

창업초기 투자단계 ‘Series A Crunch’의 원인분석과 마이크로 VC 펀드의 도입에 대한 정책방안*

양영석(한밭대학교 창업경영대학원 교수)**

국 문 요 약

한국이나 미국 모든 지역에서 창업초기 투자가 활성화되고 이에 힘입은 엔젤투자가 급증하면서 엔젤투자의 투자와 전통적 VC 투자의 사이에 간극이 커지며 Series A Crunch 현상이 심화되고 있다. 따라서 엔젤투자의 투자와 전통적 VC 투자 사이에 존재하는 창업초기 투자 펀드 캐즘구간(Series A Crunch)을 보완하며 양자 사이의 가교펀드(Bridge Fund) 역할을 하는 펀드에 대한 필요성이 증가하고 있다. 이에 본 연구는 국내외 Series A Crunch 개념과 현상에 대한 초래원인을 분석하고 이를 극복하는 Micro VC펀드의 도입방안에 대한 정책방안을 제시하였다.

핵심주제어: 창업초기 투자, 시리즈 A 크런치, 마이크로 VC 펀드

I. 서론

중소기업청은(2015) 2015년 2월 시장진입단계 기업에 대한 투자촉진을 위해 총 600억원 규모의 「마이크로 VC펀드」 조성을 추진 중이다. 특히 마이크로 VC 펀드는 3년이내 초기 기업에 건당 일정금액 이내(펀드 공백구간은 10억대 전후임) 60% 이상의 투자를 의무화한 펀드로 기존의 창업초기투자펀드와 달리 건당 투자규모를 기획하고 있다. 본 연구는 정부가 2013년 5월 관계부처 합동으로 마련한 『벤처·창업 자금생태계 선순환방안』에 의해 창업·초기단계기업의 자금조달 구조를 용자에서 투자로 전환하는 정책기조가 공표되며, 양영석외(2013), 창업 및 초기기업에 대한 다양한 투자 및 투자연계지원 패키지들이 실행되고 있는 상황에서 새로운 마이크로 VC 펀드 도입의 필요성을 규명하고, 마이크로 VC 펀드의 개념과 도입 방향에 대한 정책적 시사점을 제안하는 것이 목적이다.

정부는 2011년 이후 한국벤처투자를 통해 2014년 현재 1720억원 규모로 엔젤매칭펀드를 조성하여 운영하고 있다. 엔젤매칭펀드 운영성과 평가결과 보고서(2013)에 의하면, 엔젤매칭펀드는 2011년부터 2013년까지 연평균 263%의 엔젤투자자수율, 223%의 엔젤클럽 증가를 이루는 근간이 되었으며, 2011년 결성초기 100억원 규모에서 1700억원 대로 무려 17배 성장하였으며, 2015년 2월말 현재 엔젤매칭펀드는 총 385억원 규모의 투자금액을 298개 기업에 매칭투자하고 있다. 뿐만아니라, 엔젤매칭펀드는 개인차원의 적격엔젤투자자들에게 매

칭투자자재원을 제공함은 물론이고, 지역 창업지원기관을 중심으로 전국적인 엔젤투자 매칭재원을 공급하고 있으며, 전문 엔젤투자자나 TIPS(Tech Incubator Program for Start-up)프로그램 등에도 매칭투자재원을 공급하여 국내 다양한 창업초기 투자자의 성장에 기여하고 있는 것으로 평가되고 있다. 그러나, 엔젤매칭펀드를 중심으로 창업초기 엔젤투자가 양과 질적으로 성장하고는 있으나, 엔젤투자 후 진행되는 후속투자(Follow-on)는 상대적으로 크게 활성화되지 못하고 있다. 파이낸셜 뉴스(2015)가 한국벤처투자를 인용한 것에 의하면, 엔젤투자매칭펀드로부터 투자를 받는 기업 225개사 가운데 후속투자인 VC투자를 받은 기업의 수는 25개사로, 11%의 기업만이 후속투자를 유지하고 있다. 문제는 VC들로부터 후속투자 유치를 하지 못한 89%에 달하는 엔젤투자매칭펀드 투자유치기업은 펀드의 죽음의 계곡에 직면하거나 다시 용자형태로 회귀하는 기형적 현상을 초래할 우려가 있다. 한국벤처투자는 엔젤투자매칭펀드 투자기업들의 후속 VC투자 유치를 촉진하기 위해 '엔젤매칭 데모데이'등을 실시하고 있지만, 과연 이러한 투자 IR 행사가 엔젤투자와 후속 VC 투자 사이에 간극을 근본적으로 해소할지는 의문이다.

본 연구는 크게 세 가지의 방향에서 접근하였다. 첫째, 국내 엔젤투자가 엔젤투자매칭펀드 등의 역할에 힘입어 급증하고 있는 추세에서 이에 부합하는 후속 VC투자 유치가 이루어지지 않아 생기는 초기투자펀딩 죽음의 계곡 일명‘Series A Crunch’문제 본질을 파악하는 것이다. 둘째, 엔젤투자와 후속

* 본 연구는 한국벤처투자의 연구지원금을 수주 받아 한국벤처창업학회가 2014년 9월부터 2015년 1월까지 수행한 연구결과를 토대로 작성된 논문임

** 한밭대학교 창업경영대학원 교수 ytony@hanbat.ac.kr

· 투고일: 2015-05-18 · 수정일: 2015-08-21 · 게재확정일: 2015-08-23

VC 투자의 간극을 채우기 위해 도입되는 마이크로 VC 펀드의 필요성과 존재를 선진사례 벤치마킹을 통해 제시하는 것이다. 셋째, 국내 창업초기 투자 생태계와 현실에 부합하는 마이크로 VC 펀드의 도입 방향에 대해 정책적 대안을 제시하는 것이다.

II. Series A Crunch 개념과 현상

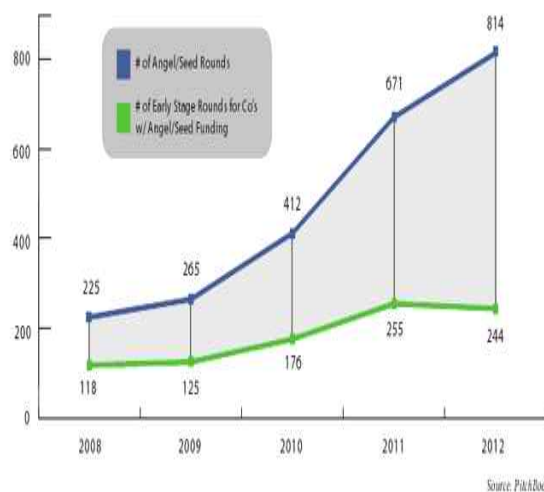
2.1 Series A Crunch 개념

Series A Crunch는 창업초기 기업이 엔젤투자자로부터 Seed투자는 성공적으로 유치했지만, 이후 첫번째 벤처캐피털의 투자인 Series A 단계 투자유치를 실패하여 생기는 자금압박 및 투자자금 조달 공백 문제이다. Parker(2013)는 Series A 단계 투자 유치를 목표로 하는 엔젤투자 및 종자돈 투자가 급증한 반면, 이를 받아 줄 Series A 투자 증가는 비례적으로 증가하지 않아 1차 투자부터 끊임없는 투자가 이루어지기 힘든 벤처투자 환경을 ‘Series A Crunch’로 정의하였다. 특히, Series A Crunch는 엔젤투자 단계와 벤처캐피털 1차투자단계의 투자 증가 속도 차이에 기인한 것으로 최근 들어 국내와 미국 등 해외에서 엔젤투자를 중심으로 한 창업투자가 급증하며 양자사이의 간극이 커지고 있어, Series A Crunch 현상이 심화되고 있다.

2.2 Series A Crunch의 국내외 현황

미국의 경우, 2008년 이후 Series A Crunch 현상이 심화되고 있다. <그림1>은 미국 벤처투자산업계에 나타나고 있는 Series A Crunch 현상을 나타내고 있다.

Angel/seed-backed companies start to feel the crunch

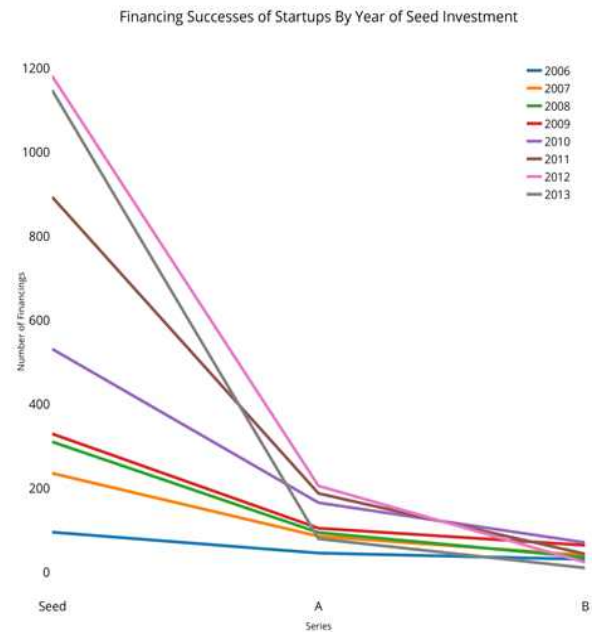


Pitchbook, www.pitchbook.com

<그림 1> 엔젤 및 마중물 투자유치 기업들이 직면한 Series A Crunch

<그림1>에 의하면, 미국의 경우, 2008년에 엔젤투자를 유치

한 225개 기업 중 다음 단계 Series A 투자를 유치한 기업이 118개로 52%를 차지한 반면, 2012년에는 엔젤투자를 유치한 기업이 814개사인 반면 다음단계 투자를 유치한 기업이 244개사, 30%에 불과해 Series A Crunch 현상이 심화됨을 알 수 있다. 특히 이러한 Series A Crunch는 여러 투자단계 중 특히 엔젤투자과 Series A 단계 투자에서 심각해짐을 알 수 있다. <그림2>는 미국의 경우 2006년부터 2013년 사이 Seed단계, Series A단계, Series B 단계의 투자유치 증가속도 차이를 나타내고 있다.



Pitchbook, www.pitchbook.com

<그림 2> 미국 연도별 Seed, Series A, Series B 단계의 투자유치 증가 비교

<그림 2>에 의하면, 2006년도의 경우 Seed 단계의 투자유치 성공건수나 Series A, B 단계 투자유치 성공건수간에 큰 차이를 보이지 않고 있다. 이는 Seed 단계 엔젤투자 유치를 받은 기업들이 Series A와 B 단계의 투자를 끊임없이 받을 수 있었다. 그러나 2012년과 2013년 상황이 되면, Seed 단계 엔젤투자가 급속히 증가한 반면, Series A 단계 투자는 비례적으로 증가하지 않아 엔젤투자를 유치한 많은 기업들이 후속 Series A 투자를 유치하지 못하는 Series A Crunch가 나타나고 있다. 그러나 Series A와 B 단계 사이에 투자성공사례 건수 증가차이가 크지 않아 Series B 단계 Crunch는 나타나지 않고 있어 투자펀드의 공백구간인 ‘Crunch’ 구간은 Seed와 Series A 단계에 집중되고 있음을 나타내고 있다.

한편, 국내의 경우에도 창업초기 투자단계가 Seed 단계와 Series A 단계로 명료하게 분리되지는 않지만, 2011년 엔젤매칭펀드가 도입된 이후 엔젤투자가 양적 규모로 증가하고 다양한 투자형태가 증가하고 있다. <표1>은 2014년 말 기준 국내 창업초기 투자자의 형태와 그 투자 특징을 나타내고 있다.

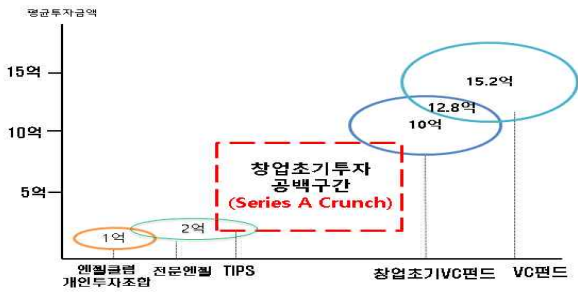
<표 1> 국내 창업초기투자자의 현황과 특징

항목/주체	개인/법인형 엔젤	전문엔젤	엑셀러레이터	TIPS	창업초기투자 VC
사업내용	<ul style="list-style-type: none"> o 개인형 엔젤투자자와 법인형엔젤투자자 대상 o 엔젤투자 집행시 정부가 일정비율을 매칭투자 (1배, 지방기업 1.5배 등) 	<ul style="list-style-type: none"> o 개인엔젤투자자 중 일정요건을 갖춘 전문엔젤 o 전문엔젤투자 집행시 매칭투자 비율은 2배 	<ul style="list-style-type: none"> o 중기청 4곳 엑셀러레이터 선정 육성(2012년) o 한국벤처 글로벌화 목적으로 해외파트너제휴한 글로벌 엑셀러레이터 5곳선정(2014년) 	<ul style="list-style-type: none"> o TIPS는 Tech Incubator Program for startup의 약어로 민간투자 주도형 기술 창업 프로그램 o 2014년 218억 예산으로전문엔젤투자자 + 인큐베이터의 개념으로 추진 - 투자(선도기업인, VC) + 인큐베이터 	<ul style="list-style-type: none"> o 모태펀드에서 다양한 창업초기펀드조성에 주요 LP로 참가 o 총 100억에서 300억원 규모로 창업초기 펀드 조성(60% 정도 3년미만기업 투자) o 모태펀드 출자비율 70% 미만, GP 출자비율: 1%-8%
개시년도	엔젤투자매칭펀드: 2011년	엔젤투자매칭펀드: 2014년	2012년	2013년	-
투자재원 (정부매칭)	개인 및 개인통합 투자금 (엔젤투자매칭펀드)	개인투자금 (엔젤투자매칭펀드)	중기청 지정 4곳 (1: 1매칭)	TIPS 운영기관 투자금 엔젤투자매칭펀드(2억원) 일부	정부모태펀드 출자(LP) GP 출자금 + 기타 LP 출자금
정부연계지원	투자연계 R&D(2억원)	투자연계 R&D(2억원), 벤처인증	선정된 5곳(3.5억지원)	3년간 창업자금(3억원), R&D자금(5억원), 해외마케팅자금(1억원) 등 최대 9억원	-
투자자 현황	개인엔젤: 4870명(2013) 엔젤클럽: 94개(2013)	11명 전문엔젤	총 10여 개사 내외	14개사*	모태펀드 출자 창업초기펀드 (2012년~2014년 27개)
평균투자규모	1.17억 (개인,클럽,기관,조합)	1.8억	1억 내외	엔젤투자 평균 2억원	3년미만 10억, 3-7년: 15.2억
주요투자대상 (업력 업종)	84.2%(3년미만, 1년:32.2%) 정보통신(50%), 일반제조 (30.9%)	작동	모바일/소프트웨어	인터넷 소프트웨어 (총 8개사) (창업초기 기업)	일반제조(37.9%), 문화콘텐츠(21%), 3년미만(26.7%), 3-7년(23.5%)
후속투자	충분치 않음	작동	있음(평균 5억원 미만)	단계별 투자 (투자금1차, 2차)	Seed-Series A, B, C
상호투자	없음	작동	미진	TIPS 내부	일부
지방투자	16.4%(83.6%, 수도권)	작동	미흡	총 10개 TIPS사 중 2곳 지방 (2014년 투자 중 지방투자 비율 10% 미만)	(24% 지방투자) 76% 정도 수도권 투자
글로벌투자	없음	작동	해외투자자와 공동	선정된 50개 스타트업 중 8개팀 해외투자자 등으로부터 총 49억원 규모의 투자 유치 글로벌 시장 진출	미흡

* 창업초기투자자의 현황과 분류는 2014년 말 기준임
양영석, 유병준, 양수희 등, "엔젤-창업초기 투자연계 및 Micro VC 활용을 통한창업초기 투자촉진 방안 연구, 한국벤처투자, 2015. 1.

<표 1>에 의하면, 2014년말 현재 국내 창업초기 투자자는 개인과 법인형 엔젤투자자와 2014년 도입된 전문엔젤, 그리고 글로벌시장형 사업지원프로젝트인 TIPS가 있으며, 투자와 보육기능을 가진 엑셀러레이터와 VC들의 창업초기 펀드등이 있다. 이들 중 개인 및 법인 엔젤과 전문엔젤 그리고 TIPS는 한국벤처투자가 운용중인 엔젤매칭펀드를 활용하는 투자자로 정부의 엔젤투자 육성정책에 의해 양성되고 있는 투자자 그룹이다. 이들 창업초기 투자자 중 창업초기 Seed투자를 집행한 후 후속투자를 유치할 수 있는 자체 역량을 갖춘 그룹은 창업초기 펀드를 운영중인 VC 그룹과, TIPS와 엑셀러레이터

들과 같이 후속투자 유치를 핵심목표로 하는 일부 투자자 그룹이다. 이들 그룹이외에 엔젤투자자 그룹은 VC 단계의 후속투자 유치에 한계를 보이고 있음을 <표 1>은 나타내고 있는데 국내 창업초기투자자들 사이에 상호 동반투자나 후속투자가 미진함은 그 애로를 가중시키고 있다. 한편 <표 1>에서 국내 창업초기 투자자들의 평균투자규모를 기준으로 보면, 창업초기 투자와 VC의 초기투자 단계 사이에는 펀드 공백구간이 존재해 창업초기 투자자와 초기기업 모두가 Series A Crunch와 펀드공백의 애로를 겪을 수 있음을 나타내고 있다. <그림 3>은 그 현황을 구체적으로 나타내고 있다.



양영석, 유병준, 양수희 등, "엔젤-창업초기 투자연계 및 Micro VC 활용을 통한 창업초기 투자촉진 방안 연구, 한국벤처투자, 2015. 1.

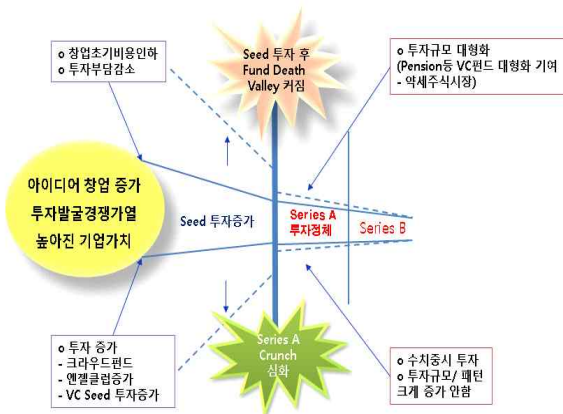
<그림 3> 국내 창업초기투자의 펀드공백구간- 'Series A Crunch' 현황

<그림 3>에 의하면, 국내 창업초기 투자자들의 대표적인 그룹인 엔젤투자자 그룹들은 엔젤매칭펀드를 제외하면 평균 1억에서 2억 사이의 평균투자자를 하고 있으며, TIP 그룹의 투자도 2.2억원 규모를 기록하고 있는 반면, VC에 의한 창업초기 투자는 창업초기 펀드의 경우 10.2억, VC의 초기투자 평균 금액 기준 15.2억원이다. 이를 통해 볼 때, 국내 창업초기 투자금액 중 3억원대에서 15억원대까지는 투자펀드의 공백 내지는 Series A Crunch가 발생이 우려되고 있다.

III. Series A Crunch 발생원인

3.1 Series A Crunch 발생원인 개요

창업초기 Series A Crunch 현상이 나타난 기본적인 원인은 창업초기 엔젤투자의 급증으로 Seed 단계 투자가 급증한 반면, 전통적인 VC투자가 대형화되며 비례적으로 증가하지 않거나 오히려 줄어들어 상호간의 간극이 커졌기 때문이다. <그림 4>는 최근 4-5년 사이 국내 벤처투자 시장에서 심화되고 있는 Series A Crunch 현상의 문제원인의 총체적 개요를 나타내고 있다.



양영석, 유병준, 양수희 등, "엔젤-창업초기 투자연계 및 Micro VC 활용을 통한 창업초기 투자촉진 방안 연구, 한국벤처투자, 2015. 1.

<그림 4> Series A Crunch 발생원인 개요

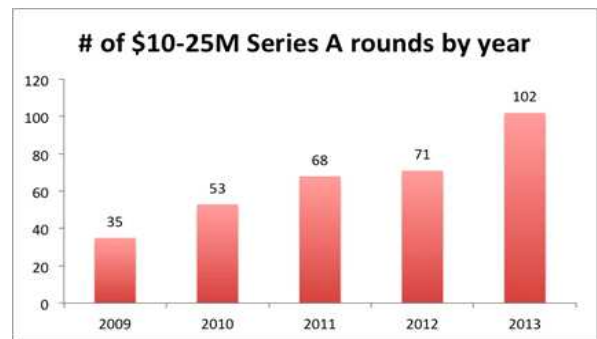
<그림 4>에 의하면, Series A Crunch가 발생하고 심화하고 원인은 크게 두 가지의 축으로 나누어 설명하고 있다.

첫째 엔젤투자를 중심으로 한 Seed 투자가 급증한 원인이다. 이에는 우선 3D 가격인하와 확대보급으로 제품의 초기 마켓 검증비용이 과격적으로 인하하여 창업설립 비용이 감소하여 창업자체가 증가하였다. 또한 투자관점에서는 창업초기 투자 검증 비용이 하락하며, 창업초기를 넘어 아이디어 단계에까지 투자하는 공격적 창업투자가 급증함은 물론이고, 클라우드 펀드 등 다양한 형태의 창업초기 투자와 VC들의 창업초기 직접진입이 증가하며 투자자체도 비례적으로 급상승하였다. 창업초기 기업 투자에 대한 수요와 공급의 시너지적인 상승은 투자기업 가치평가액 자체를 상승시켰다. 둘째 벤처캐피탈들의 Series A 투자자체는 증가하지 않거나 오히려 상대적으로 축소되었다. 이는 벤처캐피탈의 투자규모 자체가 대형화되며 Series A 투자 규모가 증가하였고, 창업초기 투자자들의 Seed 단계 투자가치는 증가했으나 VC들의 Series A 투자가치 평가는 정체되어 양자간의 간극이 줄어들며 Seed 단계 투자에 대한 벤처캐피탈들의 후속 Series A 투자유인은 감소하였으며, 일부의 경우 벤처캐피탈 자체가 창업초기 Seed 투자를 직접 참여하는 현상이 발생하고 있다. 이런 엔젤투자와 벤처캐피탈의 Series A 투자간의 상호 이탈 현상은 Series A Crunch 현상을 악화 시키고 있다.

3.2 투자관점의 Series A Crunch 발생원인

벤처투자산업차원에서 보면, Series A Crunch의 근본원인은 벤처캐피탈들이 엔젤투자자등에 의해 이루어진 Seed 투자금에 대해 후속Series A 투자를 견인하지 않기에 발생하는 문제이다. 통상 벤처캐피탈 관점에서 보면, 엔젤투자자가 이미 Seed단계 투자를 실행한 기업의 경우 투자의 문화가 배태되고 상당부분 검증이 이루어져 투자에 매력도가 높다. 그럼에도 불구하고, 미국사례를 통해보면 벤처캐피탈들은 왜 엔젤투자자들이 실행해놓은 Seed단계 투자를 견인하지 않는 것일까? 이에는 크게 세 가지의 분석이 적용된다.

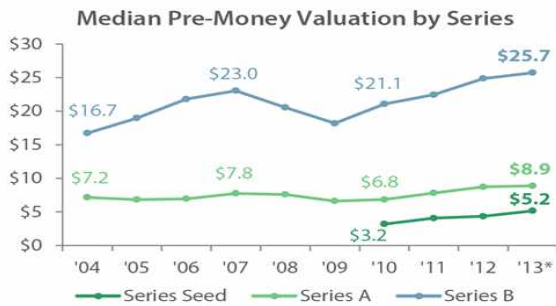
첫째, 벤처캐피탈들의 투자가 점차 대형화 되고 있다. 이는 연기금 등의 대형 Private Equity Fund 및 Family Office 등의 대형 투자펀드가 투자수익률의 목적으로 벤처투자 시장에 유입되고 있기 때문이다. <그림 5>는 점차 대형화되고 있는 벤처캐피탈 투자의 추세를 나타내고 있다.



Pitchbook, www.pitchbook.com

<그림 5> Series A의 대형화 추이

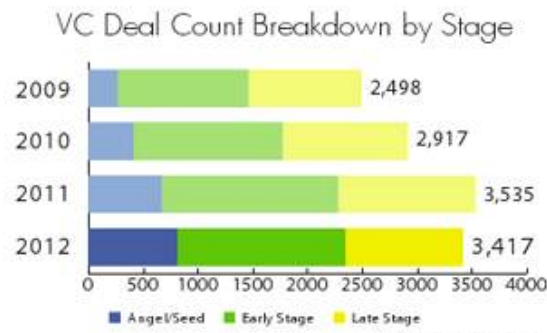
<그림 5>에 의하면, 통상적인 Series A단계의 투자규모가 20억-30억 내외인데 최근 5년 사이 건당 100억에서 250억 규모의 Series A 투자사례가 무려 3배이상 증가하고 있으며, 벤처캐피탈들의 Series A 평균 투자금액도 큰 폭으로 증가하고 있다. 예전 Series B단계 규모의 투자가 최근 5년 사이 Series A 단계 투자규모로 대체되고 통산 Seed단계 기업당 평균 투자 규모: \$250,000-\$500,00(최근, \$750,000-\$1million 증가), Series A 투자: \$2 million - \$6million (최근 \$ 7 million - \$15 million 증가) 하며 양자 사이의 Gap이 증가하였다. 벤처캐피탈들의 Series A단계 투자규모 대형화는 엔젤투자자의 Seed단계 투자와의 간극증가를 의미하기에 Series A Crunch 심화 원인이 되고 있다. 둘째, 창업초기 투자자의 수와 금액이 증가하며 우수한 투자대상에 대한 경쟁이 치열해지며, Seed단계 투자가치 (Valuation)상승을 초래하였다. 이러한 엔젤투자자의 Seed 단계 투자가치 증가는 Series A단계 투자 진행하는 VC와의 Valuation 격차를 줄이며 투자유인을 더욱 더 감소시키는데, <그림 6>은 Seed단계 투자가치와 Series A 가치 차이가 Series A와 Series B에 비해 크게 줄어들고 있음을 나타내고 있다.



Pitchbook, www.pitchbook.com

<그림6> Seed와 Series A 간의 Valuation 간극 축소 추이

<그림 6>에 의하면, 2010년에 비해 2013년 Seed단계 투자와 Series A단계 투자간의 기업가치 평가액 평균이 점차 축소되고 있다. 셋째, 미국 내 Seed와 Series A 단계에서의 기업가치 평가액 간극이 축소되며, 벤처캐피탈들의 창업초기 투자자 Seed 투자자 투자분의 후속연계 보다는 자신들이 직접 투자하는 비율이 증가하고 있다. <그림7>은 미국 벤처캐피탈에 의해 주도되는 Seed 단계 투자 추이를 나타내고 있다.



Pitchbook, www.pitchbook.com

<그림 7> 벤처캐피탈들의 Seed 단계 투자추이

<그림 7>에 의하면, VC 투자자들은 Seed 단계 엔젤투자자들이 투자한 것에 대한 후속연계 투자를 받기보다는 자신들이 직접 Seed 단계 투자를 발굴하여 Follow-on투자를 진행하는 비중을 키우고 있음을 나타내고 있다. 이는 엔젤투자자 등이 진행한 수많은 Seed단계 투자가 벤처캐피탈 주도의 Series A 투자를 더욱 더 받기 어렵게 만드는 상황이다.

IV. 마이크로 VC의 개념과 현황

4.1 마이크로 VC 개념

Samir(2014)에 의하면, 마이크로 VC는 크게 세 가지의 특징을 가진 새로운 개념의 벤처투자자 그룹으로 정의하고 있다.

- (i) 최우선적으로 1차 투자를 Seed 단계 투자
- (ii) 제 3자 LP를 기반으로 펀딩해 투자
- (iii) 펀드 규모가 500억 이하를 운영

Samir(2014)는 마이크로 VC들이 갖추어야 할 역량제시를 통해 마이크로 VC의 위상을 정리하고 있다.

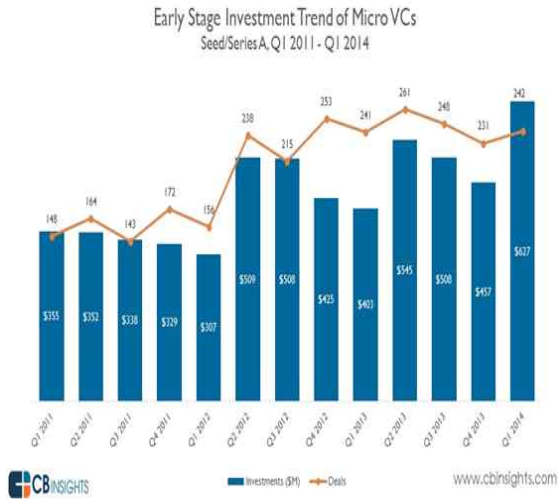
- (i) 창업초기 기업에 대한 효과적인 자본운용을 통해 적은 펀드로도 높은 생존력 확보
- (ii) 펀드조성에 있어 높은 진입장벽 극복능력(기존 벤처투자자들과는 달리 부를 가진 개인이나 Family Office 통해 자금조성)
- (iii) 엔젤투자 펀딩과 기존벤처캐피탈 펀딩간의 틈새를 노리는 발굴역량
- (iv) LP들의 투자금에 대해 호황 기술주 시장을 활용해 회수시켜 주는 능력

이와같이, 마이크로 VC는 엔젤 및 Non-VC 기반의 엑셀러레이터가 Seed 단계 투자에 적극적이고 집중하지만 이들은 이후 투자기업들을 Series A와 Series B의 성장단계까지 후속투자를 견인하며 지원해주는 지속펀딩의 역량이 부족하고, 전통적인 VC 들의 투자펀드 규모가 점점 더 대형화 되며 Seed와 Series A의 투자규모가 대형화되며 작은 규모의 Seed와 Series A의 투자를 원하는 기업과는 거리가 더 멀어지며 생기는 간극을 메우기 위해 창출된 투자자 그룹이다. 이들은 창업초기단계 투자를 발굴하여 의미있는 성장가능 근거를 수치자료로 확보해주는 중간 투자자의 성격을 갖추어야 하기에 기본 벤처캐피탈 보다는 좀 더 투자 후 투자기업에 대한 보육 부분에 큰 비중을 둔다.

4.2 마이크로 VC 추세와 현황

CB Insight(2014)에 의하면, 전 세계적으로 보다 많은 마이크로 VC가 활동하고 투자하면서 투자건수와 투자금액이 2014년 증가 추세이다. <그림 8>은 마이크로 VC들의 창업초기 투자

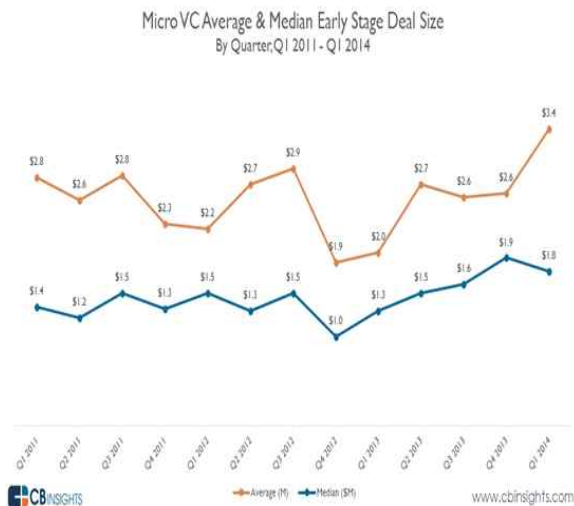
증가 추세를 나타내고 있다.



CBINSIGHTS, WWW.cbinsights.com

<그림 8> 마이크로 VC 창업초기 투자 추세

<그림 8>에 의하면, 마이크로 VC들의 창업초기 투자는 2011년 1분기 대비 2014년 투자규모는 77%, 투자건수는 64% 이상 증가하고 있다. 한편, 마이크로 VC들의 평균 투자규모도 증가하는 추세이다. <그림 9>는 마이크로 VC들의 평균 투자규모증가추이를 나타내고 있다.



CBINSIGHTS, WWW.cbinsights.com

<그림 9> 마이크로 VC 평균투자규모 추이

<그림 9>에 의하면, 2014년 1분기 마이크로 VC의 평균 투자규모액이 \$3.4 million으로 최고치를 기록했으며, 중간 투자규모액도 2011년 대비 2014년 11분기에 소폭 증가한 추세이다. 아울러, 마이크로 VC들은 크게 투자활동이 활발한 투자자그룹과 후속투자율이 우수한 투자자그룹으로 분류된다. <표 2>는 투자활동과 후속투자 유치활동이 우수한 투자기업을 나타내고 있다.

<표 2> 2011~2014까지 마이크로 VC Top 5

순위	활동적인 Top 5	후속투자율 Top 5
1	500 Startups	Venture Capital
2	SV Angel	Baseline Ventures
3	Lerer Ventures	Floodgates
4	Founder Collective	Felicitis Ventures
5	Felicitis Ventures	Founder Collective

CBINSIGHTS, WWW.cbinsights.com

CB Insight(2014)에 의하면, 미국내 135개 마이크로 VC들 공통적인 특징으로 운용펀드규모: \$ 100 Million 이하, Seed와 Series A 투자에 투자포트폴리오 80% 집중, 최근 3년간 10개 이상의 초기 투자 실행으로 분석하고 있다.

4.3 마이크로 VC 펀드의 도입 정책방안

엔젤투자자와 벤처캐피털 후속투자의 간극을 메우기 위해 도입되는 마이크로 VC는 미국의 사례처럼 별도의 벤처캐피털 투자기업을 만드는 것이 아닌 한국벤처투자가 중심이 되어 마이크로 VC 펀드를 조성하는 방식이다. 그러나 마이크로 VC펀드의 개별규모를 200억원 내외로 설정하고 있는 현재의 정책기획안을 고려해보면 기존과는 다른 새로운 개념의 벤처투자자 그룹을 양성할 필요가 있다. 본 연구는 선진사례 벤처마킹 및 국내 창업초기 투자자 현황 분석을 토대로 크게 마이크로 VC 펀드의 도입 개념, 형태 그리고 활성화 방안의 세 축으로 정책적 제안을 하였다.

첫째, 마이크로 VC펀드의 개념으로 어떠한 자격과 역량을 가진 그룹을 마이크로 VC 펀드 운용대상으로 설정할 것인가에 대한 대안이다. 마이크로 VC펀드는 기본적으로 VC 역량을 가진 주체가 운용하는 것이 대전제이다. 국내의 경우: VC펀드는 일정 자격기준을 가진 투자심사역을 일정 수준(현재 3인, LLC 설립 기준) 보유한 경우 운용 가능하다. 미국 경우에도 마이크로 VC는 VC 투자의 형태를 보이는데 이는 반드시 두 가지가 전제가 되어있는데, (i) 조직 내 VC투자 심사역 경험을 가진 파트너가 존재, (ii) LP로부터 투자펀딩을 유치하며 펀드를 조성하고 운용할 수 있는 능력을 가진 기관이어야 한다. 그러나, 마이크로 VC펀드의 경우 전통적인 VC 투자와는 달리 크게 세 가지의 차별성이 요구되는데, (i) 재무적인 투자개념의 벤처투자보다는 투자 후 사업보육을 강조하는 투자가 강조되어야 하는데, 이를 위해 핵심운용인력은 크게 세 가지의 역량을 보유해야 함 ① 산업중사 경험(Operational Experience) + ② VC 파트너 경험 + ③ 펀드 조성 및 운용 등 재무적 관점의 역량이 필요하다. (ii) 일회 대규모 투자자금을 집중하기 보다는 소규모의 초기투자를 Seed 단계에서부터 Series A와 B까지 연결하는 단계별 후속투자를 강화하는 전략이 필요하다.

(iii) 투자 후 기업의 성장을 수동적으로 기다리기보다는 직접 Board에 참여하며 사업의 성장지원 하는 것을 핵심지원 포트폴리오로 가져갈 수 있는 보육역량도 필요하다. 둘째, 마이크로 VC펀드는 투자보다는 투자 후 사업보육 및 가치증대 서비스 제공에 더 핵심을 두어야 하는 성격을 가지기 때문에 “몰입적” 운용기조와 투자회사 파트너 인력의 “전사적” 참여가 요구된다. 미국의 마이크로 VC펀드 운용형태는 300억 투자 펀드 규모에 2인 내외의 파트너 인력의 몰입적 참여를 하고 있으며, 여러 펀드에 심사와 파트너 인력이 중복적으로 참여하는 것을 제한하는 LLC 형태의 투자펀드 설립이 당연시되는 부분은 참고할 만하다. 국내의 경우 창업초기 투자기업의 형태가 안정적인 관리운영비의 확보를 위해 복수의 펀드를 동시에 운용하며 핵심파트너인력이 여러 펀드에 참여할 수밖에 없는 구조를 가지고 있다. 그러나, 분명 마이크로 VC펀드의 경우 펀드의 몰입적 책임을 강화하는 펀드결성과 운용이 요구되어 미국 식 LLC 형태의 운용조직 구조를 참고해야 한다. 셋째, 마이크로 VC 도입의 당위성 확보를 위해서는 크게 세가지 차원의 활성화 방향이 필요하다. (i) 마이크로 VC 펀드가, 김경근외(2014), 저조한 지방 엔젤 및 창업초기 투자 활성화를 견인해야 한다. 이를 위해 마이크로 VC펀드 선정에 있어 지방 창업초기 기업 투자에 기반을 둔 투자자 그룹에게 일정부분 우선순위를 두어야 한다. (ii) 마이크로 VC 펀드가 국내 창업초기투자의 In-bound와 Out-bound의 글로벌화를 촉진해야 한다. 최근 Micro VC의 대표격인 500 Startup 등의 투자포트폴리오 추세를 보면 글로벌 네트워크화가 대세인 만큼 이번에 결성되는 국내 마이크로 VC펀드에는 외국자본의 LP참여나 Co-GP 참여 등에 대해 우선순위를 두어야 한다. (iii) 마이크로 VC펀드가 소형펀드이며, 창업초기에 특화된 펀드로 높은 위험과 거래비용의 발생가능성이 높아 이에 대한 댓가로 운용사에 대한 파격적인 혜택이 부여되어야 한다. 가령, Huddle Rate에 대한 파격적인 인하, 파격적인 성과보수 인상(해당 지방에 대한 투자비율이 충족되었을 경우 기존 대비 5% 포인트 이상 높은 25-30% 수준), 후속투자를 위한 IR 등 지원 등이다.

V. 결론

본 논문은 국내 엔젤투자가 엔젤투자매칭펀드 등의 역할에 힘입어 급증하고 있는 추세에서 이에 부합하는 후속 VC투자 유치에 이루어지지 않아 생기는 초기투자펀딩 죽음의 계곡 일명 ‘Series A Crunch’ 문제 현황과 본질을 파악하고, 엔젤투자자와 후속 VC 투자의 간극을 채우기 위해 마이크로 VC 펀드의 필요성과 존재를 미국사례 벤치마킹을 통해 제시하였다. 본 논문은 벤치마킹 연구 등을 통해 마이크로 VC 펀드의 개념 설정과 도입 방향에 대해 정책적 대안을 제시하였다.

연구결과, 본 논문은 국내 창업초기 투자의 ‘Seamless’ 한 투자 생태계 구축을 위해서는 엔젤투자자와 기존 VC 투자 사이 크게 두가지의 특징 i) VC펀드형태, ii) 투자보다는 투자 후

보육이 강조되는 몰입형 펀드운영체계 확보 등을 가진 마이크로 VC 펀드의 도입을 제안하였다. 이는 간극 즉 Series A Crunch 해소가 규모나 역할 면에서 볼 때 엔젤투자 보다는 기존 VC 투자자들이 보다 작은규모의 몰입적 초기벤처투자를 실행할 수 있는 투자 플랫폼을 만들어주는 것이 필요하다는 인식이다. 특히 마이크로 VC 펀드는 기존 VC 펀드와는 달리 창업초기 투자 비중을 대폭확대하고, 이에 걸 맞는 운영인력과 시스템을 확보하게 하여 소규모 VC 투자에 집중하게 함은 물론이고, 이에 걸맞는 위험감수 보상 체계를 제공해 줌으로써 VC의 시장동기 기반 참여를 유인해야 한다.

본 연구는 마이크로 VC 펀드 조성과 운영이 성과를 내기 위해서는 펀드 자체 운영시스템에 대한 차별화된 기획 이외에 정부가 모태펀드 중심으로 펀드 조성과정에서 충분한 규모의 LP 펀드를 분담해주어야 하며(최소 모태출자 비율 70% 이상), 마이크로 VC 펀드 투자기업에 대해 정부의 각종 투자연계 R&D 지원을 연계해 주는 시스템을 구축해 보다 적극적인 위험분담을 해주는 성과창출 지원을 강조하였다.

REFERENCE

- CBINSIGHT.(2014, June 19). *Micro VC Rising: Analyzing Trends and the Top Investors in the Micro VC Ecosystem*, cbinsight, Retrieved from <https://www.cbinsights.com/blog/top-micro-venture-capital-firms/>
- Chun, Byungyun.(2015, August 4). *Introducing Micro VC Fund of focusing investment on startup less than 3 years old on coming November*, Money Today, Retrieved from <http://www.mt.co.kr/view/mtview.php?type=1&no=2015080311562026660&outlink=1>
- Division of Venture Investment.(2015). *New Boom of Venture Investment initiated by Mother Fund*. Retrieved February 3 2015 from http://www.smba.go.kr/board/boardView.do?board_id=SMBA_NEWS_32&seq=49696&pageIndex=1&searchCondition=ocode&searchKeyword=DVI&pageUnit=10&mc=usr001031
- Go, R.(2010, June 29). *Making Sense of Micro VC's and Super Angels-A Primer*, Rodogo.org, Retrieved from <http://robgo.org/2010/06/29/making-sense-of-micro-vcs-and-super-angels-a-primer/>
- Jonny P.(2013, November). *Venture Capital Deals: Series A Crunch?*, Private Equity Spotlight, Retrieved from https://www.preqin.com/docs/newsletters/pe/Preqin_PESL_Nov_13_Venture_Capital_Series_A.pdf
- Kim, Kyungkeun & Kenji Kutsuna.(2014). *Venture Capital Activities and Financing of High-tech Ventures in Korea: Lessons from Foreign Experiences*, *Asia Pacific Journal of Business Venturing and Entrepreneurship*, 9(1) pp30-50
- Lee, Eunse.(2014, August 22). *Three Conditions considered prior to introducing Micro VC Fund*, Insight, Retrieved from http://besuccess.com/2014/08/micro_vc/
- Park, Jihoon.(2015, May 1). *K-VIC hosted Angel Matching*

- Fund Demo Day*, Financial News Retrieved from <http://www.finnews.com/news/201505011043336778>
- Ryu, Kuenil.(2015, January 15). *Introducing Micro VC Fund within the year of 2015*, The Digital Times, Retrieved from http://www.dt.co.kr/contents.html?article_no=2015011602100557796001
- Samil & PWC.(2013). *Report on Performance Evaluation to Angel Matching Fund*, K-VIC, 2013. 12
- Sanir, Kaji(2014, August 29). *Revisiting Micro VC Market*, cbinsight, Retrieved from <http://pevcbanker.com/revisiting-the-micro-vc-market/>
- Suster, Mark.(2011, July 19). *The Rise of Micro VCs*, Reuters, <http://blogs.reuters.com/small-business/2011/07/19/the-rise-of-micro-vcs/>
- Yang, Youngseok, Hwangbo Yun & Youngjo Byun.(2013). A Study for Raising up Entrepreneurship Facilitators with having Angel Investing Potentials to Promote Creative Entrepreneurship, *Asia Pacific Journal of Business Venturing and Entrepreneurship*, 8(3) pp 27-37
- Yang, Youngseok, B. J. Yoo, & S. H. Yang.(2015). Policy Research on promoting Early Stage Venture Investment by initiating Micro VC Fund covering gap between Angel and Early Stage Investors, K-VIC, 2015. 1.
- Wagner, Allen.(2013, October 13). *Increasing Seed Valuations Exacerbate 'Series A Crunch'*, Pitchbook , retrieved from <http://blog.pitchbook.com/increasing-seed-valuations-exacerbate-series-a-crunch/>

The Policy Alternative of Launching Micro VC Fund in Korea Against an Overwhelmed 'Series A Crunch' Issues as to the Early Venture Investment at Startup Stage

Yang, Young Seok*

Abstract

"Series A Crunch" problem has become worse off as funding gap between angel seed investment and traditional VC Series A investment is getting the larger due to big boom over early startup investment both in Korea and US. The strong needs for new concept of fund alternative such as bridge fund is outstanding to fill up the funding gap in the early stage of venture investment. This research is brought to define the concept of 'Series A Crunch' problem and to diagnose its causes, eventually, popping up 'the concept of Micro VC Fund' to come up with this problem in Korea. Also, this paper suggests the policy alternatives to introduce Micro VC Fund and accommodate its successful performance.

KeyWords: Early Venture Investment at Startup Stage, Series A Crunch, Micro VC Fund

* Author, Hanbat Nation University, GSEM, Department Chair, ytony@hanbat.ac.kr