

창업초기투자 촉진을 위한 한국형 SAFE 활성화 방안에 대한 연구*

박진 (중소벤처기업연구원 부연구위원)**

양영석 (국립한밭대학교 창업경영대학원 교수)***

국 문 요 약

본 논문은 국내 창업초기 투자활성화를 위해 도입된 SAFE 투자방식이 창업초기투자의 대표적 투자형태로 활성화되며 시장에 안착하는데 필요한 정책적 방안을 제시하는데 목적을 두었다. 특히, SAFE와 컨버터블 노트 방식과의 비교를 통해 SAFE가 컨버터블 노트에 비해 창업초기기업에 대한 투자 활성화에 보다 적합한 측면이 있음을 분석하였다. 또한, 본 연구는 SAFE 관련 선행연구들이 SAFE 활성화의 가장 중요한 문제로 SAFE의 법률적 지위확보문제, 세제관련문제 그리고 후속투자 유치 실패 및 만기불확실성 문제를 주요 쟁점으로 다루고 있는 점을 참조하여 한국형 SAFE 활성화의 정책적 대안을 제시하였다.

첫째, SAFE 회계처리 관련, 선행연구들을 참조로 SAFE의 부채와 자본으로서 처리방안의 대안을 제시하며, 특히 SAFE 도입을 주도하는 벤처투자법의 내용을 토대로 SAFE를 자본으로 처리하는 방법에 대한 대안을 제시하였다. 둘째, 세제지원 관련, 현재 개정이 추진되고 있는 벤처기업 인증제도를 토대로, SAFE 투자가 벤처기업인증을 위한 투자로 인정되어야 SAFE 투자관련 세제지원 문제를 해결하는 방안임을 제시하였다. 셋째, 후속투자 유치 실패 관련, 해외주요사례 벤치마킹 연구들을 토대로, SAFE의 한국형 계약방식 즉, 계약조항 문구를 만들 때 후속투자유치 실패에 대한 안전장치와 만기일 및 그 이후에 대한 이벤트 협상 등의 내용을 담은 수정문구를 반영하는 방법으로 문제해결 방안을 제안하였다. 본 논문은 SAFE 투자가 국내 창업초기 투자방식으로 활성화되기 위한 방식으로 이 제도의 도입 법적근거인 벤처투자법과 제도의 주무부서인 중소벤처기업부의 보다 강한 역할을 중심으로 제안하였다. 이를 통해 본 논문은 기존 선행연구들의 내용을 보다 정책실행적인 관점에서 문제 해결 실행대안을 제시하였다.

핵심주제어: SAFE, 창업초기투자, 한국형 SAFE, SAFE 제도개선, 벤처투자법

I. 서론

중소벤처기업부(2022)에 의하면 국내 벤처투자 규모는 2021년 말 기준, 전년대비 78.4% 증가한 7조 6,802억원으로 역대 최대치를 기록하였으며, 2017년 약 2조 4천억원에서 4년 만에 3배 이상 증가하였다. 특히 업력별로 보면, 이러한 벤처투자의 급증을 주도한 구간은 창업 3년에서 7년 사이의 중기벤처기업에 대한 투자로 전체 업력구간의 절반에 가까운 45.3%를 차지하였으며, 상대적으로 3년 미만 창업초기기업에 대한 투자비중은 감소하는 추세를 보였다.

중소벤처기업부는 창업초기기업에 대한 투자활성화를 목표로 2020년 8월 벤처투자법의 시행을 통해 「조건부지분인수계약.일명, SAFE」를 국내에 도입하였다. SAFE(Simple Agreement for Future Equity)는 투자금액의 상환만기일이 없고 이자가 발생하지 아니하는 계약으로서 중소벤처기업부령으로

정하는 요건을 충족하는 조건부지분인수계약을 통한 지분 인수를 말한다(벤처투자법 제2조제1호라목). 주요 투자계약조항으로는 ① 가치한도(Valuation Cap)만 적용한 경우, ② 할인율(Discount Rate)만 적용한 경우, ③ 가치한도와 할인율을 모두 적용한 경우 등이 있다. SAFE는 도입 이후 투자규모면에서 2020년 11억에서 2021년 393억원으로 큰 증가세를 보이고 있고, 투자유형별 신규투자 비중에서도 2021년 0.5%로 전년대비 그 비중이 확장되고 있으며, 특히 업력별 신규투자에서도 중기(0.2%)와 후기(0.1%) 대비 초기의 활용비중이 1.7%로 월등히 지배적인 투자형태로 자리잡고 있다.

그러나 SAFE는 도입된지 2년을 막 넘어서는 초기단계여서 아직은 대규모 벤처투자시장에서 그 위상을 확보하고 창업초기투자 활성화를 주도하는 데는 한계가 있다. 또한 SAFE는 법률적 지위에 있어서도 부채와 자본여부를 두고 본질적 의문이 해소되지 않은 상황이어서 이를 도입한 정부가 정책적

* 본 연구는 중소벤처기업연구원 연구비 지원에 의해 이루어졌습니다.

** 주저자, 중소벤처기업연구원 부연구위원, jpark@kosi.re.kr

*** 교신저자, 국립한밭대학교 창업경영대학원 교수, ytony@hanbat.ac.kr

· 투고일: 2022-11-09 · 수정일: 2022-12-09 · 게재확정일: 2022-12-19

의지를 갖고 활성화 정책을 강도 높게 추진할 때 SAFE는 창업초기기업에 대한 투자형태로 그 위상을 확보할 수 있다.

본 논문은 중소벤처기업부가 2020년 도입한 SAFE 투자방법을 국내 창업초기투자자의 대표적 형태로 활성화되게 하는 정책적 방안을 제안하는데 목적이 있다. 세부적으로 구체적인 연구목적은 제시하면 다음과 같다. 첫째, SAFE 관련 선행연구를 통해, SAFE의 개념과 이론적으로 벌어진 구조 관련 논쟁의 이슈들을 파악하고, 선행연구결과들이 제시하고 있는 SAFE의 본질적 위상 한계 극복방안에 대해 문헌연구를 진행하였다. 둘째, SAFE에 비해 이미 시장에 먼저 도입되어 보편화된 컨버터블 노트(Convertible Note)와의 비교연구를 통해 SAFE의 장점과 활용기회를 파악하고, 이를 통해 활성화를 위한 논리적 기저를 개발하였다. 셋째, SAFE를 이미 도입한 선진사례 벤치마킹 연구를 통해 선형적 관점에서 SAFE의 활성화 방안에 대한 시사점을 도출하였다. 마지막으로 넷째, 이를 통해 본 연구는 한국형 SAFE 활성화 방안에 대한 정책적 방안을 도출하였다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 2장에서는 이론적 고찰로 SAFE의 개념과 구조 그리고 국내 SAFE 관련제도와 투자 현황에 대해 알아보고, 특히 컨버터블 노트와의 비교분석을 통해 SAFE의 특징 및 비교우위를 설명하였다. 3장에서는 미국의 KISS, 영국의 ASA 등을 포함한 해외 주요국 사례를 분석하였으며, 4장에서는 한국형 SAFE 활성화 방안에 대해 논의하는 방식으로 전개하였다.

II. 이론적 고찰

2.1. SAFE의 개념과 구조

SAFE는 미래자산을 위한 단순한 계약의 한 유형으로서 채무적 성격이 없는 전환권을 주된 내용으로 한다. 즉 투자자가 기업에 투자를 하면서 그 대가로 해당기업이 투자자에게 미래에 지분(Equity)을 제공하겠다는 간편화된 계약형태이다. 이은세(2015)에 의하면, SAFE를 처음으로 고안하여 사용한 Y-Combinator는 SAFE는 애초에 부채로서의 차입이 아니라 향후 지분제공을 위한 간편 계약임을 강조하고 있으며, ‘SAFE is Not a Debt Instrument’로 채무적 성격이 없음을 강조하고 있다. SAFE는 자금공급 시 투자 단가를 확정하지 않고, 이후 약정하는 특정한 사건이 발생할 경우 미리 정해진 비율로 주식으로 전환된다.

박용린·천창민(2018)에 의하면, 여기에서 말하는 ‘약정하는 특정한 사건’이란 좀 더 객관적인 가치평가가 수반되는 후속 투자를 의미(통상, 벤처캐피털투자 등)하며, 이때 기업과 투자자간에 주식전환가를 결정하게 된다. 특히, 핵심조건으로는 가치한도(Valuation Cap)와 할인율(Discount Rate)이 포함된다.

SAFE는 투자형태 자금유치 시 핵심적으로 요구되는 기업가치 평가에 대해 초기기업의 경우 합리적인 평가가 어려워 투자자와 기업 간에 큰 이견이 발생할 수밖에 없고, 이에 따른 큰 비용발생으로 투자체결사례 저하가 수반되는 상황에서, 투자금에 대한 지분비율 산정을 창업초기 중소벤처기업이 어느 정도 성장하여 그나마 유의미한 평가가 가능한 시점인 추가 지분투자유치(벤처캐피털 투자유치) 시점까지 유보한 후, 그 비율을 산정하고 지분을 결정하기로 계약하는 투자방식이다. 특히, SAFE는 채무의 성격을 상징하는 자금의 만기나 이자율에 대한 조항이 없으며, 특정사건 기점으로 지분으로 전환하는 권리의 성격을 강하게 가지고 있다.

양영석(2019)은 SAFE는 적어도 개념적으로는 창업초기 중소벤처기업과 투자자간에 전통적으로 존재하는 다양한 허들들을 완화시켜 투자활성화를 촉진할 수 있다고 주장한다. 그 세부논리로, 첫째 SAFE는 창업초기벤처기업과 투자자간에 정보의 비대칭성 문제가 심각한데, 이를 의미 있는 성장근거가 마련 될 때까지 유보해줌으로써 어느 정도 완화시켜 줄 수 있다. 둘째, SAFE는 창업초기 중소벤처기업 투자가 내포하는 높은 위험 프리미엄, 즉 위험성이 높으므로 투자대비 더욱 높은 지분요구 문제를 해소해 주어 투자자에게는 초기투자에 따른 관리적 부담을 완화해주고, 기업에게는 과도하게 지분을 제공해 경영권 위협의 위험으로부터 극복하게 해준다. 셋째, SAFE는 기업과 투자자간에 기업가치 산정을 두고 벌이는 협상의 시간과 비용을 줄여주고, 협상의 결과를 계약으로 체결하는 과정에서 수반되는 법률적 비용 등을 경감시켜준다. 이와 같이 SAFE는 창업초기 벤처투자시장에서 시간이 경과함에 따라 발생하는 불확실성을 해소하는 장점을 적극 활용한 투자수단으로, 창업초기 중소벤처기업에 대한 투자활성화를 견인할 수 있을 뿐만 아니라 후속투자 불발에 따른 ‘죽음의 계곡(Series A Crunch)’에 대한 문제를 어느 정도 완화해줄 것으로 기대하고 있다.¹⁾ 한편, SAFE에 대한 국내 선행연구는 주로 SAFE의 도입에 따른 법적 지위 부여문제와 SAFE를 활성화시키기 위한 방안제시 등에 대한 연구가 주요 흐름이다.

SAFE의 법적지위연구 관련, 한국형 SAFE 도입 및 안착을 위해서는 무엇보다 법적인 발행근거를 명확히 해야 한다(박용린·천창민, 2018). SAFE의 도입은 법률적 지위관점에서 보면, 유가증권법정주의를 강하게 채택하고 있는 대륙법계 국내 법체계 하에서는 신형증권의 발행이 관련법에 명시적으로 채택되지 않는 한 사적계약으로 그 거래의 법률적 타당성 즉, 거래의 효력을 확보할 수 없다(양영석, 2019). SAFE는 벤처투자 촉진법에 열거하여 실행은 가능할지 모르지만, 발행기업이 상법이나 회사법을 위반할 가능성이 크며, 현재의 관련법 체계 하에서는 지분형 종류주식보다는 전환사채로(대법원 판례기초) 인식될 가능성이 크고, SAFE는 당초 빠른 투자실행과 낮은 거래비용을 목표로 하고 있지만, 「자본시장법」 상 공모

1) Series(시리즈) A Crunch는 창업초기기업이 시드(Seed) 투자는 성공적으로 유치하였지만 이후 Series A 단계의 투자유치에 실패하여 발생하는 자금압박 또는 투자자금조달 공백에 대한 문제를 말한다(양영석, 2015).

에 포함될 경우 그 목표를 달성하는 데는 상당한 제약이 수반될 것으로 예상하고 있다. 현행 유가증권법정주의에 의하면, SAFE는 지분형투자가 아닌 전환사채의 일종으로 대법원 판례에 의해 인지되었기에 「상법」 등 관련법에서 SAFE의 법적지위를 부채가 아닌 지분형 종류주식으로 명기하는 개정의 노력이 요구된다(양영석, 2019). SAFE의 법적 성격은 지분증권인 주식이 아니고, 장래 주식으로 전환될 가능성이 있는 조건부 지분증권으로 볼 수 있어 상법 상 이러한 조건부 지분증권에 해당하는 종류의 증권은 없지만, 그래도 보다 유사한 증권을 찾자면 종류주식 중 전환주식에 가깝다고 할 수 있다. 그러므로 입법론으로서 상법 개정안을 제시하자면, 전환권의 내용과 행사 절차와 관련하여 전환주식의 경우처럼 법에 자세한 규정을 두는 대신, 원칙적으로 SAFE의 유연성을 고려하여 SAFE 계약에 의해 이루어질 수 있도록 하는 것이 바람직하다. 따라서 상법 상 신주발행 조항에 우선하여 계약상 조건과 절차의 효력을 인정하는 것이 바람직하고, SAFE는 초기벤처기업의 특수성을 고려한 제도임을 감안하여 상장회사에게는 활용 가능성을 배제하는 것이 타당하다고 본다(한정미·성희환, 2018).

SAFE의 활성화 관련한 선행연구 측면에서 보면, 해외에서 SAFE에 대한 회계처리가 아직 확정적이지 않은 만큼, 한국형 SAFE가 시장에 안착하기 위해서는 SAFE 발행이 창업기업 측면에서 재무제표에 불리하지 않게 나타나야 하며 회계처리와 세제에 있어서도 투자자 등에게 불리함이 없게 해야 한다(박용린·천창민, 2018). SAFE는 도입취지가 부채형 투자방식이 아니라고 명시하고 있지만, 미국에서조차 회계처리에 있어 지분보다는 부채(Liability)로 평가하려는 경향이 있어, 기업에게 발행은 간편하지만 향후 관리에 오히려 더 큰 비용과 어려움이 따르는 문제를 야기하고 있는 만큼, 국내에서도 재무상태표에 어떻게 SAFE를 처리할지에 대한 충분한 검토와 명확한 기준설정이 요구되며, 특히 SAFE가 그 법률적 위상이나 회계처리방식에 대한 기준이 명료하게 정리되지 않은 상황에서 창업초기투자자들에게는 세제문제가 중요한 이슈로 부각되기에 이 또한 중요하게 검토되어야 할 사항이다(양영석, 2019).

한편 해외에서는 이미 SAFE를 차용하면서 투자자 권리 보호를 더욱 강화한 형태의 계약방식도 등장하고 있다. KISS(Keep It Simple Security)는 주식형(KISS Equity)과 채권형(KISS Debt)으로 분류될 수 있는데, 주식형 KISS는 만기가 있는 SAFE와 유사하며, 채권형 KISS는 컨버터블 노트와 유사하다(박용린·천창민, 2018). 다만 주식형 KISS는 만기를 설정해서 후속투자자에 대한 불확실성을 완화시킨다는 특징을 가진다. 후속투자자에 대한 불확실성이 SAFE 활용의 가장 큰 애로요인으로 제기하고 있기에 이 부분에 대한 다양한 완화 방안이 투자 활성화의 핵심임을 앞선 연구들과 선행모델들은 지적하고 있다.

2.2. 국내 SAFE 관련제도와 투자현황

SAFE는 2013년 미국 실리콘밸리에 위치한 액셀러레이터 Y-Combinator의 파트너 변호사인 Carolyn Levy가 컨버터블 노트의 단점을 보완하기 위해 고안한 투자방식이다. 2013년 12월 6일 ‘Announcing the Safe, a Replacement for Convertible Notes’를 통해, 컨버터블 노트가 자사 액셀러레이팅 출신 기업들에 대한 후속투자 유치와 투자조건에 여러 장애를 발생시키고 있어 이를 해결하고자 SAFE를 탄생시킨 것이다.

우리나라도 스타트업에 대한 투자 활성화를 위해 SAFE 도입의 필요성이 제기되어 왔으며, 2020년 8월 12일 벤처투자 촉진에 관한 법률(이하 벤처투자법)이 시행되면서 ‘조건부지분인수계약’이라는 명칭으로 도입되었다. 비록 도입 첫 해의 실적은 미흡하였지만(약 11억원) 금융기관 및 스타트업 투자사를 중심으로 SAFE의 장점이 부각되면서 국내시장에서도 확산될 조짐을 보였다.

IBK기업은행은 2021년 5월 2일 첫 SAFE 투자대상으로 환기·청정제품 개발업체인 씨에이랩(CALAB)을 선정하고 투자를 완료했다고 밝혔으며, 스타트업 투자사인 스프링캠프는 ‘캠프라이어’라는 액셀러레이팅 프로그램을 통해 SAFE 방식의 투자를 유치할 수 있도록 돕고 있다. 한편, 기술보증기금법(이하 기보법)의 경우 기술보증기금이 보증과 연계해 투자할 수 있는 방법으로 주식, 전환사채, 신주인수권부사채로 제한되어 있었으나 2021년 10월 기보법 개정안이 국무회의를 통과함에 따라 SAFE 등 벤처투자법에서 허용하는 투자방식이 기술보증기금 보증연계투자에도 적용될 수 있게 되었다. 특히, 기보법 개정안에 의해 허용된 투자방식으로는 조건부지분인수계약(SAFE) 외에도 교환사채, 유한책임회사 출자인수, 프로젝트 투자 등이 있다. 또한 신용보증기금은 신용보증기금법 일부개정법률안이 2021년 6월 상정됨에 따라 SAFE와 같은 투자방식을 다양하게 도입할 수 있는 법적 근거가 마련되었다. 신용보증기금은 선행 투자 실적이 없더라도 투자유치가 가능할 수 있도록 하고, 투자자의 권리보호와 피투자자(투자대상기업)의 도덕적 해이를 방지하기 위해 별도의 투자계약서를 마련하는 등 SAFE 투자 활성화의 기반을 마련하기 위해 노력해왔다.

이는 국내 벤처투자 규모가 꾸준한 성장세를 보이며 2021년 처음으로 7조원을 넘어서는 등(7조 6,802억원) 역대 최대치를 기록하는 상황 하에서도, 스타트업 혹은 3년 이하 창업초기기업에 대한 투자는 여전히 부진한 실정으로 이를 위해 2020년 창업초기기업 투자에 활용될 수 있는 SAFE가 도입되었다.

<표 1>은 2022년 한국벤처캐피탈협회가 Yearbook을 통해 발표한 투자유형별 신규투자금액 및 비중을 보고하는데, SAFE의 투자금액은 벤처투자법이 시행된 2020년 11억원에 불과했지만 2021년 393억원으로 대폭 상승한다. 그러나 여전히 다른 투자유형에 비하면 매우 낮은 수준이며, 전체 금액(7조 6,802억원) 대비 0.5% 정도로 아직은 그렇다할 성과를 보여주지

못하고 있다. 2021년 기준 투자금액은 우선주가 5조 6,373억원(73.4%)으로 가장 많았으며, 보통주(1조 3,678억원; 17.8%)와 전환사채(4,323억원; 5.6%)가 그 뒤를 이었다. 우선주의 경우 2019년 2조 8,189억원(65.9%), 2020년 2조 8,850억원(67.0%), 2021년 5조 6,373억원(73.4%)으로 꾸준히 높은 비중을 차지하고 있었으며, 이는 보통주보다 재산적 내용(이익, 배당, 재산 분배 등)에 우선적인 지위가 인정되는 주식이기 때문에 나타나는 결과로 판단된다.

<표 1> 투자유형별 신규투자(2019-2021년)

(단위: 억원, %)

구분	2019		2020		2021	
	금액	비중	금액	비중	금액	비중
보통주	8,315	19.4	8,023	18.6	13,678	17.8
우선주	28,189	65.9	28,850	67.0	56,373	73.4
전환사채	2,939	6.9	3,334	7.7	4,323	5.6
신주인수권부사채	240	0.6	197	0.5	212	0.3
교환사채	—	—	—	—	40	0.1
프로젝트	3,057	7.1	2,463	5.7	1,702	2.2
SAFE	—	—	11	0.1	393	0.5
조합지분투자	37	0.1	167	0.4	80	0.1
합계	42,777	100.0	43,045	100.0	76,802	100.0

자료 : 한국벤처캐피탈협회(2022)

<표 2>는 2021년 기준 투자유형 및 업력별(초기·중기·후기) 신규투자 금액과 비중을 나타내고 있다.

<표 2> 2021년도 투자유형 및 업력별 신규투자

(단위: 억원, %)

구분	초기		중기		후기		합계	
	금액	비중	금액	비중	금액	비중	금액	비중
보통주	2,876	15.5	5,158	14.8	5,644	24.1	13,678	17.8
우선주	14,227	76.5	27,580	79.2	14,566	62.3	56,373	73.4
전환사채	493	2.7	1,562	4.5	2,268	9.7	4,323	5.6
신주인수권부사채	2	0.1	15	0.1	195	0.8	212	0.3
교환사채	—	—	—	—	40	0.2	40	0.1
프로젝트	651	3.5	389	1.1	663	2.8	1,702	2.2
SAFE	308	1.7	71	0.2	14	0.1	393	0.5
조합지분투자	40	0.2	40	0.1	—	—	80	0.1
합계	18,598	100.0	34,814	100.0	23,390	100.0	76,802	100.0

자료 : 한국벤처캐피탈협회(2022)

주 : 초기=창업이후 3년 이하, 중기=3년 초과~7년 이하, 후기=7년 초과

<표 2>에 의하면, 전체 금액의 73.4%를 차지하는 우선주는 중기투자에 금액이 집중되는 현상을 보이며(2조 7,580억원), 보통주와 전환사채 역시 초기보다는 중기와 후기에 투자가 몰리고 있어 우리나라 창업초기기업에 대한 투자 확대의 필요성이 다시 한 번 제기된다. SAFE의 경우 초기투자금액이 가장 많아(308억원) 도입 취지를 살렸다고는 할 수 있겠으나 중기투자에도 71억원의 투자가 발생해(전체 SAFE 투자금액 대비 약 18%) 이해를 도모하기 위해서는 투자계약서 등 추가적인 확인절차가 필요할 것으로 보인다.

2.3. SAFE와 컨버터블 노트의 비교분석

SAFE가 활성화 되고 있는 미국을 기준으로 보면, SAFE와 컨버터블 노트가 도입되고 확산되는 주된 이유로 발행기업 입장에서 세무당국(IRS)의 감리위험을 최소화하기 위함이다. 창업초기단계에서는 기업의 자산가치가 거의 없을 뿐만 아니라 창업자도 통상 소규모 자금을 이용해서 액면가로 기업의 주식을 확보한다. 그리고 창업 후 일정 기간이 경과하면 세무당국이 주의를 가지기 시작하며 감리자의 잠정적인 감시대상에 오르게 된다. 부채의 성격을 가지는 컨버터블 노트의 경우 만기일이 도래하면 상환하거나 주식으로 전환해야 하는 반면 SAFE는 후속투자유치 시점에서 주식으로 전환되는 과정에서 세무당국의 감시를 피할 수 있다(Hottensen, 2021). 즉, 발행기업의 기업가치가 급격하게 상승하는 현상을 막기 위해 컨버터블 노트를 고안하였다면, Y-Combinator는 스타트업 법률법인의 자문을 토대로 SAFE를 탄생시킨 것이다. 따라서, SAFE와 컨버터블 노트의 비교연구를 통해 SAFE가 국내 창업초기 투자의 대표적인 형태로 자리 잡을 수 있는 근거를 제시하고자 한다. 우선, SAFE와 컨버터블 노트의 공통점 비교를 통해 SAFE의 비교우위를 제시한다.

Gordon(2021)과 Engel(2019)에 의하면, 첫째, 투자방식이 유사하다는 점이다. SAFE와 컨버터블 노트는 기업가치를 정확하게 산정하기도 힘들고, 가령 기업가치 산정이 가능하다고 해도 투자자와 발행기업 간에 발생할 수 있는 지분을 다툼과 협상 비용을 줄이고자 계약부터 우선하는 투자방식이다. 두 가지 투자방식 모두 사업이 본격적으로 진행되면 후속투자가 발생하는 시점에서 투자유치와 연동하여 기업가치가 결정된다. 특히, 스타트업이 시드(Seed) 단계에서 시리즈 A 단계로 성장하게 되면 기업가치를 상대적으로 정확하게 산정할 수 있는 근거가 생길 뿐만 아니라, 전문적인 기관투자자들이 참여하기 때문에 보다 객관적인 기업가치 평가가 가능하게 된다. 양자 모두 가치한도(Valuation Cap)와 할인율(Discount Rate)을 투자계약조항에 포함하며, 이 두 가지 기준에 의해서 기업가치가 결정된다는 공통점을 가진다. 가치한도는 투자자의 지분이 과도하게 희석되는 문제를 방지하기 위해 기업가치에 상한(Cap)을 두는 것이며, 할인율은 계약서에 명시된 비율만큼 낮은 가치로 지분을 결정한다는 의미이다.

둘째, 주식전환 시점에서 기업가치 산정에 대한 논란이 발생할 수 있다. 양자는 분명 투자유치 시점에서 우선주 투자보다 비용부담이 적다. 그러나 주식전환 시점에서 기업가치 산정이 매우 복잡해지며 많은 비용을 초래할 수 있다는 부정적인 측면도 존재하는 것이다. SAFE와 컨버터블 노트는 기업가치 산정과 관련하여 다양한 접근이 가능하며, 비록 투자계약서에 해당 사항을 명료하게 담았다 하더라도 전환가격의 산출방법은 매우 복잡해질 수 있다. 예를 들어, 후속투자유치 시점에서 VC가 참여할 경우 초기투자자들이 많은 지분을 부여받지 못하도록 전환가격 관련한 협상을 다시 진행할 가능

성이 있다. 그러므로 양자 투자자들은 투자계약서를 작성할 때 지분 산출방법 등에 대한 내용을 명료하게 적시하여 합의할 필요가 있다.

셋째, 투자자에 대한 권리와 보호가 미흡하다. SAFE와 컨버터블 노트는 채권자와 주주에게 주어지는 권리나 보호가 미흡하다는 점이 지속적으로 제기되어왔다. 이로 인해 양자 투자자들은 기업경영에 직접 참여할 수 있는 권리나 추가 증자 시 자신의 지분율을 유지하기 위한 비례적 추가신주인수권(Pro-Rata Rights), 이후에 더 좋은 조건이 발생하면 새로운 조건으로 기업가치를 인정해주는 최혜국조항(Most Favored Nation), 발행기업의 재무 및 경영실적 등에 대한 정보기본권(Information Rights) 등을 요구할 수 있다.

한편, SAFE와 컨버터블 노트의 차이점 비교를 통해서도 SAFE의 창업초기 투자 수단으로서의 우위를 도출할 수 있다.

Hottensen(2021)과 Hung(2020)에 의하면, 첫째, 투자계약서 분량에 차이가 있다. 컨버터블 노트의 계약서는 상대적으로 길고 복잡한 반면 스타트업의 시드투자 단계에 집중하여 핵심만을 다루는 SAFE는 4-5페이지 밖에 되지 않아(컨버터블 노트 계약서의 경우 10페이지 내외) 훨씬 더 짧고 간결하다. 또한 컨버터블 노트는 변호사나 경험이 풍부한 투자자의 자문을 필요로 하지만 SAFE는 기존의 양식을 활용하면 변호사의 도움 없이도 간편하고 빠르게 계약을 마무리 지을 수 있다.

둘째, 주식전환 시점의 차이이다. 양자 모두 주식으로의 전환을 허용하고 있지만 SAFE는 최초로 이루어지는 후속투자 라운드에서만 전환을 허용하는 반면, 컨버터블 노트는 진행 중인 투자라운드 뿐만 아니라 이후 발생하는 모든 투자라운드에서 자유롭게 전환할 수 있다. 또한, 컨버터블 노트는 발행기업이 소규모의 투자금을 유치하더라도 전환조건에 부합하거나 혹은 투자자 간에 합의한 이벤트가 발생하면 전환이 이루어지는 반면, SAFE는 반드시 전환조건을 충족하는 후속투자가 발생해야 주식으로의 전환이 이루어지기 때문에 컨버터블 노트에 비해 전환이 유연하지 못하다.

셋째, 만기와 이자지급의 차이이다. SAFE는 부채가 아닌 신주인수권의 성격을 가지고 있기 때문에 만기나 이자에 대한 개념이 없다. 반면에, 컨버터블 노트는 2-8% 사이의 이자율과 만기일이 존재한다(한정미·성희환, 2018). 컨버터블 노트의 이자율이 투자금액의 보유기간과 연동되어 결정되는 것에 반해 SAFE는 이와 상관없이 후속투자에 의해 투자자의 지분율이 산정되기 때문에 발행기업 입장에서는 SAFE를 더욱 선호하는 경향이 있다. 컨버터블 노트는 만기가 도래하면 세 가지 선택권이 주어지는데, ① 원금에 이자를 더해 상환하거나 ② 주식으로 전환하거나 ③ 아니면 만기일을 재협상한다. 문제는 대부분의 스타트업이 자금에 대한 여유가 많지 않아 상환하기가 쉽지 않고, 상환하더라도 도산위험에 직면할 수 있다.

넷째, 기업매각 관련 보상의 차이이다. 만약 인수합병을 통해 발행기업이 매각되는 상황이 발생한다면 SAFE와 컨버터블 노트는 각각의 투자자들에게 투자에 대한 보상금을 지급할 의무가 있다. 예를 들어, 스타트업 회사가 인수합병되면

SAFE의 경우 투자자에게 투자원금을 지급하거나 아니면 정해진 가치한도금액에 따라 주식으로 전환된다. 반면에 컨버터블 노트는 계약에 따라 보상조건이 달라질 수 있기도 하나 통상적으로 원금의 두 배를 지급한다.

다섯째, 투자유치 전략의 적용용이성 차이이다. 예컨대, SAFE를 활용하면 동일한 기업에 투자하더라도 라운드별 투자자들 간에 서로 다른 조건으로 투자가 가능하다. 이와 같은 자금조달 기법을 'High Resolution Financing(이하 HRF)'이라고 부르며, SAFE가 이를 활용하기에 최적화된 투자방식이라고 할 수 있다. HRF는 Y-Combinator의 공동창업자인 Paul Graham이 스타트업 입장에서 투자유치를 보다 쉽고 규모 있게 진행하기 위해 고안한 개념으로서 서로 다른 성격(투자 규모, 참여시점 등)의 투자자들에게 가치한도나 할인율을 상이하게 적용하는 자금조달 기법을 말한다. 이는 목표금액을 정해두고 투자를 유치하기 위해 계약조건을 적용하는 'Low Resolution Financing'과는 반대되는 개념이다. 물론 컨버터블 노트도 HRF를 적용할 수 있으나 SAFE가 투자구조 상에서 가치한도나 할인율을 재설정하기가 훨씬 쉽다.

여섯째, 조기회수(Early Exit) 관련 조항의 차이이다. SAFE와 컨버터블 노트는 창업초기 기업들이 초기투자 유치시 가치산정에 대해 기업과 투자자간의 비대칭성 문제를 극복하기 위해 고안된 투자방식으로, 미래 계약한 조건충족으로 가치산정을 확정하여 보통주나 우선주로 전환(Conversion)한 후 회수를 고민할 수 있다. 다만, SAFE와 컨버터블 노트는 조기회수 조항이 계약조항에 포함되어 있는데, 양자간에 차이가 존재한다. 두 투자방식 모두 전환 이전에 회사의 경영권변동(즉, 매각이나 IPO 등)이 발생하는 경우 조기회수가 가능하지만 SAFE는 합의했던 가치한도로 전환하거나 원금 회수를 선택할 수 있으며, 이는 별지합의를 통해 이루어진다. 이에 반해 컨버터블 노트는 표준적인 형태가 존재하지 않는다.

마지막으로, 세금부과 기준의 차이이다. 컨버터블 노트는 명확히 부채로 분류될 수 있으므로 만기일과 이자소득이 발생하는 시점에서 세금을 부과한다. 그러나 SAFE의 경우 앞서 언급한 것처럼 세금부과 대상으로서 모호한 성격을 가지며, 그 기준에 대해서 어디에도 정확하게 명시되어 있지 않다. 즉, SAFE는 이자를 지급하고 만기가 존재하는 부채가 아니어서 컨버터블 노트와 동일한 방법으로 세금을 부과하기 어렵고, 완전한 주식의 성격도 아니어서 주식으로 간주해 세금을 부과할 수도 없는 상황이다. 한편, 미국에서는 2018년 Y-Combinator가 Post-Money SAFE 체제로 전환하면서 'Equity-Tax'를 부과하는 방향으로 정리되었다.

III. 해외사례분석

3.1. 미국: SAFE & KISS 사례

미국 SAFE 투자금에 대한 지분을 산정은 스타트업이 어느 정도 성장하여 해당 기업의 가치평가가 가능해지는 시점(VC와 같은 의미 있는 후속투자가 발생하는 시점)에서 이루어진다. 미국의 경우 2013년 SAFE 도입 이후 Pre-Money SAFE를 기반으로 지분율을 산정하고 투자계약조항을 협상하였지만 2018년부터는 불공정한 부분을 제거하고 보다 투자자 친화적인 투자환경을 제공하기 위해 Post-Money SAFE로 전환하였다. 도입 시기에는 SAFE 투자방식 고유의 장점만이 부각되어 투자자 지분에 심각한 손해를 입힐 가능성을 간과하였을 뿐만 아니라 빠르고 계약서 분량이 작다는 점을 남용한 사례들이 자주 발생하였기 때문이다.

Post-Money SAFE 체제 하에서 진화한 점은 다음과 같다. 첫째, 투자자의 지분을 산정이 달라진다. SAFE는 후속투자유치 규모에 따라 투자자 지분에 엄청난 차이가 발생할 수 있는데, Pre-Money SAFE에서는 후속투자가 발생함에 따라 투자자의 지분이 크게 희석될 수 있는 위험이 뒤따른다. 예를 들어, 초기투자자의 지분이 15%라고 가정했을 때 이후 새로운 투자자가 등장한다면 기존 투자자의 지분은 15% 아래로 낮아질 수 있다. 만약 또 다른 투자자가 등장하면 더 큰 지분희석이 발생하는 것이다. 그러나 Post-Money SAFE의 경우 앞서 15%의 지분을 확보한 투자자는 이후 또 다른 투자자가 등장하더라도 자신이 보유한 지분율이 하락할 걱정은 하지 않아도 된다. 이는 마치 주식전환가격을 신주발행가 수준으로 낮추어주는 Full Ratchet 방식의 희석방지조항(Anti-Dilution Provision)과 유사하다. 즉, Pre-Money SAFE에서는 투자자 지분이 투자 이후 발생하는 모든 투자라운드에서 각자 보유한 지분에 비례하여 희석되는데 반해, Post-Money SAFE는 초기투자자의 추가적인 지분희석을 방지함으로써 투자자를 위한 보호책을 마련하였다. 이처럼 Y-Combinator는 투자자의 불공정한 지분희석 방지를 위해 2018년부터는 투자자 친화적인 Post-Money SAFE 체제로 전환하였으며, 더 이상 기업 친화적인 Pre-Money SAFE를 사용하지 않고 있다.

둘째, 투자계약조항에 대해서도 부분적으로 수정하였다. 비례적 추가신주인수권(Pro-Rata Rights)은 비록 의무조항은 아니지만, 이후에 발생하는 투자라운드에서 자신의 지분율을 유지할 수 있도록 증자에 우선 참여할 권리를 부여함으로써 투자 지분에 대한 소유권을 인정해준다. 통상 비례적 추가신주인수권은 보유한 지분율 범위 내에서 전부 또는 일부 행사할 수 있어 의무조항이라기보다는 주요 협상조항으로 인식된다. 통상 Pre-Money SAFE에서는 비례적 추가신주인수권이 당연한 조항으로 적용되어, 투자자들은 투자금이 주식으로 전환되면 이후 발행되는 주식을 비례적으로 살 수 있었다. 다만, 후속 투자라운드 이전에는 또 다른 투자나 전환주식에 대한 증자

가 발생해도 비례적 추가신주인수권이 인정되지 않았다. 즉, 시리즈 B 정도의 투자단계에 이르면 권리를 행사할 수 있다는 의미인데, 이런 상황은 사실상 SAFE 투자자들에게는 큰 의미가 없다. 시리즈 B 투자의 경우 규모나 성격을 고려한다면 창업초기기업에 투자하는 SAFE 투자자들이 후속투자에 참여할 유인이 적을 뿐만 아니라 통상 시리즈 B 투자자들은 비례적 추가신주인수권을 삭제하여 재협상하길 원하기 때문이다. 정작 SAFE 투자자들이 자신의 지분율 보호를 위해 필요로 하고 희망하는 시리즈 A 이전의 후속투자라운드에서는 권리를 행사하기 어려웠다. 그러나 Post-Money SAFE에서는 시드(Seed) 투자라운드를 비롯해 모든 투자라운드에서 해당 조항을 계약서에 포함하지 않는 대신 별도의 문서로 약정하도록 변경하였다. 즉, 높은 가치실현을 희망하는 투자자들이 선택적으로 적용할 수 있도록 그 의미가 변형된 것이다. Y-Combinator가 SAFE의 장점을 극대화하기 위해 Post-Money SAFE로 전환하면서 의도한 바는 다음과 같다.

- ① 시리즈 A 단계에서 소용되는 법률비용을 낮추어준다는 점
- ② 빠르게(일주일 이내) 투자유치 절차를 완료할 수 있다는 점
- ③ 발행기업 미래가치 추정 가능시 기업가치를 산정한다는 점
- ④ 전환주식 관련한 규제를 최소화한다는 점
- ⑤ 기존 투자자들의 지분율 희석을 방지한다는 점

한편 미국의 액셀러레이터 500 Startups는 2014년 7월 'Keep It Simple Security(일명 KISS)'라는 새로운 유형의 투자방식을 고안하였다. SAFE가 컨버터블 노트의 단점을 보완하기 위해 탄생한 것처럼 KISS는 후속투자 유치 실패와 같은 SAFE의 위험요인을 부분적으로 극복하기 위해 도입된 조건부지분인수계약이라고 할 수 있다. KISS는 스타트업이 단기간에 낮은 비용으로 자금조달을 할 수 있고 협상기간을 단축시킬 수 있다는 측면에서 SAFE와 유사한 부분이 많다. KISS는 다시 채권형 버전(KISS Debt)과 주식형 버전(KISS Equity)으로 나눌 수 있는데, 채권형 버전은 컨버터블 노트와 유사한 반면 주식형 버전은 만기일이 존재한다는 부분을 제외하면 SAFE와 매우 유사한 투자방식이다. 만기일 부제가 투자자들의 협상의를 저해하는 요인으로 작용하고 있어 컨버터블 노트가 가지는 투자자 보호장치를 결합한 것이다. <표 3>은 KISS의 주요 투자계약조항을 나타내고 있다.

<표 3> 미국 KISS의 주요 투자계약조항

계약조항	정의
만기일	18개월
이자율	5%
가치한도·할인율	협상 가능
전환조건	최소 100만 달러 이상
양도 가능 여부	가능
Exit Premium	기업매각 시 투자금의 두 배
최혜국조항	상시조항

자료 : Coltella(2017)

KISS는 통상 5%의 이자를 지급하며 투자금에 누적 이자를 더한 금액을 주식으로 전환할 수 있는 만기일(18개월)도 존재한다. 최소 100만 달러 이상의 투자금이 유치되면 주식으로 전환될 수 있으며, 가치한도나 할인율은 거래별로 협상 가능하다. 만약 100만 달러 이상의 자금 조달이 어렵다면 과반수의 의결(Majority Vote)에 의해 가치한도금액에서 주식으로의 전환이 가능하고 전환 이전에 기업이 매각되면 투자금의 두 배를 보상받을 수 있다.

한편, 인지도 측면에서는 SAFE보다 다소 떨어지는데, 2018년 Coyle & Green(2018)이 미국 내 274명의 스타트업 전문 변호사들을 대상으로 설문조사를 실시한 결과, SAFE 투자방식에 대해 알고 있다고 응답한 비율이 91%에 달한 반면 KISS는 66%에 불과한 것으로 나타났다.

3.2. 영국: ASA 사례

영국은 ‘Advanced Subscription Agreement(일명 ASA)’라고 불리는 조건부지분인수계약이 자국 내 벤처투자시장 활성화를 위해 주로 사용되고 있다. 이는 유럽의 스타트업에 투자를 집중하는 Seedsummit이 2016년에 고안한 투자방식이다. ASA는 이자 및 원금지급 의무가 없다는 측면에서 SAFE와 비슷하지만, 만기가 존재하기 때문에 기간 내 후속투자가 발생하지 않으면 자동 보통주로 전환된다. 비록 만기가 존재하지만 부채의 성격은 아니기 때문에 이자 지급이나 원금 상환에 대한 조항은 없다. 또한 스타트업 투자금에 대한 세금지원제도인 Seed Enterprise Investment Scheme(SEIS)이나 Enterprise Investment Scheme(EIS)의 혜택을 받기 위해서 우선주가 아닌 보통주로 전환된다는 특징을 가진다. SEIS는 중소기업이나 스타트업에 투자할 때 투자자가 이루어진 회계연도에 최대 50%의 세금감면 혜택을 지원하는 제도이다. EIS는 회사가 성장할 수 있도록 자금조달을 돕는 세금제도로, 회사 주식을 취득하는 개인투자자들에게 세금감면 혜택을 제공한다.

Huges(2021)에 따르면 ASA의 투자방식을 선호하는 이유는 다음과 같다. 첫째, ASA는 일반적인 지분투자와는 달리 당장 협상을 위한 계약요건이나 문서의 요구가 없어 신속한 투자 유치를 희망하는 피투자자(발행기업)에게 유리하다. ASA의 투자대상은 보통 사업 검증단계에 있거나 가까운 미래에 후속투자 유치를 희망하는 기업들이기 때문에 투자유치 관련 거래비용을 최소화할 수 있는 ASA를 더욱 선호하는 것이다. 또한 투자자 입장에서는 SEIS나 EIS의 혜택을 받기 위해서 ASA를 선택하기도 한다. 예컨대, 영국에서 전환사채는 위험 부담 없이 투자금을 상환받을 수 있는 투자형태로 인식되기 때문에 SEIS 또는 EIS의 혜택을 받을 수 없다. 따라서 스타트업 투자자들은 전환사채보다 ASA를 더욱 선호하는 경향이 있다. 이외에도 미국의 Post-Money SAFE처럼 투자자의 지분이 희석되는 문제도 방지할 수 있어 많은 장점을 가지는 투자계약형태로 인식된다.

ASA의 특징 중 하나는 ‘기한만기일(Longstop Date)’로 일컬어지는 만기가 존재한다는 것인데, ASA 투자자가 SEIS나 EIS의 세제혜택을 받기 위해서는 후속투자 유치와 무관하게 계약 후 1년이 되는 시점에서 투자금을 주식으로 전환해야 한다. 또한 우선주가 아닌 보통주로 전환하게 되는데, ① 전환 조건에 만족하는 후속투자가 발생하거나 ② 기업 매각 ③ 혹은 기한만기일에 전환할 수 있다. 통상 ASA는 만기 이전에 전환조건 이상으로 후속투자가 유치되면 할인율을 적용받아 자동 보통주로 전환된다.

<표 4> 영국 ASA의 주요 투자계약조항

계약조항	정의
할인율	10-30% 사이에서 협상을 통해 결정되며, SEIS 및 EIS 세제혜택을 받기 위해서는 반드시 보통주로 전환해야 함
가치한도	미국 SAFE와 동일한 개념으로, 투자자의 과도한 지분희석 방지를 위한 투자계약조항
전환조건 사건	ASA 투자금이 주식으로 전환되는 조건 및 사건을 의미하는 것으로, 약속한 금액 이상의 후속투자라운드나 IPO, 기업매각 등 해당
기업의 기본가치 (Default Valuation)	가령 만기일 이전에 전환조건에 충족하는 사건이 발생하지 않으면 투자금은 양측에서 합의한 기업의 기본가치로 자동 보통주로 전환되며, 이때 기업가치는 할인율 적용
기한만기일 (Longstop Date)	전환조건을 충족하는 이벤트가 발생해야 하는 최종기한으로(보통 1년), 지동으로 주식전환이 일어남

자료 : Huges(2021)

ASA의 주요 투자계약조항을 보고하는 <표4>에 의하면 할인율은 통상 10-30% 사이에서 협상을 통해 결정되며, SEIS 및 EIS 세제혜택을 받기 위해서는 반드시 보통주로 전환해야 한다. 가치한도는 미국 SAFE와 동일한 개념으로 사용되며, 투자자의 과도한 지분희석 방지를 위한 투자계약조항이다. 전환조건·사건은 ASA 투자금이 주식으로 전환되는 조건 및 사건을 의미하는 것으로, 약속한 금액 이상의 후속투자라운드나 IPO, 기업매각 등이 해당된다. 기업의 기본가치(Default Valuation)는 가령 만기일 이전에 전환조건에 충족하는 사건이 발생하지 않으면 투자금은 양측에서 합의한 기업의 기본가치로 자동 보통주로 전환되며, 이때 기업가치는 할인율이 적용된다. 그리고 기한만기일(Longstop Date)은 전환조건을 충족하는 이벤트가 발생해야 하는 최종기한으로(보통 1년), 자동으로 주식전환이 일어난다.

3.3. 캐나다: SAFE 사례

SAFE가 미국 내 스타트업 투자 활성화에 핵심적인 역할을 하자 캐나다에서도 2017년 이를 도입하여 적극 활용 중이다. 캐나다에서 SAFE를 도입하고 투자 활성화를 주도한 곳은 우리나라의 엔젤투자협회 격인 National Angel Capital Organization(NACO)이다. NACO는 캐나다 연방정부를 비롯한 여러 관련 협회와 협업함으로써 SAFE가 캐나다 증권법

(Canadian Securities Law)을 준수하며 확산될 수 있도록 돕는 역할을 하고 있다.²⁾ 캐나다의 SAFE 역시 할인율, 가치한도, 전환사건 등과 같은 계약조항을 포함하지만 미국의 SAFE와는 달리 만기일이 존재한다. 이는 미국의 KISS처럼 후속투자 유치 실패에 대한 위험요인을 완화하고자 투자계약서에 관련 조항을 추가한 것으로 보인다. 즉, 자국시장의 성격을 반영해 SAFE 투자계약서를 일부 변형해서 사용하고 있다. 또한, 총 10개의 주(Province)로 구성된 연방국가인 캐나다의 경우 지역에 따라 관련 법률이 다르게 적용될 수 있는 만큼 SAFE가 관리되는 관할 지역 법률을 이해하는 것이 매우 중요하다. 예를 들어, SAFE를 계약한 지역이 온타리오 주라면 온타리오의 주법과 증권법을 정확히 이해할 필요가 있다. 전환조건이 충족되어 투자금이 주식으로 전환되면 주 정부의 관련법이 정하는 범위 내에서 세제혜택을 받을 수 있기 때문이다.

<표 5> 캐나다 SAFE의 주요 투자계약조항

계약조항	정의
할인율	통상 15-30% 사이에서 결정
가치한도	미국 SAFE와 동일한 개념으로, 투자자의 과도한 지분희석 방지를 위한 투자계약조항
전환조건·사건	약속한 금액 이상의 후속투자 또는 유동화 사건(Liquidity Event)을 의미함. 유동화 사건이 발생하면 투자자는 초기 투자금을 돌려받거나 사전에 정해진 가격으로 지분 확보가능
기업해산 (Dissolution)	전환사건 이전에 기업이 해산하면 채권자가 1순위로 보상받으며, SAFE 투자자는 해산에 대한 보상권리를 행사하지 못함. 그러나 보통주 주주에 우선하여 사전에 합의한 금액으로 보상받을 수 있음
정보기본권 (Information Rights)	발행기업(피투자자)은 SAFE 투자자에게 경영상황·사업·재무 등의 정보를 주기적으로 제공할 의무가 있음. 정보기본권의 내용 및 범위는 NACO에서 명시
만기일 (Termination Date)	미국 SAFE와 달리 만기일(또는 종료일)을 계약서에 추가할 수 있음

자료 : O'Neill Moon Quedado(2021)

<표 5>는 캐나다 SAFE의 주요 투자계약조항을 나타내고 있다. 할인율은 통상 15-30% 사이에서 결정되며 가치한도는 미국 SAFE와 동일한 개념으로, 투자자의 과도한 지분희석 방지를 위한 투자계약조항이다. 전환조건·사건은 약속한 금액 이상의 후속투자 또는 유동화 사건(Liquidity Event)을 의미한다. 유동화 사건이 발생하면 투자자는 초기 투자금을 돌려받거나 사전에 정해진 가격으로 지분확보가 가능하다. 기업해산(Dissolution) 조항은 전환사건 이전에 기업이 해산하면 채권자가 1순위로 보상받으며, SAFE 투자자는 해산에 대한 보상권리를 행사하지 못한다. 단, 보통주 주주에 우선하여 사전에 합의한 금액으로 보상받을 수 있다. 그리고 정보기본권(Information Rights)에 의하면 발행기업(피투자자)은 SAFE 투자자에게 경영상황·사업·재무 등의 정보를 주기적으로 제공할

의무가 있다. 정보기본권의 내용 및 범위는 NACO에 명시되어 있다. 또한 캐나다 SAFE는 미국과 달리 만기일(또는 종료일)을 계약서에 추가할 수 있다.

IV. 한국형 SAFE 활성화 방안

창업초기 벤처투자시장에서 SAFE 투자 활성화를 저해하는 주된 요인 중 하나는 회계처리의 모호함이다. SAFE를 고안한 Y-Combinator는 “It’s similar to convertible note, however, a SAFE is an equity structure, not a debt structure”이라고 밝히며 SAFE는 차입의 방식이 아니라고 명시해 두었다. 그러나 SAFE를 처음으로 도입한 미국에서조차도 채권도 지분도 아닌 사적계약으로 인식되어, 그 정체성에 고민하고 있다. 실리콘밸리의 창업초기단계 투자자들은 SAFE가 회계처리 시 지분으로 인정받기를 원하지만, 미국 증권거래위원회(SEC)는 재무제표 상에서 부채계정으로 처리할 것을 권고할 뿐 회계처리기준에 대한 명확한 입장표현을 하지 않고 있다(박진, 2021). SAFE는 컨버터블 노트와 달리 만기가 없고 이자 또한 지급하지 않아 지분으로 처리해야 한다는 의견이 있는 반면 투자 시 투자자의 지분이 결정되지 않아 부채로 처리해야 한다는 시각이 혼재되어 있는 것이다.

우선 SAFE를 부채로 처리하는 방법은 대부분 국내 스타트업에 적용되는 일반기업회계기준을 적용하면 자본을 ‘주주로부터의 납입자본에 기업활동을 통해 획득하고, 기업의 활동을 위해 유보된 금액을 가산하고, 기업활동으로부터의 손실 및 소유자 배당으로 인한 주주지분 감소액을 차감한 잔액’으로 정의할 수 있다. 여기서 납입자본은 상법상 주식회사가 발행한 주식에 대한 납입금액을 뜻하기 때문에 일반회계기준을 적용할 경우 SAFE는 발행주식 수가 확정되지 않았으므로 부채로 간주하여 회계처리 할 수 있다.

반면, SAFE를 자본으로 처리하는 방법은 최근 도입된 벤처투자법(제2조제1호라목)에서처럼 SAFE를 ‘투자금액의 상환만 기일이 없고 이자가 발생하지 아니하는 계약으로서 중소벤처기업부령으로 정하는 요건을 충족하는 조건부지분인수계약을 통한 지분 인수’로 볼 수 있다. 즉, 만기와 이자가 뒤따르는 부채에는 해당될 수 없음을 명시하고 있으며, SAFE가 주식의 형태로 발행된다는 점을 고려한다면 법적 형식을 중요시하는 일반기업회계기준 상 자본의 요건에 더욱 부합한다고 보고 회계처리 할 수 있다.

본 연구는 SAFE를 창업초기기업에 대한 투자활성화 차원에서 접근하는 견지에서 SAFE를 자본으로 처리하는 방법이 발행기업의 입장에서 유리하며, 특히나 부채의 위험이 큰 창업 초기 기업입장을 보더라도 SAFE를 투자유치에 의한 자본으로 처리하는 방법이 적절함을 활성화 차원에서 제시한다.

그리고 SAFE 투자 활성화를 발목 잡는 또 다른 요인 중 하나는 세제지원에 대한 문제이다. 이는 비록 회계처리기준만큼

2) O'Neill Moon Quedado(2021) 참조.

복잡하지는 않지만 소득공제와 같은 세제혜택이 없다면 투자자들이 SAFE를 선택할 유인은 분명 줄어들 수밖에 없다. 박용린·천창민(2018)은 SAFE가 보통주 투자와 유사한 성격을 가지고 있기 때문에 SAFE로 인한 자금공급에 대해 엔젤투자 소득공제와 동일한 수준에서의 세제지원이 필요하다고 주장한다.

실제 국내에서는 SAFE가 시행되고 있지만 특정 개인투자자가 조건부지분인수계약을 체결하고 「조세특례제한법」 제16조제1항제4호(벤처기업 등에 투자하는 경우)에 따라 투자금액에 대한 소득공제를 요청하였으나 입법 미비로 인해 세제혜택을 받지 못한 사례가 발생하였다.³⁾ 해당 투자자는 소득공제와 같은 세제지원을 기대하고 투자하였으나 어떠한 혜택도 보장받지 못한 것이다. 그러나 조세특례제한법 제16조에 의하면 발행 주식, 무담보전환사채 또는 무담보신주인수권부채의 인수, 유한회사의 출자 인수 등과 같은 투자행위를 할 경우 투자한 금액의 일부에 대해 소득공제가 가능하다. 현행법상 소득공제를 받기 위해서는 국내에 주소를 두고 있거나 183일 이상의 거소를 둔 개인이어야 하며 법인은 공제 대상에서 제외된다. 또한 투자 당시에는 소득공제 대상(조세특례제한법 제16조제1항제1~6호)⁴⁾ 기업이 아니더라도 투자일로부터 2년 후 해당 요건을 충족하면 소득공제 혜택을 받을 수 있기 때문에 관련 내용을 명확히 숙지하거나 법률·조세전문가와 의 상담을 통해 분쟁을 사전에 예방하는 자세도 필요하다. 현행법상 소득공제의 범위는 투자금액의 10%를 종합소득에서 공제하고 있으나 조세특례제한법 제16조제1항의 3·4·6호의 경우에는 3천만원 이하 100%, 3~5천만원은 70%, 5천만원 초과분에 대해서는 30%까지 공제할 수 있다. 한편, 국내 투자환경이 점점 실리콘밸리식 투자로 변화함에 따라 정부도 2020년 도입된 SAFE 투자방식이 벤처투자시장에서 보다 보편적으로 활용될 수 있도록 <표 6>과 같이 법 개정을 검토하고 있다.

「벤처기업 육성에 관한 특별조치법(벤처기업법)」에 의하면 아직 SAFE 투자방식에 의해 지급된 금액이 벤처기업 인증을 위한 투자금으로 인정받지 못하고 있어 관련 사항을 포함하기 위한 법 개정을 검토 중이다. 즉 현행법상 법인세, 소득세, 취득세를 감면받을 수 있는 벤처기업이 되기 위해서는 5천만원 이상의 투자금이 필요한데, SAFE 투자금을 벤처기업 인증을 위한 투자금으로 인정받게 하여 투자 활성화를 도모한다는 취지이다.

<표 6> 개정 추진 중인 벤처기업 인증제도

구분	주요 사항
근거법	벤처기업 육성에 관한 특별조치법
확인 유형	벤처투자
평가기관	한국벤처캐피탈협회
확인 요건	- 투자금의 합계가 5천만원 이상 - 기업의 자본금 중 투자금액의 합계가 차지하는 비율이 10% 이상
주요 혜택	- 법인세 및 소득세 5년간 50% 감면 - 취득세 5년간 50-75% 감면 - 3년간 최대 70%까지 광고비 할인(35억원 한도)
개정 사항	SAFE 투자금도 벤처기업인증 심사 시 투자금으로 인정

자료 : 나현준(2021)

본 연구도 창업초기투자 활성화 차원에서 SAFE를 활성화하려면 SAFE 투자자에 대한 세금혜택은 다른 초기투자형태의 행위와 동일하게 적용되어야 함을 제시한다.

마지막으로 한국형 SAFE 활성화를 위해서는 후속투자 유치 실패에 대한 대책이 요구된다. SAFE는 분명 투자자보다는 발행기업 입장에서 유리한 투자방식이며, 발행기업 입장에서 SAFE를 활용한다면 기업의 성장과정에서 직면할 수 있는 지분구조 훼손 등 초기투자 관련한 위험부담을 낮출 수 있다. 뿐만 아니라 신속하고 낮은 비용으로 투자금을 유치할 수 있기 때문에 창업초기단계에서는 SAFE와 같은 투자방식을 선호하는 경향이 있다. 반면에 투자자 입장에서는 벤처캐피탈(VC)과 같은 규모의 후속투자가 발생하지 않는다면 투자가치의 실현이 사실상 불가능하기 때문에 투자자에 대한 보호책이 충분히 마련되었다고는 보기 어렵다(양영석, 2019). 따라서 본 연구는 후속투자유치 실패 등 SAFE 관련한 투자위험요인을 극복하기 위해서는 해외사례(미국의 KISS, 캐나다의 SAFE, 영국의 ASA 등)를 통해 해결책을 찾는 방안을 제시한다. SAFE는 비록, 만기가 없고 이자를 지급하지 않는 계약방식이 주요 특징이라고 할 수 있겠으나 SAFE 역시 컨버터블 노트의 단점을 보완하기 위해 변형하여 탄생된 것처럼 자국 시장의 특성에 맞추어 계약조항을 일부 수정하는 방안도 고려해야 한다(박진, 2021).

예를 들어, SAFE와 가장 유사한 투자방식으로 인식되는 미국의 KISS(주식형 버전)는 대부분 SAFE와 공통된 계약조항이 포함되지만 만기가 존재한다는 차이가 있다.⁵⁾ 투자자 입장에서 SAFE를 고민하는 가장 큰 이유 중 하나는 ‘만기일의 부재’인데, 투자계약서에 이를 추가한다면 위험을 회피하려는 투자자들을 어느 정도 유인할 수 있을 것으로 보인다. 영국의 ASA 역시 위험회피 성향을 가지는 투자자들에게 적합한 투

3) 김민진(2021) 참조.

4) ① 벤처투자조합, 신기술투자조합 또는 전문투자조합에 출자하는 경우 ② 벤처기업투자신탁의 수익증권에 투자하는 경우 ③ 개인투자조합에 출자한 금액을 벤처기업 또는 이에 준하는 창업 후 3년 이내의 중소기업에 투자하는 경우 ④ 벤처기업 등에 투자하는 경우 ⑤ 창업·벤처전문 경영참여형 사모집합투자기구에 투자하는 경우 ⑥ 온라인소액투자중개의 방법으로 모집하는 창업 후 7년 이내의 중소기업의 지분증권에 투자하는 경우.

5) 캐나다의 SAFE 역시 자국시장의 특성을 고려해 만기일(Maturity Date)을 추가하였다.

자방식으로 SAFE처럼 이자지급 의무가 없지만 약속된 만기일 이내에 후속투자 유치에 실패하면 자동 보통주로 전환된다. ASA는 투자계약서에 만기일(Longstop Date)을 추가할 수 있어 투자자들에게는 일종의 ‘안전장치’로 인식되며, 협상 진행을 위한 추가적인 계약조건이나 문서의 요구 또한 없다. 따라서 투자유치 관련한 거래비용을 최소화할 수 있고 특히, 사업 검증단계에 있는 스타트업을 대상으로 빠르게 투자를 진행할 수 있다.

V. 결론

본 논문은 SAFE 투자방식을 국내 창업초기투자의 대표적 형태로 활성화될 수 있게 하는 정책적 방안을 제안하는데 목적을 두었다. 그리고 SAFE와 컨버터블 노트 방식과의 비교분석을 통해 SAFE가 컨버터블 노트에 비해 창업초기기업 투자 활성화에 보다 적합한 측면이 있음을 분석하였다. 특히 계약체결의 신속성이나 투자자의 이해관계를 유연하게 담아낼 수 있다는 부분, 그리고 채무가 아닌 투자 지분의 성격이 높아 기업입장에서 재무제표에 유리한 투자방식이라는 부분 등의 차별적 장점들을 보면 SAFE가 창업초기기업에 대한 투자를 활성화하는 중요한 방식이 될 수 있음을 확인하였다. 한편, SAFE 관련 선행연구들은 SAFE 활성화를 위해 가장 중요한 문제로 SAFE의 법률적 지위확보문제, 세제관련문제 그리고 후속투자 유치 실패 및 만기불확실성 문제를 주요 쟁점으로 논의하고 있다. 본 연구는 이에 대해, 한국형 SAFE 활성화 방안의 범주에서 정책적 대안을 제시하였다.

첫째, SAFE 회계처리 관련, 선행연구들을 참조로 SAFE의 부채와 자본으로서 처리방안의 대안을 제시하며, SAFE 도입을 주도하는 벤처투자법의 내용을 토대로 SAFE를 자본으로 처리하는 방법에 대한 대안을 강조하였다. 즉, 본 연구는 SAFE 활용의 직접당사자인 창업기업과 투자자에게 불리함이 없이 하는 방법은 SAFE 투자를 자본으로 처리하는 방법으로 파악하고 보다 강력한 정책추진 의지를 담은 벤처투자법에 의해 이 문제가 정리되어야 함을 강조하였다.

둘째, 세제지원 관련, 현재 개정이 추진되고 있는 벤처기업 인증제도를 토대로, SAFE 투자가 「벤처기업 육성에 관한 특별조치법(벤처기업법)」 상의 벤처기업인증을 위한 투자로 인정받게 되도록 추진되고 있음을 강조하였으며, 이것이 SAFE 투자관련 세제지원 문제를 해결하는 방안임을 제시하였다.

셋째, 후속투자 유치 실패 관련, 해외주요사례 벤처마킹 연구들을 토대로, SAFE의 한국형 계약방식 즉, 계약조항 문구를 만들 때 후속투자유치 실패에 대한 안전장치와 만기일 및 그 이후에 대한 이벤트 협상 등의 내용을 담은 수정문구를 반영함으로써 문제해결을 할 수 있음을 제안하였다.

본 논문은 SAFE가 국내 창업초기 투자방식으로 활성화되기 위해 제도의 도입 법적근거인 벤처투자법과 제도의 주무부서인 중소벤처기업부의 보다 강한 역할을 중심으로 방안을 제

안하였다. 다만, SAFE 관련 법적근거에 대한 논의 등은 상위법인 상법이나 자본시장법 수준에서 법률적·사회적 합의가 필요한 만큼 본 연구결과가 SAFE의 확장적인 활성화 방안으로서의 제약이 존재한다. 이는 추후 관련 법 개정의 추이와 사회적 합의수준을 보아가며 보완연구가 요구된다.

REFERENCE

- 김민진(2021.3.16.). *벤처투자촉진법에 관한 법률 개정안, “조건부 지분인수계약(SAFE) 등 벤처캐피탈 법률 명확히 알아야”*. 한국경제TV, Retrieved(2022.12.16.) from <https://www.owtv.co.kr/NewsCenter/News/Read?articleId=A202103160234>.
- 나현준(2021.8.3.). *벤처인증 확대 ‘실리콘밸리식 투자’ 늘린다*. 매일경제, Retrieved(2021.10.8.) from <https://www.mk.co.kr/news/print/2021/751418>.
- 박용린·천창민(2018). 한국형 SAFE 도입의 경제적 의의와 법적 쟁점. *자본시장연구원, 이슈보고서*, 18-10.
- 박진(2021). 벤처투자 SAFE 활성화를 위한 지원방안 연구. *중소벤처기업연구원, 정책연구*, 21-09.
- 양영석(2015). 창업초기 투자단계 ‘Series A Crunch’의 원인분석과 마이크로 VC펀드의 도입에 대한 정책방안. *벤처창업연구*, 10(4), 39-47.
- 양영석(2019). 중소벤처기업의 혁신성장과 자금조달강화 방안: 벤처투자촉진법내 SAFE 도입규정실행타당성 검토 중심으로. *충남대학교 법학연구*, 30(2), 121-148.
- 이은세(2015.11.24.). *국내초기 스타트업 투자방법으로 SAFE를 도입할 때*. 코리아테크데스크, Retrieved(2021.10.6.) from <https://www.besuccess.com/startup/safe/>.
- 중소벤처기업부(2022). *작년 벤처투자, ‘20년보다 3.4조원 증가한 역대 최대수준인 7.7조원 달성*, Retrieved(2022.12.16.) from <https://www.korea.kr/docViewer/skin/doc.html?fn=89645d0a9d8309cbc84946c743269983&rs=/docViewer/result/2022.01/27/89645d0a9d8309cbc84946c743269983>.
- 한국벤처캐피탈협회(2022). *KVCA Yearbook & Venture Capital Directory*. 서울: KVCA.
- 한정미·성희환(2018). 중소벤처기업법 법제연구(I): 현상창업 활성화를 위한 중소벤처기업 자금공급 확대방안 연구. *한국법제연구원, 현안분석*, 18-04.
- Coltella, G.(2017). *SAFE vs. KISS, the Evolution of the Convertible Note*. Medium, Retrieved(2022.12.16.) from <https://medium.com/@GiorgiaColtella/safe-vs-kiss-the-evolution-of-the-convertible-note-4859d42a867d>.
- Coyle, J., & Green, J.(2018). The SAFE, the KISS, and the Note: A Survey of Startup Seed Financing Contracts. *Minnesota Law Review Headnotes*, 103, 42-66.
- Engel, J.(2019). *Seed Financing: Safe Notes vs. Convertible Notes*. Leaf, Retrieved(2022.12.16.) from <https://www.leaf-legal.com/seed-financing-safe-notes-vs-convertible-notes/>.
- Gordon, J.(2021). *Difference between a SAFE, Convertible Notes, Equity Financing*. The Business Professor, Retrieved(2022.12.16.) from https://thebusinessprofessor.com/en_US/business-transactions/safe-vs-convertible-note-vs-equity.
- Han, J. M., & Seong, H. H.(2018). A Legislative Study on the SMEs and Startups(I): A Study on the Expansion

- of Funding for Innovative SMEs and Startups. *Korea Legislation Research Institute, Current Issue Analysis*, 18-04.
- Hottensen, J.(2021). *Startup Fundraising: Key Differences Between SAFEs and Convertible Notes*. Capbase, Retrieved(2022.12.16.) from <https://capbase.com/startup-fundraising-key-differences-between-safes-and-convertible-notes/>.
- Huges, E.(2021). *What is an Advanced Subscription Agreement?*. Kingsley Napley, Retrieved(2022.12.16.) from <https://www.kingsleynapley.co.uk/insights/blogs/corporate-and-commercial-law-blog/what-is-an-advanced-subscription-agreement#:~:text=An%20advanced%20subscription%20agreement%20is,allocated%20at%20a%20later%20date>.
- Hung, J.(2020). *SAFE Note V. Convertible Note: What's Better?*. Retrieved(2022.12.16.) from <https://jonathanhung.com/safe-note-v-convertible-note-whats-better/>.
- Kim, M. J.(2021.3.16.). *Amendment to the Act on Promotion of Venture Investment, "You Should Clearly Know the Venture Capital Laws such as SAFE"*. HK TV News, Retrieved (2022.12.16.) from <https://www.wowtv.co.kr/NewsCenter/News/Read?articleId=A202103160234>.
- Korea Venture Capital Association(2022). *KVCA Yearbook & Venture Capital Directory*. Seoul: KVCA.
- Lee, E. S.(2015.11.24.). *Time to Introduce SAFE as an Early Startups Investment*. Korea Tech Desk, Retrieved(2021.10.6.) from <https://www.besuccess.com/startup/safe/>.
- Ministry of SMEs and Startups(2022). *Venture Funds Surpass KRW 7 Trillion in 2021, Reaching Record High*. Retrieved (2022.12.16.) from <https://www.korea.kr/docViewer/skin/doc.html?fn=89645d0a9d8309cbc84946c743269983&rs=/docViewer/result/2022.01/27/89645d0a9d8309cbc84946c743269983>.
- Na, H. J.(2021.8.3.). *Expansion of Venture Certification Increases 'Silicon Valley-style' Investment*. MK News, Retrieved(2021.10.8.) from <https://www.mk.co.kr/news/print/2021/751418>.
- O'Neill Moon Quedado(2021). *Simple Agreement for Future Equity(SAFE) Agreements*. OMQ Law, Retrieved(2021.12.16.) from <https://omqlaw.ca/safe-agreement/>.
- Park, J.(2021). A Study on Invigorating SAFE in Korea's Venture Market. *Korea SMEs & Startups Institutes, Policy Research*, 21-09.
- Park, Y. L., & Chun, C. M.(2018). Economic Significance and Legal Issues of Introducing SAFE in Korea. *Korea Capital Market Institute, Issue Paper*, 18-10.
- Yang, Y. S.(2015). The Policy Alternative of Launching Micro VC Fund in Korea Against an Overwhelmed 'Series A Crunch' Issues as to the Early Venture Investment at Startup Stage. *Asia-Pacific Journal of Business Venturing and Entrepreneurship*, 10(4), 39-47.
- Yang, Y. S.(2019). Alternative of Building up the Equity Financing Base of Small and Medium Ventures including Startups to Boost up their Innovative Growth: Validating Review Over the Act of Promoting Venture Investment including SAFE Rule. *Chungnam National University Law Research*, 30(2), 121-148.

Policy of Surging Investment to Early Startups Via Boosting up SAFE in Korea*

Park, Jin**

Yang, Youngseok***

Abstract

This paper put the goal on boosting up early startup investment by delivering and positioning SAFE as the main early startup investment type in Korea. In particular, this paper proves the better fitting of SAFE as to the early stage of venture investment than these of Convertible Note.

This paper as referring the previous studies of SAFE as the major keystone issues determining active SAFE applying (legal positioning issue, tax treatment issue, failure of inducing the following investment with uncertainty over maturity) proposes boosting up policy of Korean SAFE. First, as to accounting treatment of SAFE, it suggests SAFE to recognize legally as “the capital” on the Korean Venture Investment Act of introducing SAFE actively as venture investment type. Second, as to tax treatment issue, it proposes on amending venture indication rule as the best alternative of resolving tax issue by accepting SAFE as the investment meeting to venture investment requirement. Third, as benchmarking foreign cases, it delivers the method of modifying foreign SAFE Contract Format by adding up more clauses about safety vehicles against the failure of the following investment and fixing maturity date and event. Ultimately, all resolutions of this paper fall on highlighting the role of Korean Venture Investment Act and Ministry of SMEs and Startups.

Keywords: SAFE, Early Startup Investment, SAFE in Korea, SAFE Policy Ameliorating, Venture Investment Act

* This work is supported by the Korea SMEs & Startups Institute.

** First Author, Research Fellow, Korea SMEs & Startups Institute, jpark@kosi.re.kr

*** Corresponding Author, Professor, Hanbat National University, ytony@hanbat.ac.kr