤처캐피탈 펀드에 대한 투자펀드(fund of fund)로 출범
- 2005년 2월 현재 5억 유로(약 7천억 원)의 운용자금을 확보하고 있으며, 독일정부가 그 절반인 2억5천만 유로를 ERP 특수기금으로부터 제공하고 EU집행위원회 산하의 유럽투자은행(EIB)이 모험자본과제(RCM: risk capital mandate) 자금 2억5천만 유로를 제공

☐ ERP-EIF의 임무

- ERP의 다른 벤처투자 지원 프로그램들이 독일 중소기업은행(KfW-Mittelstandsbank)에 의해 운용되는데 반해, ERP-EIF는 EIF가 자금운용의 책임을 전적으로 가지고 있음
- ERP-EIF의 임무는 독일의 초기단계(early stage) 벤처기업에 투자하는 벤처캐피탈 펀드에 대한 출자 투자이며, 따라서 ERP-EIF의 투자를 받고자 하는 벤처캐피탈 펀드는 투자 포트폴리오의 85% 이상이 독일에 투자되고 있음을 입증하여야 함
- ERP-EIF는 독일에 대한 투자라는 단서 이외의 모든 점에서는 EIF의 투자자산 운용의 일반적 원칙을 따르고 있음
- 독일에서의 초기단계 벤처투자 총액이 2003년 2.5억 유로, 2004년 3억 유로라는 점을 고려할 때, 운용자산 5억 유로의 ERP-EIF 프로그램은 향후 독일정부의 가장 야심적인 초기단계 벤처 투자지원 정책으로 될 것으로 보임



(2) 유럽투자기금(EIF)

☑ 유럽투자기금의 역사

- 유럽투자기금(EIF)은 1994년 유럽연합 집행위원회와 유럽투자은행, 그리고 31개 민간금융기관들의 출자로 설립되었으며 초기에 EIF에게 부여된 임무는 중소기업·벤처기업 지원만이 아니라 낙후지역 개발 등 광범한 것이었음
- 1997년, 유럽연합 집행위원회의 “성장과 고용” 드라이브 정책의 일환으로 EIF에게 벤처캐피탈에 투자하는 모태펀드 업무를 새로 부여함
- 2000년 유럽연합 집행위원회는 EIF의 임무를 재편하여 중소·벤처기업 금융지원에만 전념하도록 함

☑ EU 집행위원회와 유럽투자기금

- 유럽투자기금(European Investment Fund: EIF)은 유럽연합 집행위원회의 핵심적인 벤처캐피탈 지원정책 집행수단임

※ 독일정부의 벤처투자 지원이 ERP 프로그램을 중심으로 구성되어 있다면, EU집행위원회의 벤처투자 지원은 EIF 프로그램을 중심으로 구성

- EIF는 EU집행위원회 산하로 투자은행 업무를 담당하고 있는 유럽투자은행(European Investment Bank: EIB)과 함께 유럽투자은행 그룹(European Investment Bank Group)을 형성하고 있음

※ 유럽투자은행 그룹은 포르투갈 등 낙후지역의 사회 인프라 투자지원 등 다양한 공공금융 역할을 수행하며 중소·벤처기업 지원은 그중 하나임

- 중소·벤처기업 금융지원을 위해 EIF는 (1) 중소기업의 은행여신에 대한 신용보증 업무와 (2) 벤처캐피탈에 대한 모태펀드(fund of fund) 업무를 수행

☑ EIF의 중소기업 신용보증 업무

- 중소기업에 여신을 제공하는 금융기관에 신용보증을 제공하며 2003년 22억5천만 유로, 2004년 14억4천만 유로의 신용보증을 중소기업에 제공
- EIF는 스스로 중소기업을 심사·선별하지 않으며 프로그램 자금을 신청한 중소기업

업에 대한 대출여부 판정은 민간은행이 수행

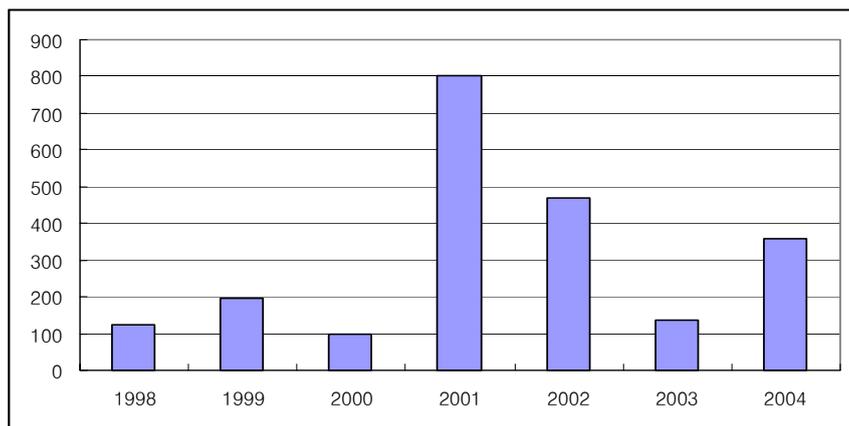
☐ EIF의 모태펀드 업무

- EIF는 창업 초기단계(early stage)의 벤처기업에 투자하는 벤처캐피탈 펀드와 창업보육 펀드를 선별하여 이들 펀드에 투자하는 모태펀드(fund of fund) 역할을 수행
- EIF는 벤처캐피탈 펀드(투자조합)의 펀드 조성액 중 최소 10%, 그리고 평균적으로는 30% 정도를 투자
- EIF는 2003년 1억3천5백만 유로, 2004년 3억5천8백만 유로를 투자하였으며 2004년부터 EIF는 공공과 민간을 합쳐 단일 펀드로는 유럽 최대의 벤처캐피탈펀드 전문 모태펀드로 부상
- EIF는 연구소와 대학으로부터의 실험실 창업에 투자하는 창업보육펀드(incubation fund) 혹은 창업준비 펀드(seed capital fund)에 대한 투자를 중시하고 있음

※ 사례: 2002년 프랑스의 seed capital fund인 T-Source 펀드에 4백3십만 유로를 투자

그림 10 EIF 모태펀드의 투자실적

(단위: 1백만 유로)



자료: EIF, Annual Report 2004 (<http://www.eif.eu.int>)

- 벤처캐피탈 시장의 시장실패를 보완: EIF의 모태펀드 투자활동은 민간 벤처캐피탈 투자가 과잉인 시기(가령 2000년)에는 상대적으로 소극적이고, 과소인 시기(가령 2001년과 2004년)에는 상대적으로 적극적이며, 따라서 민간 벤처캐피탈 시장에서 일어나는 과잉투자과 과소투자의 시장실패(market failure)를 적극적으로 보완
- 우수한 전문가 채용: EIF 모태펀드는 사업의 경제성과 수익성을 높이기 위하여 유

럽 최고의 분야별 전문가들을 채용하고 있음

※ 예컨대 2005년 1월, 분자생물학 박사이며 벤처캐피탈 업계에서 오랜 기간 활동한 경력과 함께 실적과 평판을 인정 받은 S. Jarjeet 박사를 생명과학 투자 총책임자로 채용

☐ EIF 펀드 운용의 첫 번째 특징: 초기단계 벤처투자 지원

- EIF의 모태펀드 투자 업무는 창업 초기단계(early stage)의 벤처기업에 대한 금융 지원을 최우선 목적으로 하며 따라서 창업 후기단계(later stage)의 벤처기업을 위한 펀드는 부차적 투자대상임
- 따라서 EIF 프로그램을 신청하는 벤처캐피탈 회사는 자신이 결성한 펀드(투자조합)가 초기단계 벤처기업 투자에 주력하고 있음을 입증하여야 함

☐ EIF 운영의 두 번째 특징: 간접지원

- EIF는 중소·벤처기업을 직접 지원하지 않으며 반드시 금융중개자(벤처캐피탈 혹은 은행)를 통해서 간접적으로 지원
- 따라서 중소·벤처기업에 대한 투자 혹은 여신제공 여부의 심사와 결정은 민간의 금융중개자에 의해 '시장원리'에 의거 결정됨

☐ EIF 운영의 세 번째 특징: 철저한 심사를 통한 선별

- 벤처캐피탈 펀드(투자조합)는 EIF에 직접 신청서를 제출하여야 하며 EIF는 각 분야별 투자책임자의 책임 하에 철저하게 투자여부를 심사함
- 심사과정은 1. 서류심사(screening), 2. 면접 심사(meeting), 3. 정밀실사(due diligence), 4. 계약예비 법률심사(legal Due Diligence)의 단계를 거치며 이루어짐

☐ EIF 운용의 네 번째 특징: 경제성과 수익성 실현

- EIF는 공공 지원과 영리 목적을 동시에 추구하며 신용보증 업무와 모태펀드 업무 모두에서 수익성을 달성하고 있음
 - 2002년 1천9백만 유로 순이익, 2003년 2천만 유로 순이익을 달성
 - 2003년 무디스, S&P 등으로부터 AAA 신용평가 등급 획득
- 민간 금융중개자를 통한 간접지원의 원칙과 시장원리 준수, 그리고 우수한 민간출



신 전문 투자자에 의한 철저한 투자심사 등이 경제성과 수익성을 달성하는 이유로 평가되고 있음

☐ EIF의 시그널 제공 역할

- 은행, 보험사, 개인투자자 등 주요 자금조달 투자자들이 벤처캐피탈 펀드, 특히 초기단계 벤처캐피탈 펀드에 대한 투자를 꺼리는 현 상황에서 EIF가 특정 벤처캐피탈 펀드에 투자하기로 결정했다는 소식은 은행 등 여타 투자자들의 투자를 유도하는 시그널 제공 역할을 수행

※ 독일 유수의 벤처캐피탈 회사인 Wellington Partners는 2004년 1억1천만 유로 규모의 제3호 펀드를 조성코자 은행, 보험사, 연금 등 투자자들을 접촉설득하였으나 외면당하다가 EIF의 2천5백만 유로 투자 결정을 이끌어낸 이후에야 비로소 여타 투자자들의 투자동참으로 펀드조성에 성공

- EIF 모태펀드의 시그널 제공 역할은 다음 두 가지로 해석됨
 - 첫째, EIF 모태펀드의 분야별 투자책임자들의 심사 및 선별 능력이 매우 우수하다는 평판(reputation) 효과로 인하여 여타 투자자들도 신뢰하여 추종 투자함
 - 둘째, 벤처캐피탈 펀드 조성액의 10-50%, 평균적으로 30% 가량을 출자하는 EIF의 투자 결정은 여타 투자자들의 투자리스크를 그만큼 경감시킴으로써 인센티브를 제공함

4

결론과 정책적 시사점

☐ 초기단계 벤처투자에서 ‘시장의 실패’와 정부개입의 필요성

- 벤처캐피탈의 초기단계 벤처투자가 감소하는 것은 한국만이 아니라 전세계적 현상이며 이것은 벤처캐피탈산업의 경기 사이클과 연관되어 있음
- 하지만 민간 벤처캐피탈 산업이 초기단계 벤처투자를 과도하게 줄이는 것은 일종의 ‘시장의 실패’(market failure) 상황이라고 할 수 있으며, 정부는 시장의 실패 혹은 무능을 보완하기 위하여 적극 개입할 필요가 있음



- 유럽에서 초기단계 벤처투자자 상대적으로 가장 활발한 나라는 독일과 스웨덴이며, 그 이유는 초기단계 벤처캐피탈 투자시장에서 발생하는 ‘시장의 무능’을 보완하는 다양한 정부개입 프로그램 덕택임

☐ 공공성과 수익성의 동시달성을 위한 정책모델 개발의 필요성

- 독일의 사례를 볼 때, 정부는 초기단계 벤처투자 개입에 개입하면서도 공공목적과 동시에 수익성을 달성하고 있음
- 정부는 민간 금융중계자의 벤처 초기투자 리스크를 분담함으로써 투자를 촉진하는 공공목적을 수행하지만 동시에 미래의 투자성공 시에는 수익을 나눠가질 수 있으며 따라서 공공성과 수익성의 동시달성을 이루어낼 수 있음
 - 공공성 추구: 정부는 공공자금 조성 및 지원을 통해 초기단계 벤처캐피탈 시장의 과도한 리스크를 적극적으로 분담함으로써 투자 활성화
 - 수익성 실현: 정부 공공자금의 실제운용은 민간의 금융중계자(벤처캐피탈, 자문회사, 시중은행 등)에 위탁하는 간접지원방식을 사용함으로써 시장에 의한 선별기능과 민간전문가에 의한 경영지원 및 경영개입 등 시장원리에 충실한 지원을 통해 수익성 달성 가능

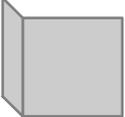
☐ 모태펀드 조성 및 운용방안에 대한 시사점

- 우리나라 정부는 현재 벤처캐피탈 펀드(투자조합)에 투자(출자)하는 모태펀드를 만들기로 하고, 2005년 5월에 1,200원 규모로 출범시킨 뒤 2008년까지 1조원 규모로 확대 운용할 계획임
- 기존의 직접지원 방식을 지양하고 모태펀드의 민간 벤처캐피탈펀드 출자를 통한 간접지원 방식을 지향함으로써 벤처생태계의 활성화를 기대할 수 있음
- 하지만 현재 벤처캐피탈 시장에서 일어나는 시장실패(과소투자)가 주로 초기단계 벤처투자에서 발생한다는 점을 고려할 때, 정부의 모태펀드는 초기단계 벤처투자에 주력하도록 설계될 필요가 있음
 - 모태펀드 운용자산의 일정 부분은 초기단계 (예비창업 포함) 벤처투자를 위한 벤처캐피탈 펀드(투자조합)에 출자되도록 유도할 필요가 있음
- 향후 조성될 모태펀드 운용에 있어서 우수한 경력과 평판을 가진 민간전문가 채용과 그들에 의한 엄격한 심사에 기초하여 수익성을 실현하는 유럽 EIF 모태펀드의 경험을 고려할 필요가 있음



▣ 우수창업보육센터를 활용한 예비창업 활성화

- 독일의 예비창업 프로그램(ERP-frueh)의 전제조건은 예비창업가가 직면하는 자금조달, 기술획득, 핵심인력 채용 등 모든 점에서 자문과 상담을 제공하는 벤처창업전문 상담회사의 존재와 이들의 능력에 대한 사회적 신뢰임
- 하지만 우리나라는 아직 벤처창업 역사가 일천한 까닭에 ERP-frueh 모델을 도입할 경우 다음 두 가지 문제에 직면할 수 있음
 - 첫째, 벤처창업전문 상담회사의 설립과 발전에 필요한 인적자원의 부족
 - 둘째, 기존의 벤처창업전문 상담인력의 경우, 이들의 능력을 사회적으로 신뢰할 만한 평가 메커니즘이 아직 결여
- 전국적으로 존재하는 약 300여개의 창업보육센터들 중 우수한 곳을 소수 선정해서 시범적으로 벤처창업전문 상담회사 혹은 코칭 투자자 역할을 부여하는 방안을 고려할 필요가 있음
 - 우수 창업보육센터의 운영자를 대상으로 엄격한 평가 메커니즘을 구축, 적용함으로써 사회와 시장의 신뢰를 획득하여야 함



참 고 문 헌

<http://www.ief.eu.int> (유럽투자기금 홈페이지)

<http://www.evca.com> (유럽벤처캐피탈협회 홈페이지)

<http://www.nvca.com> (미국벤처캐피탈협회 홈페이지)

<http://www.kfw-mittelstandsbank.de> (독일중소기업은행 홈페이지)

<http://www.kfw.de> (독일 KfW은행 그룹 홈페이지)

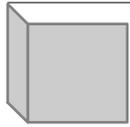
<http://www.bvk-ev.de> (독일벤처캐피탈협회 홈페이지)

BVK(독일벤처캐피탈협회), Zur volkswirtschaftlichen Bedeutung von Private Equity und Venture Capital, 2003

EVCA, Yearbook, 2004

EIF (European Investment Fund), Annual Report, 2004





저 자 프 로 필

정 승 일

- 현 과학기술정책연구원 혁신정책연구센터 부연구위원
- 독일 베를린 자유대학교 사회과학부 경제학 박사
- E-mail: sijeong11@stepi.re.kr