

경기침체기 대안적 자금공급수단으로서 Venture Debt 활성화방안 연구: SVB, EIB, BDC, 해외 벤처유동성지원 사례를 중심으로

최현희*

고려대학교 겸임교수

국문 요약

그간 Venture Debt은 벤처기업의 스케일업을 촉진하는 수단으로 인식되어 왔으나, 경기하강 국면에서는 투자유치가 여의치 않은 벤처기업에 유동성을 제공하는 자금공급수단으로서의 중요성이 부각된다. 한편, 2023년 3월 SVB의 파산으로 Venture Debt 취급기관의 지속가능성에 대한 우려가 부각되었다. 이에 본 연구에서는 대출재원의 지속가능성을 염두에 두고, 경기침체기 대안적 자금공급수단으로서 Venture Debt 활성화방안을 연구하였다.

선행연구들은 주로 전통적 Venture Debt을 분석대상으로 하였으나, 본 연구에서는 벤처생태계의 성장과 경기사이클 변화에 따라 다양해지고 있는 Venture Debt을 유형별로 분석하였다. Venture Debt 유형을 전통적, Growth형, 유동성 지원형으로 구분하고, 각각 SVB, EIB(유럽투자은행), 해외 벤처유동성 지원사례를 중심으로 구조적 특징과 차이점을 분석하였고, 직접대출방식과 BDC 등 간접대출방식을 비교 분석하였다. 이와 함께, 경제성, 시장성, 대출재원 확보가능성 차원에서 국내 도입환경에 대한 실무적·법률적 검토를 병행하였다.

본 연구에서는 국내 활성화방안으로 채권형 BDC 활성화를 통한 민간재원 활용, 벤처전용 유동성지원 프로그램 마련, 제2데스벨리 극복을 위한 Growth형 벤처대출 도입, 독립형 워런트 발행을 위한 법적 근거 마련 등을 제안한다.

핵심어: 벤처대출, Venture Debt, BDC, 제2데스벨리, SVB

1. 서론

정책적 측면에서 Venture Debt은 그간 벤처기업의 스케일업을 촉진하는 수단으로 인식되어 왔다. 그러나, 경기하강 국면에서는 위험회피심리 강화와 밸류에이션의 어려움으로 벤처기업들의 투자유치가 어려워지면서 벤처기업에 유동성을 공급하는 대안적 자금공급 수단으로서의 중요성이 부각된다.

벤처기업의 수요 측면에서도 스케일업을 위한 추가자금 확보보다는 Down-round 회피와 Runway 연장을 위해 대출을 모색하는 경우가 늘어날 것으로 예상된다.

한편, 2023년 3월 Silicon Valley Bank(이하 SVB)의 파산을 계기로 Venture Debt 취급기관의 지속가능성에 대한 우려가 부각되었다. 본 연구에서는 이러한 자금조달환경의 변화를 감안하여 지속가능한 대안적 자금공급수단으로서 Venture Debt 활성화방안을 연구하였다.

Venture Debt은 제한적인 숫자의 기관들만이 참여하는

niche 영역으로 인식되며(Deloitte, 2019), Venture Debt을 취급하는 은행은 5,000여개가 넘는 미국 상업은행 중에서도 5곳 정도에 불과하고 유럽에서는 Barclays 정도가 유일하다(박희원, 2018).

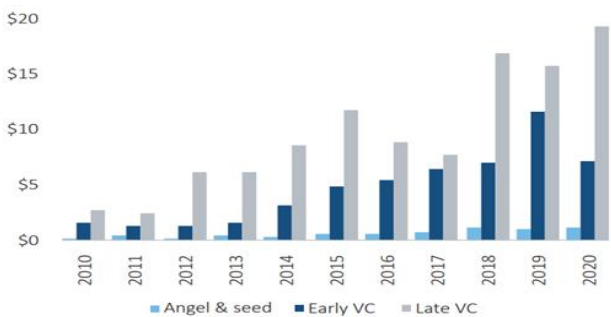
취급기관이 제한적이고, 통계를 찾아보기 어려운 점이 연구의 한계로 작용하여 Venture Debt 연구는 그 수가 매우 적은 편이다. 주요 연구로는 Ibrahim(2010), Durufle et al.(2017), Hochberg et al.(2018) 등이 있으며, 국내 연구는 박희원(2018)과 홍종수 외(2020)에 그치고 있다.

선행연구들은 SVB, Venture Debt Firm들이 취급하는 전통적 Venture Debt을 연구대상으로 하였으나, 본 연구에서는 벤처생태계의 성장 및 경기사이클 변화에 따라 다양해지고 있는 Venture Debt을 유형별로 구분하여 구조적 특징과 차이점을 분석했다는 점에서 최초의 연구이다. 또한, 본 연구는 경제성, 시장성, 대출재원 확보 가능성 차원에서 실무적·법률적 검토를 병행하였는데, 국내 도입환경을 종합적이고 포괄적으로 연구하였다는 데에 의의가 있다.

II. 선행연구

2.1. Venture Debt의 장점

Venture Debt을 활용한 자금조달의 용이성은 미국이 다른 나라에 비해 스케일업이 월등한 요인으로 꼽히고 있다(Durufle et al., 2017). 벤처투자 규모가 급증했던 2010년대 후반 이후 이러한 현상은 더욱 두드러졌으며, Uber, Airbnb와 같이 Pre-IPO 단계에서 Venture Debt으로 대규모 자금을 조달하는 사례도 나타났다. 2018~2020년간 미화1억불 이상 거래는 66건으로, 2007~2018년간의 거래건수(57건)보다 많았다(Pitchbook, 2021).



출처 : PitchBook(2021)

<그림 1> 성장단계별 Venture Debt 규모 (Venture Debt Deals(\$M) by stage, 미국, 2020년말)

벤처캐피탈은 피투자기업이 Venture Debt을 사용할 경우 자본구조의 부채비중 증가에 따른 규율효과(discipline effect)를 기대할 수 있다. 취급은행의 실사와 감사는 벤처기업 경영진의 도덕적 해이를 억제하고 벤처기업의 경영 투명성을 강화하는 기능을 수행한다(홍중수 외 2인, 2020).

벤처기업 입장에서 주요 장점은 후속 투자가 이루어지기까지의 기간(Runway) 연장과 지분희석(dilution) 방지이다(Hochberg et al., 2018). Venture Debt을 받는 기업은 부도 리스크에 노출되지만, 후속투자에 성공했을 경우에는 기업 가치가 크게 평가된다(Davis et al., 2020).

단점으로는 벤처시장의 전반적인 사이클에 영향을 많이 받으며, 벤처시장으로 유입되는 자금이 감소할 경우 벤처기업과 취급기관의 동반부실 가능성이 증가하는 점을 들 수 있다. 1980년대 후반부터 급증하였던 Venture Debt 취급기관들은 1990년대 말 닷컴버블로 다수가 자취를 감춘 바 있다(박희원, 2018).

2.2. 수익구조

Venture Debt 수익구조의 핵심은 워런트 구조이다. 취급기관은 통상 벤처기업의 높은 리스크에 대한 보상으로 창업자의 지분희석을 최소화하는 범위 내(희석율 1~2%)에서 소액의 워런트를 취득한다(박희원, 2018). 취급기관은 워런트 행사수익을 통해 초기단계 벤처기업 대출에서 발생하는 대손상각분을 만회한다(홍중수 외 2인, 2020).

대출수수료에는 이자, Facility Fee, Back-end Fee, Prepayment Fee 등이 포함된다. 상업은행들은 대출수수료와 워런트 행사이익 외에 현금관리서비스, 외국환, PB서비스, 스왑 등 다양한 금융서비스를 제공하여 추가수익을 확보한다(Deloitte, 2019).

2.3. 심사체계

후속투자를 통한 상환은 Venture Debt의 핵심요소로, 여신심사시 후속투자 유치가능성이 심사의 주안점이다(Matejka, 2016). 통상 VC들은 최초 투자자금 수준의 자금을 유보하고, 이를 향후 해당 기업에 대한 후속투자에 활용한다는 것이 실증적으로 입증되었다(Ibrahim, 2010).

Venture Debt는 사실상 벤처기업의 사업모델이 아닌 벤처캐피탈에 대한 이해를 바탕으로 대출의사를 결정하는 방식으로, 벤처캐피탈과의 협력관계 형성이 핵심이다(박희원, 2018). 취급기관의 관심은 벤처기업 자체보다 기존 투자자인 벤처캐피탈의 후속투자에 대한 스탠스이며, 취급기관은 이들과의 협력관계 형성에 많은 노력을 기울이고 있는 바, 이는 상업은행의 Venture Debt 시장에 대한 진입장벽으로 작용한다(박희원, 2018). 벤처캐피탈은 후속투자를 명시적(explicit)으로 약속하지는 않으나, 취급기관은 벤처캐피탈의 묵시적인 후속투자 약속을 신뢰하는 것이 시장의 관행이다(Ibrahim, 2010).

통상 벤처기업에 대한 대출은 높은 리스크를 수반하나, 투자를 받은 직후 약 4년 동안은 부도율이 낮음에 착안하여, 벤처캐피탈 등의 투자를 받은 벤처기업만을 대상으로 약 3~4년 이내의 대출을 제공한다(박희원, 2018). 따라서, Venture Debt은 벤처기업의 '실패 여부'가 아닌 '실패 시기'에 초점을 두고 고안된 대출상품으로 볼 수 있다.

일반적으로 자본투자와 동시 또는 자본투자 직후를 선호하는데, 여신심사시 벤처캐피탈의 실사(Due Diligence) 자료를 그대로 활용할 수 있다(박희원, 2018).

1) Uber는 2019년 IPO를 완료하기 전까지 여러 기관으로부터 약 40억불의 Venture Debt을 조달했으며, Airbnb는 Silver Lake Partner로부터 약10억불의 Venture Debt을 조달했다(Pitchbook, 2021).

III. Venture Debt 유형 분석

3.1. 취급목적별 유형

벤처생태계가 성장하고 코로나19와 같은 예상치 못한 경제상황이 발생하면서 새로운 형태의 Venture Debt이 등장하였다.

미국과 달리 정책금융기관이 벤처생태계 육성에서 주도적인 역할을 수행하는 EU에서는 EIB²⁾(European Investment Bank, 유럽투자은행)가 2015년부터 Growth형 Venture Debt을 제공하고 있다. 코로나19 위기 직후에는 유럽 국가들을 중심으로 Venture Debt과 유사한 형태의 벤처전용 유동성 지원 프로그램이 시행되었다.

본 연구에서는 Venture Debt의 유형을 취급목적에 따라 전통형, Growth형, 유동성 지원형으로 구분하여 구조적 특징과 차이점을 분석하였다.

3.1.1. 전통적 Venture Debt : SVB 사례

Venture Debt은 1960년대 미국 캘리포니아에서 처음 시작되었으며, 초창기에는 기계류 리스 목적으로 활용되었다. 미국 실리콘밸리 지역에서 실리콘과 칩 생산이 주로 이루어졌는데, 벤처기업들이 생산작업을 위해 비싼 기계류들을 구입해야 했기 때문이다(EIB, 2022a).

1980년대 들어서며 SVB와 사모펀드에서 벤처기업에 대출을 제공하기 시작했고, 이후 부티크 은행들과 소형 펀드들이 소액대출(small loan)을 제공하기 시작하면서, 현재와 같은 형태의 Venture Debt으로 발전하였다(EIB, 2022a).

취급기관은 상업은행과 Venture Debt Firm으로 구분된다. 미국의 경우, 상업은행으로는 SVB, Comerica, Square 1, Bridge Bank, City National Bank 등이 대표적이며, 이중 벤처금융 전문은행인 SVB의 점유율이 50-60%를 차지한다(박희원, 2018). Venture Debt Firm은 은행에 비해서는 다수의 기관이 참여하며, 주요 기관으로는 Hercules Capital, Horizon Technology Corp, TriplePoint Venture Growth(이상 미국), Boost & Co, Bootstrap, Kreos Capital, Harbert(이상 유럽) 등 10~20여개 기관이 있다(Deloitte, 2019, 박희원, 2018).

벤처캐피탈과 비은행기관(non-bank)의 투자가 활발한 지역에서 Venture Debt 역시 활발하게 활용되는 양상을 보이는데, 미국이 절대적 비중을 차지하며, 다른 지역 비중은

미미하다³⁾(Deloitte, 2019).

일반대출과 구분되는 가장 큰 특징은 워런트 구조와 후속투자를 통한 상환을 들 수 있다. 대출규모는 은행의 경우 주로 2백만 달러, Venture Debt Firm의 경우 3백만 달러 수준이다. 대출기간은 3~4년이며, 대출금리는 최우량 신용등급 대비 은행의 경우 5~8%p, Venture Debt Firm의 경우 9~15%p 높다. 상세한 주요 대출조건은 <표 1>과 같다.

<표 1> 전통적 Venture Debt의 대출조건

구분	일반적인 Venture Debt 계약내용
대출금액	· 2백만~천만달러(주로 은행은 2백만달러 내외, Venture Debt Firm은 3백만 달러 이상) · 가장 최근 투자받은 지분투자금액의 30~50% 수준
대출기간	· 3~4년 · 인출기간과 상환기간(Amortization Period)으로 구성
대출금리	· 5~15% 프리미엄 (은행은 5~8%p, Venture Debt Firm은 9~15%p) · 통상 Facility Fee, Back-end Fee, Prepayment Fee 등 대출 수수료 부과
워런트	· 대출 금액의 4~15% (은행은 4~5%, Venture Debt Firm은 8~15%) · 행사기간 : 통상 7~10년 (7년이 일반적) · 행사가격 : 가장 최근 투자받은 Equity의 주당가격 기반 · 대상주식 : 일반적으로 우선주
상환방식	· 분할상환방식이 일반적 · 초기에 거치기간(Grace period)을 부여하는 경우도 있음 (통상 3~12개월로 6개월이 일반적)
담보	· 일반적으로 Blanket Rein(대출계약 불이행시 채권자가 채무자의 모든 자산을 포괄적으로 처리) 형태로 담보 취득 · IP 담보에 대해서는 Negative Pledge (다른 누구에게도 해당 IP를 담보로 제공하지 않음) 형태로 계약
특약 (covenants)	· 회사별로 상이하니 일반적으로 은행은 Venture Debt Firm에 비해 상세한 재무적 특약을 부과하는 편 (예 : 특정 매출수준 달성, 손실의 상한, 최소 현금보유, 증자 등) · 재무적 특약 위반시 Default Rate(통상 5%)등을 부과
기타	· 은행의 경우 벤처기업의 주된 예수금거래 은행(Primary Cash Management Bank) 지위를 요구 · 후속투자 진행시 우선 참여권 부여 · (Investor Abandonment Default) 투자자들이 모두 이탈했다고 판단 시 채권자가 Default를 선언할 수 있는 조항 · 만기 상황이 어려울 경우 리파이낸싱 또는 리스케줄링 등을 고려할 수 있으며, 특히 리스케줄링은 스타트업뿐 아니라 벤처캐피탈과 협상을 통해 결정

출처 : Deloitte(2019), 박희원(2018), Ibrahim (2010), 홍종수 외 2인(2020) 재인용

3.1.2. Growth형 : EIB 사례

SVB와 같은 벤처금융 전문은행이 없는 유럽에서는 EIB, KFW Bank 등의 정책금융기관이 주요 취급기관이다.

EU는 후기투자, 대형라운드 of 자금부족(large-scale funding gap)을 유럽생태계의 주요 취약점으로 진단하고⁴⁾, 이를 극복하기 위한 정책금융을 제공하고 있다. EU의 모태펀드 역할을 하는 EIF(유럽투자기금)은 growth · 후기단계 자금

2) EIB는 1958년에 EEC(European Economic Community, 유럽경제공동체)의 산하기관으로 설립되었으며 EEC가 EC(European Community, 유럽공동체)를 거쳐 EU로 발전하면서 EU의 투자은행 기능을 수행하고 있다. EU 소속 국가기업에 장기자금을 대출하는 역할을 주로 수행한다.

3) Venture debt deal count 비중(%) (2010.1~2019.3) : US 78%, 유럽 10%, 캐나다 6%, 기타 6% (Deloitte, 2019).

을 지원하는데 중점을 두고 있으며(DECIDEURS, 2021.6.29), EIB가 제공하는 Growth형 Venture Debt도 이러한 지원정책의 일환으로 볼 수 있다.

EU는 성장(growth)·후기단계 지원을 강화하는 이유 중의 하나로 스케일업 기업의 ‘제2데스밸리(second death valley)’ 현상을 제시하고 있는데, 제2데스밸리는 스케일업 단계의 테크기업이 검증된 기술·상품을 보유하고 있고, VC로부터 많은 투자를 받았지만 은행지원을 받기에는 초기단계라서 자금부족을 겪는 현상을 말한다(DECIDEURS, 2021.6.29).

EIB는 Growth형 Venture Debt의 취지가 스케일업 단계의 기업에게 준자본 성격의 금융수단(quasi-equity financing instruments)을 제공하는 것이라고 밝히고 있다. 투자와 대출의 최적화 믹스(optimal mix of debt and equity)를 통해 스케일업 단계에서의 자금 부족을 극복하도록 지원하는 것이다(EIB., 2022a).

정책금융의 일환이므로 Growth형 Venture Debt은 전통적 Venture Debt에 비해 벤처기업에 우호적인 대출조건을 제공한다. i) 워런트 구조를 취하되, 지분으로 전환하지 않고 현금정산하는 것을 원칙으로 하며, ii) 대출규모는 상대적으로 크고, 만기는 상대적으로 길다. iii) 또한, 회사의 경영에 관여하지 않는 Hands-off approach를 원칙으로 한다.

EIB는 Venture Debt을 받은 회사에게 대출 외 다른 금융 서비스를 제공하지 않고 있는데, 이러한 방침은 정책금융 기관으로서 벤처기업의 주거래은행들과의 시장 마찰을 방지하기 위함이다⁵⁾.

지원대상에 있어서도 구분되는데, Growth형은 연구개발 중심(R&D-driven)의 벤처기업 지원에 중점을 두고 있다. EIB Venture Debt의 주된 지원분야는 소프트웨어(software and Tech), 생명과학(Life Science), 바이오테크(Biotech & Pharma), 클린테크(Clean-tech and Renewables), 엔지니어링 및 자동화(Engineering and Automation) 분야 등이다(Deloitte, 2019).

EIB의 이러한 방침은 최근 딥테크 육성정책을 적극적으로 추진하고 있는 유럽권 국가들의 벤처정책과도 맥을 같이 한다. 딥테크 분야는 기술이 활용되기까지 오랜 시간이 소요되고 리스크가 높아 투자를 받기 어려운 분야였으나(Boston Consulting & Hello Tomorrow, 2019), 최근 유럽권 국가에서는 정책금융기관⁶⁾ 주도로 딥테크 펀드들을 연이

어 결성하고 있으며, 이러한 펀드들 역시 연구개발 중심의 벤처기업을 투자대상으로 삼고 있다는 점에서 Growth형 Venture Debt과 공통점을 가진다(<표 2> 참조).

<표 2> 최근 해외 딥테크 전문펀드 개요

구분	독일	프랑스	캐나다	영국
펀드명칭	Deep Tech Future Fund(DTFF)	French Tech Sovereignty fund	Deep Tech Venture Fund	Future Fund: Breakthrough
런칭시점	'21년	'20년	'21년	'21년
총운용규모	10억유로('21~'30)	1.5억유로	US\$2억불	3.75백만파운드
투자분야	딥테크분야	퀀텀(양자), AI, 사이버보안 등	Transformational technology	Breakthrough technology
운영기관	KfW Capital	Bpifrance	BDC Capital	BBB Patient Capital

(출처: 각 기관 웹사이트, 보도자료, 최현희(2022) 재인용)

EIB는 2015년 이후 2019년 5월까지 총 80건, 18억 유로의 대출을 실행하였는데, 유럽지역 1위 Venture Debt 취급기관인 Kreos에 이어 두 번째로 많은 실적이다(<표 3> 참조., Deloitte, 2019).

<표 3> 유럽지역 취급기관별 Venture Debt 누적실적

구분	1위	2위	3위	4위	5위
취급기관	Kreos	EIB	Harbert European Capital	Bootstrap	Barclys
누적취급규모(억유로)	23	18	4	3.32	2.11
건수	540	80	300	221	98
취급기간	20년	3년	17년	19년	5년

Deloitte(2019)에 따르면, 2019년 5월 기준

3.1.3. 유동성 지원형: 해외 벤처지원 사례

코로나19 초기 각국에서 중소기업을 위한 위기대응 프로그램을 통해 긴급유동성 지원이 이루어졌으나, 벤처기업들은 해당 프로그램의 수혜를 받지 못하는 상황이 발생하였다. 지원을 받기 위해서는 코로나19 이전의 매출규모와 코로나19로 인한 매출 감소 규모를 증명해야 하나, 벤처기업들은 이를 제시하기 어려웠고, 상업은행을 통해 유동성 지원이 이루어지는 경우 높은 위험과 실적 부족으로 은행에 접근하기 어려웠다(OECD, 2021).

이에, 각국은 벤처기업들이 금융지원을 받지 못하는 상황을 해소하기 위해 벤처전용 프로그램⁷⁾을 별도로 마련하였다. 벤처기업 대상으로 별도의 프로그램을 런칭하거나, 중소기업 프로그램에 벤처기업 패키지를 추가하는 형태로

4) EIF(European Investment Fund, 유럽투자자금)은 유럽 스타트업들이 성장(growth)·후기단계(late stage)에서 해외자본에 의존하고 있다고 평가하였다(DECIDEURS, 2021.6.29).

5) EIB는 FX, 스왑 등 다른 금융서비스를 제공하지 않으므로 주거래은행(primary bank)과 경쟁관계에 있지 않다(Deloitte, 2019)

6) KfW Capital(독일), Bpifrance(프랑스), BBB Patient Capital(영국), BDC Capital(캐나다) 등

7) 영국, 캐나다, 덴마크, 프랑스, 이탈리아, 말레이시아, 네덜란드, 포르투갈, 스위스 등(출처 : OECD(2021), 최현희(2022) 재인용)

금융지원을 제공하였다(OECD, 2021). 중소기업 지원이 주로 대출 형태로 이루어진 것과는 달리, 벤처기업 지원은 주로 대출 이외의 형태(Non-debt support)로 제공되었는데, 이는 현금흐름의 불확실성이 높은 벤처기업의 특성을 고려한 것이다(최현희, 2022).

<표 4> 코로나19 벤처유동성 지원프로그램 사례

국가	내용
독일	[20.3월] Start-up Liquidity Program (총20억유로 규모) · 형태 : 대출 · 구조 : 민간투자자와 매칭구조로, 벤처캐피탈이 기존에 투자한 벤처기업을 위해 유동성지원을 신청
프랑스	[20.3월] French Tech Bridge Fund (총8천만유로 규모) · 형태 : 전환사채(CB) · 용도 : 브릿지자금 · 구조 : 민간투자자와 매칭구조
네덜란드	[20.4월] Corona Bridge Loans(COL) (총1억유로 규모) · 형태 : 대출 · 용도 : 브릿지자금 지원
영국	[20.4월] Bridge Loans · 형태 : 출자전환부 대출 (대출은 투자유치 시점, 혹은 대출만기에 출자전환됨) · 용도 : 브릿지자금 · 구조 : 민간투자자와 매칭구조 · 지원대상 : 과거5년간 민간에서 최소 GBP250,000을 투자유치한 비상장기업

출처 : OECD(2021), 최현희(2022) 재인용

<표 5> 취급목적별 유형 비교

구분	전통적	Growth형	유동성 지원형
발생시점	1980년대	2015년 이후	2020년 코로나19
취급지역	주로 미국, 유럽	유럽	주로 유럽
취급기관	벤처금융 전문은행, Venture Debt Firm	EIB	정책금융 일환으로 상업은행에서 집행
투자대상	초기벤처로 시작 후기로 확대	· Growth & Late Stage · R&D-driven 산업	긴급 유동성지원이 필요한 벤처
투자기업 주요요건	VC투자를 받은 기업	VC투자를 받은 기업	VC투자를 받은 기업
상환조건	후속투자로 상환	후속투자로 상환	후속투자로 상환
대출구조	대출+워런트	대출+워런트	quasi-equity형태 워런트 구조 아님
워런트	지분전환 혹은 현금정산	지분전환하지 않고 현금정산	
대출규모	2백만~천만달러	5m-50m 유로	
만기	3-4년	5-7년	
금리	5-15%	3-10%	
부가 금융서비스 판매	현금관리, FX, 스왑, 신용카드, 예금, PB서비스 등	부가 금융서비스 판매 없음	시장마찰 방지목적

출처 : Deloitte(2019), OECD(2021), Ibrahim(2010), EIB(2022a)

코로나19 벤처전용 유동성지원 프로그램들은 i) CB, 출자전환부 대출 등 준자본(quasi-equity) 형태로 제공되거나, ii) 후속투자자금으로 상환하는 브릿지 자금으로 자금용도를 한정하였다는 점에서 Venture Debt와 유사한 구조로 되어 있다(표 4 참조). 독일, 프랑스, 영국의 프로그램은 벤처캐피탈과의 매칭구조를 활용하였는데, 매칭구조는 지원 규모를 확대하는 한편, 선별지원이 이루어지는 효과를 거두기 위한 것으로 추정된다.

3.2. 취급방식별 유형

SVB와 EIB는 직접대출 방식을, Venture Debt Firm들은 간접대출방식을 활용한다. 은행과 달리 예수기능이 없는 Venture Debt Firm들은 벤처캐피탈과 마찬가지로 LP를 모집하여 Debt Fund를 조성하거나, BDC(Business Development Company, 기업성장집합투자기구)를 조성하여 대출채권을 마련한다.

미국에서는 BDC가 활발하게 활용되며, 유럽에서는 Venture Debt Fund가 주로 활용된다. Hercules Capital BDC(美)은 Venture Debt 취급기관 순위(2005-2016년 누적실적)에서 SVB에 이어 두번째로 높은 순위를 차지하였다(홍중수 외 2인, 2020). 미국의 BDC는 대출 위주의 채권형 투자기구⁸⁾로서, 대출 중심의 비상장 신용펀드(private credit fund)로 운용되고 있다(박용린, 2022).

Venture Debt Firm들은 은행에 비해 대출기관과의 거래기간(relation duration)이 짧고, 금리가 비싼 편이며(Deloitte, 2019), 벤처캐피탈과 협력관계를 기반으로 영업하는 은행과 달리 벤처기업에 대한 자체적인 심사역량 및 노하우를 보유하고 있다(박희원, 2018). 다만, Top-tier 벤처캐피탈로부터의 투자유치 여부를 중요시하는 점은 은행과 동일하다⁹⁾. 투자단계는 그로스, Late, Expansion, Established 단계의 기업으로¹⁰⁾, 은행에 비해 후기·성숙단계 기업에 투자함으로써 부실위험을 경감시킨다. 워런트 구조의 Structured Loan이 주요 투자대상이지만, 선순위 대출 혹은 지분투자를 제공하기도 한다¹¹⁾. 미국 BDC의 경우 200% 한도 내에서 레버리지를 사용할 수 있다.

8) 박용린(2022)에 따르면, 미국 2020년말 기준 115개의 BDC가 운용 중이며 이 중 상장 BDC는 50개, 운용자산 규모는 890억 달러에 이르고 있다. 자료가 존재하는 48개 상장 BDC의 평균 레버리지 비율은 95%로서 포트폴리오 중 채권 비중은 평균 82.2%인 반면, 주식형 BDC는 4개에 그치고 있다.

9) Pitchbook의 기업정보에 따르면, 유럽 최대 Venture Debt Firm인 Kreos Capital은 'high-growth companies which are backed by top-tier equity sponsors'를 투자대상을 삼고 있다.

10) 미국 최대 Venture Debt Firm인 Hercules Capital BDC(美)는 Expansion·Established stage의 기업을 주요 투자대상으로 삼고 있다(Hercules Capital, 2023).

11) Pitchbook의 기업정보에 따르면, 미국 최대 Venture Debt Firm인 Hercules Capital BDC는 주로 워런트 구조의 Structured Loan에 투자하나, 지분투자와 선순위대출(Senior Secured debt)에도 투자하고 있다.

<표 4> 취급방식별 유형 비교

	직접대출	간접대출(Fund, BDC)
취급기간	은행	Venture Debt Firm
레버리지	불가	BDC의 경우 사용가능 (미국 : 200%)
거래기간	상대적으로 긴 편	상대적으로 짧은 편
심사역량	벤처캐피탈과 협력관계가 핵심	벤처기업에 대한 자체적인 심사역량 및 노하우 보유
주요 투자단계	시리즈A,B 위주였으나 Pre-IPO까지 확장	Growth, Late, Expansion, Established stage 은행에 비해 후기단계 투자
부가서비스	예금, PB서비스, 현금관리 등 다양한 부가서비스 요구	부가서비스 없음

출처 : Deloitte(2019), EIB(2022a), Pitchbook, 박희원(2018)

IV. 국내 도입환경 검토

4.1. 경제성

Venture Debt의 경제성을 확보하는 핵심 수단은 워런트를 취득하는 것이다. 취급기관은 워런트 행사수익을 통해 대출에서 발생하는 대손상각분을 만회한다. 그러나, 국내는 독립형 워런트 발행·유통에 대한 법적근거가 미약하여, 워런트 구조의 Venture Debt 상품 출시가 어려운 상황이다.

현행 상법은 워런트 발행에 관한 일반규정을 두고 있지 않으며, 워런트의 일종으로 볼 수 있는 개별적인 제도(신주인수권부사채¹²⁾, 전환사채¹³⁾ 등에 관하여 특별한 규정을 두어 그 부여 또는 발행을 허용하고 있다. 신주인수권부사채의 경우 상법 제516조의2 제2항¹⁴⁾에 따라 분리형으로 발행하는 경우 그 신주인수권은 독립적으로 유통될 수 있으므로 워런트와 동일한 기능을 할 수 있으나, 분리형 신주인수권의 경우에도 신주인수권은 반드시 사채발행과 결부되어야 하므로 독립형 워런트와는 차이가 존재한다.

독립형 워런트 발행근거가 없더라도, 신주인수권부사채와 전환사채에 투자유치시 상환한다는 특약조건을 부과하여 Venture Debt과 유사한 구조의 상품을 만들 수 있으나, 복잡한 구조로 인해 시장성이 다소 떨어질 것으로 예상된다.

4.2. 시장성

경기하강 국면에서 벤처기업의 Venture Debt 선호도는 더 커질 것으로 예상된다. 경기회황기에는 투자 대비 낮은 상품 매력도와 복잡한 구조로 벤처기업들의 선호도가 떨어

지만, 경기침체기에는 투자유치가 여의치 않은 상황에서 런웨이 연장에 유용한 도구로 인식되기 때문이다.

그러나, 국내 벤처캐피탈 업계에서는 투자자금을 차입금 상황에 사용하는 것에 대한 부정적 인식이 존재한다. 기존 출자자들로부터 Venture Debt 사용을 승인받는 과정에서 반대에 부딪힐 가능성이 높고, 이는 시장성 확보에 걸림돌로 작용할 것으로 예상된다. 이를 해결하는 방안으로는 개별 규약에 투자자금의 Venture Debt 상환을 허용하는 조항을 명시하는 방법을 적용할 수 있다. 또한, 국내 벤처기업들은 그간 정책금융의 일환으로 제공되는 보증부대출 등의 저리 대출에 익숙해져 있으므로 Venture Debt의 높은 금리 수준에 대한 저항이 발생할 수 있다.

4.3. 대출재원

그간 국내 상업은행들의 벤처기업 대출은 주로 보증부대출의 형태로 이루어져 왔다. 보증부대출은 일반보증부대출과 특별보증부대출로 구분되는데, 특별보증부대출은 정부스케일업 정책의 주된 금융지원 제도로 활용되었다. 벤처기업 입장에서는 은행심사체계 내에서는 받기 어려운 큰 규모의 대출을 매우 낮은 금리로 활용할 수 있었다. All-in-cost는 은행금리와 보증료를 합산한 금액인데, 0.5%~1% 수준의 보증료를 부담하더라도 보증이 제공되므로 매우 낮은 금리가 적용된다. 엄격한 심사절차를 거쳐 선발되므로, 은행은 선발된 벤처기업에 대한 검증이 이루어진 것으로 판단하여 심사부담이 경감되며, 보증금액 내에서 취급하므로 신용위험을 부담하지 않아도 된다. 그간 국내 벤처기업들은 특별보증부대출을 통해 해외의 Venture Debt에 비해 월등히 좋은 조건의 대출을 사용할 수 있었다. 그러나, 특별보증부대출은 한시적으로 운용되고 있다는 점에서 지속적인 대출재원으로 보기 어렵다.

<표 5> 주요 특별보증 프로그램

보증기관	프로그램명	보증내용
신용보증기금	혁신아이콘	· 기수별 총 사업규모 6백억원 내외, 선정기업 5개사 내외 · 회사당 보증한도 : 최대 150억원 · All-in-cost : 금리 + 보증료 · 보증료 : 0.5%
기술보증기금	에비유니콘	· 기수별 총 사업규모 천억원 내외, 선정기업 15개사 내외 · 회사당 보증한도 : 최대 100억원 · All-in-cost : 금리 + 보증료 · 보증료 : 1%

출처 : 신용보증기금, 기술보증기금 홈페이지, 보도자료 정리

12) 상법 제513조 이하

13) 상법 제516조의2 이하

14) 이사회가 신주인수권의 양도를 허용하는 경우에 한하여 신주인수권증권을 사채와 분리하여 발행할 수 있다.

상업은행의 여신심사체계 하에서는 회계상 무형자산 인정기준과 신용등급 평가체계가 Venture Debt 도입의 제약요인으로 작용한다. 벤처기업의 자산은 주로 User기반, 데이터베이스 등의 무형적 가치요소이다. 그러나, 데이터베이스는 현행 회계기준상 무형자산으로 인정받고 있지 못하며, 이는 무형자산 인식요건¹⁵⁾을 충족시키지 못하기 때문이다. 현행 회계보고에서는 기업의 무형적 가치요소가 누락되므로, 벤처기업이 신용등급평가와 대출한도 산정 과정에서 평가절하되는 문제가 발생한다. 벤처기업은 대출실행이 가능한 신용등급을 받기 어렵고, 신용등급을 받더라도 대출한도가 적게 산정되는 것이다. 이러한 문제를 해결하기 위해서는 신용평가의 비재무평가 요소에 기술평가 부문을 포함시켜 기업의 기술력이 신용등급에 직접 반영되도록 해야 한다. 그러나, 현행 여신심사 체계에서는 신용평가와 기술평가가 통합되어 있지 않고, 이원화되어 있으며 기술평가결과가 보조지표로 활용되고 있어, 신용평가등급 자체에 큰 영향을 주지 못한다.

결론적으로, 상업은행의 경우 기술력, 영업력 등 미래성장성을 종합하여 신용등급평가, 한도결정, 금리산정에 활용하는 체계가 아직 정립되어 있지 않아 단기간 내에 활용가능한 대출재원으로 보기 어렵다.

국책은행의 경우 시범사업 성격으로 Venture Debt를 시행 중이다. 기업은행에서 2022년말 1000억원 규모로 'IBK벤처대출'을 개시한 바 있다. IBK벤처대출은 기업은행이 지난 12월 미국 실리콘밸리식 벤처대출을 국내에 도입한 사례다. 스타트업에게 후속투자 유치시까지 자금을 지원해 주는 브릿지론으로, 1,000억원 규모를 지원한 후 자금소진시 지원규모를 확대할 예정이다. 시행초기로 지원실적은 알려진 바 없으며, 시범사업 성격이므로 계속 시행여부는 불투명한 상황이다.

금융위원회는 2019년 모험자본 공급을 활성화하고 일반투자자들이 유망 비상장기업에 투자할 수 있는 제도적 기반을 조성하기 위해 미국 BDC제도를 벤치마킹한 기업성장집합투자기구 제도를 도입하기로 발표하였다(박용린, 2022). BDC도입을 위한 자본시장법 개정안이 2022년 5월 국무회의를 통과하였고, 유관 기관과 시장참여자 협의를 거쳐 세부 도입 방안이 마련되면, 2023년 상반기 중 BDC가 도입될 전망이다(금융위원회, 2022.5.26.).

해외에서 Venture Debt Firm들이 결성하는 Venture Debt

Fund는 국내에서는 조성된 바 없다. 국민연금 등 민간투자자 LP들이 참여하는 메자닌펀드, Loan Fund¹⁶⁾ 등이 조성된 바 있으나, 해당 펀드들의 GP는 벤처캐피탈이 아니라, PEF 운용사였으며 투자대상이 주로 일반기업이라는 점에서 Venture Debt Fund와 유사한 펀드로 보기 어렵다.

V. 국내 Venture Debt 활성화방안

5.1. 채권형 BDC 활성화를 통한 민간재원 활용

상업은행을 통한 직접대출 방식은 단기간 내 활성화가 어려울 것으로 예상된다. User기반, 데이터베이스 등의 벤처기업의 자산은 회계상 무형자산으로 인정받지 못하며, 신용등급 평가 및 한도산정에 한계가 있기 때문이다. 벤처기업 심사에 대한 전문적 역량 확보를 위한 벤처캐피탈과의 협력관계 구축 또한 과제로 남아 있다(홍중수 외 2인, 2020).

현재 도입을 추진중인 BDC가 미국과 같이 채권형 BDC 형태로 활성화될 경우 민간투자자금을 대출재원으로 확보하는데 기여할 것으로 판단된다.

2022.5.26. 국무회의에서 의결된 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 개정안에 따르면, BDC는 최대 순자산 100% 이내에서 금전차입이 허용되며, 대출이 가능하다¹⁷⁾.

벤처캐피탈 입장에서 벤처투자조합과 비교되는 BDC의 장점은 차입을 통해 투자규모를 확대할 수 있으며, 경기하강 국면에서 down-round 회피 등을 위해 대출을 선호하는 벤처기업의 수요에 대응할 수 있다는 점이다. 또한, 투·융자 복합금융을 통해 Customized Solution을 제공할 경우 피투자회사와 보다 밀접한 관계를 가져갈 수 있다(Mckisey & Company, 2022). 벤처기업 입장에서는 Pre-IPO·Late Stage 단계에서 비우호적인 시장환경으로 투자유치가 여의치 않을 경우 공모를 통한 대규모 차입이 가능하다. 일반투자자 입장에서는 비상장기업 투자에 비해 환금성이 높고, 벤처투자조합이나 PEF에 대한 개인 출자가 어려운 상황에서 벤처기업에 대한 투자접근성을 높일 수 있다. 또한, 안전자산¹⁸⁾과 위험자산이 함께 편입되어 있어 중위험·중수익의 대안투자처가 될 수 있다.

15) 무형자산 인식요건에는 식별가능성, 통제가능성, 미래 경제적 효익의 존재 가능성의 3가지 요건이 존재한다. 식별가능성은 i) 기업에서 분리, 분할, 매각, 이전, 라이선스, 임대, 교환할 수 있거나, ii) 자산이 계약상 권리 또는 법적 권리로 부터 발생하는 경우 충족된다. 통제가능성은 무형자산의 판매, 사용에 필요한 기술적·금전적 자원을 충분히 확보하고 있는 경우 충족된다.

16) 국민연금은 2017년 메자닌펀드 위탁운용사 선정공고를 내고 펀드별 출자금액 1,500억원 이내에서 2개사를 선정하였다. 2016년에는 Loan Fund 위탁운용사 선정공고를 내고 펀드별 출자금액 2,000억원 이내에서 2개사를 선정하였다.

17) 개정안에 따르면, 기업성장집합투자기구가 주투자대상기업에 투자하는 경우에는 금전차입을 허용하며, 다만, 순자산 100% 이내에서 대통령령으로 정한 비율 이내로 차입 한도를 제한한다. 또한, 주투자대상기업에 금전을 대여할 수 있다.

<표 6> BDC, 벤처투자조합, PEF 비교

구분	BDC (기업성장집합투자기구)	벤처투자조합	기관전문시모펀드 (구 PEF)
차입	가능 순자산 100% 이내*	불가	가능 순자산의 400% 이내
대출	불가	가능	가능
안전자산 투자의무	자산총액의 10% 이내	없음	없음
일반투자자 출자	가능	기관투자자 중심	금지
운용대상	성장기업 (벤처·비성장기업 등에 자산의 60%이상*)	중소·벤처	주로 성숙단계 투자

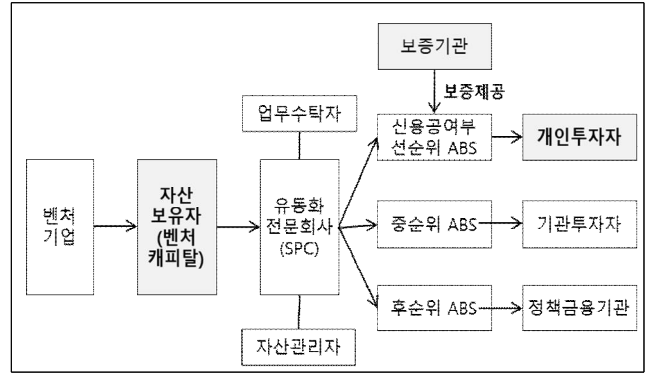
* 구체적인 운용규제는 시행령에서 규정 예정
출처 : 금융위원회(2022.5.26.) 재구성

5.2. 벤처전용 유동성지원 프로그램 마련

코로나19 직후 소상공인·중소기업에 대한 긴급유동성 지원프로그램의 일환으로 이들의 은행권 여신에 대한 만기연장 및 원리금 상환유예조치¹⁹⁾가 이어지고 있다. 이러한 프로그램의 경우, 은행여신에 접근하기 어려운 벤처기업들이 수혜대상에서 제외되는 문제가 발생한다. 코로나19와 같이 긴급유동성 지원이 필요한 위기상황은 수시로 발생할 수 있으므로 벤처기업의 특성을 고려한 벤처전용 유동성지원 프로그램을 마련할 필요가 있다.

현금흐름의 불확실성이 높은 벤처기업이 지원대상일 경우, 대출 외 지원(Non-debt Support)의 형태가 대출지원에 비해 효과적일 것이다. 벤처전용 유동성지원 프로그램의 경우, <그림-2>와 같은 「시장안정 P-CBO²⁰⁾」 구조를 제시한다.

기존 P-CBO 방식에서는 증권사가 자산보유자의 역할을 수행하지만, 벤처전용 프로그램에서는 벤처캐피탈이 자산보유자의 역할을 수행할 수 있다. P-CBO는 투자자 및 금융시장 참여자들에게 익숙한 방식이므로 빠른 시행이 가능하며, 보증을 통해 개인투자자금 등 민간자금을 대출채원으로 활용할 수 있다는 장점이 있다. 또한, 신청절차에서 기존 투자자인 벤처캐피탈과의 매칭구조를 고려할 수도 있다.



<그림 2> P-CBO형 벤처전용 유동성지원 프로그램

5.3. 제2데스밸리 극복을 위한 Growth형 도입

해외에서는 상업적으로 빠르게 성장하는 벤처기업을 지원하던 흐름에서 벗어나, 국가가 전략적으로 갖추어야 할 신기술·신산업을 육성하려는 동향이 나타나고 있다(최현희, 2022). 전략적으로 필요한 분야를 육성하려는 이러한 정책동향을 Bertelsmann-Stiftung(2021)은 'dimension of mission and impact'로의 전환이라고 평가하였다.

경기하강 국면이 지속될 경우 기술사업화에 상대적으로 오랜 시간이 소요되는 R&D집약형 테크기업들이 제2데스밸리를 겪는 현상이 부각될 것으로 예상된다. 따라서, 성장·후기단계에 있는 R&D집약형 테크기업들이 '제2데스밸리'를 극복하도록 <표 7>의 'Growth형 벤처대출' 도입을 제안한다.

딥테크 기업과 같은 R&D집약형 테크기업들은 리스크와 불확실성이 상대적으로 높으나, 파급효과가 큰 분야이므로 이 분야를 효과적으로 지원할 정책금융을 설계하는 것이 중요하다. R&D집약형 테크기업의 육성에는 장기적인 지원이 필요하므로, 정책금융의 적정규모와 민간투자 유도를 위해 정책목적과 상업적 이익간의 균형을 어느 수준에서 맞출 것인지 결정하는 것이 필요하다.

18) 개정안에 따르면, 안전자산 투자 의무화 조치의 일환으로 기업성장집합기구 자산총액의 10% 이상을 국제·통안채 등에 투자해야 한다.(금융위원회, 2022.5.26.)

19) 은행권 금융지원 여신규모는 22.6월 현재 141.4조원으로 전체 대출잔액의 8.5% 수준이다(한국은행, 2022).

20) 금융시장 안정화조치의 주요 수단으로 유동성에 일시적으로 어려움을 겪는 기업의 회사채와 대출채권을 한데 묶은 뒤 신용보강을 통해 우량등급으로 만든 증권을 말한다.

<표 7> Growth형 벤처대출(안)

구분	주요 내용
지원대상	· 성장, 후기단계 벤처기업 · 직전 라운드 기업가치(예 : 천억원 이상) 혹은 투자라운드(시리즈 B 이후)를 기준으로 지원대상 선별
지원산업	· 딥테크 분야 등 R&D 집약형 산업
형태	· 출자전환부 대출, CB, BW 등 · 워런트 구조 단, 자본전환하지 않고 현금정산조건
대출재원	· 정책자금

5.4. 독립형 워런트 발행을 위한 법적근거 마련

워런트는 Venture Debt의 경제성을 확보하기 위한 핵심수단이나, 국내는 독립형 워런트 발행·유통에 대한 법적근거가 미약한 상황이다.

이를 해결하는 방안으로는 신주인수권부사채, 전환사채의 사례와 같이 벤처투자촉진법 등의 개별법에서 Venture Debt에 한하여 독립형 워런트 발행유통을 허용하는 방법 등을 적용할 수 있다. 자본시장법에도 동일한 조항을 적용하여, 향후 도입예정인 BDC의 Venture Debt 투자근거를 마련할 수 있다.

VI. 결론

Venture Debt 연구는 취급기관이 제한적이며 국내의 경우 도입 이전 단계이므로 실증연구가 어려운 점이 한계로 작용한다. 이에 본 연구는 문헌고찰을 중심으로 벤처생태계의 성장과 경기사이클 변화에 따라 다양해지고 있는 Venture Debt를 유형별로 분석하였다.

본 연구에서는 스케일업 수단보다는 경기침체기 대안적 자금공급수단으로서의 역할에 초점을 두고 Venture Debt 활성화방안을 연구하였다. 국내 활성화방안으로 채권형 BDC 활성화를 통한 민간채원 활용, 벤처전용 유동성지원 프로그램 마련, 제2테스벨리 극복을 위한 Growth형 벤처대출 도입, 독립형 워런트 발행을 위한 법적 근거 마련 등을 제안한다.

참고문헌

금융위원회(2022.5.26.). 「기업성장집합투자기금(성장기업에 투자하는 상장펀드) 도입을 위한 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 개정안 국무회의 통과. 금융위원회 보도자료
박용린(2022). 기업성장집합투자기금 도입에 대한 소고. 자본시장포커스
박희원(2018). 해외 스타트업 대출상품 사례 연구. 산은조사월보.

최현희(2022). 코로나19 이후 해외 스타트업 정책동향과 주요변화. 산은조사월보.
한국은행(2012.12). 금융안정보고서. 한국은행
홍중수·나수미·박재성(2020). 벤처기업의 성장 촉진을 위한 벤처부채의 가능성과 도입방안. 벤처창업연구, 15(4), 17-25
Bertelsmann-Stiftung(2021). The EU's support for start-ups in the global race for tech dominance. Rerieved(2022.02.01.) from https://www.bertelsmann-stiftung.de/fileadmin/files/BSt/Publikationen/GrauePublikationen/EU_Startup_Policy_Brief_final_14.1.21.pdf.
Boston Consulting & Hello Tomorrow(2019). The dawn of the deep tech ecosystem. Rerieved(2022.02.01.) from <https://media-publications.bcg.com/BCG-The-Dawn-of-the-Deep-Tech-Ecosystem-Mar-2019.pdf>.
Brooke, D(2020.6.16.). Venture lending BDCs tap opportunities in pandemic, REUTERS. <https://www.reuters.com/article/venture-loans-bdcs-idUSL8N2DS662>
CBinsight(2020). What is venture debt. Rerieved(2021.06.01.) from <https://www.cbinsights.com/research/report/what-is-venture-debt/>.
Davis, J., Morse, A., & Wang, X.(2020). The Leveraging of Silicon Valley, NBER Working Paper 27591. National Bureau of Economic Research, Inc.
DECIDEURS(2021.06.29.). Alain Godard: There is a clear funding gap for the companies in the scale-up phase, Rerieved(2022.02.01.) from <https://www.leadersleague.com/fr/news/alain-godard-there-is-a-clear-funding-gap-for-the-companies-in-the-scale-up-phase>.
Deloitte(2019). Venture Debt in Europe Market Overview. Report provided by deloitte for the European Investment Bank. Rerieved(2023.03.01.) from <https://www.eib.org/attachments/general/events/eib-venture-debt-market-study.pdf>.
Deloitte(2021). Scaleup Ecosystems and The Future of Mobility. Rerieved(2022.02.01.) from <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/nl/Documents/deloitte-private/deloitte-nl-future-winners-scaleup-ecosystems-and-the-future-of-mobility-summary.pdf>.
Duruflé, G., Hellmann, T. F., & Wilson, K. E.(2017). From Start-up to Scale-up: Examining Public Policies for the Financing of High-Growth Ventures. No. 2017/04, Brussels: Bruegel, Bruegel Working Paper.
European Investment Bank(2022a). What is Venture Debt, Rerieved(2023.03.01.) from <https://www.eib.org/en/stories/what-is-venture-debt>
European Investment Bank(2022b). Impact Assessment of EIB Venture Debt, Publications Office of the European Union. <https://www.eib.org/en/publications/impact-assessment-of-eib-venture-debt>.
Hercules Capital(2023). Financing the Growth of Tomorrow's Companies Today. Q4 2022 Investor Presentation. Rerieved(2023.03.01.) from <https://investor.htgc.com/>

- Hochberg, Y. V., Serrano, C. J., & Ziedonis, R. H.(2018). Patent Collateral, Investor Commitment, and the Market for venture lending. *Journal of Financial Economics*, 130(1), 74-94.
- Ibrahim, D. M.(2010). *Debt as Venture Capital*, *University of Illinois Law Review*. 2010, 1169-1210.
- Matejka, F.(2016). *Venture Debt Financing for Start-up Companies*. Master's Thesis, Tilburg University.
- Mckinsey & Company(2022). *Private markets rally to new heights McKinsey Global Private Markets Review 2022*. Rerieved(2022.04.01) from <https://www.mckinsey.com/industries/private-equity-and-principal-investors/our-insights/mckinseys-private-markets-annual-review-archive>.
- OECD(2021). *An in-depth analysis of one year of SME and entrepreneurship policy response to COVID-19: Lessons learned for the path to recovery*, *OECD SME and Entrepreneurship Papers, No.25*. Rerieved (2022.02.01.) from https://www.oecd-ilibrary.org/economics/an-in-depth-analysis-of-one-year-of-sme-and-entrepreneurship-policy-responses-to-covid-19_6407deec-en.
- Pitchbook(2021). *H1 2021 Global Private Debt Report*. Rerieved(2023.03.01.) from <https://pitchbook.com/news/reports/h1-2021-global-private-debt-report>
- Pitchbook(2003). *Hercules Capital BDC Company Proifile*. Rerieved(2023.03.01.) from <https://pitchbook.com/profiles/company/11208-79>.
- Pitchbook(1998). *Kreos Capital Company Proifile*. Rerieved (2023.03.01.) from <https://pitchbook.com/profiles/advisor/10765-99#overview>.