



KCMI

Korea Capital
Market Institute

해외 정부 벤처캐피탈의 현황 및 시사점

박용린 | 김종민

박용린 (Yong Rin Park)

연구위원 / 경영학 박사

연구분야

- Aspricing
- Market Microstructure
- Investment Banking
- Financial Derivatives
- M&A
- Restructuring

김종민 (Jongmin Kim)

연구위원 / 경제학 박사

연구분야

- Financial Economics
- Applied Microeconomic Theory
- Industrial Organization
- Financial Econometrics
- Asset Management

해외 정부 벤처캐피탈의 현황 및 시사점

2015. 1.

연 구 위 원

박 용 린

연 구 위 원

김 종 민



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

序 言

지난 20여 년간 세계 각국 정부는 기술 기반의 창업초기 혁신형 기업이 경제성장과 고용창출에 미치는 역할에 주목해 왔으며, 이러한 기업들을 지원하기 위해 정부 차원에서 다양한 프로그램을 운영하고 있다. 또한, 각국 정부가 자국의 벤처캐피탈 정책을 통해 얻은 경험을 공유하고 모범적인 운용방안을 공동으로 모색하려는 국제적 움직임이 활발해지고 있다. 우리나라 역시 일찌감치 창업초기 벤처기업이 국민경제에 미치는 역할을 인식하여 1997년 벤처기업 육성을 위한 특별법을 제정하고 2005년 모태펀드를 시작하는 등 세계적 조류에 발맞추어 나가는 정책적인 노력을 경주하고 있다.

본 보고서는 해외에서 기본적인 벤처캐피탈 정책으로 자리 잡은 정부 벤처캐피탈(government venture capital) 프로그램의 현황과 특징을 살펴보고, 정부 벤처캐피탈의 모범적인 운용방안과 국내 벤처캐피탈 정책에 대한 시사점을 도출하고 있다. 우선, 정부 벤처캐피탈 프로그램의 배경과 의의를 살펴보고 민간투자의 구축 여부와 피투자기업에 대한 성장지원 및 투자성과를 중심으로 정부 벤처캐피탈의 정책효과에 대한 기존 연구를 검토하고 있다. 다음으로, 해외 정부 벤처캐피탈 프로그램의 현황을 살펴보고 이들 프로그램의 주요 특징을 서술하고 있다. 이러한 해외 정부 벤처캐피탈에 대한 조사를 바탕으로 본 보고서는 운영조직, 운용사, 출자자 및 투자방식 측면에서 모범적인 정부 벤처캐피탈 운영방안과 국내 벤처캐피탈 시장의 발전을 위한 정책적 시사점을 제시하고 있다. 모태펀드가 도입된 지 10년을 바라보는 이 시점에서 본 보고서가 국내 벤처캐피탈 정책이 나아가야 할 지향점을 마련하고 구체적인 정책을 수립하는 데 도움이 되기를 기대한다.

이 보고서를 작성하는데 노고를 아끼지 않은 본 연구원의 박용린 연구위원, 김종민 연구위원에게 감사의 뜻을 표한다. 또한 지정 논평을 맡아주신 본 연구원의 주현수 연구위원, 사내 세미나에서 유익한 논평을 해주신 여러 연구위원들, 그리고 원고 정리에 수고를 아끼지 않은 안유미 연구원, 장효미 연구원, 김지희 연구조원, 김달남 연구조원에게 감사를 전한다. 마지막으로 이 보고서의 모든 내용은 연구진 개인의 의견이며 자본시장연구원의 공식 의견이 아님을 밝혀둔다.

2015년 1월

자본시장연구원

원장 신인석

목 차

Executive Summary	ix
Abstract	xvi
I. 서론	3
II. 정부 벤처캐피탈의 의미와 정책효과	9
1. 정부 벤처캐피탈의 배경과 의의	9
2. 정부 벤처캐피탈의 유형 분류	14
3. 정부 벤처캐피탈의 정책효과	21
III. 해외 정부 벤처캐피탈의 현황 및 특징	39
1. 북미 지역 정부 벤처캐피탈 프로그램	41
2. 유럽 지역 정부 벤처캐피탈 프로그램	55
3. 오세아니아 지역 정부 벤처캐피탈 프로그램	73
4. 해외 정부 벤처캐피탈 프로그램의 특징	77
IV. 정부 벤처캐피탈 운영방안과 국내 현황 평가	87
1. 정부 벤처캐피탈의 모범적인 운영방안	87
2. 국내 정부 벤처캐피탈 프로그램 평가	107

V. 결론 및 국내 시사점	113
1. 정책자금의 민간 재간접투자펀드 위탁운용	114
2. 민간출자 인센티브 도입	114
3. 정부 벤처캐피탈 체계의 정비	115
4. 공급정책과 수요정책의 균형 확보	119
참 고 문 헌	123
부 록	133

표 목 차

<표 II-1> 정책금융과 정부 벤처캐피탈	12
<표 II-2> 정부 및 민간 벤처캐피탈의 국가별 상대적 비중	13
<표 II-3> 정부 벤처캐피탈의 분류	15
<표 II-4> 정부 벤처캐피탈의 비교	21
<표 II-5> 정부 벤처캐피탈의 정책효과에 관한 연구문헌	23
<표 III-1> SBIC 프로그램의 인가대상 면허 종류	44
<표 III-2> 상위 5대 캐나다 정부벤처캐피탈(2013년 기준)	46
<표 III-3> BDC의 벤처캐피탈 투자 현황(2013년 기준)	47
<표 III-4> EIF의 EIP 프로그램 개요	58
<표 III-5> EIF의 재간접투자펀드 현황	60
<표 III-6> 운용주체 및 투자방식에 의한 GVC 분류	79
<표 IV-1> 정부 및 민간 출자자 수익배분 구조	96
<표 IV-2> 재간접투자펀드 운영방안	103
<표 IV-3> 매칭펀드 운영방안	106
<표 IV-4> 국내 정부 벤처캐피탈 프로그램 운영 현황	110

그림 목 차

<그림 II-1> 정부 벤처캐피탈 직접투자-----	16
<그림 II-2> 정부 벤처캐피탈 매칭투자-----	17
<그림 II-3> 정부 운용 재간접투자펀드-----	19
<그림 II-4> 민간 위탁 재간접투자펀드-----	20
<그림 III-1> 해외 GVC 프로그램의 설립 추이-----	40
<그림 III-2> 국가별 GVC 프로그램의 수-----	40
<그림 III-3> SBIC 프로그램의 구조-----	42
<그림 III-4> EIF의 중소기업 지원 프로그램 구조-----	56
<그림 IV-1> 유럽 재간접투자펀드의 운영방식의 변화-----	101

약 어 표

BDC	Business Development Bank of Canada
BW	Bond with Warrant
CB	Convertible Bond
EBRD	European Bank for Reconstruction and Development
EC	European Commission
EIB	European Investment Bank
EIF	European Investment Fund
EU	European Union
EVCA	European Private Equity and Venture Capital Association
GP	General Partner
GVC	Government Venture Capital
ICT	Information Communications Technology
IPO	Initial Public Offering
IRR	Internal Rate of Return
IT	Information Technology
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
KoFC	Korea Finance Corporation
KVIC	Korea Venture Investment Corporation
LP	Limited Partner
LSVCC	Labour Sponsored Venture Capital Corporation
M&A	Mergers and Acquisitions

약 어 표

PE	Private Equity
PEF	Private Equity Fund
R&D	Research and Development
RCPS	Redeemable Convertible Preferred Share
SBA	Small Business Administration
SBIC	Small Business Investment Company
SME	Small and Medium-sized Enterprise
VC	Venture Capital

《 Executive Summary 》

이 보고서는 혁신형 중소·벤처기업에 직접금융을 지원하는 해외 정부 벤처캐피탈 프로그램의 현황과 특징을 알아보고, 이를 바탕으로 모범적인 정부 벤처캐피탈 운영방안과 개선방향을 제시하고자 한다.

정부 벤처캐피탈(government venture capital)은 특정 지역 및 산업의 발전, 벤처생태계의 조성 등 특정한 정책목표를 달성하기 위해 민간자금과 동시에 혹은 단독으로 정부자금을 창업초기 및 성장단계 기업에 투자하는 벤처캐피탈을 지칭한다. 정책금융 중직·간접 지분투자 및 투자형 보증이 정부 벤처캐피탈 프로그램의 예이다. 비록 투자의 비효율성, 투자역량의 부족, 낮은 자본비용 등으로 인한 민간 벤처캐피탈 구축 및 관료주의적 프로그램 운영 가능성에도 불구하고 상당수 해외 국가에서 정부 벤처캐피탈 프로그램을 운영하고 있다. 국내의 정부 벤처캐피탈 프로그램으로는 모태펀드, 성장사다리펀드, 정책금융공사의 벤처캐피탈 출자, 엔젤투자매칭펀드, 미래창조펀드, 신·기보의 보증연계투자 등이 있다.

정부 벤처캐피탈의 정책효과에 대해 기존 연구문헌은 민간 벤처캐피탈 구축 여부와 피투자기업의 성장과 혁신에 미치는 영향에 초점을 두고 분석하고 있다. 이에 대한 주요 결과는 다음과 같다. 첫째, 정부 벤처캐피탈 프로그램이 투자자의 인센티브 시스템을 왜곡하지 않고 민간 운용사를 충분히 활용한다면 민간투자를 구축하기 보다는 민간투자를 유인하여 벤처캐피탈 시장을 활성화할 수 있는 것으로 나타났다. 둘째, 피투자기업의 성장 및 혁신 지원, 그리고 회수성과 측면에서 정부 벤처캐피탈의 역량이 민간 벤처캐피탈에

비해 열위에 있지만, 정부 벤처캐피탈은 민간 벤처캐피탈이 투자를 기피하는 창업초기 기업에 대한 과소투자를 보완하는 정책적인 역할을 수행하고 있다. 셋째, 민간 벤처캐피탈 펀드출자를 통한 정부 벤처캐피탈의 간접투자 방식이 직접투자 방식보다 정책효과가 더 우수한 것으로 나타났다.

본 보고서에서는 북미, 유럽 및 오세아니아 지역 21개국의 약 74개 정부 벤처캐피탈 프로그램을 조사하였다. 운용주체, 투자방식, 투자대상 기업 및 업종, 정책목표, 출자 및 수익배분 구조 등의 측면에서 살펴본 이들 정부 벤처캐피탈 프로그램의 주요 특징은 다음과 같다.

우선, 전체 조사대상 프로그램 중 상당수(72%)가 정부 또는 정책금융기관에서 운영되고 있다. 그런데 2000년대 초반부터 캐나다, 영국, 프랑스, 독일, 벨기에, 호주 등의 국가를 중심으로 민간위탁 방식으로 정부 벤처캐피탈을 운영하는 프로그램(20개, 28%)이 늘어나고 있다.

투자방식으로는 직접투자(63%)와 정부 및 공적기관의 재간접투자(31%)의 비중이 높고, 매칭투자의 비중은 18%이다. 한편, 상당수의 국가에서 직접투자와 재간접투자, 또는 직접투자와 매칭투자를 병행하고 있으며, 상대적으로 벤처캐피탈 시장이 발전한 국가일수록 다양한 투자방식을 활용하는 프로그램을 운영하고 있다.

투자대상 기업은 기본적으로 향후 상용화가 가능한 기술이나 지적재산권을 보유한 창업단계 및 창업초기 기업이다. 지원대상 기업의 업종을 명시하고 있는 경우에는 대부분 정보통신, 생명과학,

헬스케어, 청정기술 등의 분야가 포함되어 있다. 그런데 유럽 내 국가 중에서 저개발 국가일수록 상대적으로 업종을 명시하지 않은 경우가 많이 관찰되고 있어 각국 정부의 산업정책, 벤처캐피탈 시장의 성숙도, 경제발전 정도 등에 따라 정부 벤처캐피탈의 모습이 다양하게 나타나고 있다.

정부 벤처캐피탈 프로그램은 혁신적인 기술이나 지적재산권을 보유하고 있으나 자금조달이 어려운 기업의 성장을 지원하고, 자국 벤처캐피탈 시장의 성장을 도모하려는 목적으로 시작되었다. 그런데 조사결과 이런 목적 이외에도 지역개발, 해외진출, 사회책임 등의 목표를 달성하기 위해 운영되고 있는 정부 벤처캐피탈 프로그램도 다수 존재한다.

해외 정부 벤처캐피탈 프로그램들은 공통적으로 민간 투자자와의 협력투자를 지향하고 있다. 설사 정부기관이 직접투자를 한다 하더라도 민간 투자자와 공동투자 협약을 맺어 민간투자를 유인하는 방식을 취하고 있다. 수익배분 구조는 대부분의 해외 정부 벤처캐피탈 프로그램이 민간 투자자와 동일순위(pari-passu)로 수익을 배분하고 있다. 특히, 유럽 국가의 정부 벤처캐피탈은 민간 투자자에게 과도한 혜택을 주는 수익배분 방식을 제한하는 EC 지침에 의해 동일순위 방식으로 수익을 배분하고 있다. 그런데, 캐나다와 호주에서는 민간 출자를 유도하기 위해 동일순위 방식이 아닌 방식으로 민간출자에 우호적인 인센티브를 제공하기도 한다.

한편, 운영조직, 운용사, 출자자 및 투자방식 측면에서 살펴본 정부 벤처캐피탈의 모범적인 운영방안은 다음과 같다.

운영조직 측면에서 투자기구는 LLP 또는 LLC와 같이 민간 출자자가 익숙한 구조이자 벤처캐피탈 시장에서 표준적으로 사용되는 투자기구 형태를 사용하는 것이 바람직하다. 그리고 펀드가 결성된 이후에는 정부가 펀드운용에 간섭하지 않을 것임을 명문화하되 운용사가 운용의 책임을 전적으로 지도록 하여야 한다. 또한, 향후 민간 벤처캐피탈 펀드 자금모집 시 제출해야 할 트랙레코드에 정부 벤처캐피탈의 운용성과가 포함되도록 할 필요가 있다.

효과적인 정부 벤처캐피탈 운영을 위해서는 정부의 직접투자방식보다 정부가 전문 운용인력을 갖춘 역량 있는 민간 운용사가 운영하는 벤처캐피탈 펀드 또는 재간접투자펀드에 출자하는 방식이 바람직하다. 이 때, 운용사에 과도한 정책목적 관련 임무를 부여하는 것은 일급 민간 운용사 및 민간 출자자의 참여를 저해할 수 있으므로 지양할 필요가 있다.

직접적이고 장기적인 정부의 벤처캐피탈 시장개입은 자생력 있는 민간 벤처캐피탈 시장 형성을 지연시킬 수 있다. 따라서, 정부 벤처캐피탈 프로그램은 장기적으로 민간의 출자를 유도하여 자생력을 가진 벤처캐피탈 시장을 조성하는 것을 목표로 해야 한다. 이를 위해서는 우선적으로 민간 재간접투자펀드를 활성화시켜 소규모 출자자가 당면하는 벤처캐피탈 투자의 경제성 부족을 극복하도록 할 필요가 있다. 아울러 출자 및 수익배분의 시점을 조절하는 방식, 정부 출자분에 대해 수익의 상한을 설정하는 방식, 민간 출자자에게 정부 출자지분 인수 옵션을 부여하는 방식 등을 통해 민간 출자를 유도할 필요가 있다. 한편, 민간 출자자와 운용사가 정부 벤처캐피탈 프로그램에 자발적으로 참여하기 위해서는 창업

초기 기업 투자 수익률 자체가 높아야 하므로 정부 벤처캐피탈의 성공을 위해서는 공공자금의 투입뿐만 아니라 우수한 창업초기 기업이 탄생할 수 있는 기반여건을 조성하는 것이 필요하다.

투자방식으로는 가장 시장친화적인 방식으로 평가되는 간접재투자펀드 또는 매칭펀드와 같은 민관합동 방식의 정부 벤처캐피탈 프로그램을 적극 활용할 필요가 있다. 우선, 정부 벤처캐피탈로서의 재간접투자펀드는 상업적 관점에서 출발해야 하며, 정책목표 및 투자대상이 최대한 넓고 유연해야 한다. 또한, 동일순위 방식이 아닌 수익배분 방식을 채택하여 민간 출자를 촉진할 수 있는 인센티브 구조를 선택할 필요가 있다. 아울러 기존 정부 벤처캐피탈 프로그램을 보완하는 차원에서 민간 재간접투자펀드를 운영할 필요가 있다. 반면, 매칭펀드는 정책성이 강한 만큼 정부가 전액 출자하고 공적기관이 이를 운영하는 것이 바람직하다. 이 경우 민간 투자자와의 투자비율은 1:1로 하고, 투자심사는 투자자의 적격성 또는 합법성에 초점을 두고 진행할 필요가 있다. 성공적인 회수가 이루어졌을 경우 민간 투자자와의 수익배분 방식은 지분별 배분방식 또는 일정 목표수익률을 제외한 수익을 전액 민간 공동 투자자에게 귀속시키는 방식을 고려할 수 있다.

한편, 우리나라 정부 벤처캐피탈은 운영조직 측면에서는 해외의 모범적인 운영사례에 준하여 운영되고 있으나, 정부 벤처캐피탈의 펀드운용 개입수준은 중간 정도인 것으로 평가된다. 투자방식 또한 다양한 방식으로 이루어지고 있다. 다만, 정부 벤처캐피탈 투자방식 중 민간 재간접투자펀드 방식은 아직까지 시도되지 않고 있다. 반면, 성장사다리펀드를 제외하면 우수한 민간 운용사의 참

여나 높은 운용성과를 유도하기 위한 운용사 인센티브는 약한 수준이다. 마지막으로, 민간 주도 벤처캐피탈 시장이 정착됨과 동시에 정부 벤처캐피탈 자금이 항구적인 자금이 되지 않도록 정부 벤처캐피탈의 단계적인 축소계획을 수립할 필요가 있다.

이상의 논의를 바탕으로 한 우리나라 정부 벤처캐피탈의 개선점은 다음과 같이 네 가지로 정리할 수 있다.

첫째, 정책자금의 민간 재간접투자펀드 위탁운용이다. 국내 벤처캐피탈 시장의 양적·질적 성장에도 불구하고 민간의 벤처캐피탈 출자는 생각만큼 활발하지 않았다. 따라서, 민간 출자를 활성화하기 위해 기존의 정부 벤처캐피탈 프로그램에 추가하여 민간 위탁 방식의 정부 벤처캐피탈 프로그램의 운영을 검토할 필요가 있다.

둘째, 민간 출자에 대한 인센티브 제공을 검토할 필요가 있다. 특히, 인센티브 효과는 높으면서 정부자금 운용에는 큰 부담이 없는 방식인 출자 및 수익배분 시점을 조절하여 민간 출자를 우대하는 방식을 도입할 필요가 있다. 이러한 방식은 벤처캐피탈 펀드의 만기 연장을 유도할 가능성이 있어 민간 운용사의 창업초기 기업 투자 활성화, 성장지원 및 회수에 있어서 질적 향상을 가져올 것으로 기대된다.

셋째, 정부 벤처캐피탈 체계의 정비가 필요하다. 우리나라의 경우 벤처캐피탈 관련 정책금융 기관이 다소 분산되어 있어 정책금융의 과잉 논란 및 중복투자 가능성이 상시적으로 제기되어 왔다. 따라서, 국내 창업·벤처생태계 현황에 대한 정기적 공동 조사·연구에 기초한 출자예산 조정, 정부 벤처캐피탈 협의체 또는 프로그램

간 협의를 통한 출자 영역의 재구획, 그리고 정기적인 성과평가 등이 필요하다. 이를 바탕으로 점진적으로 효율적이고 체계적인 국내 정부 벤처캐피탈 프로그램의 운영 및 집행 방식을 도출할 필요가 있다.

넷째, 정부 벤처캐피탈 프로그램의 성공과 지속가능성을 위해서는 정부 벤처캐피탈의 공급과 수요가 균형적으로 발전할 필요가 있다. 이 점에서 공공 모험자본의 공급뿐만 아니라 이에 대한 수요를 진작할 수 있는 창업활성화 정책이 필요하다. 따라서, 기존의 공급정책 이외에도 창업초기 기업에 투자기회를 창출할 수 있는 창업자 교육, R&D 사업화, 인큐베이션 등의 수요정책을 병행할 필요가 있다.

« **Abstract** »

Overview of Overseas Government Venture Capital Programs and their Implications

This report aims to review the current landscape of overseas government venture capital (GVC) programs and suggest their best practice operations and improvements. Government venture capital is venture capital that invest in early and growth stage companies with or without private venture capital to achieve policy objectives such as regional and industrial development, and promotion of venture ecosystem. Many foreign governments are currently managing GVC programs despite the potential problem of bureaucratic operation.

This report provides information on 74 GVC programs in 21 countries in North America, Europe and Oceania, focusing on the characteristics of program managers, investment types, investee companies, investment sectors, policy objectives, and investment return distribution among capital providers. Majority of GVC programs are run via direct investments (63%), while government fund of funds and co-investment take up 31 and 18%, respectively. While most GVC programs invest in fast growing startup or early stage companies in rapidly growing sectors, some programs invest to promote regional development, overseas expansion and social responsibility.

While most GVC programs invest in startup or early stage companies in rapidly growing sectors, some programs invest to promote regional development, overseas expansion and social responsibility. GVC programs are based on Public-Private-Partnership(PPP).

Best practice GVC programs use investment vehicles consistent with private venture capital, and do not interfere with its operation. For more efficient management, such programs use more indirect programs by providing capital to privately managed venture capital fund or fund of funds, based on the principle of PPP. In addition, to attract private LPs for more viable venture capital, governments need to provide advantaged profit distribution schemes to private LPs.

Based on these discussions, it is suggested that GVC programs in Korea improve on the following respects. First, privately managed fund of funds should be introduced in Korea. Second, strengthened incentives to private LPs should be considered. Third, more efficient management removing redundancy among GVC programs is recommended. Finally, the balance between supply side such as GVC programs and demand side polices such as promotion of entrepreneurship should be sought.

I. 서론

I. 서론

지난 20여 년간 각국 정부는 기술 기반 창업초기 혁신형 기업이 경제성장과 고용창출에 미치는 역할에 주목해 왔다. 금융위기 이후에는 이러한 기업들이 세계 경제의 저성장 국면을 극복할 대안으로 부각되어 각국은 이러한 기업들에 대한 정책적 지원을 아끼지 않고 있다. 우리나라도 창업초기 벤처기업이 국민경제에 미치는 중요한 역할을 인식하여 1997년에는 벤처기업 육성을 위한 특별법을 제정하였고, 2005년에는 모태펀드를 시작하는 등 세계적 조류에 발맞추어 나가려는 정책적 노력을 경주하고 있다.

창업초기 기업의 혁신활동과 성장에는 외부자금 공급이 필수적이다. 이 점에서 극심한 정보비대칭에도 불구하고 이들 기업에 자금을 공급하고 성장을 지원하는 벤처캐피탈의 역할이 무엇보다 중요하다고 할 수 있다. 그러나 소수의 국가를 제외하고는 민간 벤처캐피탈 시장이 자생적으로 형성되지 않고 있으며, 벤처캐피탈 시장에는 창업초기 기업에 대한 투자와 같은 고위험 투자를 기피하는 과소투자의 현상이 나타나고 있다. 창업초기 기업에 대한 과소투자 문제를 극복하기 위해 각국 정부는 벤처캐피탈 시장에 대하여 세제혜택, 보조금 지급 및 직·간접투자 등 다양한 방식의 지원을 해왔다. 이 중 직·간접투자 방식을 통한 정부의 벤처캐피탈 시장 개입을 통칭해서 정부 벤처캐피탈(government venture capital 또는 간단히 GVC)이라고 한다. 비록 명확하고 통일된 정의는 없지만 정부 벤처캐피탈은 대체로 특정 지역 및 산업의 발전이나 벤처생태계의 조성 등 특정 정책목표의 달성을 위하여 민간자금과 동시에 혹은 단독으로 정부자금을 창업초기 및 성장단계 기업에 투자하는 벤처캐피탈로 정의할 수 있다.¹⁾

1) 기존의 연구문헌에서 정부 벤처캐피탈을 지칭하는 용어는 다양하나 Government-

4 해외 정부 벤처캐피탈의 현황 및 시사점

해외의 모든 벤처캐피탈 정책은 바로 민간 중심의 자생력을 갖춘 벤처캐피탈 시장의 육성을 궁극적인 목표로 한다. 이를 위해 해외 주요 국가들은 정부 벤처캐피탈의 규모를 확대하고 있을 뿐만 아니라 일부 정부 벤처캐피탈 자금을 민간 운용사에 위탁하여 운용하고 있으며, 민간 출자에 대한 인센티브 확대를 시도하고 있다. 우리나라 역시 그간 많은 정책적 노력을 기울여왔다. 특히, 현 정부 들어 주요 경제정책인 창조경제 구현을 위해 성장사다리펀드와 미래창조펀드가 도입되는 등 벤처캐피탈 관련 정책금융이 양적으로 크게 증가였다. 하지만, 아직까지 민간 중심의 벤처캐피탈 시장이 정착되었다고 평가하기는 어렵다. 이 점에서 각 국가의 다양한 창업·벤처생태계 환경에도 불구하고 공통적으로 적용될 수 있는 정부 벤처캐피탈의 바람직한 운영방안을 고민해보는 것은 현 시점에서 시의적절하다 할 것이다.

국내에서도 벤처캐피탈의 정책적 중요성이 널리 인식되어 일찍부터 많은 정책적 관심을 받아왔다. 그럼에도 불구하고 정부 벤처캐피탈에 대한 국제적인 모범사례(best practice)가 아직까지 없으며, 해외 정부 벤처캐피탈의 동향을 중점적으로 다루고 있는 보고서가 드문 것 또한 사실이다. 이에 이 보고서는 최근 10여 년간의 해외 주요국 정부 벤처캐피탈의 현황과 특징을 살펴보고, 이로부터 모범적인 정부 벤처캐피탈 운영방안을 도출하여 국내 벤처캐피탈 시장 발전에 도움이 될 수 있는 시사점들을 제시하고자 한다.

이 보고서의 구성은 다음과 같다. 우선 II장에서는 정책금융의 일환

sponsored venture capital, Publicly-supported venture capital 등이 대표적으로 사용되고 있으며, 민간과 정부가 매칭 출자하는 방식의 정부 벤처캐피탈을 특정하기 위해서는 Hybrid venture capital, Publicly-funded co-investment fund 등의 용어가 사용되고 있다. 대표적인 정부 벤처캐피탈 사례로는 SBIC(미국), ECF(영국), LSVCC(캐나다), IIF(호주) 등을 들 수 있다. 본 보고서에서는 정부 벤처캐피탈과 GVC를 혼용해서 사용한다.

인 정부 벤처캐피탈의 배경 및 의의에 대해 알아보고, 그 정책효과를 민간투자의 구축 여부와 피투자기업에 대한 투자성과 측면에서 개관해본다. III장에서는 북미, 유럽, 오세아니아 지역 21개국에서 운영하고 있는 정부 벤처캐피탈 프로그램의 현황 및 특징을 살펴본다. IV장에서는 해외 정부 벤처캐피탈 운영경험으로부터 모범적인 정부 벤처캐피탈 운영방안을 운영조직, 운용사, 출자자 및 투자방식 측면에서 살펴본다. 마지막으로, V장에서는 이상의 논의를 바탕으로 우리나라 정부 벤처캐피탈의 효율적이고 체계적인 운영에 대한 시사점에 대해 논의한다.

II. 정부 벤처캐피탈의 의미와 정책효과

1. 정부 벤처캐피탈의 배경과 의의
2. 정부 벤처캐피탈의 유형 분류
3. 정부 벤처캐피탈의 정책효과

II. 정부 벤처캐피탈의 의미와 정책효과

1. 정부 벤처캐피탈의 배경과 의의

가. 창업초기 기업과 벤처캐피탈의 역할

기업의 혁신활동은 경제성장과 고용창출 측면에서 매우 중요하다. 그러나 기술 기반의 고성장 창업초기 기업은 그 특성상 담보 및 평판의 부족, 그리고 높은 정보 비대칭성으로 인한 역선택 및 도덕적 해이의 가능성 때문에 성장에 필요한 외부자금을 공급받기 어렵다.²⁾ 벤처캐피탈은 전문성을 바탕으로 이러한 정보 비대칭성을 최소화하고 이들 기업에 자금을 공급할 수 있는 전문 투자자이다.³⁾ 따라서, 벤처캐피탈 시장의 활성화는 궁극적으로 경제성장과 고용창출을 위한 중요한 과제라고 할 수 있다.

창업초기 기업의 성장에 중요한 영향을 미치는 벤처캐피탈은 다음과 같은 활동을 수행한다. 첫째, Sahlman(1990)이 지적한 바와 같이 벤처캐피탈은 특정 산업에 대한 전문적인 경험과 지식을 바탕으로 향후 높은 성장이 예상되는 사업이나 아이디어를 선별한다. 둘째, 벤처캐피탈은 자신이 투자한 기업이 성장할 수 있도록 전략, 인력관리, 마케팅, 구매, 재무, 법률, 회계 등 창업초기 기업이 부족한 경영자원의 지원을 통하여 가치제고(value-addition) 활동을 수행한다(Hellmann and Puri(2002),

2) 이에 대한 해외 문헌으로는 Amit et al.(1998), Berger and Udell(1998), Carpenter and Petersen(2002), Denis(2004), Westhead and Storey(1997) 등이 있다.

3) Sahlman(1990), Gompers and Lerner(2001), Kaplan and Stromberg(2001), Denis (2004), Croce et al.(2010) 등을 참고하라.

Brander, et al.(2002)). 특히, 이사회와 공식적·비공식적 접촉 등을 통하여 투자 이후 창업자의 도덕적 해이가 발생하지 않도록 통제하는 역할을 수행한다((Lerner(1995)). 셋째, 벤처캐피탈은 자본시장에 대하여 피투자기업의 질을 신호(signalling)하는 기능을 수행한다. 이러한 신호 기능은 특히 IPO나 M&A를 통한 투자회수 시 가치평가(valuation) 측면에서 중요한 역할을 수행한다.4)

한편, 벤처캐피탈은 상당수의 투자에서 다른 벤처캐피탈과 공동투자를 수행하는데, 그 이유는 다음과 같다. 첫째, 다른 벤처캐피탈의 투자의 견(second opinion) 확인을 통한 선별과정을 거치면서 피투자기업에 대한 정보 비대칭성을 감소시킬 수 있다. 둘째, 공동투자 과정에서 서로가 가진 벤처캐피탈 투자에 필요한 다양한 기술, 네트워크 및 산업 전문성 등에 대한 역량을 상호보완적으로 활용할 수도 있다. 셋째, 공동투자를 통해 포트폴리오의 위험을 분산시키는 효과를 볼 수 있다(Lerner (1994)). 이는 일반적으로 개별 벤처캐피탈의 규모가 그리 크지 않아 단독 투자는 자칫 특정 기업에 포트폴리오를 집중시킬 위험이 있기 때문이다.

나. 정부 벤처캐피탈의 의의

민간 벤처캐피탈이 창업초기 기업이 갖는 극심한 정보 비대칭성을 최소화할 수 있는 전문 투자자임에는 분명하다. 그럼에도 불구하고 민간 벤처캐피탈은 특정 산업에 특화하거나 창업초기 기업이 필요한 자금의 일부만을 투자하는 과소투자 문제가 발생할 수 있다. 그러므로 창업초기 기업의 혁신활동과 성장이 경제성장과 고용창출 측면에서 중요한 만큼

4) 이에 대한 대표적인 연구로는 Megginson and Weiss(1991), Barry et al.(1990), Brav and Gompers(1997), Hsu(2004) 등이 있다.

정부는 민간 벤처캐피탈과 관련된 시장실패를 완화시킬 수 있는 방안을 강구하여 사회적으로 최선의 결과를 도출할 필요가 있다.

정부가 벤처캐피탈 시장에 개입할 수 있는 방식은 다음과 같다. 첫째, 투자자보호, 자본이득 관련 세무 및 회계, 도산법, 투자기구 형태 등과 관련된 법적·제도적 환경을 조성하는 것이다. 둘째, 은행, 연기금, 보험사 등 주요 벤처캐피탈 출자자에게 인센티브를 제공하여 벤처캐피탈 출자를 활성화하는 것이다. 셋째, 세제혜택이나 보조금 지급과 같은 직접적인 지원 이외의 간접적인 벤처캐피탈 지원정책을 활용하는 것이다. 넷째, 정부가 직접투자, 벤처캐피탈 펀드의 직접 운용 또는 타 벤처캐피탈 펀드에 대한 출자 등의 방식으로 공공자금을 공급하는 것이다.

실제로 민간 벤처캐피탈과 관련된 시장실패를 완화하기 위해 각국 정부는 벤처캐피탈 시장에 대하여 세제혜택, 보조금 지급, 직·간접투자 등 다양한 방식으로 지원을 해왔다. 이 중 직·간접투자 방식을 통하여 정부가 벤처캐피탈 시장에 개입하는 정책을 통칭해서 정부 벤처캐피탈(government venture capital)이라고 한다. 좀 더 구체적으로 보면, 정부 벤처캐피탈은 특정 지역 및 산업의 발전, 또는 벤처생태계의 조성 등 특정한 정책목표를 달성하기 위하여 민간자금과 동시에 혹은 단독으로 정부자금을 창업초기 및 성장단계 기업에 투자하는 벤처캐피탈로 정의할 수 있다. 이러한 점에서 정부 벤처캐피탈 프로그램은 중소기업의 직접금융을 지원하는 정책금융의 일환이라고 할 수 있다. 정부 벤처캐피탈의 대상기업은 성장잠재력이 높은 창업초기 혁신형 중소기업이며, 직·간접 지분투자 및 지분투자 관련 투자형 보증의 방식으로 중소기업의 자금조달을 지원한다. 따라서, 국내·외 정책금융 중 지분투자 및 투자형 보증 관련 프로그램이 정부 벤처캐피탈 프로그램에 속하며, 국내에는 신·기보의 보증연계투자, 한국벤처투자의 모태펀드, 엔젤투자 매칭펀드, 성장사다리펀드, 미래창조펀드 등이 이에 해당한다.⁵⁾

<표 II-1> 정책금융과 정부 벤처캐피탈

구분	성장단계	창업	성장	성숙	안정성장/ 구조조정
정책금융 지원수단	보조금				
	대출				
	보증				
	투자형 보증	○	○	○	
	지분투자	○	○	○	

주: <표 II-1>은 대상기업의 성장단계와 지원수단을 기준으로 정책금융의 유형을 구분한 표이며, 해당 유형이 정부 벤처캐피탈에 속할 경우에는 '○'로 표기하였음

다음의 <표 II-2>는 정부 벤처캐피탈과 민간 벤처캐피탈의 상대적 비중을 피투자기업 수를 기준으로 나타낸 표이다. 이 표는 2000년에서 2008년까지 1차 벤처캐피탈 투자를 유치한 25개국 20,446개의 벤처캐피탈 피투자기업을 기초로 Brander et al.(2014)이 작성한 것이다.

먼저 정부 벤처캐피탈 비중이 높은 국가는 한국(60%), 브라질(52%), 뉴질랜드(51%), 캐나다(49%), 덴마크(47%) 순이며, 정부 벤처캐피탈이 낮은 국가로는 말레이시아(5%), 홍콩(7%), 이스라엘(9%), 네덜란드(12%), 미국(13%) 등을 들 수 있다. 25개국 정부 벤처캐피탈의 평균 비중은 22%이며, 이 중 회수된 투자 건은 평균 19%이다. 한편, 우리나라의 정부 벤처캐피탈 비중이 높은 것은 자료에서 모태펀드와 같은 정부자금 출자를 받은 모든 벤처캐피탈을 정부 벤처캐피탈로 분류하고 있기 때문이다.

5) 이에 대한 자세한 내용은 <부록 2>에서 다루고 있다.

<표 II-2> 정부 및 민간 벤처캐피탈의 국가별 상대적 비중

국가	피투자기업 수	정부 벤처캐피탈 1차 투자 기업 비중 (%)	정부 벤처캐피탈 총 투자 기업 비중 (%)	회수기업 비중 (%)
미국	10,269	13	17	20
영국	1,394	21	24	18
한국	1,365	60	62	16
중국	1,226	22	23	22
인도	833	18	19	21
일본	735	33	36	19
프랑스	674	41	45	18
호주	636	18	20	21
독일	456	41	44	15
캐나다	396	49	55	31
이스라엘	332	9	13	19
스웨덴	266	16	20	18
스페인	231	30	32	10
핀란드	181	44	45	11
브라질	166	52	53	13
덴마크	153	47	54	13
싱가포르	149	23	23	20
벨기에	141	28	35	13
아일랜드	137	36	47	19
네덜란드	133	11	14	12
이탈리아	129	14	16	11
홍콩	124	7	8	21
뉴질랜드	117	51	56	14
스위스	104	12	16	22
말레이시아	99	5	6	60
전체 표본	20,446	22	26	19

자료: Brander et al.(2014)에서 재인용

정부 벤처캐피탈은 궁극적으로 민간 벤처캐피탈과 관련된 시장실패를 최소화하려는 정책수단이다. 하지만, 정부 벤처캐피탈 역시 정부의 시장개입으로 인한 잠재적인 문제점을 가지고 있다. 우선, 성공보수(carry)로 대변되는 보수체계 하에서 성공적인 투자회수와 수익성에 집

중하는 민간 벤처캐피탈과는 달리 정부 벤처캐피탈은 피투자기업의 성장과 같은 정책목표에 더 큰 비중을 둔다. 이러한 상이한 목표로 인하여 정부 벤처캐피탈은 상대적으로 느슨한 모니터링과 의결권 행사를 할 가능성이 있으며, 이에 따라 투자수익 확보와 위험관리가 어려울 수 있다. 또한, 정부 벤처캐피탈로 인해 양질의 투자기회가 정부 벤처캐피탈에 집중되어 잠재적으로 민간 벤처캐피탈을 구축할 수 있다. 아울러 공무원이 정부 벤처캐피탈의 펀드매니저라면 경험과 역량 부족으로 인해 취지에 걸맞은 우수한 창업초기 기업을 선정하여 지원하기가 어려울 수 있다.

이러한 정부 벤처캐피탈의 잠재적 문제점은 정부 벤처캐피탈에 대한 비판적인 견해의 원인이 되고 있다. 특히, Lerner(2009)는 정부 벤처캐피탈 운영과정에서 나타날 수 있는 정치적 압력, 지대추구(rent-seeking) 행위 및 기타 비효율적 관료문화 등을 이유로 정부 벤처캐피탈의 효과에 대한 회의론을 제기하고 있다. 또한, Cumming and MacIntosh(2006)와 같이 벤처캐피탈의 민간구축효과를 실증적으로 보인 연구도 존재한다. 그런데, 최근 들어 Leleux and Surlémont(2003), Brander et al.(2010), 그리고 Brander et al.(2014)처럼 제한된 범위이긴 하나 정부 벤처캐피탈의 긍정적인 효과를 실증하는 연구도 존재한다.

2. 정부 벤처캐피탈의 유형 분류

가. 정부 벤처캐피탈의 유형

정부 벤처캐피탈의 유형은 운용주체와 투자방식을 기준으로 <표 II-3>과 같이 분류할 수 있다. 우선, 정부 벤처캐피탈은 운용주체를 기준

으로 정부 또는 공적기관이 직접 운용하는 방식과 민간 전문운용사가 위탁받아 운용하는 방식으로 나누어진다. 정부 벤처캐피탈의 투자방식은 직접투자, 매칭투자, 정부 재간접투자펀드, 민간 재간접투자펀드 등 4가지로 구분할 수 있다. 따라서, 정부 및 공적기관이 운용하는 정부 벤처캐피탈의 투자방식은 직접투자, 매칭투자, 그리고 정부 재간접투자펀드 등으로 구분된다. 그리고 민간위탁으로 운용되는 정부 벤처캐피탈의 투자방식은 직접투자, 매칭투자, 그리고 민간 재간접투자펀드 방식 등으로 구분된다.

<표 II-3> 정부 벤처캐피탈의 분류

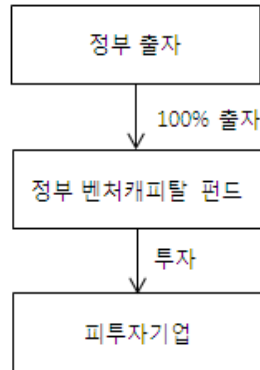
운용주체	투자방식			
	정부소유 벤처캐피탈		정부지원 벤처캐피탈	
	정부단독	민관합동		
	직접투자	매칭투자	정부 재간접투자펀드	민간 재간접투자펀드
정부/공적기관	○	○	○	
민간위탁	○	○		○

한편, 투자방식 분류에서 매칭투자, 정부 재간접투자펀드 및 민간 재간접투자펀드 등의 방식들은 민간자금이 정부자금이 매칭 출자되고 이를 민간 운용사가 운용하는 민관합동(public private partnership) 방식의 정부 벤처캐피탈이다. 이러한 민관합동 방식의 정부 벤처캐피탈은 그 연원을 미국 SBIC(Small Business Investment Company) 모델에 두고 있으며, 현재 각국 정부 벤처캐피탈 프로그램의 근간을 형성하고 있다. 이하에서는 투자방식을 기준으로 한 정부 벤처캐피탈 프로그램의 유형에 대해 살펴보고자 한다.

1) 직접투자

직접투자는 정부가 공적기관 또는 민간위탁을 통하여 자체의 투자결정 기준을 가지고 투자위험이 매우 높아 민간투자가 이루어지기 어려운 창업초기 기업 또는 분야에 직접 지분투자를 수행하는 방식이다. 민간 운용사에 위탁하는 경우에도 정부가 운용의 원칙과 투자결정 기준을 제시하는 경우가 대부분이다. 이 방식은 대체로 벤처캐피탈 시장이 형성되기 시작하는 초창기에 많이 사용되는 방식이며, 민간 벤처캐피탈 시장이 점차적으로 조성됨에 따라 비중이 축소되는 경향이 있다.

<그림 II-1> 정부 벤처캐피탈 직접투자



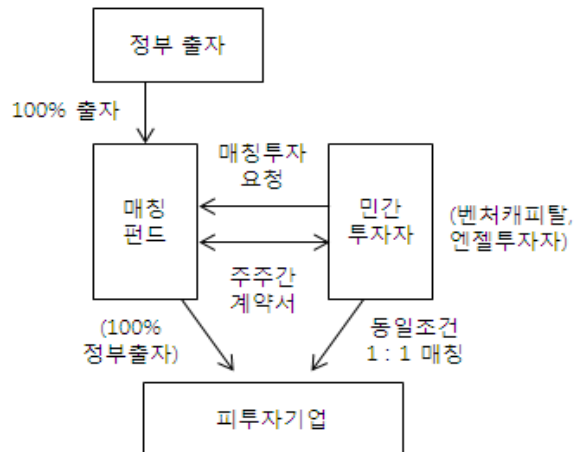
2) 매칭투자

창업초기 기업은 투자위험이 높아서 엔젤투자자 및 벤처캐피탈 등의 민간 투자자 입장에서 감내할 수 있는 투자규모가 창업초기 기업이 필요로 하는 자금보다 작은 것이 일반적이다. 이 경우 이들 민간 투자자는 정부 벤처캐피탈에 매칭투자를 요청할 수 있다. 매칭투자는 민간 투자자로부터 매칭투자 요청을 받은 정부 벤처캐피탈이 이들의 자격과 투자에

대한 심사를 거쳐 매칭펀드(matching fund) 또는 공동투자펀드(co-investment fund)에 출자하여 피투자기업에 투자하는 방식이다.

매칭펀드가 운영되는 방식에는 먼저 적격 민간 투자자들이 선정되고 이들의 매칭투자 요청에 자동적으로 투자결정이 이루어지는 방식과 일정 요건을 갖춘 민간 투자자의 매칭투자 요청 시 이를 개별적으로 심사하여 투자결정이 이루어지는 방식 등이 있다. 따라서, 기본적으로 매칭펀드 방식은 민간의 투자결정에 의해 수동적으로 운영되는 정부 벤처캐피탈 프로그램이라고 할 수 있다. 다만, 매칭투자는 정부 벤처캐피탈이 민간 투자자가 보유한 네트워크 및 투자 노하우를 활용하여 투자할 수 있는 장점이 있다.

<그림 II-2> 정부 벤처캐피탈 매칭투자



민간 투자자 입장에서도 매칭펀드 방식은 창업초기 기업에 대한 자체 투자규모가 줄어드는 만큼 투자위험도 작아지는 효과가 있다. 이로 인해 매칭펀드는 창업초기 기업에 대한 민간 투자를 유도하는 기능이

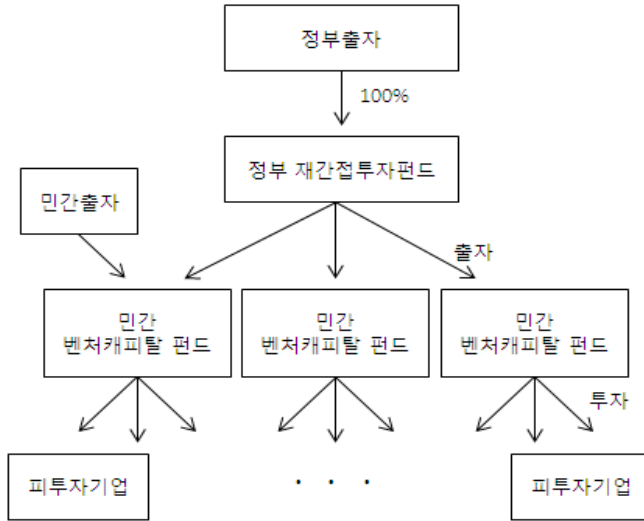
있다. 또한, 특정 분야의 민간 투자자 층이 두텁지 않을 경우 매칭펀드는 정부와 민간의 위험공유(risk-sharing)를 통하여 민간 투자자의 직접 투자 인센티브를 강화하여 이들의 투자경험 및 역량을 축적하는 수단으로 활용되기도 한다.

3) 정부 재간접투자펀드

정부 재간접투자펀드는 민간 벤처캐피탈 시장을 육성하기 위하여 민간 벤처캐피탈 펀드 출자를 목적으로 하는 재간접투자펀드에 정부가 전액 직접 출자하고, 이를 전담 공적기관이 운용하는 방식의 정부 벤처캐피탈이다. 이 방식에서는 먼저 정책금융 자금이 모펀드 단계인 정부 재간접투자펀드에 출자되고, 자펀드 단계인 민간 벤처캐피탈 펀드에서는 정부 재간접투자펀드와 민간의 매칭출자가 이루어진다.

기본적으로 재간접투자펀드는 특정 분야에만 특화하여 투자할 수도 있고, 다양한 성장단계에 있는 기업들에 대한 투자도 가능하여 분산투자 효과를 극대화시킬 수 있다. 또한, 정부 재간접투자펀드는 승수효과(leverage)를 통하여 벤처캐피탈 시장으로의 자금유입을 증가시킬 수 있으며, 역량 있는 일급 사모펀드 운용사에 출자할 수 있는 장점도 있다. 민간 벤처캐피탈 운용사 입장에서는 정부 벤처캐피탈이 주요 출자자가 됨으로써 추가적인 민간출자 유치를 통한 펀드결성이 용이해질 수 있다. 원래 재간접투자펀드는 출자자 입장에서 모펀드와 자펀드 단계 모두 관리보수와 성공보수의 운용보수를 지불해야 한다. 하지만, 정부가 직접 운용하는 재간접투자펀드의 경우는 모펀드 단계의 운용보수가 지출되지 않아서 다른 조건이 동일하다면 민간 재간접투자펀드에 비하여 수익률 측면에서 유리하다.

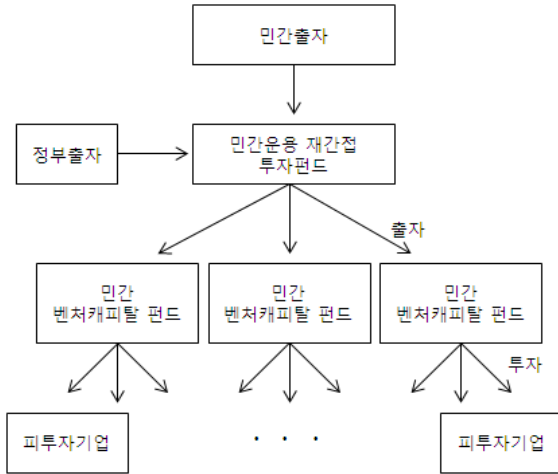
<그림 II-3> 정부 운용 재간접투자펀드



4) 민간 재간접투자펀드

민간 재간접투자펀드는 민간 운용사가 운영하는 재간접투자펀드에 정책자금을 출자하면 민간 운용사가 직접 민간 벤처캐피탈 펀드 출자와 집행을 담당하는 방식의 정부 벤처캐피탈이다. 이 방식에서는 정부가 벤처캐피탈 펀드의 투자 영역이나 자격 요건과 관련된 출자 기준을 제시하고, 이 기준을 충족하여 선정된 민간 운용사가 운용재량권을 갖는다. 민간 위탁 재간접투자펀드는 정부 출자뿐만 아니라 민간 출자를 유치하여 민간 중심의 자생력 있는 벤처캐피탈 시장을 조성하는 데 도움이 될 수 있다. 따라서, 이 방식에서는 정책목표와 민간의 출자목적은 어떻게 조화시킬 것인가가 중요하다. 또한, 민간 운용사가 운영하는 만큼 민간 재간접투자펀드의 운용비용은 정부 재간접투자비용에 비해 높을 수밖에 없다. 그럼에도 불구하고 캐나다, 프랑스, 영국 등의 국가에서 이 방식을 활용한 정부 벤처캐피탈 프로그램을 운영하고 있다.

<그림 II-4> 민간 위탁 재간접투자펀드



<표 II-4>은 지금까지 살펴본 투자방식을 정책, 민간시장 조성, 운용 등의 측면에서 비교한 결과를 보여주고 있다. 직접투자는 정책목표를 달성하기에 가장 용이하지만 민간 벤처캐피탈 시장 조성이나 회수 및 운용 측면에서는 가장 불리한 방식이다. 매칭투자나 재간접투자펀드 방식은 정책효과 면에서는 직접투자에 비해 약하지만 민간 벤처캐피탈 시장 조성이나 운용 측면에서는 강점을 가지고 있다. 이에 따라 정부 벤처캐피탈은 직접투자 방식으로 시작되었다가 민간 벤처캐피탈 시장이 어느 정도 형성된 이후에는 매칭투자 또는 재간접투자펀드 방식이 증가하는 경향이 있다.

<표 II-4> 정부 벤처캐피탈의 비교

구분	기준	직접 투자	매칭 투자	정부 재간접투자펀드	민간 재간접투자펀드
정책	정책목표 달성 방식	직접	간접	간접	간접
	정책효과의 즉시성	강	중	약	약
	투자/출자결정	직접	간접	직·간접	간접
민간시장 조성	민간 투자자 육성	무	강	약	중
	민간투자 및 출자 활성화	무	중	강	강
	시장 친화도 (민관합동)	무	강	중	강
운용	회수 용이성	약	중	강	강
	운용 수익성	약	중	중	강
	운용비용	강	약	중	강

3. 정부 벤처캐피탈의 정책효과

그간 벤처캐피탈에 대한 연구는 민간 벤처캐피탈의 경험 및 평판, 네트워크, 피투자기업과의 계약설계(contract design) 등에 집중되어 있어 정부 벤처캐피탈에 대한 연구는 그리 많지 않다(Da Rin, Hellmann, and Puri(2011)). 하지만, 정부 벤처캐피탈의 존재 이유가 창업초기 기업에 대한 과소투자(equity gap) 극복과 민간 벤처캐피탈의 자생력 확보에 있는 만큼 정부 벤처캐피탈에 대한 기존 연구는 정부 벤처캐피탈의 정책효과 여부에 집중되어 있다. 정부 벤처캐피탈의 정책효과에 관한 기존 연구는

크게 국가 또는 지역 단위 벤처캐피탈 자료를 사용하거나, 개별 벤처캐피탈의 투자 자료를 바탕으로 정부 벤처캐피탈의 정책효과를 실증하는 연구로 대별할 수 있다. 국가 또는 지역 단위 벤처캐피탈 자료를 활용한 연구는 벤처캐피탈 투자에 대한 자료의 한계로 정부 벤처캐피탈 관련 연구의 초기에 주로 활용되던 방법이다. 개별 벤처캐피탈 투자 건에 대한 자료의 집적이 어느 정도 이루어진 최근에는 이를 바탕으로 정책효과를 실증하는 연구가 주류를 이루고 있다.

정부 벤처캐피탈의 정책효과에 대해 기존의 문헌에서 논의되고 있는 사항은 크게 두 가지이다. 첫째, 정부 벤처캐피탈의 존재로 인하여 민간 벤처캐피탈이 구축되는지의 여부, 즉 구축효과(crowding-out effect)의 존재 여부이다. 둘째, 정부 벤처캐피탈이 민간 벤처캐피탈과 비교하여 피투자기업의 성장과 혁신에 어떠한 영향을 미치며 그 경로는 무엇인지에 대한 논의이다. 다음 표는 각각의 측면에서 정부 벤처캐피탈의 정책효과를 논의하고 있는 대표적인 연구를 보여주고 있다. 이하에서는 그 각각의 연구를 살펴보도록 한다.

<표 II-5> 정부 벤처캐피탈의 정책 효과에 관한 연구문헌

지자	연도	분석 대상국	표본기간	분석대상	주요결론
Cumming & MacIntosh	2006	캐나다	1977-2001	VC 시장	<ul style="list-style-type: none"> • 민간 구축효과 발견
Leleux & Surlemont	2003	유럽 15개국	1990-1996	VC 시장	<ul style="list-style-type: none"> • 민간 구축효과 및 미증발 효과 모두 없음
Cumming	2007	호주	1997-2005	개별기업	<ul style="list-style-type: none"> • 정부 VC 프로그램인 IIF는 민간 VC보다 창업초기 기업 투자 및 가치제고를 충실히 수행
Brander, Egan & Hellmann	2008	캐나다	1996-2004	개별기업	<ul style="list-style-type: none"> • 민간 VC의 회수성과 및 기업혁신 유도효과가 정부 VC보다 우수
Grilli & Murtinu	2011	유럽 7개국 (VICO DB)	1984-2008	개별기업	<ul style="list-style-type: none"> • 민간 VC의 성장지원 효과가 전반적으로 정부 VC보다 우수 • 창업 5년 미만 창업초기 기업에 대한 정부 VC의 성장지원 효과 있음
Bertoni & Tykvova	2012	유럽 8개국 (VICO DB)	1994-2004	개별기업	<ul style="list-style-type: none"> • 정부-민간 VC 공동투자(민간이 주력투자자)가 기업혁신을 가장 많이 유도
Grilli & Murtinu	2012	유럽 9개국 (VICO DB)	1994-2005	개별기업	<ul style="list-style-type: none"> • 정부-민간 VC 공동투자(민간이 주력투자자)가 가장 높은 매출성장 및 고용을 유발
Kim & Jeon	2012	한국	1994-2010	개별기업	<ul style="list-style-type: none"> • 정부 VC는 인증효과를, 민간 VC는 생산성 향상을 유도하는 보완적인 관계
Cumming, Grilli & Murtinu	2013	유럽 7개국 (VICO DB)	1991-2010	개별기업	<ul style="list-style-type: none"> • 정부-민간 VC 공동투자의 회수성효과가 가장 높음 • 민간 VC의 회수성효과가 정부 VC보다 우수
Brander, Du & Hellmann	2014	북미, 유럽, 아시아 등 (Thomson One+AVCI)	2000-2008	개별기업	<ul style="list-style-type: none"> • VC 시장 및 기업 차원의 민간투자 구축효과 없음 • 정부-민간 VC 공동투자의 회수성효과가 가장 높음 • 민간 VC의 회수성효과가 정부 VC보다 우수

가. 민간투자 구축효과⁶⁾

1) Cumming and MacIntosh(2006)

Cumming and MacIntosh(2006)는 정부 벤처캐피탈의 민간투자 구축 효과를 실증하고 있는 대표적인 연구이다. 이 연구는 1977~2001년 동안의 캐나다 벤처캐피탈 자료를 사용하여 벤처캐피탈 지원 프로그램의 하나인 LSVCC(Labour-Sponsored Venture Capital Corporation)가 민간 벤처캐피탈을 구축한 것을 실증적으로 보여주고 있다. 다만, LSVCC는 정부자금이 출자되는 방식이 아니라 개인투자자들의 출자에 세제혜택을 제공하는 정부 벤처캐피탈 지원정책으로 후술하게 될 여타 연구문헌 상의 정부 벤처캐피탈과는 차이가 난다. 그럼에도 불구하고 이 논문은 광의의 정부 벤처캐피탈 정책이 민간투자를 구축할 수 있음을 실증분석을 통해 보여주고 있다는 점에서 의미가 있다.

LSVCC는 1983년 퀘벡주에서 처음 시행한 주 또는 연방 면허 회사형(개방형 뮤추얼펀드) 벤처캐피탈로서 일반 벤처캐피탈과 달리 수익률뿐만 아니라 지역 내 중소기업 투자, 고용창출, 근로자 교육, 노조 진흥 등과 같은 사회적 성과 목표의 달성이 주요 임무(mandate)로 설정되어 있는 벤처캐피탈이다. 물론 이러한 임무는 개별 LSVCC에 따라 다양하게 추구된다. 이러한 부분은 각 LSVCC의 설립에 LSVCC와 직접적으로 연관이 없는 특정 노조를 발기인으로 반드시 참여시켜야 하는 제도적인 특성에서도 잘 드러나고 있다. 노조는 발기인으로 참여하는 대가로 펀드 자산규모의 일정 비율로 계산되는 수수료를 수취한다.

6) Cumming and MacIntosh(2006)과 Leleux and Surlemont(2003) 외에도 정부 벤처캐피탈의 구축효과 여부를 실증하고 있는 기타 연구논문으로는 피투자기업에 대한 투자성과를 논하는 Brander et al.(2008) 및 Brander et al.(2014)를 들 수 있다.

LSVCC에는 개인투자자만이 투자할 수 있으며, 개인 소액출자에 대해 세제혜택을 부여하고 있다. 최소 투자액은 1,000캐나다달러 이하이며 8년의 의무 보유기간을 충족할 경우 투자수익과는 별도로 투자액의 27%에서 48%에 해당하는 소득공제 혜택을 받는다. 이와 같은 민간 벤처캐피탈 펀드 대비 높은 세제혜택으로 인하여 개인투자자의 소액출자가 급증하여 LSVCC는 1990년대 초까지 캐나다 벤처캐피탈의 지배적인 형태가 되었으며, 현재도 캐나다 벤처캐피탈의 절반 이상을 공급하고 있다.

이러한 LSVCC의 구조는 몇 가지 측면에서 문제점을 가지고 있다. 첫째, LSVCC는 개방형 뮤추얼펀드와 같은 회사형 벤처캐피탈이기 때문에 사모펀드 시장에서 보편화된 합자회사(limited liability partnership 또는 corporation)의 장점을 누릴 수 없다. 예를 들어, 일정한 기간 동안 운용되는 합자회사형 벤처캐피탈은 성공적인 투자회수를 목적으로 피투자기업의 가치제고를 위해 적극적으로 노력하는 반면, 출자와 환매가 자유로운 LSVCC는 이러한 노력을 기울일 유인이 부족하다. 또한, 회사형 벤처캐피탈은 펀드 운영과 관련된 계약 및 지배구조 측면에서 합자회사형 벤처캐피탈 펀드보다 규제가 많다. 이외에도 노조가 LSVCC 이사회 구성원 전부를 선정하기 때문에 대주주가 이사회를 통해 직접적으로 권리를 행사할 여지가 전혀 없으며, 소액주주는 무임승차의 문제로 집단행동권 행사가 쉽지 않다.

둘째, 운용인력의 벤처캐피탈 투자 전문성 부족과 각종 펀드 운용규제로 인해 LSVCC는 상당 기간 캐나다 국채 수익률에도 못 미치는 저조한 수익률을 보였다. LSVCC의 수익률이 저조했던 이유는 개방형 뮤추얼펀드인 LSVCC가 출자자의 상환요구에 응하기 위해 LSVCC 투자 재원의 20%에서 40%를 국채나 우량 회사채와 같은 안전자산에 투자해야 했기 때문이다. 보다 근본적으로는 LSVCC가 수익률의 제고 없이도 출자자가 세제혜택으로 수익을 올리는 구조여서 운용사 입장에서는 높은

수익률을 올리려는 유인이 부족할 수밖에 없다.

셋째, 일부 주의 경우는 LSVCC의 규모제한 때문에 규모의 경제 효과를 누리기가 어려운 경우도 있었다. 또한, 모든 펀드가 등록된 지역 내 기업에만 투자할 수 있으며, 투자기간도 1년에서 3년으로 짧게 설정되어 투자대상 발굴 및 합리적 투자결정을 위한 시간이 부족하였다.

Cumming and MacIntosh(2006)에서 나타나는 LSVCC의 민간투자 구축효과의 경로는 다음과 같다. 우선, 기본적으로 LSVCC는 출자자가 받는 높은 세제혜택으로 인해 출자자가 LSVCC에 요구하는 기대수익률이 민간 벤처캐피탈보다 낮을 수밖에 없다. 따라서, 자본비용이 민간 벤처캐피탈보다 낮은 LSVCC는 다른 민간 벤처캐피탈과의 경쟁에서 이기게 되고, 그 결과 벤처캐피탈 시장 전체의 수익률이 하락하게 된다. 이로 인해 다시 세제혜택이 높은 LSVCC에 대한 개인투자자들의 출자가 늘어나게 되지만, 위험회피적인 기관투자자들의 민간 벤처캐피탈 출자가 줄어들어 결국 늘어난 LSVCC의 출자금액 이상으로 벤처캐피탈 시장 전체의 규모가 감소할 수 있다는 것이다.

Cumming and MacIntosh(2006)의 결과는 유럽 정부 벤처캐피탈 프로그램의 구축효과에 대해 분석한 Leleux and Surlemont(2003)의 결과와는 다르다. Cumming and MacIntosh(2006)는 이러한 차이를 벤처캐피탈 지원방식, 피투자기업의 성장단계, 펀드의 유형 등에 관한 법적·제도적 환경의 차이로 해석한다. 특히, Cumming and MacIntosh(2006)는 벤처캐피탈 펀드에 대한 과도한 세제지원을 캐나다와 유럽의 벤처캐피탈 시장에 관한 실증분석 결과를 가르는 결정적인 이유로 들고 있다.

2) Leleux and Surlemont(2003)

Leleux and Surlemont(2003)는 1990~1996년의 EVCA(European Venture Capital Association) 15개국 패널 자료를 기반으로 정부 벤처캐피탈이 민간 벤처캐피탈 시장을 조성하는 마중물 역할을 하는지 또는 민간투자를 구축하는지 분석하고 있다.

이 논문의 주요 실증분석 결과는 다음과 같이 크게 두 가지로 요약할 수 있다. 첫째, 정부 벤처캐피탈은 민간 벤처캐피탈 시장이 어느 정도 발전된 이후 증가하는 것으로 나타났다. 둘째, 공공부문의 개입은 수년 내 민간 벤처캐피탈 투자를 유발하여 전체적인 벤처캐피탈 투자규모가 늘어나는 경향이 있는 것으로 나타났다. 첫 번째 결과는 정부 벤처캐피탈이 민간 벤처캐피탈 시장을 조성하는 마중물 효과가 없음을, 두 번째 결과는 정부 벤처캐피탈이 민간투자를 구축하는 효과가 없음을 의미한다. 한편, Leleux and Surlemont(2003)는 공공부문의 개입 이후 벤처캐피탈 투자가 늘어나는 것을 정부 지원의 인증(certification) 또는 신호효과(signaling effect)로 해석하고 있으나, 이에 대한 구체적인 논거를 제시하지는 않고 있다.

나. 피투자기업에 대한 투자성과

1) Cumming(2005)

Cumming(2005)은 1997년 호주에서 시작된 정부 벤처캐피탈 프로그램인 IIF(Innovation Investment Fund)가 1982년부터 2005년까지 250개 펀드에서 투자한 845개 피투자기업의 성과를 호주 민간 벤처캐피탈의 성과와 비교분석하였다. 비교분석에서 사용한 기준은 창업초기 및 첨단기술 투자 비중, 기업단계별 투자, 공동투자, 펀드매니저당 포트폴리오 규모, 회수성

과 등이다.

실증분석 결과 IIF가 창업 및 창업초기 단계 기업에 투자할 확률과 평균 투자규모는 민간 벤처캐피탈에 비해 더 높게 나타났으나, 펀드매니저당 투자규모는 더 작은 것으로 나타났다. 다만, 회수성과는 성공적인 회수가 상대적으로 많지 않은 호주의 상황상 IIF와 다른 벤처캐피탈 펀드와의 차이는 별로 없는 것으로 나타났다. Cumming(2005)은 IIF의 성과가 호주의 일반 벤처캐피탈보다 유의하게 더 높게 나타난 결과를 바탕으로 IIF가 호주 벤처캐피탈 산업 육성에 의미 있는 공헌을 한 것으로 평가하고 있다.

2) Grilli and Murtinu(2011)

Grilli and Murtinu(2011)는 VICO⁷⁾ 데이터를 사용하여 데이터에 수록된 총 8,391개 기업 중 761개의 벤처캐피탈 피투자기업을 분석하고 있다. 이 논문에서 정부 벤처캐피탈은 정부가 민간 벤처캐피탈 펀드에 출

7) VICO 데이터는 EC의 7차 Framework Programme의 주제 중 하나인 “The role of finance in growth, employment and competitiveness in Europe” 관련하여 EC의 지원을 받아 영국, 프랑스, 독일, 이태리, 스페인, 벨기에, 핀란드의 유럽 7개국 대학 및 연구기관이 공동으로 수행한 VICO 프로젝트의 결과물이다. VICO 프로젝트의 목적은 유럽 VC/PE 투자가 혁신, 고용 창출, 성장, 경쟁력 제고 등 벤처기업에 미친 경제적 영향과 VC/PE 투자자의 역할을 평가하고 이를 유럽 창업·벤처 정책에 반영하려는 것이다. VICO 데이터는 영국, 프랑스, 독일, 이태리, 스페인, 벨기에, 핀란드 등 유럽 7개국의 민간 벤처캐피탈과 정부 벤처캐피탈 투자를 받은 독립 벤처기업과 통제그룹(control group)을 수록한 데이터로서 2010년 기준 20년 미만의 업력을 가진 생존 기업과 폐업 기업을 모두를 수록하여 생존편의(survivorship bias) 문제를 최소화한 데이터이다. VICO 데이터는 정부 벤처캐피탈 투자 중 창업 2년 미만의 창업초기 기업 투자는 전체 282건 중 73.76%인 208건으로 정부 벤처캐피탈이 창업초기 기업에 많은 투자를 하고 있음을 보여주고 있다.

자자(Limited Partner: LP)로 참여하는 경우, 즉 정부지원 벤처캐피탈을 제외하고, 정부가 피투자기업에 대해 직접투자를 수행하거나 벤처캐피탈 펀드를 구성하되 운용주체(General Partner: GP)로 참여하는 정부소유 벤처캐피탈만을 고려하고 있다.

이 논문의 분석 결과, 민간 벤처캐피탈의 투자를 받은 피투자기업, 특히 창업초기 기업의 종업원 수와 매출액이 유의하게 증가하였다. 또한, 민간 벤처캐피탈의 피투자기업 성장유발 효과가 정부 벤처캐피탈보다 항상 크게 나타났다. 이에 반해 정부 벤처캐피탈은 피투자기업의 종업원 수만을 유의하게 증가시켰다. 따라서, 정부 벤처캐피탈이 피투자기업에 미치는 효과는 크지 않은 반면, 민간 벤처캐피탈은 피투자기업의 성장을 촉진하는 것으로 나타나고 있다. 그런데, 창업 5년 미만의 창업초기 기업에 국한하면 정부 벤처캐피탈과 민간 벤처캐피탈 모두 종업원 수와 매출액을 기준으로 피투자기업을 성장시키는 효과가 있는 것으로 나타났다. 또한, 그 효과에 있어서도 정부 벤처캐피탈이 민간 벤처캐피탈에 뒤지지 않는 것으로 나타났다.

이러한 사실은 고위험 창업초기 기업 투자를 수행하는 정부 벤처캐피탈 존재의 근거가 된다. 비록 정부 벤처캐피탈의 성장지원 효과가 민간 벤처캐피탈보다 작지만 민간 벤처캐피탈의 창업초기 기업 투자 비중이 낮기 때문에 창업초기 기업 투자에서는 정부 벤처캐피탈이 중요한 역할을 수행할 수 있는 것이다. 또한, Grilli and Murtinu(2011)에서 민간 벤처캐피탈의 강력한 성장지원 효과는 일반적으로 그간의 연구에서 나타난 수준보다 높은 것으로 나타나 민간 벤처캐피탈 시장 육성정책의 당위성을 확인시켜 주고 있다.

3) Grilli and Murtinu(2012)

Grilli and Murtinu(2012)은 Grilli and Murtinu(2011)와 동일한 VICO 데이터를 사용하여 유럽 첨단기술 기업을 중심으로 정부 벤처캐피탈과 민간 벤처캐피탈의 피투자기업 성장지원 역할을 매출액과 고용을 중심으로 비교하였다. 이 논문에서 사용한 정부 벤처캐피탈의 정의는 Grilli and Murtinu(2011)에서처럼 정부가 직접투자를 수행하거나 벤처캐피탈 펀드를 구성하되 운용주체(GP)로 참여하는 정부소유 벤처캐피탈만을 고려하고 있다.

Grilli and Murtinu(2012)의 주요 결론은 매출액 및 고용촉진 측면에서 정부 벤처캐피탈의 역할이 미미한 반면 민간 벤처캐피탈은 긍정적인 역할을 한다는 것이다. 민간 벤처캐피탈과 정부 벤처캐피탈이 공동투자를 하는 경우에는 민간 벤처캐피탈이 공동투자의 주력투자자(lead investor)일 때만 기업성장 측면에서 긍정적인 효과가 나타나고 있다. 그런데 민간 벤처캐피탈이나 정부 벤처캐피탈 모두 투자규모는 기업성장에 미치는 영향이 없는 것으로 나타났다. 단, 정부 벤처캐피탈과 민간 벤처캐피탈 공동투자의 경우는 투자규모도 기업성장에 일정한 설명력을 가지는 것으로 나타나고 있다. 이러한 결과는 정부가 직접적으로 벤처캐피탈 시장에 개입하는 것보다는 재간접투자펀드에 출자자로 참여하거나 미국 SBIC 프로그램처럼 출자가 아닌 자금조달에 대한 보증 등과 같이 간접적인 방식으로 지원하는 것이 바람직함을 의미한다고 할 수 있다.

4) Bertoni and Tykvova(2012)

Bertoni and Tykvova(2012)는 정부 벤처캐피탈과 민간 벤처캐피탈이 기업의 혁신에 미치는 영향을 연구하였다. 또한, 이 논문은 정부 벤처캐피탈과 민간 벤처캐피탈의 공동투자자와 단독투자를 구분하여 기업의 혁

신활동에 미치는 효과를 비교하였다. 구체적으로 Bertoni and Tykova(2012)는 1994년에서 2004년까지 유럽 7개국 865개의 창업초기 바이오 및 제약기업에 대한 VICO 자료를 사용하여 벤처캐피탈 유형 및 공동투자 여부가 총특허량(patent stock)에 미치는 효과를 살펴보았다.

실증분석 결과 정부 벤처캐피탈보다 민간 벤처캐피탈의 총특허량 증가효과가 더 큰 것으로 나타났다. 또한, 공동투자가 단독투자보다 총특허량 증가효과가 더 크게 나타났는데, 그 중에서도 정부 및 민간 벤처캐피탈의 공동투자의 효과가 가장 크게 나타났다. 특히, 민간 벤처캐피탈이 주력투자자가 되는 공동투자가 포트폴리오 기업의 혁신을 촉진하는데 가장 효과가 높은 것으로 나타났다.

5) Cumming et al.(2013)

Cumming et al.(2013)은 Grilli and Murtinu(2011), Grilli and Murtinu(2012) 등이 사용한 VICO 데이터로 정부 벤처캐피탈과 민간 벤처캐피탈의 IPO와 M&A를 통한 회수성과를 비교하였다.⁸⁾ 구체적으로 Cumming et al.(2013)은 정부 벤처캐피탈, 민간 벤처캐피탈, 그리고, 민간 및 정부 벤처캐피탈 공동투자의 성과를 비교하였다. 여기서 공동투자는 Gompers and Lerner(2004) 이후의 관행을 따라 민간 벤처캐피탈과 정부 벤처캐피탈이 동일연도에 동일기업에 투자하기만 하면 공동투자로 간주하고 있다. 또한 본 논문에서 정부 벤처캐피탈은 Grilli and Murtinu(2011) 및 Grilli and Murtinu(2012)에서와 동일하게 정부소유 벤처캐피탈만을 의미하고 있다.

Cumming et al.(2013)의 실증분석 결과, 회수 기준 투자성과는 민간 및 정부 벤처캐피탈 공동투자, 민간 벤처캐피탈, 정부 벤처캐피탈의 순

8) IPO와 M&A를 통한 회수는 벤처캐피탈 입장에서 성공적인 투자를 나타내며, 피투자기업의 성장을 의미하는 척도가 될 수 있다.

서로 높게 나타났다. 그리고 이러한 결과는 보유기간, 정부 벤처캐피탈의 신호효과, 재무구조 및 현금흐름, 공동투자의 규모 등과 같은 변수를 고려했음에도 큰 차이가 없는 것으로 나타났다.

6) Brander et al.(2008)

Brander et al.(2008)은 캐나다 벤처캐피탈 피투자기업의 자료를 사용하여 IPO 및 M&A 여부와 규모, 그리고 특히로 측정되는 성장지원 활동 등의 기준을 사용하여 정부 벤처캐피탈과 민간 벤처캐피탈의 성과를 비교하고 있다. 구체적으로 Brander et al.(2008)은 벤처기업 성장을 통한 가치창출, 혁신유도, 경쟁 및 기업가정신 촉진, 고용창출 등을 캐나다 정부 벤처캐피탈의 4대 목표로 설정하고, 회수, 특허, 경쟁 및 고용 등을 기준으로 정부 벤처캐피탈과 민간 벤처캐피탈의 성과를 비교하였다.⁹⁾

Brander et al.(2008)의 실증분석 결과, 정부 벤처캐피탈은 가치창출, 혁신, 고용 등 대부분의 기준에서 민간 벤처캐피탈에 못 미치는 성과를 나타내고 있다. 일반적으로 민간 벤처캐피탈의 우월한 성과는 선택효과(selection effect) 또는 치료효과(treatment effect)로 설명할 수 있다. 선택효과는 민간 벤처캐피탈이 정부 벤처캐피탈에 비해 더 나은 피투자기업 선정능력을 가지고 있어 더 우수한 성과를 얻는다는 것을 의미한다. 치료효과는 정부 벤처캐피탈이 민간투자를 구축할 뿐만 아니라 민간 벤처캐피탈이 비효율적인 멘토링 및 낮은 가치창출 능력을 가지고 있어서 피투자기업의 성과가 낮다는 것을 의미한다. Brander et al.(2008)은 이

9) 다만, Brander et al.(2008)은 벤처캐피탈 피투자기업에 대한 자료의 입수가 어렵기 때문에 일종의 자동화된 인터넷 검색방식이라고 할 수 있는 웹크롤링(web-crawling) 방식을 통하여 3,720개의 캐나다 벤처캐피탈 투자 건을 파악하였다. 하지만, 여전히 자료가 부족하여 Brander et al.(2008)은 투자규모, 밸류에이션, 고용, R&D 집중도 등의 면에서 불완전한 데이터에 근거하고 있음을 인정하고 있다.

중에서 치료효과, 즉 정부 벤처캐피탈의 구축효과와 정부 벤처캐피탈의 피투자기업에 대한 불충분한 지원 때문에 민간 벤처캐피탈에 비해 낮은 성과를 얻은 것으로 분석하고 있다. 다만, 정부 벤처캐피탈이 민간투자를 완전히 구축하지는 않아 정부 벤처캐피탈이 어느 정도 벤처캐피탈 시장의 확대에는 기여한 것으로 보고 있다.

7) Brander et al.(2014)

Brander et al.(2014)은 정부 벤처캐피탈의 민간 벤처캐피탈 구축 여부와 피투자기업 투자성과를 연구하고 있다.¹⁰⁾ 이 논문은 기존의 연구문헌에서 사용된 데이터 중 가장 광범위한 데이터를 사용하여 분석하고 있다.¹¹⁾

Brander et al.(2014)의 실증분석 결과는 정부 벤처캐피탈과 민간 벤처캐피탈이 서로 보완관계에 있음을 보여주고 있다. 예를 들어, 정부 벤

10) Brander et al.(2014)는 개별기업 단위의 벤처캐피탈 투자 증가 효과를 *intensive margin*이라 부르고 있으며, 벤처캐피탈 투자대상 기업의 확대 효과를 *extensive margin*이라고 부르고 있다. 벤처캐피탈 시장 전체 차원에서는 기업 당 벤처캐피탈 투자 규모가 증가하거나(*intensive margin*) 또는 더 많은 기업이 벤처캐피탈 투자를 유치하는 경우(*extensive margin*) 두 가지 모두를 고려해야 한다.

11) Thomson One과 AVCJ(Asia Venture Capital Journal)의 데이터를 사용하여 2000년에서 2008년까지 벤처캐피탈이 투자한 25개국 20,446개의 기업을 대상으로 분석을 수행하고 있다. 미국이 벤처캐피탈 투자 건수 기준으로 표본의 절반을 차지하고 있으며, 유럽 및 동아시아, 호주, 브라질, 캐나다, 인도, 이스라엘, 뉴질랜드 등 벤처캐피탈이 발달한 모든 국가를 포함하고 있다. 이 논문의 강점은 특정 국가나 특정 지역 데이터를 사용하여 분석한 기존 연구와 달리 다수 국가를 포함하는 광범위한 자료를 사용하여 개별 국가의 특성에 국한되지 않는 정부 벤처캐피탈의 일반 특성을 분석하는 것이라 할 수 있다. 이 데이터에 포함된 벤처캐피탈 운용사는 5,095개이며 이 중 정부 벤처캐피탈은 406개이다.

처캐피탈과 민간 벤처캐피탈이 모두 투자한 경우 투자규모가 증가했을 뿐만 아니라 성공적인 회수확률 및 회수규모도 증가하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 기존의 연구문헌에서 발견되지 않은 새로운 결과이다. 또한, 민간 및 정부 벤처캐피탈 공동투자가 단독투자보다 투자규모가 컸으며, 정부 벤처캐피탈 규모의 증가는 벤처캐피탈 시장 및 민간 벤처캐피탈 시장을 확대하는 데에 기여하는 것으로 나타났다.¹²⁾

8) Kim and Jeon(2012)

Kim and Jeon(2012)은 한국벤처캐피탈협회(KVCA) 자료를 사용하여 정부 벤처캐피탈과 민간 벤처캐피탈 간의 보완관계를 분석하였다. 본 논문에서 정부 벤처캐피탈은 Brander et al.(2014)과 마찬가지로 정부소유 벤처캐피탈과 민간 벤처캐피탈에 출자하는 정부지원 벤처캐피탈 모두를 포함하고 있다.

Kim and Jeon(2012)은 정부 벤처캐피탈과 민간 캐피탈 간의 보완관계를 정부 벤처캐피탈의 인증효과(certification effect)와 민간 벤처캐피탈의 가치제고 역할에서 찾고 있다. Dimov and Milanov(2010)에서처럼 일반적으로 불확실성이 높은 상황에서는 평판만으로 신규투자의 불확실성을 줄이기가 어려운데, 안정성을 중시하는 위험회피적인 정부 벤처캐피탈이 투자기업의 투자가치를 인증 또는 신호하여 민간투자를 유인할 수 있다는 것이다. 그리고 기존 연구에서처럼 민간 벤처캐피탈의 지식 및 경영자문, 네트워크 구축 지원 등의 기업가치 제고활동을 통해 투자성고가 높아진다는 것이다.

12) 정부 벤처캐피탈의 투자성과도 공동투자가 가장 우수하여 이와 유사한 결과를 나타내고 있다. 다만, 투자규모를 감안하면 민간 및 정부 벤처캐피탈의 우월한 성과가 사라지는 것으로 나타났다.

다. 정부 벤처캐피탈 정책효과의 시사점

정부 벤처캐피탈의 정책효과를 다룬 기존 문헌에 대해 종합적인 평가를 내리기 위해서는 먼저 문헌마다 사용한 정부 벤처캐피탈의 정의가 상이함을 유념할 필요가 있다. VICO 데이터를 사용한 Grilli and Murtinu(2011, 2012)와 Cumming et al.(2013)과 같은 일련의 연구는 정부소유 벤처캐피탈만을 정부 벤처캐피탈로 규정하고 있다. 반면, Brander et al.(2008) 및 Brander et al.(2014) 등의 논문들은 정부소유 벤처캐피탈 뿐만 아니라 정부지원 벤처캐피탈도 정부 벤처캐피탈에 포함하여 분석하고 있다.

이를 염두에 둔다면 Grilli and Murtinu(2011, 2012)와 Cumming et al.(2013)의 연구로부터 정부소유 벤처캐피탈이 투자성과 측면에서는 민간 벤처캐피탈에 비해 미흡하다고 할 수 있다. 하지만, 정부 벤처캐피탈은 민간 벤처캐피탈이 투자를 기피하는 창업초기 기업에 집중적으로 투자를 하기 때문에 최소한 창업초기 기업의 성장을 지원하는 역량만큼은 민간 벤처캐피탈 못지않게 갖춘 것으로 평가할 수 있다. 또한, 민간 벤처캐피탈이 주력투자자 역할을 하는 민관 공동투자의 높은 투자성과는 정부가 직접적으로 벤처캐피탈 시장에 개입하는 것보다 출자자로 참여하거나 지급보증 등과 같이 간접적으로 참여하는 방식이 바람직함을 시사한다. 이와 같은 결과는 Brander et al.(2014)에서도 확인된다.

종합하면, 정부 벤처캐피탈의 정책효과에 대한 기존의 연구는 대체적으로 정부 벤처캐피탈이 과도한 세제혜택과 같은 가격정책을 쓰거나 인센티브 시스템을 왜곡하지 않고, 민간 운용사를 충분히 활용한다면 민간 투자를 구축하기보다는 민간투자를 유인하여 시장을 활성화할 수 있음을 보여주고 있다. 또한 피투자기업의 성장 및 혁신, 그리고 투자성과 측면에서 정부 벤처캐피탈의 역량이 민간 벤처캐피탈 보다는 열위에 있

지만 창업초기 기업 투자와 같이 민간 벤처캐피탈이 상대적으로 투자를 기피하는 영역에 대한 투자를 보완하는 역할을 수행한다고 할 수 있다. 마지막으로 정부 벤처캐피탈 운용방식으로는 정부의 직접투자보다는 민간 벤처캐피탈 출자를 통한 간접적인 방식, 즉 정부지원 벤처캐피탈 방식으로 정부 벤처캐피탈의 정책효과를 배가할 수 있음을 보여주고 있다.

III. 해외 정부 벤처캐피탈의 현황 및 특징

1. 북미 지역 정부 벤처캐피탈 프로그램
2. 유럽 지역 정부 벤처캐피탈 프로그램
3. 오세아니아 지역 정부 벤처캐피탈 프로그램
4. 해외 정부 벤처캐피탈 프로그램의 특징

III. 해외 정부 벤처캐피탈의 현황 및 특징

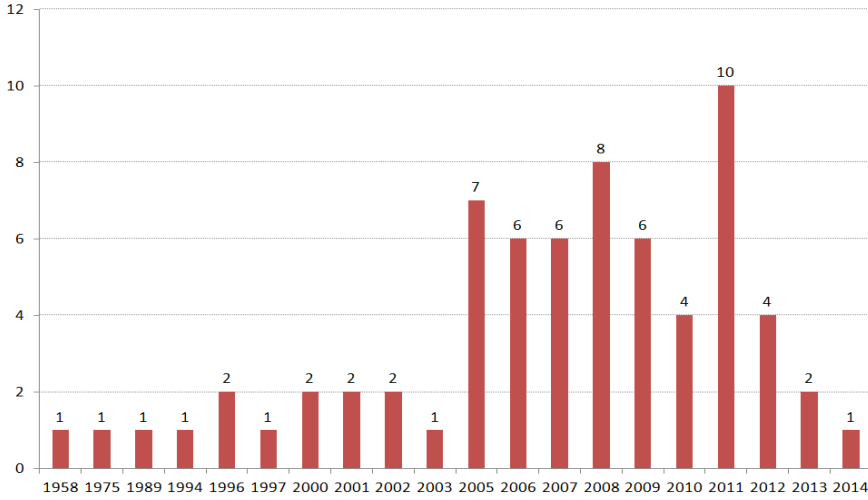
본 보고서에서는 북미, EU를 비롯한 유럽 및 오세아니아 지역 21개국의 정부 벤처캐피탈 프로그램을 조사하였다. 본 장에서는 우선 북미, 유럽 및 오세아니아 등 지역별 국가의 정부 벤처캐피탈 프로그램 현황을 국가별로 개관하고자 한다. 그리고 운용주체, 투자방식, 투자대상 기업 및 업종, 정책목표, 출자 및 수익배분 구조 등의 측면에서 이들 해외 정부 벤처캐피탈 프로그램들의 주요 특징에 대해 알아보하고자 한다.¹³⁾

<그림 III-1>은 이 장에서 다룬 정부 벤처캐피탈 프로그램들의 설립 추이를 보여주고 있다. 미국 SBIC 프로그램이 1958년 처음 시작된 이래 2000년 이전에 시작된 정부 벤처캐피탈 프로그램은 캐나다(1975년), 아일랜드(1989년), 스웨덴(1996년), 호주(1997년) 등에 불과하다. 이를 개별 프로그램의 수를 기준으로 보면 본 보고서에 다룬 프로그램의 약 10% 수준이다. 2000년부터 2005년 사이에 정부 벤처캐피탈 프로그램을 시작한 국가는 캐나다, 영국, 호주, 뉴질랜드, 헝가리 등의 국가에 국한된다. 따라서, 정부 벤처캐피탈 프로그램이 본격적으로 활성화되기 시작한 시점은 2000년대 중반 이후로서, 본 보고서에서 다룬 프로그램의 약 74%가 이 시기에 시작되었다. 국가별로 보면 <그림 III-2>에서 보듯이 캐나다가 연방 및 주정부 차원에서 총 21개 프로그램을 운영하고 있으며, 그 다음으로는 영국 9개, 벨기에 7개, 호주 및 아일랜드 5개의 순이다.

13) 해당 지역 국가 중 현재 정부 벤처캐피탈 프로그램을 확인할 수 있는 국가들은 모두 포함하였다. 본 보고서에 포함된 정부 벤처캐피탈 프로그램의 수는 74개이다.

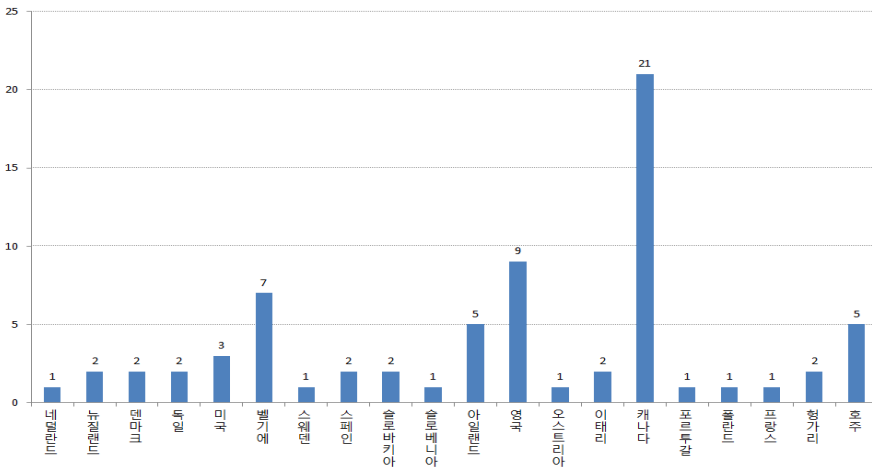
<그림 III-1> 해외 GVC 프로그램의 설립 추이

(단위: 개)



<그림 III-2> 국가별 GVC 프로그램의 수

(단위: 개)



1. 북미 지역 정부 벤처캐피탈 프로그램

가. 미국

민간 벤처캐피탈 산업 및 사모펀드 시장이 가장 발달한 미국에서 정부 벤처캐피탈에 해당하는 프로그램은 1958년부터 시작된 SBIC(Small Business Investment Company) 프로그램이 유일하다. SBIC는 미국 중소기업청인 SBA(Small Business Administration)의 인가 또는 면허를 받아 소규모 기업에 투자하는 민간 벤처캐피탈(privately organized and managed venture capital firms) 또는 사모펀드(privately owned and managed investment funds)를 지칭한다.¹⁴⁾

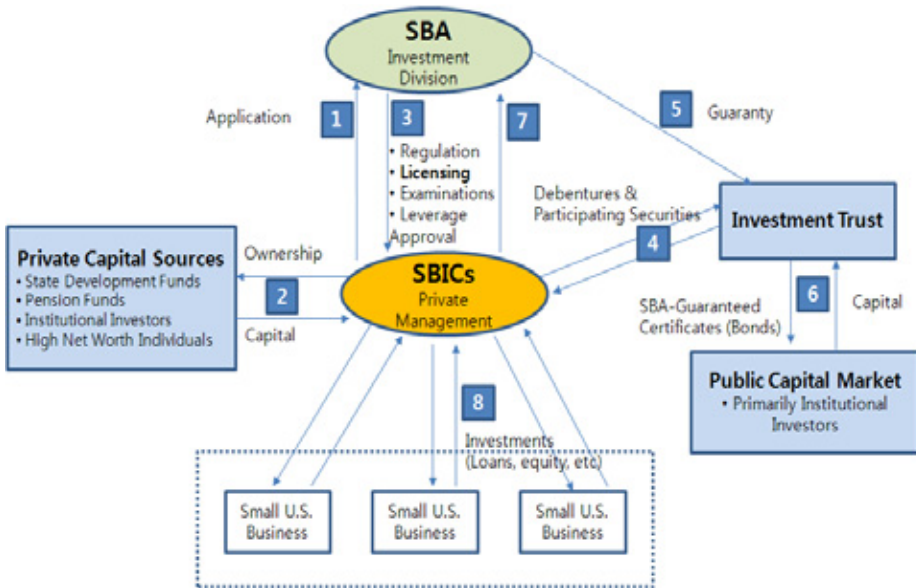
SBIC 프로그램에서 SBA는 직접 지분투자를 수행하지 않는 대신 면허를 받은 SBIC가 발행하는 채권에 대해 지급보증을 하는 방법으로 중소기업 자금조달을 지원하고 있다.¹⁵⁾ 즉, SBIC는 자체적으로 모집한 민간자금의 최대 3배(대부분의 경우 2배) 이내에서 채권(대부분 10년 만기)을 발행할 수 있고, SBA는 이에 대한 지급보증을 하는 것이다. 이 점에서 SBIC 프로그램은 모태펀드 형식의 재간접 지분투자와 정책금융의 보증을 결합하여 중소기업에 대한 지분투자를 지원하는 프로그램이라고 할 수 있다. SBIC는 이렇게 모집된 민관 합동 투자자금을 바탕으로 향

14) 미국 중소기업청 SBA는 SBIC 프로그램 이외에도 창업지원, 대출 등을 통해 중소기업의 자금조달을 지원하는 프로그램을 운영하고 있다. SBIC 프로그램은 은행 또는 민간자금을 직접 조달하기 어려운 소규모 기업의 자금조달을 지원하기 위한 목적으로 1958년 Small Business Investment Companies Act가 제정되면서 시작되었다.

15) 민관협력을 통해 25만달러에서 500만달러 정도의 자금수요가 있으나 은행 또는 자본시장을 통한 자금조달이 어려운 유망 중소기업을 지원, 육성하는 것이 프로그램의 주목적이다.

후 성장가능성이 큰 소규모 기업을 발굴, 투자함으로써 중소기업의 성장을 지원하는 역할을 수행하고 있다. SBIC 프로그램은 1958년 도입 이후 약 10만개 이상의 소규모 기업에 약 600억달러 규모의 자금을 지원하였으며, 그 결과 상당수의 중소기업이 대기업으로 성장한 성공사례가 존재한다.¹⁶⁾

<그림 III-3> SBIC 프로그램의 구조



자료: SBIA 홈페이지를 참고하여 재구성

SBA가 발급하는 면허는 크게 일반채권형(Standard Debenture), 사회성과연계형(Impact Investment), 창업초기혁신형(Early Stage Innovation) 등 3가지가 존재한다.¹⁷⁾ 일반채권형(Standard Debenture) 면허는 1958년

16) Costco, Callaway, Intel, Staples, AOL, FedEx, Apple, HP, Quiznos, Sun, Outback Steakhouse 등이 대표적인 사례이다.

17) 사회성과연계형과 창업초기혁신형 면허는 오바마 정부의 'Start-Up America

SBIC 프로그램이 처음 도입된 시점부터 존재했던 가장 일반적인 면허로서 다른 두 면허에 비해 운용지침이 포괄적이고, SBIC가 발행한 채권에 대한 지급보증 규모 또한 가장 크다. 단일 SBIC는 최대 1.5억달러, 한 명의 매니저가 복수의 SBIC를 운용하는 경우에는 최대 2.25억달러까지 자금조달이 가능하다.

사회성과연계형 면허는 경제적 수익과 사회적인 성과를 동시에 추구하는 SBIC에만 2016년까지 부여할 예정인 면허로 SBA는 약 10억달러를 지원할 예정이다. 구체적으로는 이 면허를 받은 SBIC는 투자금액의 50% 이상을 소득수준이 낮은 지역이나 농촌, 또는 에너지, 교육 등 특정 산업에 속한 중소기업에 투자하여 경제적 성과와 사회적 성과를 동시에 추구해야 한다. 2011년 도입 이래 2개 신규 SBIC가 이 면허를 받았으며, 일반 채권형 면허를 소유한 4개의 SBIC가 사회성과연계투자에 초점을 두고 운용중인 것으로 알려져 있다.

창업초기혁신형 면허는 혁신적인 창업초기 기업을 육성하고 일자리를 창출하기 위해 도입된 면허로 SBA는 2012년부터 5년간 약 10억달러를 지원할 예정이다. 이 면허는 기존 SBIC 프로그램이 주로 창업후기 기업에 집중되고 있고, 일반 벤처캐피탈 역시 특정 지역에 집중된 문제점을 보완하기 위해 한시적으로 도입된 면허이다.¹⁸⁾ 이 면허를 받기 위해서는 최소 2,000만달러의 민간자본을 유치해야 하며, 면허를 받은 SBIC는 투자금액의 50% 이상을 창업초기 기업에 투자해야 한다. SBA의 보증규모는 유치한 민간자본의 2배(1:1 매칭) 수준이며, 최대 5,000만 달러까지 지원한다.

Initiative'의 일환으로 각각 2011년과 2012년에 한시적으로 도입된 면허이다.
18) 일반채권형 면허의 경우 주로 이미 수익성이 검증된 창업후기(later stage) 기업에 SBIC의 투자가 집중되어 100만달러에서 400만달러 정도의 자금조달 수요가 있는 창업초기 기업은 소외되고 있던 상황이었다. 또한 2008년 이후 미국 벤처캐피탈 자금의 6%가 창업초기 기업 지원에 투자되었는데, 이 금액의 약 70%가 캘리포니아, 매사추세츠, 뉴욕 3개주에 집중되는 문제도 있었다(SBA(2013)).

<표 III-1> SBIC 프로그램의 인가대상 면허 종류

구분	면허의 종류		
	일반채권형 (Standard Debenture)	사회성과연계형 (Impact Investment)	창업초기혁신형 (Early Stage Innovation)
도입 시기	1958년~	2011~2016년	2012~2017년
목적	중소기업 자금조달 지원/육성	중소기업 자금조달 지원/육성과 사회적인 성과 추구	창업초기 기업의 자금조달 지원/육성
면허 신청	연중 수시접수	연중 수시접수	연간단위 모집
투자 대상	요건에 맞는 미국 소재 중소기업	소재지(소득수준이 낮은 지역, 농촌 등) 또는 산업(에너지, 교육) 기준에 적합한 중소기업에 50% 이상 투자	미국 소재 창업초기 기업에 50% 이상 투자
지원 규모	<ul style="list-style-type: none"> • 개별 SBIC당 최대 1.5억달러, 복수 SBIC의 경우에는 2.25억달러 • SBIC 민간자금의 최대 3배까지 지원 	<ul style="list-style-type: none"> • 2012년 1.5억달러, 2013년 이후에는 매년 2억달러 지원 (최대한도는 10억달러) • SBIC당 지원기준은 일반채권형과 동일하나 초기 1년간은 민간자금 규모까지만 가능, 이후에는 증액 신청 	<ul style="list-style-type: none"> • 2012년 1.5억달러, 2013년 이후에는 매년 2억달러 지원 (최대 한도는 10억달러) • SBIC 민간자금과 동일한 규모로 지원하되, 최대 5,000만달러까지 지원

주 : 중소기업은 (1) 유형 순자산 가치가 1,800만달러 미만이고 지난 2년의 평균 세후순이익이 600만달러 이하인 기업, 또는 (2) 중소기업청(SBA)이 정한 N.A.I.C.S. 산업코드에서 소규모라고 정의된 것을 의미

자료: 중소기업청(SBA)

한편, 2000년대 초반만 하더라도 투자대상 기업이 이익을 보는 경우에만 SBA가 투자수익을 얻는 주식형(Participating Securities) 면허가 존재하였다. 주식형 면허는 SBA가 투자대상 기업이 이익을 보기 이전까지 SBIC 발행채권에 대한 원리금 상환을 책임지는 구조였다. 그런데, 1990년대 후반부터 2000년대 초반 미국 IT 버블붕괴로 주식시장이 급락하자 주식형 SBIC의 투자실패가 급증하였다. 그 결과 SBA의 손실이 급격하게 커지자 SBA는 주식형 면허의 발급을 2004년부터 중단하였다(Dahlstrom(2009)). 이후 SBA는 중소기업에 대한 SBIC의 투자에서 손실이 발생할 경우에는 민간자금에서 손실을 우선적으로 부담하도록 설계, 재정 부담을 최소화하고 있다.

나. 캐나다

캐나다는 연방정부뿐만 아니라 주정부 차원에서 다양한 창업초기 기업을 대상으로 지분투자를 수행하는 정부 벤처캐피탈 프로그램을 운영하고 있다. 연방정부 차원에서 운영하는 정부 벤처캐피탈 프로그램은 정책 금융기관인 BDC(Business Development Bank of Canada)의 자회사인 BDC Capital에서 총괄하고 있다. 주정부 차원에서는 온타리오, 퀘벡, 브리티시 컬럼비아, 앨버타 등 4개 주가 정부 벤처캐피탈 프로그램에 가장 적극적이다. <표 III-2>는 연방 및 주정부를 포함하여 캐나다에서 운영하고 있는 상위 5대 정부 벤처캐피탈 프로그램을 보여주고 있다.

<표 III-2> 상위 5대 캐나다 정부 벤처캐피탈(2013년 기준)

(단위: 천캐나다달러, 건)

기관	순위	추정 투자금액	딜 수	비중
BDC	1	74,078	86	19.0%
MaRS Discovery District	2	11,186	27	6.0%
Sustainable Development Technology Canada	3	35,699	9	2.0%
FedDev Ontario	3	5,324	9	2.0%
Innovacorp	5	4,500	8	1.8%
AVAC, Ltd.	5	4,499	8	1.8%

주 : 비중은 정부 벤처캐피탈 내 비중을 의미
 자료: Thomson Reuters(2014)

1) 연방정부 차원의 정부 벤처캐피탈 프로그램

연방정부 차원에서 이루어지는 정부 벤처캐피탈 프로그램은 크게 BDC의 직간접 지분투자 및 퀘벡주와의 협력 프로그램, 연방정부 및 온타리오 주정부의 협력으로 이루어지는 VCAP(Venture Capital Action Plan), 그리고 환경관련 SDTC(Sustainable Development Technology Canada) 프로그램 등으로 구분할 수 있다.

가) BDC의 프로그램

BDC는 자회사인 BDC Capital을 통해 2013년에만 약 7,500만캐나다 달러 규모(86건)의 직접투자를 수행하여 캐나다에서 가장 크고 활발한 벤처캐피탈 투자자로서의 역할을 수행하고 있다.¹⁹⁾ BDC Capital의 직간접 지분투자 규모는 2013년말 약정금액 기준 8.22억캐나다달러이며, 이

19) BDC Capital은 벤처투자뿐만 아니라 빠르게 성장하는 기업에 메짜닌, 유사자본(quasi-equity) 등 다양한 자금조달 방법을 지원하고 있다. BDC의 벤처투자 규모는 캐나다 전체 거래의 약 13%를 차지하며, BDC 벤처투자 규모의 약 79%가 창업 및 창업초기(seed, start-up and development phases) 기업에 집중되어 있다(BDC(2014)).

중 직접투자는 4억캐나다달러, 간접투자는 4.2억캐나다달러이다.

<표 III-3> BDC의 벤처캐피탈 투자 현황(2013년 기준)

(단위: 백만캐나다달러)

구분	프로그램	약정 규모	비중
직접	Diversified(FedDev 포함)	135.8	18%
	Health	126.5	15%
	IT	62.9	8%
	Energy/Cleantech	53.3	6%
	GO Capital Funds	21.4	2%
	BDC Strategic Initiatives	5.4	0.5%
간접	BDC Fund Investments	387.2	47%
	BDC Strategic Initiatives	29.2	3%

자료: BDC(2014)

1975년부터 시작된 BDC Capital의 직접투자 프로그램은 IT Venture Fund, Healthcare Venture Fund, Clean and Energy Technology Venture Fund 등으로 구성되어 있다. IT Venture Fund는 캐나다 소재 성장 가능성이 높은 초기 인터넷 및 모바일 부문 유망 기업에 투자하는 펀드이다. Healthcare Venture Fund는 헬스케어 부문 유망 초기 중소기업에 투자하는 펀드이다. Clean and Energy Technology Venture Fund는 에너지 및 청정기술 관련 전자, 소재, IT 기업에 민간 투자자와의 공동투자 형태로 투자하는 펀드이다. BDC는 이외에도 모든 성장단계 기업 및 다양한 업종(sector)의 기업에 투자하는 Diversified Portfolio와 퀘벡 주에 특화된 GO Capital Fund를 통해서도 직접투자를 하고 있다. 2006년에 시작된 GO Capital Fund는 5개 기관(FIER Partners, BDC, Caisse de dépôt et placement du Québec, Solidarity Fund QFL, Fondation CSN)과의 공동투자 형식으로 퀘벡 주 소재 자연과학, 생명공학, IT 분야의 창업기업에 투자하는 펀드이다.

BDC는 또한 1975년부터 재간접투자펀드(fund of funds)를 운영하고 있다.²⁰⁾ 주요 대상 기업은 IT, 에너지/청정기술(Energy/Cleantech(ECT)), 헬스케어 부문 지적재산권이 있는 기업 중 글로벌 기업으로 성장할 수 있는 유망 중소기업이다. 2013년 11월말 기준 BDC 재간접투자펀드는 33개 펀드에 투자하고 있으며, 2012년에 4건의 성공적인 투자회수가 이루어진 것으로 알려져 있다. 투자금액은 펀드당 1,000만캐나다달러에서 2,500만캐나다달러이다.

나) VCAP(Venture Capital Action Plan)의 프로그램

캐나다 정부는 경제발전에서 벤처캐피탈 산업이 차지하는 중요성을 인식하여 2012년 경제발전 계획인 Economic Action Plan 2012에서 자국 벤처캐피탈 산업을 발전시킬 계획을 발표하였다. 이 발표에서 캐나다 정부는 약 4억캐나다달러 규모의 기금을 마련하여 창업초기 기업에 위험자본을 공급하고, 민간이 주도하는 대규모 벤처캐피탈 펀드의 등장을 유도하기로 하였다. 이후 2013년 1월에 구체적인 발전계획인 Venture Capital Action Plan(VCAP)을 발표, 4억캐나다달러 중 3.5억캐나다달러는 민간 부문이 운용하는 재간접투자펀드에 출자하고, 나머지 자금은 현재 성과가 뛰어난 민간 벤처캐피탈 펀드에 투자하기로 하였다. 이러한 벤처캐피탈 발전이행계획 역시 BDC가 총괄하고 있다.

Northleaf Venture Catalyst Fund는 VCAP의 일환으로 3억캐나다달러 규모를 목표로 마련된 재간접투자펀드이다. 약정규모는 약 2.175억캐나다달러인데, 이 중 1.45억캐나다달러는 민간 투자자로부터 조달하였고,

20) BDC의 재간접투자펀드가 투자할 수 있는 적격 벤처캐피탈 펀드는 적정 규모, 최소 2명의 임원(senior principals), 최소 5년 이상 성공적인 투자 및 회수 경험, 독립성, 해외 벤처캐피탈 펀드와의 네트워크, 합자회사(limited partnership fund) 형태의 구조 등을 갖춰야 한다.

3,600만캐나다달러는 연방정부와 온타리오 주정부가 출자하였다. Northleaf Venture Catalyst Fund는 캐나다 소재 초기 및 중기 벤처캐피탈 펀드와 기업에 민간투자금액의 50% 수준으로 최대 5,000만캐나다달러 한도로 투자할 계획이다. 이 재간접투자펀드의 운용사는 캐나다 최대 민간 벤처캐피탈 중 하나인 Northleaf Capital Partners가 선정되었다.

다) SDTC의 프로그램

SDTC(Sustainable Development Technology Canada)는 기후변화 및 수질, 토질, 공기오염 등 환경관련 청정에너지 기술개발과 상용화를 지원하기 위한 목적으로 캐나다 정부의 자금지원으로 2001년 설립된 비영리 재단이다.²¹⁾ 설립이후 SDTC는 269개 프로젝트에 약 6.8억캐나다달러를 지원하였다. 그 결과 약 18억캐나다달러에 달하는 민간자금을 유치하여 총 프로젝트 투자규모는 약 25억캐나다달러에 이르고 있다.²²⁾

SDTC는 청정에너지 기술 분야 정부 벤처캐피탈 프로그램의 일환으로 SD Tech Fund와 NextGen Biofuels Fund를 운영하고 있다.²³⁾ 2002년부터 시작된 SD Tech Fund는 기후, 수질 및 토질, 공기오염 등에 대한 청정에너지 분야에 혁신적인 기술을 가진 기업, 대학, 연구기관 등에 투자하는 펀드로 운용이후 약정금액 규모는 약 6.84억캐나다달러이다

21) SDTC는 2001년 제정된 Canada Foundation for Sustainable Development Technology Act에 근거하고 있으며, 자연자원부(Ministry of Natural Resources Canada), 환경부(Environment Canada), 산업부(Industry Canada) 등의 정부 부처가 관련되어 있다.

22) SDTC 웹사이트 참조

23) 이외에도 천연가스 관련 기술 개발 및 상용화를 위해 CGA(Canada Gas Association)의 자금으로 조성된 약 1,500만캐나다달러 규모의 SD Natural Gas Fund를 운영하고 있는데, 이 펀드는 SD Tech Fund를 통해 매칭투자 형식으로 운용되고 있다.

(SDTC(2014)). 2007년에 약 5억캐나다달러 규모로 조성된 NextGen Biofuels Fund는 재생에너지 관련 혁신기술을 가진 유망 기업에 투자하는 펀드로 2013년말 기준 펀드 규모는 약 3.75억캐나다달러이다.²⁴⁾

2) 온타리오 주정부의 벤처캐피탈 프로그램

온타리오 주정부의 벤처캐피탈 프로그램은 MaRS Discovery District, FedDev Ontario, Ontario Emerging Technologies Fund, Ontario Venture Capital Fund 등으로 구분할 수 있다.

가) MaRS Discovery District의 프로그램

MaRS Discovery District는 민간 기업가들이 낸 기부금 1,400만캐나다달러를 바탕으로 다른 민간기업 및 재단, 캐나다 연방 및 온타리오 주 정부 등의 출자를 받아 2000년에 설립된 비영리기관(charity trust)이다. 이후 2005년에 설립된 MaRS Centre에서 유망한 창업초기 기업을 대상으로 자문, 자금지원, 네트워크 지원 등의 서비스를 제공하고 있으며, 자체적으로 정보통신(ICT), 헬스케어, 에너지 청정기술(clean tech) 관련 유망 중소기업에도 투자하는 벤처캐피탈 기능을 하고 있다.

특히, MaRS Discovery District는 정부 벤처캐피탈 프로그램의 일환으로 온타리오 주정부가 자금을 지원하여 2007년에 설립한 Investment Accelerator Fund를 운용하고 있다. Investment Accelerator Fund는 온타리오 소재 신소재 및 제조업, 정보통신, 청정기술, 생명과학 분야 유망 창업초기 기업에 최대 50만캐나다달러까지 투자하는 프로그램이다. 2008년에 최초 투자가 이루어진 이후 2014년 3월말까지 85개 기업에 4,200만캐나다달러(약정금액 기준)를 투자하였다(MaRS(2012)).

24) 투자되지 않은 1.25억캐나다달러는 정부에 반환되었다.

나) FedDev Ontario의 프로그램

FedDev Ontario(Federal Economic Agency for Southern Ontario)는 캐나다 경제개발계획인 Economic Action Plan의 일환으로 2009년에 설립된 기관이다. 설립 이후 FedDev Ontario는 남부 온타리오 주의 지역 개발 및 경제발전을 위해 지역 소재 기업, 비영리기관, 엔젤 및 벤처캐피탈 등이 운영하는 360개 이상의 프로젝트에 약 12억캐나다달러를 지원하였다(FedDev(2013)). FedDev Ontario가 운영하는 정부 벤처캐피탈 프로그램으로는 IBI(Investing in Business Innovation), IBGP(Investing in Business Growth and Productivity) 등이 있다.²⁵⁾

IBI 프로그램은 유망한 창업초기 기업이나 이들 기업에 투자하고자 하는 엔젤투자자 또는 비영리기관(연구혁신센터, 대학, 인큐베이터 등과 같이 창업기업을 육성하는 기관)에 자금을 지원하는 프로그램이다. 이 프로그램의 지원 또는 투자대상이 되는 기업은 남부 온타리오에 소재하는 종업원 50인 미만의 창업초기 기업이다. IBI 프로그램은 적격 창업초기 기업에 투자비용의 1/3 이내에서 최대 100만캐나다달러까지 지원하고 있다. 단, 나머지 투자비용은 반드시 3인 이상의 엔젤투자자 또는 벤

25) FedDev Ontario는 정부 벤처캐피탈 프로그램은 아니지만, 정부 벤처캐피탈과 비슷한 역할을 하는 ICP(Investing in Commercialization Partnerships), IRD(Investing in Regional Diversification), AMF(Advanced Manufacturing Fund), EODP(Eastern Ontario Development Program) 등의 프로그램도 운영하고 있다. 이들 프로그램들은 직접적인 지원 대상이 창업초기 기업이 아니거나, 산학협동 형태의 기술혁신을 활성화하거나 지역 내 창업 지원 및 대출을 목적으로 하는 기관들이어야 한다. 예를 들어 ICP 프로그램은 지역 내 산학협동 형태의 기술혁신을 활성화하기 위한 목적으로 남부 온타리오 소재 대학, 연구기관, 비영리기관 등에 투자비용의 50% 한도 내에서 프로젝트당 최대 2,000만캐나다달러를 지원하는 프로그램이다. 이 점에서 이들 프로그램들은 정부 벤처캐피탈 프로그램에서 제외하였다.

처캐피탈로부터 현금으로 조달해야 하며, 지원기간도 2년으로 짧은 것이 특징이다. 반면, 창업초기 기업에 투자하는 엔젤투자자 및 벤처캐피탈, 그리고 비영리기관에게는 투자비용의 전액을 2,000만캐나다달러(비영리기관) 또는 50만캐나다달러(엔젤투자자)까지 지원한다.²⁶⁾

IBGP 프로그램은 시장확장 또는 설비투자를 하고자 하는 15인 이상 정규직원(full-time positions)을 보유한 남부 온타리오 소재 중소기업에 투자비용의 25% 한도 내에서 최대 2,000만캐나다달러를 지원한다. 이 때 지원을 받는 중소기업은 나머지 75%에 해당하는 투자비용을 엔젤 또는 벤처캐피탈로부터 현금으로 직접 조달해야 한다.²⁷⁾

다) 기타 온타리오 주정부 프로그램

Ontario Emerging Technologies Fund는 온타리오 주정부(Ministry of Research and Innovation)가 2009년 설립한 2.5억캐나다달러 규모의 정부 벤처캐피탈 펀드이다. 이 펀드는 온타리오 주정부의 기관인 Ontario Capital Growth Corporation(OCGC)이 민간과의 매칭투자 방식의 공동 투자를 하고 있으며, 민간 벤처캐피탈인 Covington Capital Corporation이 주간사로서 행정 및 공동투자를 모니터링하고 있다. 주요 투자대상 기업은 헬스케어, 생명과학, 디지털 미디어, ICT 분야의 성장잠재력이 뛰어난 기술혁신형 기업이다.

Northleaf Capital Partners는 온타리오 주정부가 9,000만캐나다달러를

26) 좀 더 세부적으로 보면 비영리기관이 교육을 목적으로 지원을 신청하는 경우에는 기업당 1만캐나다달러, 창업기업에 투자하는 경우에는 50% 한도 내에서 최대 3만캐나다달러까지 매칭투자를 지원한다.

27) 중소기업에 투자하는 비영리기관의 경우에는 투자비용의 최대 100%, 2,000만캐나다달러까지 지원받을 수 있는데, 개별 중소기업에 대한 투자 한도는 전체 투자비용의 50% 한도 내에서 10만캐나다달러를 한도로 50% 까지 매칭투자해야 한다.

출자한 약 2억캐나다달러 규모의 모태펀드인 Ontario Venture Capital Fund를 운용하고 있다. 이 펀드는 온타리오 기반 벤처캐피탈 펀드와 성장성이 높은 기술혁신형 기업에 민간과의 매칭투자 방식으로 투자하고 있다.

3) 노바 스코티아 주정부 프로그램

Innovacorp는 캐나다 노바 스코티아(Nova Scotia) 주정부가 1994년에 제정된 Innovation Corporation Act(1994-1995)에 근거하여 설립(crown corporation)한 창업초기 기업에 투자하는 정부 벤처캐피탈이다.

Innovacorp의 대표적인 정부 벤처캐피탈 프로그램으로는 1996년부터 운용한 Nova Scotia First Fund를 들 수 있다. 이 펀드는 지역 소재 성장성이 유망한 IT, 생명과학, 청정에너지 관련 창업초기 기업에 민간 벤처캐피탈과 공동으로 최대 300만캐나다달러까지 투자하는 펀드이다.

설립 이후 Innovacorp는 이러한 정부 벤처캐피탈 프로그램을 통해 54개 지식기반 창업초기 기업에 약 3,200만캐나다달러를 직접투자하였다. 그 결과 약 1억캐나다달러에 달하는 민간 벤처캐피탈의 투자를 유인한 것으로 평가된다. 또한, Innovacorp는 민간 벤처캐피탈인 Build Ventures에 투자자로도 참여하여 공동으로 투자를 하고 있다.²⁸⁾ 이외에도 Innovacorp는 단순히 벤처캐피탈의 역할에 그치지 않고 창업지원센터, 네트워크 형성지원 등 지역 내 벤처캐피탈 생태계 조성을 위해 다양한 활동을 병행하고 있다(Innovacorp(2014)).

28) 한편, 2013년에 Innovacorp는 11개 기술혁신형 창업초기 기업에 약 480만 캐나다달러를 투자하였고, Build Ventures에는 140만캐나다달러를 투자하였다.

4) 앨버타 주정부 프로그램

AEC(Alberta Enterprise Corporation)는 앨버타 주정부가 Alberta Enterprise Corporation Act에 근거하여 지역 내 벤처캐피탈 산업을 발전시키기 위해 2008년 1억캐나다달러를 출자하여 만든 정부 재간접투자펀드이다. 정부 재간접투자펀드인 만큼 AEC는 주 지역 소재 IT, 생명과학, 청정에너지 분야 유망 창업초기 기업에 투자하는 벤처캐피탈 펀드에 투자하고 있으며, 민간 벤처캐피탈에 출자하여 펀드운용을 위탁하기도 한다. 특히 AEC가 투자하는 벤처캐피탈 펀드는 국내뿐만 아니라 해외 벤처캐피탈 펀드를 포함하고 있다. 투자방식은 민간 벤처캐피탈과의 공동투자 형식을 취하고 있다.

2010년 초부터 본격적으로 투자를 시작한 AEC는 Alberta Enterprise Corporation Fund를 통해 7개 벤처캐피탈 펀드에, 2012년부터는 민간 벤처캐피탈인 AVAC이 위탁 운용하는 Accelerate Fund를 통해 약 9,400만캐나다달러(약정금액 기준)를 투자하고 있다.²⁹⁾ 이러한 재간접투자펀드와 민간 벤처캐피탈과의 투자 파트너십을 통해 약 21개 주 소재 벤처기업이 받은 투자금액은 약 1.7억캐나다달러 규모에 달하는 것으로 평가된다(AEC(2014)).

한편, 앨버타 주정부는 상용화 직전의 기술을 가진 초기기업에 초기 자금과 벤처캐피탈을 지원하는 IVAC Capacity Builder 프로그램을 약 2,200만캐나다달러 규모로 AVAC에 위탁하여 운용하고 있다.

29) AEC가 약 1,000만캐나다달러를 출자하고, 민간 벤처캐피탈인 AVAC이 운용하는 Accelerated Fund는 앨버타 주 소재 IT, 생명과학, 청정에너지 분야 창업초기 기업에 엔젤투자자와 매칭투자를 이용한 공동투자 방식으로 기업당 최대 50만캐나다달러를 투자하고 있다.

5) 기타 주정부 프로그램

Teralys Capital Fund는 퀘벡 주정부, Caisse de dépôt et placement du Québec, Solidarity Fund QFL, Investissement Québec 등이 출자하여 2009년에 만든 7억캐나다달러 규모의 재간접투자펀드이다. 이 펀드는 캐나다 최대 민간 재간접투자펀드 운용기관인 Teralys Capital이 운용하고 있다. 이 펀드는 퀘벡 주를 중심으로 캐나다의 ICT, 생명과학, 청정에너지 분야의 창업초기 기업부터 확장·성장기 기업에 투자하는 벤처캐피탈에 투자하고 있다.

B.C. Renaissance Capital Fund Ltd.는 브리티시 콜롬비아 주정부가 출자하여 운영하는 2.36억캐나다달러 규모(2013년말 약정금액 기준)의 재간접투자펀드이다. 이 펀드는 디지털 미디어, IT, 생명과학, 청정에너지 관련 기업에 투자하는 미국 및 캐나다 소재 8개 벤처캐피탈 펀드에 투자하고 있으며, 전체 운용규모는 25억캐나다달러에 이른다.

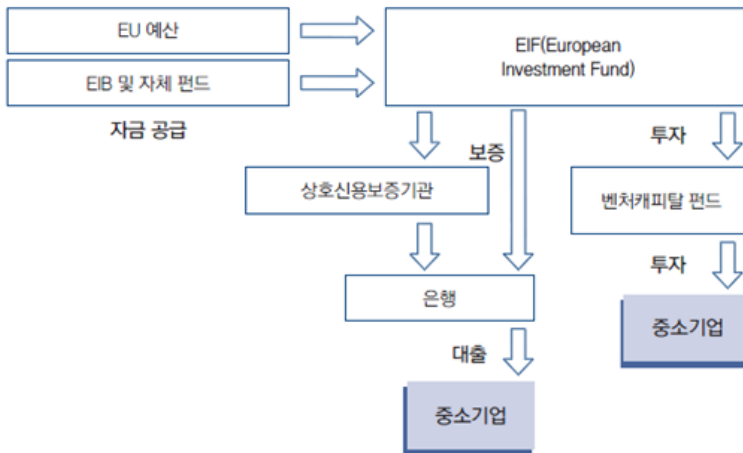
2. 유럽 지역 정부 벤처캐피탈 프로그램

가. EU - EIF의 직간접 지분투자 프로그램

EU는 EIB(European Investment Bank) 및 EBRD(European Bank for Reconstruction and Development), 그리고 EIF(European Investment Fund) 등을 활용하여 역내 중소기업을 지원하기 위한 다양한 프로그램을 운영하고 있다. 예를 들면, EIB나 EBRD와의 협력을 통해 중소기업의 해외진출을 지원하는 프로그램을 운영하고 있으며, EIF를 통해 중소기업

에 대한 보증 및 지분투자, 네트워크 구축 등을 지원하는 프로그램을 운영하고 있다. 이외에도 EIB를 통한 중소기업 대출, 혁신형 중소기업의 연구개발을 위한 대출 보증, 역내 개발지원 프로그램 등 다양한 프로그램을 운영하고 있다.

<그림 III-4> EIF의 중소기업 지원 프로그램 구조



자료: EIF 홈페이지

EU 차원에서 중소기업에 대한 직·간접 지분투자를 포함한 자금지원 은 EIF가 총괄하고 있다. EIF는 중소기업 자금지원에 특화된 기관으로 유럽 중소기업에 대한 소액대출, 대출, (투자형) 보증, 지분투자 지원 등 다양한 지원프로그램을 운영하는 정책금융기관이다. 특히, EIF는 기업의 성장단계별로 다양한 지분투자 지원 프로그램을 운영하여 역내 중소기업에 투자, 육성하는 기관투자자 역할도 담당하고 있다.³⁰⁾

30) EIF는 설립 이후 2013년까지 총 435개 벤처캐피탈 펀드에 약 79억유로(약 정금액 기준)를 투자, 유럽 내 벤처캐피탈 시장을 선도하고 있다.

EIP(Entrepreneurship and Innovation Program)는 유럽 중소기업을 지원하기 위해 EIF가 운영하는 핵심 프로그램이다. <표 III-4>에서 보는 바와 같이 EIF는 EIP 내에 CIP, EEN, Eco-Innovation 등의 프로그램을 운영하고 있다. CIP(Competitiveness and Innovation Framework)는 중소기업에 대한 간접보증을 지원하는 SMEG 프로그램과 벤처캐피탈 펀드의 지분투자를 지원하는 GIF 프로그램으로 구성되어 있다. EEN(Enterprise Europe Network)은 유럽 중소기업 간 사업협력, 해외진출, 자금조달, 기술협력 및 이전 등에 대한 정보 및 네트워크 구축을 지원하는 프로그램이다. Eco-Innovation은 친환경 기술, 제품, 서비스 등을 위한 혁신기술 개발 및 네트워크 구축을 지원하는 프로그램이다.

EIF의 프로그램 중에서 중소기업에 지분투자 형식의 직접금융을 지원하는 프로그램은 GIF(High Growth and Innovative SME Facility) 프로그램 또는 CIP-GIF이다. 이 프로그램은 엔젤 및 벤처캐피탈 등이 지분투자 목적으로 EIF에 자금지원을 요청하면 EIF가 심사 후 자금을 지원한다. CIP-GIF 프로그램은 지원대상 기업에 따라 창업초기 혁신형 중소기업에 대한 투자(GIF1)와 확장기 중소기업에 대한 투자(GIF2)로 구분된다. GIF1은 벤처캐피탈 펀드에 약 10~25% 내외의 투자자금(최대 50%)을 지원하며, GIF2는 7.5~15%(최대 25%) 수준의 자금을 지원한다. GIF1과 GIF2 모두 개별 펀드에 투자할 수 있는 최대 약정금액은 3,000만유로로 제한된다. 2007년부터 2013년까지 시행된 CIP-GIF 프로그램 통해 약 40건의 벤처캐피탈 펀드에 대한 투자로 유럽 내 중소기업에 약 28억 유로가 투자된 것으로 평가되고 있다.³¹⁾

31) EIF에 따르면 CIP의 보증 및 지분투자 지원 프로그램으로 인해 유럽 내 약 32만여 중소기업이 자금지원 혜택을 받은 것으로 알려져 있다.

<표 III-4> EIF의 EIP 프로그램 개요

프로그램	개요
CIP-SMEG (2007-2013)	<ul style="list-style-type: none"> - 포트폴리오 보증, 투자형 보증, 유동화 보증 등 지원 - 50% 보증율을 적용하여 최대 300만유로까지 지원 (소액대출은 2.5만유로까지) - 2007년부터 2012년까지 약 133억유로 규모의 대출보증을 지원
CIP-GIF (2007-2013)	<ul style="list-style-type: none"> - 창업초기 혁신형(GIF1) 및 확장기(GIF2) 중소기업에 대한 지분투자를 하는 벤처캐피탈에 투자하는 재간접 지분투자 - 2007년부터 2012년까지 약 23억유로 규모를 지원
EEN	<ul style="list-style-type: none"> - 유럽 44개국에서 중소기업의 네트워크 구축을 지원하는 유럽 최대 프로그램 - EEN(Enterprise Europe Network) 기금 규모는 3.2억유로 - 사업협력, 해외진출, 자금조달 기회, 기술협력, 기술이전 등에 대한 정보 및 네트워크 지원
Eco-Innovation	<ul style="list-style-type: none"> - 약 4.3억유로 규모로 친환경 기술, 제품, 서비스 등을 위한 혁신기술 개발 및 네트워크 구축을 지원

자료: EIF 및 EC 홈페이지

한편, 2007년부터 2013년까지 시행된 CIP 프로그램의 보증 및 지분투자 프로그램은 2014년부터 2020년까지 계획된 25억유로 규모의 COSME/Horizon 2020 프로그램으로 이관되어 시행되고 있다. 신규로 시행되고 있는 COSME/Horizon 2020 프로그램은 혁신형 창업초기 중소기업에 투자하는 Equity Facility for R&I (H2020)와 성장단계에 있는 중소기업에 투자하는 Equity Facility for Growth for SMEs (COSME)로 구성되어 있다. 이외에도 COSME와 H2020 개별 프로그램에서 투자자금을 유치하여 초기단계 및 확장기 기업에 모두 투자할 수 있는 펀드를 구성할 수도 있다.

EIF는 직접 지분투자 이외에도 역내 지역개발 및 혁신형 창업초기 및 성장단계 유망 중소기업에 대한 지원을 목적으로 하는 재간접투자펀드를 운영하고 있다. EIF의 재간접투자펀드는 유럽 개별 국가의 정책금융기관과의 파트너십을 통해 이루어지는데, <표 III-5>에서 보는 바와 같이 영국, 독일 등의 역내 선진국뿐만 아니라 역내 저개발 국가들을 포함하고 있다.

한편, CIP 또는 COSME/Horizon 2020 프로그램 이외의 EIF의 지분투자는 역내 중소기업의 해외진출을 도모하는 목적으로도 활용되고 있다. 예를 들어, EU 회원국에서 출자된 약 7.5억유로를 EIF가 주관하여 운용하고 있는 NIF(Neighborhood Investment Facility) 프로그램은 성장 잠재력이 뛰어난 유망 중소기업의 해외진출을 지원한다는 명시적인 목표 하에 EU 인접국가 및 동유럽 국가 중소기업에 대한 지분투자를 지원하는 프로그램이다.³²⁾

32) 또한, EIF는 EIP 내의 세부 프로그램인 EEN과 별도의 East-Investment와 같은 프로그램을 통해 네트워크 구축 및 저개발 국가 중소기업의 해외진출을 지원하고 있다. 3.2억유로 규모의 EEN(Enterprise Europe Network)은 유럽 44개국 중소기업의 국제화 또는 해외진출을 지원하기 위한 네트워크 구축 지원 프로그램이다. 총 700만유로 규모의 East-Investment는 2010년부터 2013년까지 아르메니아, 아제르바이잔, 벨라루스, 조지아, 몰도바, 우크라이나 등 6개 동유럽 국가 중소기업의 해외진출, 네트워크 구축 및 무역 활성화 등을 지원하는 프로그램이다.

<표 III-5> EIF의 재간접투자펀드 현황

국가	재간접투자펀드	지원 대상 기업
리투아니아, 리투아니아 에스토니아	Baltic Innovation Fund	<ul style="list-style-type: none"> • 창업초기 및 성장단계 중소기업 • 엔젤, family offices, 기관투자자와의 공동투자
독일	ERP-EIF Dachfonds	<ul style="list-style-type: none"> • 창업초기 및 성장단계 기술혁신형 기업
독일	European Angels Fund	<ul style="list-style-type: none"> • 창업초기 및 성장단계 기술혁신형 기업
독일, 바바리아 주	LfA-EIF Facility	<ul style="list-style-type: none"> • 창업기업, 기술혁신형 초기 및 성장기업
스페인	NEOTEC	<ul style="list-style-type: none"> • 창업기업, 기술혁신형 초기기업
스페인	European Angels Fund-Isabela La Catolica	<ul style="list-style-type: none"> • 기술혁신형 초기 및 성장기업
폴란드	Polish Growth Fund of Funds (PGFF)	<ul style="list-style-type: none"> • 폴란드 및 유럽 중동부 국가 소재 성장기업
포르투갈	Portugal Venture Capital Initiative (PVCi)	<ul style="list-style-type: none"> • 창업초기 및 성장기업
터키	Istanbul Venture Capital Initiative (iVCi)	<ul style="list-style-type: none"> • 창업초기 및 성장기업
터키	G43	<ul style="list-style-type: none"> • 터키 내 저개발 지역 소재 중소기업
영국	UK FTIF L.P.	<ul style="list-style-type: none"> • ICT, 생명과학, 제조업 부문 초기 및 성장기업
알바니아, 보스니아, 크로아티아 등 발칸 서부국가	Western Balkans Enterprise Development & Innovation Facility (WB EDIF)	<ul style="list-style-type: none"> • 지역개발 및 벤처캐피탈 시장 육성 목적 • 지역내 중소기업 지분투자 및 보증 제공

자료: EIF 웹사이트

나. 유럽 개별국가

1) 영국

영국 정부부처인 BIS(Department for Business Innovation & Skills)는 기존의 정책금융 프로그램을 통합하여 자국내 중소기업에 대한 금융지원을 강화하려는 목적으로 약 30억파운드를 출자하여 2013년에 British Business Bank를 설립하였다.³³⁾ British Business Bank는 중소기업에 대한 대출, 무역금융, 메짜닌 및 유동화, 보증, 지분투자 등을 지원하는 정책금융기관이다. 즉, British Business Bank는 영국 정부의 창업초기 및 성장기 유망 중소기업에 대한 지분투자를 목적으로 하는 정부 벤처캐피탈 프로그램을 총괄하고 있다. 구체적으로 보면 British Business Bank는 민관협력 형태의 펀드 프로그램인 Enterprise Capital Fund, Angel CoFund, VC Catalyst Fund, Aspire Fund, UK Innovation Investment Fund, UK High Technology Fund 등을 운영하고 있다.³⁴⁾

2006년에 설립된 ECF(Enterprise Capital Funds)는 성장잠재력이 뛰어난 비상장 창업초기 혁신형 중소기업에 투자하는 16개 세부 펀드로 구성된 재간접투자펀드이다. ECF는 매칭펀드 형태로 개별기업 투자금액의 2/3 이내에서 최대 5,000만파운드까지 투자한다. 또한, ECF는 지분투자 이외에도 경영, 네트워크 구축, 고객 및 공급망 관리에 대한 자문서비스 등을 제공한다. ECF는 2013년말 현재 전체 투자 약정금액 5.3억파운드 중 약 4,000만파운드를 투자하고 있다(BBB(2014)).

33) British Business Bank 설립 이전에는 BIS가 2008년에 설립한 Capital for Enterprise Limited에서 지분투자 프로그램을 운영하였다.

34) 이들 펀드 이외에도 British Business Bank는 Regional Venture Capital Fund(7,400만파운드), Early Growth Fund(3,200만파운드), Brides Ventures Fund(2,000만파운드) 등을 운영하고 있다.

Angel CoFund (Business Angel Co-Investment Fund)는 중소기업에 대한 엔젤투자를 지원하기 위해 영국 정부(Regional Growth Fund와 British Business Bank)의 자금을 바탕으로 2011년 11월부터 운용을 시작한 약 1억 파운드 규모의 펀드이다(BBB(2014)). 이 펀드는 민간 엔젤투자자와의 공동투자 형식으로 기업당 10만파운드에서 100만파운드까지 투자할 수 있다. 투자대상 기업은 성장 가능성이 뛰어난 창업초기 중소기업에 한정하고 있지만, 업종에는 특별한 제한을 두지 않고 있다. Angel CoFund는 운용 이후 48개 기업에 약 2,300만파운드를 투자하고 있다. 이들 기업에 투자한 민간 엔젤 투자자들의 투자금액은 약 1억파운드이다.

VC Catalyst Fund는 성장기 이후 후기단계에 접어든 중소기업에 투자하는 벤처캐피탈 펀드에 투자하는 1.25억파운드 규모의 재간접투자펀드이다. 이 펀드는 다른 민간 투자자의 투자를 유치한 벤처캐피탈 펀드에 전체 펀드 규모의 20% 이내에서 500만파운드에서 1,000만파운드까지 투자한다.

Aspire Fund는 민간 투자자와의 공동투자 형식으로 10만파운드에서 최대 100만파운드까지 여성이 경영하는 영국 소재 중소기업에 투자하는 약 1,300만파운드 규모(약정금액 기준)의 펀드이다. 2013년 말 기준 이 펀드의 투자금액은 약 470만파운드 규모로 알려져 있다.

Hermes Environmental Impact Fund가 운용하고 있는 UK Innovation Investment Fund는 약정금액 기준 약 1.5억파운드 규모로 2009년에 시작된 민간 재간접투자펀드이다.³⁵⁾ 이 펀드는 ICT, 생명과학, 청정에너지, 선도 제조업 분야 기업에 투자하는 벤처캐피탈 펀드에 투자하고 있다. 앞서 살펴 본 다른 영국의 정부 벤처캐피탈 펀드와 마찬가지로 이 펀드는 민간 투자자와 동일한 조건하에 공동투자를 지향하고 있다.

35) 이 펀드는 UK Future Technology Fund와 Hermes Environmental Impact Fund 두 재간접투자펀드로 구성되어 있는데, UK Future Technology Fund는 신규투자를 중단하였다.

2000년부터 운용을 시작한 UK High Technology Fund는 2008년부터 Capital for Enterprise Limited가 운용하고 있는 민간 재간접투자펀드이다. 이 펀드 역시 민간 투자자와의 공동투자를 통해 성장 가능성이 높은 창업초기 기술혁신형 중소기업에 투자하는 벤처캐피탈에 투자한다. 영국 정부는 2007년까지 이 펀드에 약 2,000만파운드를 출자하였고, 2012년까지의 투자약정 금액은 약 1.26억유로 규모이다. 이외에도 영국 정부가 EIF와 파트너십을 체결하여 ICT, 생명과학, 제조업 부문 창업초기 및 성장단계 기업에 투자하는 재간접투자펀드인 UK FTP L.P. 펀드도 영국의 정부 벤처캐피탈 펀드에 해당한다.

한편, 영국의 스코틀랜드 주정부는 지역개발공사인 Scottish Enterprise를 통해 스코틀랜드 지역 소재 유망 중소기업에 직접금융을 제공하는 정부 벤처캐피탈 프로그램을 운영하고 있다. 해당 프로그램으로는 Scottish Seed Fund, Scottish Co-Investment Fund, Scottish Venture Fund 등이 있는데, 펀드 운영은 Scottish Enterprise의 자회사인 Scottish Investment Bank(SIB)가 맡고 있다(SIB(2013)).

Scottish Seed Fund는 창업단계에 있는 스코틀랜드 소재 기업에 2만파운드에서 25만파운드까지의 창업자금을 민간과의 공동투자 형식으로 총 투자금액의 50% 한도 내에서 투자하는 펀드이다. Scottish Co-Investment Fund는 ERDF(European Regional Development Fund)의 일부 자금지원을 받고 SIB가 운영하는 펀드로 약 7,200만파운드 규모로 알려져 있다. 이 펀드는 민간 엔젤 및 벤처캐피탈 펀드 등과 파트너십을 체결하여 공동투자를 진행한다. 피투자기업별 투자금액의 50%를 한도로 10만파운드에서 100만파운드까지 스코틀랜드 소재 유망 창업단계 및 창업초기 기업에 투자한다. 역시 ERDF의 일부 지원을 받아 운용을 시작한 Scottish Venture Fund는 확장기 단계에 있는 지역 소재 유망 중소기업에 총 투자금액의 50% 한도 내에서 50만파운드에서 200만파운드까지 민간과의 공동투자 형식으로 투자하는 펀드이다.

2) 프랑스

프랑스는 정책금융기관인 Bpifrance를 통해 성장잠재력이 뛰어난 기업에 직·간접 지분투자와 혁신형 프로젝트, 해외진출, 인수합병 등에 대한 경영 및 네트워크를 지원하고 있다.³⁶⁾ Bpifrance가 운영하는 정부 벤처캐피탈 펀드는 FCDE(Le Fonds de Consolidation et de Développement des Entreprises)인데, 민간 운용사인 CDG(Consolidation et Développement Gestion)에 위탁하여 FCDE 펀드를 운용하고 있다.

FCDE는 건강, 식품, 바이오, 정보통신, 환경 등에 특화된 중소기업을 대상으로 소수지분투자 및 메짜닌투자 형식의 직접투자와 벤처캐피탈 또는 PEF를 통한 간접투자를 병행하고 있다. 이 중에서도 FCDE는 직접투자보다는 민간 투자자와의 공동투자를 지향하고 있다. 투자한도는 400만유로에서 1,500만유로이며 투자기간은 보통 5년에서 7년이다. FCDE의 총 약정 금액은 2억유로이며, 2013년말 현재 총 투자금액은 1.18억유로이다.

3) 독일

독일은 개발은행 성격의 정책금융기관인 KfW가 정부 벤처캐피탈 프로그램인 ERP-Startfonds(ERP Start-up Fund)와 High-Tech Gründerfonds (High-Tech Seed Fund)를 운영하고 있다. 이들 벤처캐피탈 프로그램은 상용화할 수 있는 기술을 가진 창업단계의 기업에 투자한다는 특징이 있다.

2005년에 설립된 ERP-Startfonds는 업력 10년 미만의 독일 소재 창업

36) Bpifrance는 기존의 정책금융기관인 OSEO와 CDC Enterprise, 그리고 일종의 국부펀드인 FSI(Strategic Investment Fund), FSI Regions 등을 통합하여 2012년에 설립된 정책금융기관이다.

초기 혁신형 중소기업에 민관 공동투자 또는 매칭펀드 형식의 직접 지분투자를 수행하는 펀드이다. 이 펀드에서 KfW는 재무적 투자자로 참여하며, 엔젤 및 벤처캐피탈과 같은 민간 주력투자자(lead investor)와 동일한 조건으로 최대 50% 이내에서, 300만유로까지 지분투자를 한다. 2005년 이후 ERP-Startfonds는 821개 기업에 총 3.8억유로(2013년 말 기준)를 투자한 것으로 알려져 있다.

2005년에 시작된 High-Tech Gründerfonds(High-Tech Seed Fund 또는 HTGF)는 민관협력 형태의 정부 벤처캐피탈 프로그램으로 KfW, 연방정부, 기타 민간 기관투자자들이 공동으로 출자하고 민간 벤처캐피탈인 High-Tech Gründerfonds가 운용하는 펀드이다. 이 펀드는 2005년부터 2011년까지 약 2.72억유로 규모의 투자금액을 모집한 HTGF I과 2011년부터 시작된 3.02억유로 규모의 HTGF II로 구성되어 있다. 전체 펀드 규모는 5.74억유로이다. 투자대상 기업은 상용화가 가능한 기술 및 지적재산권을 소유한 독일 소재 창업 1년 미만의 기술혁신형 기업이다.³⁷⁾ 이 펀드는 해당 기업에 7년 동안 최대 50만유로를 지분투자 또는 후순위대출 형식으로 지원한다.³⁸⁾

한편, 독일은 EIF와 공동으로 창업초기 및 성장단계 기술혁신형 기업에 투자하는 벤처캐피탈에 투자하는 ERP-EIF Dachfonds(2004년, 5억유로), European Angels Fund(2012년), LfA-EIF Facility Fund(2009년) 등의 재간접투자펀드도 운영하고 있다.

37) 또한, 종업원 수가 50인 이하여야 하며, 연간 총매출액은 1,000만유로 이하여야 한다.

38) 15% 이내의 지분투자 또는 후순위대출(4년간 이자지급 이연)을 제공하며, 4년 이후에는 추가로 150만유로까지 지원이 가능하다.

4) 벨기에

벨기에는 중앙정부 차원에서 정부 벤처캐피탈 프로그램을 운영하지는 않지만, Flanders, Brussels, Wallon 등의 주정부에서 다수의 정부 벤처캐피탈 프로그램을 운영하고 있다.

벨기에 Flanders 주정부는 독립적인 운용사인 PMV를 통해 VINNOF(Flemish Innovation Fund), Flanders International Fund(FVI), TINA Flemish Transformation Fund, ARKimedex 등의 정부 벤처캐피탈 펀드를 운영하고 있다.

2005년부터 시작된 VINNOF는 Flanders 주 소재 창업 이후 6년 미만 혁신형 중소기업을 대상으로 지분투자 또는 후순위대출을 지원하는 약 5,000만유로(2010년 기준) 규모의 정부 벤처캐피탈 프로그램이다. 대상기업은 50인 이하의 종업원, 1,000만유로 이하의 매출액 또는 자산, 대기업 지분을 25% 이하 등의 조건을 충족하는 지역 소재 ICT, 생명과학, 제조업 업종의 혁신형 중소기업이다. VINNOF는 해당 중소기업에 총 투자금액의 80% 이내에서 최대 150만유로까지 지원한다.

Flanders International Fund(또는 Fund Landers-International, FVI)는 해외진출을 목적으로 하는 중소기업 및 대기업에 후순위대출 또는 지분투자를 지원하는 프로그램을 운영하고 있다. 대상기업은 현금창출 및 부채상환능력, 그리고 성장성 있는 사업계획을 구비한 Flanders 지역 소재 중소기업 또는 대기업이다. 투자한도는 15만유로에서 100만유로까지, 투자기간은 5년에서 10년 정도이며, FVI 투자금액의 최소 20%를 민간투자자로부터 유치하도록 규정하여 민관공동투자를 지향하고 있다.

TINA Flemish Transformation Fund는 에너지, ICT, 신소재, 의료 및 헬스케어, 물류 등 지역 소재 유망 기업에 후순위대출 또는 지분투자를 수행하는 프로그램이다. 이 펀드는 공동투자 형식으로 일반적으로 투자

지분의 30%에서 35%, 최대 50% 이내로 투자를 하며, 최대 투자한도는 2,000만유로이다.

ARKimedes는 Flemish 지역에 소재한 중소기업 또는 2년 이내 창업 예정 기업을 대상으로 벤처캐피탈인 ARKIV의 투자자금과 1:1 매칭투자하는 약 2.1억유로(2011년 기준) 규모의 재간접투자펀드이다. 대상 기업은 종업원 250인 이하, 매출 5,000만유로 또는 총자산 4,300만유로 이하, 그리고 대기업 지분을 25% 이하인 중소기업이며 최대 150만유로까지 투자한다.

Brussels 주정부에서는 창업 이후 5년 미만의 주 소재 중소기업을 대상으로 소수지분투자, 대출, 그리고 창업 초기자금 등을 지원하는 직접 투자 프로그램인 BRUSTART를 운영하고 있다. 투자한도는 1.25만유로에서 25만유로이며 평균 투자기간은 5년이다. 2010년 기준 BRUSTART의 총약정금액은 140만유로 수준이다.

Wallon 주에서는 중소기업을 대상으로 지분투자 및 보증을 제공하는 Sowalfin(Le Capital à risque de la Société Wallonne de Financement et de Garantie de Petites et Moyennes Entreprises)이 주정부가 운영하는 9개 민관협력 형태의 투자회사(Invests)를 주관하고 있다. 이를 통해 Wallon 주정부는 은행, 부동산, 농업 등을 제외한 업종의 중소기업에 소수지분투자 및 메짜넌 투자를 간접적으로 수행하고 있다. 또한, Wallon 주정부는 Wallon 지역의 중소기업에 투자하는 주정부소유 투자기관인 SRIW(Regional Investment Company of Wallonia)를 통해 지분투자 및 후순위대출 형태의 직접투자를 수행하고 있다. 2009년 기준 Sowalfin의 총약정금액은 9,200만유로이며, SRIW는 2012년 기준 총약정금액 1.95억 유로 수준이다.

5) 아일랜드

아일랜드는 Enterprise Ireland를 통해 창업초기부터 후기 중소기업을 대상으로 대출, 보증, 지분투자 등의 프로그램을 운영하고 있다.³⁹⁾ 아일랜드의 정부 벤처캐피탈 프로그램으로는 The 2013-2018 Seed and Venture Capital Scheme, The Development Capital Scheme, Innovation Fund Ireland Scheme, Competitive Start Fund, Innovative High Potential Start Fund 등이 있다. 이 중 The 2013-2018 Seed and Venture Capital Scheme, The Development Capital Scheme, Innovation Fund Ireland Scheme는 재간접투자펀드이며, Competitive Start Fund, Innovative High Potential Start Fund는 직접 지분투자를 수행하는 펀드이다.

The 2013-2018 Seed and Venture Capital Scheme은 약 1.75억유로 규모로서 ICT, 생명과학, 첨단 제조업, 청정에너지 분야 중소기업에 투자하는 재간접투자펀드이다. 투자한도는 최대 1억유로이며, ICT 및 생명과학 분야에 투자하는 5개 펀드가 있는 것으로 알려져 있다. The Development Capital Scheme은 엔지니어링, 식품, 의료기기, 소프트웨어 분야 중소기업에 투자하는 재간접투자펀드이다. 이 펀드는 2018년까지 3개의 벤처캐피탈 및 PEF에 약 7,500만유로를 투자할 예정이다. 1.25억유로 규모의 Innovation Fund Ireland Scheme은 Enterprise Ireland가 공적연금인 National Pensions Reserve Fund(NPRF)와 공동으로 벤처캐피탈 및 PEF에 투자하는 재간접투자펀드이다. 주요 투자대상 기업은 아일랜드 소재 유망 성장기업이다.

39) 한편, 아일랜드의 공적연금인 National Pensions Reserve Fund(NPRF) 또한 중소기업에 투자하는 벤처캐피탈 및 PEF(BluBay Ireland Corporate Credit I Ltd, Carlyle Cardinal Ireland SME Equity fund, Better Capital Ireland SME Turnaround Fund)에 투자하는 프로그램을 운영하고 있으나 공적연금의 성격을 감안하여 정부 벤처캐피탈 프로그램에서 제외하였다.

Competitive Start Fund는 제조업 및 대외교역이 활발한 업력 6년 이하인 창업초기 기업에 지분 10% 이내에서 5만유로까지 투자하는 펀드이다. 2013년말 현재 펀드규모(약정금액 기준)는 약 1,000만유로 수준으로 204개 초기기업에 투자하고 있다. 1989년부터 시작된 Innovation High Potential Start Up(HPSU) Fund는 해외진출 가능성이 높은 중소기업을 대상으로 약 15개 민간 벤처캐피탈 펀드와 공동투자(50% 이내)를 수행하는 펀드이다. HPSU 펀드는 1989년 이후 약 827개 중소기업에 투자하였으며, 투자한도는 100만유로, 총약정금액은 약 4억유로 수준이다.

6) 기타 유럽 국가

오스트리아는 AWS-Mitterlstandsfonds를 통해 신규 시장개척, 해외진출, 고정자산 및 운전자본 마련, 인수합병 등을 목적으로 하는 확장기 중견기업에 대한 직접투자 프로그램을 운영하고 있다. 투자대상 기업은 종업원수 500인 이하, 매출액 200만유로 이하인 확장기 비상장 중소기업이다.⁴⁰⁾ 또한, 지분투자 이외에도 경영자문 서비스도 제공하며 민관공동투자 또한 가능하다. 투자한도는 20만유로에서 500만유로, 투자기간은 5년에서 10년 정도이며, 2009년부터 2011년까지 총 2.1억유로를 약정한 것으로 알려져 있다.

이태리는 중소기업에 대한 대출, 보증, 지분투자 등을 수행하는 정책 금융기관인 MCC(UniCredit MedioCredito Centrale)와 정부가 일부 지분(12.5%)을 투자한 Fondo Italiano d'Investimento를 통해 직·간접 정부 벤처캐피탈 프로그램을 운영하고 있다. MCC가 운영하는 Capitale Di Rischio(Venture Capital)는 이태리 저개발 지역에 위치한 소프트웨어 및 디지털 미디어, ICT 분야의 혁신형 중소기업에 지분투자를 하는 약 2억

40) 창업초기 기업, 구조조정 기업, 그리고 상장기업은 지원 대상에서 제외된다.

유로 규모의 펀드이다. 지분투자는 최대 7년까지 가능한데, 전체 지분의 20% 이내에서 신주 발행분의 50%까지 200만유로 한도로 투자할 수 있다. 정부의 지분투자자로서 2010년부터 시작된 약 12억유로 규모의 Fondo Italiano d'Investimento는 확장기에 있는 중소기업에 투자하는 펀드로 2011년말 기준 18건의 직접 지분투자자와 9건의 재간접 투자 등 총 4.2억유로 규모의 투자를 집행하였다. 직접투자는 매출액 1,000만유로 이상 2.5억유로 미만인 기업에 대한 소수 지분투자이며, 모태펀드 형식의 재간접투자펀드는 투자대상 펀드규모의 50% 이내에서 이루어진다.

스페인인 정책금융기관인 ICO(Instituto de Crédito Oficial)와 정부 산하 기관인 ENISA(Empresa Nacional de Innovación SA)가 각각 직접투자 형식의 ICO-PYME와 재간접투자펀드를 운영하고 있다. 4.4억유로 규모의 ICO-PYME는 창업단계를 거친 환경 또는 사회책임투자 분야 기업에 75만유로에서 150만유로를 지분투자 또는 대출의 형태로 지원하는 프로그램이다. ENISA의 재간접투자펀드는 창업초기 유망 중소기업에 투자하는 약 19개의 민간 벤처캐피탈 펀드에 투자하는 4,000만유로 규모의 펀드이다. 이외에도 스페인은 EIF와 공동으로 NEOTEC, European Angels Fund-Isabela La Catolica 등의 재간접투자펀드를 운영하고 있다.

포르투갈은 중소기업청인 IAPMEI의 주관으로 창업, 창업초기, 성장기 벤처기업 등을 모두 아우르는 혁신형 중소기업을 대상으로 민관협력 형태의 직접 지분투자 프로그램인 FINICIA를 운영하고 있다. FINICIA의 규모는 2010년말 기준 약 1,900만유로 수준이며, 250만유로 이내에서 투자하는 것으로 알려져 있다. 또한, 포르투갈은 EIF의 자금지원으로 자국내 창업초기 및 성장기업에 투자하는 재간접투자펀드인 Portugal Venture Capital Initiative(PVCi)를 운영하고 있다.

덴마크는 정부가 1992년 설립한 투자펀드인 Vækstfonden(Growth Fund)을 통해 직접 지분투자 프로그램인 VF Venture와 재간접투자펀드 Dansk

Vækstkapital(Danish Growth Capital)을 운영하고 있다. VF Venture는 약 1,000만유로 규모의 펀드로서 IT, 생명과학, 청정기술(clean tech), 산업기술 분야에서 해외진출 가능성과 성장잠재력이 뛰어난 중소기업에 투자한다. 투자기간은 5년에서 7년, 투자한도는 70만유로에서 340만유로이며, 다른 민간 투자자와의 공동투자를 지향하고 있다. Dansk Vækstkapital는 약정금액 기준 약 3.8억유로 규모의 재간접투자펀드로서 민간 연금운용기관의 자금도 유치하여 공동으로 투자하고 있다. 2014년 2월 기준 약 12개 펀드에 투자하고 있다. 투자한도는 5,400만유로에서 6,700만유로 내외이다.

네덜란드는 대출, 보증, 지분투자 등을 총괄하는 네덜란드 기업청 RVO(Rijksdienst voor Ondernemend Nederland)가 정부 벤처캐피탈 프로그램인 Innovation SME+를 2012년부터 운영하고 있다. Innovation SME+는 기술혁신형 창업, 또는 창업초기 중소기업에 초기자본(seed capital), 재간접투자펀드, 신용(innovative credits) 등을 지원하는 세부 프로그램으로 구성되어 있다. 창업 초기자본 지원 프로그램은 약 2,000만유로, 재간접투자펀드는 1.5억유로, 신용지원 프로그램은 6,000만유로 규모로 재간접투자펀드 운용규모가 가장 큰 것으로 알려져 있다.

스웨덴은 Industrifonden을 통해 잠재적인 해외진출 역량을 갖춘 중소기업에 민관 공동투자자와 네트워크 구축을 지원하는 프로그램을 운영하고 있다. 지원대상은 ICT, 생명과학, 산업기술, 에너지 및 청정기술을 보유하고, 종업원 250인 이하, 매출액 4,500만유로 이하인 중소기업이다. 지분투자는 투자대상 기업지분의 15%에서 50%까지 투자하는 공동투자 방식으로 이루어진다. 투자한도는 기업당 56만유로에서 1,100만유로이며, 2011년 기준 총 약정금액은 4.3억유로이다.

헝가리는 정부기관인 헝가리 개발은행(Magyar Fejlesztési Bank: MFB)을 통해 정부 벤처캐피탈 프로그램인 KvfP(The Small Business Development Company Ltd)와 Corvinus Venture Capital Fund Management를 운영하

고 있다. KvFP는 농업, 금융, 철강, 조선, 광업을 제외한 유망 중소기업을 대상으로 지분투자를 하는 약 1,500만유로 규모의 프로그램으로 5년간 최대 34.5만유로까지 지원한다. 또한, KvFP의 지분이 투자금액의 50%를 넘을 수 없도록 하여 민간과의 공동투자를 지향하고 있다. 2013년 9월 현재 약 28개 기업에 투자하고 있는 것으로 알려져 있다. KvFP와 마찬가지로 헝가리 개발은행의 지원으로 2005년부터 운영되고 있는 Corvinus Venture Capital Fund Management는 창업초기 혁신형 중소기업에 대한 직접 지분투자를 하는 3,300만유로 규모의 프로그램이다. 이 또한 민간 공동투자 형식으로 운영되어 투자한도는 펀드규모의 25%에서 50%까지이며, 투자기간은 평균 5년이다.

폴란드는 기업개발청인 PARP(Polish Agency for Enterprise Development)가 2006년부터 Seed Capital Funds를 운영하면서 창업초기 자본집약적인 신기술을 보유한 중소기업에 초기자금을 지원하는 프로그램을 운영하고 있다. 투자기간은 3년에서 5년, 투자한도는 100만유로이며, 2006년부터 2010년까지의 총약정금액은 9,200만유로 수준이다. 또한, PARP는 EIF와 폴란드 개발은행 BGK의 자금지원을 받아 9,000만유로 규모의 Polish Growth Fund of Funds(PGFF)라는 재간접투자펀드를 2013년 6월부터 운영하기 시작하였다.

슬로바키아는 정책금융기관인 SGDB(Slovak Guarantee and Development Bank)와 중소기업청인 NADSME(National Agency for Development of SMEs)가 Slovak Development Fund와 Slovak Growth Capital Fund 등의 직·간접 지분투자 프로그램을 운영하고 있다. 2006년부터 시작된 Slovak Development Fund는 창업초기 단계를 지난 중소기업에 SGDB와 NADSME가 공동으로 마련한 기금으로 직접 지분투자를 하는 2,700만유로 규모의 프로그램이다. 보통 지분의 35%에서 75%를 취득하고, 투자기간은 3년에서 5년, 투자한도는 최소 50만유로에서 167만유로이다. 2008년부터 시작된 Slovak Growth Capital Fund는 NADSME가 투자자금을 제공하고, 주관운용사로 선정된 Wood & Co가 창업초기 및 성장기 중소기업에 투자하는 2,200만유로

규모의 간접 지분투자 프로그램이다. 투자기간은 2년에서 5년이며, 평균 투자금액은 350만유로 수준이다.

슬로베니아는 2010년부터 SEF(Slovenia Enterprise Fund)가 정부에 등록된 혁신형 중소기업에 투자하는 민간 벤처캐피탈에 투자하는 재간접투자펀드 형식의 간접 지분투자 프로그램을 운영하고 있다. SEF의 투자자금을 받은 벤처캐피탈은 자국 소재 중소기업에는 70% 이상, 국외 중소기업에는 최대 30%까지 지분투자 또는 메짜닌 투자를 수행한다. 투자금액은 최소 100만유로 이상이며 SEF의 지분율을 49% 이하로 제한한 민관공동투자 방식의 프로그램이며, 총 약정금액은 4,200만유로이다.

3. 오세아니아 지역 정부 벤처캐피탈 프로그램

가. 호주

호주의 정부 벤처캐피탈 프로그램으로는 Department of Innovation Industry, Science and Research에서 주관하는 Innovation Investment Fund(IIF), Innovation Investment Follow-on Fund(IIFF), Pre-Seed Fund와 Australian Renewable Energy Agency에서 주관하는 Renewable Energy Equity Fund(REEF), Renewable Energy Venture Capital Fund 등이 있다. 이 중에서 IIF 프로그램은 호주 창업초기 혁신형 중소기업 및 벤처캐피탈 산업의 성장에 큰 기여를 한 것으로 평가받는 대표적인 정부 벤처캐피탈 프로그램이다.⁴¹⁾

41) 이에 대한 자세한 내용은 Murray et al.(2010) 및 Australian Government(2011)에 정리되어 있다.

IIF 프로그램은 호주 정부가 1990년대 후반 혁신형 유망 중소기업을 육성하고 자국의 벤처캐피탈 시장을 육성하기 위해 미국 SBIC 프로그램을 참고하여 1997년에 도입한 프로그램이다. 이후 이 프로그램은 1998년 (IIF1), 2000년(IIF2), 2006년(IIF3) 세 차례 투자자금을 모집하여 투자약정 금액 기준 전체 규모는 6.4억호주달러이다.⁴²⁾ IIF 프로그램의 투자기간은 10년이며, 주요 투자대상이 되는 기업은 ICT, 광업, 제약 및 생명과학 분야의 혁신기술을 가진 창업초기 중소기업이다.

호주의 IIF 프로그램은 벤처캐피탈 선정 방식, 자금지원 방식, 수익배분 방식 등 세 가지 측면에서 앞서 살펴 본 대부분의 정부 벤처캐피탈 프로그램과는 다른 특징이 있다. 우선, IIF 프로그램은 창업초기 기업에 투자하는 벤처캐피탈 산업을 육성하기 위해 미국 SBIC 프로그램처럼 IIF 운용사에 대한 면허제를 도입하였다. 그 결과 1998년 1차 모집에는 5개사, 2000년 2차 모집에는 4개사 등 프로그램 시작 이후 총 16개 민간 벤처캐피탈 펀드에 면허를 발급하였다.

IIF 프로그램은 민간투자를 촉진하기 위해 면허 발급단계에서 매칭투자 방식으로 민간 투자자금의 유치율 전제조건으로 하고 있다. 호주 정부는 모집한 민간 투자자금 이상(펀드총액의 50% 이상)으로 투자자금을 지원하였다. 실제로 1998년 1차 모집 시에는 전체 투자약정금액 1.97억 호주달러의 약 66%, 2차 모집 시에는 1.57억호주달러의 60%를 부담하는 등 투자금액의 상당 부분을 호주 정부가 부담하였다. 3차 모집 시에는 정부 투자비율이 48%(1.4억호주달러)로 감소하였으나, 여전히 전체 투자약정 금액 6.4억호주달러 중 정부의 약정금액은 3.61억호주달러로 약 56%를 차지한다.

또한, IIF 프로그램은 투자원금 및 이자는 투자비율에 따라 배분하지

42) 한편, 2014-2015년 정부 재정계획에 포함되어 있던 4차 자금모집은 하지 않기로 발표하였다.

만 그 이상을 초과하여 발생한 수익은 정부와 민간 투자자가 1:9의 비율로 배분하는 수익구조를 가지고 있다. 즉, 창업초기 기업에 대한 민간 투자자의 참여를 유인하기 위해 성공적인 투자회수로 인해 발생한 초과수익의 90%를 민간 투자자에게 배분하는 것이다. 특히, 호주 정부는 정부에게 귀속되는 원금, 이자 및 초과수익을 별도의 펀드인 Revolving Fund에 적립하여 향후 신규 자금모집에 투자하거나 벤처캐피탈 산업을 지원하는 데 사용하였다.⁴³⁾

IIF는 호주 정부가 2008년 글로벌 금융위기 이후 어려움을 겪던 창업초기 기업에 지속적인 후속투자가 이루어질 수 있도록 3년간 한시적으로 도입한 6,500만호주달러 규모의 프로그램이다. 이를 위해 IIF, Pre-Seed Fund, Renewable Energy Equity Fund 등 기존 정부 벤처캐피탈 프로그램 운용경험이 있는 벤처캐피탈 펀드 중 11개 펀드를 선정하였고, 이들 벤처캐피탈 펀드는 36개사에 투자한 것으로 알려져 있다.

Pre-Seed Fund는 민간 투자자의 참여를 통해 대학 및 연구소에서 수행하는 R&D 프로젝트의 상용화를 촉진하기 위해 2002년 도입된 1억호주달러(정부출자 7,270만호주달러) 규모의 프로그램이다. 호주 정부는 이 프로그램의 운용사로 4개의 민간 벤처캐피탈 펀드를 선정하였다. 선정된 벤처캐피탈 펀드는 개별 프로젝트 또는 해당 연구를 진행하는 기업에 최대 100만호주달러까지 지분투자 방식으로 투자하였다.

REEF는 재생에너지 산업의 발전을 위해 2000년에 IIF의 모델을 참조하여 시작된 약 2,700억호주달러 규모(정부출자 1,770억호주달러)의 펀드이다(Innovation Australia(2011)). 이 펀드의 운용사는 CVC REEF Limited로 호주 정부의 면허를 받아 10년간 재생에너지 분야 유망 창업초기 기업에 투자하였다. Renewable Energy Venture Capital Fund는

43) IIF의 정부 투자자금 6,500만호주달러가 이 Revolving Fund가 사용된 대표적인 사례이다.

REEF의 뒤를 이어 2011년에 시작된 2억호주달러 규모(정부출자 1억호주달러)의 펀드이다. 이 펀드는 민간 벤처캐피탈인 Southern Cross Venture Partners Pty Ltd.가 정부의 위탁을 받아 운용하는 호주 최대의 재생에너지 관련 벤처캐피탈 펀드로 알려져 있다. 투자대상 기업은 재생에너지 관련 기술 또는 지적재산권을 가진 창업초기 기업이다. 이 펀드는 지분투자 이외에 경영자문, 기술개발, 해외 네트워크 구축 등도 지원한다.

나. 뉴질랜드

뉴질랜드의 정부 벤처캐피탈 프로그램은 뉴질랜드 정부가 2002년 설립한 NZVIF(New Zealand Venture Investment Fund)가 총괄하여 운영하고 있다. NZVIF의 벤처캐피탈 프로그램은 재간접투자펀드인 Venture Capital Fund(또는 Venture Capital Fund of Funds)와 공동투자 펀드인 Seed Co-investment Fund가 있다.

Venture Capital Fund는 뉴질랜드 정부가 2002년에 1억뉴질랜드달러를 출자하면서 시작되었다. Venture Capital Fund의 투자기간은 10년으로 NZVIF는 현재 8개 벤처캐피탈 펀드에 출자하여 66개 ICT, 생명과학 분야 유망 창업초기 및 확장기 중소기업에 투자하고 있다. 2014년 9월말 기준 투자약정 금액은 1.56억뉴질랜드달러이며, 운용 이후 총 투자규모는 4.11억뉴질랜드달러이다.

2005년부터 운용을 시작한 Seed Co-investment Fund는 엔젤 및 민간 벤처캐피탈과의 공동투자파트너십을 맺고 창업단계 및 창업초기 유망 중소기업에 투자하는 펀드이다. NZVIF는 일반적으로 민간 투자자와 1:1 매칭투자 방식으로 최대 400만뉴질랜드달러, 경우에 따라서는 최대 800만뉴질랜드달러까지 투자한다. 투자기업당 투자금액은 최대 25만뉴질랜드

드달러, 후속투자가 이루어질 경우에는 75만뉴질랜드달러로 한정되어 있다. NZVIF는 현재 18개 투자자와의 공동투자를 통해 116개 기업에 투자하고 있다. 2014년 9월말 기준 투자약정 금액은 4,000만뉴질랜드달러이고, 운용 이후 총 투자규모는 약 1.76억뉴질랜드달러이다.

4. 해외 정부 벤처캐피탈 프로그램의 특징

가. 운용주체 및 투자방식

<부록 표-1>부터 <부록 표-3>은 앞 절에서 살펴본 개별 해외 정부 벤처캐피탈 프로그램을 운용주체와 투자방식으로 재정리한 것이다. 운용주체는 정부기관, 정책금융기관과 같은 공적기관, 민간 벤처캐피탈로 구분되고, 투자방식은 직접투자, 매칭투자, 정부 재간접투자펀드 및 민간 벤처캐피탈 출자, 민간 재간접투자펀드로 구분된다.

우선, <부록 표-1>부터 <부록 표-3>에 포함된 전체 프로그램 중 약 72%에 해당하는 프로그램의 운용주체가 정부 또는 정책금융기관이다. 이 중에서 미국, 아일랜드, 포르투갈, 덴마크, 네덜란드, 폴란드 등의 국가는 정부기관에서 정부 벤처캐피탈 프로그램을 전담하여 운영하고 있다. 반면, 영국, 독일, 오스트리아, 이태리, 스웨덴, 헝가리, 슬로베니아, 뉴질랜드 등의 국가들은 정부기관이 아닌 정책금융기관에서 정부 벤처캐피탈 프로그램을 전담하여 운영하고 있다. 또한, 이들 표에 나타난 프로그램으로 한정하면, 이들 공적기관에서 운영하는 정부 벤처캐피탈 프로그램의 수는 27개로 정부기관이 직접 운영하는 정부 벤처캐피탈 프로그램 22개보다는 많은 것으로 나타난다. 한편, 캐나다는 조사 대상 국가

중 정부, 공적기관, 민간 위탁 등 운용주체가 가장 다양하다. 대체로 연방정부 차원의 프로그램은 공적기관 또는 민간 운용사가 전담하여 운영하고 있으며, 주정부 차원의 프로그램은 주정부 기관 또는 민간 운용사에 위탁하여 운영하는 경향이 있다.

민간 벤처캐피탈에 위탁하여 운영되는 정부 벤처캐피탈 프로그램은 20개로 전체 프로그램의 약 28% 수준이다. 민간이 정부 벤처캐피탈 프로그램을 전담하는 프로그램은 캐나다가 Northleaf Venture Catalyst Fund, SD Tech Fund, NextGen Biofuels Fund, Investment Accelerator Fund, Ontario Venture Capital Fund, Build Ventures, IVAC Capacity Builder, Accelerate Fund, Teralys Capital Fund 등 9개로 가장 많다. 이외에도 프랑스 FCDE, 독일 High-Tech Seed Fund, 벨기에 VINNOF, TINA, ARKimedex, 호주 Renewable Energy Venture Capital Fund, 영국 UK Innovation Investment Fund, UK High Technology Fund 등의 프로그램이 이에 해당한다. 특히, 이들 나라들은 2000년대 초반부터 꾸준히 민간위탁 방식으로 정부 벤처캐피탈 프로그램을 운영하고 있다. 이에 따라 해외 정부 벤처캐피탈 프로그램은 정부기관보다 정책금융기관 또는 민간 운용사가 전담하는 경우가 전체의 약 66%로 다수를 차지한다.

<표 III-6>은 해외 정부 벤처캐피탈 프로그램을 투자방식을 기준으로 분류한 결과를 보여주고 있다. 이 표에 따르면 직접투자를 수행하는 프로그램의 비중이 약 63% 수준으로 가장 많이 사용되고 있음을 알 수 있다. 재간접투자펀드로 운영되는 프로그램의 비중도 약 40%로 높게 나타나고 있다. 특히, 정부 및 공적기관이 운영하는 재간접투자펀드의 비중이 약 31%로 민간 재간접투자펀드의 비중 8.5%보다 더 높게 나타나고 있다. 매칭투자 방식의 비중은 약 18%로 나타난다.⁴⁴⁾

44) 대부분의 정부 벤처캐피탈 프로그램이 민간과의 공동투자를 지향하는데, 이 중에서 명시적으로 매칭투자 방식을 사용하는 프로그램만을 매칭투자자로 분류하였다. 따라서, 실제 매칭투자 방식을 사용하는 프로그램은 이보

<표 III-6> 운용주체 및 투자방식에 의한 GVC 분류

운용주체	구분	투자방식			
		직접투자	매칭투자	정부 재간접투자펀드	민간 재간접투자펀드
정부/ 공적기관 (A)	수	32	11	22	
	비중*	45.1%	15.5%	31.0%	
	비중**(A)	62.7%	21.6%	43.1%	
민간 위탁 (B)	수	13	2		6
	비중*	18.3%	2.8%		8.5%
	비중**(B)	65.0%	10.0%		30.0%

주: 1) <부록 표-1>에서 <부록 표-3>의 프로그램만으로 대상을 한정하였으며, 개별 프로그램이 여러 투자 방식을 사용하는 경우가 있어 비중의 합이 100%를 넘을 수 있음
 2) 비중*은 전체 프로그램 수 대비 비중이며, 비중**은 정부/공적기관(A) 또는 민간 위탁(B) 프로그램에 해당하는 프로그램 수 대비 비중을 의미

한편, 캐나다, 영국, 독일, 벨기에, 아일랜드, 이태리, 덴마크, 호주, 뉴질랜드 등 많은 국가에서 직접투자와 재간접투자 또는 직접투자와 매칭투자 방식을 병행하여 사용하고 있다. 따라서, 투자방식을 기준으로 보면 직접투자와 재간접투자의 비중이 높으며, 상당수의 국가에서 직접투자와 재간접투자, 또는 직접투자와 매칭투자를 병행하여 사용하고 있음을 알 수 있다. 이 중에서도 캐나다는 분석 대상 국가 중에서 유일하게 직접투자, 매칭투자, 재간접투자 등 모든 투자방식을 활용하고 있다. 이에 반해 오스트리아, 스페인, 포르투갈, 네덜란드, 스웨덴, 헝가리, 폴란드 등의 국가에서는 정부 또는 공적기관에서 직접투자만을 수행하는 프로그램만을 운영하고 있다. 이 점에서 상대적으로 벤처캐피탈 시장이 발전한 국가일수록 다양한 투자방식을 활용하는 프로그램을 운영하고 있

다 더 많을 수 있다.

는 것으로 보인다.

나. 투자대상 기업 및 업종의 특성

<부록 표-4>부터 <부록 표-6>은 해외 정부 벤처캐피탈 프로그램이 주로 투자하는 기업의 성장단계 및 업종에 대해 정리한 것이다. 우선, 정부 벤처캐피탈 프로그램인 만큼 기본적으로 모든 국가들이 창업단계 및 창업초기 중소기업에 초점을 둔 프로그램을 운영하고 있다. 그런데, 미국, 캐나다, 영국, 벨기에, 아일랜드, 이태리, 포르투갈, 덴마크, 뉴질랜드 등은 초기단계를 지나 성장 및 확장기에 들어선 중소기업까지 지원하는 프로그램을 일부 운영하고 있다. 이 중 미국의 SBIC 프로그램은 기업의 성장단계를 특정하지 않았다가 자금지원이 중후기 기업에 집중되는 현상을 완화하기 위해 최근에서야 창업초기 기업에만 초점을 둔 SBIC Early Stage Innovation 프로그램을 도입하였다는 점에서 다른 국가들과는 차이가 난다.

한편, 중·후기 중소기업을 대상으로 하는 프로그램 중에서 캐나다의 Ontario Venture Capital Fund, Teralys Capital Fund, 영국의 Scottish Venture Fund, 벨기에의 Flanders International Fund, 아일랜드의 Innovation High Potential Start Fund 등은 단순히 성장을 지원하기 위한 목적 이외에도 지역개발 또는 중소기업의 해외진출을 지원하는 정책적인 목적을 가진 프로그램이다. 또한, 영국의 VC Catalyst Fund처럼 성숙기에 들어선 후기 기업만을 지원 대상으로 하기도 하며, 캐나다 BDC의 Diversified Portfolio와 프랑스 Bpifrance의 FCDE처럼 기업의 성장단계에 구분 없이 모든 기업을 대상으로 정부 벤처캐피탈 프로그램을 운영하는 경우도 있다. 이런 점에서 해외 정부 벤처캐피탈은 창업초기 중소기업에 초점을 두고 프로그램을 운영하되, 별도의 정책목표가 있는

경우에는 지원대상 중소기업의 범위를 폭넓게 잡는 것으로 판단된다.

해외 정부 벤처캐피탈 프로그램의 지원대상이 되는 중소기업은 기본적으로 향후 상용화가 가능한 기술이나 지적재산권을 보유한 창업단계 및 창업초기 기업이다. 기업의 업종을 명시하고 있는 경우에는 대부분 ICT, 생명과학, 헬스케어, 청정기술 등의 분야가 포함되어 있다. 캐나다, 영국, 프랑스, 벨기에, 아일랜드, 덴마크, 스웨덴, 호주, 뉴질랜드 등의 국가가 이에 해당한다. 이 중 캐나다, 프랑스, 스웨덴, 호주의 정부 벤처캐피탈 프로그램은 대부분 구체적으로 세분화된 업종을 명시하고 있다. 예를 들어, 캐나다의 경우에는 ICT, 생명과학, 청정기술 세 분야만을 명시하는 프로그램이 많고, 청정기술 분야에만 특화된 프로그램도 있다. 호주는 ICT와 생명공학, 광업 등 세 분야에 한정하거나, 에너지 관련 청정기술 분야에만 한정하기도 한다. 특정 산업에 한정된 경우는 환경 및 에너지 관련 청정기술 분야로서 캐나다의 SD Tech Fund, NextGen Biofuels Fund, 호주의 Renewable Energy Equity Fund, Renewable Energy Venture Capital Fund 등이 있다. 이에 반해 영국이나 아일랜드는 업종을 명시하지 않은 프로그램이 많고, 프랑스와 벨기에에는 해당 업종의 범위가 상대적으로 넓다. 한편, 유럽 내 국가 중에서 저개발국가일수록 상대적으로 업종을 명시하지 않는 경향이 있다. 따라서, 이러한 국가별 차이는 정부의 산업정책, 벤처캐피탈 시장의 성숙도, 경제발전 정도 등에서 차이가 나기 때문인 것으로 보인다.

다. 정책목표

기본적으로 정부 벤처캐피탈 프로그램은 혁신적인 기술이나 지적재산권을 보유하고 있으나 자금조달이 어려운 기업의 성장을 지원하고, 민간투자를 유인하는 마중물 역할을 하여 자국의 벤처캐피탈 시장의 성장

을 도모하려는 목적으로 시작되었다. 정책목표를 기준으로 해외 정부 벤처캐피탈 프로그램을 분류한 <부록 표-7>에서 '성장지원' 항목이 이에 해당하며, 모든 프로그램이 이러한 정책목표를 가지고 있음을 쉽게 알 수 있다. 그런데, 정부 벤처캐피탈 프로그램은 이런 목적 이외에도 지역 개발, 해외진출, 사회적임 등의 목표를 달성하기 위해 운영된 프로그램이 다수 존재한다.

개별 정부는 아니지만 EU 차원에서 이루어지는 정부 벤처캐피탈 프로그램인 EIF의 재간접투자펀드가 지역개발을 목표로 하는 프로그램의 대표적인 예이다. EIF는 영국, 독일 등의 역내 선진국뿐만 아니라 폴란드, 터키, 라트비아, 리투아니아, 에스토니아, 알바니아, 크로아티아 등 EU 역내 저개발 국가 및 EU 인접국가 정부와의 협력 하에 지역개발을 목표로 하는 다수의 펀드를 운영하고 있다. 개별 정부 차원에서는 미국의 SBIC Early Stage Innovation, 캐나다 온타리오, 앨버타, 노바 스코티아 등의 주정부 프로그램, 영국 스코틀랜드 지역의 프로그램, 벨기에, 이태리 등의 국가에서 운영하는 프로그램이 지역개발을 목표로 하고 있다. 이들 프로그램들은 모두 지역 내 또는 저개발 지역 소재 중소기업의 성장을 유도하여 해당 지역의 개발 및 경제성장을 도모하려는 것이다.

지역 내 중소기업의 해외진출을 지원하기 위한 프로그램도 다수 존재한다. 캐나다 FedDev Ontario의 IBGP, EIF의 NIF, 프랑스 Bpifrance의 FCDE, 벨기에 Flanders International Fund, 아일랜드 Innovation High Potential Start Fund, 오스트리아 AWS의 AWS-Mitterlstandsfonds, 덴마크 VF Venture, 스웨덴 Industifonden 등의 프로그램이 해외진출을 지원하는 목적을 표방하고 있는 프로그램의 예이다. 또한, 이들 프로그램의 상당수는 단순히 지분투자 이외에도 해외진출을 위한 네트워크 구축, 인수합병 등에 대한 경영자문 등을 지원하고 있다.

한편, 수익성과 함께 사회적인 성과를 동시에 추구하는 사회적임형 정

부 벤처캐피탈 프로그램도 존재한다. 미국의 SBIC Impact Investment, 영국의 Aspire Fund, 스페인의 ICO-PYME 등의 프로그램이 이에 해당한다. 미국의 SBIC Impact Investment는 소득수준이 낮은 지역이나, 농촌, 또는 에너지, 교육 등 특정 산업에 속한 중소기업에 투자하는 SBIC에 지급보증을 통해 자금을 지원하기 위해 2011년부터 시작된 프로그램이다. 2008년부터 시작된 영국의 Aspire Fund는 여성이 경영하는 중소기업의 성장을 지원하는 프로그램이다. 스페인의 ICO-PYME는 이보다는 넓게 환경 또는 사회책임 분야에 초점을 둔 기업을 지원하는 프로그램이다.

이상 살펴본 바와 같이 해외의 정부 벤처캐피탈 프로그램은 창업초기 중소기업의 성장 및 벤처캐피탈 시장의 육성 이외에도 지역개발, 해외진출, 사회책임 등 다양한 정책목표 하에 운영되고 있다. 특히, 이러한 목표들은 민간 투자자 또는 벤처캐피탈이 투자를 꺼리는 기업, 지역 또는 사회 분야와 밀접하게 관련되어 있다. 따라서, 전반적으로 해외 정부 벤처캐피탈 프로그램은 시장실패를 보완하여 민간의 투자를 유인할 수 있는 마중물의 역할을 하는 데에 중점을 두고 있다고 평가할 수 있다.

라. 출자 및 수익배분 구조

해외 정부 벤처캐피탈 프로그램은 공통적으로 민간 투자자와의 협력 투자를 지향하고 있다. 설사 정부기관이 직접투자를 한다 하더라도 민간 투자자와 공동투자협약을 맺어 민간투자를 유인하는 방식을 취한다. 구체적으로 민관협력투자는 매칭출자 또는 부분출자 방식으로 구분된다. 매칭출자는 사전에 약정된 민간 출자자금에 비례하여 정부가 출자하는 방식으로, 미국 SBIC 프로그램, 호주 IIF, 영국 ECF, 독일 ERP-Startfonds, 캐나다 Northleaf Venture Catalyst Fund 등에서 사용하고 있다. 예를 들어, 미국 SBIC 프로그램은 정부가 민간 출자자금의 2

배, 호주 IIF는 민간 출자자금 이상, 영국 ECF는 민간 출자자금의 2배 이내, 독일 ERP-Startfonds는 민간 출자자금 이내, 캐나다 Northleaf Venture Catalyst Fund는 민간 출자자금의 절반 수준으로 매칭출자를 한다. 부분출자 방식은 대부분의 유럽 정부 벤처캐피탈 프로그램에서 사용하는 방식으로 정부가 필요 투자금액의 20%에서 50%만을 출자하고 나머지는 기업 또는 벤처캐피탈이 자체적으로 민간 투자자금을 유치하도록 하는 방식이다.

수익배분 구조는 대부분의 해외 정부 벤처캐피탈 프로그램이 민간 투자자와 동일순위(pari-passu)로 수익을 배분하고 있다. 특히, 유럽 국가의 정부 벤처캐피탈은 민간 투자자에게 과도한 혜택을 주는 수익배분 방식을 제한하는 EC의 Risk Capital Guidelines(2006)에 의해 동일순위 방식으로 수익을 배분하고 있다.⁴⁵⁾ 다만, 미국 SBIC 프로그램과 호주 IIF 및 Pre-Seed Fund는 동일순위가 아닌 수익배분 구조를 가지고 있다. 미국 SBIC 프로그램은 투자손실이 발생할 경우 민간 투자자가 손실을 우선적으로 부담하는 구조이며, 호주 IIF와 Pre-Seed Fund는 투자원금 및 이자는 투자비용에 따라 배분하나 그 이상을 초과하는 수익은 민간 투자자에게 90%를 배분하는 구조를 가지고 있다. 한편, 캐나다는 2013년에 발표한 벤처캐피탈 투자 활성화 정책인 VCAP(Venture Capital Action Plan)에서 민간투자를 유도하기 위해 출자 및 수익배분 시점을 조절하는 방식을 시도할 것으로 알려져 있다.

45) Risk Capital Guidelines(2006)은 정부가 민간 투자자를 지원하는 방식을 정의하고 있다. 정부 벤처캐피탈이 파트너 또는 투자자로 참여하는 벤처캐피탈 펀드의 설립, 공적자금으로 총당하는 손실이 보증금액의 50%를 넘지 않는다는 전제하에서 투자보증, 민간 투자자에게 추가 투자자금을 지원하는 금융지원 또는 재정 인센티브 등이 이에 해당한다.

IV. 정부 벤처캐피탈 운영방안과 국내 현황 평가

1. 정부 벤처캐피탈의 모범적인 운영방안
2. 국내 정부 벤처캐피탈 프로그램 평가

IV. 정부 벤처캐피탈 운영방안과 국내 현황 평가

앞에서 해외 주요국의 정부 벤처캐피탈 현황과 특징을 개관하였다. 본 장에서는 해외 정부 벤처캐피탈의 운영경험을 바탕으로 정부 벤처캐피탈의 모범적인 운영방안을 운영조직, 운용사, 출자자 및 투자방식의 관점에서 살펴보고자 한다. 아울러 이러한 기준에 따라 우리나라 정부 벤처캐피탈 프로그램을 평가해 보고자 한다.

1. 정부 벤처캐피탈의 모범적인 운영방안

가. 운영조직

1) 법적 형태

Cumming and MacIntosh(2006)가 지적한 바와 같이 개방형 뮤추얼펀드 형식을 가지고 있는 캐나다 LSVCC는 대리인 비용과 운용 인센티브의 부족으로 인해 많은 문제점을 노정하였다. 예를 들어, 이러한 형태의 벤처캐피탈 펀드는 출자와 환매가 자유롭기 때문에 합자회사형 벤처캐피탈 처럼 일정한 기간 동안 성공적인 회수 및 가치제고를 위해 노력할 유인이 부족하다. 또한, 높은 세제혜택으로 인하여 출자자의 기대 운용수익률이 낮았으며, 이로 인해 출자자가 운용인력을 통제할 유인(disciplining incentive)이 낮을 수밖에 없다.⁴⁶⁾

46) 캐나다 LSVCC와 마찬가지로 출자자에게 세제혜택을 제공하는 프로그램으로 영국의 VCT(Venture Capital Trust)가 있다. 이 프로그램은 출자자가 5년 이상 보유할 경우 20만파운드를 한도로 공모 투자총액의 30%까지 배당소득세 면세와 자본이득세 감면 혜택을 부여하고 있다.

따라서, 정부 벤처캐피탈은 운영주체와는 상관없이 limited liability partnership(LLP) 또는 limited liability corporation(LLC)와 같이 민간 벤처캐피탈 시장에서 표준적으로 사용되는 법적 형태를 사용하는 것이 중요하다. 이는 펀드의 법적 구조가 민간 벤처캐피탈 시장에서 널리 사용되는 익숙한 방식의 구조를 갖출 때 민간 출자자가 부담 없이 출자할 수 있기 때문이다.

2) 지배구조

정부 벤처캐피탈 펀드는 LLP나 LLC형 민간 벤처캐피탈 펀드와 마찬가지로 운용사가 전문적으로 운용을 하고 정부를 포함한 출자자들은 피동적인 역할만을 담당하는 구조를 선택하는 것이 바람직하다. 특히, 정부는 펀드가 결성된 이후 펀드 운용에 간섭하지 않을 것임을 명문화하되 운용사가 운용의 책임을 전적으로 지도록 하여야 한다. 그리고 향후 민간 벤처캐피탈 펀드 자금모집 시 제출해야 할 트랙레코드에도 정부 벤처캐피탈 운용성과가 포함되도록 하여야 한다.

정부 벤처캐피탈 운영조직은 일반 벤처캐피탈 펀드와 마찬가지로 투자(출자)심의위원회, 리스크관리위원회 및 이사회로 이루어지는 구조를 갖추는 것이 필요하다. 먼저, 투자(출자)심의위원회는 피투자기업 또는 피투자 벤처캐피탈 펀드의 적격성 심사, 투자(출자), 회수 및 사후관리 등에 대한 의사를 결정하는 조직이다. 또한, 투자(출자)심사와 별도로 컴플라이언스 조직을 구성하고, 위원으로는 투자(출자)심의위원회에 소속되지 않은 준법감시인을 선정하여 운영기관장, 투자(출자)심의위원회, 핵심운영인력 및 관리지원팀과 긴밀한 의사소통체계를 구축할 필요가 있다. 정책당국과 민간 전문가 그룹으로 구성되는 이사회는 정부 벤처캐피탈 프로그

램의 운영방향 및 중요 사항에 대한 의사결정을 하는 조직이다.

나. 운용사 측면

기존 문헌에 대한 분석에서 정부소유 벤처캐피탈이 정부지원 벤처캐피탈보다 창업초기 기업 투자와 가치제고, 그리고 구축효과 측면에서 정책효과가 높지 않음을 살펴보았다. 따라서, 효과적인 정부 벤처캐피탈 운영을 위해서는 정부가 역량 있는 민간 운용사가 운용하는 벤처캐피탈 펀드 또는 재간접투자펀드에 출자하는 방식이 바람직하다. 이 때, 정부 벤처캐피탈의 궁극적인 목적이 민간출자 활성화를 통한 자생력 있는 벤처캐피탈 시장의 형성이라고 본다면 정부 벤처캐피탈 펀드 결성에서 우수한 민간 운용사를 선정하여 민간출자의 유인을 높이는 것이 중요하다.

그러나 일급 민간 운용사가 정부 벤처캐피탈 펀드 운용에 참여할 인센티브는 높지 않다. 시장실패 극복이라는 정책목표를 가지고 있는 정부 벤처캐피탈의 성격상 투자수익률이 민간 벤처캐피탈보다 높을 수가 없기 때문이다. 그렇다고 해서 예상되는 낮은 수익률을 보충하기 위해 관리보수와 성공보수 등 운용보수를 높여주게 될 경우 민간 출자자의 이해관계와 배치된다. 따라서, 정부 벤처캐피탈의 성공은 정부의 정책목표 달성, 일급 민간 운용사의 참여 인센티브, 그리고 민간 출자자의 참여 인센티브 간의 균형을 어떻게 이루어나가는가에 달려 있다. 또한, 정책목표 달성을 위해 정부는 사전에 정해진 투자지역, 특정 기술유형, 성장단계 등을 강제하거나 또는 이 중 일부에 대해 운용사에게 재량권을 줄 수 있다. 하지만, 정책목표를 위해 운용사에게 과도한 임무를 부여할 경우 일급 민간 운용사 및 민간 출자자의 참여를 저해할 수 있음을 유념해야 한다. 물론 정부의 정책목표 달성과 운용사의 과도한 재량권 행사를 제한하기 위해 최소한의 통제장치를 마련할 필요는 있다.

운용사 선정 및 펀드 결성조건을 결정하는 방식에는 두 가지가 있다. 첫 번째 방식은 정부가 벤처캐피탈 업계의 중개기관을 고용하여 우수 민간 운용사를 접촉하고 기본적인 펀드 결성조건을 정부와 협의한 후 운용사가 직접 민간자금을 모집하는 방식이다. 이 방식은 민간 운용사를 통하여 시장정보 및 각종 피드백을 받아 펀드 결성조건을 확정하게 되므로 선정절차가 상대적으로 간소하다. 다만, 이 방식은 운용사 선정과정에서 부정의 소지가 많아 경쟁입찰을 의무화하고 있는 국가에서는 시행하기 힘들다. 두 번째 방식은 정부 조달법 상의 조달절차에 의해 운용사를 선정하는 공식적인 방법이다. 이 방식은 입찰 및 펀드 결성조건이 사전에 공고되며, 경쟁입찰 방식으로 운용사를 선정한다. 하지만, 정부가 최적의 펀드 결성조건을 공개입찰 공고 전에 확정하여야 하므로 이 방식은 부정의 염려가 없음에도 불구하고 민간 벤처캐피탈 펀드 결성과정과 같은 신속적인 과정에는 적합하지 않다.

한편, 벤처캐피탈 시장 확대와 더불어 벤처캐피탈 투자에 특화된 전문 운용인력의 지속적인 배출도 정부 벤처캐피탈의 중요 정책목표라고 할 수 있다. 따라서, 운용사 선정기준의 하나인 트랙레코드는 벤처캐피탈 운용사의 트랙레코드가 아닌 전문 운용인력의 트랙레코드로 하는 것이 바람직하다. 또한, 벤처캐피탈과 같은 사모펀드의 특성에 맞게 정책목표에 위배되지 않는 한 오랫동안 한 팀으로 일한 경험이 있는 운용팀을 갖춘 운용사를 선정하여 이들의 응집력을 최대한 살릴 필요가 있다.

다. 출자자 측면

1) 민간출자 활성화의 필요성

정부 벤처캐피탈은 정부 재정이거나 정책금융기관의 공공자금을 운용

하는 만큼 장기적으로 민간의 출자를 유도하여 자생력을 가진 벤처캐피탈 시장으로 만들어 나가야 한다. 직접적이고 장기적인 정부의 벤처캐피탈 시장 개입은 자칫 자생력 있는 민간 벤처캐피탈 시장 형성을 지연시킬 수 있기 때문이다. 또한, 다원화된 자금의 원천을 갖추어야 안정적인 펀드 결성계획이 가능하고 자금모집이나 투자 활동에서 출자자의 네트워크를 활용할 수 있다. 그러므로 벤처캐피탈 펀드 출자의 다변화 역시 자생력 있는 민간 벤처캐피탈 시장을 조성하는 데 필수적이다.

대부분 국가의 벤처캐피탈 시장 규모는 그렇게 크지 않다. 그런데 민간 출자자들은 벤처캐피탈 시장의 작은 규모를 빌미로 출자를 꺼릴 수 있다. 특히, 벤처캐피탈 투자 또는 출자에 필수적인 전문지식과 투자 역량을 갖추기 어려운 대형 연기금이 출자를 꺼릴 수 있다. 반면, 특화된 투자에 관심을 갖는 중소 규모의 대학기금 또는 재단 등 중소형 연기금이 벤처캐피탈 펀드 투자에 관심을 가질 수 있다. 이 점에서 민간출자의 활성화를 위해서는 대형 연기금뿐만 아니라 중소형 연기금과 같은 소규모 출자자의 출자를 유도하는 것이 중요하다.

한편, 2000년 이후 벤처캐피탈 수익률의 전반적인 하락과 글로벌 금융위기의 여파로 벤처캐피탈 시장이 침체를 겪고 있는 유럽에서는 민간 자금이 정부자금만큼 벤처캐피탈 시장으로 유입되지 않았다. 오히려 금융위기 이후에는 민간 출자금이 감소하는 현상이 발생하였다. 이러한 상황에서 유럽벤처캐피탈협회(EVCA)는 민간출자를 유도하기 위해 민간 운용사가 운용하는 재간접투자펀드를 활성화하는 벤처문화(venture culture)를 만들 것을 권고하고 있다(EVCA(2010)). 실제로 2000년대 중후반 이후 민간 운용사가 운용하는 재간접투자펀드가 영국, 독일, 프랑스, 벨기에 등의 국가들을 중심으로 점차 늘어나고 있다.⁴⁷⁾

47) 물론 우리나라의 경우도 이미 지난 2005년부터 중소기업진흥공단의 100% 자회사로서 공적 운용기관인 한국벤처투자가 전액 정부자금으로 이루어진 재간접투자펀드를 운용해 왔으며, 2013년 현 정부의 경제 정책인 창조경

따라서, 민간출자를 활성화하는 차원에서 EVCA의 권고처럼 민간 재간접투자펀드를 활용하여 민간 투자자의 출자를 유도하고 소규모 벤처캐피탈 투자의 경제성 부족 문제를 극복할 필요가 있다. 이를 위해서는 무엇보다도 전문 민간 운용사가 재간접투자펀드를 운용하게 될 경우 충분한 수익을 올릴 수 있음을 민간 출자자들에게 보여줄 필요가 있다. 최선의 민간 운용사를 선택하여 수익성을 향상시키고 민간 출자자가 정책 목적을 가진 정부 벤처캐피탈에 가질 수 있는 거부감을 최소화하여 민간 출자자들이 출자할 인센티브를 갖도록 해야 하는 것이다.

2) 민간출자 유인을 위한 인센티브

모펀드인 재간접투자펀드 단계나 자펀드(feeder fund) 단계를 막론하고 해외에서는 민간출자를 유도하기 위해서 민간 출자자에게 다양한 방식의 인센티브를 제공하고 있다. 민간자금이 출자되는 정부 벤처캐피탈 프로그램 관련해서 현재 사용되고 있는 수익배분 구조는 다음의 6가지가 있다.

첫째, 민간 출자분에 대해 특별한 우대 조건 없이 출자비율에 따라 동일순위로 수익을 배분하는 방식이다. 이러한 사례로는 EU의 EIF, 핀란드의 FII, 호주의 Pre-seed Fund, 미국의 SBIC 프로그램, 그리고 영국의 RVCF 등을 들 수 있다.⁴⁸⁾ 또한, 이 방식은 과거 이스라엘의 Yozma 펀드에서 사용되었던 방식이기도 하다.

둘째, 출자 및 수익배분의 시기를 조정하여 민간 출자자에게 인센티

제 구현을 위한 대표적인 정책금융으로서 성장사다리펀드가 재간접투자펀드 형식으로 출범하였다. 하지만, 아직까지 민간 운용사가 운용하는 재간접투자펀드는 없는 상황이다.

48) 앞 장에서 살펴본 해외 정부 벤처캐피탈 프로그램 대부분이 동일순위 수익배분 방식을 사용하고 있다.

브를 주는 방식이다. 통상적인 수시납(capital call) 출자 방식에서는 운용사가 요청하는 납입금을 출자비율에 따라 모든 출자자가 동시에 납입하고 수익의 배분도 동시에 출자비율에 따라 이루어진다. 반면, 출자 및 수익배분 시기를 조정하는 인센티브 구조에서는 정부 출자분이 다 소진된 이후 민간출자가 이루어지며, 민간 출자분에 대한 수익이 배분된 이후 정부 출자분에 대한 수익이 배분되는 방식을 사용한다. 따라서, 이 방식은 민간 출자자의 펀드 내부수익률(IRR)을 높이는 효과가 있다.

셋째, 정부가 벤처캐피탈 펀드에 대한 출자 대신 대출을 통하여 민간 출자 자금의 레버리지가 가능하도록 인센티브를 부여하는 방식이다. 미국 SBIC 프로그램이 이 방식을 사용하는 대표적인 정부 벤처캐피탈 프로그램이다. 민간 출자자 입장에서 이 방식은 벤처캐피탈의 투자성과가 좋은 경우 높은 수익을 올릴 수 있으나, 투자성과가 낮은 경우에는 수익률이 악화될 가능성이 있다.

넷째, 정부 출자분에 대하여 수익의 상한을 설정하는 방법이다. 이 방식은 수익률이 사전에 정해진 일정 수익률을 초과할 경우 초과수익을 민간 출자자에게 귀속시키는 방법으로 민간 출자자의 수익률을 높여주기 때문에 투자 성공을 위한 가치제고 활동을 유도하는 데 용이하다. 대표적인 프로그램으로는 호주의 Pre-Seed Fund와 IIF를 들 수 있다.

다섯째, 민간 출자자에게 정부 출자지분을 인수할 수 있는 옵션을 부여하는 방법이다. 예를 들어, 일정 기간이 경과하면 출자액에 인수 시점까지 일정 수익률을 적용한 가격으로 민간 출자자가 정부 출자지분을 인수할 수 있는 권리를 부여하는 것이다. 이 방식은 정부 벤처캐피탈의 수익을 제한하고 잔여가치를 민간에 귀속시킨다는 점에서는 네 번째 방법과 유사하다. 하지만, 정부 입장에서 민간 출자자가 인수 옵션을 행사하는 경우 펀드의 성공을 보다 가시적으로 홍보하는 효과가 있으며, 정부 출자분을 조기에 회수할 가능성이 있어 매력적인 방법이다. 실제로

이 방법은 과거 이스라엘의 Yozma 펀드에서 사용되었는데, Yozma 펀드의 정부 출자분은 펀드 만기 이전에 성공적으로 회수되었다.

여섯째, 벤처캐피탈 펀드에서 손실이 발생할 경우 펀드의 손실을 정부 출자분에서 우선 충당하는 방식이다. 이는 민간 출자자에게 수익률의 하한을 보장해 줌으로써 민간 출자분의 예상 수익률을 높이는 방식이다. 대표적인 예로는 독일의 WFG, tbg & KfW, 프랑스의 Sofaris, 덴마크의 Equity Guarantee 등의 각종 투자보증 프로그램이 있다. 그러나 이러한 우선손실충당 방식은 출자자 및 운용사의 도덕적 해이를 유도하거나 역량이 떨어지는 운용사의 정부 벤처캐피탈 시장 진입을 유발할 가능성이 높은 방식이다.

Jaaskelainen, Maula and Murray(2007)은 이 6가지 인센티브 방식 중 민간출자자에게 출자 및 수익배분 시점을 유리하게 해 주는 방식이 민간 출자자의 수익률을 제고하는 데 가장 효과적인 방식임을 시뮬레이션을 통해 밝히고 있다. 반면, 레버리지 방식은 민간 출자자에 대한 인센티브 제공 효과가 그리 크지 않음을 보이고 있다. 왜냐하면 이 방식이 효과가 있으려면 무엇보다도 펀드 수익률이 좋아야 하나, 정부 벤처캐피탈이 지향하는 창업초기 기업 투자가 민간 출자자가 선호하는 중·후기 기업투자보다 수익률이 낮기 때문이다.

또한, Jaaskelainen, Maula and Murray(2007)은 우선손실충당 방식이 인센티브 제공 효과가 없음을 밝히고, 그 이유로 신호효과를 들고 있다. 즉, 우선손실충당 방식 자체가 펀드가 투자할 대상이 매력적이지 않음을 신호하여 투자역량이 뛰어난 민간 운용사의 참여 인센티브를 떨어뜨리고, 민간 출자자의 기대수익률을 낮추게 된다는 것이다. 그리고 이는 결국 투자역량이 떨어지는 운용사가 펀드를 운용하여 발생하는 펀드손실이 정부 출자분의 감액으로 귀결되는 자기예언적(self-fulfilling prophecy) 결과를 초래하기 쉽다. 한편, 캐나다 LSVCC처럼 출자자들에

게 직접적인 세제혜택을 주는 방식 역시 기대수익률을 낮춰 출자자의 참여 인센티브를 낮출 수 있다.

이러한 결과를 종합해보면, 현재 사용되고 있는 방식 중 민간출자를 유도하기 위해 고려할 수 있는 방법은 정부 출자분에 대하여 수익의 상한을 설정하는 방법과 민간 출자자에게 정부 출자지분을 인수할 수 있는 옵션을 부여하는 방법이라고 할 수 있다. 특히, 과거 이스라엘 Yozma 펀드의 사례에서 보듯이 민간 출자자에게 정부 출자지분을 인수하는 옵션을 부여하는 방식은 벤처캐피탈 시장에 정부 개입을 최소화할 수 있는 방식으로 평가받고 있다. 만일 민간 출자자가 옵션을 행사하면 정부 벤처캐피탈 프로그램이 성공적이라는 것을 시사하므로 정부는 옵션 행사 시점에서 자연스럽게 시장 개입을 중단할 수 있다. 또한, 옵션이 행사되지 않는다면 해당 프로그램이 성공적이지 않다는 것을 의미하므로 프로그램을 전면적으로 조정하거나 중단할 수 있다. 마지막으로 민간출자 유도 효과가 매우 크지만 아직까지 많이 사용되고 있지 않고 있는 출자 및 수익배분 시점을 조절하는 방식도 향후에는 많이 활용될 것으로 예상된다.

<표 IV-1> 정부 및 민간 출자자 수익배분 구조

투자방식	내용	사례	수익배분 방식
단순 매칭 방식	<ul style="list-style-type: none"> 민간 투자자와의 공동투자 출자지분에 따른 수익배분 	50% 이상 출자: EU EIF 핀란드 FII 이스라엘 Yozma 50% 이하 출자: 호주 Pre-seed Fund 미국 SBIC 영국 RVCF	동일순위 (Pari-passu)
출자/배분 시점	<ul style="list-style-type: none"> GVC 선순위 출자, 후순위 배분 민간 출자자의 IRR 상승효과 		출자 및 배분 시점의 차등
레버리지	<ul style="list-style-type: none"> GVC의 벤처캐피탈 펀드에 대한 대출(레버리지) 민간 출자자의 수익 증대효과 	미국 SBIC	레버리지를 활용한 수익증대
GVC 수익 상한 설정	<ul style="list-style-type: none"> 일정 IRR을 초과하는 수익을 민간 투자자에게 귀속 민간 출자자의 수익률 상승효과 및 GP의 가치제고 활동 유인 	호주 Pre-seed Fund 호주 IIF	GVC 수익 제한 및 잔여 수익의 민간 귀속
GVC 지분 매수옵션	<ul style="list-style-type: none"> 민간 출자자가 일정 가격(출자액+일정 수익률)으로 GVC 지분을 일정 시점(이후)에 매수할 수 있는 권리 부여 민간 출자자의 수익률 상승 효과는 GVC 수익 상한 설정 방식과 동일하나 (1) 매수옵션 행사는 펀드 성공을 보다 가시적으로 홍보 및 (2) GVC 출자분의 조기 회수 가능 	이스라엘 Yozma	GVC 수익의 제한 및 전체 잔여 주식의 민간 귀속
민간 출자자 수익률 보장	<ul style="list-style-type: none"> GVC가 벤처캐피탈 펀드 손실을 우선적으로 부담 민간 출자자의 수익률 보장효과 	독일 WFG, tbg & KfW 프랑스 SOFARIS 덴마크 Equity Guarantee	민간 손실분의 보상으로 인한 민간 수익률 상승

자료: Jaaskelainen, Maula and Murray(2007)

한편, 자생적인 민간 벤처캐피탈 시장을 조성하기 위해서는 민간 출자자의 유치뿐만 아니라 역량 있는 민간 운용사의 정부 벤처캐피탈 프로그램 참여를 적극 유도할 필요가 있다. 하지만, 민간 운용사 입장에서 보면 정부 벤처캐피탈의 기회비용이 크기 때문에 역량 있는 민간 운용사가 이에 참여할 유인이 크지 않은 것 또한 사실이다. 이는 일반적으로 창업초기 기업 투자수익률이 중·후기 기업 투자수익률보다 낮고, 창업초기 기업 투자 펀드가 소규모여서 관리보수와 성과보수 수준도 낮기 때문이다. 그렇다고 해서 민간 운용사에게 일반 벤처캐피탈 펀드와 유사한 수준의 관리보수 및 성과보수를 지급하게 되면 오히려 역량이 떨어지는 운용사만이 참여하게 되는 자기예언적 결과가 실현될 가능성이 높아진다.

결국 정부, 민간 출자자 및 민간 운용사 모두가 만족스런 방향으로 정부 벤처캐피탈이 운영되기 위해서는 창업초기 기업 투자수익률 자체가 높아져야 한다. 이 점에서 정부 벤처캐피탈 자금의 투입과 더불어 우수한 창업초기 기업이 탄생할 수 있는 제반 여건을 조성하는 것이 매우 중요하다고 할 수 있다. 이는 정부 벤처캐피탈을 통한 자금의 투입이라는 공급측면(supply side) 프로그램 이외에도 창업자 교육(investment readiness), R&D 사업화, 인큐베이션 등 이른바 수요측면(demand side) 프로그램과 우수 전문 투자자를 유치하기 위한 노력이 병행되어야 함을 의미한다.

라. 투자방식 측면

전술한 바와 같이 다수의 해외 국가들은 민간 주도의 벤처캐피탈 시장 육성을 위해 간접재투자펀드 및 매칭펀드 등 시장친화적인 민관합동 방식의 정부 벤처캐피탈 프로그램을 운영해 왔다. 그리고 이 정부 벤처

캐피탈 프로그램들은 각국 벤처캐피탈 시장 형성에 많은 기여를 한 것으로 평가된다. 이는 민관합동 프로그램이 다음과 같은 장점을 가지고 있기 때문이다. 첫째, 정부 벤처캐피탈의 매칭투자로 인해 펀드규모가 증가함으로써 창업초기 기업 투자와 관련된 고정비용이 감소하고 후속 투자 재원마련이 가능하게 되는 등 펀드운용의 효율성을 높일 수 있다. 둘째, 펀드의 법적 형태가 민간 벤처캐피탈과 같은 LLP 형태로 설정되어 펀드 운영, 출자자의 권리 및 운용사 통제 등의 측면에서 민간 출자자가 익숙한 형식으로 운영될 수 있다. 셋째, 민간 전문 운용사가 펀드를 운용하므로 정부는 민간 벤처캐피탈의 작동 원리에 대해 경험을 쌓을 수 있다. 넷째, 민간 출자자의 수익구조를 보다 유리하게 구성하여 민간 출자자들이 창업초기 기업에 출자할 수 있는 인센티브가 높아진다. 다만, 이러한 인센티브에도 불구하고 민간 운용사는 역량이 떨어지는 운용사만이 관심을 가질 가능성이 높다.

반면, 민관합동 방식의 정부 벤처캐피탈 프로그램이 장점만 있는 것은 아니다. 첫째, 정부가 이러한 벤처캐피탈 프로그램에 비상업적 정책 논리로 운용에 자의적인 간섭을 할 수 있으므로 민간 출자자와 운용사가 참여를 기피하는 경향이 생길 수 있다. 보다 근본적으로는 정부와 민간 출자자는 펀드운용에 대해 서로 이해가 상충하는 문제가 있다. 둘째, 정부 벤처캐피탈 프로그램은 민간 벤처캐피탈 시장에 대한 경험이 풍부하지 못한 정부가 설계하여 민간 출자자 및 운용사가 원하는 방식으로 인센티브를 제공하기 어렵거나, 반대로 정책목표와 상치되는 민간 출자자와 운용사의 요구를 여과 없이 수용할 가능성이 있다. 셋째, 벤처캐피탈 시장에 대한 경험이 부족한 정부가 역량 있는 민간 운용사를 선정하고 평가할 기준이 없을 가능성이 높다. 넷째, 한정된 재정과 정책 측면의 공정성 이슈로 인해 펀드규모가 효율적인 펀드 운용에 필요한 최소 규모에 미달할 가능성이 있다. 다섯째, 정부 및 민간 벤처캐피탈에서 경험과 역량을 축적한 민간 운용사가 향후 민간 벤처캐피탈 시장으로 이

탈할 가능성이 높아 역량 있는 운용사의 유지가 어렵다.

이하에서는 이와 같은 민관 합동방식의 정부 벤처캐피탈 프로그램의 장단점을 고려하여 재간접투자펀드 및 매칭펀드의 운영방안에 대해 살펴보고자 한다.

1) 재간접투자펀드

재간접투자펀드 방식으로 정부 벤처캐피탈을 설계할 때 고려해야 할 주요 사항은 운용주체 즉, 정부 직접 또는 민간 위탁방식 여부, 기업의 업종 및 성장단계별 포트폴리오 배분 등의 투자지침, 민간출자에 대한 수익배분 방식 등이다.

현재 정부 벤처캐피탈의 운용주체는 유럽을 중심으로 정부가 전액 출자를 하고 공적기관이 직접 재간접투자펀드를 운영하는 방식이 다수를 차지하고 있다. 이는 벤처캐피탈 시장이 정부 주도로 이루어지고 있는 국가에서 주로 나타나는 현상이다. EVCA는 최근 이러한 방식에서 정부자금을 민간 운용사가 운영하는 재간접투자펀드에 위탁 운용할 것과 민간출자에 인센티브를 부여할 것을 권고하고 있다(EVCA(2010)).⁴⁹⁾

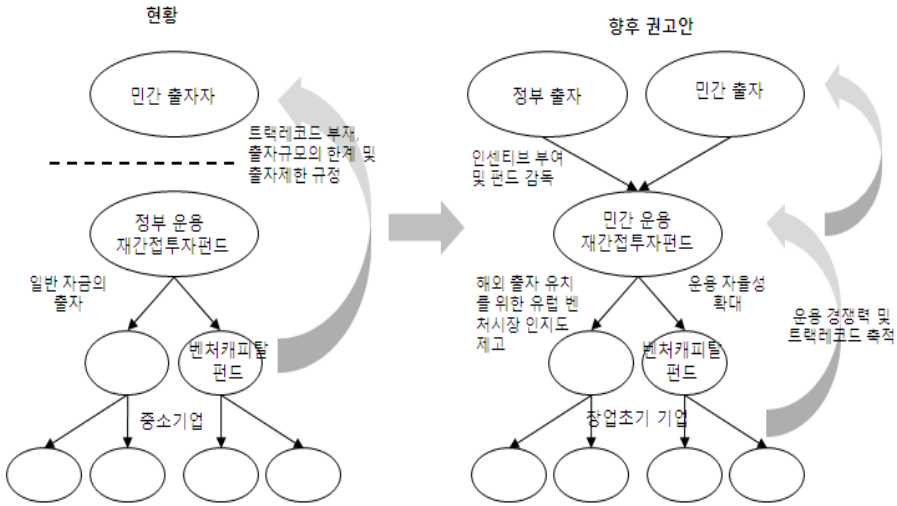
한편, EVCA의 권고와는 독립적으로 최근 캐나다, 영국, 프랑스 등과 같은 국가는 정책자금의 일부를 민간 재간접투자펀드에 위탁 운용하고

49) 그간 EU 및 유럽 각국의 노력으로 일반 중소기업 자금 지원을 위한 지분형 투자 시장은 어느 정도 형성이 되었으나, 혁신형 창업초기 기업 같은 경우는 오히려 정부자금에 대한 의존도가 심화되었다. 이를 해소하기 위해 EVCA는 민간 장기 투자자를 유인할 수 있는 벤처캐피탈 시장을 만들어야 함을 강조하고 있다. 이를 위해 EVCA는 민간 재간접투자펀드에 출자하는 민간 출자자에 인센티브를 제공하고, 정부는 민간출자에 매칭출자할 것을 권고하고 있다. 또한, EVCA는 민간 주도의 벤처캐피탈 시장을 형성하기 위해 역량 있는 우수 민간 벤처캐피탈 운용사를 재간접투자펀드 운용사로 선정할 것을 권고하고 있다.

있다. 특히, 캐나다는 2013년 Venture Capital Action Plan을 발표하여 민간 재간접투자펀드 방식을 활용하여 자국의 민간 벤처캐피탈 시장을 육성하기 위해 노력하고 있다. 이 계획안의 주요 내용은 4억캐나다달러의 정부자금을 4개의 민간 재간접투자펀드에 출자하고, 기관투자자로부터 8억캐나다달러 규모의 민간 재간접투자펀드 출자를 유치하여 총 12억캐나다달러의 벤처캐피탈 투자 재원을 조성하는 것이다. 민간 운용사로써는 민간 벤처캐피탈 시장에서 평판과 트랙레코드를 가진 운용사를 선정하는 것을 목표로 하고 있으며, 민간 출자자들은 출자와 수익배분 순서에서 정부 출자분 대비 우대를 받는다. 또한, 이러한 운용사 선정에는 해외의 우수 운용사들도 참여할 수 있도록 하여 해외 운용사들이 보유한 해외 시장 네트워크를 피투자기업의 성장과 회수에 활용할 수 있도록 할 예정이다.

피투자기업에 대한 초기 및 후속투자를 통해 피투자기업의 성장을 지원하는 소기의 목적을 달성하기 위해서는 일정 규모 이상의 출자가 필요하다. 그런데 정부 출자는 어디까지나 시장이 자생력을 확보할 때까지 필요한 일시적인 자금이 되어야 한다. 정부자금이 필요하다고 해서 정부자금이 민간 투자자금의 영구적인 원천이 되어서는 안 되는 것이다. 따라서, 재간접투자펀드 설계 시 운용기간을 10년 이상으로 장기로 하되, 한시적인 펀드로 할 필요가 있으며, 민간출자 규모가 최소한 정부출자 규모보다 크도록 하여야 한다.

<그림 IV-1> 유럽 재간접투자펀드의 운영방식의 변화



재간접투자펀드 방식의 정부 벤처캐피탈은 상업적 관점에서 출발해야 하며, 재간접투자펀드에 부여되는 정책목표와 이에 따른 투자대상이 최대한 넓고 유연해야 한다. 이는 펀드 운용의 안정성 확보와 위험 감소를 통한 민간 출자자 및 역량 있는 운용사의 참여, 그리고 궁극적으로 자생력 있는 민간 벤처캐피탈 시장의 조성을 위해 필요하기 때문이다. 따라서, 재간접투자펀드 방식의 정부 벤처캐피탈은 특정한 정책목표를 위해 투자대상 및 특정 지역 등에 대한 과도한 임무를 부여하기보다는 민간 벤처캐피탈 활성화를 목표로 해야 한다. 특정 정책목표는 정부 소유 벤처캐피탈의 직접투자나 매칭투자를 통해 해결하는 것이 바람직하다.

재간접투자펀드가 민간 벤처캐피탈 활성화를 목표로 하는 경우 펀드 수익배분 측면에서 민간 출자자에게 인센티브를 제공하는 것이 중요하다. 즉, 재간접투자펀드는 타 자산군 투자수익률 대비 민간 출자자의 벤처캐피탈 투자수익률을 높이는 방향으로 설계되어야 하는 것이다. 이

러한 관점에서 동일순위 방식이 아닌 민간 출자자 우대 방식의 수익률 구조를 선택할 필요가 있다.

재간접투자펀드 구조에서 민간출자는 3단계로 이루어질 수 있다. 첫째, 재간접투자펀드, 즉 모펀드 자체에 대한 민간출자이다. 둘째, 자펀드 결성 시 재간접투자펀드는 주력투자자로서 자펀드 운용사 선정 및 펀드 결성 조건을 결정하고, 자펀드에 대한 민간출자에 모펀드가 매칭출자하는 것이다. 셋째, 민간 벤처캐피탈 펀드가 피투자기업에 투자할 때 공동 투자 또는 매칭투자를 하는 방법이다. 앞에서 논의한 민간 출자자 또는 투자자에 대한 인센티브는 이 세 가지 단계 모두에서 적용될 수 있다.

마지막으로 민간 재간접투자펀드는 기존 정부 벤처캐피탈 프로그램을 대체하는 것이 아니라 보완하는 것임을 유의해야 한다. 비록 민간 재간접투자펀드가 민간출자를 유인하여 효율적인 벤처캐피탈 투자가 가능하도록 하고, 민간 벤처캐피탈 시장 형성에 도움을 주는 것도 사실이지만 결국 민간이 기피하는 창업초기 기업 투자 활성화와 민간 운용사 역량강화를 위해 정부가 직접적으로 운영하는 재간접투자펀드도 필요하기 때문이다. 이상의 논의를 정리한 재간접투자펀드 운영방안은 다음의 <표 IV-2>와 같다.

<표 IV-2> 재간접투자펀드 운영방안

항목	내용
운용주체	<ul style="list-style-type: none"> · 현재 정부 운용 재간접투자펀드 방식이 대부분을 차지 · 최근 EVCA는 민간 재간접투자펀드 방식 비중을 증가시킬 것을 권고 · 캐나다, 프랑스, 독일, 영국 등은 이미 민간 재간접투자펀드에 위탁운용 중 · 민간이 기피하는 창업초기 기업 투자와 신생 민간 운용팀 육성을 위해서 정부 운용방식과 민간 위탁방식의 혼용이 필요
기간 및 펀드성격	<ul style="list-style-type: none"> · 10년 이상의 장기 운용기간 · Evergreen 펀드가 아닌 한시적 펀드
정책임무 부과	<ul style="list-style-type: none"> · 최대한 시장친화적 방식의 상업적 관점으로 운용 · 정책목표는 민간 벤처캐피탈 시장 활성화이며 특정 섹터 및 지역 투자 등 직접적 정책효과 달성은 직접투자나 매칭투자를 활용할 필요 · 펀드운용의 안정성 확보를 통한 민간 출자자 및 운용사 유인을 위해 정책목표는 최대한 유연하게 적용되는 것이 바람직
민간출자 인센티브	<ul style="list-style-type: none"> · 민간 출자자의 타 자산군 투자수익률 대비 수익률이 높아야 함 · 동일순위보다는 민간출자 우대 방식의 수익률 구조가 바람직
운용사 선정	<ul style="list-style-type: none"> · 운용인력의 트랙레코드를 선정기준으로 하는 것이 바람직 · 오랫동안 한 팀으로 일한 경험이 있는 운용팀을 선정하는 것이 중요 · 민간 운용사 육성을 위해 루키리그(rookie league)의 운영을 고려
정부 매칭출자 비율	<ul style="list-style-type: none"> · 과도한 출자를 피하기 위해 통상 전체 벤처캐피탈 펀드규모의 50% 이하 출자 · 민간출자 인센티브와 연계하여 레버리지를 극대화

2) 매칭펀드

정부 벤처캐피탈로서 매칭펀드의 정책목표는 엔젤투자자나 민간 벤처캐피탈 등 민간이 주도하는 창업초기 기업 투자 활성화이다. 따라서, 매칭펀드의 운영방안은 정책목표에 부합하면서도 최대한 민간 투자자의 역선택 또는 도덕적 해이를 방지할 수 있는 방향으로 설계될 필요가 있다. 이 점에서 매칭펀드 운영상의 주요 고려사항은 운용주체, 매칭조건, 투자심사, 회수 및 사후관리 등을 들 수 있다.

우선, 매칭펀드 초기에는 정부 또는 공적기관이 매칭펀드 운용을 담당하고, 시장이 성숙되면 점차적으로 민간 벤처캐피탈에 위탁하여 운용하는 것이 바람직하다. 초기 단계에서 정부 직접 운용이 필요한 이유는 다음과 같다. 첫째, 민간 벤처캐피탈의 경우 정책목표 달성에 필요한 투자의 중립성 유지 및 공공성 확보가 제한된다. 둘째, 벤처캐피탈 시장이 성숙하지 않은 시기에는 양질의 창업초기 기업에 대한 투자기회가 제한되므로 민간 운용사 참여가 저조할 수 있다. 셋째, 창업초기 기업 투자에 주력하는 벤처캐피탈이나 엔젤투자자 층이 두텁지 않을 경우 민간 벤처캐피탈이 매칭펀드를 운용할 유인이 적다. 이를 감안하여 매칭펀드는 5년에서 10년 동안 한시적으로 운용되는 것이 바람직하다.

매칭펀드 운용방식은 프로그램마다 조금씩 차이가 난다. 예를 들어, 영국의 Enterprise Capital Funds(ECF) 프로그램은 정부 매칭자금을 여러 민간 운용사에 출자 또는 대출하고, 민간 운용사가 이를 운용하는 방식이다. 그런데 이들 민간 운용사 모두가 매칭펀드 방식으로 개별 펀드자금을 운용하지는 않는다. 또한, 매칭펀드를 운영하는 경우에도 고정된 매칭비율을 적용하지 않고 풍부한 경험, 전문성 및 네트워크를 가진 엔젤투자자와 연계하여 신축적으로 공동투자를 수행한다. 반면, 매칭펀드의 가장 모범적인 사례로 인정받고 있는 영국 Scottish Co-investment Fund(SCF)는 공적기관인 Scottish Enterprise에서 운용하고 있으며, 고정된 매칭비율을 적용하는 등 대체적으로 수동적인 방식으로 매칭펀드를 운용하고 있다.

한편, 매칭펀드 초기단계에서는 창업초기 기업이 갖고 있는 고위험으로 인해 민간자본의 매칭펀드 출자를 현실적으로 기대하기 어려우므로 정부가 전액 출자하는 것이 바람직하다. 이후 매칭펀드의 운용 노하우가 축적됨에 따라 펀드의 성과가 어느 정도 가시화되면 추가로 결성되는 매칭펀드에 민간출자를 유도할 수 있을 것이나, 이 경우에도 민간 출자

자에게 별도의 인센티브를 부여할 필요가 있을 것으로 예상된다.

매칭조건은 매칭펀드의 규모에 따라 결정되어야 한다. 해외 매칭펀드의 경우 투자자와의 투자비율을 1:1로 운용하는 것이 통상적이나, 시장 성숙도, 매칭펀드 운용경험, 정책목표 등을 감안하여 매칭비율을 조절할 필요가 있다. 또한, 매칭투자는 본질적으로 수동적인 투자이므로 매칭펀드의 투자조건은 매칭 투자자와 동일한 조건으로 하는 것이 바람직하다. 실제로 거의 대부분의 국가에서 이러한 방식으로 매칭투자를 수행하고 있다.⁵⁰⁾ 이 경우 정부 투자분을 보호하기 위하여 통상적으로 매칭 투자자의 투자회수와 관련하여 동반매각요청권(drag-along) 조항과 동반매도참여권(tag-along) 조항이 포함된다. 추가적으로, 민간투자를 유인하기 위해 회수 시 매칭투자자에게 정부 투자분의 우선매수권을 부여하는 등의 인센티브를 제공하기도 한다.

매칭투자 선정방식에는 사전에 선정된 적격 매칭투자자들의 요청에 자동적으로 응하는 무조건적 매칭방식과 일정한 요건을 구비한 민간 투자자의 개별 매칭투자 요청건별 심사를 통해 선정하는 방식이 있다. 이때, 민간 투자자의 투자 의사결정과 독립된 매칭펀드 자체의 투자심사는 최소화하는 것이 바람직하다. 지나치게 엄격한 심사기준은 민간의 자율적인 투자의사결정에 부정적인 영향을 끼칠 수 있기 때문이다. 오히려 민간 투자자의 매칭투자 요청 시 사업성보다는 투자자와 피투자기업 간의 특수한 거래관계(related party transaction) 또는 이해관계에 초점을 두고 투자의 적격성 또는 합법성 여부를 철저히 조사하는 것이 필요하다.

또한, 매칭펀드 자금은 공적 자금이므로 피투자기업 경영진에 대한

50) 매칭투자를 신청하는 투자자는 창업초기 기업에 대한 직접투자 경험을 갖추고 자기의 자금을 투자하되 자신의 투자금액보다 더 많은 투자금액을 필요로 하는 투자기회를 찾는다면 매칭펀드에 자신과 동일한 조건으로 공동투자를 요청할 수 있다.

사후관리가 필요하며, 이를 위해 민간 매칭투자자와는 별도로 매칭펀드가 피투자기업 이사회 의석을 일정 수준 이상 확보할 필요가 있다. 성공적인 회수가 이루어졌을 경우 민간 투자자와의 수익배분 방식은 피투자기업 지분별 배분방식 또는 매칭펀드가 설정한 일정 목표수익률을 제외한 수익의 민간 공동투자자 귀속방식을 고려할 수 있다. 특히, 후자 방식은 과소투자가 이루어지는 특정 영역에 대한 민간투자를 활성화하기 위해서 사용될 필요가 있다. 이상의 논의를 정리한 매칭펀드 운영방안은 다음의 <표 IV-3>와 같다.

<표 IV-3> 매칭펀드 운영방안

특징	내용
운용주체	<ul style="list-style-type: none"> · 시장 또는 투자자 층이 형성되지 않으면 민간 벤처캐피탈의 운용유인이 낮음 · 따라서, 운용 초기에는 정부 또는 공적기관이, 점차 시장 성숙에 따라 민간 벤처캐피탈을 통한 위탁 운용이 바람직
매칭투자 선정방식	<ul style="list-style-type: none"> · 적격 매칭투자자 선정 후 무조건적 매칭 방식 또는 매칭신청 건별 심사방식 · 지나치게 엄격한 심사기준의 적용은 민간의 자율적 투자의욕을 저해 · 투자 적격성 및 합법성에 대한 철저한 조사에 초점
운용기간 및 펀드성격	<ul style="list-style-type: none"> · 5~10년의 한시적 펀드
민간출자	<ul style="list-style-type: none"> · 매칭펀드는 수동적 투자이므로 정부 매칭펀드에 민간출자는 현실적으로 곤란
매칭조건	<ul style="list-style-type: none"> · 프로그램마다 상이하나 기본적으로 1:1 매칭을 가장 많이 사용 · 매칭투자자와 동일한 조건(pari-passu)의 투자 · 동반매각요청권(drag-along) 및 동반매도참여권(tag-along) · 민간 투자자 참여 촉진을 위해 정부 매칭투자 지분의 콜옵션 부여
사후관리	<ul style="list-style-type: none"> · 공적 자금을 사용한 직접투자이므로 피투자기업 경영진에 대한 사후관리 필요 · 민간 매칭투자자와 별도로 최소한의 피투자기업 이사회 의석을 확보 필요

2. 국내 정부 벤처캐피탈 프로그램 평가

우리나라 정부 벤처캐피탈 프로그램은 한국벤처투자(KVIC)의 모태펀드, 미래창조펀드 및 엔젤투자매칭펀드, 정책금융공사의 벤처조합 출자사업, 산은자산운용의 성장사다리펀드, 기술보증기금과 신용보증기금이 각각 운영하는 보증연계투자⁵¹⁾ 등이 있다. 본 절에서는 이들 국내 정부 벤처캐피탈 프로그램이 운영조직, 운용사, 출자자 및 투자방식 측면에서 모범적인 운영방안과 어떠한 차이가 있는지 간략히 살펴보고자 한다.

우선, 투자기구의 법적 형태를 보자면, 신용보증기금과 기술보증기금의 보증연계투자를 제외한 국내 정부 벤처캐피탈 프로그램은 모두 투자조합 형태의 투자기구에 출자하고 있다. 중소기업창업지원법의 중소기업창업투자조합, 벤처기업육성에 관한 특별조치법의 한국벤처투자조합, 여신전문금융업법의 신기술사업투자조합 등이 이에 해당한다. 투자조합은 출자자와 운용사의 이해관계를 일치시키는 장점이 있어서 국내 민간 벤처캐피탈 시장에서 널리 활용되고 있는 투자기구 형태이다. 또한, 지배구조 측면에서 국내 정부 벤처캐피탈 프로그램들은 운용협의회 또는 자문위원회, 그리고 출자심의위원회를 필수 기구로 두고 있다. 따라서, 국내 벤처캐피탈의 운영조직은 모범적인 운영방안과 부합한다.

국내 정부 벤처캐피탈이 벤처캐피탈의 펀드운용에 대한 개입수준을 보면 다음과 같다. 30년 만기의 간접재투자펀드 방식의 모태펀드는 매년 중소기업청이 마련한 운용지침에 의거하여 출자사업을 수행하고 있다. 출자 중심의 정부 벤처캐피탈 프로그램을 운영하는 정책금융공사는 해당 시점의 정책목표에 따라 출자 사업의 내용과 규모를 결정하고 있다.

51) 보증연계투자는 기술보증기금과 신용보증기금이 각각 운영하고 있으나 중복투자를 방지하기 위한 기술보증기금과 신용보증기금 간 투자기업 대상 구분을 제외하고는 동일한 프로그램으로 운영 중이며 규모가 크지 않아 하나의 정부 벤처캐피탈로 다룬다.

성장사다리펀드와 미래창조펀드는 연간 단위의 운용지침이 없으며, 엔젤 투자매칭펀드 역시 일부 정책분야를 제외하고는 운용지침이 없다. 한편, 특정 정책 분야 및 피투자기업 성장단계에 대한 의무투자 비율 등의 펀드 운용규제가 존재하나, 정책성 성격을 갖는 펀드에 필요한 의무투자이므로 이를 과도한 운용 개입으로 간주하기는 곤란하다. 따라서, 국내 벤처캐피탈 시장이 정부 주도의 시장임에도 불구하고 국내 정부 벤처캐피탈이 벤처캐피탈의 펀드 운용에 개입하는 수준은 중간 정도라고 평가할 수 있다.

운용사 및 민간출자에 대한 인센티브는 다음과 같다. 우선, 창업초기 기업 투자에 적용되는 성과보수 산정 기준수익률을 0%로 하거나, 성장사다리펀드처럼 일정 수준을 초과하는 수익률을 달성할 경우 정부 출자분 수익의 일정 비율을 운용사에 지급하는 것을 제외하면, 운용사에 대한 추가적인 인센티브가 없다.⁵²⁾ 다만, 운용사가 손실을 우선적으로 충당하던 과거의 관행이 없어져서 운용사의 부담은 감소한 상황이다. 민간출자에 대한 인센티브는 정책자금이 우선적으로 손실을 충당하는 성장사다리펀드를 제외한 모든 프로그램의 수익배분 구조가 동일순위배분구조이다.⁵³⁾ 따라서, 모범적인 운영방안과 비교해볼 때 국내 정부 벤처캐피탈이 운용사 및 민간출자에 제공하는 인센티브 수준은 약하다고 할 수 있다.

한편, 우리나라 벤처캐피탈 시장은 벤처시장 활성화와 민간출자 유도라는 정책목표에도 불구하고 민간출자가 정체를 벗어나지 못하는 상황

52) 운용사들은 일반적으로 펀드 규모나 투자의 난이도에 따라 1.5%에서 2.5%에 이르는 관리보수와 평균 7% 기준수익률 초과분의 20%인 성과보수를 수취한다.

53) 성장사다리펀드는 하위 자펀드 단계에서 정책자금을 선순위, 민간출자를 중·후순위로 하는 수익·손실 배분 구조, 즉 정책자금의 우선손실충당 구조를 가지고 있다.

이다. 2005년 14.7%에 불과하던 공공부문의 벤처투자조합 출자가 모태펀드 및 정책금융공사의 출자 등으로 2014년 41.7%로 급증하였다. 향후에도 성장사다리펀드와 미래창조펀드의 출자가 지속됨에 따라 이 수준은 유지가 될 것으로 예상된다. 출자규모 기준으로는 2006년에서 2013년 간 정책금융 출자는 2.8배 증가한 반면 민간출자는 1.3배 증가에 그쳐 우리나라 벤처캐피탈 시장의 양적 성장이 정책자금에 의해 주도되었음을 알 수 있다. 따라서, 국내 벤처캐피탈 시장은 민간출자 활성화 관점에서 개선의 여지가 있는 것으로 판단된다. 다만, 정부 벤처캐피탈의 대부분이 민간 벤처캐피탈 펀드에 대한 출자를 통해 이루진 것을 감안하면 적어도 피투자기업의 성장지원이나 투자성과 측면에서는 직접투자 방식의 폐해를 상당히 줄일 수 있었던 것으로 평가된다.

투자방식 측면에서 우리나라 정부 벤처캐피탈을 살펴보면, 모태펀드와 성장사다리펀드는 정부 재간접투자펀드, 정책금융공사는 민간 벤처캐피탈 출자, 미래창조펀드는 단일 펀드, 엔젤투자매칭펀드는 모태펀드의 자펀드, 보증연계투자는 신·기보의 직접투자 방식으로 운영된다. 이러한 다양한 방식의 출자 및 투자는 선진 해외 정부 벤처캐피탈에서 관찰되는 출자 및 투자방식의 다양성과도 부합한다. 다만, 해외 정부 벤처캐피탈이 시도하고 있는 투자방식 중 민간 재간접투자펀드 방식은 아직까지 우리나라에서 시도하지 않고 있다.

정부 벤처캐피탈 프로그램으로서 재간접투자펀드의 만기는 모태펀드가 30년(2005년~2034년), 성장사다리펀드는 20년(2013년~2032년)이며, 이들 모두 회수금액이 다시 출자되는 순환형 펀드이다. 그런데, 재간접투자펀드와 관련하여 중요한 점은 자생력 있는 민간 벤처캐피탈 시장이 조성되어감에 따라 정부 벤처캐피탈 규모를 단계적으로 축소시키는 (phasing-out) 기제를 갖추어야 한다는 것이다. 따라서, 정부 벤처캐피탈 자금이 벤처캐피탈 시장에 존재하는 항구적인 자금이 되지 않도록 향후 민간 주도 벤처캐피탈 시장이 정착됨과 발맞추어 20년 또는 30년 만기

인 정부 재간접투자펀드의 단계적인 축소 계획을 수립할 필요가 있다.

마지막으로, 모태펀드와 성장사다리펀드의 출자영역이 창업초기 부문, 일반 벤처조합 출자, M&A, 세컨더리, 특히 등과 같은 부문에서 중복되므로 출자영역의 조정이나 별도의 협의가 이루어지지 않을 경우 상당기간 정책자금의 중복 출자가 이루어질 가능성이 있다.

<표 IV-4> 국내 정부 벤처캐피탈 프로그램 운영 현황

		모태펀드	정책금융공사	성장사다리펀드	미래창조펀드	보증연계투자	엔젤투자매칭펀드
운영조직	법적형태	조합형	조합형	조합형	조합형	직접투자	조합형
	지배구조	출자심의위원회, 자문위원회	출자심의위원회	출자심의위원회, 자문위원회	출자심의위원회	투자심의위원회	투자심의위원회, 자문위원회
운용사	운용개입	중간 정도	중간 정도	상대적으로 넓은 운용사 재량권	중간 정도	N/A	N/A
	운용사 인센티브	창업초기 출자 제외 시 별도의 인센티브는 없음	창업초기 출자 제외 시 별도의 인센티브는 없음	창업초기 출자 제외 시 별도의 인센티브는 없음	모태펀드가 운용	N/A	모태펀드가 운용
출자자 및 민간출자 인센티브		없음	없음	우선손실충당	없음	N/A	없음 (모태펀드 전액출자)
투자방식	투자기구	정부 재간접투자펀드	민간 벤처캐피탈 출자	정부 재간접투자펀드	계정구분 단일 펀드	신·기보 직접투자	모태펀드 자펀드 (엔젤계정)
	투자기구 만기	30년	N/A	20년	8년	N/A	10년

V. 결론 및 국내 시사점

1. 정책자금의 민간 재간접투자펀드 위탁운용
2. 민간출자 인센티브 도입
3. 정부 벤처캐피탈 체계의 정비
4. 공급정책과 수요정책의 균형 확보

V. 결론 및 국내 시사점

경제성장과 고용창출을 목적으로 창업초기 기업의 혁신을 지원하는 벤처캐피탈 투자에는 외부성이 존재하여 일정 수준의 정부개입 즉, 정부 벤처캐피탈이 필요하다는 것이 일반적인 견해이다. 그리고 정부 벤처캐피탈이 민간투자를 구축할 가능성에도 불구하고 민간이 투자를 기피하는 창업초기 기업 투자 분야에서는 어느 정도 소기의 성과를 거두고 있는 것으로 평가된다. 그러나 정부개입의 수준 및 개입 분야에 대해서는 공통된 의견이 없다고 할 수 있다.

일반적으로 정부 벤처캐피탈이 실패하는 경우는 벤처캐피탈 시장의 작동 원리에 대한 이해 없이 정책자금의 투입에만 치중하거나, 과도하고 다양한 정책목표를 부여하여 정책목표가 서로 상충하는 경우, 또는 투자 위험의 증가 및 수익률 하락으로 인해 정책의 지속성이 유지되기 어려운 경우 등이다. 따라서, 정부 벤처캐피탈 프로그램은 정책목표를 지나치게 강조해서는 안 되며, 장기적인 관점에서 시장친화적으로 민간 투자자와 수익을 공유하는 방향으로 운영되어야 한다.

벤처캐피탈의 공급 측면에 한정해 살펴본다면, 향후에도 정부 벤처캐피탈은 특정 기술 및 지역발전뿐만 아니라 민간 벤처캐피탈 시장 조성 및 역량 있는 전문 벤처캐피탈 운용사 육성 등을 목표로 다양화될 것으로 예상된다. 우리나라도 그간 자생적인 민간 벤처캐피탈 시장 조성이라는 세계적 조류에 발맞추기 위해 많은 정책적 노력을 경주하여 왔으나, 아직까지는 벤처캐피탈 시장의 양적 규모를 제외한 분야에서 개선되어야 할 부분이 많은 것으로 판단된다. 이하에서는 우리나라 정부 벤처캐피탈의 개선점에 대해 논의하고자 한다.

1. 정책자금의 민간 재간접투자펀드 위탁운동

우리나라 벤처캐피탈 시장은 양적·질적 성장에도 불구하고 일부 연기금, 공제회, 그리고 금융기관을 제외하고는 민간의 벤처캐피탈 출자가 생각만큼 활발하지 않았다. 따라서, 해외와 마찬가지로 우리나라도 민간 출자를 활성화하기 위해 다양한 방식의 프로그램을 점진적으로 시도하면서 국내 실정에 적합한 한국형 정부 벤처캐피탈 모델을 만들어내야 할 것이다.

투자방식 측면에서 보면, 일부 정부 벤처캐피탈 자금을 아직까지 국내에서 시도되지 않은 투자방식인 민간 재간접투자펀드 방식으로 운용하는 것을 시도해 볼 필요가 있다.⁵⁴⁾ 그런데 민간 재간접투자펀드 방식의 성공은 정책목표와 시장원리에 기초한 상업적 펀드운용을 조화시킬 수 있는 역량을 갖춘 민간 운용사의 참여, 운용 수익률의 개선, 민간출자에 대한 인센티브 존재 여부 등에 좌우된다. 그러므로 민간 재간접투자펀드 방식을 시도하기 위해서는 역량 있는 민간 운용사 및 출자자의 참여를 유인할 수 있는 방안에 대한 면밀한 검토가 선행되어야 할 것이다.

2. 민간출자 인센티브 도입

민간출자에 대한 인센티브는 출자자나 운용사의 도덕적 해이 및 역선택을 최소화하면서도 운용사의 가치제고 활동을 촉진할 수 있는 방식

54) 물론 우리나라의 대표적인 정부 벤처캐피탈이라고 할 수 있는 모태펀드와 성장사다리펀드의 경우 자펀드 차원에서 민간과 정책자금이 매칭출자되는 재간접투자펀드 방식을 채택하고 있다. 하지만, 이들 프로그램의 모펀드가 민간 운용사에 의해 운용되고 있다고 보기는 어렵다.

을 선택하는 것이 바람직하다. 따라서, IV장에서 살펴본 바와 같이 민간 출자자에게 정부 출자지분을 인수하는 옵션을 부여하는 방식이나 일정한 수준을 넘어서는 초과수익을 민간 출자자에게 귀속하는 방식 등을 사용하는 것을 우선적으로 고려해 볼 수 있다.⁵⁵⁾ 또한, 출자 및 수익배분 시점을 차등화하여 민간 출자를 우대하는 방식의 국내 도입을 검토할 필요가 있다. 이 방식은 민간의 자본비용이 정부의 자본비용보다 크기 때문에 민간출자 인센티브 효과는 높으면서도 정부의 자금운용 부담은 크지 않은 방식이다.

한편, 국내 벤처캐피탈 펀드의 만기는 통상 10년인 해외 시장과 달리 5년에서 7년으로 비교적 짧다. 이는 국내 민간 출자자들이 투자위험이 높은 벤처캐피탈에 출자를 꺼리기 때문에 나타나는 현상이다. 그런데 국내 벤처캐피탈 펀드의 짧은 만기는 회수시장의 침체와 맞물려 창업초기 기업에 대한 민간 벤처캐피탈의 기피를 심화시키고 있으며, 만기가 도래함에 따라 중간 회수시장의 필요성을 더욱 크게 하고 있다. 따라서, 출자는 정부자금 소진 후에 이루어지고 수익배분은 먼저 이루어지는 민간 출자 인센티브 방식은 국내 벤처캐피탈 펀드의 만기를 연장하는 효과가 있다. 이 점에서 출자 및 수익배분 시점을 차등화하는 방식은 운용사의 국내 창업초기 기업 투자의 가치제고와 회수 측면에서 질적 향상을 가져올 것으로 기대된다.

3. 정부 벤처캐피탈 체계의 정비

정부 벤처캐피탈이 실패하는 이유 중 하나는 벤처캐피탈 시장의 작동 원리에 대한 이해 없이 정책자금의 투입에만 치중하는 경우이다. 이

55) 우선순실충당 방식은 역선택 및 도덕적 해이의 가능성 때문에 제한된 범위에서 사용하는 것이 바람직하다.

를 감안하여 해외 정부 벤처캐피탈의 경우 주정부 차원의 독립 정부 벤처캐피탈 프로그램을 운영하나 관할기관은 대체적으로 통일되어 있는 것이 현실이다. 이에 반해 우리나라는 정부 벤처캐피탈 프로그램을 시행하는 정책금융기관과 정책성 펀드들이 모태펀드, 성장사다리펀드, 미래창조펀드, 정책금융공사, 신·기보 등으로 분산되어 있어서 정책금융의 과잉 논란 및 중복투자 가능성이 상시적으로 제기되어 왔다. 따라서, 정부 벤처캐피탈 간 중복투자 가능성을 최소화하기 위해서는 각 정부 벤처캐피탈 프로그램을 재구획하여 각 프로그램의 특성을 최대한 살리는 방향으로 정비해야 할 것으로 판단된다.

물론, 정부 벤처캐피탈 프로그램 간 중복투자 영역의 제거와 효율적 운영의 필요성이 정부 벤처캐피탈 관리기관의 통합을 의미하는 것은 아니다. 단일 대형 정책금융기관의 탄생은 비대한 조직과 관료문화로 인해 더욱 큰 비효율을 초래할 수 있기 때문이다. 오히려 정부 벤처캐피탈을 시장친화적인 방식으로 운용할 수 있는 지배구조나 운용구조를 확립하는 것이 중요하다. 하지만, 효율적인 정부 벤처캐피탈 운영에 적합한 정부 벤처캐피탈 조직구조에 대한 실증적 자료는 전무하기 때문에 각국의 정부 벤처캐피탈 운영경험을 바탕으로 시행착오를 거치며 정립해 나갈 수밖에 없는 것이 현실이다. 이러한 인식을 바탕으로 우리나라 정부 벤처캐피탈의 효율적 운영을 위한 고려 사항은 다음과 같다.

가. 정기적 공동 조사연구 및 출자예산 조정

정부 벤처캐피탈의 공급규모는 창업·벤처기업의 자금수요 및 민간 자금 규모에 따라 신축적인 조절이 필요하다. 정책자금의 과잉공급은 민간 운용사의 투자처 발굴 과정에서 경합 또는 투자조건의 악화를 초래하여 민간출자를 위축시킬 수 있다. 반면, 정책자금의 과소공급은 운용

사의 펀드결성 장애로 민간출자 침체 및 창업·벤처기업에 대한 과소투자를 초래한다. 또한, 조정되지 않은 복수의 정부 벤처캐피탈 프로그램에 의한 출자 공고는 민간 출자자의 출자계획에 혼선을 초래하며 민간출자 활성화를 저해한다. 이 점에서 우선 국내 창업·벤처생태계의 현황과 발전단계 파악을 위해 정부 벤처캐피탈 프로그램 간 공동 조사·연구를 수행하여 정부 벤처캐피탈 출자계획을 수립할 필요가 있다. 또한, 정부 벤처캐피탈 프로그램 간 연간 출자 예산규모 결정과 중복투자를 방지하기 위한 협의체 구성을 고려할 수 있다. 그리고 연간 단위의 정부 벤처캐피탈 총 출자규모를 확정된 후 출자계획을 시장에 알려서 민간출자자의 출자계획 수립을 지원해야 할 것이다.

나. 출자 영역의 재구획

현재 우리나라 정부 벤처캐피탈은 일부 출자 영역이 중복되어 있어 프로그램 간 출자 영역을 재구획할 필요가 있다. 예를 들어, 모태펀드와 성장사다리펀드는 창업초기, M&A, 세컨더리, 특히 분야 출자에서, 모태펀드와 정책금융공사는 청년창업, 특히, 벤처일반, 부품소재, 일자리창출, 세컨더리 분야에서, 그리고 미래창조펀드는 창업초기 기업 투자와 창업중·후기 기업 투자 분야에서 모태펀드, 정책금융공사 및 성장사다리펀드와 중복되어 있다. 또한, 현재 정부 벤처캐피탈 프로그램별로 운용 및 출자조건이 상이하여 프로그램 간 효율적 배분을 저해할 우려가 있다. 따라서, 정부 벤처캐피탈 프로그램 간 출자 영역 재구획은 정부 벤처캐피탈 운영의 비효율성을 최소화하고 벤처캐피탈 펀드의 대형화를 지원하는 한 방안이 된다.

정부 벤처캐피탈 프로그램 간 투자 영역을 재구획하는 한 가지 방법은 벤처생태계 활성화를 목적으로 하는 일반 정책목표 분야와 지방, 여

성, 해외진출 등 시장실패가 심한 특수 정책목표 분야로 정부 벤처캐피탈을 구분하는 것이다. 또한, 성장단계를 창업초기와 성장·회수·재기 분야로 분리하여 정책목표가 강한 창업초기 기업 투자를 전문으로 하는 정부 벤처캐피탈 프로그램과 성장·회수·재기를 전문으로 하는 정부 벤처캐피탈 프로그램으로 구분하는 방법이 있다. 마지막으로 일반 벤처캐피탈 출자는 점차적으로 민간 재간접투자펀드에 대한 위탁하는 방향으로 정부 벤처캐피탈을 운영해 나갈 필요가 있다.

규제체계 측면에서는 장기적인 관점에서 중소기업창업지원법·벤처기업육성에관한특별조치법, 그리고 여신전문금융업법으로 이원화되어 있는 국내 벤처캐피탈 법체계를 일원화하거나 법률적 수렴을 통하여 벤처캐피탈 정책 집행의 비효율과 규제차익을 최소화할 필요가 있다.

다. 성과 측정을 통한 정부 벤처캐피탈 프로그램 평가

민간출자를 유도하는 마중물 역할을 수행하는 정부 벤처캐피탈은 정책효과 달성과 효율적 집행 여부에 대한 정기적인 평가를 수행할 필요가 있다. 이러한 성과평가는 운용사 및 피투자기업에 대한 사후관리 및 성과측정으로 집약된다. 현재 개별 프로그램별로 운용사 성과평가는 충실히 수행되고 있으나, 정책효과 평가의 궁극적 목적인 피투자기업에 대한 경제적 효과 분석은 이루어지지 않고 있다. 향후 피투자기업 성과에 대한 체계적 분석을 통하여 정부 벤처캐피탈 프로그램의 최적 운영방안을 도출할 필요가 있다.

4. 공급정책과 수요정책의 균형 확보

마지막으로, 정부 벤처캐피탈 프로그램의 성공을 위해서는 공공 모험 자본의 공급정책이 수요정책, 즉 창업 활성화 정책과 균형을 이루어야 한다. 사실 현재 각국에서 사용되는 민간 출자자나 운용사에게 대한 인센티브 제공의 정책효과가 크게 나타나고 있지 않는 것은 바로 공급정책과 수요정책의 불균형에서 그 원인을 찾을 수 있다. 또한, 민간출자 활성화와 우수 민간 운용사의 정부 벤처캐피탈 참여를 촉진하기 위해서는 기본적으로 창업초기 기업의 투자수익률이 높아져야만 한다. 따라서, 벤처캐피탈 정책은 창업초기 기업에 대한 투자기회를 창출할 수 있는 창업자 교육, R&D 사업화, 인큐베이션을 포함하는 창업 정책 등의 수요 정책과 병행되어야 한다. 예를 들어, 엔젤투자 활성화와 엔젤투자자 육성을 목표로 하는 정부 벤처캐피탈 정책의 성공과 지속가능성은 바로 이러한 창업 활성화와 직결되는 문제이기 때문이다.

참 고 문 헌

참 고 문 헌

<국내문헌>

금융위원회, 창조경제 지원과 수요자 중심의 정책금융기능 강화를 위한 정책금융 역할 재정립 방안 추진, 보도자료, 2013 (8. 27).

금융위원회, 창조금융 방향과 성장사다리펀드 활용방안, 보도자료, 2013 (5. 22).

중소기업청, 6,000억원 규모 미래창조펀드 본격 출범, 보도자료, 2013 (8. 20).

<외국문헌>

AEC, 2014, 2013-2014 Annual Report.

AECM, 2010, Reinforcing SME Own Funds: Mezzanine Finance and Guarantee Solutions.

Amit, R., Glosten, L., Muller, E., 1990, Entrepreneurial ability, venture investments, and risk sharing, *Management Science* 36, 1233-1246.

Austrian Government, 2011, Innovation Investment Fund Program Progress Report.

Barry, C., Muscarella, C., Peavy, J., Vetsuypens, M., 1990, The role of venture capital in the creation of public companies: evidence from the going public process, *Journal of Financial Economics* 27, 447-471.

BDC, 2014, BDC Corporate Plan Summary.

Berger, A.N., Udell, G.F., 1998, The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle, *Journal of Banking and Finance* 22, 613-673.

Bertoni, F., Tykvová, T., 2012, Which form of venture capital is most supportive of innovation? Discussion Paper No. 12-018, Center for European Economic Research.

BIS, 2012, Member State Policies to Facilitate Access to Finance for SMES.

Brander, J., Amit, R., Antweiler, W., 2002, Venture capital syndication: improved venture selection versus the value-added hypothesis, *Journal of Economics and Management Strategy* 11, 423-452.

Brander, J., Egan, E., Hellmann, T., 2008, Government Sponsored versus Private Venture Capital: Canadian Evidence, NBER Working Paper No. 14029.

Brander, J., Du, Q., Hellmann, T., 2014, The effects of government-sponsored venture capital: international evidence, *Review of Finance* 18, 1-48.

Brav, A., Gompers, P., 1997, Myth or reality? The long-run underperformance of initial public offerings: evidence from venture and nonventure capital-backed companies, *Journal of Finance* 52, 1791-1821.

British Business Bank, 2014, Strategic Plan.

- Carpenter, R.E., Petersen, B.C., 2002, Capital market imperfections, high-tech investment, and new equity financing, *Economic Journal* 112, F54-F72.
- Croce, A., Martí, J., Murtinu, S., 2013., The impact of venture capital on the productivity of European entrepreneurial firms: 'Screening' or 'value added' effect? *Journal of Business Venturing* 28, 489-510.
- CSES, 2012, Evaluation of Member State Policies to Facilitate Access to Finance for SMEs.
- Cumming, D.J., 2007, Government policy towards entrepreneurial finance: innovation investment funds, *Journal of Business Venturing* 22, 193-235.
- Cumming, D.J., Grilli, L., Murtinu, S., 2013, Government and independent venture capital investments in Europe: a firm-level performance analysis, working paper, Social Science Research Network.
- Cumming, D.J., MacIntosh, J.G., 2006, Crowding out private equity: Canadian evidence, *Journal of Business Venturing* 21, 569-609.
- Dahlstrom, T., 2009, The Rise and Fall of The Participating Securities SBIC Program: Lessons in Public Venture Capital Management, Perspectives in Public Affairs.
- Denis, D.J., 2004, Entrepreneurial finance: an overview of the issues and evidence, *Journal of Corporate Finance* 10, 301-326.

Dimov, D., Milanov, H., 2010, The interplay of need and opportunity in venture capital investment syndication, *Journal of Business Venturing* 25, 331-348.

EC, 2012, Supporting Small and Medium-sized Enterprises in 2012.

EC, 2005, Best practices of public support for early-stage equity finance: Final report of the expert group.

EVCA, 2010, Risk Capital Action Plan for 2010 Onwards.

FedDev Ontario, 2013, Federal Economic Development Agency for Southern Ontario: Overview of 2014-19 Programming.

Gompers, P., Lerner, J., 2001, The venture capital revolution, *Journal of Economic Perspectives* 15, 145-168.

Grilli, L., Murtinu, S., 2011, The Differential Impact of Public and Private Venture Capital Investments on New Technology-Based Firms' growth: a European analysis, Working Paper European Association for Research in Industrial Economics.

Grilli, L., Murtinu, S., 2014, Government, Venture capital and the growth of european high-tech entrepreneurial firms, *Research Policy* 43, 1523-1543.

Hellmann, T., Puri, M., 2002, Venture capital and the professionalization of start-up firms: empirical evidence, *Journal of Finance* 57, 169-197.

Hsu, D., 2004, What do entrepreneurs pay for venture capital affiliation? *Journal of Finance* 59, 1805-1844.

Industry Canada, 2014, Q4 2013 Venture Capital Monitor.

- Innovacorp, 2014, Innovacorp Accountability Report 2013-2014.
- Innovation Australia, 2011, Annual Report.
- Jaaskelainen, M., Maula, M., Murray, G., 2007, Profit distribution and compensation structures in publicly and privately funded hybrid venture capital funds, *Research Policy* 36, 913-929.
- Kaplan, S.N., Strömberg, P., 2001, Venture capitalists as principals: contracting, screening and monitoring, *American Economic Review* 91, 426-430.
- Kim, Y., and Jeon, E.J., 2012, The differential effect of government- and private-backed venture capital on firm performance: certification vs. value-added, Working Paper DRUID Academy 2013.
- Leleux, B., Surlemont, B., 2003, Public versus private venture capital: seeding or crowding out? A pan-European analysis, *Journal of Business Venturing* 18, 81-104.
- Lerner, J., 1994, The syndication of venture capital investments, *Financial Management* 23, 16-27.
- Lerner, J., 1995, Venture capitalists and the oversight of private firms, *Journal of Finance* 50, 301-318.
- Lerner, J., 2009, Boulevard of Broken Dreams, Kauffman Foundation Series on Innovation and Entrepreneurship, Princeton University Press.
- MaRS, 2012, MaRS 2011/2012 Annual Report.

- Meggison, W., Weiss, K., 1991, Venture capitalist certification in initial public offerings, *Journal of Finance* 46, 879-903.
- Murray, G., Cowling, M., Liu, W., 2010, An Independent Economic Analysis of the IIF of the Australian Commonwealth Government: Findings and Implications.
- OECD, 2013, Policies for seed and early stage finance: findings from the 2012 OECD financing questionnaire.
- PMV, 2011, the 123 of PMV.
- Rin, M., Hellmann, T., Puri, M., 2011, A survey of venture capital research, NBER Working Paper No. 17523.
- Sahlman, W.A., 1990, The structure and governance of venture-capital organizations, *Journal of Financial Economics* 27, 473-521.
- SBA, 1959, Small Business Investment Act of 1958.
- SBA, 2013, SBIC Program Overview - FY2013.
- SBA, 2013, SBIC Program FY2012 Annual Report.
- Scottish Investment Bank, 2013, Scottish Investment Bank 2012-2013 Annual Review.
- SDTC, 2014, 2013 Annual Report.
- Thomson Reuters, 2014, Canada's Venture Capital Market in 2013.
- Wessner, C.W., 2002, Government-industry partnerships for development of new technologies, National Research Council, Washington DC.

Westhead, P., Storey, D., 1997, Financial constraints on the growth of high-technology small firms in the United Kingdom, *Applied Financial Economics* 7, 197-201.

<웹사이트>

Accelerate Fund	www.acceleratefund.ca
AECF	www.alberta-enterprise.ca
Alberta	www.alberta.ca
Angel CoFund	www.angelcofund.co.uk
Australian Government	www.business.gov.au
AVAC	www.avacld.com
AWS	www.awsg.at
BDC	www.bdc.ca
Bpifrance	www.bpifrance.fr
Department of Finance Canada	www.fin.gc.ca
EC	ec.europa.eu
EIF	www.eif.org
FedDev Ontario	www.feddevontario.gc.ca
IAF	iaf.marsdd.com
Industry Canada	www.ic.gc.ca
Innovacorp	www.innovacorp.ca

KDB 산업은행	www.kdb.co.kr
OCGC	www.ocgc.gov.on.ca
PMV	www.pmv.eu
SBA	www.sba.gov
SBIA	www.sbia.org
Scottish Enterprise	www.scottish-enterprise.com
SDTC	www.sdtc.ca
Teralys Capital	www.teralyscapital.com
금융감독원	www.fss.or.kr
금융위원회	www.fsc.go.kr
기술보증기금	www.kibo.or.kr
기업금융나들목	www.smefn.or.kr
기업은행	www.ibk.co.kr
신용보증기금	www.kodit.co.kr
중소기업청	www.smba.go.kr
한국벤처투자	www.k-vic.co.kr
한국정책금융공사	www.kofc.or.kr

부 록

<부록 표-1> 북미 GVC 프로그램의 운용 및 투자유형

국가	구분		주관			직/간접 구분			
	기관	프로그램	정부	공적 기관	민간 위탁	직접 투자	매칭 투자	정부·제간접투자/ 민간 VC 출자	민간 제간접투자
미국	SBA	SBIC program	○				○	○	
캐나다	BDC	IT Venture Fund		○		○			
캐나다	BDC	Healthcare Venture Fund		○		○			
캐나다	BDC	Clean & Energy Tech Venture Fund		○		○			
캐나다	BDC	Diversified Portfolio		○		○			
캐나다	BDC/Quebec	Go Capital Fund		○		○			
캐나다	BDC	BDC Fund of Funds		○				○	
캐나다	BDC/Ontario	Northleaf Venture Catalyst Fund			○				○
캐나다	SDTC	SD Tech Fund			○	○			
캐나다	SDTC	NextGen Biofuels Fund			○	○			
캐나다	MDD	Investment Accelerator Fund			○	○			
캐나다	FedDev	IBI	○			○		○	
캐나다	FedDev	IBGP	○			○		○	
캐나다	OCGC	Ontario Emerging Tech Fund	○			○		○	

<부록 표-1> 북미 GVC 프로그램의 운용 및 투자유형(계속)

구분		주관			직/간접 구분				
국가	기관	프로그램	정부	공적 기관	민간 위탁	직접 투자	매칭 투자	정부재간접투자/ 민간 VC 출자	민간 재간접투자
캐나다	Ontario	Ontario Venture Capital Fund			○		○		○
캐나다	Innovacorp	Nova Scotia First Fund	○			○			
캐나다	Innovacorp	Build Ventures			○				○
캐나다	AEC	Alberta Enterprise Corporation Fund	○					○	
캐나다	AEC	Accelerate Fund			○	○	○		
캐나다	AEC	IVAC Capacity Builder			○	○			○
캐나다	Quebec	Terahys Capital Fund			○				
캐나다	British Columbia	B.C. Renaissance Capital Fund	○					○	

〈부록 표-2〉 유럽 GVC 프로그램의 운용 및 투자유형

구분		주관			직/간접 구분				
국가	기관	프로그램	정부	공적 기관	민간 위탁	직접 투자	매칭 투자	정부재간접투자/ 민간 VC 출자	민간 재간접투자
EU	EIF	CIP-GIF (COSME/Horizon2020)		○				○	
EU	EIF	Fund of Funds		○				○	
영국	British Business Bank	Enterprise Capital Fund		○		○	○		
영국	British Business Bank	Angel CoFund		○		○	○		
영국	British Business Bank	VC Catalyst Fund		○				○	
영국	British Business Bank	Aspire Fund		○		○			
영국	British Business Bank	UK Innovation Investment Fund		○				○	
영국	British Business Bank	UK High Tech Fund		○				○	
영국	Scottish Enterprise	Scottish Seed Fund		○		○			
영국	Scottish Enterprise	Scottish Co-Investment Fund		○		○	○		
영국	Scottish Enterprise	Scottish Venture Fund		○		○			
프랑스	Bpifrance	FCDE			○	○		○	
독일	KfW	ERP-Startfonds		○		○	○		
독일	KfW	High-Tech Gründerfonds			○	○			

〈부록 표-2〉 유럽 GVC 프로그램의 운용 및 투자유형(계속)

국가	구분		주관			직/간접 구분			
	기관	프로그램	정부	공적 기관	민간 위탁	직접 투자	매칭 투자	정부재간접투자/ 민간 VC 출자	민간 재간접투자
벨기에	PMV	VINNOF			○	○			
벨기에	PMV	Fund Landers-International			○	○			
벨기에	PMV	TINA Flemish Transformation Fund			○	○			
벨기에	PMV	ARKimedes			○		○		○
벨기에	Brussels	BRUSTART	○			○			
벨기에	Sowalfin	Sowalfin-Invests	○					○	
벨기에	SRIW	SRIW	○			○			
아일랜드	Enterprise Ireland	Seed & Venture Capital	○					○	
아일랜드	Enterprise Ireland	Development Capital	○					○	
아일랜드	Enterprise Ireland	Innovation Fund Ireland	○					○	
아일랜드	Enterprise Ireland	Competitive Start Fund	○			○			
아일랜드	Enterprise Ireland	Innovation High Potential Start Fund	○			○			
오스트리아	AWS	AWS-Mitterstandfonds		○				○	
이탈리	MCC	Capital Di Rischio		○		○			

<부록 표-2> 유럽 GVC 프로그램의 운용 및 투자유형(계속)

국가	기관	프로그램	주관			직/간접 구분				
			정부	공적 기관	민간 위탁	직접 투자	매칭 투자	정부재간접투자/ 민간 VC 출자	민간 재간접투자	
이탈리	FII SGR	Fondo Italiano d'Investimento		○		○			○	
스페인	ICO	ICO-PYME		○		○				
스페인	ENISA	ENISA Fund of Funds	○						○	
포르투갈	IAPMEI	FINICIA	○			○				
덴마크	Vækstfonden	VF Venture	○			○				
덴마크	Vækstfonden	Dansk Vækstkapital	○						○	
네덜란드	RVO	Innovation SME+	○							
스웨덴	Industrifonden	Industrifonden		○		○				
헝가리	MFB	kvfp		○		○				
헝가리	MFB	Corvinus Venture Capital Fund		○		○				
폴란드	PARP	Seed Capital Funds	○						○	
슬로바키아	SGDB/NADSME	Slovak Development Fund		○		○				
슬로바키아	NADSME	Slovak Growth Capital Fund			○	○				
슬로베니아	SEF	SEF Equity Finance		○					○	

<부록 표-3> 오세아니아 GVC 프로그램의 운용 및 투자유형

구분		주관			직/간접 구분				
국가	기관	프로그램	정부	공적 기관	민간 위탁	직접 투자	매칭 투자	정부재간접투자/ 민간 VC 출자	민간 재간접투자
호주	DIISR	Innovation Investment Fund	○				○	○	
호주	DIISR	Innovation Investment Follow-on Fund	○				○	○	
호주	DIISR	Pre-Seed Fund	○					○	
호주	AREA	Renewable Energy Equity Fund			○	○			
호주	AREA	Renewable Energy Venture Capital Fund			○	○			
뉴질랜드	NZVIF	Venture Capital Fund		○				○	
뉴질랜드	NZVIF	Seed Co-investment Fund		○		○	○		

<부록 표-4> 북미 GVC 프로그램의 투자대상 기업 및 업종

국가	기관	프로그램	투자기업의 성장단계					주된 지원대상 업종						
			창업	초기	중기	후기	ICT	생명과학	헬스케어	정밀기술	신소재/제조업	기타	구분 없음	
미국	SBA	SBIC program		○	○	○								○
미국	SBA	SBIC Early Stage Innovation	○	○										○
캐나다	BDC	IT Venture Fund	○	○				○						
캐나다	BDC	Healthcare Venture Fund	○	○						○				
캐나다	BDC	Clean & Energy Tech Venture Fund	○	○				○			○	○		
캐나다	BDC	Diversified Portfolio	○	○	○	○								○
캐나다	BDC/ Quebec	Go Capital Fund	○	○				○	○					
캐나다	BDC	BDC Fund of Funds	○	○				○			○			
캐나다	BDC/ Ontario	Northleaf Venture Catalyst Fund	○	○	○									○
캐나다	SDTC	SD Tech Fund	○	○							○			
캐나다	SDTC	NextGen Biofuels Fund	○	○							○			
캐나다	MDD	Investment Accelerator Fund	○	○				○	○	○	○	○		
캐나다	FedDev	IBI	○	○										○
캐나다	FedDev	IBGP	○	○										○
캐나다	OCCG	Ontario Emerging Tech Fund	○	○				○	○	○				

주: 성장잠재력이 뛰어난 (기술)혁신형 중소기업을 대상으로 하고 있으나, 업종을 명시하지 않은 경우에는 '구분 없음'으로 분류하였음

<부록 표-4> 북미 GVC 프로그램의 투자대상 기업 및 업종(계속)

국가	기관	프로그램	투자기업의 성장단계				주된 지원대상 업종								
			창업	초기	중기	후기	ICT	생명과학	헬스케어	첨정기술	신소재/제조업	기타	구분 없음		
캐나다	Ontario	Ontario Venture Capital Fund	○	○											○
캐나다	Innovacorp	Nova Scotia First Fund	○	○				○							
캐나다	Innovacorp	Build Ventures	○	○											○
캐나다	AEC	Alberta Enterprise Corporation Fund	○	○				○							
캐나다	AEC	Accelerate Fund	○	○				○							
캐나다	AEC	IVAC Capacity Builder	○	○											○
캐나다	Quebec	Teravys Capital Fund	○	○	○			○							
캐나다	British Columbia	B.C. Renaissance Capital Fund						○							○

주: 성장잠재력이 뛰어난 (기술)혁신형 중소기업을 대상으로 하고 있으나, 업종을 명시하지 않은 경우에는 '구분 없음'으로 분류하였음

<부록 표-5> 유럽 GVC 프로그램의 투자대상 기업 및 업종

국가	기관	프로그램	투자기업의 성장단계							주된 지원대상 업종				
			창업	초기	중기	후기	ICT	생명과학	헬스케어	첨정기술	신소재/제조업	기타	구분 없음	
EU	EIF	CIP-GIF (COSME/Horizon2020) Fund of Funds	○	○	○									○
EU	EIF		○	○	○									○
영국	British Business Bank	Enterprise Capital Fund	○	○										○
영국	British Business Bank	Angel CoFund	○	○										○
영국	British Business Bank	VC Catalyst Fund				○								○
영국	British Business Bank	Aspire Fund	○	○										○
영국	British Business Bank	UK Innovation Investment Fund	○	○			○	○	○	○				
영국	British Business Bank	UK High Tech Fund	○	○										○
영국	Scottish Enterprise	Scottish Seed Fund	○											
영국	Scottish Enterprise	Scottish Co-Investment Fund	○	○										
영국	Scottish Enterprise	Scottish Venture Fund			○									○
프랑스	Bpifrance	FCDE	○	○	○	○	○	○	○	○				
독일	KfW	ERP-Startfonds	○	○										○
독일	KfW	High-Tech Gründerfonds	○	○										○

주: 성장잠재력이 뛰어난 (기술)혁신형 중소기업을 대상으로 하고 있으나, 업종을 명시하지 않은 경우에는 '구분 없음'으로 분류하였음

<부록 표-5> 유럽 GVC 프로그램의 투자대상 기업 및 업종(계속)

국가	기관	프로그램	투자기업의 성장단계						주된 지원대상 업종							
			창업	초기	중기	후기	ICT	생명과학	헬스케어	청정기술	신소재/제조업	기타	구분 없음			
벨기에	PMV	VINNOF	○	○				○	○							
벨기에	PMV	Fund Landers-International		○	○	○										○
벨기에	PMV	TINA Flemish Transformation Fund						○	○	○	○	○	○	○		
벨기에	PMV	ARKimedex	○	○												○
벨기에	Brussels	BRUSTART	○	○												○
벨기에	Sowalfin	Sowalfin-Invests	○	○												○
벨기에	SRIW	SRIW														○
아일랜드	Enterprise Ireland	Seed & Venture Capital	○	○	○			○	○			○	○			
아일랜드	Enterprise Ireland	Development Capital		○	○			○	○				○			
아일랜드	Enterprise Ireland	Innovation Fund Ireland		○	○											○
아일랜드	Enterprise Ireland	Competitive Start Fund	○													○
아일랜드	Enterprise Ireland	Innovation High Potential Start Fund		○	○											○
오스트리아	AWS	AWS-Mitterstandsfonds			○											○
이탈리	MCC	Capital Di Rischio	○	○				○								

주: 성장잠재력이 뛰어난 (기술)혁신형 중소기업을 대상으로 하고 있으나, 업종을 명시하지 않은 경우에는 '구분 없음'으로 분류하였음

<부록 표-5> 유럽 GVC 프로그램의 투자대상 기업 및 업종(계속)

국가	기관	프로그램	투자기업의 성장단계				주된 지원대상 업종						구분 없음	
			창업	초기	중기	후기	ICT	생명 과학	헬스케어	창정 기술	신소재/제조업	기타		
이탈리	FII SGR	Fondo Italiano d'Investimento			○									○
스페인	ICO	ICO-PYME	○	○					○				○	
스페인	ENISA	ENISA Fund of Funds	○	○										○
포르투갈	IAPMEI	FINICIA	○	○	○									○
덴마크	Vækstfonden	VF Venture		○				○	○					
덴마크	Vækstfonden	Dansk Vækstkapital		○	○									○
네덜란드	RVO	Innovation SME+	○	○										○
스웨덴	Industrifonden	Industrifonden	○	○				○	○			○		
헝가리	MFБ	kvFP		○	○									○
헝가리	MFБ	Corvinus Venture Capital Fund	○	○										○
폴란드	PARP	Seed Capital Funds	○	○										○
슬로바키아	SGDB/NADSME	Slovak Development Fund		○										○
슬로바키아	NADSME	Slovak Growth Capital Fund		○	○									○
슬로베니아	SEF	SEF Equity Finance		○	○									○

주: 성장잠재력이 뛰어난 (기술)혁신형 중소기업을 대상으로 하고 있으나, 업종을 명시하지 않은 경우에는 '구분 없음'으로 분류하였음

<부록 표-6> 오세아니아 GVC 프로그램의 투자대상 기업 및 업종

국가	기관	프로그램	투자기업의 성장단계				주된 지원대상 업종								
			창업	초기	중기	후기	ICT	생명과학	헬스케어	정밀기술	신소재/제조업	기타	구분 없음		
호주	DIISR	Innovation Investment Fund	○	○			○	○					○		
호주	DIISR	Innovation Investment Follow-on Fund	○	○			○	○						○	
호주	DIISR	Pre-Seed Fund	○	○											○
호주	AREA	Renewable Energy Equity Fund	○	○								○			
호주	AREA	Renewable Energy Venture Capital Fund	○	○								○			
뉴질랜드	NZVIF	Venture Capital Fund		○	○					○	○				
뉴질랜드	NZVIF	Seed Co-investment Fund	○	○											○

주: 성장잠재력이 뛰어난 (기술)혁신형 중소기업을 대상으로 하고 있으나, 업종을 명시하지 않은 경우에는 '구분 없음'으로 분류하였음

<부록 표-7> 해외 GVC 프로그램의 주요 정책목표

국가	프로그램	성장지원	지역개발	해외진출	사회책임
미국	SBIC program	○			
미국	SBIC Early Stage Innovation	○	○		
미국	SBIC Impact Investment	○			○
캐나다	IT Venture Fund	○			
캐나다	Healthcare Venture Fund	○			
캐나다	Clean & Energy Tech Venture Fund	○			
캐나다	Diversified Portfolio	○			
캐나다	Go Capital Fund	○			
캐나다	BDC Fund of Funds	○			
캐나다	Northleaf Venture Catalyst Fund	○			
캐나다	SD Tech Fund	○			
캐나다	NextGen Biofuels Fund	○			
캐나다	Investment Accelerator Fund	○	○		
캐나다	IBI	○	○		
캐나다	IBGP	○	○	○	
캐나다	Ontario Emerging Tech Fund	○	○		
캐나다	Ontario Venture Capital Fund	○	○		
캐나다	Nova Scotia First Fund	○	○		
캐나다	Build Ventures	○			
캐나다	Alberta Enterprise Corporation Fund	○	○		
캐나다	Accelerate Fund	○	○		
캐나다	IVAC Capacity Builder	○	○		
캐나다	Terallys Capital Fund	○	○		
캐나다	B.C. Renaissance Capital Fund	○			
EU	CIP-GIF(COSME/Horizon2020)	○			
EU	Fund of Funds	○	○		
EU	NIF	○	○	○	
영국	Enterprise Capital Fund	○			
영국	Angel CoFund	○			
영국	VC Catalyst Fund	○			
영국	Aspire Fund	○			○
영국	UK Innovation Investment Fund	○			
영국	UK High Tech Fund	○			
영국	Scottish Seed Fund	○	○		
영국	Scottish Co-Investment Fund	○	○		
영국	Scottish Venture Fund	○	○		
프랑스	FCDE	○		○	
독일	ERP-Startfonds	○			
독일	High-Tech Gründerfonds	○			

<부록 표-7> 해외 GVC 프로그램의 주요 정책목표(계속)

국가	프로그램	성장지원	지역개발	해외진출	사회책임
벨기에	VINNOF	○	○		
벨기에	Fund Landers-International	○	○	○	
벨기에	TINA Flemish Transformation Fund	○	○		
벨기에	ARKimedes	○	○		
벨기에	BRUSTART	○	○		
벨기에	Sowalfin-Invests	○	○		
벨기에	SRIW	○	○		
아일랜드	Seed & Venture Capital	○			
아일랜드	Development Capital	○			
아일랜드	Innovation Fund Ireland	○			
아일랜드	Competitive Start Fund	○			
아일랜드	Innovation High Potential Start Fund	○		○	
오스트리아	AWS-Mitterstandsfonds	○		○	
이태리	Capital Di Rischio	○	○		
이태리	Fondo Italiano d'Investimento	○			
스페인	ICO-PYME	○			○
스페인	ENISA Fund of Funds	○			
포르투갈	FINICIA	○			
덴마크	VF Venture	○		○	
덴마크	Dansk Vækstkapital	○			
네덜란드	Innovation SME+	○			
스웨덴	Industrifonden	○		○	
헝가리	kvfP	○			
헝가리	Corvinus Venture Capital Fund	○			
폴란드	Seed Capital Funds	○			
슬로바키아	Slovak Development Fund	○			
슬로바키아	Slovak Growth Capital Fund	○			
슬로베니아	SEF Equity Finance	○			
호주	Innovation Investment Fund	○			
호주	Innovation Investment Follow-on Fund	○			
호주	Pre-Seed Fund	○			
호주	Renewable Energy Equity Fund	○			
호주	Renewable Energy Venture Capital Fund	○			
뉴질랜드	Venture Capital Fund	○			
뉴질랜드	Seed Co-investment Fund	○			

<부록 2> 직접금융 관련 정책금융의 국내·외 현황

가. 해외 정책금융 프로그램 현황

1) 중소·벤처기업 지원을 위한 해외 정책금융 프로그램 개관

미국 및 유럽의 정책 금융기관들은 성장잠재력은 뛰어나지만 신용과 담보가 부족하여 은행 또는 자본시장을 통한 자금조달이 여의치 않은 중소·벤처기업들의 자금조달을 지원하는 다양한 프로그램을 시행하고 있다. 이들 프로그램들은 공통적으로 중소·벤처기업에 대한 민간투자를 보완하여 소위 'Equity Gap' 또는 'Funding Gap'을 메우는 것을 목적으로 하고 있다.⁵⁶⁾

미국 중소기업청(Small Business Administration: SBA)은 창업지원, 대출 이외에 SBIC(Small Business Investment Company) 프로그램을 통해 중소·벤처기업의 자금조달을 지원하는 프로그램을 운영하고 있다. SBIC 프로그램은 중소·벤처기업에 투자하는 SBIC가 발행하는 채권에 지급보증을 하는 방법으로 중소·벤처기업의 자금조달을 지원하고 있다.

유럽은 EU 차원에서 EIF(European Investment Fund)를 설립하여 역내 중소·벤처기업에 대한 대출, 보증, 투자형 보증, 지분투자 등의 방식으로 중소·벤처기업의 자금조달을 지원하는 프로그램을 운영하고 있다. EIF는 EU와 EIB(European Investment Bank), 민간 금융기관의 출자를 받아 유럽 중소·벤처기업에 대한 지원정책을 총괄하고, 역내 회원국과 금융기관과의 협력을 통해 정책금융을 지원하는 역할을 수행하고 있다. 또한 기업의 성장단계별로 다양한 금융지원 및 투자를 수행하는 정책금

56) 정부 또는 공공기관이 아닌 민간부문에서 제공하는 보증 또는 지분투자 관련 프로그램은 본 내용에서 제외한다.

용기관이자 기관투자자의 역할을 수행하고 있다. 구체적으로 EIF는 기술 이전(technology transfer) 지원, 엔젤투자, VC 및 PEF 투자, 보증, 대출, 유동화 등 다양한 방식으로 중소·벤처기업을 지원하고 있다.

한편, EU 개별 회원국 차원에서도 중앙정부 또는 지방정부 차원에서 중소·벤처기업을 위한 다양한 정책금융 프로그램을 시행하고 있으나, 국가별로 지원하는 프로그램의 범위에는 차이가 존재한다. 먼저 오스트리아, 벨기에, 프랑스, 독일, 네덜란드 등은 보증을 포함하여 투자형 보증, 대출, 지분투자 등 다양한 프로그램을 시행하고 있다. 반면, 이외의 국가들은 보증과 대출을 중심으로 한 프로그램을 운영하고 있다. 사이프러스, 라트비아, 리투아니아 등의 국가는 자체적인 정책금융 프로그램이 존재하지 않고 EU의 EIF 프로그램에만 의존하고 있다. 또한, 보증을 지원하는 정책기관이라 하더라도 투자형 보증, 메짜닌대출, 지분투자 등 다양한 방법으로 중소·벤처기업의 자금조달을 지원하는 프로그램을 운영하고 있다.

<부록 표-8> 미국/유럽의 중소·벤처기업 대상 정책금융 유형

	소액 대출	대출	보조금	지분 투자	보증	투자형 보증	비고
미국	○	○		○*	○	○*	* SBIC 프로그램
EU		○		○*	○	○	EIF에서 총괄 * 메짜닌투자를 포함
오스트리아	○	○	○	○	○	○*	AWS에서 총괄 * 투자보증/투자연계대출보증
벨기에	○	○	○	○*	○		* 메짜닌대출 및 출자전환옵션 부 대출 포함
체코			○*		○		Vækstfonden에서 총괄 * 메짜닌대출 포함
덴마크		○		○	○		
에스토니아		○*			○		* 메짜닌대출 포함
핀란드		○	○				
프랑스		○		○*	○	○**	Bpifrance에서 총괄 * 직간접투자 병행 ** 메짜닌투자보증
독일		○	○	○*	○		KfW에서 총괄(보증 제외) * 투자연계대출 포함
그리스		○			○		
헝가리	○	○		○	○	○*	* 자본투자보증
아일랜드			○	○*			* 상환전환우선주(RCPS) 포함
이태리				○	○		MCC에서 총괄
룩셈부르크		○		○			
네덜란드	○			○*	○	○**	* 직간접투자 병행 ** 자본투자보증
폴란드		○		○	○		PARP에서 총괄
포르투갈		○		○	○		
루마니아					○		
슬로바키아		○		○	○		
슬로베니아			○	○	○		SEF에서 총괄
스페인		○			○		
스웨덴		○		○			
영국				○	○		BIS에서 총괄

주 : 사이프러스, 라트비아, 리투아니아 등의 국가는 EU EIF 프로그램 이용 가능
 자료: AECM(2010), CSES(2012)와 EC, SBA, EIF의 웹사이트를 참조하여 작성

2) 미국 및 유럽 정책금융의 중소·벤처기업 지원 유형

중소·벤처기업을 지원하기 위한 미국과 유럽 정책금융의 지원방식은 크게 투자형 보증, 대출, 직간접 지분투자 등으로 구분된다. 여기서 투자형 보증, 대출은 모두 중소·벤처기업에 대한 지분투자와 관련된 보증이나 대출 프로그램을 지칭한다.

<부록 표-9> 미국/유럽 정책금융의 지원유형

유형	내용	정책금융 사례	
투자형 보증	투자 보증	민간투자자 또는 금융기관의 중소·벤처기업 지분투자 손실에 대한 보증 (메썬투자자에 대해 보증을 하는 메썬투자 보증 포함)	- 오스트리아 AWS 보증프로그램 - 헝가리 Start Capital Guarantee - 네덜란드 Growth Facility - 프랑스 Bpifrance 보증 프로그램
	포트폴리오 보증	금융기관 또는 보증기관의 대출 또는 투자 포트폴리오에 대한 보증	- EU의 EIF
	투자연계 대출 보증	중소·벤처기업이 투자자본을 유치하면서 후순위대출을 하는 경우 대출금액에 대한 보증	- 오스트리아 Double Equity
	재간접투자형 보증	중소·벤처기업 투자자(VC 또는 사모펀드)가 투자자금 마련을 위해 발행하는 채권에 대한 지급보증	- 미국 SBIC 프로그램
대출	메썬대출	중소·벤처기업에 대한 후순위(메썬)대출	- 벨기에 ARKimedex - 독일 High-Tech Gründerfonds
	투자연계 대출	중소·벤처기업 (경영참여를 목적으로) 지분투자를 하는 투자자에 대한 대출 또는 채용자	- 독일 ERP Participation 프로그램
	출자전환 옵션부대출	중소·벤처기업이 대출기간 동안 증자를 하려고 하는 경우 기존 대출금액이 주식으로 전환될 수 있는 옵션을 부여한 대출	- 벨기에 VINNOF
직·간접 지분투자	중소·벤처기업에 대한 지분투자 또는 모태펀드 형태의 재간접투자, 일반적으로 민관협력 형태의 공동투자(co-investment)를 지향	- EU(EIF), 오스트리아, 덴마크, 프랑스, 이태리, 네덜란드, 폴란드, 영국 등의 정책금융기관이 보증과 직간접 투자를 병행	

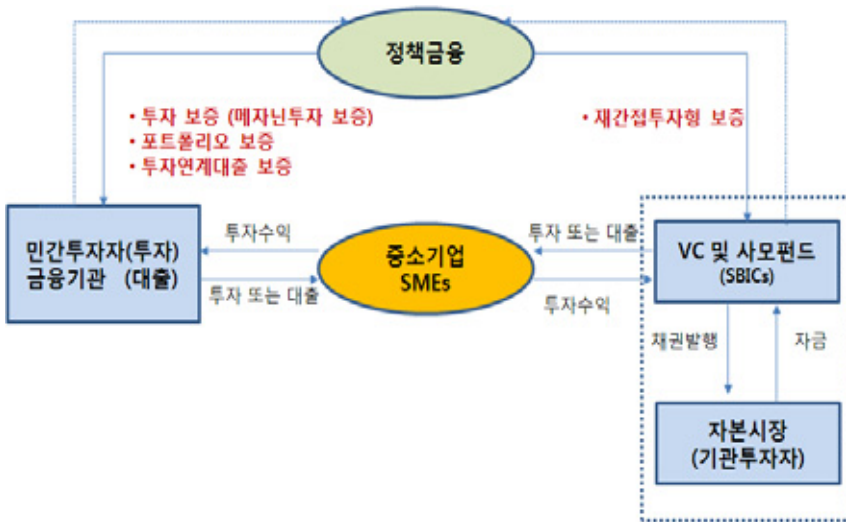
자료: AECM(2010), CSES(2012)와 EC, SBA, EIF의 웹사이트를 참조하여 작성

<부록 표-9>에서 보는 바와 같이 투자형 보증은 미국, EU, 오스트리아, 프랑스, 헝가리, 네덜란드, 대출은 독일과 벨기에 등의 정책금융에서 프로그램을 시행 중이다. 직·간접 지분투자는 EU, 오스트리아, 덴마크, 프랑스, 이태리, 네덜란드, 폴란드, 영국 등의 국가에서 보증과 병행하여 시행하고 있다.

가) 투자형 보증의 사례

투자형 보증은 보증의 대상에 따라 투자 보증, 포트폴리오 보증, 투자연계대출 보증, 재간접투자형 보증 등으로 분류된다.

<부록 그림-1> 투자형 보증의 유형



투자 보증은 민간투자자 또는 금융기관의 중소·벤처기업 지분투자 손실 일부에 대해 보증을 제공하거나 메자닌투자에 대한 보증을 하는

메짜닌투자 보증 프로그램을 지칭한다. EIF뿐만 아니라 오스트리아, 헝가리, 네덜란드, 프랑스 등의 정책금융에서 중소·벤처기업 지분투자에서 손실이 발생했을 경우 이의 일부를 보전해주는 투자보증 프로그램을 시행 중이다.⁵⁷⁾

오스트리아의 AWS는 민간 투자자 또는 은행의 중소·벤처기업 지분투자 손실의 일부를 보증해 주는 소위 '유사투자보증(quasi equity guarantee)' 프로그램을 운영 중이다. 이 프로그램은 후순위대출(subordinated loan)의 형태를 지니는 메짜닌투자에 대한 보증이 일반적이며, 최대 80%(평균적으로 70%)까지 투자손실에 대해 보증을 지원한다.

헝가리의 Start Zrt.는 전문 금융투자자의 헝가리 중소·벤처기업 지분투자 손실의 50%에서 최대 80%까지 보증하는 프로그램을 운영하고 있다. 네덜란드의 Growth Facility는 지분 또는 후순위대출의 형태로 중소·벤처기업에 투자한 위험자본에 대해 최고 500만유로까지 투자손실의 50%를 보증하는 프로그램이다. 프랑스의 Oséo는 'Contra de développement Participatif'라는 프로그램을 통해 중소·벤처기업 이상의 기업에 대한 메짜닌투자 손실에 대해 최대 80%까지 보증을 제공하고 있다.⁵⁸⁾ 보증기간은 7년까지이며 4만유로에서 300만유로 범위의 후순위대출에 대해 평균적으로 70%, 최대 80%까지 보증을 제공하고 있다.

포트폴리오 보증은 중소·벤처기업을 대상으로 지분투자 또는 메짜닌투자를 지원하는 금융기관의 대출이나 포트폴리오에 대한 보증을 제공하는 프로그램이다. 포트폴리오 보증의 대표적인 사례는 EIF의 중소·벤처기업 보증프로그램인 SMEG(SME Guarantee Facility)이다. SMEG의 지원 대상 중소기업은 창업단계 및 창업 이후 10년 이내 기업이다. 보증

57) 독일에서도 민간 보증기관인 MBG에서 메짜닌투자에 대한 보증 프로그램을 제공하고 있으나 정부 또는 공공기관이 아닌 관계로 사례에서 제외하였다.

58) 프랑스는 Oséo 및 FSI, CDC Enterprises 등을 통합하여 2013년 7월 Bpifrance를 출범, 정책금융기관을 일원화하였다.

기간은 최대 10년이며, 포트폴리오 내 개별 기업의 대출의 50%까지, 유동화보증의 경우에는 100%까지 보증을 지원한다.

투자연계대출 보증은 중소·벤처기업이 민간 투자자금을 유치하는 경우 매칭펀드 형식으로 중소·벤처기업의 후순위대출에 대한 보증을 지원하여 중소·벤처기업의 자기자본 확충을 도모하는 프로그램이다. 대표적인 사례로는 오스트리아 AWS의 Double Equity 프로그램이 있다. 이 프로그램은 중소·벤처기업이 투자자본을 유치하면서 후순위대출(메짜닌)을 받는 경우 자기자본을 확충할 수 있도록 이 대출금액에 대한 보증을 지원한다. 관광 및 레저 산업을 제외한 업종에 해당하는 창업기업 또는 창업초기 중소기업을 대상으로, 중소기업의 후순위 대출금액의 80%까지, 금액기준으로는 최대 250만유로까지 AWS가 인수한다.

재간접투자형 보증은 중소·벤처기업에 투자하는 전문 벤처캐피탈 또는 사모펀드가 투자자금 마련을 위해 발행하는 채권에 대한 지급보증을 하는 프로그램으로 미국의 SBIC 프로그램이 대표적인 사례이다. 이 프로그램은 모태펀드 형식의 재간접 지분투자와 정책금융의 보증을 결합하여 중소·벤처기업을 지원하는 방식이다.

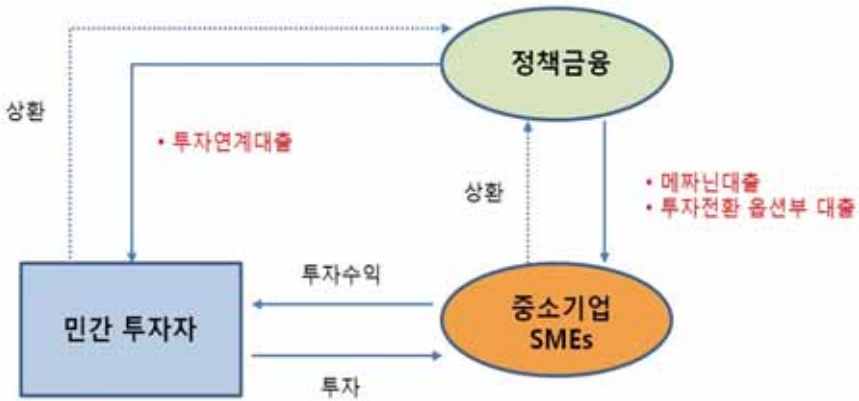
나) 대출을 활용한 지원 사례

직접금융과 관련된 대출은 지분투자와 관련된 메짜닌대출, 투자연계대출, 출자전환 옵션부대출 등으로 분류된다.

먼저, 메짜닌대출은 무보증채(unsecured loan)의 성격을 가지는 유사자본(quasi equity)인 후순위대출을 통해 중소·벤처기업의 자기자본 확충을 지원하는 프로그램이다. 메짜닌대출은 법적으로 부채로 분류되나 경제적인 측면에서는 자본의 성격을 가지는 후순위대출을 지원하여 실질적으로 자기자본의 확충을 도모할 수 있다. 메짜닌대출의 사례는 벨기

에와 독일의 정책금융에서 찾을 수 있다. 벨기에 Flanders 주정부는 PMV ARKimedex 프로그램을 통해 해당 지역에 위치한 혁신형 중소기업이나 성장잠재력이 뛰어난 중소기업에 후순위대출을 제공한다.⁵⁹⁾ 독일은 High-Tech Gründerfonds(High-Tech Seed Fund)에서 기술력이 뛰어난 창업기업에 지분투자 또는 후순위대출 방식으로 초기자금 마련을 위한 직접금융을 제공하고 있다.

<부록 그림-2> 대출을 이용한 직접금융 지원 유형



투자연계대출은 중소·벤처기업에 지분투자를 하고자 하는 투자자에게 대출 또는 채용자를 지원하는 프로그램이다. 독일의 ERP Participation 프로그램이 투자연계대출의 사례이다. 이 프로그램은 중소·벤처기업에 공동운영, 혁신형 프로젝트 참여, 구조조정, 창업 등 경영참여 목적의 지

59) 구체적으로 PMV ARKimedex 프로그램 중 세부 프로그램인 PMV innovation mezzanine과 PMV growth mezzanine이 이에 해당한다. PMV innovation mezzanine은 혁신형 중소기업에 6년간 최대 50만유로를, PMV growth mezzanine은 성장잠재력이 뛰어난 중소기업을 대상으로 최대 10년까지 50만유로에서 500만유로까지 후순위 대출을 제공한다.

분투자를 하려는 민간 투자자에게 투자금액의 100%까지 재융자를 지원한다.⁶⁰⁾

출자전환 옵션부 대출은 주식으로 전환될 수 있는 옵션이 포함된 대출을 중소·벤처기업에 제공하여 증자를 용이하게 할 수 있도록 지원하는 프로그램이다. 대표적인 사례는 2005년부터 벨기에 Flanders 주정부의 PMV가 운영하고 있는 VINNOF(Flemish Innovation Fund)의 출자전환 옵션부 대출이다. 이는 대출을 받은 중소·벤처기업이 대출기간 동안 증자를 원할 경우 사전에 정해진 조건에 따라 기존 대출금액을 신주로 전환될 수 있는 옵션을 부여한 대출(convertible loan with warrant)이다.⁶¹⁾

나. 국내 정책금융 프로그램 현황

1) 중소·벤처기업 지원을 위한 국내 정책금융 프로그램 개관

국내 정책금융기관들이 제공하는 직접금융의 유형은 <부록 표-10>에서와 같이 크게 투자형 보증, 투·융자 복합금융, 그리고 지분투자 등으로 구분된다.

60) 연매출 5,000만유로(예외규정은 7,500만유로) 이하인 중소·벤처기업을 대상으로 최대 10년간 100만유로(예외규정은 250만유로)까지 지원한다.

61) 다만, VINNOF에서 중소·벤처기업 지원방식으로 출자전환 옵션부 대출 이외에도 지분투자를 하고 있는데, 지분투자의 비중이 훨씬 더 높은 것으로 알려져 있다(PMV(2011)). 이를 감안하면 중소·벤처기업이 이 출자전환 옵션부 대출을 그다지 많이 활용하지는 않는 것으로 판단된다.

<부록 표-10> 국내 정책금융의 투자형 보증 및 지분투자 유형

유형	세부 유형	내용
투자형 보증	기술평가보증	- 기보와 업무협약을 체결한 기관이 인수하는 기술혁신형 중소기업 및 우수기술 보유기업이 발행한 전환사채 또는 BW에 기술평가 보증을 지원하고 자본이득의 일부를 공유 - 기술보증기금
	승수투자보증	- 기보와 약정을 맺은 벤처캐피탈이 인수하는 전환사채 또는 BW에 대한 보증을 지원하고 벤처캐피탈은 보증금액의 2배를 투자하도록 하여 투자 승수효과를 얻기 위한 제도 - 기술보증기금
투융자 복합금융	이익공유형 대출	- 저금리 대출 후 지원기업의 영업성과에 따라 추가이자(이익연동)를 수취하는 대출로 중진공의 이익공유형 대출이 이에 해당
	메짜닌대출 (출자전환 옵션부 대출)	- 전환사채, BW 등 주식연계형 회사채를 인수하는 방식의 대출 - 중진공 성장공유형 대출, KDB산업은행의 출자전환 옵션부 대출
	직접투자-대출 연계 복합금융	- 적합기업에 대해 상황에 따라 동시 또는 순차적으로 지분투자(CB, BW 등)와 대출을 지원하는 방식 (예: 대출전환 옵션부 전환사채) - KDB산업은행, 기업은행 및 KoFC의 투융자 복합금융
	간접투자-대출 연계 복합금융	- 기업의 성장단계별로 VC 또는 PEF를 통한 지분투자와 대출을 지원 (대출 및 투자 매칭투자 포함) - KDB산업은행, 기업은행, KoFC의 투융자 복합금융
지분투자	직접투자	- 기술력과 성장성이 우수한 중소기업에 보증과 연계하여 직접 지분투자(주식, 전환사채, BW 등)를 하는 보증연계투자(신용보증기금, 기술보증기금) - 엔젤투자자 육성과 창업초기 기업 투자확대를 위해 모태펀드가 100% 출자한 엔젤투자 매칭펀드가 엔젤투자에 1:1 매칭
	간접투자	- VC 또는 PEF를 통한 중소·벤처기업, 성장성 있는 중소·중견기업 또는 녹색·신성장동력 영위 기업에 대한 간접 지분투자 - 모태펀드(KVIC), KoFC 펀드출자, 성장사다리펀드, 미래창조펀드

주 : 정부가 도입을 고려하고 있는 투자옵션부 보증은 표에서 제외
 자료: 기업금융나들목, 중소기업청, 신보, 기보, KDB산업은행, 기업은행, KoFC 홈페이지

기술보증기금(기보)에서 지원하고 있는 투자형 보증은 기술평가보증과 승수투자보증으로 구분된다. 투융자복합금융은 지원방식에 따라 이익공유형 대출, 메짜닌대출, 직접투자-대출연계 복합금융, 간접투자-대출연계 복합금융 등으로 구분된다. 이 프로그램은 KDB산업은행(산은), 기업은행(기은), 중소기업진흥공단(중진공), 정책금융공사(KoFC) 등에서 지원하고 있다. 마지막으로 지분투자는 보증연계투자를 포함하는 직접투자와 간접투자 등으로 구분되는데, 모태펀드, 신보 및 기보, 정책금융공사, 성장사다리펀드등 다양한 기관에서 이를 지원하고 있다.

<부록 표-11> 국내외 정책금융의 중소·벤처기업 지원 유형 비교

유형		미국/ 유럽	국 내	비고
투자형 보증	투자보증	○	○	기보의 기술평가보증, 승수투자보증
	포트폴리오보증	○		유럽 EIF
	투자연계대출보증	○		중소·벤처기업이 후순위대출을 받는 경우 보증지원
	재간접투자형보증	○		미국의 SBIC 프로그램
투융자 복합	메짜닌대출	○	○	해외의 경우 주로 후순위대출, 국내는 출자전환옵선부대출(중진공, 산은의 CB 및 BW 인수)
	투자연계대출	○		중소기업 투자자에 대한 제융자 성격
	이익공유형대출		○	중진공 이익공유형 대출
	직접투자-대출		○	중소기업에 대한 지분투자 및 대출 병행
	간접투자-대출		○	중소기업에 대한 간접투자 및 대출 병행
지분 투자	직접투자	○	○	신·기보 보증연계투자, 엔젤투자 매칭펀드
	간접투자	○	○	모태펀드, KoFC, 성장사다리펀드, 미래창조펀드

주: 정부가 도입을 추진하고 있는 투자옵선부 보증제도는 제외

<부록 표-11>은 국내 정책금융의 중소·벤처기업 지원 유형을 앞서 살펴본 미국 및 유럽 정책금융과 비교한 결과를 보여주고 있다. 이에 따르면 투자형 보증과 지분투자에 집중된 미국 및 유럽의 정책금융과는 달리 국내 정책금융은 투·융자 복합 금융상품과 지분투자에 집중되어 있음을 알 수 있다. 이는 기존의 융자 중심의 금융구조와 창업초기 기업에 대한 투자기피 경향을 보완하기 위해 중소·벤처기업의 직접금융을 지원하는 정책금융의 역할을 강화한 결과라고 할 수 있다.

2) 국내 정책금융의 중소·벤처기업 지원 유형

가) 투자형 보증 사례

투자형 보증은 중소·벤처기업이 발행한 전환사채(CB) 또는 신주인수권부사채(BW)에 대한 보증을 제공한다는 면에서 해외의 후순위대출에 대한 보증과 같은 투자보증에 해당된다. 국내 사례로는 기보의 기술평가보증과 승수투자보증이 있다.

<부록 표-12> 기술평가보증제도

항목	내용	
대상기업	- 기술혁신선도형 기업, 협약기관 추천 우수기술 보유 중소기업	
대상채무	- 기보와 업무협약을 체결한 기관이 인수하는 CB 또는 BW	
발 행 조 건	상환기간	- 2년 이상
	발행금액	- 5,000만원 이상
	발행방법	- 사모발행
	사채금리	- 표면금리: 3년만기 AAA 무보증 회사채(공모) 금리 이내 - 만기보장수익률: 3년만기 AAA 무보증 회사채(공모) + 3.0% 이내
출연비율(보증비율)	- 20%(70%), 10%(50%), 5%(30%)	

자료: 기술보증기금

먼저, 기보의 기술평가보증은 중소·벤처기업이 발행한 CB 또는 BW에 기술평가보증을 제공하고 자본이득의 일부를 공유하는 투자형 보증이다. 이 제도의 기본 취지는 기술력을 보유하고 있는 기업의 기술성, 사업성 등 미래가치 위주로 평가하여 보증서를 발급함으로써 중소·벤처기업이 금융기관으로부터 원활하게 자금을 지원받게 하는 것이다.

<부록 표-13> 승수투자보증제도

항목		내용
대상기업		- 창업 후 3년 이내 기술혁신선도형 기업 중 녹색성장산업 영위기업, 벤처캐피탈 협회 회원사 추천기업, 기타 기술력과 성장력이 우수한 기업
대상채무		- 기보와 약정을 맺은 벤처캐피탈 협회 회원사가 인수하는 CB/BW - 운전자금 보증한도(신보 및 지역보증재단 보증금액 포함)는 50억원
발행 조건	상환기간	- 2년 이상
	발행금액	- 5,000만원 이상 (최종 대차대조표의 순자산의 4배 이내)
	발행방법	- 사모발행
	사채금리	- 표면금리: 보증서 발급 1영업일전 현재 5년 만기 국고채 금리 이내 - 만기보장수익률: 보증서 발급 1영업일 전 현재 5년 만기 국고채 금리 + 2.0% 이내
출연비율 (보증비율)		- 10%(50%)

자료: 기술보증기금, 중소기업청

승수투자보증은 벤처캐피탈이 창업 후 3년 이내 기업이 발행하는 CB 또는 BW에 투자할 경우, 기보에서 투자금액의 50%를 보증하고 자본이득의 일부를 공유하는 투자형 보증이다.⁶²⁾ 즉, 기보가 벤처캐피탈이 인수하는 중소·벤처기업의 사모발행 CB 또는 BW 금액 일부에 대한 보증을 지원하여 벤처캐피탈의 투자리스크를 줄이는 대신 투자성과의 일부를 공유하는 제도이다. 비록 기술평가보증에 비해 대상 기업의 범위가

62) 이 제도는 중소기업청이 기술보증기관과 벤처캐피탈이 공동으로 창업초기 기업에 투자자금을 지원하기 위한 목적으로 2010년에 도입되었다.

좁지만, 기술력과 성장성에 비해 신용이나 담보여력이 부족한 창업초기 기업이 자금조달을 보다 원활하게 하고자 하는 것이 기본 취지이다.

나) 투·융자 복합금융 사례

투·융자 복합금융 사례로는 이익공유형 대출, 출자전환 옵션부 대출, 직접투자-대출연계 복합금융, 간접투자-대출연계 복합금융이 있다.

이익공유형 대출은 중진공이 기업에 저금리로 대출을 지원한 후 영업성과에 따라 추가이자를 수취하는 투·융자 복합금융 상품이다. 기술개발 및 시장진입 등의 단계에서 미래 성장성이 큰 기업으로 일정수준의 영업이익 달성이 예상되는 기업을 대상으로 한다.

출자전환 옵션부 대출은 CB, BW 등 주식연계형 회사채를 인수하는 방식의 대출로서 주식으로 전환시 기업의 자본확충으로 재무구조의 개선을 도모하는 투융자 복합금융 상품이다. 사례로는 중진공의 성장공유형 대출과 산업은행의 출자전환 옵션부 대출이 있다.

직접투자-대출연계 복합금융은 적합 기업에 대해 상황에 따라 동시 또는 순차적으로 지분투자(보통주 또는 CB, BW 등)와 대출을 지원하는 방식을 말한다. 대표적인 예로는 기업의 전환사채를 대출로 전환할 수 있는 옵션을 부여한 대출전환 옵션부 전환사채가 있다. 산업은행, 기업은행, 그리고 정책금융공사에서 이 금융상품을 지원하고 있는데, 기관마다 대상 기업과 지원 규모에서 차이가 있다.

마지막으로, 간접투자-대출연계 복합금융은 기업의 성장단계별로 벤처캐피탈 또는 PEF를 통한 지분투자와 대출을 지원하는 방식이다. 산업은행, 기업은행, 정책금융공사는 각각 동기관이 출자한 펀드가 투자하는 기업에 대해서 운용사(GP)와 협의하여 간접투자와 대출을 지원한다. 기본적으로 지원 대상 기업의 요건은 직접투자-대출연계 복합금융의 경우와 동일하다.

<부록 표-14> 기관별 직접투자-대출연계 복합금융상품 비교

기관	지원 대상 기업	기업별 지원한도
산은	<ul style="list-style-type: none"> - 신성장동력산업 영위 중소기업 - 정부 유관기관 선정 혁신형 중소기업 - 담보력이 부족하나 기술력 및 사업성이 양호한 기업(산은기술평가원 기술평가 양호 이상 등급) 	- 100억원
기은	<ul style="list-style-type: none"> - 신성장동력산업 영위 중소기업 - 바이오, 융복합산업 보증부 투자대상 기업 - 신재생에너지사업 및 문화콘텐츠 영위 기업 - 기술력이 우수하고 제품 및 서비스 등 경쟁력이 양호한 기업 등 	<ul style="list-style-type: none"> - 1,000억원 (직접 500억원, 대출 500억원) - 문화콘텐츠 기업의 경우 직접 100억원, 대출 200억원
정책 금융 공사	<ul style="list-style-type: none"> - 공사가 직접 투자하거나, 최대 출자한 펀드가 지분투자를 하는 녹색·신성장동력산업 영위 중소기업 - 전년도 매출액 100억원, 부채비율 400% 이하 	- 관련 부서간 협의를 거친 이후 투자와 대출을 동시 승인 후 지원

다) 지분투자 사례

국내 정책금융의 지분투자 사례는 직접투자와 간접투자로 크게 구분된다. 직접투자는 보증연계투자와 엔젤투자 매칭펀드, 간접투자는 모태펀드, 정책금융공사의 펀드출자, 성장사다리펀드, 미래창조펀드 등이 있다.

신·기보의 보증연계투자는 보증과 연계하여 기술력과 성장성이 우수한 중소·벤처기업에 주식, CB, BW 등에 대한 지분투자를 하여 중소·벤처기업에 대한 직접금융을 지원하는 제도이다. 보증연계투자는 보증과 직접투자를 연계하여 중소·벤처기업의 금융비용을 절감하고, 보증기관은 기업성과를 공유하기 위한 목적으로 2004년 '중소기업 경쟁력 강화대책'의 일환으로 도입되었다. 2005년 신보와 기보는 업무협약을 통해 기보는 벤처·이노비즈 기업 및 창업 5년 이내 기술혁신 선도형 중소기업, 신보는 기보 지원 대상 기업이 아닌 일반 중소기업에 대한 보증을 지원하고

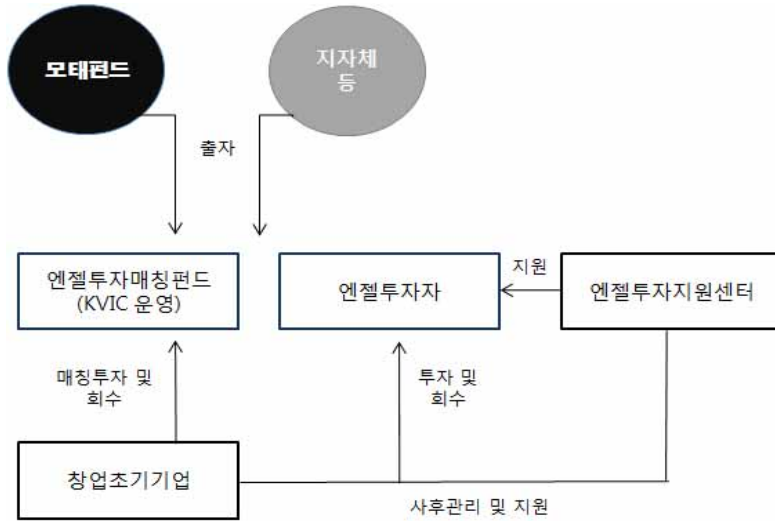
있다.

엔젤투자 매칭펀드는 국내 엔젤투자자 육성을 통해 창업활성화 기반을 구축하고 건전한 벤처생태계 환경을 조성하기 위해 설립한 펀드로 엔젤투자자가 투자하는 기업에 1:1로 매칭투자를 하는 방식의 정책금융이다. 2011년말에 처음 기획되었으며 한국벤처투자(KVIC)에 의해 총 1,400억원 규모로 운영되고 있다. 2014년에 330억원을 결성하고 향후 3개년 동안 연 500억원을 조성하는 것을 목표로 하고 있다.

운용구조는 한국벤처투자가 운용하는 모태펀드가 전액 출자하는 엔젤투자 매칭펀드가 창업기업에 자금을 투입하는 엔젤투자자들과 공동투자를 하는 형태이다. 엔젤투자 매칭펀드는 적격 투자자 요건을 갖춘 엔젤투자자 투자금액의 최대 1배수 이내로 투자한다. 펀드 운영의 다양화를 위해 전국, 지역, 대학, 청년펀드로 구분되어 운영하고 있으며, 투자 대상 기업 당 1회 2억원, 추가 투자를 포함하여 총 투자 2회, 누계 3억원으로 투자한도를 부여하고 있다.

시행 초기에는 투자자의 범위가 국내 엔젤투자자로 한정되었으나, 최근 외국인 등을 포함하여 적격 엔젤투자자의 적용범위를 확대하였다. 또한, 엔젤투자에 관한 전문성과 경험을 갖춘 투자자를 전문엔젤로 지정하여 이들에게 벤처기업 인증 권한을 부여하였다. 또한, 엔젤투자자에게 의무 보유기간 1년 이후 투자단가 대비 일정 이자율로 엔젤투자 매칭펀드 보유 주식의 50%를 매수할 수 있는 콜옵션을 부여해 주고 있다. 회수 시에는 엔젤투자자와 동일한 조건으로 공동 매각하여 회수한다. 한편, 엔젤투자지원센터 및 지역엔젤관리기관에서 엔젤투자자 발굴과 피투자기업 사후관리 등 투자지원 역할을 담당하고 있다.

<부록 그림-3> 엔젤투자 매칭펀드 구조



자료: 한국벤처투자(KVIC) 홈페이지

간접투자는 정책금융기관이 민간 벤처캐피탈 또는 PEF 등을 통해 중소·벤처기업, 성장성 있는 중소·중견기업 또는 녹색·신성장동력 영위기업에 대해 간접적으로 지원을 하는 방식이다. 국내에서는 한국벤처투자가 운영하는 모태펀드, 정책금융공사의 펀드 출자, 성장사다리펀드, 미래창조펀드 등이 이에 해당된다.

모태펀드는 안정적인 벤처투자재원의 공급체계를 마련하기 위해 ‘벤처기업육성에 관한 특별조치법’에 근거하여 2005년에 결성되어 한국벤처투자가 전담 운용기관으로 운용하고 있는 펀드이다. 출자자의 정책수요를 반영하여 중진계정, 문화계정, 특허계정, 방송통신계정, 영화계정 등으로 구분하여 2012년말 기준 약 1.5조원을 운용하고 있다.

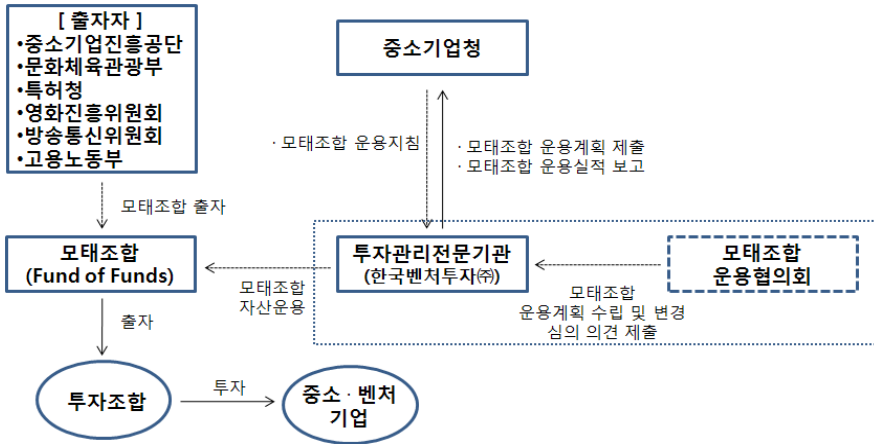
<부록 표-15> 모태펀드 개요

구분	내용
결성일	- 2005년 7월 15일
출자자	- 중소기업진흥공단, 문화체육관광부, 특허청, 영화진흥위원회, 방송통신위원회, 고용노동부
펀드규모	- 1조 4,791억원 (2012년 12월말 기준)
운용기간	- 30년 (2005~2035년)
주 출자 분야	<ul style="list-style-type: none"> - (중진계정) 창업초기, 지방기업, 부품소재, M&A 등에 투자하는 펀드 - (문화계정) 문화산업진흥기본법에 의한 문화산업에 투자하는 펀드 - (특허계정) 발명진흥법에 의한 발명활동의 진작과 발명성과의 권리화 촉진, 우수 발명의 이전알선과 사업화 등 특허기술사업화 기업에 투자하는 펀드 - (방통계정) 방송법, 전기통신사업법, 인터넷멀티미디어 방송사업법에 근거한 방송, 인터넷멀티미디어방송, 전기통신역무제공 및 서비스 등 방송통신사업분야에 투자하는 펀드 - (영화계정) 한국영화 등에 투자하는 펀드
운용기관	- 한국벤처투자(KVIC)

자료: 한국벤처투자 홈페이지

모태펀드는 민간 벤처캐피탈과 간접투자 방식을 활용하되, 출자기관의 지침에 맞춰 출자사업을 운용함으로써 수익성과 공공성을 동시에 추구한다. 이를 위해 투자관리 전문기관인 한국벤처투자가 중소기업청의 모태조합 운용지침에 따라 출자자 계정별로 창업투자조합 등 자펀드를 결성하고, 자펀드가 중소·벤처기업에 투자하는 구조이다. 자펀드는 혁신기술사업, 창업초기기업, 비상장 중소기업 등에 주로 투자하며, 기업은 이를 R&D, 제품개발, 설비구축, 운전자금 등으로 활용하고 있다. 이처럼 민간 벤처캐피탈을 활용하는 간접투자를 통해 정책자금의 투자승수효과(약 4배)를 도모하며, 출자자별 별도계정을 운영하고 회계를 분리하여 출자기관의 독립성을 유지하고 있다.

<부록 그림-4> 모태펀드 운용체계



자료: KVIC 홈페이지

정책금융공사의 펀드 출자는 정책금융공사가 자체 조달한 자금을 중소·벤처투자조합, PEF 등 펀드에 출자하고, 펀드는 정책목표에 부합하는 미래 성장성이 뛰어난 기업에 투자하는 간접투자 모델이다. 투자대상 기업은 성장성 있는 중소·중견기업, 녹색·신성장동력산업 등에 속하는 기업인데, 중소·벤처투자조합은 초기 및 성장단계 중소기업에, PEF는 후기 중소기업, 중견기업 및 대기업에 투자하고 있다. 주된 투자방식은 주식 또는 무담보 주식관련 채권 인수이며, 펀드는 일반적으로 8~10년 동안 존속한다.

성장사다리펀드는 정책금융공사, 산은 및 기은 등의 정책금융기관의 주도적인 출자로 중소·벤처기업에 성장단계별로 맞춤형 투자자금을 공급을 위해 조성되는 모펀드를 지칭한다. 기존의 융자 중심의 중소기업 자금조달 구조와 민간 벤처캐피탈의 과도한 리스크 회피 경향에서 벗어나 창업·혁신 기업을 중심으로 충분한 자금을 지원하기 위한 목적으로 도입되었다.

<부록 그림-5> 성장사다리펀드 구조



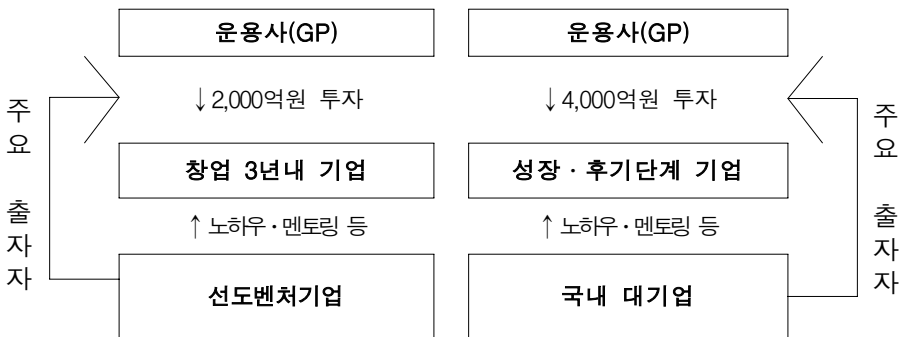
자료: 기업금융나들목 홈페이지

자금 모집은 정책금융기관과 민간 투자자가 별도로 자금을 결성하고, 개별 펀드 단계에서 자금을 결합하는 방식으로 이루어진다. 구체적으로 정책금융기관은 매년 출자금액을 약정한 후 집행 시기에 맞춰 모펀드와 자펀드에 자금을 출자하여 운용하는 수시납(capital call) 방식을 사용한다. 성장사다리펀드의 조성목표 6조원 중 산은 및 기은 등의 정책금융기관이 1.85조원을 출자하고, 창업, 성장, 회수 단계별 다양한 매칭 자펀드를 운영한다. 한편, 연기금 등의 민간자금은 자체 자금별 투자원칙과 기준에 따라 펀드를 결성하여 성장사다리펀드와 공동투자하거나 성장사다리펀드가 조성한 펀드에 참여하는 형태로 참여하게 된다.

마지막으로 미래창조펀드는 성장사다리펀드와 더불어 창조경제 구현을 위해 2013년 출범시킨 대표적인 정책금융 프로그램 중 하나로서, 창업초기 및 벤처기업에 대한 투자 확대를 위하여 정부와 대기업, 벤처기업 등이 함께 조성한 6,000억원 규모의 펀드이다. 이 펀드는 기업의 성

장단계에 따라 창업 3년 이내의 초기단계 기업에 투자하는 2,000억원 규모의 펀드와 중견·대기업으로서 성장의 어려움을 겪고 있는 성장·후기단계 기업에 투자하는 4,000억원 규모의 펀드로 구분된다.

<부록 그림-6> 미래창조펀드 구조



자료: 중소기업청

펀드의 형태는 '벤처기업 육성에 관한 특별 조치법'에 근거한 벤처투자조합으로 운용되고 있으며 존속기간은 8년 내외이다. 펀드 운용방식은 원칙적으로 모태펀드 운용기관인 한국벤처투자가 펀드를 총괄하고 계정별 전담 운용사가 각 계정을 독립적으로 운용하는 형태인 계정분리 방식으로 운용된다. 단, 민간 출자자가 희망할 경우 운용사가 독립적으로 개별펀드를 운용하는 개별펀드 방식도 허용된다. 수익배분은 출자지분에 따른 배분이 기본 원칙이다. 중점 투자 분야는 IT, 모바일, 헬스케어, 의류기기, M&A를 통한 업종 간 융·복합 등 첨단 산업이다.

미래창조펀드가 기존의 다른 정책금융과 다른 점은 대기업과 선도벤처기업들이 펀드의 상당부분을 출자하여 포트폴리오 피투자기업 출자자와의 전략적 네트워크 확대와 멘토링 강화를 목표로 하고 있다는 것이다. 이는 선도 벤처기업 등 민간 출자자가 희망하는 투자 분야를 우선

적으로 고려하여 민간 주도의 벤처캐피탈 펀드로 운용한다는 미래창조
펀드의 운용방침에 잘 나타나 있다.

<연구보고서 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
14-08	가계의 주식 및 펀드시장 참여에 대한 연구	김재철, 남재우, 장지혜	14.12
14-07	우리나라 외환스왑시장의 불균형 및 환율과의 관계에 관한 연구	이승호	14.12
14-06	선진국의 비전통적 통화정책과 출구전략 분석	강현주, 서현덕, 주현수	14.12
14-05	주식과세제도의 개선방향에 관한 연구	김갑래, 김준석, 황세운	14.07
14-04	그레인저 인과관계 네트워크를 이용한 금융기관간 상호연계성 추정	서현덕	14.05
14-03	금융산업의 특성을 고려한 담합의 판단기준에 대한 연구	이성복, 이승진	14.03
14-02	파생상품 불공정거래 규제 체계의 개선방향	정윤모, 이효섭	14.03
14-01	기관투자자가 자본시장 발전에 미치는 영향 및 정책과제	신보성, 김준석	14.02
13-05	국내 증권산업의 환경변화와 대응방안-2020 증권산업 비전과 전망	박용린, 이석훈, 장정모, 최순영	13.12
13-04	연금사회와 자산운용산업의 미래-2020 자산운용산업 비전과 전망	송홍선, 김재철, 김종민 남재우, 홍원구	13.12
13-03	인구고령화와 우리나라의 자본시장 II : 퇴직연금과 자본시장 성장의 선순환	김재철, 홍원구	13.12
13-02	글로벌 유동성과 국제자본이동과의 관계에 관한 연구	강현주, 이승호	13.12
13-01	통화 국제화의 결정요인에 관한 연구: 원화 국제화의 가능성에 관한 시사점	현석, 이상현	13.02
12-05	글로벌 거래소 변화양상과 시사점	이인형, 강소현, 김준석	12.12
12-04	탄소금융의 국제동향 분석과 발전방안에 대한 연구	노희진, 김필규	12.12
12-03	국내 주식형펀드의 투자효율성과 규모효과에 대한 연구	김종민, 송홍선	12.11
12-02	국내 애널리스트 이직에 관한 연구	김종민, 이석훈	12.11
12-01	주가지수파생상품 만기일 효과에 관한 연구	남길남, 이효섭	12.06
11-03	아시아 통화와 아시아 국경간(cross-border) 채권시장의 발전방안에 관한 연구	현석, 이상현	11.07
11-02	한국 외화자금시장 유동성 위기의 특징과 외환시장에의 영향 분석	이인형, 이운재	11.02
11-01	금융투자업의 시장구조에 대한 분석 및 시사점	신보성, 이석훈, 이성훈, 장정모	11.01
10-05	국내 IPO 시장의 경쟁도 분석	이석훈, 박신애	10.12
10-04	선물환 수요 불균형 해소방안에 관한 연구	이성훈, 김형욱, 윤종문	10.11
10-03	국내 자산운용시장 경쟁구조에 대한 연구: 판매시장의 가격규율을 중심으로	김재철, 박진모	10.07
10-02	학자금대출시장 분석 및 유동화 활성화 방안	김필규, 박연우, 이현진	10.06
10-01	증권발행가격 규제의 문제점과 제도개선 연구	장욱, 전상경	10.06
09-02	금융투자회사의 자기자본 규제 연구	권세훈, 송홍선, 정윤모, 한상범	09.04
09-01	국내 전자증권제도의 효율적 도입방안에 관한 연구	김필규, 이석훈, 황세운 김용재, 조인호	09.03
08-05	증권산업의 경쟁도 변화에 대한 분석 및 시사점	신보성, 이석훈, 이진호, 박신애	08.11
08-04	모기지의 조기상환 모형에 근거한 MBS 가격결정에 관한 연구	박연우, 김필규, 이현진, 정재선	08.07
08-03	헤지펀드의 국내 허용 방안	노희진, 김필규	08.03

<연구보고서 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
08-02	세계 신용파생상품시장의 혁신과 시사점	남길남, 이석형, 주윤신	08.03
08-01	KRX 가격제한폭제도의 유효성에 관한 연구	엄경식, 강형철, 이윤재	08.03
07-03	기업집단 지배-소유 괴리 측정에 관한 연구: 임계지배권 방법을 중심으로	강형철, 빈기범, 조성훈, 윤정선	07.12
07-02	프로그램 매매가 변동성에 미치는 효과에 대한 연구	한상범, 이윤재	07.07
07-01	미국주식시장의 재개편: Regulation NMS의 도입 및 시사점	엄경식, 장병훈	07.03
06-08	증권회사의 자기자본 규제 개선에 관한 연구	권세훈, 한상범, 김현숙, 박희선	06.12
06-07	장외파생상품 자동거래시스템에 관한 연구	진익, 한지연	06.12
06-06	기업 현금성 자산 보유와 기업 가치에 대한 연구	빈기범, 서은숙, 송민규	06.11
06-05	"U.S. 달러표시 주식부문" 도입을 통한 한국자본시장 국제화의 타당성 검토	엄경식, 김영식, 정순섭	06.11
06-04	증권회사의 과당매매 규제에 관한 법적 연구	정윤모, 박기령	06.11
06-03	인구 고령화와 우리나라의 자본시장 I: 가계의 주식보유에 미치는 영향을 중심으로	김재철, 고광수, 김근수, 박진모, 박창욱	06.07
06-02	증권산업의 인적자본 축적에 대한 분석 및 시사점	신보성, 최강식	06.05
06-01	국내 주식시장의 버블 가능성 평가	김재철, 빈기범, 송민규	06.04
05-05	유동성 증대를 위한 효율적 주식거래 메커니즘 연구	엄경식, 선정훈, 한상범, 강대일	05.12
05-04	우리나라 자본시장과 은행의 균형 발전 필요성	신보성, 빈기범, 박상용	05.11
05-03	기관투자자와 주식시장의 안정성에 관한 연구: OECD 국가를 대상으로	고광수, 박창욱	05.06
05-02	가계의 주식보유 비중 결정 요인에 대한 연구	김재철	05.03
05-01	한국·일본·중국의 기관투자자 비교 연구	고광수, 김근수	05.02
04-09	우리나라 자본시장 규제의 선진화 방향	신보성, 박경서	04.12
04-08	한국주식시장의 투명성 연구: 외국계 증권회사 대량매매 정보공개 효과 분석	선정훈, 한상범, 강대일, 이윤재	04.12
04-07	수시공시제도의 개선방향 -포괄주의 방식의 도입 검토-	정윤모, 이주혜, 박기령	04.12
04-06	대량매매(Block Trade) 체결 메커니즘의 효율화에 관한 연구	선정훈, 한상범	04.11
04-05	증권산업 종사자의 자격 및 제한적 매매에 관한 연구	노희진, 주윤신	04.10
04-04	공적 연금의 지배구조에 관한 연구: 국민연금을 중심으로	조성훈, 고광수, 박창욱	04.09
04-03	공적 연기금의 투자 정책에 관한 연구	고광수, 김근수, 박창욱	04.09
04-02	투자자교육의 체계적 정립과 투자자보호	김근수	04.06
04-01	채권 스트립에 관한 연구	오승현, 유윤주	04.03
03-09	코스닥시장의 위상 재정립과 효율화 방안에 관한 연구	한상범, 엄경식, 강대일, 윤지아	03.12
03-08	증권산업에서의 이해상충에 관한 연구 II: 주식발행업무	정윤모, 조성훈, 한상범, 박현수, 이종은, 강대일	03.11
03-07	자산운용업의 바람직한 방향에 관한 연구	고광수	03.11
03-06	전자증권제도의 도입환경과 효과분석	송치승, 박연정	03.09

<조사보고서 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
15-01	해외 정부 벤처캐피탈의 현황 및 시사점	박용린, 김종민	15.01
14-03	배출권 시장 안정화 정책의 분석 -중앙은행 모델을 중심으로-	유종민	14.07
14-02	주식시장 분할에 따른 시장구조 변화와 감독 및 규제체계 시사점	이인형, 강소현, 양진영	14.03
14-01	주요국 국채시장의 제도적 특성과 시사점	김필규, 백인석, 황세운	14.03
13-07	ETN 시장의 특징과 시사점	남길남	13.12
13-05	영국의 사회적 투자시장 육성정책의 시사점	김갑래, 박수연	13.12
13-04	맥쿼리 그룹의 성장사례 및 한국 증권회사에 주는 시사점	최순영	13.11
13-03	녹색기후기금(GCF)의 특성과 향후 정책방안	노희진, 김규림	13.11
13-02	아시아 주요국의 펀드산업 현황 조사	송홍선, 남재우, 홍원구 공경신, 태희, 장지혜	13.09
13-01	자산운용업의 경영현황 분석과 자생력 확보 방향	김재철, 장지혜	13.08
12-05	글로벌 금융위기 이후 자기자본 규제의 국제적인 변화	송홍선, 장정모, 한상범	12.12
12-04	이슬람금융의 현황과 시사점	김한수, 김보영	12.12
12-03	해외 선진 PEF의 운영현황과 시사점 -바이아웃(buyout)을 중심으로-	박용린, 천창민, 안유미	12.12
12-02	자본시장법과 외국환거래법의 비교 및 정합성 제고를 위한 과제	이승호, 이종덕	12.12
12-01	글로벌 국부펀드 현황 및 시사점	이승호, 김한수, 최순영	12.06
11-02	EU 금융서비스 통합 실행계획(FSAP)의 구조와 체계	이용우	11.12
11-01	신금융투자상품의 구조와 활용	박철호, 김형욱, 박연우, 빈기범	11.06
10-05	미국의 장외파생상품 규제: 도드-프랭크법을 중심으로	남길남	10.12
10-04	거래소 인수·합병: 동향과 사례	김준석, 장욱, 장병훈, 한지연	10.12
10-03	배당 재투자 계획(DRIP)에 관한 연구	권세훈, 박희선	10.09
10-02	FX마진거래제도 개선방안	박철호	10.07
10-01	녹색금융의 발전방향과 추진전략	노희진	10.06
09-02	펀드 규율체계의 바람직한 통합 방향	김재철, 빈기범, 박진모, 김란영	09.08
09-01	신흥시장국 주식시장의 구조와 현황 분석(I): 중남미 주식시장	김준석, 이윤재, 장병훈, 한지연	09.07
08-03	선진 자산운용회사의 경영전략과 시사점	송홍선, 공경신	08.11
08-02	증권회사의 M&A 사례 및 전략	권세훈, 박희선	08.11
08-01	자본시장을 활용한 공공투자 자금조달에 관한 연구	조성원, 박창욱	08.08
07-01	스타일투자를 활용한 맞춤형 자산관리	진익, 한지연	07.12
06-03	미국 자산유동화증권 공시 제도의 현황과 국내 시사점	김필규, 이현진, 윤지아, 서의경	06.11
06-02	국내 증권회사의 리스크관리 현황과 개선방향	노희진, 김규림	06.07
06-01	자율규제기관의 제재 효율화 방안 : 미국 NASD를 중심으로	정윤모, 박기령	06.05

<정책보고서 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
13-01	증권형 크라우드펀딩 제도의 구축방향과 과제	천창민	13.06
11-02	중국 주식시장 특성과 외국기업의 활용방안	안유화, 김은화	11.12
11-01	금융위기 이후 주요도시의 국제금융중심지 전략 변화 및 시사점	김한수, 김보영, 정은경	11.11

<이슈 & 정책 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
14-01	IPO 공모주 주가 변화에 대한 분석 및 시사점	이석훈	14.01
13-10	국내 상장기업 배당정책: 평가와 시사점	강소현, 김준석, 양진영	13.12
13-09	아시아 펀드패스포트(ARFP)에 대한 논의와 시사점	김종민	13.12
13-08	해외의 소액투자지원제도와 시사점	천창민, 이현정	13.11
13-07	이스라엘의 요즈마펀드에 대한 고찰 및 시사점	이성복	13.11
13-06	한국 채권시장의 변동성: 평가와 시사점	백인석, 황세운	13.10
13-05	한국 외환시장의 변동성: 원인과 대응	이승호	13.08
13-04	한국 주식시장 변동성: 평가와 시사점	김준석, 백인석	13.06
13-03	자본시장 관점에서 본 국민연금 주요이슈와 정책방안	남재우	13.03
13-02	한국 ELS/DLS 시장의 건전한 성장을 위한 방안	이효섭, 김지태	13.03
13-01	유럽의 금융거래세 도입논의와 한국에의 시사점	김준석, 황세운	13.03
12-08	캐나다 개인연금의 현황과 시사점	홍원구	12.11
12-07	기관투자자의 헤지펀드 활용 전략	남재우	12.11
12-06	주요국의 불공정거래 조사 및 제재의 분석과 시사점	정윤모, 이승진	12.11
12-05	위안화의 역외 사용 확대와 한국의 대응	안유화	12.11
12-04	사회성과연계채권(SIB) 활용방안: 자본시장을 통한 사회문제의 해결	김갑래	12.07
12-03	국채 CDS프리미엄의 결정요인 분석 및 시사점	조성원	12.06
12-02	영국 Vickers 보고서를 통해 본 울타리은행제도의 개요와 시사점	이용우	12.06
12-01	주요국 커버드본드시장 분석과 국내 도입 방안	김필규, 이현진	12.05
11-08	유로존위기의 현황과 향후 전망	이용우	11.12
11-07	세계 M&A 시장 전망과 시사점	박용린, 안유미	11.11
11-06	한국형 헤지펀드의 미래와 영향	김재철, 김종민	11.11
11-05	DMA 개요와 국내외 현황	이인형, 표영선	11.10
11-04	통화안정증권 관련 주요 이슈와 정책과제	조성원	11.07
11-03	고령화 시대 장수채권 도입 방안	권세훈, 장정모	11.04
11-02	글로벌 자산운용시장의 변화와 국내 자산운용업체의 대응	김재철, 장지혜	11.04
11-01	주요국 자산운용시장 발전모델 검토 및 시사점	김재철, 윤종문, 태희	11.03
10-02	금융투자회사의 자산관리서비스 발전 과제	송홍선	10.09
10-01	조건부 자본의 사례 및 활용전략 - 역전환채권 구조를 중심으로 -	권세훈, 장정모	10.07
09-06	국가채무 수준의 국제비교와 정책적 시사점	조성원	09.12
09-05	자본시장을 활용한 원금보장형 우리스주제도의 도입 방안	송홍선, 공경신	09.12

<이슈 & 정책 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
09-04	주식공매도에 관한 주요 이슈 평가 및 정책적 시사점	김준석, 빈기범	09.09
09-03	외환시장과 외화자금시장의 구분 및 KRX 통화시장 역할의 중요성	빈기범, 강원철	09.08
09-02	스왑시장, 채권시장 및 외환시장의 연계성 분석 - IRS와 CRS를 중심으로 -	박연우, 박태준	09.06
09-01	한국 증시의 MSCI 선진시장 지수 편입에 관한 주요 이슈 분석	빈기범, Jaemin Kim, Sean Sehyun Yoo	09.06
08-03	금융투자지주회사 제도 도입 방안	신보성, 송홍선	08.11
08-02	금융허브경쟁력 제고방안 및 시사점	강형철, 김민석, 김한수, 송민규	08.08
08-01	금융투자업 경영 확대에 따른 이해상충문제의 최소화 방안	김필규, 박연우, 김동철	08.06
07-04	서브프라임 사태의 금융시장 파급경로 분석 및 정책적 시사점	김민석, 빈기범	07.12
07-03	해외 부문 충격이 한국 주식시장의 수익률 및 변동성에 미치는 영향	빈기범, 강원철	07.12
07-02	미국 자본시장규제위원회(CCMR) 중간보고서 주요 내용 및 시사점	조성훈, 이종은, 심수연	07.05
07-01	ELS 시장 경쟁도 분석 및 진입규제에 관한 시사점	진익, 김형남, 한지연	07.05
06-02	자본시장통합법과 우리나라 자본시장 및 금융투자업 발전을 위한 과제	강형철, 조성훈	06.11
06-01	증권산업 지급결제서비스의 발전방향 : 자본시장통합법 제정과 관련하여	서은숙, 송민규, 윤지아, 김미혜	06.05
05-02	외국인 주주가 배당 및 투자 의사결정에 미치는 영향 분석	빈기범, 조성훈	05.08
05-01	출자회사 할인과 경영권 분쟁	빈기범	05.03
04-02	외국인 주식보유비중의 증대를 둘러싼 논의에 대한 검토	김재철, 빈기범, 신보성 오승현, 조성훈	04.06
04-01	퇴직연금과 금융기관의 역할	고광수	04.03
03-01	추가연계증권(ELS) 현황분석과 활성화 방안	김형태, 선정훈	03.05
02-02	펀드형 금융 신상품 연구: ETFs, HOLDERS, PIPs	고광수, 박기홍	02.09
02-01	채권시장 투명성 강화 방안	오승현	02.06
01-08	매매거래 비활발종목에 대한 유동성 제고방안	엄경식, 윤지아	01.12
01-07	구조설계채권(structured bond) 활성화를 위한 제도개선 방안	김형태	01.10
01-06	우리나라 수시공시제도의 개선방안 -KOSDAQ시장을 중심으로-	김문현, 정윤모, 김란영, 박현주	01.08
01-05	제3시장의 개선방안	최원근, 오경희	01.07
01-04	세계의 주식시장, 그 변화의 물결	엄경식, 성윤중	01.07
01-03	자본시장을 통한 공기업 민영화 정책방향	조성훈	01.07
01-02	신용평가제도의 바람직한 방향	오승현	01.04
01-01	2001년 자본시장 발전방향	노희진, 오혜진	01.02
00-04	투신산업 신뢰성 회복을 위한 제도 검토 및 시사점	노희진, 오혜진	00.10
00-03	디지털경제와 주식시장	김근수, 강창윤	00.10
00-02	M&A시장의 활성화 방안	김형태, 노희진	00.09

<Working Report 안내>

발간번호	제 목	연구회 / 저자	발간년월
14-01	VCPE 시장의 과제와 전망	VCPE 연구회	14.02
13-02	지속가능성과 형평성 제고	사회적금융연구회	13.12
13-01	임팩트 투자(Impact Investment)의 성과와 과제	녹색금융연구회	13.05
12-01	탄소펀드의 미래투자 전략	녹색금융연구회	12.11
11-01	중국의 녹색성장과 녹색금융 · 재정정책	녹색금융연구회	11.07
10-02	에너지 · 환경 헤지펀드	녹색금융연구회	10.10
10-01	기후변화와 탄소금융	사회책임투자연구회	10.06
09-02	해외 탄소배출권시장 동향 및 국내 육성 방향	사회책임투자연구회	09.11
09-01	기업의 사회적 책임과 녹색금융	사회책임투자연구회	09.04
08-04	기업의 사회적 책임에 관한 고찰 (1)	사회책임투자연구회	08.09
08-03	헤지펀드 투자전략 연구 (2)	사회책임투자연구회	08.08
08-02	헤지펀드 투자전략 연구 (1)	사회책임투자연구회	08.08
08-01	사회책임투자를 위한 기업 정보공개	사회책임투자연구회	08.01
07-07	금융신상품 활용사례 및 시사점	파생상품연구회 Financial Engineering 분과	07.11
07-06	헤지펀드 활용사례 및 시사점	파생상품연구회 Hedge Fund and AI 분과	07.11
07-05	M&A 시장의 과제와 전망 (2)	M&A 연구회	07.10
07-04	M&A 시장의 과제와 전망 (1)	M&A 연구회	07.06
07-03	간접투자상품 운용성과 공시기준에 관한 연구	M&A 연구회	07.05
07-02	사회책임투자의 해외제도 검토 및 국내 발전방향	사회책임투자연구회	07.04
07-01	증권산업의 새로운 자금이체경로에 관한 논의: 자본시장통합법 제정과 관련하여	송민규, 서은숙	07.04
06-02	사회책임투자의 원칙과 적용	사회책임투자연구회	06.10
06-01	사회책임투자 개념 및 국제 동향	사회책임투자연구회	06.04

<오피니언 시리즈 안내>

발간번호	제 목	발간년월
07	금융투자산업과 펀드·연기금 발전 방향	13.04
06	한국 경제와 자본시장의 역할	13.04
05	새로운 금융질서 하의 한국 자본시장의 발전	11.09
04	글로벌 금융시장의 새로운 질서와 한국의 대응	10.10
03	선진 자본시장 모색을 위한 제언	09.11
02	금융위기 이후 국내외 금융시장의 변화 모습	09.11
01	글로벌 금융위기와 자본시장	09.01

조사보고서 15-01

해외 정부 벤처캐피탈의 현황 및 시사점

인 쇄 2015년 02월 03일

발 행 2015년 02월 09일

저 자 박용린, 김종민

편집인 신인석

발행처 자본시장연구원

주 소 서울시 영등포구 의사당대로 143

전 화 3771-0600

팩 스 786-7570

인쇄소 비디아이

ISBN 978-89-6089-122-7-93320

www.kcmi.re.kr

자
본
시
장
연
구
원



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

서울시 영등포구 의사당대로 143
T 02.3771.0600 www.kcmi.re.kr

값 10,000원



9 788960 891227

93320

ISBN 978-89-6089-122-7