



모험자본 공급 촉진방안

2022. 10. 13

자본시장연구원

선임연구위원

박용린

목 차

1 국내 모험자본의 현황과 문제점

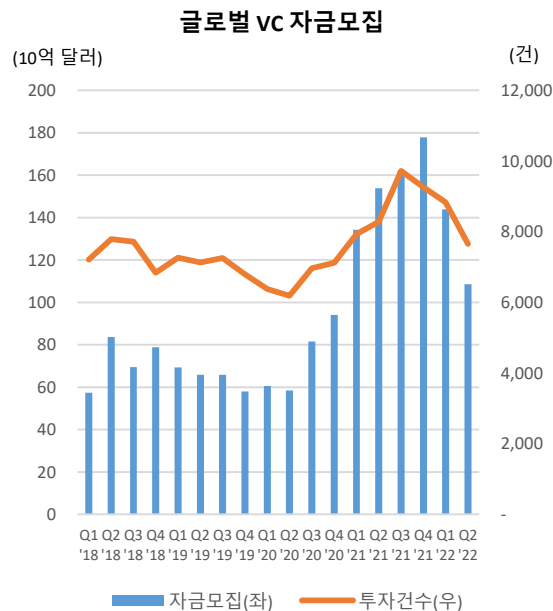
2 국내 모험자본 공급 촉진 방안

1

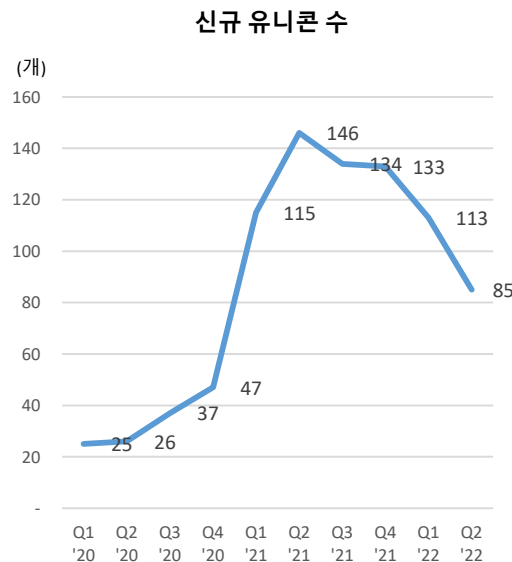
국내 모험자본의 현황과 문제점

글로벌 VC 시장 현황

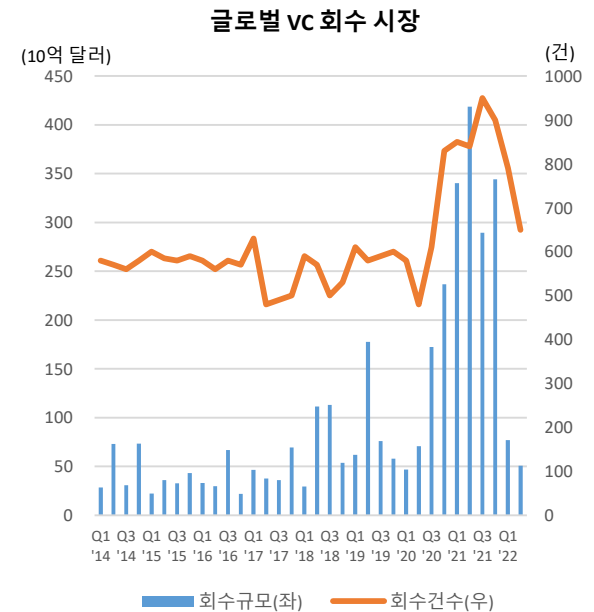
- 최근 글로벌 VC 시장은 자금모집, 투자, 회수 등 벤처투자 전반에 걸쳐 2분기 연속 위축
 - › 2022년 상반기 자금모집은 2,530억달러로 전년 동기 대비 12% 감소
 - 분기별로는 1사분기 및 2사분기 각각 전분기 대비 19%, 25% 감소하며 2분기 연속 큰 폭 감소
 - 투자 건수는 2021년 3사분기 이후, 신규 유니콘 수도 2021년 2사분기 이후 감소세 전환
 - › 2022년 상반기 회수시장은 글로벌 주식시장 급락으로 전년 동기 대비 83% 감소
 - 회수 건수 기준 전분기 대비 M&A 16%, IPO 8%, SPAC 33% 감소



자료: CB Insights



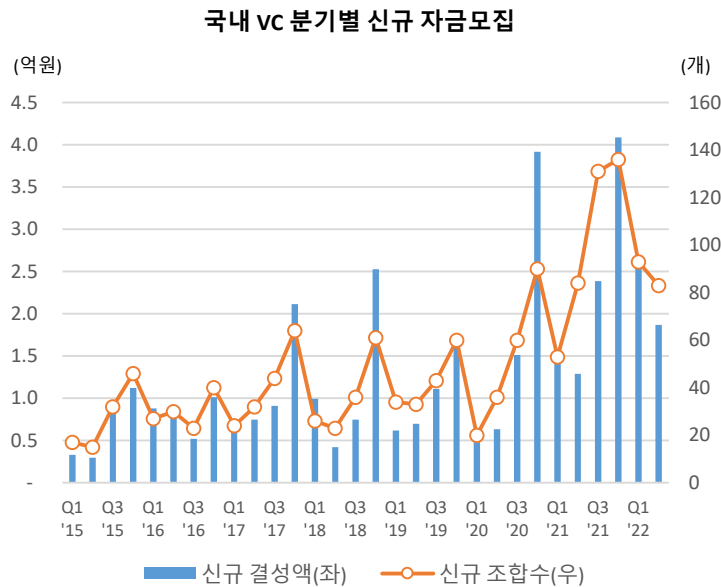
자료: CB Insights



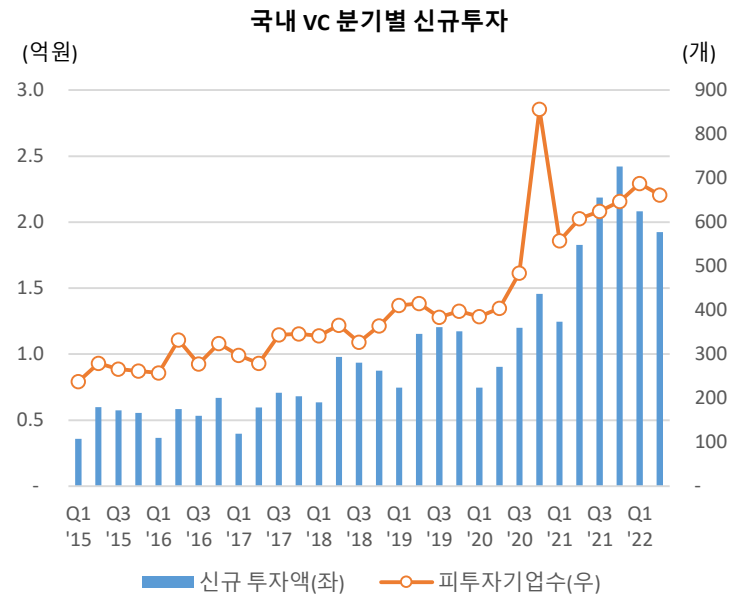
자료: Pitchbook, KPMG

국내 VC 시장 현황

- 2022년 상반기 국내 VC 자금모집은 전년 동기 대비 61.6% 증가하였으나 2분기 연속 감소
 - › 2021년 상반기 2.7조원 → 2022년 상반기 4.5조원
 - › 2022년 1사분기 2.6조원 → 2사분기 1.9조원 (-27.2%)
- 2022년 상반기 국내 VC 신규투자는 전년 대비 30.4% 증가하였으나 분기별 감소세로 전환
 - › 2022년 1사분기 2.1조원 → 2사분기 1.9조원 (-7.6%)



자료: 한국벤처캐피탈협회



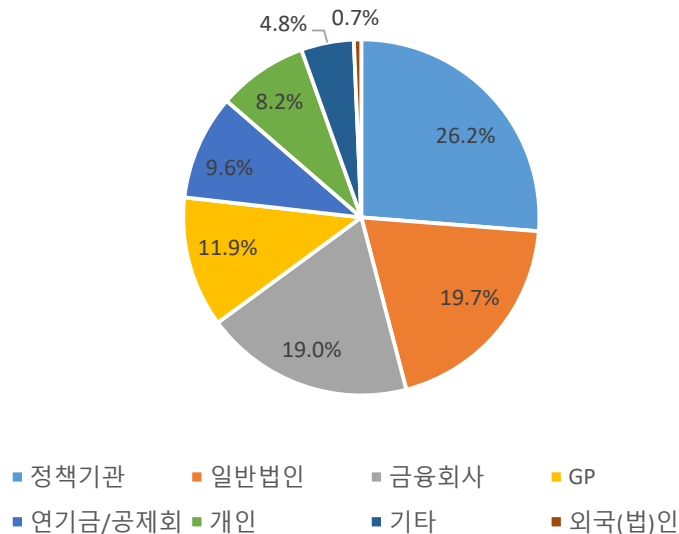
자료: 한국벤처캐피탈협회

국내 VC 시장 출자자 구성

○ 모태펀드 등 정책금융이 여전히 핵심 출자자이나 최근 민간출자 비중이 확대되며 LP 다변화가 진행되고 있음

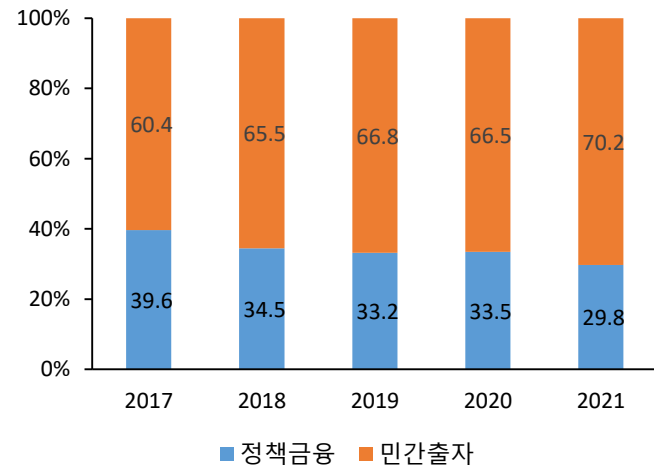
- › 모태펀드의 정책금융 비중은 2015년 42.6%에서 2021년 29.8%로 꾸준히 감소
 - 2021년의 경우 신기술금융사 포함 시 정책금융 비중은 20~25% 수준으로 추정
- › 연기금·공제회 비중이 다소 낮고 GP 출자 비중이 높음
 - 해외와 같은 Endowment, 재단, 국부펀드, 패밀리오피스 등 다양한 출자자의 참여 미흡

국내 VC 펀드 출자자 구성 (2020)



주: 벤처투자조합, 신기조합 합산
자료: 한국벤처캐피탈협회, 여신금융협회

정책금융 대비 민간출자 비중 추이

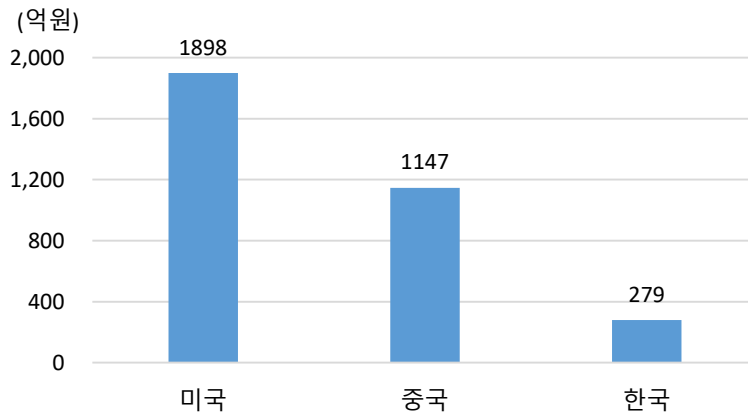


주: 정책금융은 모태펀드, 산업은행, 성장금융, 기타정책기관을 포함, 민간출자는 금융기관(산은제외), 연기금/공제회, VC, 일반법인, 기타단체, 개인, 외국인을 포함
자료: 한국벤처캐피탈협회

국내 모험자본 조달 체계의 한계

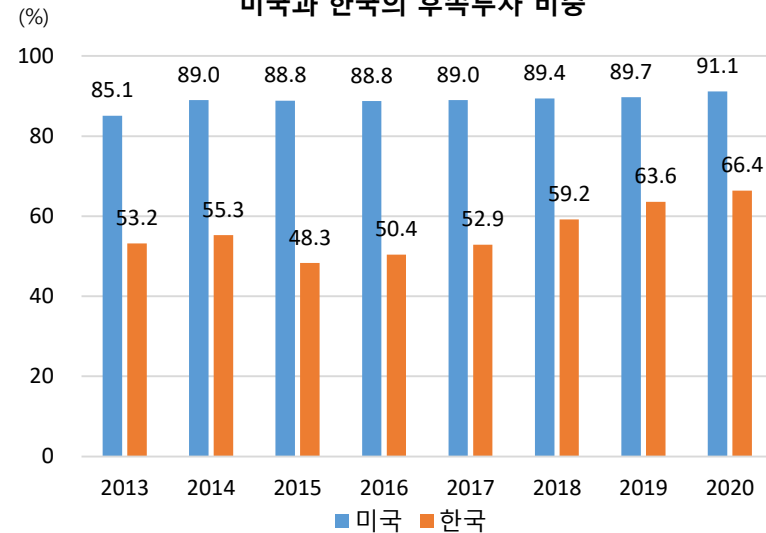
- 기존 모험자본 공급의 양적 확대에도 불구하고 스케일업 지원의 한계 상존
 - › 국내 VC는 스케일업 지원에 한계가 있음
 - 과소한 국내 VC 펀드 규모와 후속투자 자금부족
 - › 국내 유니콘의 경우 국내 VC의 초기투자 이후 높은 기업가치에 대규모 자본유치와 성장지원이 가능한 해외자본에 의존

주요국 벤처캐피탈 펀드 평균규모
(2015-2021)



자료: Dowjones Ventures Source China, Europe, Pitchbook, KVCA

미국과 한국의 후속투자 비중

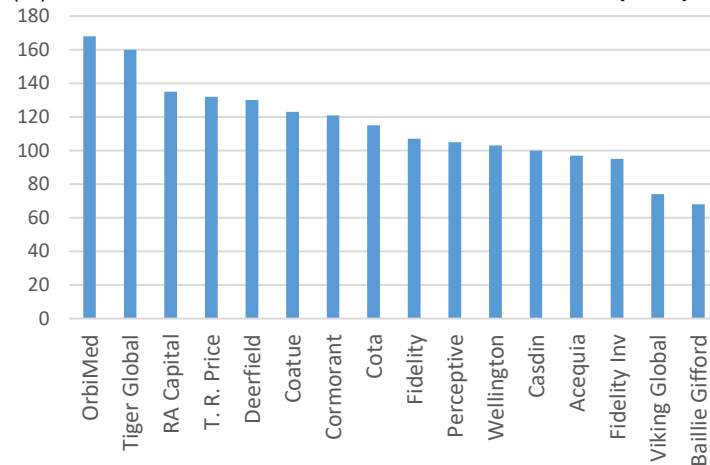


자료: Pitchbook, KVCA

대형 혁신기업 자금조달의 특징

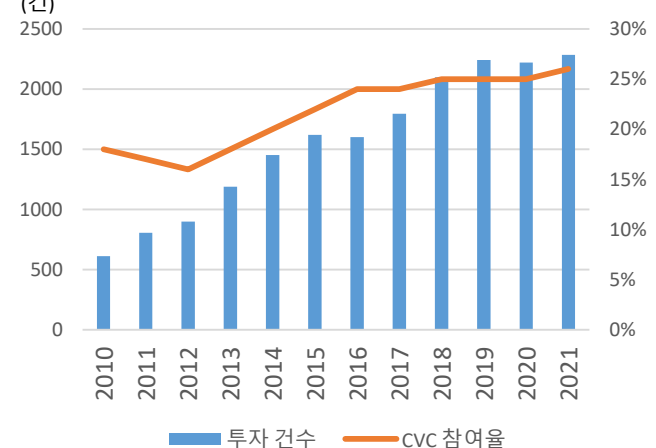
- 국내 혁신기업 투자 확대에도 불구하고 대형 혁신기업으로의 스케일업을 위한 민간 중심 국내 자금공급 체계가 필요
 - ▶ 글로벌 네트워크 기반의 성장전략 지원 및 급증하는 자금수요를 지속적으로 충족시킬 수 있는 운용사와 투자자 층
 - 해외 대형 VC와 재무적 투자자의 경우 대규모 자금 동원력, 신속한 투자, 브랜드로 인한 인증효과, 글로벌 시장 접근성에 따른 높은 밸류에이션 투자, 성장지원 역량 등이 특징
 - ▶ 해외 유니콘 기업 투자에는 VC 외에 공적·사적 자본시장의 주요 투자자(Alternative VC)가 망라
 - 대형 VC와 더불어 PE(성장자본), CVC, 국부펀드, Cross-over 투자자(자산운용사, 뮤추얼펀드, 헤지펀드) 등
 - 이는 과거 글로벌 벤처 사이클과 상이한 특징으로서 자본시장 중층구조 심화에 영향

(건) 해외 Crossover 투자자의 스타트업 투자 건수('15~)



자료: Pitchbook(2021)

(건) CVC의 미국 스타트업 투자 건수 및 비중



자료: SVB(2021)

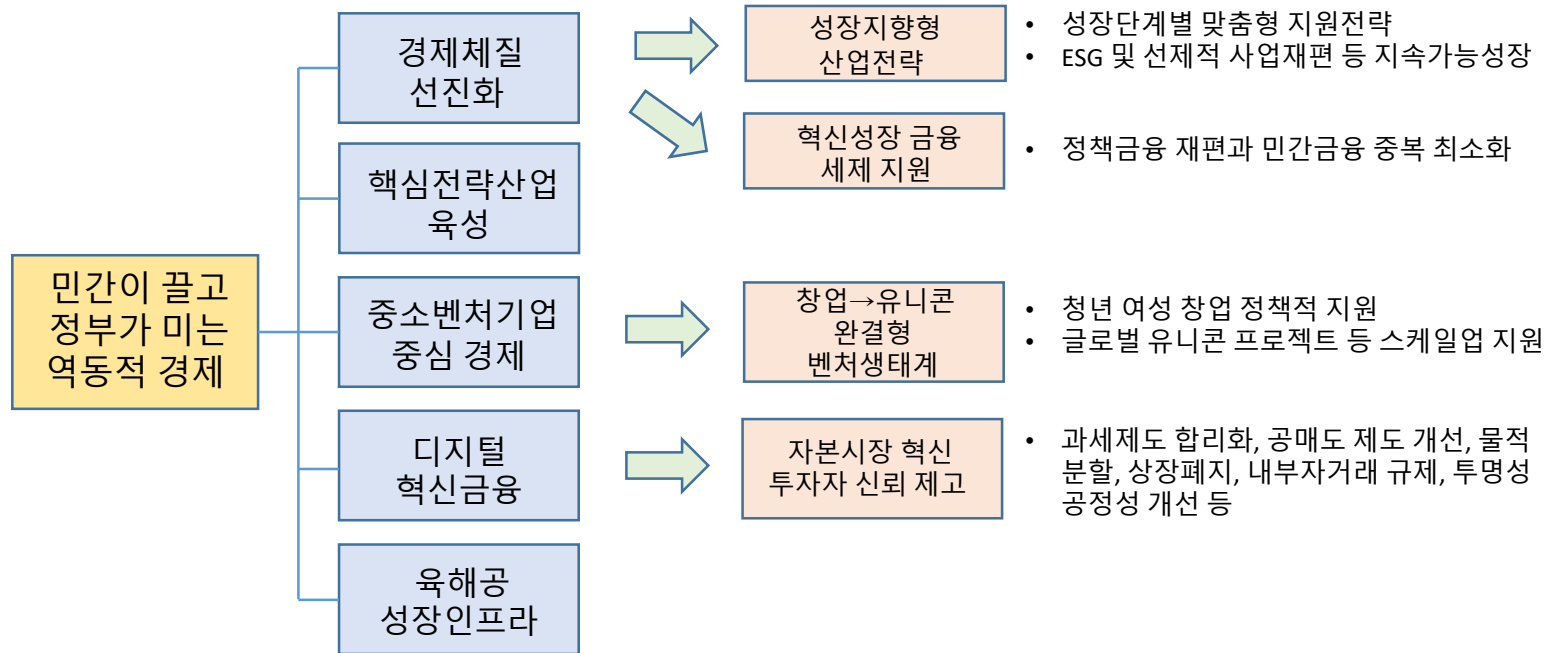
2

국내 모험자본 공급 촉진 방안

국정과제: 민간 주도의 역동적 경제

- 현 정부 6대 국정목표 중 하나인 “민간이 끌고 정부가 미치는 역동적 경제” 구현을 위해 국내 모험자본시장의 질적 변화가 요구
 - ▶ 이러한 변화는 “민간 중심”, “성장지원”, “정책금융 마중물 역할 강화”로 집약

민간 주도의 역동적 경제구현을 위한 모험자본 정책과제



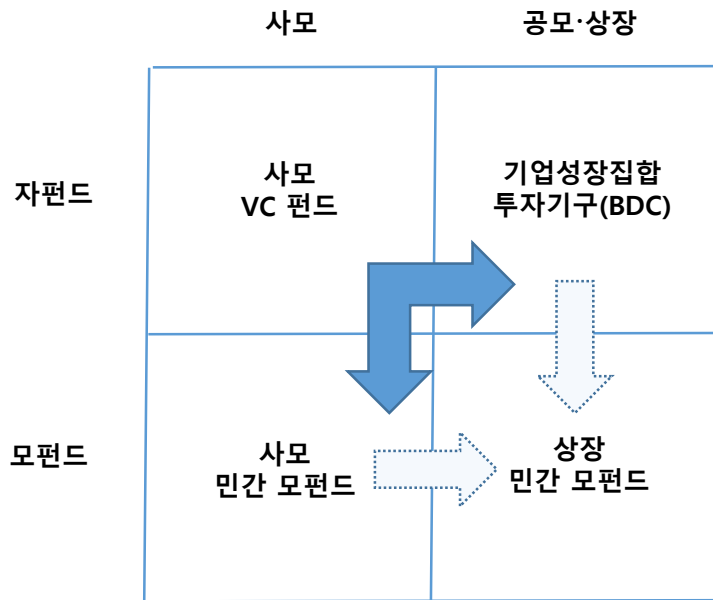
민간 모험자본 확대를 위한 정책방안

- 정책금융의 민간 경합 분야 축소와 새로운 정책 영역 확대의 모색이 필요
 - › 포용적 금융, ESG 등 신규 정책영역 및 VC 조정기 세컨더리 펀드 결성 지원 등
 - › 관련하여 국내 모험자본 시장의 높은 정책자금 의존도에 대한 발전적 검토 필요
 - (1) 재정·공공 예산의 지속가능성
 - (2) 자율적 민간 투자역량과 투자 창의성 제고
 - (3) 시장원리에 기초한 투자 자금 배분을 통한 펀드 대형화 필요성
- 민간 자금의 모험자본시장 유입을 확대할 수 있는 방안으로 (1)민간 모펀드(fund of funds)와 (2)상장 모험자본 투자기구를 고려할 수 있음
 - › 민간 모펀드는 자펀드 분산투자자 위험 저감과 소규모 출자사업의 비경제성 극복을 통해 민간 모험자본 유입을 지원
 - › 상장 모험자본 투자기구는 모험자본시장 접근성이 낮은 일반투자자 자금을 높은 투자자보호 수준을 전제로 모험자본으로 운용
 - 공모 수준 이상의 투자자보호와 지배구조를 갖춘 상장 폐쇄형 투자기구
 - 폐쇄형은 低유동성 장기투자에 필요하며 상장은 투자자 환금성 제공에 필요
- 민간 모펀드와 상장 모험자본 투자기구의 정착을 위해서는 출자자·투자자 세제혜택이 필수
 - › 국내 민간 모험자본 공급 구조를 고려한 세제혜택
 - › 동일 수준 모험자본 투자위험에 대한 동일 수준 세제혜택

민간 모험자본 투자기구 체계와 특징

- 국내 모험자본 시장은 사모 VC·PE 자펀드 중심으로 구성되어 왔으나, 민간 모험자본시장 확대와 지속가능성 제고를 위해서 사모 모펀드와 상장 모험자본 투자기구로 다양화될 필요
 - ▶ 사모 민간 모펀드로 민간 앵커펀드가, 상장 모험자본 투자기구로 기업성장집합투자기구(국내 BDC) 도입 준비 중

민간 모험자본 투자기구 개념도



민간 모험자본 투자기구 유형별 특징

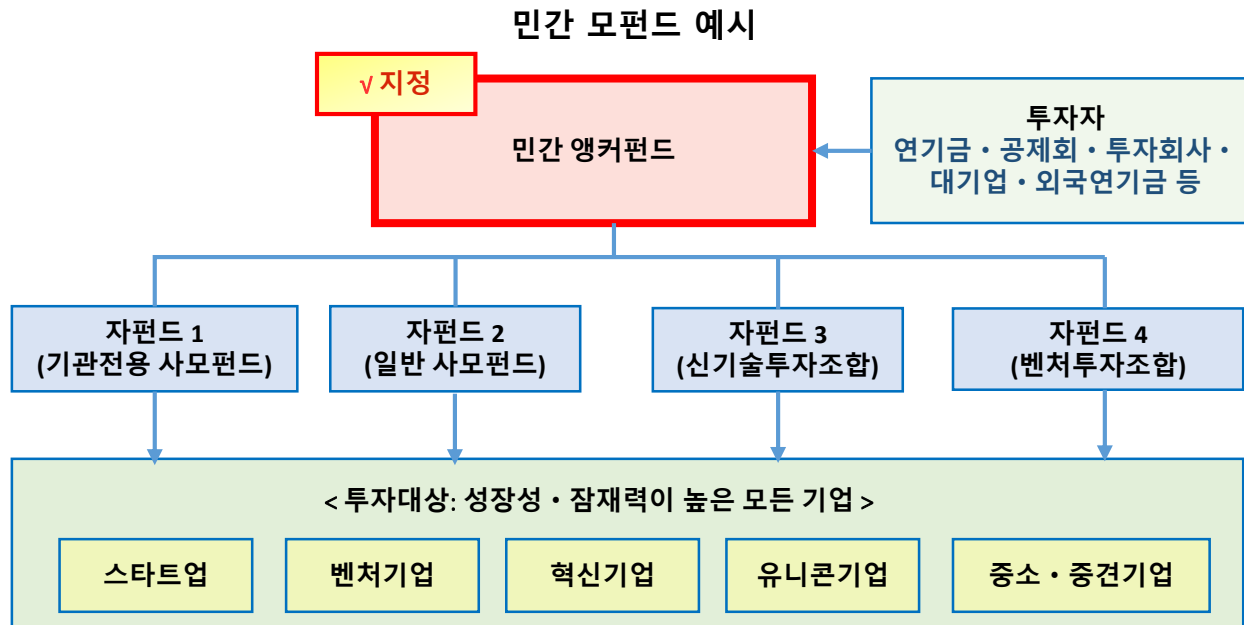
구분		수익발생	유동성 제약	투자 분산도	시장 규모
사모	벤처·신기조합, PEF	펀드청산	5-10년	중	대
	민간 모펀드	펀드청산	5-10년	상	중
공모·상장	기업성장집합투자기구(BDC)	자본이익 배당	낮음	중	중
	민간 모펀드	자본이익 배당	낮음	상	소

국내 민간 모펀드의 기반 여건

- 민간 모펀드는 자펀드 선별 전문성과 운용역량을 바탕으로 출자자 자금을 분산투자
 - › 고위험·고수익 모험자본 투자를 중위험·중수익으로 전환
 - 이중 수수료 부담과 출자지분 회수의 어려움으로 인한 장기투자 필요성도 존재
 - › 우수 VC·PE 운용사에 대한 접근성 제공
 - › 특정 분야와 섹터 특화 모펀드 구성을 통해 다양한 투자기회 제공
- 해외 민간 모펀드는 1990년대 초반 등장하여 1990년대 말 이후 급성장
 - › 기초자산인 VC·PE 시장이 일정 규모에 이르기 전에는 등장하기 어려운 속성
 - 역사적으로 민간 모펀드 규모는 기초자산 규모의 15% 수준
 - › 시장 초기 일임방식(separately managed) 모펀드 운용에서 복수 출자자(commingled) 모펀드 방식으로 발전
 - › 출자기관 인력과 관련 전문인력 유입이 진행되며 시장 성장
- 국내에서도 모험자본시장이 성장하며 민간 모펀드 탄생 여건이 점차 형성 중
 - › 현재 정책 모펀드의 민간출자자(기업) 일임방식 출자전문(primary) 모펀드 운용
 - › 국내 주요 기관출자자 운용인력의 국내외 사모펀드 출자 경험 축적
 - › 출자사업의 자체 수행이 곤란한 군소기금 및 공제회, 기업, 재단 등 잠재적 민간 자금원의 존재

민간 모펀드: 민간 앵커펀드

- 민간 모험자본을 통한 혁신·성장기업의 스케일업 지원을 위해 모펀드로서 민간 앵커펀드의 설계가 필요
 - › 국내 정책자금의 한계 극복과 고성장기업에 대한 대규모 투자 지원
 - 민간 운용사의 운용 자율성에 기초한 자펀드 자금배분과 성장 단계별 차등적 자금지원
 - 자금 수요자 중심의 투자 방식(debt 또는 equity) 결합
 - › 소규모 운용자산 및 모험자본 투자 역량이 부족한 잠재적 민간 모험자본의 유입
 - 군소 기금 및 공제회, 금융사, 대기업 등 잠재적 자금원의 발굴 및 유입



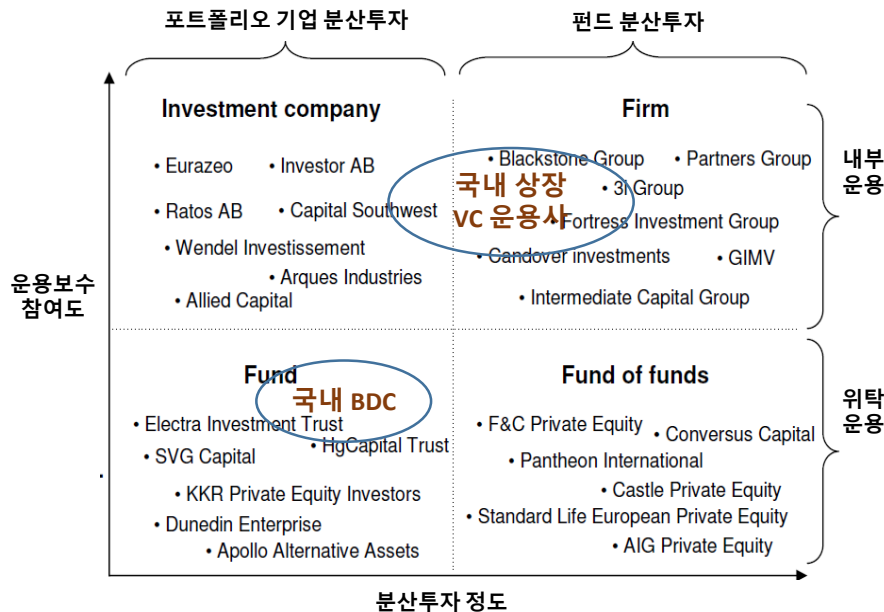
민간 모펀드: 민간 앵커펀드

- 시장 초기 민간 앵커펀드의 정착을 위해서는 제도의 안정성과 유인 체계를 구축할 필요
 - › (운용사) 시장 초기 안정적 운용능력을 갖춘 운용사의 심사 및 지정으로 시장 신뢰를 구축
 - 기관투자자 네트워크가 풍부한 대형 전업 GP 또는 헤지펀드·PEF 운용 경험을 갖춘 대형 자산운용사
 - › (출자자) 기금, 공제회, 재단, 법인 등 출자자 범위를 최대한으로 확대
 - › (모펀드 규모) 스케일업 자펀드 필요 규모, 자펀드 매칭비율 및 분산 출자 필요성을 고려하여 충분한 규모로 설정
 - › (세제지원) 모펀드 출자자 유인 제공을 위한 모펀드 출자 세제지원
- 민간 앵커펀드는 스케일업 지원이 가능한 **국내 민간 모험자본 공급구조 구축**이라는 정책적 가치가 있으므로 **세제지원**의 의의는 충분
 - › 민간 앵커펀드의 재간접 구조는 모펀드와 자펀드 모두에서 운용보수가 발생하는 이중보수의 문제 발생
 - 이중보수는 민간 앵커펀드 출자 매력도를 낮추는 근본 원인
 - › 모펀드 출자 세제지원으로 모펀드 출자 법인세액 공제, 모펀드 배당소득, 출자지분 양도소득 세제 혜택을 고려하되 현행 벤처펀드 출자 및 벤처기업 투자 관련 세제지원 체계와의 정합적 세제 설계

해외 상장 모험자본 투자기구

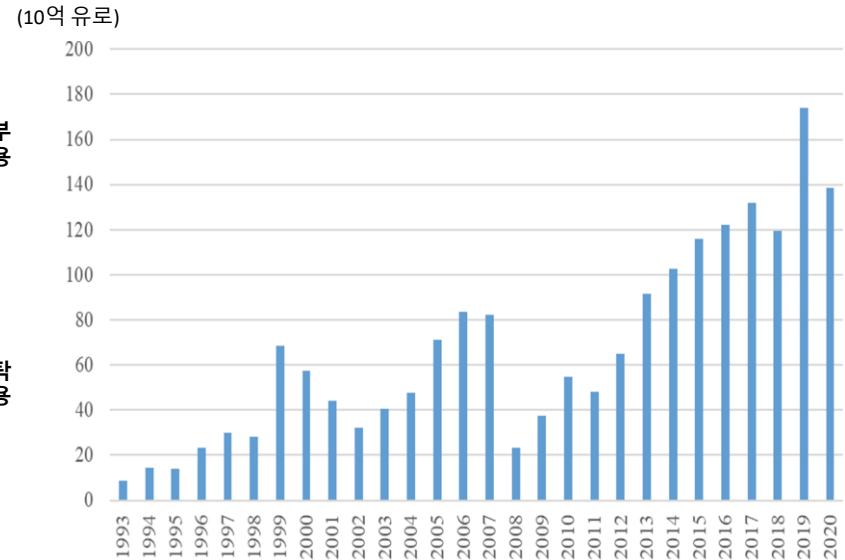
- 금융위기 이후 글로벌 모험자본시장이 급성장하며 상장 폐쇄형 투자기구에 대한 관심과 활용도가 높아지는 추세
 - › 상장 모험자본 투자기구는 (1)상장 펀드(재간접 펀드 포함), (2)상장 투자회사, (3)상장 모험자본 관리회사 형태로 존재
 - › 국내는 일부 상장 VC 운용사 형태로 존재하며 국내 BDC는 국내 최초 펀드형 상장 모험자본 투자기구

상장 모험자본 투자기구(LPE) 지형도



자료: Lahr & Herschke(2009)

글로벌 상장 모험자본 투자기구 시가총액



주: 상위 상장형 모험자본 투자기구(LPE) 120개의 합산 시가총액
 자료: LPX Group(2021)

기업성장집합투자기구(국내 BDC)

- 국내 BDC는 모험자본 활성화와 비상장기업 투자 확대를 위해 2018년 도입이 발표되었으며 현재 자본시장법 개정안이 국회 계류 중
 - › BDC 운용가능 주체는 자산운용사, 증권사와 VC에 국한되며 국내 모험자본 시장 전반의 변화 예상
 - › 현재 BDC의 정의, 설립요건, 운용규제, 인가요건 등 기본적인 사항만을 규정하고 제도 운용 세부사항 확정 진행 중
 - 존속기간 5년 이상의 환매금지형으로 분산투자 요건, 유동성 관리 요건, 운용사 지분 의무보유 등
 - 최소 규모는 500억원 이하 일정 금액 이상으로서 적격투자 방식은 비상장기업 증권 매입 또는 대출로 운용

기업성장집합투자기구 요건(2022.3월 공고 기준)

구분		요건
집합투자기구	구조	투자신탁 또는 투자회사
	형태	존속기간 5년 이상 환매금지형(90일 상장 의무)
집합투자기구 정의		집합투자기구의 자산총액 중 40% 이상 일정 비중을 주투자대상기업에 투자
투자대상 및 방식	주투자 대상기업	벤처기업 등 법인 또는 조합
	투자방식	금전의 대여, 증권의 매입 등의 방식으로 투자
운용규제	분산투자	동일 주투자대상기업에 집합투자재산의 최대 20%
	최대 투자한도	주투자대상기업 발행 지분증권의 50% 이상의 일정 비율 미만
	유동성 관리	집합투자재산의 10% 이상을 국채, 통안증권, 지방채 등에 투자
인가요건		금융투자업자 인가요건 적용 및 대주주 요건 완화
기타	집합투자업자 의무보유	10% 이하 일정 비율의 집합투자증권 3년 이상 보유

기업성장집합투자기구의 의의와 고려사항

- 국내 BDC를 통해 자본시장 민간 자금이 모험자본으로 유입될 수 있는 체계적 통로를 마련
 - › 상장 모험자본 펀드로서 선진국에서 활용되어 왔으며 전체 모험자본 시장의 주요 투자기구로 기능
 - 미국은 상장 BDC 시가총액이 사모 모험자본 규모의 10% 미만이지만,
 - 영국은 상장 모험자본 투자회사 시가총액이 사모 모험자본 규모와 유사한 수준
 - › 혁신기업 성장의 과실이 민간 (개인)투자자로 환류되는 자금생태계 선순환 체계
 - › 벤처투자 위축 시기 **조속한 제도 정비**를 통해 재도약기 민간 모험자본 생태계 구성에 기여
- 다만, 상장 모험자본 투자기구는 투자위험이 높은 비상장기업에 투자하는 기구이므로 세밀한 제도 설계가 필요
 - › 정책목적 달성과 이해상충 최소화를 위한 운용규제 설정
- 무엇보다, 동일 투자위험-동일 세제혜택 원칙에 따라 **세제혜택 제공**이 필수
 - › 기존 벤처투자기구와 동일 투자대상(비상장·벤처기업)을 설정하므로 기존 벤처투자기구에 상응하는 세제지원이 제도 안착에 필수적
- 향후 중장기적으로 국내 BDC가 다양한 모험자본 유형을 포괄하는 상장 투자기구로 확대될 가능성을 고려
 - › 투자대상과 투자전략 유형별로 세분화된 상장 투자기구 (equity vs. debt, VCPE vs. FoF 등)
 - › 모험자본 선순환 체계 구축과 투자 생태계 내 다양성과 효율성 제고



Thank You!