

# 민간 중심 벤처 생태계 활성화 위한 벤처 투자 시장의 자율 규제 방안 연구

황보윤\*

국민대학교 글로벌창업벤처대학원, 교수

양영석\*\*

국립 한밭대학교 창업경영대학원 창업학과, 교수

## 국 문 요 약

우리나라에서는 벤처생태계의 구성이 태생적으로 정부 주도로 법제화된 정부자금의 지원이 기초가 되어 이루어지면서 공적 자금의 정책적 목적에 따라 운영되어왔다. 따라서 벤처투자기구에 대해서 이해상충 가능성 배제, 고도의 윤리성, 공정성 및 투명성 등을 요구하는 등 강한 규제가 반영되게 되었다.

이러한 공적규제가 일면 타당성이 있을 수 있으나, 공적규제 위주의 관리감독 체계는 규제의 영향을 크게 받는 한국 벤처투자 시장의 성격상 민간자금의 유입을 제한할 수 있다.

민간 중심의 벤처투자 시장으로 전환하기 위해서는 공적규제를 강화하기보다는 자율규제 영역을 확대하여 업계의 전문성과 효율성에 친화적인 규제 환경을 조성할 필요가 있다.

따라서 본 연구에서는 벤처투자 시장의 자율규제 가능 영역을 살펴보고, 벤처투자기구의 운용사 관점에서의 자율규제 방안을 제시하였다. 구체적 방안 중 하나로는 출자자 사이의 자치적 규범이라고 할 수 있는 규약의 표준이 참여자의 전문적인 식견을 최대한 반영하여 마련된 것이므로, 펀드 결성 이후 출자자 사이의 규약을 둘러싼 분쟁이 발생하는 경우 이를 자율적으로 해결할 수 있는 1차적인 분쟁 조정 절차를 마련해 볼 수 있다.

핵심어: 벤처 투자 시장, 벤처 생태계, 자율규제 방안

## 1. 서론

중소벤처기업부는 2018년 보도자료를 통하여 민간 중심의 벤처생태계의 구성을 발표하였다(중소벤처기업부, 2018). 해당 보도자료의 내용을 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 펀드결성과 관련하여 민간자금만으로 자유롭게 펀드 결성이 가능토록 한국벤처투자조합(KVF)에 대한 모태펀드 의무출자 규정을 폐지하는 방안이다.

둘째, 벤처펀드가 다른 개인, 벤처펀드에 출자하여 민간 모펀드가 결성될 수 있도록 함으로써 펀드 운용의 전략성, 수익성을 강화하는 방안이다.

셋째, 벤처펀드의 자율성과 수익성을 보장하여 민간자금 유입 촉진하기 위하여 투자대상과 관련하여 창업투자자만 준수할 경우 기업 규모(중견기업까지 허용)와 소재지(해

외도 가능)에 무관하게 자유롭게 투자를 허용하는 것이다.

넷째, 투자금지 업종을 폐지하여 다양한 융·복합 분야 투자를 촉진하는 방안(현행 투자금지 업종 열거→사행성, 미풍양속 저해만 포괄적으로 금지)이다.

다섯째, 투자기업의 상장을 촉진하기 위해 창업투자회사와 벤처펀드의 기업인수목적회사(SPAC) 투자를 명시적으로 허용하는 방안이다.

여섯째, 투자방식과 관련하여 실리콘밸리식 투자방식(SAFE)을 허용하는 것이다.

일곱째, 투자자의무와 관련하여 창업투자회사 자본금과 펀드별로 각각 부과하던 투자자의무 기준을 총 자산(자본금+운용펀드, 3년 이내 펀드는 제외)으로 유연화하는 방안이다.

여덟째, 창업투자 의무를 펀드 규모별로 차등화하여 운용 자율성을 확대하는 것이다.

\* yun88@kookmin.ac.kr

\*\* ytony@hanbat.ac.kr

아홉째, 창업지원법(창업투자조합)과 벤처기업법(벤처투자조합)으로 이원화된 벤처펀드를 일원화하고 벤처투자제도를 전체적으로 체계화하며, 일원화된 벤처투자조합 중 모태펀드가 출자한 펀드는 정책 목적에 따라 투자하고, 민간자금으로 결성된 펀드는 최소규제 원칙 적용하는 방안을 발표하였고, 이는 2020년 2월 벤처투자법 제정과 함께 대부분 실현되었다고 볼 수 있다.

위 핵심과제를 살펴보면, 민간 중심의 벤처생태계 구성과 관련하여 다음과 같이 정리할 수 있다.

첫째, 최소 규제로 펀드 운용의 자율성 강화, 둘째, 민간 투자 건인에서 후원으로 운용방식 개편, 셋째, 펀드 운용의 책임성 효율성 강화 등을 들 수 있다.

최소 규제를 통하여 펀드 운용의 자율성을 강화하고 투자대상, 투자방식, 거래제한 규정을 완화할 때 민간자금의 적극적 유입을 기대할 수 있을 것인바, 규제의 완화 측면에서 공적규제의 범위를 축소하고 이를 보완하는 방법으로 규제 영역에 관하여 자율규제를 담당할 수 있는 기관과 역할 분담을 하는 방안을 고려할 수 있을 것이다.

글로벌한 측면에서 벤처투자기구는 국내와 마찬가지로 조합의 형태를 가장 많이 띄고 있다. 이에 따라 해외에서는 조합의 경우에는 사적 자치의 원칙에 따라 계약법이 적용되며 업무집행조합원(GP)과 유한책임조합원(LP)의 합의에 따라 자유로운 운영형태를 보이고 있다.

반면 우리나라에서는 앞서 기술한 바와 같이 태생적으로 정부 주도로 법제화된 정부자금의 지원이 기초가 되어 이루어지면서 공적 자금의 정책적 목적에 따라 운영되어왔다. 따라서 벤처투자기구에 대해서 이해상충 가능성 배제, 고도의 윤리성, 공정성 및 투명성 등을 요구하는 등 강한 규제가 반영되게 되었다.

이러한 공적규제가 일면 타당성이 있을 수 있으나, 공적 규제 위주의 관리감독 체계는 규제의 영향을 크게 받는 한국 벤처투자 시장의 성격상 민간자금의 유입을 제한할 수 있다.

우리나라의 벤처캐피탈 투자 규모는 2019년 기준 2,708m USD로서 이는 달러 기준 일본(2,503m USD), 프랑스(2,165m USD), 독일(2,380m USD)을 능가하여 미국(135,648m USD), 영국(3,349m USD), 캐나다(3,286m USD)에 이어 OECD 국가중 4위에 이른다. 또한 GDP 대비 벤처캐피탈 투자 규모는 미국(63%), 캐나다(18.8%)에 이어 16.45%로 OECD 국가 중 3위에 이른다. 하지만 이러한 투자 규모의 가장 큰 역할은 정부주도에 의한 벤처생태계 육성이었다(강형구·신지만, 2022).

민간 중심의 벤처투자 시장으로 전환하기 위해서는 공적규제를 강화하기 보다는 자율규제 영역을 확대하여 업계의 전

문성과 효율성에 친화적인 규제 환경을 조성할 필요가 있다.

따라서 본 연구에서는 벤처 생태계의 특징을 살펴보고, 자율규제의 규범 체계의 형성 과정을 검토하여, 벤처 투자 시장의 자율 규제 필요성, 해외 벤처투자 시장의 자율규제 사례를 통하여 벤처투자 시장의 자율규제 가능 영역과 벤처투자기구의 운용사 관점에서의 자율규제 방안을 제시하고자 한다.

본 연구는 민간 중심의 벤처투자 시장으로 전환하기 위해서 자율규제의 필요성과 구체적인 방안에 대한 정책들을 제안함으로써 시사적 의미를 제고하였다.

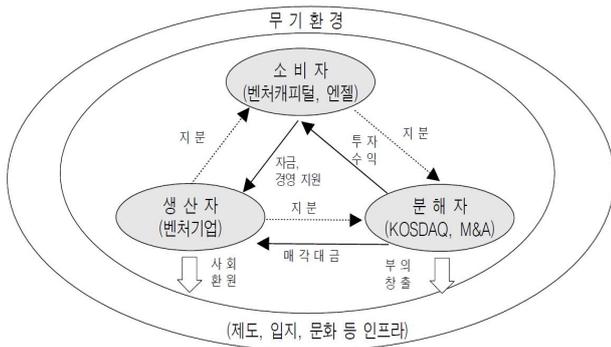
## II. 선행 연구 검토

### 2.1. 벤처생태계의 분류 및 개념

일반적으로 ‘생태계(Ecosystem)’는 ‘폐쇄적 범위에서 완결성을 가지는 순환계’를 의미한다(강준영·김혜진, 2019).

생태계는 환경과 생물 군집(>생물개체군>생물종)간의 통합된 시스템을 지칭하는 인위적 단위로서, 1935년 영국의 식물학자 탠슬리(Tansley)가 생물적 요소와 무생물적 요소를 분리하지 않고 사고하자는 의미로 사용한 개념이다. 생물공동체(유기체)와 이를 둘러싼 환경(무기체)이 상호작용하는 공간을 말하며, 다양한 요소들이 체계적으로 조직되어 있으며 평형상태를 이루고 있다는 점을 강조하기 위해서 하나의 체계로 볼 것을 주장하였다. 생태계의 구성요소를 에너지 생산형태에 따라 구분하면 생산자, 소비자, 분해자로 구분된다. 생산자는 자기 스스로 영양소를 생산하는 독립영양(autotrophic) 요소들을 말한다. 소비자는 다른 것들에 의해서 영양소가 공급되는 종속영양(heterotrophic) 요소들을 말하며, 분해자는 죽은 생물체나 배설물을 먹고 사는데 곰팡이나 박테리아 등을 말한다. 생태계의 고유한 특징은 자기유지 메커니즘을 들 수 있다. 이는 자기조직화와 적응 및 진화의 형태로 설명된다. 각 요소들이 상호작용을 통해 체계 유지 및 생존, 진화의 형태를 띠는 것이다(Odum, 1998; 양현봉·박종복, 2011 재인용).

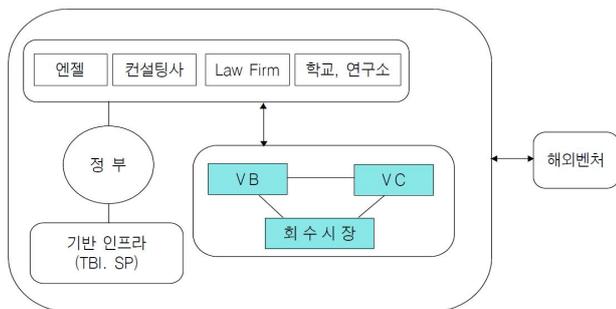
고정민·김정호(2000)는 벤처생태계의 구성요소를 자연생태계의 먹이사슬에 비유하여 벤처기업(생산자), 벤처캐피탈 및 엔젤(소비자), 코스닥·인수합병(분해자)으로 파악하는 벤처 생태계 모형을 <그림 1>과 같이 작성하였다. 이 모형은 벤처생태계 내의 복잡한 활동의 메커니즘을 세 구성요소들 간의 상호작용으로 단순화하고 있으며, 각 구성요소들 간의 관계를 자본의 투입과 산출 관계로 파악함(양현봉·박종복, 2011).



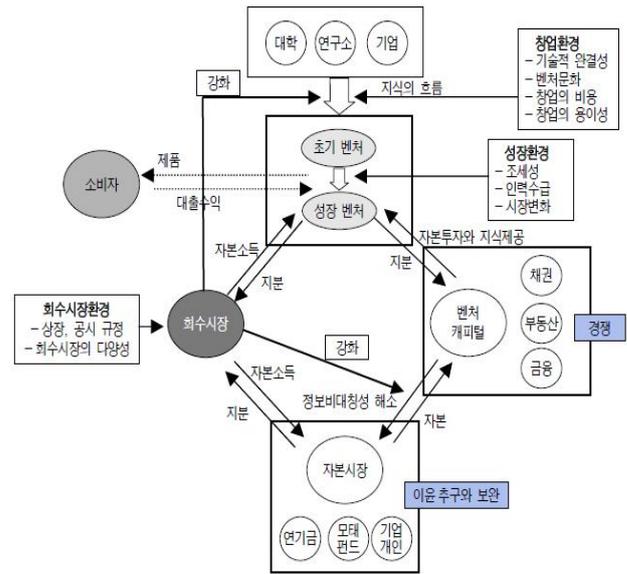
<그림 1> 자연생태계에 비추어 본 벤처생태계의 구조 (고정민·김정호, 2000)

삼성경제연구소(1998)가 한국적인 벤처생태계를 강조하면서 제시한 모형에서는 <그림 2>와 같이 핵심 부문인 벤처기업, 벤처캐피탈, 회수시장의 연계가 시장원리에 의해 형성되어야만 벤처육성이 가능하며, 벤처생태계의 구성요소가 단절적 구조로 이루어져 있고, 민간부문에서 자생적으로 네트워크를 형성할 주체가 없으므로 일정기간 동안 정부의 역할이 중요하다고 제안하였다. 본 연구결과는 벤처육성에 관한 논의의 범위를 환경과의 상호작용까지 넓혔다는 점에서 그 의의가 있다(양현봉·박종복, 2011).

임채운 외(2006)는 벤처생태계의 생산자로서 벤처기업과 소비자로서 벤처캐피탈과 엔젤, 분해자로서 KOSDAQ, M&A 3개 요소간 순환 모형 형태의 벤처생태계를 <그림 3>과 같이 제시하였다.



<그림 2> 한국형 벤처생태계의 모습 (삼성경제연구소, 1998)



<그림 3> 벤처생태계의 구성요소와 참여 메커니즘(임채운 외, 2006)

강준영·김혜진(2019)은 벤처생태계의 스케일업을 강조하면서, 투자 대형화를 위해서 칸막이 규제를 완화하는 것을 제안하였다. 장기적으로 펀드의 투자·운용 방식을 법률로서 세밀하게 규제하는 것을 지양하고, 미국과 같이 꼭 필요한 사항만 담은 네거티브 규제 체계로 전환하는 것이 필요하다고 주장하였다. 다만 펀드 운용의 자율성을 확보하면서도 투자자 보호를 위한 규율체계는 균형있게 조정되어야 할 것이며 이를 위해 신중한 접근이 필요하다.

## 2.2. 자율규제의 주요 유형 범주

자율규제는 일반적으로 국가가 주도하는 하향식의 규제(정부규제 또는 법적 규제)와 대비되는 개념이다. 자율규제의 의미에 대해서는 많은 문헌에서 다양한 정의를 제시하고 있다(선지연, 2022). 기존 문헌들은 자율규제를 “사업자 또는 사업자 단체가 소비자보호를 위해서 또는 시장의 투명성과 신뢰를 확보하기 위해 스스로 행하는 자정노력으로서의 규제활동(이민영, 2010)”, “정부가 아닌 사적 기관이 만든 자치 규범(송화윤, 2021)”, 또한 “조직화된 집단이 그 구성원의 행위를 규제하는 것(김상택 외, 2016)”이라고 정의하거나, 규제를 위한 준칙과 기준 정립의 자율성과 피규제자 스스로 행하는 규제 적용 및 이행 행위 등을 개념요소로 찾고 있다(왕승혜, 2014).

우리나라에서 가장 보편적으로 자율규제를 유형화하는 방법은 Julia Black의 “위임된 자율규제(mandated self-regulation)”, “승인된 자율규제(sanctioned self-regulation)”, “강제된 자율규제(concerned self-regulation)”, “자발적 자율규

제(voluntary self-regulation)”의 4분론 모델이다(황성기, 2022).

이러한 분류는 정부의 역할 또는 규범의 간섭정도에 따른 분류라고도 파악할 수 있다. 즉 규제 체계를 형성함에 있어 국가가 특정 집단에 자율규제 권한을 위임하느냐, 승인하느냐, 자율규제 시행을 직간접적으로 강제하느냐 혹은 아무런 행위도 하지 않느냐에 따라 유형을 분류하는 것이다(선지원, 2022).

Black(1996)은 도그마틱적인 자율규제의 정의를 시도하기에 앞서 우선 “self-regulation”이라는 용어 용례를 찾고 있다. 그에 따르면 자율규제는 “어떤 주체가 스스로를 지휘하는 규율(disciplining of one’s own conduct by oneself)”, “특정 기업의 여건에 맞춘 규제(regulation tailored to the circumstances of particular firms)” 또는 “어떤 집단에 의한 그 구성원 또는 외부인을 지휘하기 위한 규제(regulation by a collective group of the conduct of its members or others)”를 설명하기 위한 용어로 사용된다(선지원, 2022, 재인용).

### 2.3. 자율규제의 규범체계의 형성

자율규제의 성공적인 안착을 위해서는 먼저 규제의 필요성에 대한 시장 상황에 대한 객관적인 평가가 이루어져야 하며, 규제의 영역별로, 관련 쟁점별로 자율규제가 타당한 것인지, 타당하다면 어떤 자율규제의 모델이 적합한 것인지에 대한 검토를 선행해야 한다. 자율규제 역시 규제의 한 방법으로서, 사회 공동체의 합의한 가치를 지키기 위한 수단이라고 할 수 있다. 즉, 특정 집단의 이익을 추구하기 위한 목적이 아니라, 공공복리를 비롯한 공동체 전체의 가치를 지키기 위해 해당 집단의 행위나 자유를 제약하는 것이다. 따라서 규제론의 관점에서 비례의 원칙을 준수해야 하는 것처럼, 규제의 필요성을 먼저 따진 후, 가장 합목적적이고 균형잡힌 자율규제의 방식을 찾아갈 필요가 있다(선지원, 2022).

## III. 벤처투자 시장의 자율규제 필요성

자율규제의 생성 역사와 사례를 살펴보면 산업과 시장에서의 필요성에 따라 다양한 형태로 발전해 왔다. 따라서 산업의 특징과 방식의 실효성 등을 감안하여, 산업 영역별로 혹은 쟁점별로 적절한 형식을 선택하는 것이 매우 중요하다(선지원, 2022).

## IV. 해외 벤처투자 시장의 자율규제 사례

해외 자율규제 사례들의 추진 배경 및 실제 운용과정을 고찰하는 이유는 넓은 스펙트럼의 자율규제 사례를 실증적으로 분석함으로써 규제 쟁점과 서비스 영역에 적합한 자율규제 모델을 찾아가는 작업 자체가 의미를 가지기 때문이다. 또한 자율규제 역시 규제의 한 유형이라는 측면에서 비례의 원칙과 실효성 측면에서의 검토가 필요하므로, 해외의 자율규제 사례들을 살펴봄으로써 우리의 벤처투자 시장 현황에 비추어 적합한 자율규제 모델을 찾는 데 시사점을 제공하기 때문이다(선지원, 2022).

## V. 벤처투자 시장의 자율규제 가능 영역

벤처투자의 자율규제가 역할을 함으로써 벤처투자업계에 신뢰성, 건전성이 확보될 수 있는 영역을 살펴보면 다음과 같다.

### 5.1. 자율규제 영역 범위

자율규제의 영역으로 논의될 수 있는 범위는, 첫째, 업무 집행조합원(GP)과 유한책임조합원(LP)의 갈등, 조합과 피투자기업간의 갈등, 그리고 업무집행조합원(GP) 내부의 전문인력의 갈등 영역에 대한 예방 및 1차적 해결이 자율규제로 가능하다.

즉 업무집행조합원(GP)과 유한책임조합원(LP)의 갈등 영역인, 선관의무, 이해상충, 배분, 지분의 양도, 우선순위, 조합원 간 거래 등은 예방 및 자율적 규제에 1차 해결이 가능하다.

또한 조합과 피투자기업간의 갈등 영역인 불공정계약, 투자수단, 모럴해저드(윤리적 영역) 등도 예방 및 자율 규제로 1차 해결이 가능하다. 그리고 업무집행조합원(GP) 내부의 전문인력의 갈등 영역인 윤리강령, 전직, 내부자거래 등에 있어서도 예방 및 1차적 해결이 가능하다.

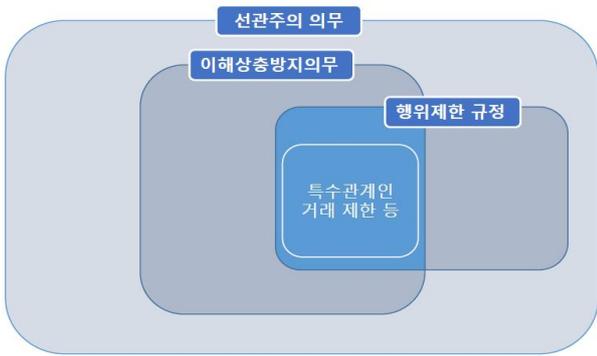
둘째, 조사와 교육 영역이다. 즉 선행적인 지침, 강령 등 업계 모범 기준의 마련을 포함한 조사 영역과 전문인력에 대한 전문성 교육, 조사 내용의 안내, 지침 등 자율규제 규정의 교육 등이다.

셋째, 감독 기능의 자율 수행이다. 즉 최소한의 범위 내에서 법이 정하는 공적 규제를 침해하지 않는 범위 내에

서 감독 기능의 수행 등을 고려할 수 있을 것이다.

## 5.2. 벤처투자기구의 운용사 관점에서의 자율규제 방안

자율규제가 확대된다는 것이 단순한 규제 완화 내지 무규제를 의미하지는 않다는 점을 전술한 바 있는데, 벤처투자기구의 운용사 입장에서 자율규제가 확대된다면 자율규제에 의하여 해결될 수 있는 영역이 구체적으로 어떠한지는 매우 중요한 질문일 수 있다. 이를 그림을 표시해보면 <그림 4>과 같다.



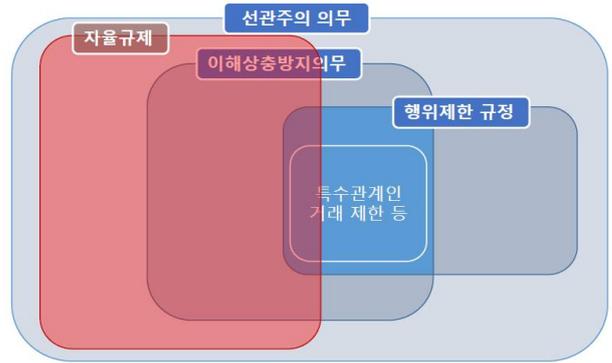
<그림 4> 현행 규제 체계상의 운용사의 규제 및 체계

벤처투자기구의 운용사는 일반적이고 포괄적으로 벤처투자기구의 재산을 관리하고 운용할 선량한 관리자의 주의 의무를 부담한다(벤처투자법 제52조 제1항 등).

그 의무의 큰 한 축은 이해상충 방지 의무라고 할 수 있을 것이고, 고도의 이해상충 발생 가능성이 있는 당사자와의 거래를 포함하여 비업무용 부동산 취득 제한, 상호출자제한기업집단 소속 회사 투자 금지 등 다른 입법목적에서의 제한하는 행위들을 행위제한 규정을 통해 금지한다.

자율규제가 확대된다는 의미는 기본적으로 규제를 없애고 자율에 맡긴다는 의미가 아니라 공적규제가 담당하기 어렵고 충분하지 않은 영역에 대한 역할 분담을 의미한다.

<그림 4> 에서 보듯이 현재 벤처투자법에 의해 명확히 규율된다고 보기 어려운 이해상충 방지 의무 영역의 일부 및 법령에서 규율하지 않고 있는 나머지 선량한 관리자의 주의의무 영역이 바로 <그림 5>에서 나타나는 바와 같이 자율규제로 해결될 수 있는 영역이라고 할 수 있다.



<그림 5> 자율규제에 의해 규율될 수 있는 운용사의 의무 및 규제영역

물론 현행 공적규제가 이루어지고 있는 사항과 관련하여서도 공적규제보다는 자율규제에 적합한 영역(투자조합 표준 규약, 투자계약서의 내용과 관련된 사항, 조사, 교육 등)이 있을 수 있고 그 영역은 자율규제 영역으로의 이양이 가능할 것이다.

## 5.3. 시장 참여자 사이의 갈등 영역에 적합

벤처투자업계에 있어서 자율규제의 문제는 시장 참여자 사이의 갈등영역에 있어서 정부 중심의 규제가 아닌 참여자 중심의 규제와 자율적 제재를 목적으로 한다고 할 수 있다. 이 중 투자조합 출자자 사이의 갈등영역에 대한 자치규범이 조합 규약이라고 볼 수 있으며, 펀드와 투자대상기업 사이의 갈등영역에 대한 자치규범이 투자계약이라 볼 수 있을 것이다.

출자자 사이의 자치적 규범이라고 할 수 있는 규약의 표준이 참여자의 전문적인 식견을 최대한 반영하여 마련되는 것이 타당할 것이고, 펀드 결성 이후 출자자 사이의 규약을 둘러싼 분쟁이 발생하는 경우 이를 자율적으로 해결할 수 있는 1차적인 분쟁 조정 절차를 마련해 볼 수도 있다.

또한 펀드와 투자대상기업 사이의 갈등영역에 있어서 보편 타당한 투자계약을 마련해 나가고 이에 있어서 분쟁이 발생하는 경우 업계 실무에 맞게 해석 기준을 제시하고 이를 자율적으로 해결할 수 있는 1차적인 분쟁 조정 절차를 자율규제로서 구상해볼 수도 있다.

## 참고문헌

- 강준영·김혜진(2019). 벤처생태계의 스케일업(Scale-up)과 패러다임 변화. 산은조사월보, 3-36.
- 강형구·신지만(2022). 벤처금융의 질적 성장과 효율적인 벤처생태계 조성을 위한 정책제언. 중소기업금융연구, 42(4),

- 69-105.
- 고정민·김정호(2000). 벤처생태계의 형성과 진화, CEO Information 240호. 삼성경제연구소
- 김상택·임연규·김우경·이지은(2016). 자율규제 확대에 따른 전문 규제기관 기능 및 역할에 관한 연구. 방송통신위원회, 8.
- 삼성경제연구소(1998). 벤처기업 창업 및 육성 5개년 계획. 삼성경제연구소
- 선지원(2022). 자율규제의 유형별 사례와 플랫폼 자율규제를 위한 시사점. 경제규제와 법, 15(2), 86-104.
- 송화윤(2021). 가상자산 시장의 자율규제 활성화를 위한 법적 연구: 불공정거래 규제를 중심으로. 증권법연구, 22(1), 183-210.
- 양현봉·박정복(2011). 청년창업 생태계 조성 및 활성화 방안. 산업연구원.
- 왕승혜(2014). 경제행정법상 자율규제에 관한 연구: EU·프랑스 한국 식품법제의 비교를 중심으로 박사학위논문, 서울대학교
- 이민영(2010). 인터넷 자율규제의 법적 의의, 저스티스 133-160.
- 임채윤·서지영·이광호·김병우·김영훈·김병기(2006). 한국 벤처생태계 활성화 방안. 한국과학기술정책연구원.
- 중소벤처기업부(2018). 벤처투자를 통한 혁신성장 주도과 일자리 창출. Retrieved(2023.04.03.)<https://www.mss.go.kr/site/smba/ex/bbs/View.do?cbIdx=86&bcIdx=1007431>.
- 황성기(2022). ICT 분야에서의 자율규제. 공법연구, 50(3), 33-61.
- Julia, B.(1996). Constitutionalising Self-Regulation. *The Modern Law Review*, 59, 26.
- Odum, E. P.(1998). *Ecological Vignettes*. Routledge.