



# Market Watch

2019

August

Vol. 11

Korea Venture  
Investment Corporation  
Monthly Journal

## Venture Opinion

미국 벤처캐피탈 펀드  
규제에 관한 소고



Korea Venture Investment Corp

Prologue

## Great minds have purposes, others have wishes.

“위대한 이들은 목적을 갖고, 그 외의 사람들은 소원을 갖는다.”

### - Washington Irving

워싱턴 어빙

미국의 작가 어빙은 뉴욕에서 부유한 집안의 막내로 태어났다. 그는 19세 때부터 다양한 필명으로 글을 쓰기 시작했고 역사와 위인에 대한 여러 책을 저술했다. 그 중에서도 《뉴욕의 역사(History of New York)》는 개척을 통해 새로운 역사가 시작된 지 얼마 되지 않은 미국에 대한 역사관을 형성하고 자긍심을 심어주는 데 큰 영향을 끼쳤다.

KVIC

Market Watch  
관련 유의사항

KVIC Market Watch는 모태펀드 등의 운용 성과를 공개하여 중소기업 및 벤처기업 등의 투자를 활성화하고 산업구조를 고도화함으로써 국민경제를 균형 있게 발전시키기 위한 공익적 목적을 달성하기 위하여 한국벤처투자 주식회사가 작성한 것입니다. 본 보고서는 특정 기업에 대한 투자 추천 또는 권유를 위한 목적으로 작성되지 않았으므로 본 보고서의 어떤 내용도 투자 판단의 근거가 될 수 없으며 본 보고서 내용을 근거로 한 투자 결과에 대하여 당사는 일체의 책임이 없음을 밝힙니다. 한편, 당사는 본 보고서 내용의 정확성과 완전성을 보장하지 않으며 본 보고서에 기재된 정보와 의견은 통지 없이 변경될 수 있습니다. 본 보고서 및 그에 기재된 내용에 대한 일체의 권리는 당사에 있습니다. 언론사가 보도의 목적으로 본 보고서에 포함된 정보를 인용하는 경우를 제외하고는, 본 보고서의 내용 및 이를 통하여 지득 또는 파생된 정보의 전부 또는 일부를 당사의 사전 서면 동의 없이 무단 인용, 복제, 변형, 배포, 게시하는 등의 행위를 금지합니다.

또한 본 보고서와 관련하여 한국벤처투자(주)가 보유하고 있는 데이터는 공개하기 어려움을 양해해주시기 바랍니다.

2019  
August

Vol. 11

## KVIC Market Watch

「KVIC Market Watch」는 민간 주도의 벤처생태계 조성을 목표로 한국벤처투자(주)가 한국모태펀드를 운영하며 쌓아온 시장 정보를 민간과 공유하기 위해 발간하는 월간 저널입니다.

### Contents



03 모태 출자펀드  
결성, 투자, 회수 동향

15 중소벤처기업  
투자 유치 방법 안내

25 KVIC News  
한국벤처투자 이영민 대표이사 취임

27 해외VC시장 동향

57 중소벤처기업  
투자·M&A 성공 사례

63 Venture Opinion  
미국 벤처캐피탈 펀드  
규제에 관한 소고



해당 보고서는 매월 발간되며,  
이번 호에서는  
2019년 7월 데이터를 분석했습니다.

# 모태 출자펀드 결성·투자·회수 동향

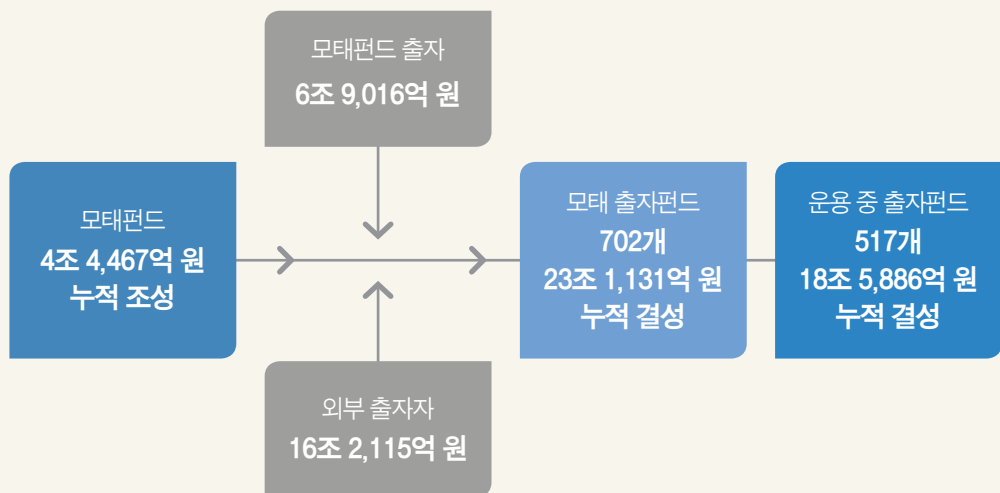


# 01

## 모태펀드 개요

2019년 7월 말 현재 한국모태펀드(이하 '모태펀드')의 누적 조성재원은 총 4조 4,467억 원이며, 16조 2,115억 원의 외부 출자금을 유치해 누적으로 23조 1,131억 원 규모, 총 702개 출자펀드\*\*를 결성했다. 이중 운용 중인 출자펀드는 517개, 18조 5,886억 원 규모이다. 모태펀드 설립 이후 현재까지 702개의 출자펀드를 통해 5,710개사\*에 총 16조 7,615억 원의 투자가 집행됐다.

그림 1 모태펀드 운용 현황



\* 전체 투자 실적은 업체 수 중복을 제거한 수치

\*\* 창업투자조합(창투조합), 한국벤처투자조합(KVF), 신기술사업투자조합, 경영참여형사모집합투자기구(PEF), 기업구조조정조합(CRC), 개인투자조합



모태펀드 성과

모태펀드에 4조 4,467억 원을 출자해 총 702개,  
23조 1,131억 원 규모의 출자펀드를 조성



모태펀드 출자금 대비  
승수효과는 5.2배

# 02

## 모태 출자펀드 결성

### 모태 출자펀드 신규 결성 조합 (2019년 7월)

2019년 7월 신규 결성 펀드는 총 14개, 5,850억 규모이다.  
두 조합의 결성을 시작으로 2019년 선정 펀드가 속속 결성될 예정이다.  
현재 2019년 선정 조합 중 59개 조합(1조 4,989억 원 규모)이 결성 진행 중이다.

표 1 2019년 7월 신규 결성 모태 출자펀드

단위: 억 원

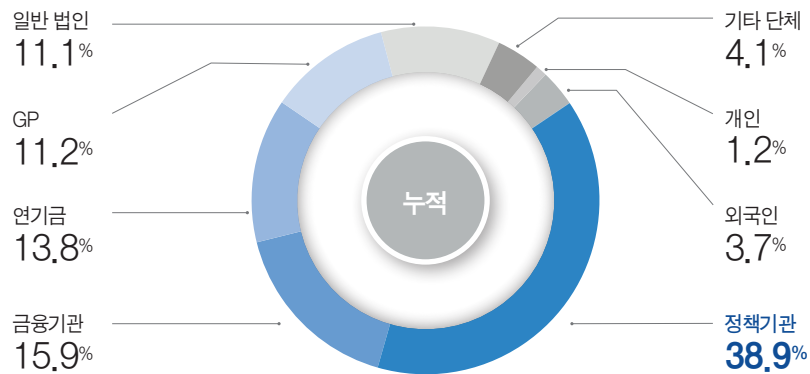
계정	성격	조합명	조합 유형	운용사	결성 총액	모태 약정	결성일
혁신모험	창업 초기	데일리 왓슨 바이오 헬스케어 펀드	KVF	데일리 파트너스	247	100	7.26
혁신모험	창업 초기	이노폴리스 2019 창업 초기 투자조합	KVF	이노폴리스 파트너스	256	150	7.24
혁신모험	창업 초기	LSK 헬스케어 2호 펀드	KVF	엘에스케이인베스트먼트	400	240	7.23
혁신모험	창업 초기	메디톡스 투자조합1호	KVF	메디톡스벤처투자	300	150	7.15
혁신모험	창업 초기	인터밸류3호 혁신창업 투자조합	창투	인터밸류 파트너스	200	120	7.26
혁신모험	창업 초기	더시드2호펀드	KVF	더시드인베스트먼트	150	90	7.19
혁신모험	창업 초기	동훈 테크스타 5호 투자조합	창투	동훈인베스트먼트	150	80	7.15
중진	소셜임팩트	대성 따뜻한 임팩트 투자조합	KVF	대성창업투자	150	105	7.26
지방	지방기업	대덕특구창업 초기 투자조합	KVF	대덕벤처 파트너스	230	127	7.9
지방	지방기업	보광 밸런스 투자조합	KVF	보광창업투자	150	90	7.17
문화	공연	P&문화 혁신투자조합	창투	피앤아이인베스트먼트	108	70	7.18
문화	공연	일신 뉴코리안웨이브 3호 투자조합	창투	일신창업투자	220	140	7.30
문화	청년콘텐츠	마이다스동아 글로벌콘텐츠 투자조합 2호	창투	마이다스동아인베스트먼트	115	60	7.31
혁신모험	혁신성장	그로스엑셀러레이션펀드	KVF	소프트뱅크벤처스	3,173.8	300	7.19

출처: 한국벤처투자

**모태 출자펀드  
출자자 구성  
(누적)**

2019년 7월 현재 모태 출자펀드의 출자자 구성(누적)은 [그림 2], [표 2]와 같다. 모태펀드를 포함한 정책기관이 9조 14억 원(38.9%)을 출자해 가장 큰 비중을 차지했고, 다음은 금융기관 3조 6,834억 원(15.9%), 연기금 3조 1,826억 원(13.8%) 순인 것으로 나타났다. 2019년 신규 결성된 출자펀드의 경우, 정책기관의 출자규모가 4,588억 원으로 가장 컸으며, 외국인(1,699억 원)이 그 뒤를 따랐다.

**그림 2** 모태 출자펀드 출자자 구성 현황(누적)



출처 : 한국벤처투자

**표 2** 모태 출자펀드 출자자 구성 현황(2019년 7월, 누적)

단위 : 억 원

구분	정책기관	금융기관	연기금	GP	일반 법인	기타 단체	개인	외국인	합계
2019. 7	4,588	1,005	990	674	1,597	46	80	1,699	10,679
누적	90,014	36,834	31,826	25,903	25,626	9,483	2,881	8,564	231,131

조합원 구분	상세 분류(KVCA 기준 참고)
정책기관	정부, 지자체, 모태펀드, 기타모펀드, 기금
금융기관	은행, 보험, 증권, 기타 금융기관
연기금	연금, 공제회
GP	창투사, 신기술, LLC 등 업무 집행 조합원
일반 법인	영리 목적의 법인
기타 단체	협회, 학교법인, 종교단체, 재단, KIF투자조합, 성장사다리펀드
개인	일반 개인
외국인	외국 소재 개인 및 법인

출처 : 한국벤처투자



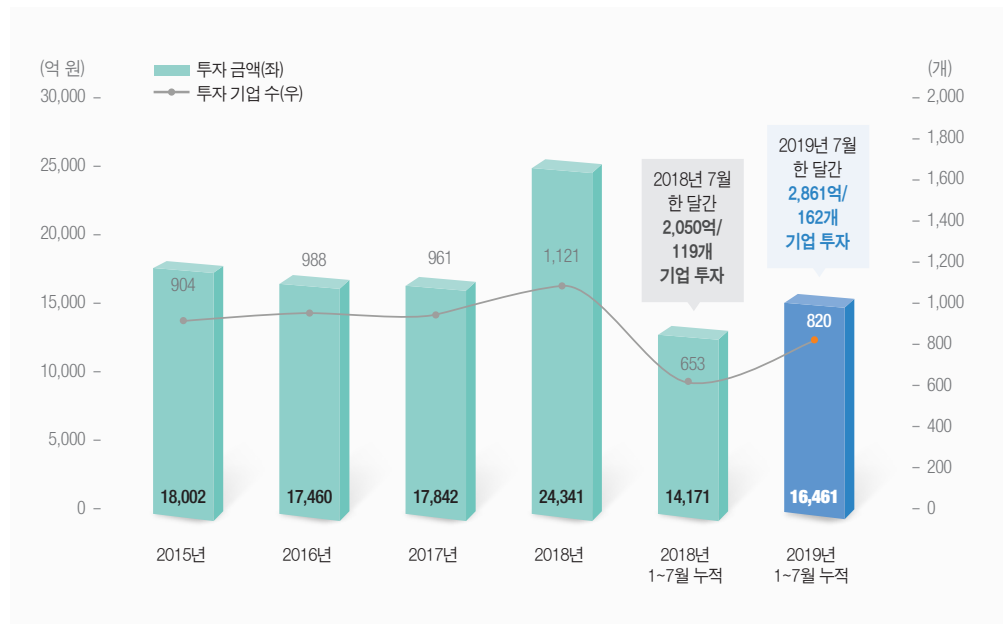
# 03

## 모태 출자펀드 투자

### 모태 출자펀드 신규 투자 동향 (2019년 1~7월)

2019년 1~7월 기간에 276개 모태 출자펀드가 820개 기업에 총 1조 6,461억 원을 투자했으며, 전년 같은 기간 대비 금액 기준으로 16.2%, 기업 수 기준으로는 25.6% 증가했다.

그림 3 최근 5년간 및 2019년 1~7월 누적 투자 추이



출처 : 한국벤처투자

\* 2019년 7월 말 기준 데이터

\*\* 2015년~2018년 투자 금액은 해당 기말시점 고정금액

**투자 금액  
상위 기업 및  
업종별 투자 현황  
(2019년 7월)**

2019년 7월 한 달간, 모태 출자펀드에서 투자한 전체 투자 건을 살펴보면  
 평균적으로 1개의 투자 기업당 1.3개 펀드가 17.7억 원을 투자하였으며,  
 투자 금액 상위 10개 기업은 기업당 평균 104억원의 투자를 유치한 것으로 나타났다.  
 업종별로는 의료용 물질/의약품 26.9%(769억 원), 소프트웨어 10.3%(294억 원),  
 전문 서비스 8.5%(244억 원), 통신 6.9%(198억 원),  
 영상(프로젝트 투자 포함) 6.5%(185억 원) 순으로 투자가 이루어졌다.  
 투자 유형별로는 우선주 69.3%, 보통주 10.2%, 조합지분 투자 7.6%, 프로젝트 투자 7.0%,  
 CB 5.4%, BW 0.4% 등의 비중으로 투자가 이루어졌다.

**표 3** 2019년 7월 모태 출자펀드 투자 금액 상위 10개사

단위: 개, 억 원

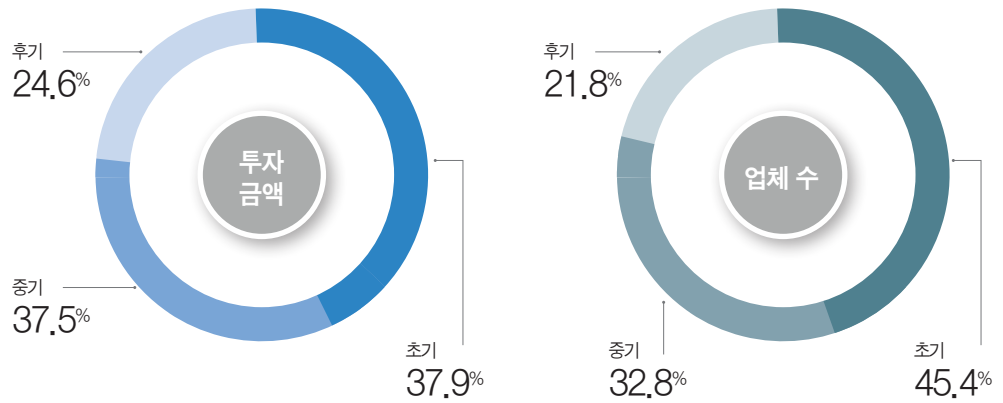
순위	투자 기업명	업종 분류	투자 출자펀드 수	투자 금액
1	00000	의료용 물질/의약품	4	270
2	00000	통신	1	198
3	00000	의료기기	3	92
4	00000	의료용 물질/의약품	3	80
5	00000	의료용 물질/의약품	2	80
6	00000	전문 서비스	7	76
7	00000	정보서비스	2	70
8	00000	정보서비스	4	60
9	00000	게임소프트웨어	2	60
10	00000	전문 서비스	4	55

출처: 한국벤처투자

**업력별  
신규 투자  
(2019년 1~7월)**

2019년 모태 출자펀드 신규 투자를 업력별로 나누어 살펴보면  
 창업 후 3년 이내 초기 기업에는 6,243억 원(37.9%),  
 3년 초과 7년 이하인 중기 기업에 6,170억 원(37.5%),  
 창업 후 7년 초과된 후기 기업에 4,049억 원(24.6%)이 투자됐다.  
 반면, 업체 수\* 기준으로 업력별 신규 투자를 살펴보면 초기 기업(45.4%),  
 중기 기업(32.8%), 후기 기업(21.8%) 순이다.

**그림 4** 2019년 7월 모태 출자펀드 업력별 신규 투자



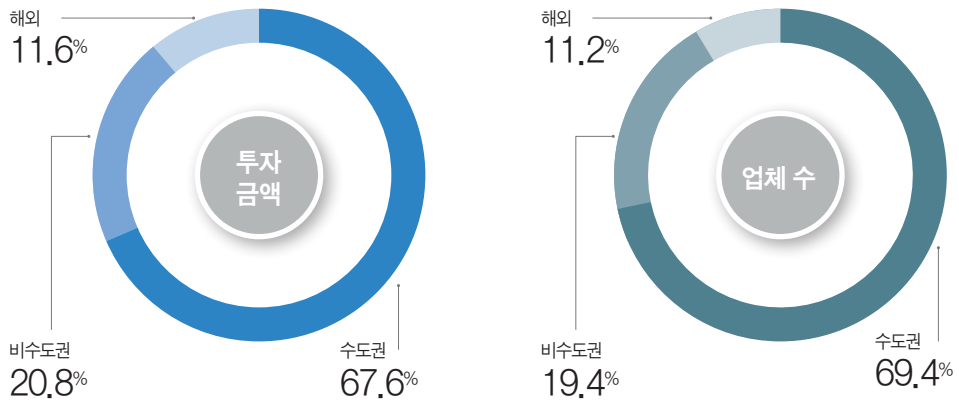
출처 : 한국벤처투자

\* 총 업체 수 820개(조합 간 업체 수 중복을 제거한 수치)

**지역별  
신규 투자 및  
업종별 신규 투자  
(2019년 1~7월)**

2019년 모태 출자펀드 신규 투자를 지역별로 나누어 살펴보면 서울, 경기, 인천을 포함한 수도권 기업에 대한 투자가 1조 1,129억 원(67.6%)으로 가장 높았고, 그 외 비수도권 기업에 대한 투자는 3,430억 원(20.8%), 해외 소재 기업 투자는 1,903억 원(11.6%)인 것으로 나타났다. 이를 더 세부적으로 살펴보면 서울 소재 기업 투자가 6,793억 원으로 가장 큰 비중을 차지했고, 그 다음은 경기 소재 기업 투자 1,916억 원, 해외 소재 기업 투자 1,656억 원 순이다.

**그림 5** 2019년 7월 모태 출자펀드 지역별 신규 투자



출처 : 한국벤처투자

\* 총 업체 수 820개(조합 간 업체 수 중복을 제거한 수치)

2019년 모태 출자펀드 신규 투자 비중이 가장 높은 업종은 바이오/의료 업종으로 총 4,569억 원이 투자돼 전체 투자 규모에서 27.8%를 차지했다. 그 다음으로는 ICT 서비스 업종 3,847억 원(23.4%), 유통/서비스 2,944억 원(17.9%) 등의 순으로 나타났다. 업체 수 기준으로는 ICT 서비스(23.7%), 바이오/의료(20.3%), 유통/서비스(18.4%) 순이다.

**그림 6** 2019년 7월 모태 출자펀드 업종별 신규 투자



번호	구분	비중(금액)
1	바이오/의료	27.8
2	ICT 서비스	23.4
3	유통/서비스	17.9
4	영상/공연/음반	8.3
5	기타	8.3
6	전기/기계/장비	5.3
7	게임	3.3
8	화학/소재	2.9
9	ICT제조	2.8



번호	구분	비중(업체)
1	ICT 서비스	23.7
2	바이오/의료	20.3
3	유통/서비스	18.4
4	영상/공연/음반	14.49
5	기타	7.2
6	전기/기계/장비	5.25
7	게임	3.8
8	화학/소재	3.5
9	ICT제조	3.4

출처 : 한국벤처투자

\* 총 업체 수 820개(조합 간 업체 수 중복을 제거한 수치)

# 04

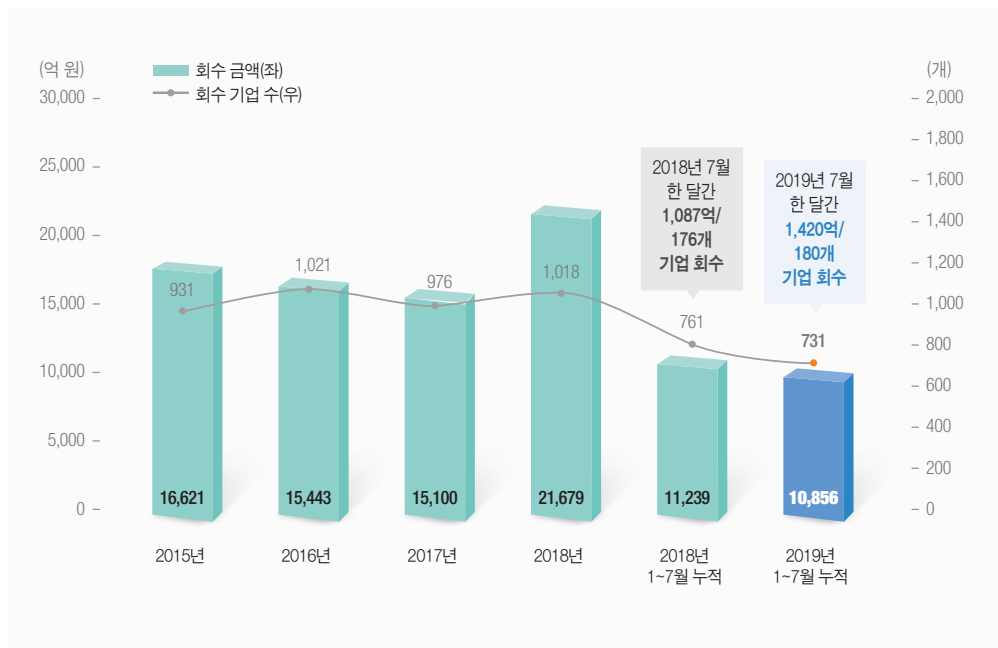
## 모태 출자펀드 회수

### 모태 출자펀드 회수 동향 (2019년 1~7월)

2019년 1~7월 기간에 308개 모태 출자펀드가 731개 기업에 대해 총 10,856억 원(회수원금 5,498억 원, 회수수익 5,358억 원)을 회수하며 투자 원금 대비 2.0배의 회수 수익배수를 기록했다.

전년 같은 기간 대비 회수 규모는 금액 기준으로 3.4% 감소, 기업 수 기준으로는 3.9% 감소했다.

**그림 7** 최근 5년간 및 2019년 1~7월 누적 회수 추이



출처 : 한국벤처투자

\* 2019년 7월 말 기준 데이터

**회수 금액 및  
업종별 회수 동향  
(2019년 7월)**

2019년 7월 한 달간, 모태 출자펀드의 각 투자 기업 회수 건 중 최대 회수 총액은 172억 원, 투자 원금 대비 최대 회수 수익배수를 기록한 건은 15.1배를 기록했다. 업종별로는 정보 서비스 27.5%(390억 원), 게임소프트웨어 12.4%(176억 원), 영상(프로젝트 투자 포함) 11.2%(160억 원), 소프트웨어 9.9%(141억 원), 의료용 물질/의약품 5.2%(73억 원) 순으로 회수가 이루어졌다.

**모태 출자펀드  
투자 기업 IPO  
현황  
(2019년 8월)**

모태 출자펀드가 투자한 기업 중 2019년 8월 한 달 동안 신규 상장한 기업은 4개 기업으로 나타났다. 8월 말 현재 신규 상장을 추진하고 있는 모태 출자펀드 투자 기업은 23개사이다.

**표 4** 2019년 8월 모태 출자펀드 투자 기업 신규 상장 현황

단위: 억 원

투자 기업명	시장 구분	기업 설립 연월	상장 연월	공모 금액 (모집 총액)	상장일 시가총액	주요 제품/서비스
네오크레마	코스닥	2007.1	2019.8	124	607	가능성 식품 원료
나노브릭	코스닥	2007.5	2019.8	73	675	보안응용제품(M-tag 및 M-pac), 보안소재제품(M-secuprint)
레이	코스닥	2004.10	2019.8	200	1,647	디지털 치료솔루션(CT scan 장비, 3D 프린터), 디지털 진단시스템 (X-ray, CT 등)
그린플러스	코스닥	1997.10	2019.8	70	420	첨단유리온실, 온실용자재설치공사, 알루미늄 압출/가공제품

출처: KRX 상장공시시스템

\* SPAC합병 제외, 코넥스→코스닥 이전상장 포함

표 5 2019년 8월 모태 출자펀드 투자 기업 상장 추진 현황

투자 기업명	시장 구분	기업 설립 연월	진행 상태	주요 제품/서비스
아이티엠반도체	코스닥	2000.2	심사 승인	휴대전화기용 배터리팩, 반도체칩, 로프안테나 제조
코리아센터	코스닥	2000.1	심사 승인	전자상거래 솔루션 및 호스팅 서비스, 해외직구 배송대행 및 직접 판매
캐리소프트	코스닥	2014.10	심사 승인	광고 영화 및 비디오물 제작
라닉스	코스닥	2003.9	심사 승인	영상, 통신, 보안, 전력용 ASIC
울리패스	코스닥	2006.11	심사 승인	바이오 신약개발, 인공유전자 개발
라운피플	코스닥	2010.1	심사 승인	Eagle Eye, MIPI 4 Lane
미디어젠	코스닥	2000.6	심사 승인	다국어 음성인식 플랫폼 외
티움바이오	코스닥	2016.12	심사 승인	합성 및 바이오신약
엔바이오니아	코스닥	2001.1	심사 승인	미세오염물질 여과용 필터 및 산업용 여과지 제조
케이엔제이	코스닥	2005.4	심사 중	반도체, FPD공정자동화 설비
티라유텍	코스닥	2006.8	심사 중	공장자동화 솔루션(MES, SCM 등)
노터스	코스닥	2012.4	심사 중	비임상 CRO사업 등
지누스	유기증권	1979.3	심사 중	칩구류
듀캠바이오	코스닥	2002.11	심사 중	방사성의약품, PET/CT 공동운영
제테마	코스닥	2009.7	심사 중	필러(Univello), 엑시머레이저 등
에스제이그룹	코스닥	2008.3	심사 중	패션아이템 제조(모자, 가방 등) 글로벌 브랜드 캠페인 제조 및 유통
미투젠	코스닥	2016.9	심사 중	모바일 소셜 카지노 및 카드 게임 개발 및 운영
라파스	코스닥	2006.3	심사 중	생분해성 마이크로니들 미용패치
페이레터	코스닥	2001.1	심사 중	콘텐츠 빌링 서비스(BillOneQ, PayOneQ)
메타넷엠씨	코스닥	1999.7	심사 중	Contact Center 아웃소싱 서비스
메드팩토	코스닥	2013.7	심사 중	항암제 (TGF-beta inhibitor 등) 개발
신테카바이오	코스닥	2009.9	심사 중	마하NGS플랫폼(유전체분석플랫폼) 개발
리메드	코스닥	2003.7	심사 중	경두개 자기 자극기

출처 : KRX 상장공시시스템

\* SPAC합병 제외, 코넥스→코스닥 이전상장 포함





# 중소벤처기업 투자 유치 방법 안내



모태 출자펀드 투자를 받고 싶었지만 투자 유치 관련 정보가 부족했던  
중소벤처기업들이 어떻게 시작해야 하는지,  
어디로 연락해야 하는지, 무엇을 유의해야 하는지 안내합니다.

이번 호에서는 **2018년부터 2019년 7월 말까지** 결성된  
모태 출자펀드 정보를 담았습니다.

# Checkpoint

## 모태 출자펀드 투자 유치를 위한 체크포인트

- 출자펀드에는 주요 투자 분야가 존재한다**

투자 상담을 진행하기 위해서는 먼저 투자 유치를 희망하는 모태 출자펀드를 선택해야 합니다.(펀드 목록과 운용사 연락처는 Appendix I 참조) 펀드 선택 시 특히 '주요 투자 분야'를 살펴봐야 합니다. 모태 출자펀드는 주요 투자 분야가 결정돼 결성되는 경우가 대다수로, 기업의 조건에 맞는 펀드를 선택해야 합니다. 예로, '4차 산업혁명' 펀드의 경우 4차 산업혁명 관련 산업을 영위하는 중소벤처기업, '창업 초기' 펀드의 경우 창업 3년 이내 기업 또는 창업 7년 이내이면서 설립 후 연간 매출액이 20억 원을 초과하지 않은 중소벤처기업에 주로 투자합니다.(주요 투자 분야 설명은 Appendix II 참조)
- 투자 유치 가능성을 높이기 위해서 출자펀드와 기업의 케미스트리가 맞아야 한다**

이러한 이유로 기업이 투자 유치 확률을 높이기 위해서는 출자펀드의 주요 투자 분야를 잘 파악해 기업의 성격과 주요 투자 분야가 잘 맞아떨어지는 출자펀드 벤처캐피탈에 연락해야 합니다.
- 투자 협의를 시작하기도 쉽지 않다**

펀드의 투자 재원은 한정돼 있는 반면, 수많은 중소벤처기업이 벤처캐피탈에 연락하기 때문에 중소벤처기업이 벤처캐피탈에 연락한다고 해 바로 투자 심사를 하고 투자가 성사되는 것은 아닙니다.
- 그렇지만 두드러라, 그러면 열릴 것이다**

그럼에도 불구하고, 기업과 벤처캐피탈 간의 협의가 어느 정도 진행돼 투자 유치를 위한 절차가 본격적으로 진행될 경우 일반적인 절차는 [그림 1]과 같습니다. 다만, 벤처캐피탈별로 투자 심사 절차가 다양하며 요구하는 자료의 종류도 다를 수 있습니다.

IR 전에는 IR 자료, 주주 명부, 재무제표를, 예비 및 본 투자 심사 전에는 법인등기부등본, 사업자등록증사본, 중소(벤처)기업 확인서, 감사보고서 등을 제출합니다.

기업으로부터 자료를 접수한 벤처캐피탈은 내부 투자 심사 절차를 거쳐 투자 여부를 결정합니다. 내부 기준에 따라 투자하지 않기로 결정하기도 하지만, 벤처캐피탈이 검토 기업에 투자를 결정하고 기업과 벤처캐피탈 간 투자 조건도 이견 없이 조율되면 벤처캐피탈과 기업은 투자 계약을 체결하고 기업은 벤처캐피탈로부터 투자금을 받게 됩니다.

**그림 1** 투자 심사 절차



# Appendix I

## 2018년 이후 결성된 모태 출자펀드 목록 및 연락처

아래 목록은 2018년 이후 한국모태펀드가 출자해 결성된 주요 출자펀드 목록입니다.  
일반적으로 최근에 결성된 출자펀드가 투자 여력이 많다고 볼 수 있습니다.  
모태 출자펀드 전체 목록 열람은  
한국벤처투자 웹사이트([www.k-vic.co.kr](http://www.k-vic.co.kr))를 참고하시기 바랍니다.

**표 1** 2018년 이후 결성된 모태 출자펀드(2019년 7월 말 기준)

주요 투자 분야	모태 출자펀드명	모태 출자펀드 운용사	대표번호
가상·증강현실	KAI-KVIC 가상증강현실투자조합	코리아에셋투자증권	02-560-6387
게임	데브-KDBC 문화투자조합	데브시스템벤처스	02-551-7903
		산은캐피탈	02-6330-0426
공공특허 사업화	더웰스 IP기술사업화 투자조합	더웰스인베스트먼트	02-552-1203
공연	P&I문화혁신투자조합	피앤아이인베스트먼트	02-6925-4591
	일신 뉴코리아웨이브 3호 투자조합	일신창업투자	02-767-6400
관광 산업 육성	케이비-에스제이 관광벤처조합	에스제이투자파트너스	02-512-0707
	마그나엑시스 관광벤처펀드	KB증권	-
	마그나인베스트먼트	마그나인베스트먼트	02-554-2222
문화 가치평가 연계	캐피탈원 콘텐츠가치평가 투자조합	캐피탈원	02-595-7450
문화 일자리 창출	KTBN 미래콘텐츠일자리창출투자조합	케이티비네트웍	031-628-6415
	대성 블라썸 일자리 투자조합	대성창업투자	02-559-2900
문화산업 소액 투자 전문	레오 10호 소액투자전문펀드	레오파트너스인베스트먼트	02-516-4171
문화 청년콘텐츠	마이디스동아 글로벌콘텐츠 투자조합 2호	마이디스동아인베스트먼트	02-2020-0906
문화 해외 연계	유니온글로벌익스페디션투자조합	유니온투자파트너스	02-594-8470
문화-ICT 해외 진출	케이비 문화 디지털 콘텐츠 해외진출 투자조합	케이비인베스트먼트	02-545-5091
미래환경산업	피씨씨-코나 제1호 미래환경산업펀드	포스코기술투자	02-3457-6300
		코나인베스트먼트	02-508-0610

주요 투자 분야	모태 출자펀드명	모태 출자펀드 운용사	대표번호	
민간 제안	메가 청년일자리 레버리지 투자조합	메가인베스트먼트	02-3453-2540	
방송 드라마	에쓰비방송콘텐츠투자조합	에쓰비인베스트먼트	02-3445-5011	
	일신 뉴코리안웨이브 2호 투자조합	일신창업투자	02-767-6400	
보건 산업 초기 기술 창업	시너지 바이오 헬스케어 벤처펀드	시너지아이비투자	02-586-5982	
사회적기업	피씨씨 사회적기업2호 펀드	포스코기술투자	02-3457-6300	
	엘로우독같이하다투자조합	엘로우독	02-2289-1581	
	D3 임팩트 벤처투자조합 제1호	디쓰리쥬빌리파트너스	02-6239-0110	
	코메스2018-2 소셜임팩트투자조합	코메스인베스트먼트	02-558-1996	
	CCVC 코리아임팩트 펀드	클리지코너인베스트먼트	02-2183-2740	
	다담 4차산업 소셜임팩트 투자조합	다담인베스트먼트	02-563-4050	
	미시간글로벌소셜임팩트투자조합	미시간벤처캐피탈	02-3445-1310	
	미래 ESV 투자조합 제1호	고려대학교기술지주 전북지역대학연합기술지주회사	02-3290-5894 063-214-0016	
소셜임팩트	D3 임팩트 벤처투자조합 제2호	디쓰리쥬빌리파트너스	02-6239-0110	
	마그나프렌드 임팩트인핸스 펀드	마그나인베스트먼트 프렌드투자파트너스	02-554-2222 02-780-8700	
	케이비 소셜임팩트 투자조합	케이비인베스트먼트	02-545-5091	
	스포츠 산업 육성	ISU-AJ스포츠투자조합	이수창업투자	02-3482-2010
			AJ캐피탈파트너스	02-6240-0440
애니메이션-캐릭터	대교애니메이션전문투자조합	대교인베스트먼트	02-3289-4987	
여성	델타벤처투자조합1호	델타인베스트먼트	02-6952-0069	
	다산에스비에이재기투자조합	동문파트너즈	02-2265-0566	
재기 지원	심본2호 리스타트 펀드	심본투자파트너스	02-3453-0333	
	지온 재기지원 펀드	지온인베스트먼트	031-8023-7393	
조선업 구조 개선	나우 에이스 파트너십펀드	나우아이비캐피탈 에이스투자금융	02-565-6234 02-6911-1000	
	캐피탈원 조선업 구조개선 투자조합	캐피탈원	02-595-7450	
중저예산 영화	대성굿무비투자조합	대성창업투자	02-559-2900	
	쉴러 스케일업 영화투자조합 1호	쉴러파트너스	02-5547-0983	

주요 투자 분야	모태 출자펀드명	모태 출자펀드 운용사	대표번호
지방 기업	케이브릿지2호 동남권 일자리창출 투자조합	케이브릿지인베스트먼트	051-731-5222
	대덕특구창업 초기투자조합	대덕벤처파트너스	042-485-9684
	보광 밸런스 투자조합	보광창업투자	02-558-2092
지식재산권	시너지 밸류 웨이브 벤처펀드	시너지아이비투자	02-586-5982
창업 초기	컴퍼니케이-교원 창업 초기펀드	컴퍼니케이파트너스	02-568-8470
	인터밸류2호 혁신창업 투자조합	인터밸류파트너스	02-564-0489
	SGI 유니콘 스타트업 투자조합	삼호그린인베스트먼트	02-3453-5500
	케이브릿지-코나 혁신 스타트업 투자조합	케이브릿지인베스트먼트	051-731-5222
		코나인베스트먼트	02-508-0610
	유렉스퍼플1호투자조합	유렉스파트너스	02-585-1116
	데브-혁신모험초기 투자조합 4호	데브시스터즈벤처스	02-551-7903
	MTI스타트업320펀드	마젤란기술투자	02-6013-0114
	CKD-BS Start-Up 벤처투자조합	씨케이디창업투자	02-3453-3331
		BS벤처파트너스	-
	스마트 혁신산업단지 제1호 투자조합	어니스트벤처스	031-776-4770
	DTNI-창업 초기 혁신 투자조합	디티앤인베스트먼트	02-6009-8600
	BSK 8호 창업 초기 투자조합	BSK인베스트먼트	02-538-0460
	DKI Growing Star 4호 투자조합	대교인베스트먼트	02-3289-4987
	비엔에이치스타트업3호투자조합	비엔에이치인베스트먼트	02-552-9769
	퀀텀창업 초기1호투자조합	퀀텀벤처스코리아	02-6954-1091
	이앤벤처1호 창업 초기투자조합	이앤벤처파트너스	02-569-3456
	다산창업 초기투자조합	동문파트너즈	02-2265-0566
	전북-에스제이 퍼스트무버 벤처펀드	에스제이투자파트너스	02-512-0707
	제이엑스 3호 투자조합	제이엑스파트너스	02-569-4661
	원익 2019 Start-Up 파트너쉽 투자조합	원익투자파트너스	02-6446-7125
	이에스5호스타트업펀드	이에스인베스터	02-3474-8750
	뉴웨이브 제6호 투자조합	네오플렉스	02-560-9700
	비에이피 제2호 퍼스트펄크 투자조합	비에이파트너스	02-567-0406
	메디톡스투자조합1호	메디톡스벤처투자	02-6901-5807
	동훈 테크스타 5호 투자조합	동훈인베스트먼트	02-6250-1500
	LSK 헬스케어 2호 펀드	엘에스케이인베스트먼트	02-553-9631

주요 투자 분야	모태 출자펀드명	모태 출자펀드 운용사	대표번호
(융합콘텐츠)	인터밸류3호 혁신창업 투자조합	인터밸류파트너스	02-564-0489
	인라이트 4호 엔젤이아이 펀드	인라이트벤처스	053-341-9222
청년창업	MGI바이오신성장투자조합 1호	메이플투자파트너스	02-3453-2582
	미시간글로벌파이어나어투자조합	미시간벤처캐피탈	02-3445-1310
	알바트로스넥스트제너레이션펀드	알바트로스인베스트먼트	070-4924-5090
	유티씨스테이지컨텐츠펀드	유티씨인베스트먼트	02-783-3347
	케이넷 VALUE-UP 벤처투자조합	케이넷투자파트너스	02-3473-7117
	라구나 청년창업 투자조합 제1호	라구나인베스트먼트	070-4006-3344
콘텐츠기업 육성	MIP글로벌콘텐츠투자조합	메이플투자파트너스	02-3453-2582
콘텐츠기업 재기 지원	ISU-콘텐츠기업재기지원펀드	이수창업투자	02-3482-2010
한-아시아 문화 산업 공동 발전	미시간팬아시아콘텐츠투자조합	미시간벤처캐피탈	02-3445-1310
해양신산업	캐피탈원 해양신산업 투자조합	캐피탈원	02-595-7450
해외 IP 수익화	케이비 지식재산 투자조합 2호	케이비인베스트먼트	02-545-5091
	IDV Global IP Growth 투자조합	아이디벤처스	02-556-9300
혁신성장	케이비 디지털 이노베이션 벤처투자조합	케이비인베스트먼트	02-545-5091
	메디치 2018-2 중소선도기업 창업투자조합	메디치인베스트먼트	02-561-1881
	BNK-케이엔 동남권일자리창출1호 투자조합	케이앤투자파트너스	02-567-0380
	유티씨이공일팔의일호(UTC2018-1) 사모투자합자회사	유티씨인베스트먼트	02-783-3347
	가이아혁신성장마케팅투자조합1호	가이아벤처파트너스	02-6451-5656
	그로스엑셀러레이션펀드	소프트뱅크벤처스	02-3484-9000
IP 직접 투자	케이그라운드-홍릉 첨단과학기술사업화 제1호 투자조합	케이그라운드벤처스	-
M&A	SGI Dolphin 중소벤처기업 M&A 투자조합	삼호그린인베스트먼트	02-3453-5500
	티에스 2018-12 M&A 투자조합	티에스인베스트먼트	02-6250-5700

# Appendix II

## 2018년 이후 결성된 모태 출자펀드의 '주요 투자 분야' 요약

아래 요약은 대표적 투자 대상을 기재해놓은 것으로 모태 출자펀드별 투자 대상은 조금씩 다를 수 있습니다.

**표 2** 2018년 이후 결성된 모태 출자펀드 주요 투자 분야 요약

주요 투자 분야	투자 대상
가상·증강현실	가상·증강현실 관련 기업 및 프로젝트
게임	게임 관련 중소·벤처기업 및 프로젝트
공공특허 사업화	공공특허를 사업화하는 기업
공연	공연예술 관련 기업 및 프로젝트
관광산업 육성	관광진흥법상 관광산업, 관광산업 특수 분류상 연관 산업에 해당하는 기업 및 프로젝트
문화 가치평가 연계	한국콘텐츠진흥원의 콘텐츠가치평가센터에 의뢰하여 콘텐츠에 대한 가치평가보고서를 받은 프로젝트
문화 일자리 창출	자본금 10억 원 이하이거나, 연 매출액 10억 원 이하이거나, 고용 인원 10명 이하에 해당하는 문화 콘텐츠 관련 중소·벤처기업
문화산업 소액 투자 전문	원천IP, 문화 콘텐츠 초기 기업 등 문화산업 전반 소액 투자
문화 청년콘텐츠	청년콘텐츠 기업 육성 관련 기업
문화 해외 연계	글로벌 콘텐츠 및 글로벌 콘텐츠 관련 기업
문화·ICT 해외 진출	해외 진출하는 문화 콘텐츠 및 디지털 콘텐츠 중소·벤처기업
미래환경산업	환경산업 영위기업
민간 제안	정책 목적 및 시장 수요에 적합한 투자 분야 및 주요한 출자 조건을 수요자가 직접 제안
방송 드라마	방송 드라마 관련 기업 및 프로젝트
보건산업 초기 기술 창업	보건산업 분야 창업 초기 중소·벤처기업에 투자



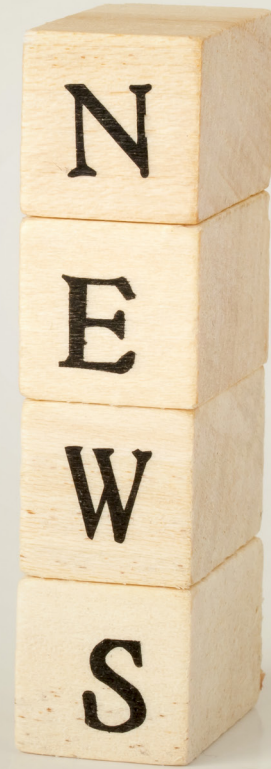
주요 투자 분야	투자 대상
사회적기업	<ol style="list-style-type: none"> <li>고용노동부 장관의 인증을 받은 사회적기업</li> <li>광역자치단체 또는 정부 부처 지정 예비 사회적기업</li> <li>행정안전부 장관이 지정한 마을기업</li> <li>보건복지부 장관이 인정한 자활기업</li> <li>한국사회적기업진흥원의 사회적기업가 육성사업의 지원 대상 중 존속 기간까지 (예비) 사회적기업으로 인정받을 것으로 예상되는 기업</li> <li>한국사회적기업진흥원에 설치된 사회적기업투자조합 투자대상선정위원회에서 투자 필요성을 인정한 기업</li> </ol>
소셜임팩트	수익성과 공공성을 동시에 추구하는 소셜벤처
스포츠 산업 육성	스포츠산업진흥법상 스포츠 산업, 스포츠 산업 특수 분류상 연관 산업에 해당하는 기업 및 프로젝트 애니메이션 또는 캐릭터 관련 중소·벤처기업 및 프로젝트
애니메이션·캐릭터	애니메이션 또는 캐릭터 관련 중소·벤처기업 및 프로젝트
여성	여성이 최대 주주인 기업 또는 여성이 당해 회사의 대표권이 있는 임원으로 투자 시점 6개월 전부터 계속해서 등기되어 있는 기업 또는 전체 임직원 중 여성 비율이 35% 이상 인 기업
재기 지원	폐업 사업주 또는 폐업 기업의 대표이사 또는 주요 주주였던 자가 재창업(타인 명의의 재창업 포함)한 기업에 대표이사 또는 주요 주주 또는 CTO로 재직 중인 중소기업
조선업 구조 개선	조선업 관련 업종의 구조조정 대상 기업
중저예산 영화	순제작비 50억 원 이하의 한국영화 또는 순제작비 10억 원 미만의 한국 영화로서, 영진 위 독립·예술영화 인정, 국제영화제 출품 등 영화적 완성도와 작품성이 기대되는 작품
지방기업	서울특별시, 인천광역시 및 경기도 이외의 지역에 본점 또는 주된 사무소를 두고 있는 중소·벤처기업

주요 투자 분야	투자 대상
지식재산권	<p>특허 기술을 사업화하는 기업, IP서비스기업 또는 IP프로젝트에 투자하되, 투자 전 발명 진흥법상의 '발명의 평가기관'에서 등록 특허에 대한 IP가치평가를 받아야 함</p> <p>(해외 IP 수익화) 상기 투자 대상이면서 우리나라 중소기업·대학·공공연구이 창출·출원·보유한 해외 IP 수익화 프로젝트</p> <p>(IP 직접 투자) 상기 투자 대상에 투자하면서 IP담보투자(Sales&amp;Licenses-back)에도 투자</p>
창업 초기	<p>창업지원법상 창업자 중 업력 3년 이내의 중소·벤처기업 또는 창업지원법상 창업자로서 설립 후 연간 매출액이 20억 원을 초과하지 아니한 중소·벤처기업</p> <p>(융합콘텐츠) 첨단 디지털 콘텐츠 기술(VR·AR, 홀로그램 등)과 주력 산업(제조, 의료, 국방, 교육)과의 융합을 통해 새로운 부가가치를 창출하는 창업 초기 기업</p>
청년 창업	창업지원법상 창업자 중 대표이사가 만 39세 이하인 경우 또는 만 39세 이하 임직원 비중이 50% 이상인 경우
콘텐츠기업 육성	문화 콘텐츠 관련 중소·벤처기업
콘텐츠기업 재기 지원	폐업 사업주 또는 폐업기업의 대표이사 또는 주요 주주였던 자가 재창업(타인 명의의 재창업 포함)한 기업에 대표이사 또는 주요 주주 또는 총괄로 재직 중인 중소기업, 사드 피해 인정 기업, 용자 연체 중인 기업
한-아시아 문화 산업 공동 발전	아시아 진출 콘텐츠 프로젝트 및 기업
해양신산업	해양 신산업 또는 첨단기술을 융합한 해양산업 관련 중소·벤처기업
혁신성장	성장성이 높은 중소·벤처기업
M&A	M&A 및 Buyout 등을 위한 중소·벤처기업 인수에 투자

# KVIC News

한국벤처투자

이영민 대표이사 취임





# “벤처투자 실무경험과 학문적 소양을 바탕으로 한국벤처투자 이끌 책임자”

## 한국벤처투자 이영민 대표이사 취임

한국벤처투자(주)의 대표이사로 이영민 前 서울대학교 벤처경영기업가센터 산학협력교수가 9월 3일 취임했다. 한국벤처투자는 이날 주주총회를 개최하여 이영민 신임 대표이사를 선임하였다.

이영민 대표이사는 에이티넘인베스트먼트와 코웰창업투자를 거쳐 알바트로스인베스트먼트의 창립 멤버이자 대표이사로서 물경 20년 간 국내 벤처투자시장을 이끌어 온 주역 중 한명으로서 벤처기업 및 벤처캐피탈에 대한 해박한 현장 경험을 지닌 업계 전문가로 알려져 있다.

또한 이 대표이사는 서울대학교 경영 학사, 포항공과대학교 산업공학 석사를 거쳐 상명대학교에서 경영학 박사학위를 받았으며, 최근까지 서울대학교 벤처경영기업가센터에서 산학협력교수로 왕성한 활동을 펼치는 등 본인의 벤처투자에 대한 실무경험을 학문적으로 정립하였다는 평가를 얻고 있다.

이영민 대표이사는 벤처투자에 대한 폭넓은 실무경험과 심도 있는 학문적 소양을 바탕으로 한국벤처투자와 모태펀드를 이끌 책임자로 평가받고 있다.

이영민 신임 대표이사의 임기는 3년이며 모태펀드 운용을 통한 벤처펀드 조성 확대, 창업초기기업 투자 활성화, 벤처 생태계의 글로벌화 등 혁신창업 생태계의 활성화를 위한 업무를 수행하게 된다.

# 해외VC시장 동향



해외 VC 시장 관련 해외 발간 보고서 내용을 분기별로 소개합니다.

이번 호에서는 National Venture Capital Association,  
PitchBook, KPMG, PwC, CB Insights에서 발간한  
[2019년 2분기 보고서](#) 내용을 담았습니다.

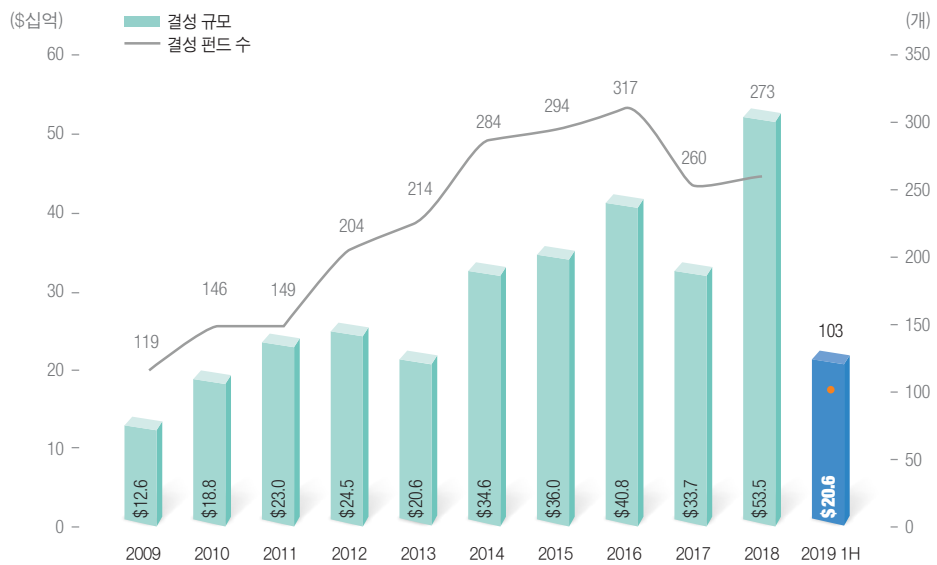
# 01

## 미국 벤처캐피탈 시장 동향 (Venture Monitor, 2019년 2분기)

### 결성 (Fundraising)

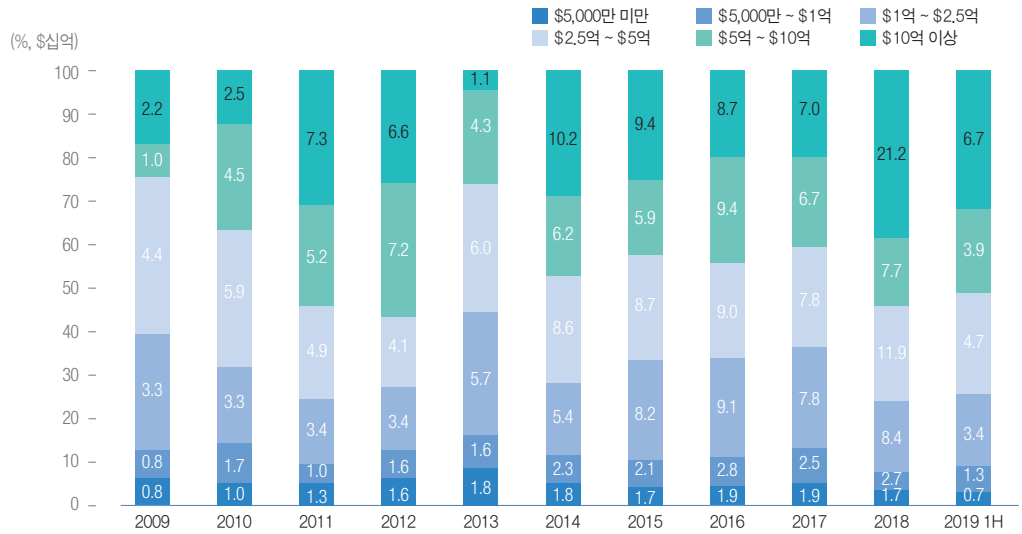
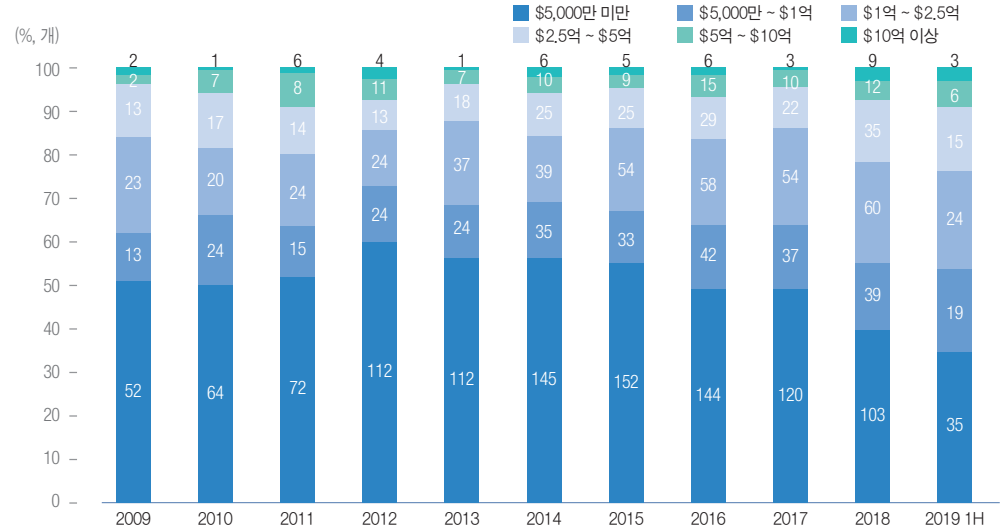
2019년 반기 동안 103개 펀드가 206억 달러 규모로 결성됐다. 2019년 반기 동안의 결성 현황은 2018년에는 못 미치지 못하지만 지난 5년의 평균에 회귀하는 수준이다. 지난 몇 년간 미국의 벤처투자 생태계에서 기업가치가 상승하고 투자가 신속하게 이루어진 배경에는 수월한 펀드 결성 환경이 있다. 2014년 이래 펀드 결성은 330억 달러 규모를 항상 초과하여 이루어졌고 이러한 상황은 VC 시장이 사모 시장에서 어느 정도 성숙했고 펀드에의 출자 수요도 일관되게 존재함을 보여준다. 회수 실적도 좋아 VC 시장의 순현금흐름도 호조여서 펀드 성과가 높아지고 VC 자산에 대한 관심도 높아지고 있다. 또한, 벤처투자 생태계에 기업이나 PE 투자자, 헤지펀드, 자산운용사 등과 같은 비(非)VC펀드 자금도 스타트업에 투자하기 위해 모여들고 있음을 주목해야한다.

그림 1 미국 VC펀드 결성 현황



출처 : PitchBook-NVCA  
Venture Monitor

**그림 2** 미국 VC 펀드 규모별 펀드 현황 (상)개수 (하)규모 합계



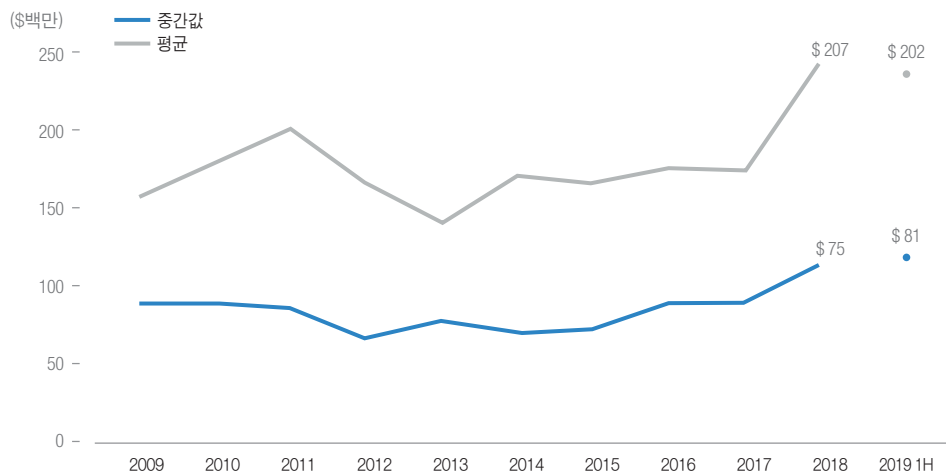
출처 : PitchBook-NVCA  
Venture Monitor

5천만 달러 규모 미만의 VC 펀드 비중은 감소 추세다. 2019년 반기 동안 결성된 펀드들 중 그 규모가 공개된 102개 펀드 중 5천만 달러 규모 미만의 펀드는 35개를 차지하여 34.3%의 비중이었다. 마이크로 펀드(5천만 달러 규모 미만의 VC 펀드)는 절대 개수 기준으로 2015년에 정점을 찍었으며 개수의 비중 측면에서는 2012년부터 감소하는 추세인데 이는 흥미롭게도 유니콘 기업이 폭발적으로 증가한 초기 몇 년의 시기와도 일치한다. 2019년 반기 동안 5억 달러 규모를 초과하는 메가펀드들은 9개가 결성을 완료했으며, 또 결성되고 있다.

10억 달러를 초과하는 펀드는 2019년 2분기 한 개 분기 동안 2개 결성됐는데 그중 하나는 Andreessen Horowitz(이하 a16z) 사가 결성한 21억 달러 규모의 후기 단계 투자에 집중하는 펀드이다. a16z는 이번 분기에 벤처캐피탈사(Venture Capital Firm)에서 RIA(Registered Investment Advisor)로 전환하기 위한 계획을 알렸다. 미국에서 VC 펀드는 20% 한도\* 내에서만 스타트업에 대한 지분 투자 이외의 투자가 가능한데 구주투자나 암호화폐에 투자하고자 하는 GP로서는 RIA로의 전환에 관심을 가지게 된다. 암호화폐 투자를 본격적으로 하고자 했던 a16z로서는 부담이 되는 제약이라 RIA로의 변모를 계획한 것으로 보인다. a16z는 RIA가 됨으로써 자유롭게 투자자산배분을 할 수 있는 대신 비용 및 규제 측면의 부담은 커질 것으로 보인다.\*

회수 실적이 강한 호조를 보인 것에 비해서 결성 현황은 상대적으로 잠잠해진 모습을 보이고 있다. 2019년 반기 기준 펀드의 평균 규모는 2억 240만 달러로 2018년에 비해 하락했으며 중간값 규모도 상승 추세가 둔화되어 8,100만 달러이다. 이는 지난 분기부터 나타난 투자 규모와 기업가치의 증가 속도 둔화와도 일맥상통한다. 이러한 증가의 점감(漸減) 기조는 건강하다고 보인다. VC 펀드가 일정 규모 이상이 되면 메가 딜이 빈번한 VC 시장일지라도 실제로 투자를 집행하기가 어려워지고 비효율이 증가하게 된다. 더 나아가 VC 펀드의 규모가 제약 없이 커질 경우 경기 침체 시에 악화된 결과에 직면할 수 있다.

**그림 3** 미국 VC 펀드 중간값 및 평균



출처 : PitchBook-NVCA  
Venture Monitor

\* (KVIC 주) 미국에서 Private Fund는 그 종류에 따라 SEC에 등록해야 하는 Registered Investment Advisors(이하 RIA)와, 그렇지 않은 Exempt Reporting Advisors(이하 ERA)로 나뉜다. 현재 Private Fund가 4가지 요건을 충족할 경우 VC 펀드로 분류되어 ERA의 자격이 생긴다. 4가지 요건은 아래와 같다.(출처 : NVCA)

- Represent itself as pursuing a venture capital strategy;
- Adhere to strict limitations on leverage both at the fund level and the portfolio company level, thus rendering any funds pursuing a leveraged buy-out (LBO) strategy ineligible;
- Not offer its investors redemption or similar liquidity rights, thus eliminating most hedge funds; and
- Hold no more than 20 percent of its total capital commitments in so-called "non-qualifying" investments.

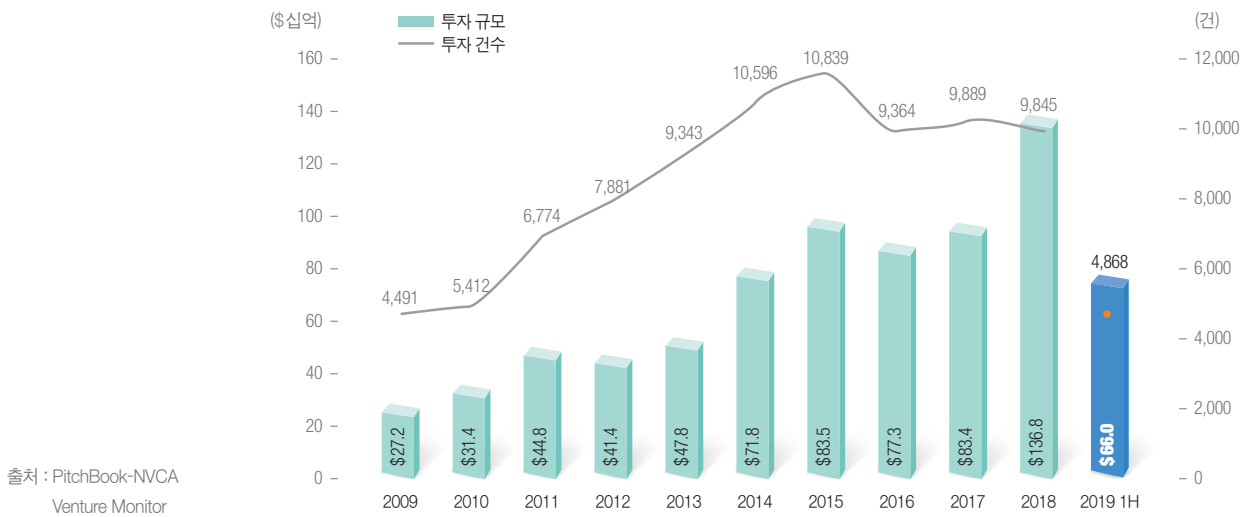
\* (KVIC 주) a16z 관련 더 자세한 내용은 Forbes, 'Andreessen Horowitz is blowing up the venture capital model (again)', 2019.4.2. 및 techcrunch, 'Andreessen Horowitz isn't alone in leaving behind VC as we know it - and more company is coming', 2019.4.3. 참조



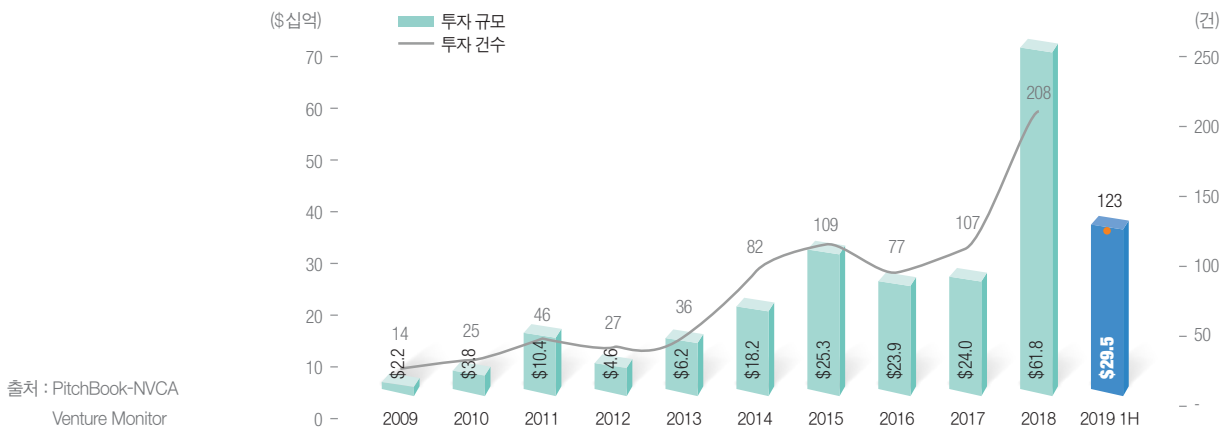
## 투자(Deal)

2019년 반기 기준 VC 투자 규모는 660억 달러에 달해 2018년의 추세에 못지않은 모습을 보여주었다. 이 추세가 지속될 경우 2019년은 VC 투자 규모가 1천억 달러를 초과한 두 번째 해가 되어 지난 10년간 벤처투자 시장이 성숙했음을 방증할 것으로 보인다. 1억 달러 규모를 초과하는 라운드의 투자유치가 가능해진 것은 사모 시장에서 나타난 극명한 변화 중에 하나로서 1억 달러 규모를 초과하는 메가딜의 수는 2013년 36건에서 2018년 208건으로 증가했다. 호조인 회수 실적 덕분에 LP 분배 금액도 호조세이며 LP는 새로운 VC 펀드에 해당금액을 재출자하고 있다. 투자 가능 자금이 풍부한 상황에서 투자 실적은 계속 상승할 것으로 예상된다.

**그림 4** 미국 VC 투자 현황



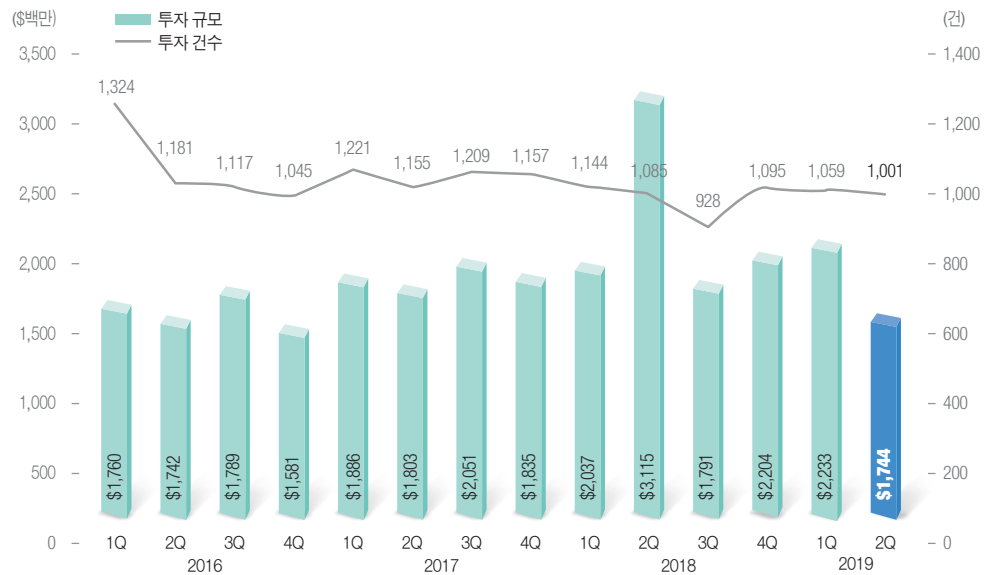
**그림 5** 미국 메가(\$1억 달러 규모 이상)라운드 현황



## 엔젤/시드 투자 (Angel/Seed)

2019년 2분기 한 개 분기 동안 1,001건의 딜(라운드를 의미함)을 통해 17억 달러가 투자됐다. 이는 지난 분기보다도 투자 건수는 21.9%, 투자 규모는 5.5% 감소한 것이다. 투자 건수가 감소한 것은 그다지 놀랍지 않지만 투자 규모 자체가 20억 달러를 하회한 것은 주목할 만하다. 벤처 투자가 소수의 기업에 큰 규모로 집행되는 경향이 생기면서 투자 유치 기업도 변화하고 있다. 과거 시드 단계에서 기업들은 상품 개발 이전(Pre-product)인 상태였지만 요즘 벤처투자자는 동일 단계에서도 좀 더 성숙한 기업을 선호하기 때문에 기업들은 적어도 최소 기능 제품\*을 가지고 있어야 하는 상황이다.

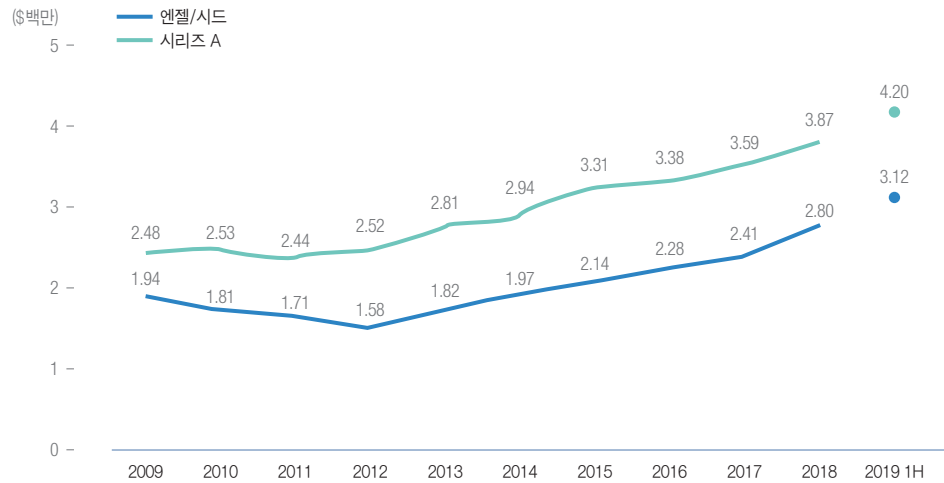
**그림 6** 미국 엔젤/시드 분기별 투자 현황



출처 : PitchBook-NVCA  
Venture Monitor

더 성숙한 기업에 투자하고자 하는 투자자들의 선호는 피투자 기업의 업력을 통해서도 볼 수 있다. 엔젤/시드 단계 피투자 기업의 업력 중간값은 2018년 2.8년에서 2019년 반기 기준으로 3.1년으로 증가했다. 이는 2014년 시리즈 A 투자를 받은 피투자 기업의 업력 중간값보다도 높다. 지난 몇 년간 ‘프리 시드(Pre-seed)’ 단계를 표방하는 투자자들이 나타났는데, 과거에는 시드 단계 투자로 인식됐던 상품 개발 이전(Pre-product) 단계의 기업에 투자하고 있다. 각 투자 단계의 정의가 변해가면서 이러한 변화는 앞으로도 나타날 것으로 보인다.

**그림 7** 엔젤/시드 및 시리즈 A 피투자 기업 업력 중간값 현황

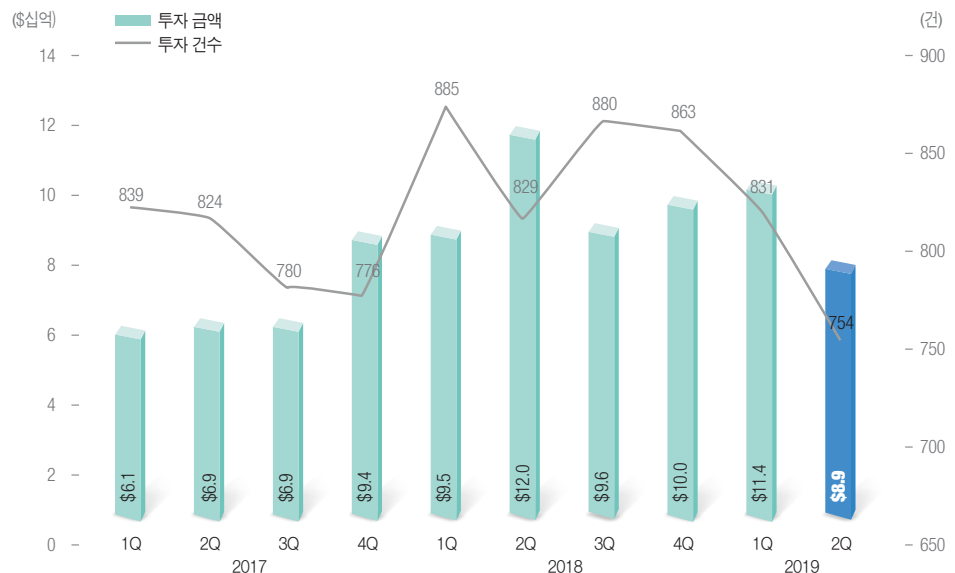


출처 : PitchBook-NVCA  
Venture Monitor

### 초기 VC 투자 (Early-Stage VC)

2019년 2분기 한 개 분기 동안 초기 투자는 조금 둔화되어 754건의 투자를 통해 89억 달러가 투자됐다. 2017년 4분기부터 2019년 1분기까지 연속 6개 분기 동안 90억 달러가 넘는 규모가 초기 단계에 투자됐지만 이번 분기에는 7분기 만에 90억 달러를 하회하여 초기 단계에 투자됐다. 그럼에도 불구하고 시드 단계에서 투자를 받은 매력적인 기업들의 성장세와 CVC 등 VC 시장의 비전통적 투자자들을 고려해볼 때 초기 단계 투자 전망은 어둡지 않다.

**그림 8** 미국 VC 초기 투자 현황

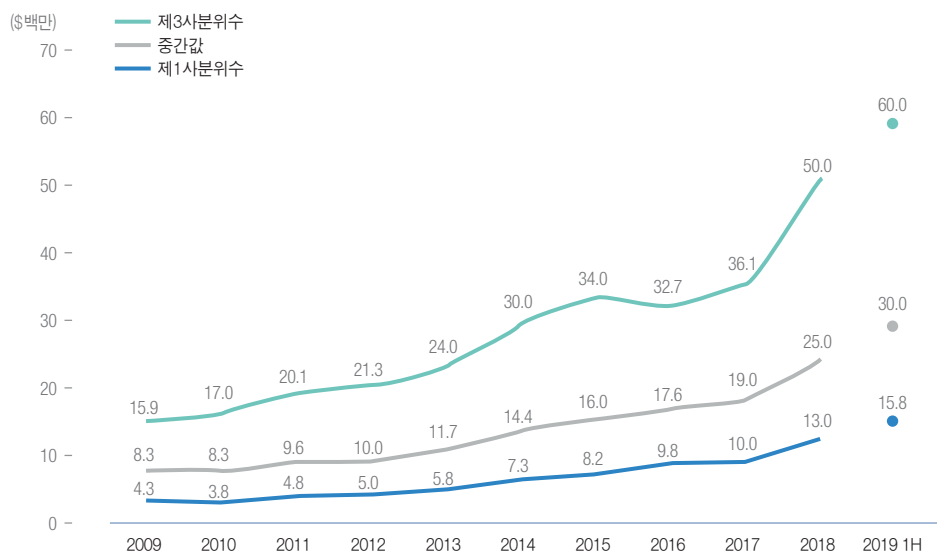


출처 : PitchBook-NVCA  
Venture Monitor

투자 건수 기준으로 2019년 반기까지 초기 단계 투자 중 1천만 달러 규모를 초과하는 투자는 약 32%로 그 비중이 가장 낮았던 2012년의 14.1%를 훨씬 상회하는 수치를 보여주었다. 투자 규모와 기업가치에 대한 상방 압력은 풍부한 투자가능 자금과 더 많아진 경쟁력 있는 스타트업 풀에서 기인한다. 실제 투자 규모의 상한이 점점 높아지고 있는데 이는 후기 단계 투자자들과 비전통 투자자들이 초기 단계에 진입하고 있기 때문이다. 부가적으로 지난 6년간 투자자들이 이전보다 더 큰 규모의 자금을 기업에 투자하여 기업의 더 빠른 성장과 시장 점유를 도모하는 것도 한 요인이다. 이는 모빌리티 분야에서 흔한 전략인데 Lime사는 5번의 라운드를 통해 7억 7,680만 달러를 유치했고 Fair사는 6번의 라운드를 통해 16억 달러를 투자 유치했다.

2019년 2분기에 초기 단계 프리 머니(Pre-money) 기준 기업가치 중간값도 3천만 달러로 신고점을 찍었다. 이는 이전 분기보다 180만 달러 상승한 것이고 연간 기준으로는 20%YoY 상승한 것이다. 특히, 2019년 반기에 제3사분위수에서는 급격한 상승이 있었는데 최초로 6천만 달러를 기록했다. 투자자 사이의 경쟁 심화, 충분한 결성 금액과 미투자잔액 덕분에 모든 분위수에서 프리 머니 기업가치는 증가세이다. 2019년 반기 동안 미국에서 9개의 5억 달러 규모를 초과하는 메가펀드가 결성됐다. 이 펀드들은 일반적으로 후기 투자에 집중하지만 점차 초기 투자에도 눈을 돌리면서 투자 규모가 커지는 모습이다.

**그림 9** 초기 투자 프리 머니 기업가치 분위별 현황

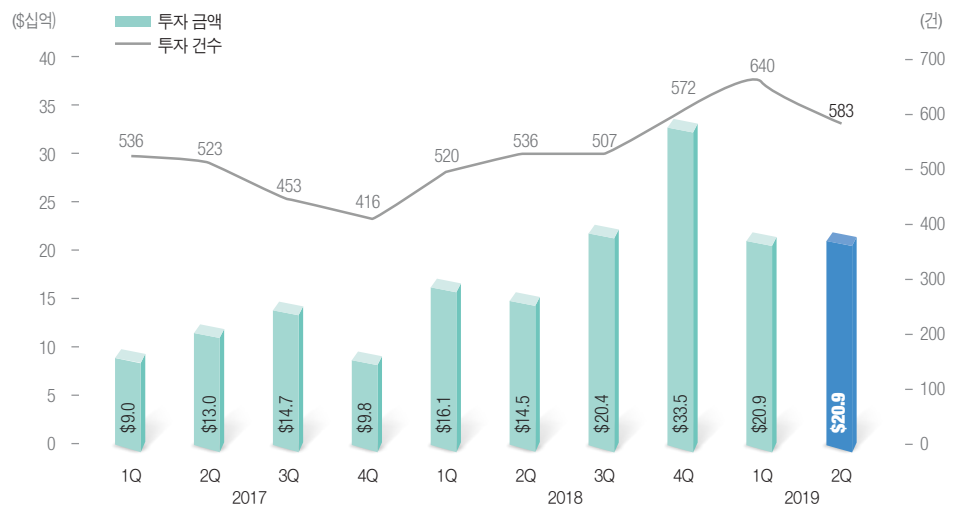


출처 : PitchBook-NVCA  
Venture Monitor

## 후기 VC 투자 (Late-Stage VC)

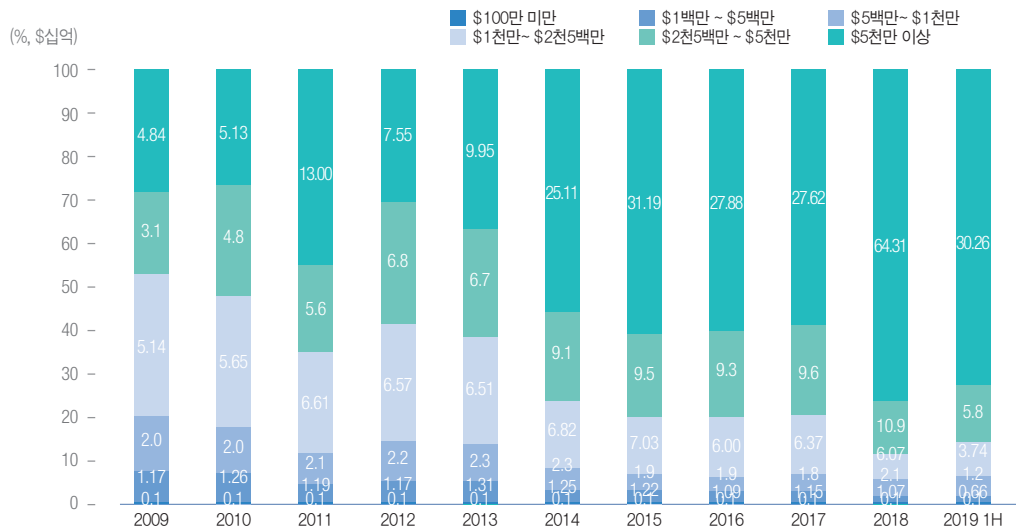
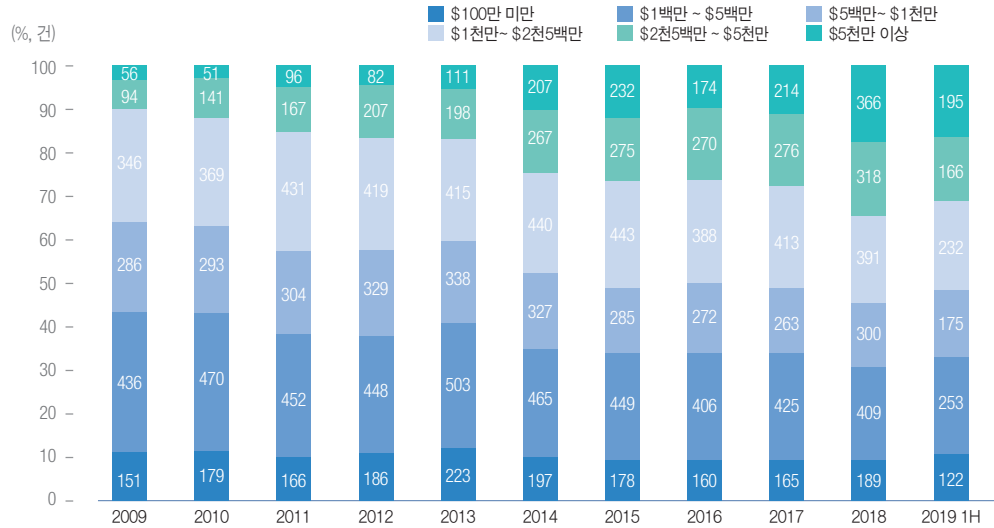
2019년 2분기 한 개 분기 동안에 583건의 209억 달러 규모의 투자가 이루어졌다. 4개 분기 연속으로 200억 달러 규모를 상회하여 투자가 이루어진 것은 최초이다. 투자 규모의 상승은 2019년 반기에 주춤했다. 제3사분위수에서는 3,300만 달러 규모였다. 언론의 주목을 받는 5천만 달러 규모 이상의 투자들은 건수 자체는 낮은 비율인 것이다. 규모가 알려져 있는 투자 건들 중 건수 기준으로 17.1%에 불과하다. 그러나 금액 기준으로는 72%를 차지했다. 메가(1억 달러 규모 이상) 딜은 2018년에는 200건에 달했으며 2019년 상반기에도 이와 비슷한 추세를 보이고 있다. 이러한 경향이 '뉴 노멀(New Normal)'로 자리 잡을지는 VC 시장이 외부 경제 환경의 변화를 겪은 후에 알 수 있을 것으로 보인다.

**그림 10** 미국 VC 후기 투자 현황



출처 : PitchBook-NVCA  
Venture Monitor

**그림 11** 미국 VC 후기 투자 투자규모별 현황

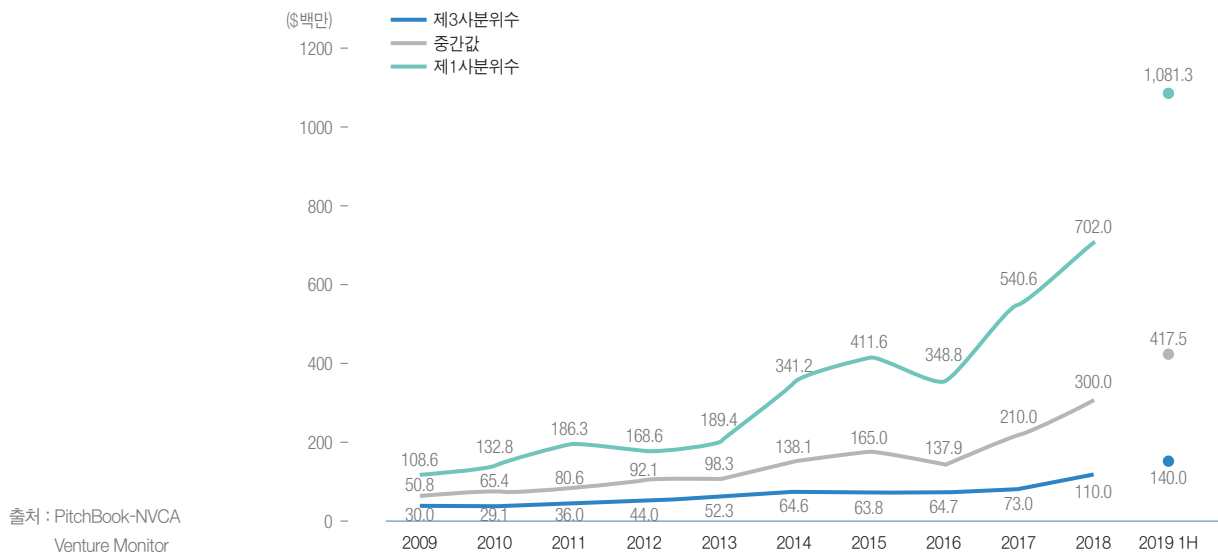


출처 : PitchBook-NVCA  
Venture Monitor

이번 분기의 가장 큰 투자 건은 배달업계의 대들보 DoorDash사의 6억 달러 규모 시리즈 G이다. 식품 배달 업체들은 궁극적으로 지속가능한 가격 설정을 가능하게 할 고객 수와 규모를 얻기 위해 현재 가격 경쟁을 하고 있다. 기업용 소프트웨어도 점차 VC의 관심을 끌고 있다. 한 사례로 UiPath사를 들 수 있다. UiPath는 로보틱 프로세스 자동화(Robotic Process Automation, RPA) 소프트웨어를 만드는 곳인데 Coatue Management사, CapitalG사, Dragoner사, Accel사 등 다수 투자자로부터 5억 6천8백만 달러를 투자받았다.

후기 투자 단계에서 프리 머니 기준 기업가치의 성장세도 다소 둔화됐다. 이는 최근 몇 년간 지속된 기업가치 상승과는 다른 기조이나 지속되어온 오름세를 보았을 때 놀랄 만한 상황이 아니다. 다만 시리즈 D 이후 제3사분위수의 경우 여전히 10억 달러 규모를 초과했다.

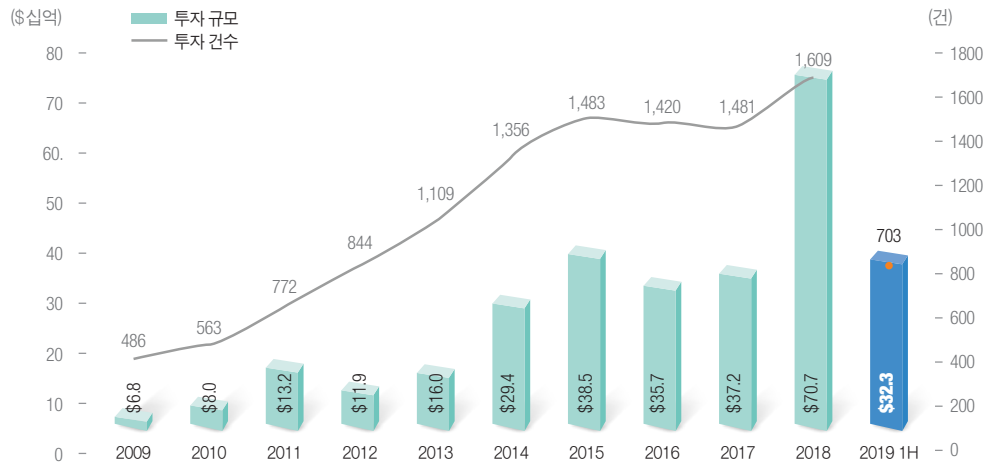
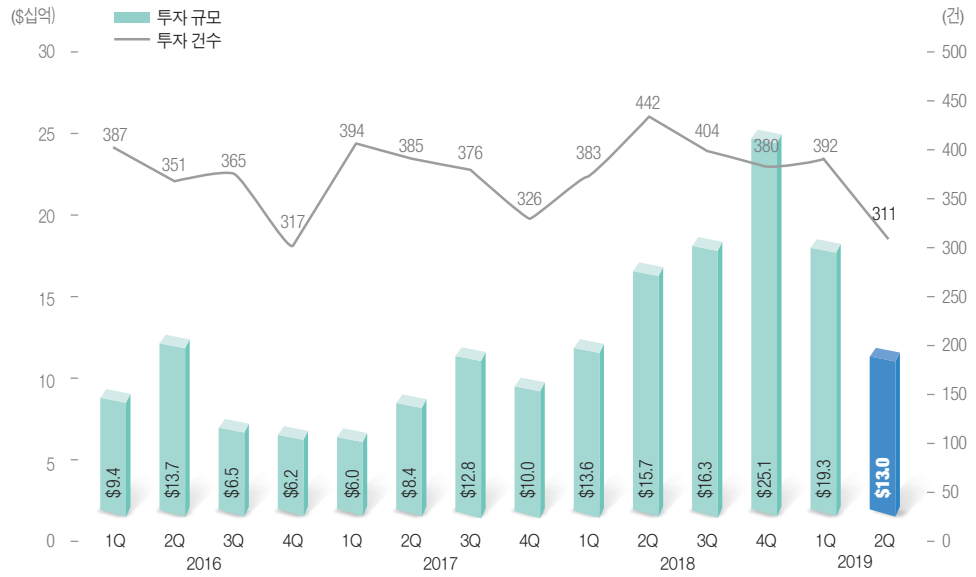
**그림 12** 미국 VC 시리즈 D+ 투자 프리머니 기업가치 사분위별 현황



### CVC 투자 현황 (Corporate VC)

2019년 반기 동안 703건의 323억 달러 규모의 VC 투자(라운드)에 CVC가 투자자로 참여했다. 2019년 2분기 한 개 분기 동안 활동 현황을 살펴보면 총 311건의 130억 달러 규모 투자에 참여했다. 이는 지난 두 개 분기 동안의 현황에는 훨씬 미치지 못하는 수준인데 오히려 지속가능한 규모로 회귀한 것으로 보인다. 특히, 2018년의 4분기와 2019년 1분기에는 각각 50억 달러를 초과하는 규모의 투자에 CVC가 참여하면서 CVC의 참여 정도가 높아보이게 왜곡됐다. 물론, 2019년 2분기에 CVC가 참여한 대규모 투자가 감소한 것은 아니다. 2019년 상반기에 CVC가 참여한 VC 투자 중 5천만 달러 규모를 초과하는 투자 라운드 수의 비중은 21.6%로 사상 최대였다.

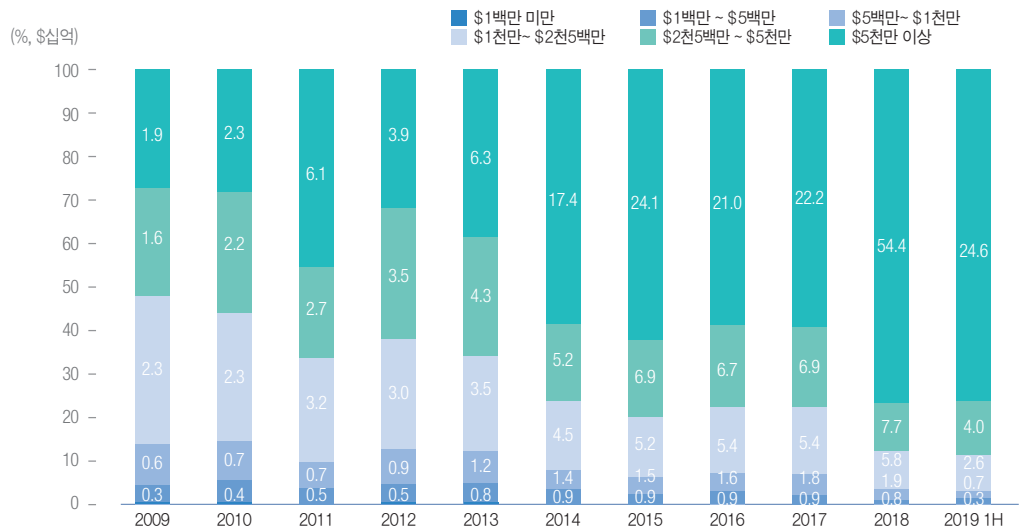
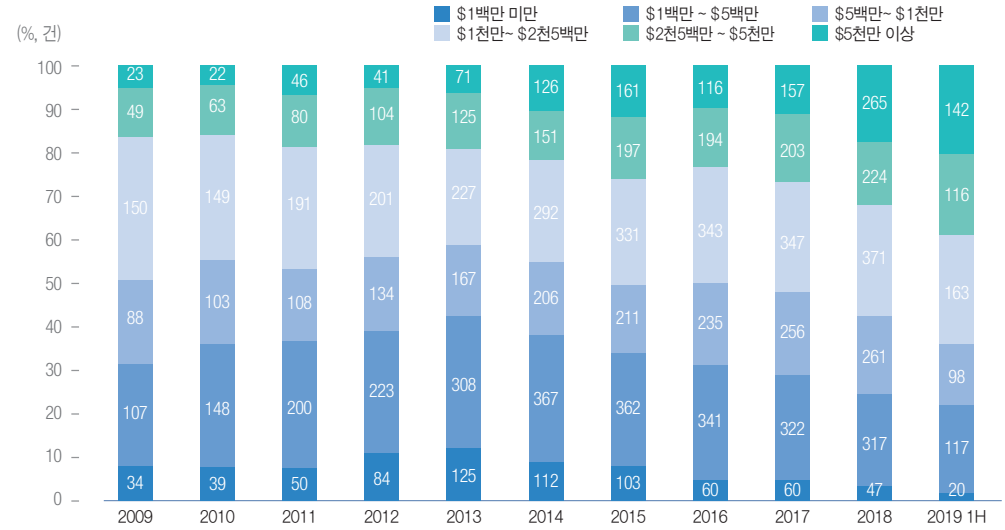
**그림 13** CVC 참여 미국 VC 투자 현황 (상) 분기별, (하) 연도별



출처 : PitchBook-NVCA  
Venture Monitor



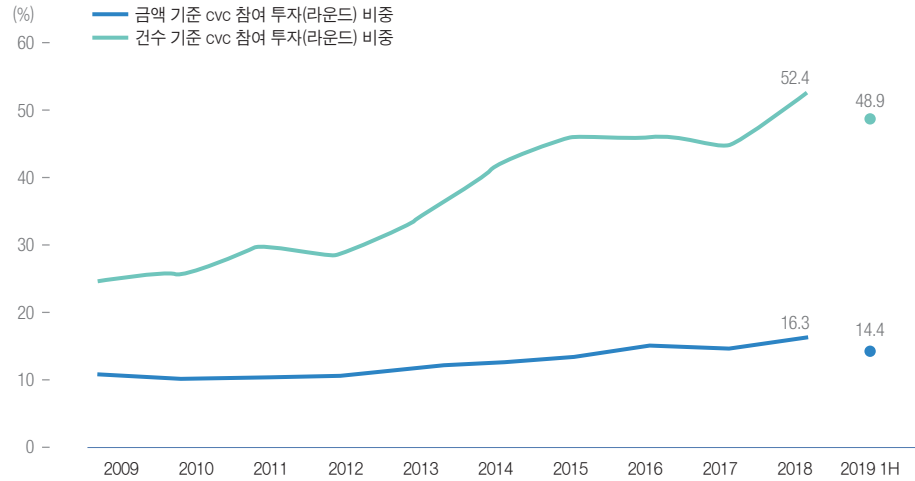
**그림 14** CVC 참여 미국 VC 투자 규모별 현황 (상) 건수 기준 (하) 금액 합계 기준



출처 : PitchBook-NVCA  
Venture Monitor

2019년 상반기 전체 VC 시장에서 CVC가 참여한 VC 투자가 차지하는 비중은 금액 기준으로 48.9%, 건수 기준으로 14.4%였다. CVC는 대기업들이 신흥 기술이나 혁신에 접근할 수 있는 중요 수단으로 내부 R&D 등의 훌륭한 대체재가 되어주고 있다. 경기 침체 상황은 R&D 비용을 축소시키고 CVC에도 영향을 미칠 수 있지만, 그럼에도 불구하고 CVC 활동은 다시 궤도에 오를 수 있을 것으로 보인다.

**그림 15** 미국 VC 투자 중 CVC 참여 투자 비중



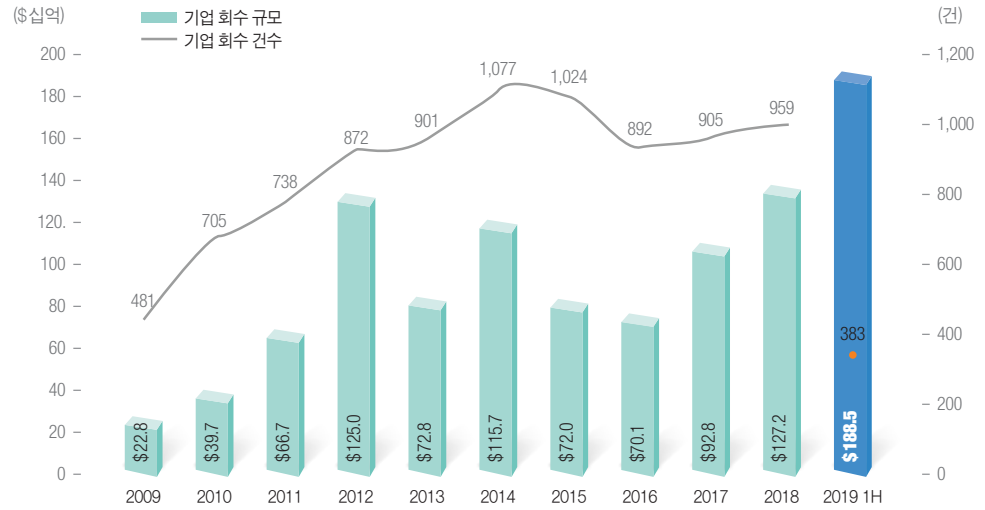
출처 : PitchBook-NVCA  
Venture Monitor

## 회수 (Exit)

\* M&A 관련 회수 규모(M&A value)는 보고되거나 공개된 값에 근거한다. IPO 관련 회수 규모(IPO value)는 IPO price로 계산한 기업의 프리머니 기준 기업가치이다.

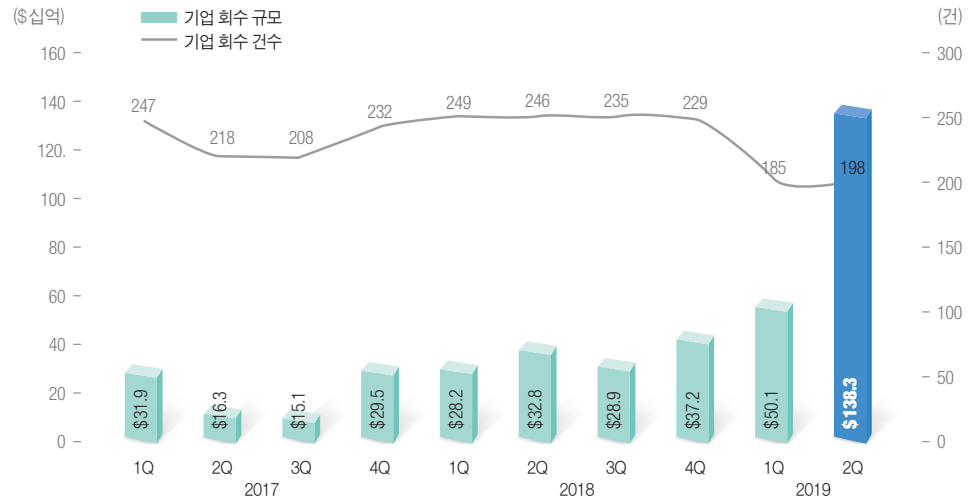
2019년 2분기 중에 기업가치가 높은 유니콘 기업들이 IPO하여 2019년 2분기는 회수 규모가 가장 큰 분기로 자리매김했다. Uber, Pinterest, Slack, Zoom 등의 기업들이 2분기 한 개 분기 동안 1,300억 달러 규모의 회수를 견인하면서 2019년 반기 기준으로 기업들의 회수 규모는 1,885억 달러 규모에 달했다. 이 전례 없던 유동성의 유입으로 2019년은 미국 VC 산업에서 중요한 한 해가 될 것으로 보인다. 이 상당한 회수 가치가 소수의 기업으로부터 발생된 것인 만큼, 이 역사적인 회수 금액의 배분액도 소수의 GP, LP에게만 돌아갈 것이다. 그럼에도 불구하고 향후 몇 년간 배분액과 펀드 수익이 늘어남에 따라 이러한 금액은 VC 생태계에 재투자될 것으로 보인다. 2분기 중 상장한 유니콘 기업 중 PagerDuty, CrowdStrike, Slack에 투자한 Accel사는 금번 유니콘 기업들의 IPO 행렬에서 상당한 수익을 거둔 대표적 VC이다.

**그림 16** 미국 VC 투자 기업 회수 현황



출처 : PitchBook-NVCA  
Venture Monitor

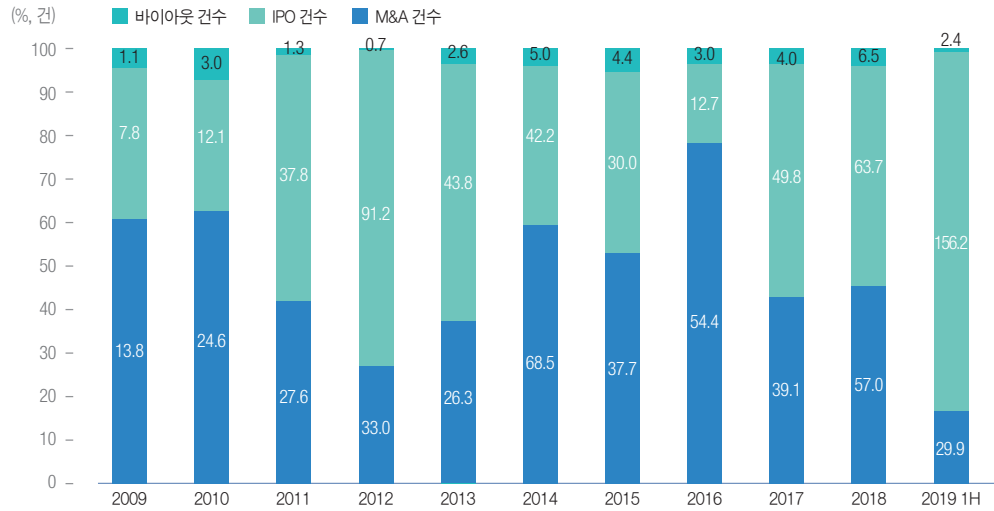
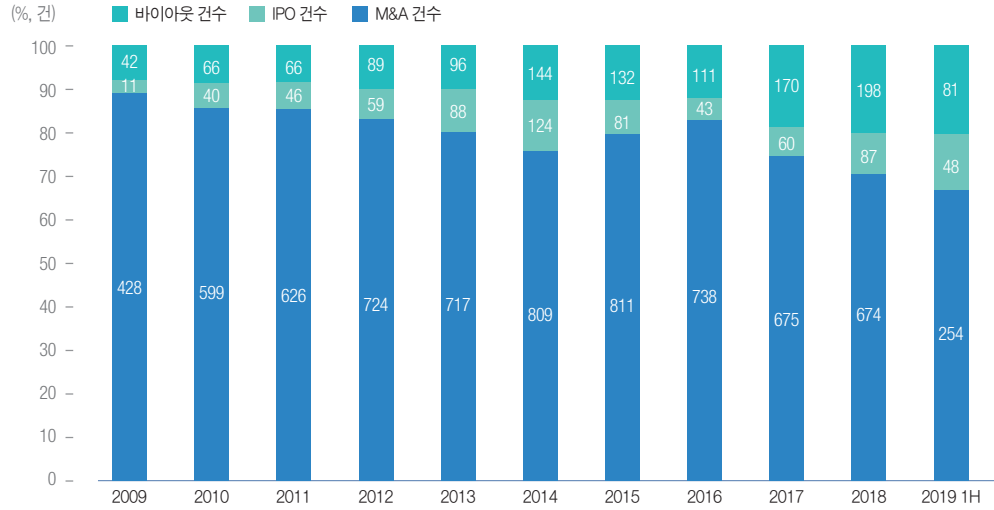
**그림 17** 미국 VC 투자 기업 회수 분기별 현황



출처 : PitchBook-NVCA  
Venture Monitor

2019년 상반기에 대규모 M&A는 상대적으로 적어 IPO를 통한 회수 비중이 그 어느 때보다도 큰 모습을 보여주었다. 금액 기준으로는 IPO가 82.9%를 차지했다. 2019년 하반기 중 M&A가 활발하게 이루어진다고 하여도 IPO 전망도 여전히 밝아 회수에서 IPO가 차지하는 비중은 줄어들지 않을 것으로 보인다.

**그림 18** 미국 VC 투자 기업 회수 유형별 현황 (상) 건수 기준 (하) 금액 합계 기준



출처 : PitchBook-NVCA  
Venture Monitor

IPO 시 최초의 주가가 당 보고서의 회수 규모 통계를 내는 데에는 중요하지만, VC사들의 회수를 결정하는 것은 그 이후의 주가이다. 2019년 기업을 공개한 두 공유승차 기업인 Lyft사와 Uber사는 기업 공개 이후 주식 가격이 떨어지는 모습을 보여주었다. 이는 해당 기업들이 재무적 실적을 내지 못하고 손실을 보고 있는 것과도 관련되어 있다.

Uber와 Lyft사는 유독 사모 시장에 오래 머무르며 다양한 투자자들로부터 매년 새 기업가치를 평가받으면서 투자를 유치했다. 사모 시장에서 투자받은 규모를 살펴보면, 대형 기관 투자자와 뮤추얼 펀드 등 Uber와 Lyft의 지분을 사고자 했던 투자자라면 모두 그럴 기회가 있었음을 유추해볼 수 있는데 이는 공모 시장으로부터의 수요를 차단한 것이기도 하다. 현재 Uber와 Lyft 모두 기업 공개 당시의 주가 (Offering Price)로는 회복되지 않고 있다.

반대로, 이번 분기에 기업을 공개한 다른 기업들은 주식시장에서도 좋은 모습을 보여주고 있다. Uber와 Lyft와는 달리 이 기업들은 사모 시장에서 머무른 기간이 짧고, 더 적은 규모의 투자를 유치했으며, 10억 달러를 근방의 기업가치를 인정받은 기업들이었다. 이러한 기업들의 사례로는 Zoom, PagerDuty, Beyond Meat 등이 있다. VC들의 최종 수익에 영향을 미치는 것은 IPO 시점의 가격이 아니라 장기적인 주가 상황이다. 이에 따라 상장한 기업들은 GP들에게 최적의 수익을 내주기 위해서는 지속적으로 성장해야 한다.

Spotify사가 직상장(Direct Listing)을 한 이래로 2019년 2분기에 Slack사가 2번째로 직상장을 했다.\* Slack사는 직상장 직후 안정적인 주가 흐름을 보여주었으며 거래량도 양호한 모습을 보여주고 있다. Slack의 사례를 통해서 앞으로 직상장이 더욱 많은 기업들에게 회수의 방식으로 채택될 여지가 있어 보인다.

\* (KVIC 주) PitchBook은 보고서 'The only time slacking off could pay off'에서 직상장의 성공 요인으로 분석되는 강한 브랜드 인지도, 충분한 현금 등의 요인에 Slack이 부합하는지 등을 분석했다. Slack은 투자자에게 소비재 기업보다는 덜 친숙하지만 사용자들에게 브랜드 인지도를 잘 쌓고 있는 점, 8억 달러 규모를 초과한 현금성 자산을 보유하고 있지만 여전히 잉여현금흐름(Free Cash Flow)은 마이너스인 점에서 Spotify가 직상장에 성공한 요인과 딱 맞아떨어지지 않는다. 다만, Slack의 직상장을 통해 더 많은 테크기업이 회수 방식으로 직상장을 고려할 여지를 남겼다고 분석함. 더 자세한 내용은 PitchBook, 'The only time slacking off could pay off', 2019.4.30. 참조.

# 02

## 글로벌 벤처캐피탈 시장 동향

### (MoneyTree™ Report, 2019년 2분기)

\* MoneyTree™ Report는 PwC와 CB Insights가 미국을 포함하여 전 세계 벤처 캐피탈 시장 트렌드를 조사·분석하여 분기별로 발간하는 보고서이다.

#### 투자

2019년 2분기 한 개 분기 중 북미 지역에서 1,519건 총 300억 달러, 아시아 지역에서 1,169건 총 150억 달러, 유럽 지역 786건 총 80억 달러가 투자됐다. 2019년 2분기 중 가장 큰 규모의 투자를 받은 기업으로는 Cruise Automation, Rappi, Greensill, Face++, DoorDash 등이 있다. 이 5개 기업 중 4개 기업에 SoftBank Group이 투자하여 전 세계 VC 시장의 메가 딜이 SoftBank Group에 의해 주도되는 모습이 나타났다.

표 1 대규모 투자 현황

2019년 2분기

기업명	지역	산업	투자 규모	투자자
Cruise Automation	미국	자율주행	\$1.15B	General Motors, Honda, SoftBank Group
Rappi	콜롬비아	모바일커머스-식음료배달	\$1B	SoftBank Group
Greensill	영국	대출	\$800M	SoftBank Group
Face++	중국	공학 소프트웨어	\$750M	Alibaba Group, Macquarie Group
DoorDash	미국	e커머스-식음료배달	\$600M	Coatue Management, SoftBank Group, DST Global

출처 : MoneyTree™ Report

## 유니콘

유니콘 기업은 기업가치가 10억 달러 이상인 비상장 기업을 의미한다. 2019년 2분기 중 북미 지역에서는 19개 신규 유니콘 기업이 탄생했다. Uber의 상장으로 Juul Labs가 미국 내 기업가치가 가장 높은 유니콘 기업으로 등극했다.

표 2 상위 기업 가치 미국 유니콘 기업 현황

2019년 2분기

기업명	지역	산업	기업가치	투자자
JUUL Labs	캘리포니아	전자제품	\$50B	Coatue Management, D1 Capital Partners, Tiger Global Management
WeWork	뉴욕	시설	\$47B	SoftBank Group, Benchmark Capital, T. Rowe Price
Airbnb	캘리포니아	e-커머스	\$29B	General Catalyst Partners, Andreessen Horowitz, ENIAC Ventures
Stripe	캘리포니아	소프트웨어-결제	\$23B	Khosla Ventures, Lowercase Capital, capitalG
SpaceX	캘리포니아	항공 우주	\$19B	Founders Fund, Threshold Venture, Fidelity Investments, Google

출처 : MoneyTree™ Report



# 03

## 유니콘 기업 현황 (CB Insights, 2019년 8월 20일 기준)

2019년 8월 20일 기준 The Global Unicorn Club에는 26개국에서 배출한 391개의 유니콘 기업이 있으며 총 기업가치가 1조 2,109.6억 달러에 달하는 것으로 집계됐다. 대한민국의 유니콘으로 CB Insights에 등재되어 있는 기업은 총 9개로 쿠팡, 크래프톤(구 블루홀), 옐로모바일, 우아한형제들, 비바리퍼블리카(토스), 엘앤피코스메틱, 위메프, GP클럽, 야놀자가 있다. 기업가치 100억 달러 이상의 데카콘 기업은 총 21개이며, 미국 11개 기업, 중국 5개 기업, 인도, 인도네시아, 싱가포르, 영국, 브라질에 각각 1개 기업이 있는 것으로 집계됐다.

**표 3** 국가별 유니콘 기업 개수 및 기업가치 총계

(KVIC 주) 2개 이상 유니콘 보유 국가 기재

단위 : 개, \$십억

국가	유니콘 기업 개수	유니콘 기업 가치 총계
미국	192	601.06
중국(홍콩 포함)	98	355.97
영국	20	50.63
인도	19	53.63
독일	10	20.64
대한민국	9	28.23
이스라엘	6	7.85
프랑스	5	6
인도네시아	4	20
브라질	3	12
스위스	3	9.01
호주	3	4.54
일본	3	4.1
싱가포르	2	15.6
스웨덴	2	7.07
남아프리카공화국	2	2.58
콜롬비아	2	2.15

출처 : CB Insights



# 04

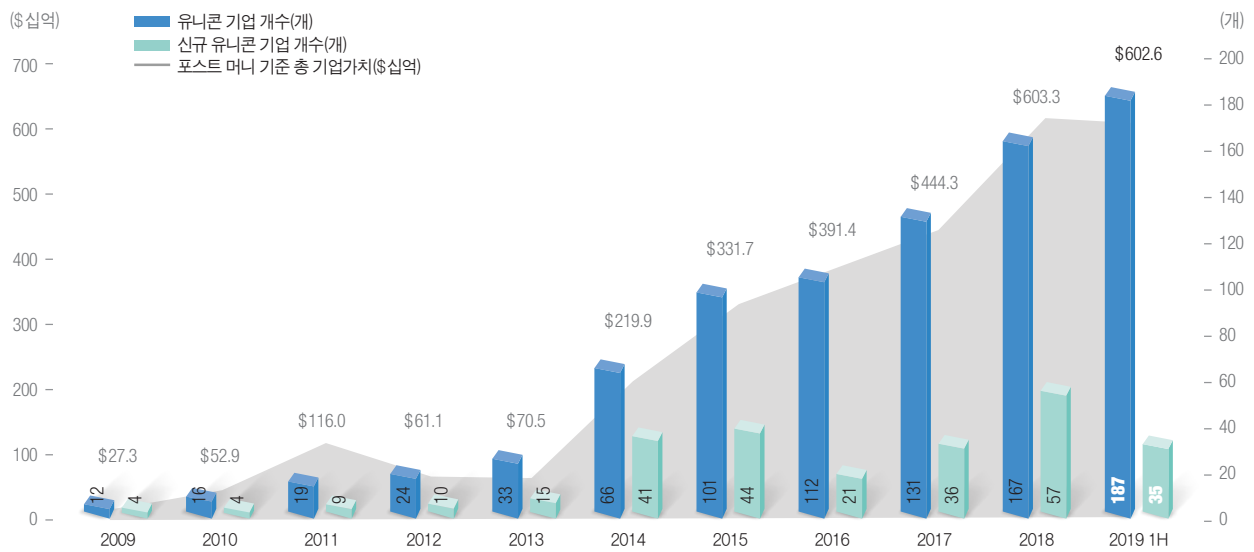
## 유니콘 리포트(Unicorn Report, 2019)

\* PitchBook은 매년 미국의 유니콘 기업들을 분석하는 보고서를 내고 있다. 원문은 <Unicorn Report 2019>이다.

### 개관

2019년 6월 30일 기준, 미국에는 187개의 유니콘 기업이 있다. 해당 유니콘 기업의 기업가치(포스트 머니 기준) 합계는 6,026억 달러이다. 이 규모는 일견 놀라울 수 있지만 지난해의 6,033억 달러에 비해 몇 억 달러 하락한 규모이다. 2019년 상반기 중 Uber나 Zoom과 같은 성공적인 회수의 방증이다. 대규모 상장에도 불구하고 2019년 반기 기준 유니콘 기업가치 총합이 유지된 상태에서 2019년 하반기에 신규 유니콘이 유입되면 2019년 말 경 유니콘 기업가치 총합계는 신고점을 찍을 것으로 보인다.

그림 22 미국 유니콘 기업 개수 및 기업가치 현황



출처 : PitchBook

유니콘 기업이 된 지 3년 이상인 기업(이하 3년 이상 기업)만을 살펴보면 기존 유니콘 기업들에 투자가 집중됐음을 알 수 있다. 2019년 반기 기준, 이 기업들이 설립 이래 투자받은 금액의 합계는 431억 달러였다. 이 정도 투자 규모는 이 유니콘 기업들이 각 시장에서 지위를 공고화하기 위해 필요한 충분한 금액을 초과하는 것으로 보인다.

2019년 반기 기준, 연령별로 살펴보면, 유니콘 기업이 된 지 1년 미만인 기업은 71개가 있고, 유니콘 기업이 된지 1~3년인 기업은 55개, 4~7년은 52개가 있어 유니콘 기업의 탄생이 더 가속화되고 있는 것처럼 보인다.

**표 4** 미국 유니콘 기업의 유니콘 라운드<sup>1</sup>를 기점으로 한 연령 현황

(이하 유니콘 라운드는 유니콘의 지위를 획득한 최초의 투자라운드임)

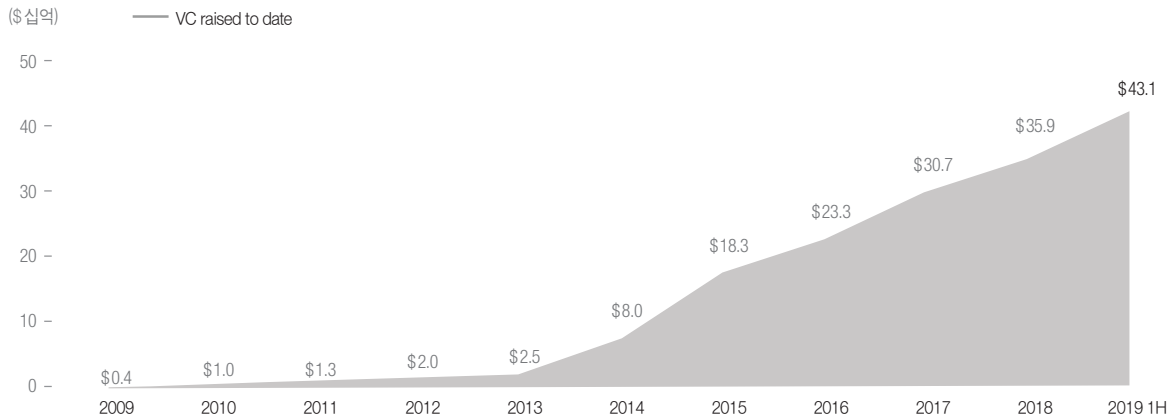
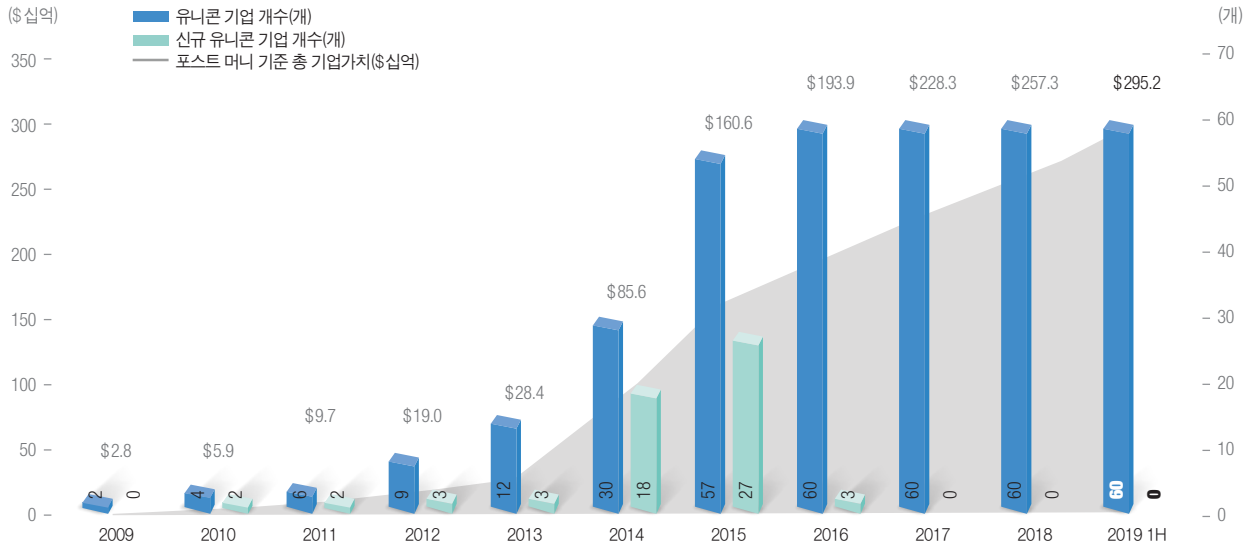
기준 : 2019.6.30.

연령	유니콘 기업 수(개)
<1	71
1-3	55
4-7	52
8-11	6
12+	2

출처 : PitchBook



**그림 23** 3년 이상 미국 유니콘 기업 현황 (상)개수 및 기업가치 (하) 누적 VC 투자 금액

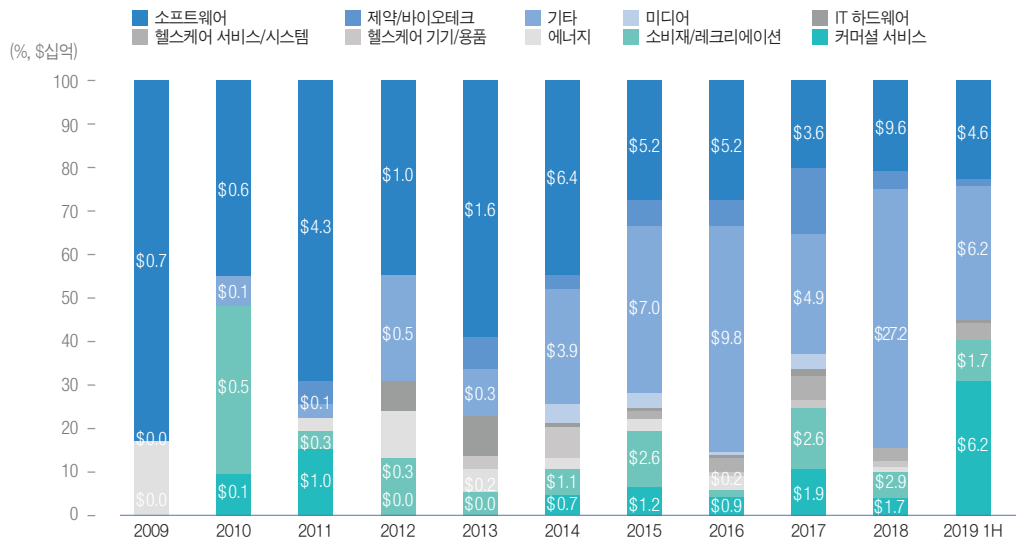
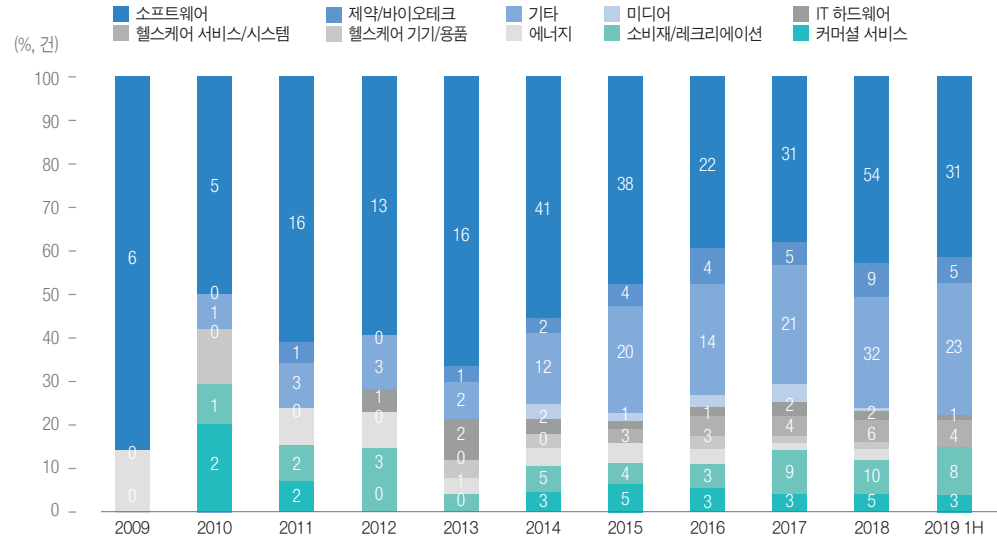


출처 : PitchBook

투자자들은 기업 전용 플랫폼에 대해 관심을 보이고 있다. 기업 전용 플랫폼의 장점은 시장이 커졌을 때 수익성을 확보하기가 상대적으로 쉽다는 것이다. 2019년 상반기 중 커머셜 서비스 분야\*에 62억 달러 규모가 투자되어 소프트웨어 분야 등을 제치고 가장 많이 투자된 모습을 보여주었다.

\* (KVIC 주) PitchBook은 Commercial Service 분야의 하위 분야로 다음과 같은 분야를 들고 있다. 1 Accounting, Audit and Tax Services 2 BPO/Outsource Services 3 Construction and Engineering 4 Consulting Services 5 Education and Training Services 6 Environmental Services 7 Human Capital Services 8 Legal Services 9 Logistics 10 Media and Information Services 11 Office Services 12 Printing Services 13 Security Services 14 Other Commercial Services

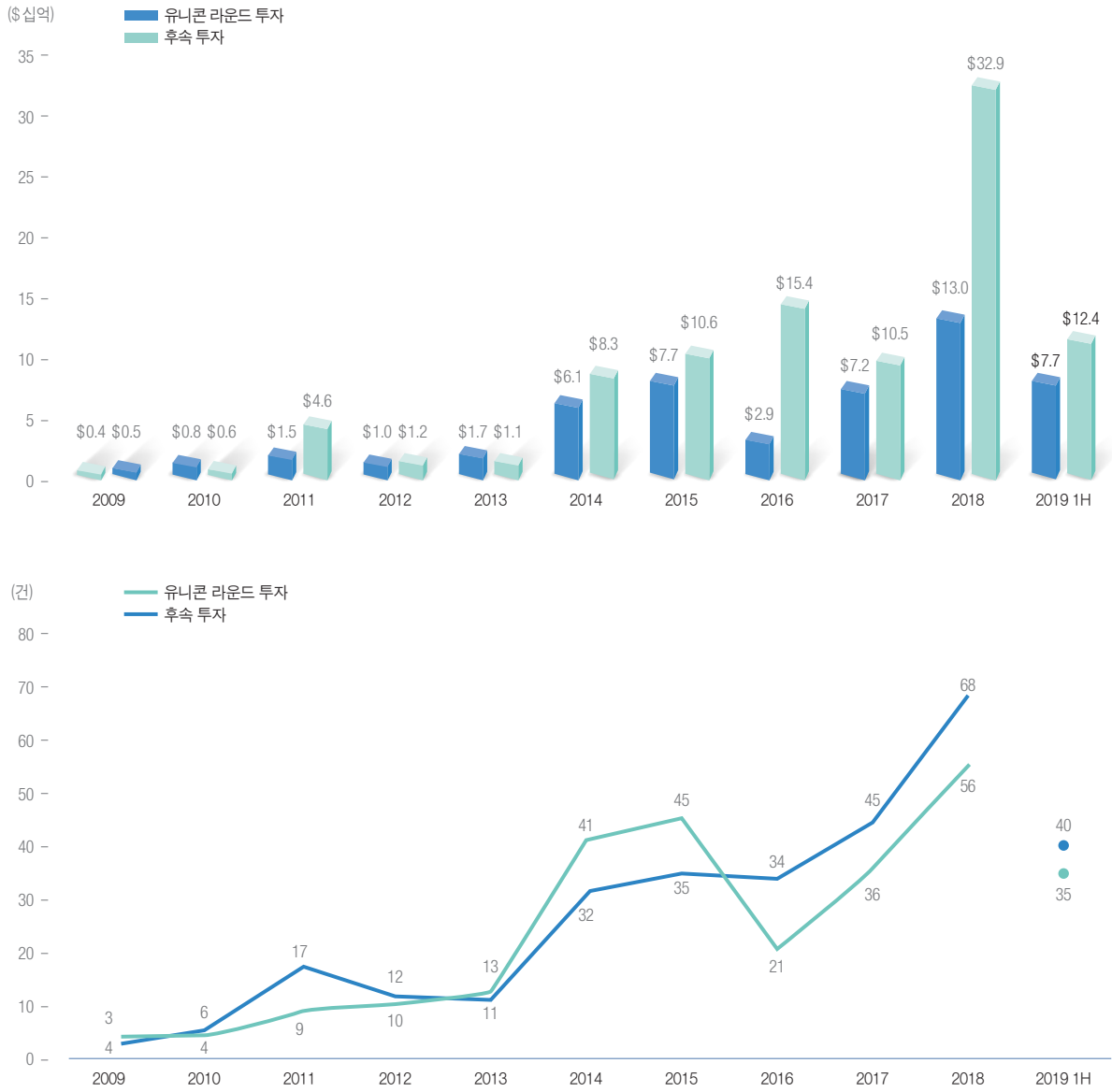
**그림 24 유니콘 기업 투자 산업별 현황 (상) 건수 (하) 금액**



출처 : PitchBook

한편, 기존 유니콘 기업에 신규 투자된 금액과 유니콘 라운드를 통해 투자를 유치한 신규 유니콘 기업 투자 금액 사이의 차이가 점점 커지고 있다. 이 차이는 2018년에 가장 컸는데 기존 유니콘 기업에는 329억 달러가 투자된 반면, 유니콘 라운드에는 130억 달러가 투자됐다. 2019년 상반기에 그 차이는 줄어들었으나, 2019년 말경에는 역시 상당한 차이를 보일 것으로 예측된다. 유니콘 라운드 투자 규모도 늘어나고 있지만, 후속 투자를 통해 기업의 규모를 키우는 데 필요한 자금 규모를 생각하면 상기의 차이가 커지는 것은 당연한 것으로 분석된다.

**그림 25 유니콘 라운드 투자 및 기존 유니콘 기업 후속 투자 현황 (상) 금액 (하) 건수**

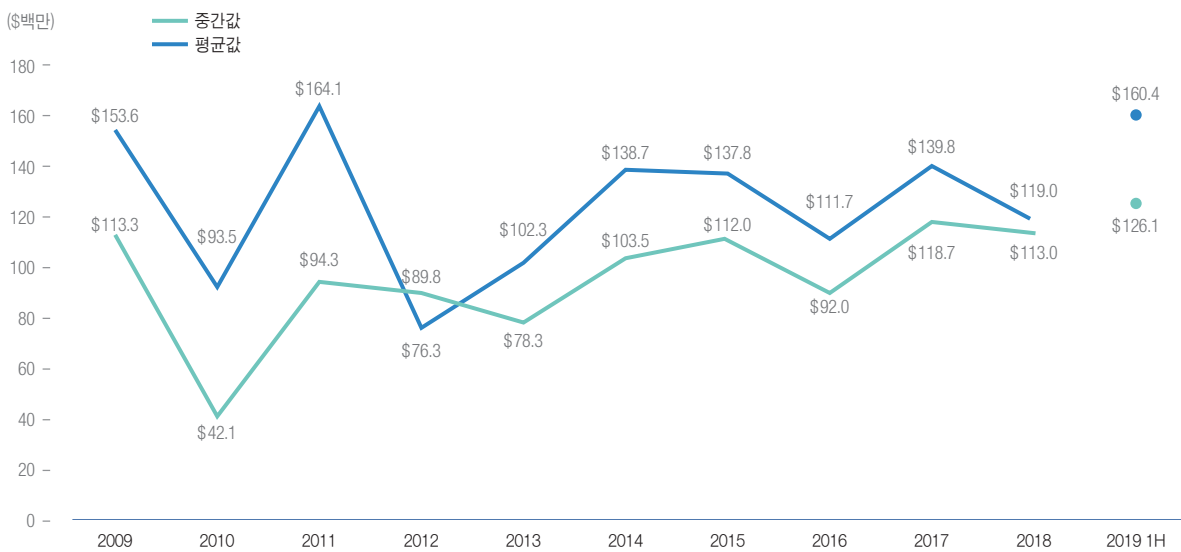


출처 : PitchBook

## 유니콘 기업 투자 분석

유니콘 기업이 되기까지의 비용이 점점 '비싸지고' 있다. 2019년 반기에 유니콘 기업이 되는 유니콘 라운드 직전까지 한 기업이 투자받은 금액의 평균값은 1억 6,040만 달러 규모로 사상 최대에 근접하고 있고 중간값은 1억 2,610만 달러까지 상승했다.

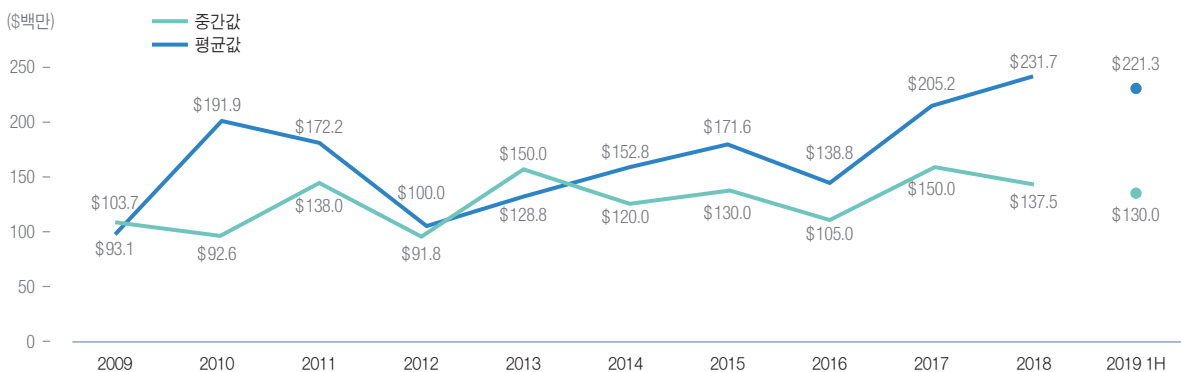
그림 26 유니콘 라운드 직전 라운드까지 누적 VC 투자액



출처 : PitchBook

2019년 반기에 유니콘 기업의 유니콘 라운드의 중간값은 이전과 비교하여 큰 변화 없이 일정한 편이지만, 아웃라이어 투자 건들로 인해 평균값은 사상 최고치에 근접한 모습이다.

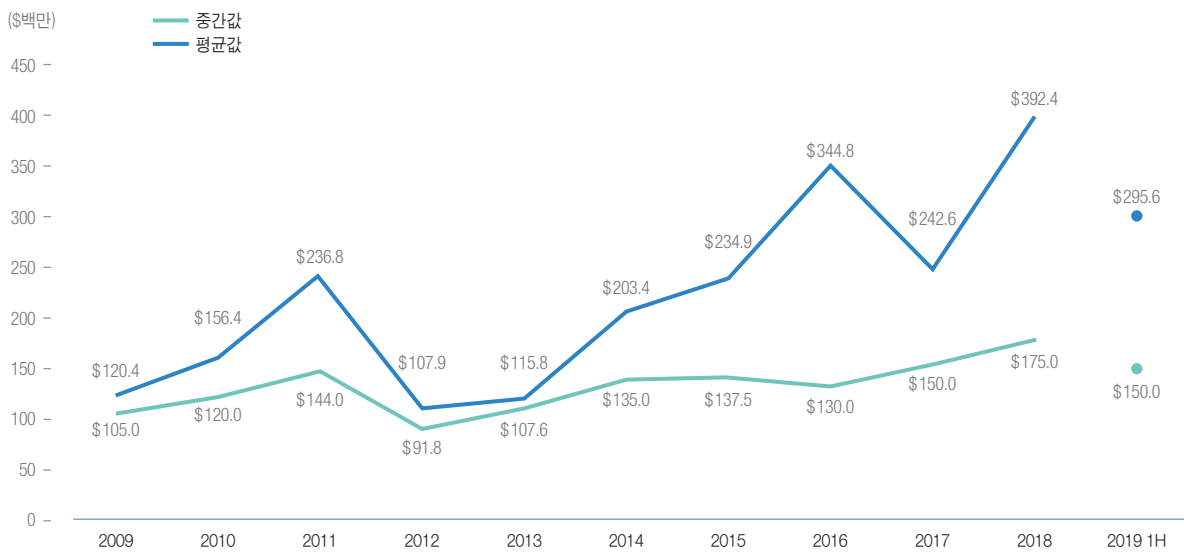
그림 27 유니콘 라운드 현황



출처 : PitchBook

2019년 반기에 유니콘 기업에 대한 투자(유니콘 라운드 및 후속 라운드 포함) 현황을 보면 중간값은 1억 5천만 달러로 이전에 상대적으로 비해 변동이 없다. 평균값은 2억 9,560만 달러 규모였다.

**그림 28** 유니콘 기업 투자 현황



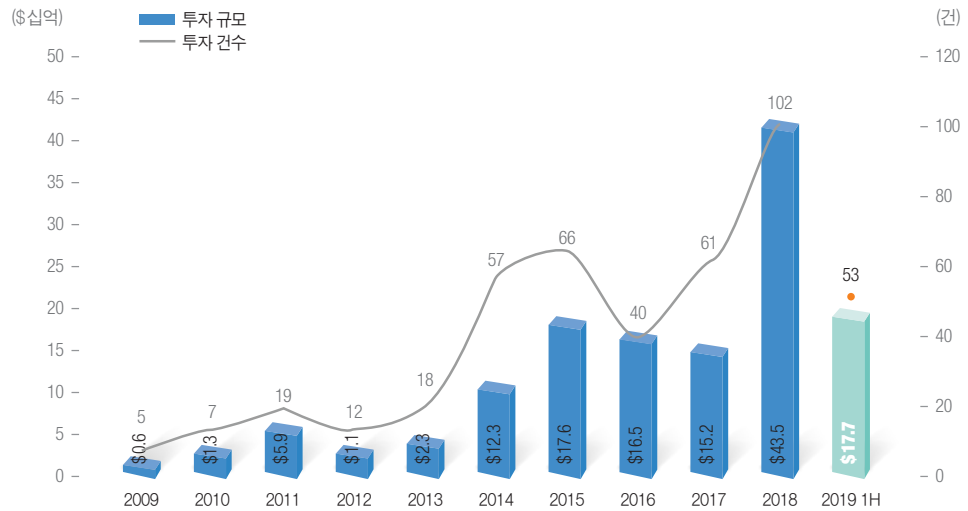
출처 : PitchBook

## 외국인 투자자 및 여행객 투자자 (Tourist Investor)\*

\* (KVIC 주) VC시장에 투자하는 헤지펀드, 뮤추얼 펀드 등의 비전통적 VC 투자자를 의미함

유니콘 기업의 탄생과 현재의 성장세의 바탕에는 비전통적 VC 투자자들이 자리 잡고 있다. 다양한 금융기구들이 VC 시장에 참여하면서 지난 몇 년간 VC 시장은 전에 없던 호황이었다. 비전통 VC 투자자들의 참여에 따라 유니콘 기업에 투자된 금액도 상당했는데 2018년에는 100건이 넘는 투자를 통해 435억 달러가 투자되어 사상 최대치를 기록했다. 2019년 상반기에는 53건의 투자를 통해 177억 달러가 투자됐다.

**그림 29** 여행객 투자자 참여 유니콘 기업에의 VC 투자(라운드) 현황

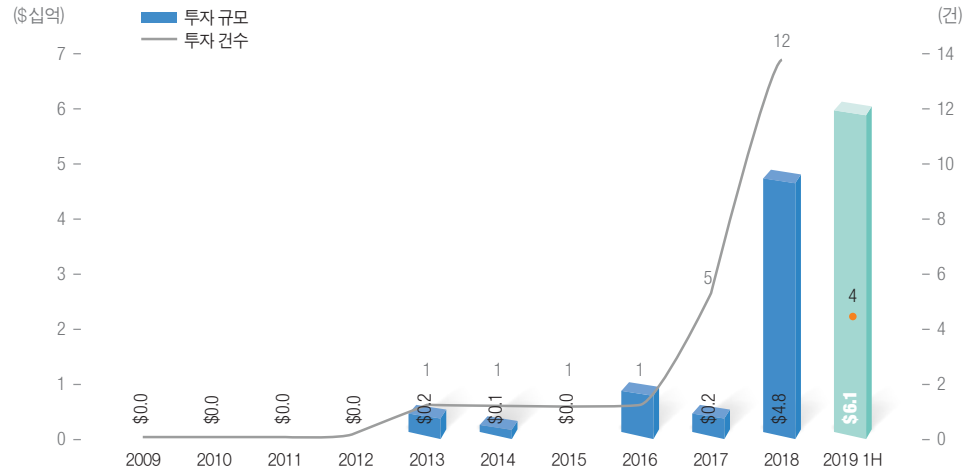


출처 : PitchBook

외국인 투자자만 참여한 투자 라운드는 2018년에 총 12건, 48억 달러 규모였다. 2019년 상반기에는 더 많은 금액이 투자됐는데 4건의 투자를 통해 총 61억 달러 규모의 금액이 유입됐다. 비전통 투자자와 외국인 투자자들이 고속 성장하는 테크 기업을 포트폴리오에 편입시키고자 하면서 VC 시장은 점점 세계화되고 있다. 소프트뱅크는 이러한 추세에 대표적 사례라고 할 수 있다. 비전통 투자자와 외국인 투자자들이 늘어나는 것은 세컨더리 시장(Secondary Market)이 활성화되어 자산을 유동화하기 쉬워진 것과 궤를 같이하는 것으로 분석된다.



**그림 30** 외국인 투자자 단독 참여 유니콘 기업에의 VC 투자(라운드) 현황

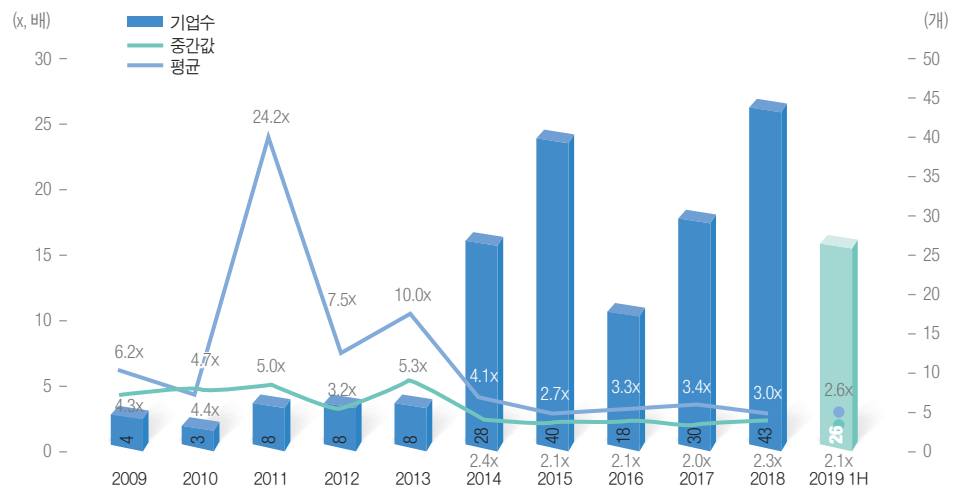


출처 : PitchBook

## 기업가치 성장 분석

사례 수가 많지는 않지만 유니콘 라운드와 그 직전 라운드에서의 기업가치 배수가 최근 몇 년간 안정화되면서 2.x로 수렴하는 모습을 보이고 있다. 이러한 트렌드는 유니콘 기업 모델이 점점 안정화되고 있음을 보여준다. 이밖에도 유니콘 라운드 투자 규모의 상당수는 1억 달러에서 5억 달러 규모 사이에 밀집되어 있었고, 프리머니 기업가치는 20억 달러 이하였다. 기업 설립 이래 유니콘 라운드의 직전 라운드까지 기업들이 투자를 유치한 누적 금액은 대다수가 몇 천억 달러 규모에서 2억 달러 규모 사이에 위치했다.

**그림 31** 유니콘 라운드와 직전 라운드 기업가치 배수 현황



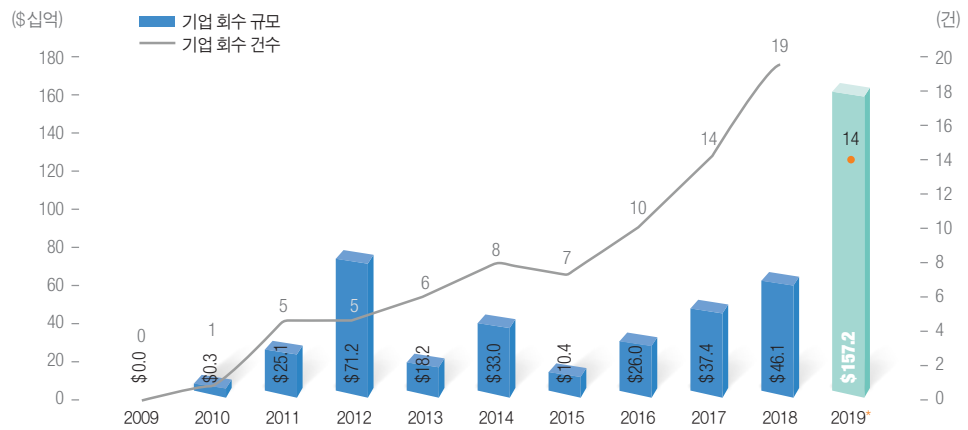
출처 : PitchBook

## 유니콘 기업의 회수

2019년 상반기 동안 유니콘 기업들의 회수 규모는 사상 최대치를 기록했다. 총 14건의 회수를 통해 1,600억 달러에 가까운 규모가 회수됐는데 이는 Uber나 Lyft 등의 IPO로 가능한 일이었다. 총 14건 중 4건을 차지하는 M&A를 통해서는 153억 달러 규모가 회수됐고 10건의 IPO를 통해서는 1,420억 달러 규모가 회수됐다.

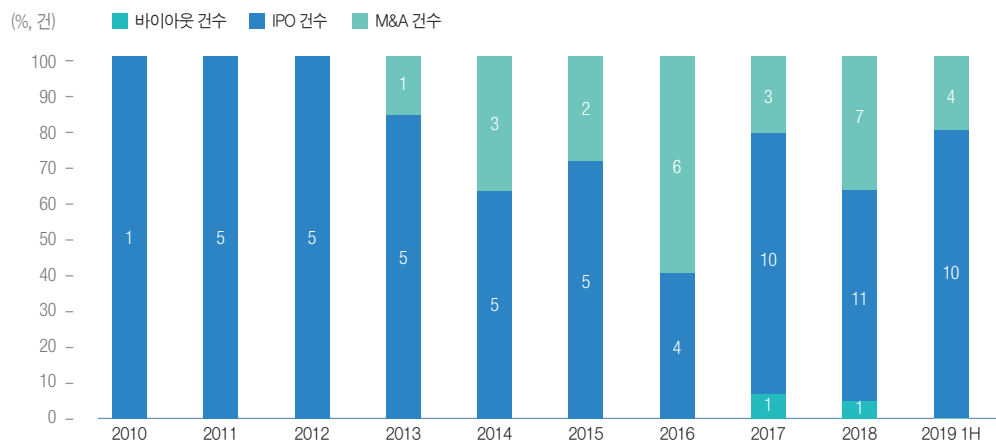
유니콘 기업의 규모로 인해 유니콘 기업이 M&A의 인수대상이 되기는 쉽지 않다. 그럼에도 불구하고 거대 테크 기업들은 충분한 현금을 가지고 종종 유니콘 기업을 인수하기도 하는데 한 사례는 SAP사가 Qualtrics사를 인수한 것이다. 수십 개의 유니콘 기업이 탄생하는 오늘날의 상황에서 이 유니콘 기업들이 적절한 때에 회수되지 못할 경우, 이들 유니콘 기업은 자신들을 인수해줄 기업을 찾아 나설 것으로 보인다.

그림 32 유니콘 기업 회수 현황



출처 : PitchBook

그림 33 유니콘 기업 회수 유형별 현황



출처 : PitchBook

# 중소벤처기업 투자·M&A 성공 사례



대기업 중견기업 또는  
유명 벤처기업으로부터 투자를 유치하거나,  
M&A가 된 성장성 있는 투자기업을 발굴하여  
성공사례 시리즈로 소개합니다.

해당 인터뷰는 **격월로 6회 발간 예정**이며,  
이번 호에서는 투자 성공 사례를 담았습니다.



## “〈벤디스〉와 〈우아한형제들〉의 만남 벤처 생태계를 이끌다”

〈식권대장〉 (주)벤디스 **조정호 대표**



2014년 1월 설립 이후 올해로 5년 차가 된 (주)벤디스는, '모바일 식권'을 IT와 접목해 기업체로 직장인 모두에게 편리한 '종합 식대 관리 솔루션'을 개발했다. 이후 2015년 한국벤처투자의 모태펀드를 통해 우아한형제들로부터 세 차례의 투자를 받아 재정적 발판을 마련했다. 꾸준한 시장 확장으로 현재 공공기관을 포함 300곳 이상의 고객사를 확보한 기업체로 자리매김한 (주)벤디스. 최근 후발 스타트업에 투자하여 피 투자기업에서, 투자 선순환의 좋은 예로 성장했다.

### 〈식권대장〉으로 일궈낸 '밥값'의 새로운 정의

국내 외식시장은 연간 110조 원가량의 미래 가치를 지닌 시장으로 주목받고 있으며, 그중 기업체를 타깃으로 한 B2B 시장도 약 25조 원 규모로 알려져 있다. B2B를 대상으로 한 판로는 대기업·중소기업을 비롯해 각 지자체 및 학교 등과 같이 넓게 포진돼 있다. 그러나 B2C와는 달리 B2B는 고객 유동성이 적어 판로를 개척하기까지 쉽지 않은 것이 사실이다. 이런 상황에서 (주)벤디스는 종이나 장부 등으로 이루어지던 식권 체계를 모바일 시스템화하여 설립 4년 만에 거래액 442억 원을 달성하고 올해부터는 월 거래액 45억 원을 기록하는 등 상승장구를 이어가는 중이다.

(주)벤디스의 조정호 대표는 〈식권대장〉 사업 초기 생소할 수 있는 모바일 식권에 대한 개념을 이해시키는 데 상당한 고충을 겪었다고 전했다. 하지만 실제 회사 실무 담당자와의 미팅과정에서는 자동화 처리되는 관리시스템에 대한 기업들의 니즈와 관심을 확인할 수 있었다고 한다. 스타트업 아이템 선정에 대해 조 대표는, 더 새로울 게 없는 다변화된 시장에서 결국 솔루션을 어떤 방식으로 구현할 것인지에 대한 고민이 주된 부분이었다고 전했다.

벤디스 〈식권대장〉은 '밥값 하는 직장인을 위하여'가 슬로건이다. 흔히들 '밥값하자'라는 말로 통하는 노동가치의 개념과 식대를 부르는 우리말이 결합한 중의적 표현을 선택한 이유에 대해 조 대표는 다음과 같이 설명했다. "벤디스의 고객은 기업체지만 실질적인 사용자는 직장인이죠. 모두가 '제 몫을 충분히 잘하고 있다'는, 응원 의 메시지도 함께 담고 싶습니다."

자영업자를 대상으로 한 수수료가 사회적 쟁점이 되었을 때 벤디스가 다른 업체에 비해 이슈에서 자유로울 수 있었던 것은 조 대표의 소상공인과 업계 생리에 대한 이해가 있었기 때문이었다. 소셜커머스 등의 부풀려진 혜택이나 수수료에 이미 이끌이 난 자영업자들의 닫힌 마음을 돌리기 위한 벤디스의 노력도 한몫했다. 임직원이 가게를 직접 찾아다니며 어버이날 카네이션을 달아드리거나 더운 여름철 음료를 돌리는 등 작지만 섬세한 배려를 통해 쌓아온 영업 경험은 큰 자산이 되었다.

### 실패의 경험에서 쌓인 노하우가 투자 신뢰를 이끌어

벤디스는 모태 자펀드 투자 등을 포함하여 현재까지 총 세 차례에 걸쳐 누적 투자액 107억 원을 달성했다. 창업자이자 현 CEO를 맡은 조정호 대표에게서 초기 투자의 드라마틱한

일화를 들을 수 있었다. 2015년, '본엔젤스파트너스'(강석훈 대표)와 '우아한형제들'(김봉진 대표)로부터 공동투자를 받기 일주일 전. 2011년부터 사년 동안 이끌어온 소상공인 대상 적립 서비스 사업에서 이렇다 할 성과가 없었다고 판단한 조정호 대표와 임직원은 제주도여행을 마지막으로 사업을 정리할 예정이었다.

여행에서 돌아와 기적처럼 받은 메일 한 통은 본엔젤스의 투자처였던 로컬 비즈니스 사업을 하는 '우아한형제들'과의 만남으로 이어졌다. 조 대표는 선배 회사에 견학 간다는 가벼운 마음으로 찾아가 자리에서 투자제의를 받고 기회를 얻게 된 것은 결코 우연이 아니었음을 후에 느꼈다고 한다.

당시 투자기업이었던 '우아한형제들'에 오세윤 부사장은 전화 인터뷰에서 <식권대장>이 갖는 장점으로 '음식' 키워드를 공유한다는 것과 B2B 타깃으로 한 사용처가 명확했다고 말했다. 더불어 투자를 결정하게 된 요인으로 조정호 대표

와 벤디스 경영진이 보여준 일에 대한 열정과 정직함을 꼽았다. 하지만 이제 막 업계에 발을 들인 스타트업의 상태였다면 이러한 과감한 투자 결정이 쉽지만은 않았을 것이다. 조 대표가 가진 실패의 경험과 쌓인 노하우에서 비롯된, 과감한 B2B 아이템 선정은 새로운 모바일 식권 아이템에 대한 호감과 더불어 투자자에게 신뢰감을 주기 충분했다. 본엔젤스와 우아한형제들이 함께 진행했던 벤디스로의 투자는 피 투자기업과 공동 재투자한 최초의 선례를 남겼다.

오세윤 부사장은, 후발 벤처업체에 대한 투자는 전략적 목적의 투자라기보다는 좋은 아이디어를 가진 훌륭한 창업자와 경영진에게 도움을 목적에 둔 재무적 투자로 볼 수 있으며, 자금지원뿐만 아니라 신생회사가 겪을 수 있는 다양한 시행착오에 대해 업계 선배로서 멘토 역할을 하고 싶었다고 밝혔다. 앞으로도 피 투자사의 긍정적 성장에 필요한 지원과 아낌없는 지지를 이어가겠다는 말도 함께 덧붙였다.

## 2014

(주) 벤디스 법인 설립

'밀크' 공식 출시

'2014 Startup Top 100' 선정 (데모데이·스타트업얼라이언스 공동 주최)

## 2015

본엔젤스벤처파트너스와 우아한형제들로부터 7억 원 초기 투자 유치

미래창조과학부 주최 '대한민국 모바일어워드 2015-4월의 모바일상' 수상

미래창조과학부 주최 '대한민국 모바일어워드 2015' 우수상 수상



이후 벤디스가 받은 두 차례의 투자는 회사 재무적 안정성을 바탕으로 조금 더 공격적 판매를 가능하게 했다. 벤디스가 추구하는 플랫폼 비즈니스의 특성을 살린 시장 확장에 집중했기에 얻을 수 있었던 성과였다. '돈에도 색깔이 있다'라는 말처럼 투자금뿐만 아니라 기업 초기일수록 서비스 전반적인 어드바이스를 받을 수 있는 주주와 함께하고 싶다는 것이 조 대표의 생각이었다. 그렇기에 더욱 벤디스에 우아한형제들, 네이버와 같은 플랫폼 비즈니스에서 성공한 기업들의 투자는 단순 투자자 이상의 의미를 지닌다고 했다.

### 피 투자기업에서, 존중의 가치를 아는 투자기업으로

벤디스는 현재 진행하는 모바일 식권 사업에서, 향후 좀 더 발전한 형태의 '오피스 푸드테크'로의 도약을 꿈꾸고 있다. 올해 3월 출시한 <간식대장>이 그 예다. 기업에서 소비되는 식음료와 관련된 전반적인 편의를 제공하고 직장인들의

라이프스타일에 따른 다양한 기호 선별과 데이터 확보도 가능할 것으로 예상했다. 향후 벤디스가 구축한 결제 시스템이 일상에 널리 상용화된다면, 한 발 나아가서 더욱 전문성이 강화된 '오피스 페이먼트 솔루션'과 같이 진화된 형태의 모델링도 가능할 것이라고 포부를 밝혔다.

모바일식권에 대한 기업들의 최근 관심을 반영하듯이 해를 거듭할수록 2배 이상의 성장을 이루고 있는 벤디스. 최근 고객수 300개를 돌파하고 점차 확보주기 또한 줄어들고 있다. 경쟁사로의 이탈이 심한 B2C 서비스에 비해, 기업체를 대상으로 한 B2B 플랫폼 특성상, 보다 잠재력이 큰 고객 확보에 주력함으로써 충분히 의미 있는 성장세로 볼 수 있다.

조 대표는 성공적인 투자유치에 대한 별도의 비법이 존재하지 않는다고 말했다. 다만, 시대에 유행하는 아이템일수록 사업본질에 대한 고집스러운 믿음을 갖고 도전한다면 좋은 성과를 얻을 것이란 팁을 언급했다.

#### 2016

한미약품, 제주항공, 대림케어 등 계약 고객사 수 50개 돌파  
**KDB 산업은행, 우아한형제들, 네이버로부터 35억 원 시리즈 A 투자 유치**

#### 2017

현대케미칼, 현대백화점면세점, 한국공항, LS네트웍스 등 계약 고객사 수 100개 돌파 / 연 거래액 240억 원 달성

#### 2019

사무실 간식 토탈 솔루션 '간식대장' 출시  
 찾아가는 구내식당 '플레이팅'에 투자  
 순천시청 등 계약, **월 거래액 45억 원 달성**

#### 2018

'평창 동계올림픽·동계패럴림픽' 자원봉사자 식음 제공 모바일식권 사업자 선정  
 한국산업은행 등 계약 고객사 수 200개 돌파 / **연 거래액 442억 원 달성**  
**65억 원 시리즈 B 투자 유치, 누적 투자액 107억 원**



올해 벤디스에 새로운 변화도 있었다. 투자를 받는 기업에서 다른 회사에 투자하는 기업으로 성장한 것이다. 케이터링 서비스업체인 ‘찾아가는 구내식당, 플레이팅’에 투자했다. 단기간 빠른 고객사 확보로 높은 성장세를 보여준 벤디스가 아직 투자를 진행하기엔 일러보일지 모른다. 그에 대한 우려를 불식시키듯 조 대표는 다음과 같이 이야기한다.

“대개 피 투자사가 겪는 어려움이란 투자사의 지나친 간섭과 제재로 인한 부분이겠죠. 벤디스에 좋은 투자사의 모습을 제시해준 ‘우아한형제들’처럼, 당장 가시적인 협업을 제안하기보다는 신생기업이 어떤 틀에 갇히지 않고 고유한 색채를 살리며 성장할 수 있도록 존중하고 기다려주고 싶어요. ‘플레이팅’의 상상력을 제한하지 않고 각자의 발전에 집중하다 보면, 서로 한 번쯤 시너지를 갖는 협업의 기회를 만나게 되리라고 생각합니다. 굳이 찾아서 일거리를 만들지 않아도 말이죠. 사실, 저희도 아직 갈 길이 바쁘기도 하고요. (웃음)”

세계적으로 경제 불황이 지속되고 내수 경제도 아직 고전을 면치 못했다고 언론에서는 말한다. 그러나 4년여 만에 피 투자기업에서 투자기업으로 성장한 벤디스의 행보를 관찰할 때 벤처업계에서 경제 성장의 새로운 희망을 발견할 수 있지 않을까.



벤디스에  
좋은 투자사의 모습을 제시해준  
‘우아한형제들’처럼,  
당장 가시적인 협업을 제안하기보다는  
신생기업이 어떤 틀에 갇히지 않고  
고유한 색채를 살리며 성장할 수 있도록  
존중하고 기다려주고 싶어요.

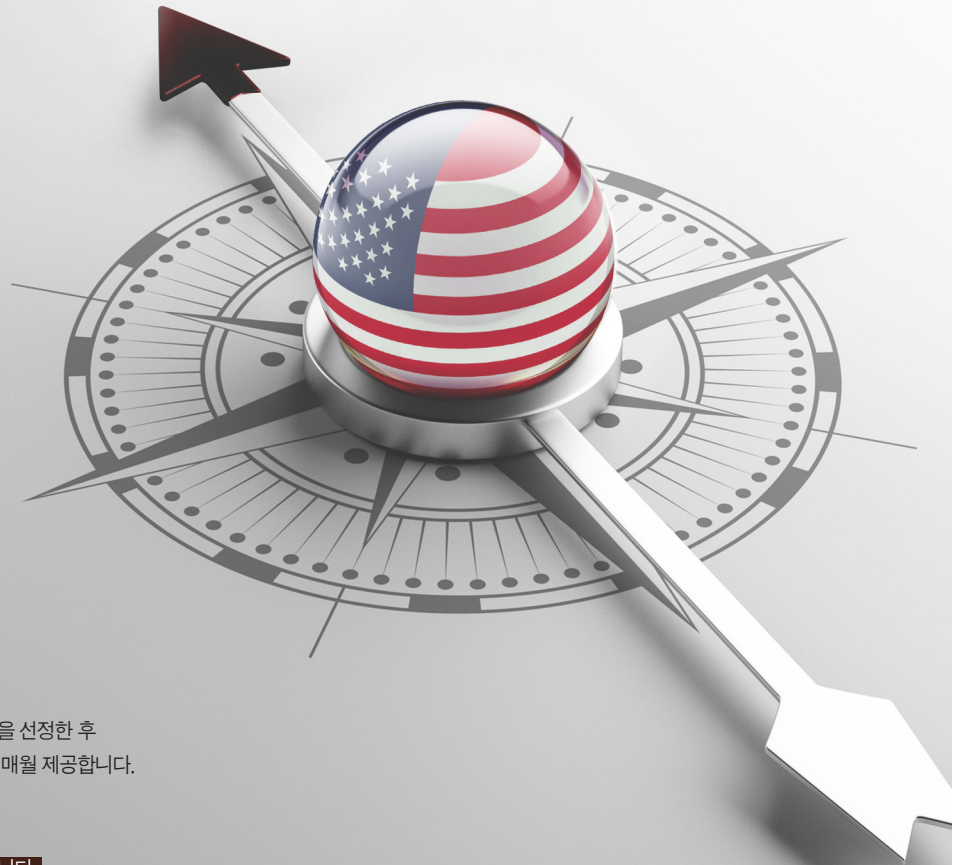




Venture Opinion

# 미국 벤처캐피탈 펀드 규제에 관한 소고

한국벤처투자 조사분석팀 배승욱 연구위원



'벤처 오피니언'은 벤처 생태계 전반에 걸친 주제들을 선정한 후 심도 있는 조사 및 분석을 통해 도출된 인사이트를 매월 제공합니다.

본문의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며,  
한국벤처투자(주)의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

# 01

## 서언

미국은 우리나라 중소기업창업지원법(이하, 창업지원법) 및 벤처기업육성에 관한 특별조치법(이하, 벤처특별법) 등과 같이 벤처캐피탈 펀드(Venture Capital Fund)만을 위한 개별 법률이나 규제체계가 별도로 존재하지 않는다. 다만 벤처캐피탈 펀드는 사모펀드(Private Equity)의 한 유형으로 분류하고 있으며, 따라서 사모펀드(Private Equity)를 규제하는 “1933년 증권법(Securities Act of 1933)”, “1934년 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934)”, “1940년 투자회사법(Investment Company Act of 1940)” 및 “1940년 투자자문업법(Investment Adviser Act of 1940)”, “1974년 상품거래법(Commodity Futures Trading Commission Act of 1974) 등과 같은 법률들에 의해 규제되고 있다. 즉 규제적인 측면에서 일반적인 사모펀드와 벤처캐피탈 펀드는 “도드-프랭크법(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)”상 벤처캐피탈 펀드 투자자문업자 면제규정과 같은 특정 부분에 있어서만 차이가 있을 뿐이며 그 규제체계가 거의 동일하다.

이 글에서는 미국의 벤처캐피탈 펀드 규제에 대해 살펴보기 위해 큰 틀에서 미국의 사모펀드의 규제 체계에 대해 살펴보면서 벤처캐피탈 펀드에만 적용이 배제되는 면제 규정 등과 같은 추가적인 내용들을 해당 부분에서 보충적으로 설명하도록 하겠다.

이 글의 목적은 미국 벤처캐피탈 펀드 규제를 개괄적으로 살펴봄으로써, 우리나라도 VC 생태계를 활성화할 수 있는 정책적 시사점을 도출하고자 한다. 이 글은 다음과 같이 구성돼 있다. 제2장에서는 미국 벤처캐피탈 현황, 제3장에서는 미국 벤처캐피탈 펀드 규제 체계를 살펴보고 제4장에서 우리나라 벤처캐피탈을 위한 정책적 시사점을 도출하는 것으로 결론에 갈음하려고 한다.

# 02

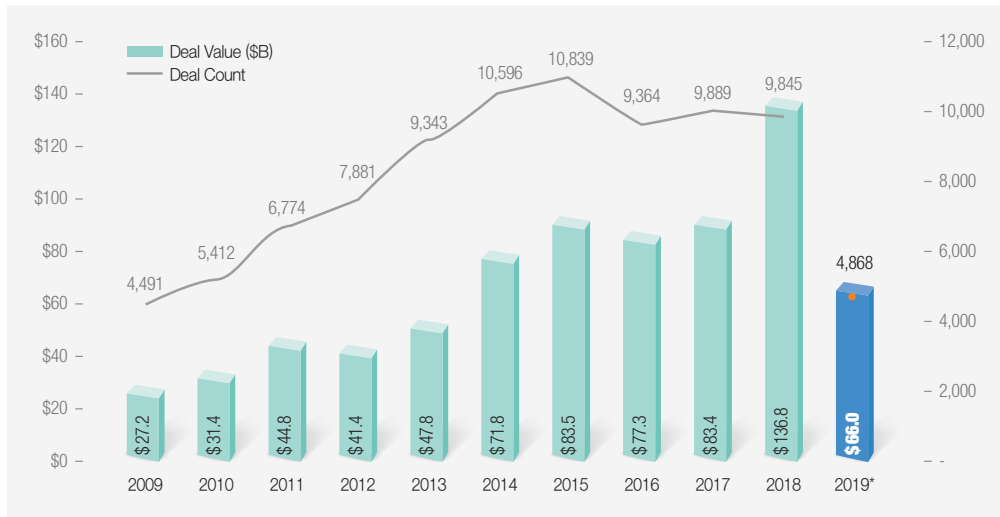
## 미국 벤처캐피탈 현황

미국 벤처캐피탈 펀드의 규제 체계를 살펴보기 전에 간략히 미국 벤처캐피탈 시장 현황을 아래와 같이 살펴보기로 한다.

### 1 2019년 미국 VC 투자

2019년 6월 30일까지 미국 VC 투자 금액(Deal Value)은 660억 달러로 이러한 추세로 VC 투자가 계속 해서 이루어진다면 역사상 가장 많은 VC 투자가 일어났던 2018년(1,347억 달러)의 VC 투자금액에 근접한 1,000억 달러 이상의 투자가 2019년에 이루어 질 것으로 예상되고 있다.<sup>1)</sup> 2019년 생명공학(Life Sciences)에 대한 VC 투자 건수 비중이 2019년 VC 투자 건수의 15%(2019년 6월 30일 기준)로 회복되고 있다.

그림 1 2009년~2019년 미국 VC 투자



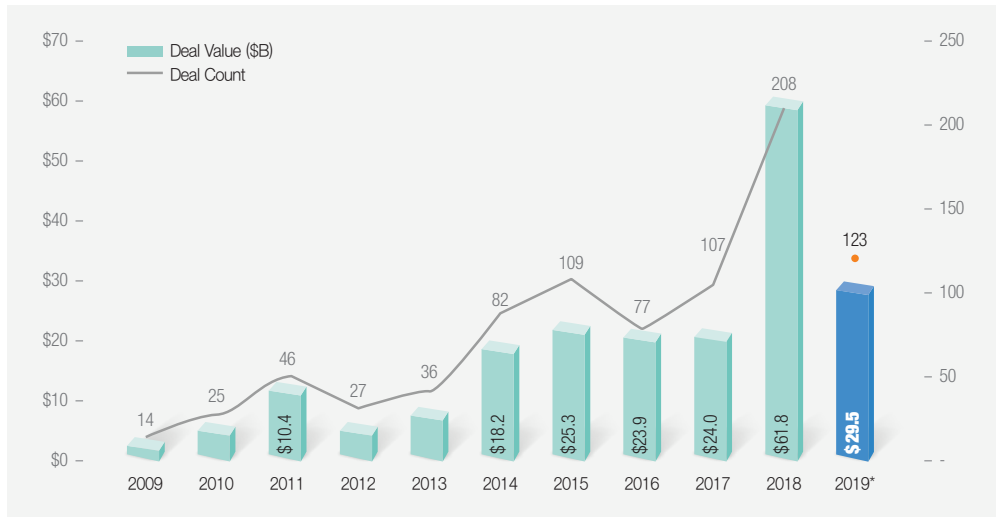
자료 : PitchBook(2Q 2019),  
2019년 6월 30일 기준

1) PitchBook, "Venture Monitor 2Q 2019", 2019.

## 2 2019년 미국 메가 라운드 VC 투자

최근 들어 100만 달러 이상의 투자를 받는 기업들(Mega-deals)도 증가하는 추세에 있는데, 이러한 메가딜 기업들은 2013년도에 36개에서 2018년에는 208개로 6배 정도 증가했다. 2019년에도(6월 30일 기준) 메가딜이 123개가 이루어지고 있어 이러한 추세는 계속해서 이어지고 있다. 메가딜이 VC 총투자금액에서 차지하는 비율도 2013년 13.1%에서 2019년 44.6%로 3배 이상 증가했다.

그림 2 2009~2019년 미국 메가 라운드 VC 투자(Deals of \$100M+)

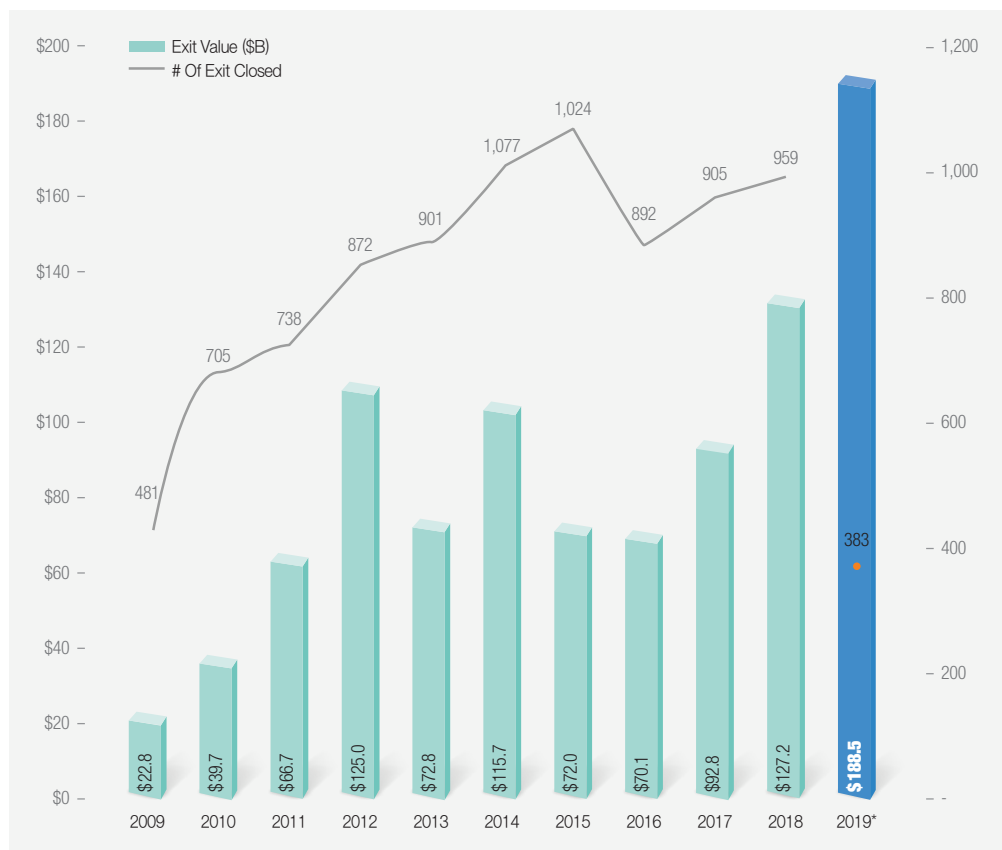


자료 : PitchBook(2Q 2019),  
2019년 6월 30일 기준

### 3 2019년 미국 VC 회수시장

2019년 미국은 VC 투자 기업으로부터 역사상 최대 금액인 1,885억 달러 규모를 회수(6월 30일 기준, M&A 포함)했다. 특별히 Uber(공유차량), Pinterest(사진공유), Slack(메신저), Zoom(영상통화) 등과 같은 유니콘 기업들이 총 1,300억 달러 규모의 IPO를 하면서 해당 GP들의 분배 금액은 상당히 늘어날 것으로 예상된다. 반면 M&A는 상대적으로 IPO보다 부진한 가운데, 2019년도에는 생명공학(Life Sciences) 회사들 중 의료기기-공급업체의 M&A를 통한 회수가 일부 늘어났다.

그림 3 2009~2019년 미국 VC 회수시장



자료 : PitchBook(2Q 2019),  
2019년 6월 30일 기준

## 미국 벤처캐피탈 펀드 규제

### 1 규제 개관

벤처캐피탈 펀드는 기본적으로 비상장 기업의 주식 등에 주로 투자하기 때문에 일반적인 사모펀드와 마찬가지로 미국의 증권·선물 시장 및 산업을 규제하는 연방기관인 SEC(Securities and Exchange Commission, 미국 증권거래위원회)와 CFTC(Commodity Futures Trading Commission, 미국 상품선물거래위원회)의 규제를 받게 된다.<sup>2) 3)</sup> 따라서 벤처캐피탈 펀드의 규제를 이해하기 위해서는 SEC가 주관하는 “1933년 증권법(Securities Act of 1933)”<sup>4)</sup>, “1934년 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934)”<sup>5)</sup>, “1940년 투자회사법(Investment Company Act of 1940)”<sup>6)</sup>, “1940년 투자자문업자법(Investment Adcisers Act of 1940)”<sup>7)</sup>과 CFTC가 주관하는 “상품거래법(Commodity Exchange Act)”<sup>8)</sup>을 살펴보아야 한다. 또한 “도드-프랭크법(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)”<sup>9)</sup> 상의 벤처캐피탈 펀드 자문업자 면제 규정 등 최근 개정 법률들과 심지어 주(State)법상 증권법 및 회사법 등 관련 법도 모두 확인해야 한다.<sup>10)</sup>

또한 전통적으로 벤처캐피탈 펀드는 사모펀드와 마찬가지로 각 연방증권법률상 예외 및 면제 조항을 적극적으로 활용해 SEC나 CFTC의 각종 규제를 회피하는 전략을 추구하고 있다. 따라서 이하에서는 기본적으로 벤처캐피탈 펀드가 미국 내에서 받고 있는 규제 중 연방 법률들의 면제 조항들을 중심으로 살펴보기로 한다.

- 2) 미국 연방법상 사모펀드 규제 체계에 관해 잘 정리된 논문으로는 “김갑래·김규림·김상수·빈기범, “Dodd-Frank 개혁과 미국 연방법제하의 사모펀드 제도 연구”, 재무관리연구 제30권 제1호, 2013.3.”가 있다. 이 글에서는 기본적으로 사모펀드의 방대한 규제 체계 중 벤처캐피탈 펀드에 관련된 필요한 부분만 기술하고 있기에 미국 사모펀드 규제 체계의 전반적인 이해를 위해서는 해당 논문을 참고 바란다. 사모펀드 규제와 관련해 이 글의 많은 부분이 위 논문을 참고하고 있음을 밝힌다.
- 3) SEC는 증권 및 증권을 기초자산으로 하는 일부 장내파생상품을 규제 하는 연방기관이며, CFTC는 상품(Commodity) 및 상품을 기초로 한 선물, 옵션 등의 파생상품을 규제하는 연방기관이다.
- 4) 1933년 증권법(Securities Act of 1933, 15 U.S.C. sec. 77a et)은 증권을 발행해 자금을 모집하는 발행시장을 규율하는 법으로 일반 투자자에게 중요한 정보를 공시한 후 증권을 발행하도록 하는 것을 주요 목적으로 하는 연방 법률이다.
- 5) 1934년 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934, 15 U.S.C. sec. 78a et seq.)은 증권의 유통시장을 규제·감독할 목적으로 제정된 연방 법률이다.
- 6) 1940년 투자회사법(Investment Company Act of 1940, 15 U.S.C. sec. 80a-1 et seq.)은 자본시장법상 집합투자(펀드)와 유사한 투자회사(Investment Company)를 규율하고 이에 대한 감독 권한을 SEC에 부여하는 연방 법률이다.
- 7) 1940년 투자자문업자법(Investment Adcisers Act of 1940, 15 U.S.C. sec.80b-a et seq.)은 증권의 가격 또는 증권의 매매에 대한 투자 타당성에 관해 보수를 받고 타인에게 자문을 행하는 업무에 종사하는 자(투자자문업자)에 대해 원칙적으로 SEC 또는 주(State) 증권감독당국에 등록을 하도록 의무를 부과하는 연방 법률이다.
- 8) 상품거래법(Commodity Exchange Act, 7 U.S.C. sec. 1, et seq)은 주가지수 옵션 등을 포함해 모든 선물 및 옵션의 거래를 규제하기 위해 1936년에 제정된 연방 법률이다.
- 9) 도드-프랭크법(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)은 2008년 금융위기의 재발을 막기 위해 2010년 7월 오바마 정부가 제정한 금융개혁법안으로 시스템리스크 예방 대책 마련, 파생금융상품 규제 강화, 금융소비자 보호기관 신설, 대형 금융회사들에 대한 각종 감독·규제 방안을 신설하는 방대한 분량의 연방 법률이다.
- 10) 미국 벤처캐피탈 펀드 규제가 이렇게 복잡한 것은 단일의 벤처캐피탈 펀드 규제법을 제정한 것이 아니라 기존의 증권 관련 법률의 개정을 통해 해당 펀드를 규율하고 있기 때문이다. 참고로 미국의 증권 관련 주요 법률들은 1929년 대공황 이후 일반 투자자를 보호하기 위해 1930년~1940년 사이에 단일의 법률이 아니라 복수의 법률로 만들어졌으며 이후 미국의 감독당국은 필요한 부분에 있어서만 부분적으로 기존의 증권 관련 법률들을 개정하는 방법으로 거미줄과 같은 증권규제체계를 계속해서 유지하고 있다(Duke K. Bristow, Benjamin D.King, Lee R. Petillon, “Venturecapital Formation and Access: Lingering Impediments of the Investment Company Act of 1940”, Columbia Business Law Review, 2004 Colum. Bus. L. Rev.77.).

## 2 펀드 준거법 선택

벤처캐피탈 펀드를 설립하려고 할 경우 펀드 설립 준거법은 다양한 요인(세제 혜택 등)에 따라 선택될 수 있겠지만 그중 규제적인 관점에서는 투자자의 유형에 따라 결정될 수 있다. 예를 들어, 만약 투자자 모두가 미국인인 경우 펀드 운영자는 보통 미국 법에 따라 설립되는 펀드의 형태를 선택할 것이고, 투자자들 중 미국인 외의 자가 있는 경우에는 투자자들이 정한 의사결정 방식에 따라 해외법(예, the Cayman Islands)에 따라 설립되는 펀드의 형태를 선택할 수도 있다.<sup>11)</sup>

또한 펀드 투자자들이 유럽인인 경우에는 EU 법률에 기반을 둔 펀드(예, a fund formed in Luxembourg or Ireland)를 설립할 수도 있다. 미국 벤처캐피탈 펀드는 법적 형태로서 주로 합자조합(Limited Partnership)을 선택하는데, 준거법을 델라웨어주 법으로 하는 것이 일반적이다. 그 이유는 델라웨어주법이 펀드 당사자의 의사를 규약을 통해 잘 반영할 수 있도록 충분히 유연하며 또한 회사 및 투자와 관련된 전문 법원을 제공해 펀드와 관련된 복잡한 분쟁을 효과적으로 다룰 수 있는 전문가들을 제공하고 있기 때문이다. 또한 델라웨어주는 펀드 설립과 운용에 관련된 행정비용이 다른 주에 비해 비교적 낮다. 종종 델라웨어법에 따른 유한책임회사(Limited Liability Company)의 형태로 사모펀드를 설립하는 경우도 있는데 아직까지 유한책임회사 형태의 판례가 많이 축적하지 못해 법적인 분쟁이 발생할 경우 법적 불확실성이 크기 때문에 많이 선호되지는 않는다. 또한 유한책임회사는 미국 이외의 국가에서는 회사로서 이중과세의 문제가 발생할 수 있기 때문에 특히 미국인 외의 투자자가 있는 경우에는 더욱 펀드의 형태로 선택되지 않는다.

미국인 이외의 해외 투자자들은 주로 Cayman Islands 형태의 펀드를 설립하는 것을 선호하는데 델라웨어주와 마찬가지로 당사자 의사에 기반을 둔 계약을 충실히 반영할 수 있도록 규제가 유연하며 펀드관련 분쟁을 잘 다룰 수 있는 전문가들이 있는 법정을 제공하기 때문이다. 하지만 일부 유럽에 거주하는 투자자들은 자국법에 따라 조세회피 금지 조항에 따라 Cayman Islands 법에 따른 펀드에 투자하는 행위가 제한될 수 있다. 이들은 주로 Ireland와 Luxembourg 준거법에 따른 펀드를 설립하는데, 하지만 이러한 EU법에 따른 펀드들은 델라웨어주 또는 Cayman Islands에 비해 규제적인 비용이 늘어날 수 있다는 점에서 매력적이지 못하다.

## 3 공시규제

### (a) 원칙

미국은 증권의 발행을 통해 자금을 모집할 경우 ‘공시주의(Disclosure Regulation)’라는 원칙에 따라 투자자에게 모든 중요한 정보를 공시하도록 의무를 부과하고 있다. 벤처캐피탈 펀드는 일반적으로 사모의 형태로 자금을 모집하기 위해 펀드 지분(Interest)을 투자자에게 매매하게 되는데, 이러한 펀드 지분은 1933년 증권법 sec. 2(a)(1) 증권(Security)의 범위에 포함되기 때문에 투자자에게 펀드 지분을 매매하는 것은 결국 증권을 투자자에게 매매하는 행위와 동일하게 본다. 따라서 원칙상 벤처캐피탈 펀드 자문업자는 1933년 증권법 sec. 5(a)에 따라 발행인과 증권에 대한 중요 정보를 포함한 ‘증권신고서(Registration Statement)’ 및 ‘투자설명서(Prospectus)’를 SEC에 제출·공시해야 하고, SEC의 ‘Effective’ 판정 전에는 증권의 인도나 매매가 금지된다. 하지만 발행 증권이 1933년 증

11) Stephen L Ritchie, "The Private Equity Review", The Law Reviews, Law Business Research Ltd, Seventh Edition, 2018.

권법 sec.3의 ‘면제증권(Exempted Securities)’이거나 또는 거래가 sec.4의 ‘면제거래(Exempted Transactions)’ 규정에 부합하는 경우에는 sec.5의 공시 의무를 면제받게 된다. 따라서 대부분의 벤처캐피탈 펀드를 포함한 사모펀드는 면제거래에 해당하는 1933년 증권법 sec.4(a)(2) 및 Regulation D 규정과 역외 발행 면제 규정인 Regulation S에 따른 공시 면제 규정에 따라 증권을 발행하고 있다. 다만 위의 면제 규정을 이용해 증권법상 등록·공시 규제가 면제된다 하더라도, 사기 금지 조항(Anti-Fraud Provisions) 및 손해배상 조항에 따른 규제는 기본적으로 적용된다.

### (b) 1933년 증권법 sec.4(a)(2) 및 Rule 506 of Regulation D 규정

1933년 증권법 sec.4(a)(2)은 공모(Public Offering)가 아닌 증권의 발행에 대해 sec.5의 공시 및 등록 의무가 면제되도록 규정하고 있어 많은 벤처캐피탈 펀드가 이 규정을 이용하고 있다. 하지만 1933년 증권법 sec.4(a)(2)은 공모가 아닌 ‘사모 발행’이 무엇인지에 대해 규정하지 않았기 때문에 어떠한 규정을 통해 면제 받을 수 있는지 불분명한 부분이 있었다. 이에 SEC는 1982년 3월 16일 사모 발행의 법적 안정성 및 예측 가능성을 높이기 위해 ‘Regulation D(Sections 230.501 through 230.506 appear at 47 FR 11262)’를 제정했다. Regulation D는 Rule 501~508으로 구성돼 있으며, Rule 501~503은 용어 정의, 요건, 한계 등에 관한 총칙규정이고, Rule 504~506은 자금 조달 규모 및 투자자 자격별로 적용 요건을 규정하고 있다.<sup>12)</sup> 이 중 벤처캐피탈 펀드는 일반적으로 Regulation D의 Rule 506을 이용해 등록 및 공시에 관해서 면제(Safe Harbor)를 받고 있다. Rule 506은 1933년 증권법 sec.4(2)의 법적 불확실성을 해소하기 위해 제정됐는데, 이 규정에 해당하면 sec.4(2)의 적용 여부와 무관하게 사모 발행으로 간주된다.

Rule 506은 Regulation D의 다른 면제 규정과 달리 발행 총액에는 제한이 없기 때문에 벤처캐피탈 펀드는 대부분 Rule 506을 이용하고 있다. Rule 506은 Rule 506(b)와 Rule 506(c) 두 가지 방법으로 증권을 발행할 수 있도록 규정하고 있는데, 이 중 Rule 506(c)는 2012년 JOBS법(Jumpstart Our Business Startups Act)이 제정되면서 2013년에 새롭게 추가된 규정이다.<sup>13)</sup>

Rule 506(c)는 적격투자자(Accredited Investors)<sup>14)</sup>에 한해서 광고(Advertising) 및 청약의 권유

12) SEC는 2016년 10월 26일 Rule 504의 한도를 기존 100만 달러에서 500만 달러로 늘리면서 기존의 한도가 500만 달러였던 Rule 505 규정을 폐지했다.

13) SEC의 조사결과 2009년에서 2017년까지 Regulation D의 유형 중 Rule 506(b)와 Rule 506(c)를 통해 자금을 모집한 것이 전체의 99.9%였으며, 이 중 Rule 506(c)를 통해 모집된 금액은 전체의 4%이다. 결론적으로 Regulation D의 유형 중 95% 이상이 Rule 506(b)를 통해 이루어지고 있다.(Scott Bauguess, Rachita Gullapalli, and Vladimir Ivanov, “Capital Raising in U.S.: An Analysis of the Market for Unregistered Securities Offerings, 2009~2017”, SEC Division of Economic and Risk Analysis, 2018.8.)

14) Regulation D의 Rule 501은 다음 8가지 유형의 적격투자자(Accredited Investors)에 대해 정의하고 있다. ① 기관투자자, 은행, 보험사, 연기금, 투자회사, BDC(Business Development Company), SBIC(Small Business Investment Company) 등, ② 1940년 투자자문업자법 sec.202(a)(22)에 정의된 사모 BDC, ③ 세법 sec.501(c)(3)에 따른 기관(Organization)-증권의 취득을 목적으로 하지 않는 자산 총액이 500만 달러가 넘는 회사, 사업신탁, 조합 등, ④ 청약 또는 매도되는 증권 발행인의 이사, 임원, GP(General Partner), 주요내부자, ⑤ 당해 증권 매수 시점을 기준으로 순자산액이 100만 달러(부부 합산)(거주부동산 제외(Primary Residence))가 넘는 개인(자연인), ⑥ 최근 2년간 연소득이 20만 달러(부부 합산 30만 달러) 이상이었고 현재에도 앞의 기준 이상의 소득 수준이 예상되는 개인(자연인), ⑦ 당해 증권의 취득을 설립 목적으로 하지 않는 자산 총액이 500만 달러 이상이며 숙련된 경영진에 의해 운영되는 신탁(Trust), ⑧ 지분의 소유자가 모두 적격투자자(Accredited Investor)인 단체이다.



(Solicitation)를 할 수 있도록 했지만 대신 Rule 506(b)에 비해 강화된 적격투자자(Accredited Investors) 확인 요건 등과 같은 추가적으로 요구되는 조건이 있어 대부분의 벤처캐피탈 펀드를 포함하는 사모펀드는 Rule 506(b)로 자금을 모집한다.<sup>15)</sup>

Rule 506(b)는 다음의 요건을 만족하면 1933년 증권법 sec.4(a)(2)의 규정을 만족한 것으로 보아 별도의 SEC의 등록 및 공시를 면제해 주고 있다. 첫째, 투자자 모두가 적격투자자이거나 투자자의 위험과 수익을 평가할 능력이 있는 금융 등에 지식과 경험을 보유한 투자자(Non-Accredited Investor) 35인 이하에 대해 매매를 할 것<sup>16)</sup>, 둘째, 모든 투자자에 대해 증권의 매매와 관련해 광고 및 일반적인 청약의 권유(General Solicitation)를 하지 않을 것<sup>17)</sup>, 셋째, 적격투자자는 투자를 위해 증권을 매매해야 하고 재매매(Resale)하지 않을 것<sup>18)</sup>이 면제 요건이다. 실무적으로는 벤처캐피탈 펀드의 투자자는 거의 대부분 적격투자자이다. 또한 Regulation D에 의해 미국 투자자를 대상으로 자금을 모집한 자는 증권을 최초로 판매한 날로부터 15일 이내에 SEC에게 Form D를 작성해 제출해야 한다.

또한 Rule 506(b)로 자금을 모집할 경우 추가적으로 Rule 506(d)의 'Bad Actor' 규정의 규제를 받게 되는데, 'Bad Actor'란 증권의 발행인 및 그 발행인의 특수관계인<sup>19)</sup>이 자격을 박탈당할 만한(Disqualify) 부적절한 행위<sup>20)</sup>를 과거에 한 경우 당해 발행인에 대해 증권 발행의 자격을 박탈시키는 규제이다.

### (c) Rule 506(b)의 자금 모집 방법

위에서 설명했지만 Rule 506(b)의 규정에 따르면 증권을 발행할 경우에 일반적인 청약의 권유 및 광고 행위가 금지된다. 이 경우 벤처캐피탈 펀드의 지문업자 어떻게 자금을 모집할 수 있는지에 대한 의문이 들 수 있다. 이 경우 펀드 지문업자는 이미 관계를 형성하고 있는 잠재적인 투자자에게 설문지를 이용해 투자자에 대한 개인정보를 얻을 수 있다. 또한 펀드 지문업자는 잠재적인 투자자(Pre-existing Relationship with a Potential Investor)에게 사적으로 접촉해 투자에 관련된 정보를 제공할 수 있다. SEC는 지침을 통해 펀드 지문업자가 잠재적인 투자자에게 접촉하는 기간을 45일 정도로 보고 이 기간 동안 사전에 접촉을 해야 일반적인 광고 및 청약의 권유 금지규정을 위반하지 않은 것으로 보고 있다.

15) 따라서 이 글에서는 Rule 506(c)의 세부 요건을 기술하지는 않겠다. 자세한 Rule 506(c)의 요건은 다음의 글을 참조 바란다. "CrowdCheck, New Rule 506(c): General Solicitation in Regulation D Offerings"

16) Non-Accredited Investor 35인 이하에 대해서는 별도의 공시 의무가 부과된다.

17) 광고 및 청약의 권유를 위해 추후에 Rule 506(b) 펀드에서 Rule 506(c) 펀드로 변경할 수 있는데, 이 경우에 만약 Non-Accredited Investor가 Rule 506(b)에 투자를 하고 있다면 적격투자자의 투자만을 받아야 하는 Rule 506(c) 펀드의 요건 상 펀드 변경이 불가하다.

18) Rule 506 면제 규정에 따라 발행된 증권은 Rule 144에 따른 제한증권(Restricted Securities)으로 재매매를 위해 등록을 하거나 면제 조건을 충족하지 못하면 재매매할 수 없다. 참고로 Rule 144에서는 재매매를 할 수 있는 면제 조건을 열거하고 있는데, 만약 제한증권을 보유한 자가 특수관계인(affiliate)이 아니고 제한증권을 보유한지 1년이 경과했다면 재매매를 할 수 있다. 또한 제한증권이 1940년 증권거래법 상 보고요건(Reporting Requirements) 증권인 경우 일정 수준의 공시의무(Public Information)를 준수해야 하는데 이 제한증권을 6개월이상 1년 미만 보유하면서 공시의무를 준수한 자는 재매매할 수 있다.(SEC, "Rule 144: Selling Restricted and Control Securities", 2013.1.16.)

19) 특수관계인이란 다음의 자를 의미한다. 첫째, Rule 506에 따라 증권을 발행하는 자, 둘째, 증권의 매매에 관계된 이사, 임직원 등, 셋째, 발행하는 증권에 20% 이상을 보유한 자, 넷째, 펀드를 관리하는 관리자(Investment Manager)이다.

20) 자격을 박탈당할만한(Disqualify) 부적절한 행위란 과거에 형사처벌을 받았거나, SEC의 정지명령(Stop Order) 등의 행정처분을 받을 경우를 의미한다.

만약 펀드 자문업자가 이러한 사전 접촉 기간을 가지기 어려운 경우에는 청약의 권유를 대신할 수 있는 대리인(Agent)에게 업무를 위탁할 수 있다. 기본적으로 미국인에게 증권에 대한 광고 및 청약의 권유를 할 수 있는 자는 SEC에 의해 증권회사(Broker-Dealer)로 등록(Registered)을 한 자로 제한된다.

#### (d) 1933년 증권법 Regulation S를 통한 역외 모집

1933년 증권법 sec. 5(a)에 따라 '증권신고서(Regustration Statement)' 및 '투자설명서(Prospectus)'를 SEC에 제출·공시하지 않고 증권을 발행할 수 있는 또 하나의 면제규정이 Regulation S이다. SEC는 1990년 '역외 증권 발행(Offshore Offering)'에 대해 sec.5 등록 면제 요건을 주요 내용으로 하는 Regulation S를 제정했다.<sup>21)</sup> 하지만 현재 Rule 506(b)에 비해 Regulation S는 벤처캐피탈 펀드를 포함한 사모펀드 시장에서 거의 이용되지 못하고 있다.<sup>22)</sup>

Regulation S에 의해 해외에서의 증권 발행과 재매매로 인정되기 위해서는 공통적으로 ① 투자자가 해외에서 청약·매도여야 하며, ② 투자자가 해외에 있더라도 그자가 미국인이 아니어야 한다. 또한 ③ 미국 내 직접적 판매 노력이 없어야 한다. Rule 903에서는 해외 증권 발행 시 추가적 면책 기준을 미국 내로의 증권 유입 가능성과 미국 시장 내 투자자가 이용 가능한 정보 수준에 따라 Category 1, 2, 3으로 나뉘어 규정하고 있다. Rule 904의 경우 기발행 증권의 해외 재매매에 대한 상세 규정을 정하고 있다. 결국, 해외 벤처캐피탈 펀드가 미국 내에서 투자자의 자금 모집을 위한 지분 증권 판매와 관련된 직접적인 노력을 하지 않고, 미국인 또는 미국 내 투자자를 대상으로 증권의 청약·매도가 이루어지지 않는 등의 조건을 충족하면 Regulation S에 따라 1933년 증권법 sec.5의 등록 의무 규정을 적용받지 않게 된다. 한편, 이러한 해외 발행에 대해서 사기금지규정(Anti-Fraud Provisions)은 기본적으로 적용되며, Regulation S에 따라 발행된 지분증권은 Rule 144에서 정의된 제한증권에 해당된다. 이는 미국 증권시장과 투자자를 보호하면서, 해외에서의 자금 모집을 확보하기 위한 것이다.

## 4 펀드 규제

일반적인 벤처캐피탈 펀드는 1940년 투자회사법상 투자회사(Investment Company)<sup>23)</sup>로 정의된다. 왜냐하면 대부분의 벤처캐피탈 펀드의 총자산(국채 및 현금성 항목 제외) 중 40%를 초과하는 자산이 1940년 투자회사법상 투자증권(Investment Securities)에 해당하기 때문이다(1933년 투자회사법 sec.3(a)(1)(C)). 따라서 벤처캐피탈 펀드는 1940년 투자회사법 sec.8에 따라 일정 사항에 대한 투자 방침과 일정 정보를 기재한 신고서를 SEC에 등록해야 한다. 또한 sec.30(a)에 따라 등록된 투자회사는 연차보고서를 SEC에 제출해야 하며 장부 기록을 관리할 의무를 지닌다. 투자회사는 지배구조와

21) Regulation S는 Rule 901~905의 5개로 구성돼 있다. Rule 901은 미국 내 증권 거래 등에 대해서만 1933년 증권법 sec.5가 적용된다는 원칙을 명시적으로 밝히고 있고, Rule 902는 Regulation S의 각종 용어를 정의하고 있다. Rule 903~904는 각각 미국 외에서의 거래로 간주되는 증권 발행과 거래에 관한 면제 규정으로 해외에서의 증권 발행 및 재매매(resale)에 대해 규정하고 있다. 또한, Regulation S에 따라 발행된 증권의 재매매는 사모로만 가능하며, 일반투자자를 대상으로 분매(distribution)하려면 공시 의무를 이행해야 하는 "제한증권(restricted securities)"임을 명시하고 있다(김갑래·김규림·김상수·빈기법(2013)).

22) Scott Bauguess, Rachita Gullapalli, and Vladimir Ivanov(2018)

23) 투자회사(Investment Company)란 투자자들의 자금을 집합해 증권 투자·재투자 및 증권 매매를 주된 업무로 하는 법인이며, 일상적 용어로는 펀드를 의미한다. 우리나라 자본시장법 용어로는 '집합투자기구'에 해당한다(김갑래·김규림·김상수·빈기법(2013)).

재무 구조, 투자자문계약 및 경영에 대한 SEC의 규제를 받게 되는데 이러한 규제는 통상 일반 투자자의 자금을 증권에 투자·재투자하는 뮤추얼 펀드의 운영과 구조를 규율하기 위한 목적을 지닌 것으로, 뮤추얼 펀드는 SEC에 의무적으로 등록해야 한다.

그러나 1940년 투자회사법 sec.3(c)에서는 투자회사 정의에서 제외되는 펀드를 열거하고 있는데, 벤처캐피탈 펀드는 sec.3(c)(1)과 sec.3(c)(7)를 이용해 1940년 투자회사법에 따른 등록 및 각종 규제를 면제받고 있다.

### (a) 1940년 투자회사법 sec.3(1) 펀드

“3(c)(1) 펀드(1940년 투자회사법 sec.3(c)(1) funds)”란 공모에 의하지 않은 100명 이하(적격 벤처캐피탈 펀드(Qualifying Venture Capital Fund)<sup>24</sup>의 경우에는 250명 이하)의 투자자로 결성된 펀드이다. 이때 투자자의 자격이나 성격에 관한 요건은 없다. 투자자 수 산정에 있어 자연인, 회사, 신탁, 펀드 모두가 각각 1인의 실질적 투자자로 산정되는데, 주의할 점은 회사(Corporation), 신탁(Trust), 펀드(Fund)와 같은 1940년 투자회사법 상 ‘Company’는 10% 미만의 지분을 가지고 있을 경우에만 1인으로 산정된다는 것이다.<sup>25</sup> 주의할 사항은 sec.3(c)(1) 규정 자체에는 투자자 자격에 대한 요건은 정하지 않고, 투자자의 수에 대한 규정을 두고 있다는 점이다. 해당 규정에 따라 투자자 수를 100인 미만(적격 벤처캐피탈 펀드(Qualifying Venture Capital Fund)의 경우에는 250명 미만)으로 구성하는 경우 1940년 투자회사법 상 등록·공시 의무가 면제된다 하더라도, 일반투자자(non-accredited investors)가 35인 이상인 경우 1933년 증권법이 적용되면서 등록 의무가 발생될 수 있다. 1940년 투자회사법 sec.3(c)(1)을 통한 등록·공시 면제 및 1933년 증권법에 따른 Regulation D 면제 조항을 동시에 누리기 위해서는 투자자 100인(적격 벤처캐피탈 펀드(Qualifying Venture Capital Fund)의 경우에는 250인) 중 일반투자자(non-accredited investors)를 35인 이내로 한정하고, 나머지 투자자는 적격투자자로 구성해야 한다.

### (b) 1940년 투자회사법 sec.3(c)(7) 펀드

위의 3(c)(1) 펀드는 소수 투자자를 대상으로 자금을 모집하는 벤처캐피탈 펀드에는 문제가 없겠지만, 벤처캐피탈 펀드의 대형화에는 한계가 있다. 이에 1996년 투자자의 전문성 기준의 1940년 투자회사법 sec.3(c)에 7번째 조항을 추가해 투자회사로 간주하지 않는 펀드의 범위를 더욱 확대했다. “3(c)(7) 펀드(1940년 투자회사법 sec.3(c)(7))”는 공모에 의하지 않고, 1940년 투자회사법 sec.2(a)(51)상 ‘Qualified Purchasers’<sup>26</sup>만을 대상으로 증권이 매매되는 펀드이다. 1940년 투자회사법 sec.3(c)(7) 규

24) 적격 벤처캐피탈 펀드(Qualifying Venture Capital Fund)란 ‘Section 275.203(l)-1 of Title 17, Code of Federal Regulations’에 정의된 벤처캐피탈 펀드(Venture Capital Fund) 중 출자금과 미출자 약정금액의 총합(aggregate capital contributions and uncalled committed capital)이 1000만 달러를 넘지 않는 펀드를 의미한다.

25) 이 경우 ‘Company’는 1940년 투자회사법 상 ‘Investment Company’(3(c)(1) 또는 3(c)(7) company)는 제외 된다.(1940년 투자회사법 sec.3(c)(1)(A))

26) 1940년 투자회사법 sec.2(a)(51)에서는 Qualified Purchaser를 다음과 같이 정의하며, 이때 투자 잔고 산정 기준은 SEC Rule 2(a)51-1에서 정한다. ① 500만 달러 이상의 투자 잔고를 가진 자연인, ② 500만 달러 이상의 투자잔고를 가진 회사로 형제자매·배우자·입양에 의한 직계비속·그 배우자의 관계가 있는 자연인, 이러한 사람들의 부동산, 그들의 이익을 위해 설립된 기금·자산단체·신탁 등 2인 이상에게 보유돼 있는 회사, ③ 앞의 ②에 해당하지 않는 신탁으로서 모집 대상의 증권 취득을 특정 목적으로 하지 않으며, 수탁자(trustee) 및 기타 당해 신탁에 재산을 출연한 자가 ①, ②, ④에 해당하는 자, ④ 자기계산 또는 다른 Qualified Purchaser의 계산을 위해 행위하는 자로서 자기 재량에 따른 투자 잔고가 2,500만 달러 이상인 자이다.

정 자체에는 펀드의 투자자 수에 대한 제한은 없다. 그럼에도 불구하고 통상 벤처캐피탈 펀드 운용자가 499인 이하로 펀드를 결성하던 것은 1934년 증권거래법의 sec.12(g)(1)에서 투자자 성격의 구분 없이 500인 이상 투자자로 구성되는 펀드는 해당 법인을 등록해야 하는 규정을 회피하기 위한 조치였다. 하지만 상기 조항은 JOBS법을 통해 SEC 등록 의무 부과와 주주 수 요건이 2,000인 또는 Non-Accredited Investors 500인 이상인 경우로 변경됐다. 3(c)(7) 펀드는 연금, 기금, 신탁, 그 밖의 투자기구 등의 기관투자자 뿐만 아니라 고액자산가로부터 대규모 자금 조달 및 운용이 가능한 벤처캐피탈 펀드로 활용될 수 있다. 이때, 숙련된 종업원(Knowledgeable Employees)<sup>27)</sup>은 3(c)(1) 펀드의 실질적 투자자 수를 산정하거나, 3(c)(7) 펀드의 Qualified Purchasers에 의한 독점적 보유 여부를 결정하는데 배제돼, 숙련된 종업원의 관련 기업에 대한 투자가 허용된다.

## 6 펀드 자문업자 규제

벤처캐피탈 펀드를 운용하는 자문업자는 일반적으로 1940년 투자자문업자법상 투자자문업자(Investment Adviser) 정의<sup>28)</sup>에 포섭돼 SEC에 등록을 해야 한다. 등록 투자자문업자는 공시 설명서 제공 의무, 투자자문업자 성과 보수 수령 금지<sup>29)</sup>, 투자자문계약의 일반적 양도 및 사기 금지에 관한 규정을 적용받는다. 그러나 투자자문사 정의에 부합하더라도 같은 법 sec.203(b)에서 열거적으로 등록 면제되는 투자자문업자를 규정하고 있어, 벤처캐피탈 펀드 자문업자가 이를 이용해 등록을 면제받을 수 있다.

연방증권 규제와 주 증권규제의 중복 문제 해결을 위해 1996년 전국증권시장개선법(National Securities Market Improvement Act of 1996)이 제정되면서, 1997년 이후 미국의 투자자문사에 대한 규제는 연방 정부와 주 정부로 이원화됐다. 이에 따라 1940년 투자자문업자법 및 SEC Rule에서 정하는 사업 행위를 영위하지 않고, 전체 펀드 자산규모 2,500만 달러(또는 SEC가 정하는 금액) 미만인 소규모 투자자문사는 SEC에 등록할 의무 없이 주감독당국에 등록하고, SEC는 운용자산이 2,500만 달러(또는 SEC가 정하는 금액) 이상이거나 등록 투자회사를 자문하는 투자자문업자를 규제하게 됐다.<sup>30)</sup>

27) 숙련된 종업원(Knowledgeable Employees)은 i) 3(c)(1) 투자회사와 3(c)(7) 투자회사 또는 계열 투자 관계인의 임직원, GP, 이사 및 자문위원, 신탁관리인(Trustee), ii) 3(c)(1) 투자회사와 3(c)(7) 투자회사 또는 계열회사 관계인에서 정규적 역할이나 기능과 관련돼 투자 행위에 참여하거나 이에 준하는 역할을 담당하며 최소 12개월 근무한 종업원 등의 자연인을 의미한다(SEC Rule 270.3c-5).

28) 투자자문업자(Investment Adviser)란 보수를 위해 증권의 매매 또는 투자 관해 타인에게 자문을 해주는 것을 업으로 하는 자를 의미한다(1940 투자자문업자법 sec.202(a)(11)). 다만 은행, 변호사, 회계사, 엔지니어, 보수를 받지 않는 증권회사 등을 투자자문업자의 정의에서 배제해, 이들은 투자자문업자로 등록의무를 지니지 않는다(1940년 투자자문업자법 sec.202(a)(11)).

29) 1940년 투자자문업자법 sec.205(a)(1)에서는 등록 면제된 투자자문업자를 제외한 모든 투자자문업자는 고객 자금으로부터 자본이익이나 평가액에 대한 일정 비율로 성과 보수 수취를 금지하고 있다. 그러나 같은 법 Rule 205-3에서 투자자 보호가 불필요하다고 판단되는 '적격고객(Qualified Client)'에 대해서는 이를 적용하지 않는다고 규정하면서, 계약 자문 규모와 순자산 등을 기준으로 적격고객을 정의하고 있다. 도드-프랭크법은 SEC에 등록됐거나 등록 의무가 있는 투자자문사에게 성과보수를 수취할 수 없도록 규정을 개정해, 사모펀드와 같은 미등록 펀드의 성과보수 수취에 대한 자율권을 확대했다. 즉 1940년 투자자문업자법 sec.205(a)에서는 투자자문업자 등록이 면제되는 경우를 제외하면, 성공보수의 수취를 금지하고, 계약이 거래상대방 동의 없이 투자자문업자에 의해서 양도되지 못하며, 조합의 경우 조합원 변경을 우편, 주간 통상의 방법 및 수단을 사용해 거래상대방에게 통지해야 함을 규정하고 있다. 그러나 도드-프랭크법 sec.928는 이를 SEC에 등록했거나 등록의무가 있는 투자자문업자에 대해 적용하도록 했다. 이에 주 정부 등록 투자자문업자의 경우 해당 규정이 적용되지 않을 수 있다.

하지만, 도드-프랭크법에서는 SEC 등록에 대한 최저 자산 규모를 조정하고, 15인 미만의 투자자 대상 사모 투자자문업자(Private Adviser Exemption)의 등록 면제 규정을 폐지하면서, 이를 '외국인 사모 펀드 자문업자'에 대한 등록 면제규정으로 대체해 투자자문업자에 대한 등록을 강화했다. 그리고 일정 규모 이하의 사모펀드 자문업자, 벤처캐피탈 펀드 자문업자 등에 대한 등록 면제 규정을 신설했다.

#### (a) 사모펀드 자문업자 면제 규정

도드-프랭크법은 1940년 투자자문업자법에 sec.203(m) 규정을 추가해 다음과 같은 요건을 충족하는 사모펀드 자문업자에 대해서는 등록을 면제했다. 첫째, 자문업자는 사모펀드만을 자문하며, 둘째, 사모펀드의 운용자산(AUM) 1억 5천만 달러 미만이어야 한다.<sup>31)</sup>

#### (b) 외국 사모펀드 자문업자 면제 규정

도드-프랭크법은 1940년 투자자문업자법에 외국 사모펀드 자문업자(Foreign Private Adviser Exemption)<sup>32)</sup>의 개념을 도입하고 기본 1940년 투자자문업자법 sec.203(b)(3)이 폐지됐다. 기존의 15인 미만의 고객 대상 Private Adviser Exemption이 사라지고 외국 사모펀드 자문업자 면제 규정이 생겨난 것이다. 따라서 현재에는 고객이 15인 이하이며, 자산규모 2,500만 달러 이하의 외국계 사모펀드 운용자만 등록을 면제해 주고 있다.

#### (c) 벤처캐피탈 펀드 자문업자 면제 규정

벤처캐피탈 펀드란 다음의 요건을 만족하는 사모펀드를 의미한다. ① 펀드의 투자가 벤처캐피탈 전략에 따라 이루어진다는 것을 투자자에게 표시해야 하며, ② 특별한 상황(Extraordinary Circumstances)을 제외하고는 환매권 또는 이와 유사한 권리를 투자자에게 주지 않아야 한다. 또한 ③ 인정투자(Qualifying Investment)<sup>33)</sup>가 아닌 투자 또는 단기보유자산(Short-term holdings)<sup>34)</sup>이 펀드총자산(Aggregate Capital Contributions and Uncalled Committed Capital)의 20% 미만이어야 하고, ④ 펀드 총자산의 15% 이상으로 자금을 대여(Borrow)하거나 채무증권을 발행하는 등 레버리지

30) 김갑래, "미국 연방증권법상 금융투자업자 규제 of 새로운 경향 - 투자자문 제공 브로커-딜러와 투자자문업자에 대한 규제체제의 조화", 증권법연구, 제10권 제2호, 2009.

31) 과거 '사모펀드(Private Fund)'는 1940년 투자회사법의 해석 과정에서 그 개념을 추론했던 것과 달리 도드-프랭크법 sec.402를 통해 1940년 투자자문업자법을 개정해 '명시적으로' 사모펀드를 정의하고 있다. 사모펀드는 ① 1940년 투자회사법 sec.3에서 정의한 투자회사의 성질을 가지고, ② 1940년 투자회사법 sec.3(c)(1) 또는 3(c)(7)에 해당한다. 결국 1940년 투자회사법 sec.3(c)(1) 또는 sec.3(c)(7) 펀드를 의미한다. 이는 도드-프랭크법 sec.619(h)(2) 상 정의하는 헤지펀드와 PEF의 정의와 유사하다. 해당 규정에서는 헤지펀드와 PEF는 1940년 투자회사법의 투자회사의 성질을 가지고 같은 법 sec.3(c)(1) 또는 sec.3(c)(7)에 해당되는 펀드 및 이와 유사한 펀드로 연방은행당국, SEC 및 CFTC가 정하는 자로 정의된다.

32) 외국인 사모펀드 운용자는 ① 미국 내 영입지점이 없으며, ② Private Fund에 대한 운용자로서 미국인 고객 수 15인 미만이며, ③ 미국인 고객이 맡긴 총자산이 2,500만 달러(SEC가 상향조정 가능) 이하이며, ④ 미국 내 일반인을 대상으로 광고 등을 하지 않는 사모펀드 운용자를 의미한다.

33) 인정투자(Qualifying Investment)란, 적격포트폴리오회사(Qualifying Portfolio Company)에 지분투자를 하는 것을 의미한다. 적격포트폴리오회사(Qualifying Portfolio Company)란 ① 보고의무회사(reporting company) 또는 외국거래소상장회사(foreign traded)가 아니며, 보고의무회사 또는 외국거래소상장회사에 의해 직접적으로 지배받지 않는 회사이며, ② 사모펀드로부터 차입 및 대출이 없는 회사이어야 한다. 또한 ③ 회사 자체가 사모펀드, 뮤추얼펀드 등이 아니어야 한다.

34) 단기보유자산(Short-term holdings)이란 현금 및 현금성 자산(\$270.2a51-1(b)(7)(i)), 만기 60일 이하의 미국채권, 상장주식, MMF 등을 의미한다.

(Leverage)를 발생시키지 않아야 하며, 이러한 자금의 대여 등은 120일 이내의 기한(연장 불가)으로만 가능하다. 마지막으로 ⑤ 1940년 투자회사법 상 등록되지 않은 회사(예, Mutual Fund)이어야 하며, 같은 법상 BDC(Business Development Company)로 인정(Elected)받지 않아야 한다. 위의 벤처캐피탈 펀드 면제 규정에 대한 자세한 해설서<sup>35)</sup>를 SEC가 2011년 발간했는데 그 중 핵심적인 부분만 살펴보면 아래와 같다.<sup>36)</sup>

#### (가) 비(非)인정투자 20% 한도

최초의 규정에는 펀드 총자산 100%에 대해 인정투자를 하도록 제안됐는데, 벤처캐피탈 펀드에 100% 인정투자 의무를 부과할 경우 과도한 투자제한이라는 반대의견이 있어서, 비(非)인정투자(Non-Qualifying Investment)가 펀드총자산 20% 미만으로 가능토록 최종 규정이 변경됐다. 또한 근로자퇴직급여보장법(Employee Retirement Income Security Act of 1974)상 벤처캐피탈(Venture Capital Operation Companies)은 총자산의 50% 이상 인정투자 해야 하는 의무를 가지고 있는 것과 같이 도드-프랭크법상 벤처캐피탈 펀드도 이 기준을 따라야 한다는 주장이 있었다. 하지만 벤처캐피탈 펀드에 50% 기준을 적용할 경우 컴플라이언스에 과도한 비용이 발생할 수 있다는 의견이 있어 최종적으로 받아들여지지 않았다.

만약 보유 자산의 가치변동으로 인해 비(非)인정투자 자산가치가 펀드 총자산의 20%를 초과한 경우 비(非)인정투자 보유 자산을 처분해야 하는지 문제가 될 수 있다. 이 경우 벤처캐피탈 펀드 자문업자는 비(非)인정투자 보유 자산 중 20%를 넘는 부분에 있어서 자산을 처분할 필요가 없으며, 단지 추가적인 비(非)인정투자를 할 수 없을 뿐이다.

#### (나) 재간접 벤처캐피탈 펀드의 제외

SEC는 벤처캐피탈 펀드 정의에 의도적으로 재간접펀드(Fund of Funds)의 개념을 포섭하지 않았다. 따라서 재간접 형태의 벤처캐피탈 펀드 자문업자는 해당 규정에 의해 등록면제 혜택을 받을 수 없을 가능성이 크다.

#### (다) 환매 금지

특별한 상황(Extraordinary Circumstances)을 제외하고는 환매권을 투자자에게 줄 수 없는데, 여기서 특별한 상황이란 법 또는 규정이 제·개정돼 특정 국가 및 산업에 투자가 금지되는 상황과 같이 투자자와 펀드 자문업자의 통제를 넘는 상황을 의미한다. 만약 형식상 환매권을 투자자에게 직접적으로 주지는 않지만 실질적으로 환매권을 주는 것과 같은 효과를 투자자에게 발생시킨다면 해당 펀드는 벤처캐피탈 펀드 자문업자 면제 규정의 혜택을 받을 수 없다.

예를 들어 펀드 자문업자가 잠재적 투자자를 정기적으로 확보해 기존 투자자에게 그들의 지분을 처분할 수 있도록 하는 경우는 형식상 환매권을 투자자에게 주지는 않지만 실질적으로 투자자들에게 환매권을 주는 효과를 발생시키기 때문에 벤처캐피탈 펀드 자문업자 면제 규정에 해당하지 않을 수 있다.

## (라) 벤처캐피탈 전략 투자

벤처캐피탈 펀드는 투자자에게 벤처캐피탈 전략을 추구함을 표시해야(Represent) 한다. 이러한 표시 요건은 사모펀드, 헤지펀드 및 그 밖의 다른 펀드와 벤처캐피탈 펀드를 구분하기 위한 것이다. 단순히 펀드 이름에 '벤처' 또는 '벤처캐피탈'을 사용하는 것은 표시 요건을 충족했다고 볼 수는 없고, 구체적인 투자전략 상담 및 투자제안서와 같은 마케팅 자료들을 종합적으로 고려해 결정한다. 반대로 이름을 사모펀드 또는 헤지펀드라고 명명하고 단순히 투자전략 중 하나로 벤처캐피탈 전략<sup>37)</sup> 투자를 하고 있는 경우라면 해당 요건을 충족하지 못할 가능성이 크다.

## (마) 해외 투자자문업자

해외 투자자문업자는 미국 내에 사업장을 보호하고 있는지의 여부와 무관하게 적용받을 수 있다. 다만 이 경우에는 해외 투자자문업자는 미국 내에 사업장이 있든지 없든지 상관없이 미국 및 해외에 있는 투자자에게 해당 면제 규정의 모든 요건을 준수해야 한다.

## (바) 유예 규정(Grandfathering Clause)

유예 규정이란 해당 법률이 개정되기 이전의 기존의 펀드 중 벤처캐피탈 펀드 면제 규정에 해당하지 않는 펀드들 중 아래의 일정 요건을 충족한 펀드에 한해서 벤처캐피탈 펀드 면제 규정을 적용하는 조항이다. 첫째, 투자자 및 잠재적 투자자에게 증권을 발행할 당시 벤처캐피탈 전략으로 투자할 것을 공지했어야 하며, 둘째, 2010년 12월 31일 이전에 한 명 이상의 투자자(사모펀드 및 자문업자와 관련된 특수관계인(Related Persons)이 아닌자)에게 증권을 발행해야 한다. 셋째, 2011년 7월 21일 이후로 증권을 발행하지 않은 펀드이어야 한다.

## (사) 2018년 규정개정

벤처캐피탈 펀드 자문업자들은 SBICs(Small Business Investment Companies)를 관리하는 경우가 종종 있는데, 해당 면제규정은 오직 벤처캐피탈 펀드만을 자문할 경우에만 면제규정의 요건에 해당했다. 따라서 자문업자들이 벤처캐피탈 펀드와 SBICs를 공동으로 관리할 수 있도록 벤처캐피탈 펀드의 정의 안에 SBICs를 포함했다.<sup>38)</sup>

35) SEC, "Eemptions for Advisers to Venture Capital Funds, Private Fund Advisers With Less Than \$150 Million in Assets Under Management, and Foreign Private Advisers", 17 CFR Part 275, Release No. IA-3222; File No. S7-37-10, Rin 3235-AK81, 2011.

36) Cary J. Meer, John W. Kaufmann, Jarrod R. Melson, "Advisers Act Registration Exemptions for Venture Capital Fund Advisers and Private Fund Adviser: The SEC Adopts Final Rules", K&L GATES, 2011.7.20.

37) 벤처캐피탈 전략을 추구한다는 것이 구체적으로 어떤 것인지 명확하지 않을 수 있는데, 일반적으로 업계에서 벤처캐피탈 펀드라고 이해되는 어느 정도의 특징을 가지고 있다. 예를 들면 벤처캐피탈 펀드는 사모펀드와 같이 한 회사의 지분을 100%로 취득해 경영권을 지배하는 전략을 추구하지 않고 여러 비상장 회사에 분산해 투자하며 일반적인 헤지펀드 전략 또는 Multi-Strategy Fund 전략을 사용하지 않는다. 또한 헤지펀드의 데이터와 헤지펀드 인덱스를 펀드에 포함하지 않는다.

38) SEC, "Exemptions from Investment Adviser Registration for Advisers to Small Business Investment Companies", 17 CFR Part 275, Release No. IA-4839; File No. S7-05-17, 2018.1.5.

#### (d) 주(State)법상 펀드 자문업자 규제

펀드 자문업자가 SEC 등록이 면제된다고 할지라도 주(State)법상 펀드 자문업자로 등록을 해야 할 수 있다. 이는 각 주의 증권법에 따라 면제되는 규정이 다르기 때문에 각 주의 법률을 자세히 살펴볼 필요가 있다. 참고로 캘리포니아주의 증권법상 펀드 자문업자에 대한 등록은 <표-1>과 같다.

**표 1** 캘리포니아주 사모펀드 자문업자 등록 기준표

자문업자	운용자산 (Assets Under Management)		
	\$150,000,000 이상	\$150,000,000~\$100,000,000	\$100,000,000 이하
벤처캐피탈 펀드 (Venture Capital Fund)	SEC에 등록(register)해야 함	· SEC에 등록(register) 할 수 있음 · 만약 SEC에 등록하지 않을 경우 캘리포니아 금융 당국에 등록(register)하거나 해당 면제규정상 면제를 받아야 함	· 캘리포니아 금융당국에 등록(register)하거나 해당 면제규정상 면제를 받아야 함
3(c)(7) Fund	상동	상동	상동
3(c)(1) Fund	상동	상동	상동
분리형 관리계좌 (Separately Managed Account)	상동	· 캘리포니아 금융 당국 또는 SEC에 등록(register)해야 함	· 캘리포니아 금융 당국에 등록(register)해야 함
분리형 관리계좌 (Separately Managed Accounts)와 집합투자기구 (Pooled Investment Vehicles)	상동	상동	상동

자료 : Hedgefundlawblog



## ⑥ 상품거래법 규제

일반적으로 벤처캐피탈 펀드는 헤지펀드와 다르게 선물이나 옵션과 같은 파생상품에 투자하지는 않는다. 하지만 해당 펀드가 증권 투자의 위험을 헷지(Hedge)하기 위해 파생상품에 투자할 수 있는데, 이 경우 상품거래법(Commodity Exchange Act, 7 U.S.C. sec. 1, et seq)상 상품펀드의 운용자인 CPO(Commodity Pool Operator)<sup>39)</sup>와 자문자인 CTA(Commodity Trading Advisor)<sup>40)</sup>에 포함돼 CFTC에 규제 대상이 될 수 있다. CPO와 CTA는 CFTC의 등록대상이 되고 각종 공시, 보고, 장부 기록 유지, 성과 공시 등의 규제를 받는다(상품거래법 sec.4m(1) 및 sec.4n(1)).

그러나 CFTC Regulation에서는 CPO와 CTA 정의에서 제외되는 경우를 열거하고 있는데. 벤처캐피탈 펀드는 Regulation 4.13(17 C.F.R. § 4.13)과 Regulation 4.14(a)(17 C.F.R. § 4.14(a))를 이용해 상품거래법에 따른 CPO와 CTA 등록 및 각종 규제를 면제받을 수 있다.

### (a) CFTC Regulation 4.13(a)(3)에 따른 CPO 면제 규정

CFTC Regulation 4.13(a)(3)(17 C.F.R. § 4.13(a)(3))은 최소허용(De Minimis)<sup>41)</sup> 면제 규정을 두고 있는데 일반적으로 사모펀드 자문업자는 이 규정의 아래의 요건을 충족해 CPO 등록 의무를 면제받는다. 첫째, 사모펀드를 사모(Privately)의 방법으로 모집하고, 둘째, 사모펀드가 최소허용(De Minimis) 규모의 상품지수(Commodity Interest Position)만을 보유하고 있으며, 셋째, 선물·옵션시장에서 거래되지 않아야 한다. 넷째, 사모펀드의 투자자는 외국 투자자이거나 적격투자자이어야 한다.

### (b) CFTC Regulation 4.14(a)에 따른 CTA 면제 규정

CFTC Rule 4.14(a)(17 C.F.R. § 4.14(a))에서는 CTA의 등록 면제 조건을 열거하고 있다. CTA가 ① 상품의 현물거래에서 딜러, 브로커 또는 판매자이면서 부수적으로 투자 조언하는 경우, ② 비영리 단체, 협회, 농업 단체 및 무역협회로서 부수적으로 투자 조언을 하는 경우, ③ CPO로 등록이 면제된 자에 투자 조언을 하는 경우, ④ 등록돼 있는 CPO에 대해 단독으로 투자 조언하는 경우, ⑤ 등록된 증권회사, 소매외환딜러 등에 단독으로 투자조언하는 경우, ⑥ 과거 12개월간 고객 수가 15명 미만이며 일반 대중을 대상으로 자신이 CTA라고 홍보하지 않는 경우 등에는 CFTC에 CTA로서 등록이 면제된다.

39) CPO는 상품선물 거래를 위한 투자신탁(Investment Trust), 신디케이트 및 상품펀드의 운용을 주된 업무로 수행하는 자이다(상품거래법 sec.1a(11)).

40) CTA는 보상 또는 이익을 취득할 목적으로 직접 또는 출판물을 통해 상품 및 파생상품 거래에 관해 타인에게 자문 서비스를 제공하는 자이다(상품거래법 sec.1a(12)).

41) De Minimis는 다음과 같은 기준으로 평가한다. "(1) 옵션 또는 선물의 미실현 손익을 계산한 후 최소증권예치금액이 펀드 청산가치의 5%를 초과하지 않거나(일반적으로 옵션에서 사용), (2) 펀드의 포지션에 의한 미실현 손익이 반영된 가상적 순 가치가 펀드 청산가치의 100%를 초과하지 않는 경우이다(일반적으로 스왑에서 사용)"((1) the aggregate initial margin on futures positions and premiums on options on futures do not exceed 5% of the liquidation value of the fund's portfolio, after taking into account unrealized gains and losses (typically used for options); or (2) the aggregate notional value of such positions does not exceed 100% of the liquidation value of the pool's portfolio, after taking into account unrealized gains and losses(typically used for swaps))

# 04

## 시사점

미국 벤처캐피탈 펀드는 위에서 살펴본 바와 같이 방대한 연방증권 법률이나 주법상의 다양한 규제를 기본적으로 받아야 한다. 하지만 실무상 미국 벤처캐피탈 펀드 대부분은 해당 규제들을 회피할 수 있는 면제 규정을 통해 규제를 회피하는 전략을 추구하고 있다. 미국 증권 감독 당국이 벤처캐피탈 펀드의 이러한 규제 회피 전략을 추구할 수 있도록 연방법 및 주법상의 면제 규정을 둔 주된 이유는 벤처캐피탈 펀드 자금이 비상장 벤처기업 및 스타트업에 공급되면서 경제 성장 및 일자리 증가에 중요한 역할을 할 수 있다고 믿고 있기 때문이다. 또한 벤처캐피탈 펀드에 투자를 하는 투자자는 거의 대부분 전문지식과 투자 경험이 풍부한 적격투자자이기 때문에 투자자 보호 필요성도 크지 않다. 따라서 미국 벤처캐피탈 펀드의 법률상 핵심적인 사항은 연방증권 관련 법률과 주법상의 다양한 규제를 회피할 수 있는 면제 규정을 명확히 아는 것이다.

최근 미국의 벤처캐피탈 펀드 규제 개정사항 중에서 눈에 띄는 것은 2018년 개정된 벤처캐피탈 펀드 자문업자 면제 규정이다. 해당 규정의 개정으로 인해 기존에 SBICs를 운용하는 자문업자도 해당 면제 규정을 이용할 수 있게 됐다. 기존의 SBICs는 정부의 보증을 받는 기관으로서 일반 벤처캐피탈 펀드 보다는 보다 엄격한 규제를 받았지만 벤처시장에 보다 많은 자금을 공급하기 위해서 투자자문업자 등록을 면제 해주면서 규제를 완화한 것이다.

우리나라도 미국과 같이 더 많은 벤처캐피탈이 벤처시장에 자금을 공급할 수 있도록 진입 규제를 더욱 낮출 필요가 있다. 그에 관한 방안으로 미국과 같이 일정한 요건을 갖춘 적격 벤처캐피탈 펀드만을 운용하려는 자에 대해서 등록 의무를 면제해주는 방안도 고려해 볼 필요가 있다. 구체적으로 적격 벤처캐피탈 펀드의 정의를 법률 또는 시행령에 정한 후 해당 펀드만을 운용하는 벤처캐피탈에 대해 등록 의무를 면제해주는 것이다. 예컨대 적격 벤처캐피탈 펀드의 정의에는 미국의 규정을 참고해 다음과 같은 요소가 반영될 수 있을 것이다. 첫째, 해당 펀드가 적격 벤처캐피탈 펀드임을 투자자에게 서면으로 공지해야 하고, 둘째, 특별한 상황을 제외하고 환매권 및 그와 유사한 권리를 투자자에게 주지 않으며, 셋째, 펀드 총자산의 80%이상에 대해 3년 이내에 인정투자 및 주목적투자를 해야 한다. 넷째, 출자금 총액이 조합 결성 금액의 1퍼센트 이상이며, 다섯째, 상법상 주식회사이면서 일정한 기준에 맞는 전문 인력을 보유할 것 등이다. 현행법상으로도 벤처특별법상 일정한 요건을 갖춘 상법상 유한회사 또는 유한책임회사(LLC)에 대해서는 별도의 등록요건을 요하지 않는다는 점에서 적격 벤처캐피탈 펀드만을 운용하는 자에 대해 등록을 면제하는 규정도 충분히 고려해 볼 수 있다고 사료된다.

## 참고 문헌

- 김갑래·김규림·김상수·빈기범, “Dodd-Frank 개혁과 미국 연방 법제하의 사모펀드 제도 연구”, 재무관리연구 제30권 제1호, 2013.3.
- 김갑래, “미국 연방증권법상 금융투자업자 규제의 새로운 경향 - 투자자문 제공 브로커-딜러와 투자자문업자에 대한 규제체제의 조화-”, 증권법연구, 제10권 제2호, 2009.
- Cary J. Meer, John W. Kaufmann, Jarrod R. Melson, “Advisers Act Registration Exemptions for Venture Capital Fund Advisers and Private Fund Adviser: The SEC Adopts Final Rules”, K&L GATES, 2011.7.20.
- CrowdCheck, New Rule 506(c): General Solicitation in Regulation D Offerings
- Duke K. Bristow, Benjamin D.King, Lee R. Petillon, “Venturecapital Formation and Access: Lingering Impediments of the Investment Company Act of 1940”, Columbia Business Law Review, 2004 Colum. Bus. L. Rev.77.
- PitchBook, “Venture Monitor 2Q 2019”, 2019.
- Scott Bauguess, Rachita Gullapalli, and Vladimir Ivanov, “Capital Raising in U.S.: An Analysis of the Market for Unregistered Securities Offerings, 2009~2017”, SEC Division of Economic and Risk Analysis, 2018.8.
- SEC, “Exemptions from Investment Adviser Registration for Advisers to Small Business Investment Companies”, 17 CFR Part 275, Release No. IA-4839; File No. S7-05-17, 2018.1.5.
- SEC, “Exemptions for Advisers to Venture Capital Funds, Private Fund Advisers With Less Than \$150 Million in Assets Under Management, and Foreign Private Advisers”, 17 CFR Part 275, Release No.IA-3222; File No. S7-37-10, Rin 3235-AK81, 2011.
- SEC, “Rule 144: Selling Restricted and Control Securities”, 2013.1.16.
- Stephen L Ritchie, “The Private Equity Review”, The Law Reviews, Law Business Research Ltd, Seventh Edition, 2018.



## Cover Story

### 「無題」 일부 발췌

올가 오사 Olga Osa

올가 오사는 우크라이나 출신의 아티스트다.

본래 메이크업 아티스트이자  
뷰티 전문 포토그래퍼라는  
특이한 이력을 가진 그는  
혁신적이고 창조적인 스타일의 작품들을 추구하는  
한편으로 서정적 분위기의 유화 페인트 작품을 통해  
인간 감성의 깊은 울림을 표현한다.

이 작품은  
요동치는 바다 물결과 파도로 인해 생성된 물거품을  
딴딴한 붓터치로 표현함으로써  
바다를 지나가는 바람의 움직임을 그려냈다.  
그림에 드리워진 푸른 색감과 텍스처가 바닷물이라는 소재를 통해  
많은 메시지를 담고 있는 것이 인상적이다.