

해외 스타트업(start-up) 대출상품 사례연구 - Venture Debt 사례 -

미래전략개발부 박희원 전임연구원

- I. 머리말
- II. Venture Debt 상품 개요
- III. Venture Debt 시장 현황
- IV. Venture Debt 취급 사례
- V. 시사점

매출활동 및 담보여력이 취약한 스타트업은 통상 은행 대출을 이용하기 어렵다. 하지만 창업 및 VC 시장이 활성화된 미국에서는 Venture Debt 상품을 통해 대출의 형태로도 모험자본을 공급하며 벤치마킹 사례를 제공하고 있다. Venture Debt는 VC 등 자본투자자가 투자한 스타트업에 대출을 제공하고, 이후에 이루어지는 후속투자를 상환재원으로 활용하며, 높은 리스크에 대한 보상으로 소액의 Warrant를 취득하는 것이 특징이다.

이러한 Venture Debt는 사실상 스타트업의 사업모델이 아닌 VC에 대한 이해를 바탕으로 대출의사를 결정하는 방식으로 VC와의 협력관계가 핵심이며, 자금 조달 및 운용에 있어 높은 유연성을 지니고 지분희석이 작아 창업자와 투자자에게 유리하다는 장점을 지닌다. 다만 벤처시장의 전반적인 사이클에 영향을 많이 받는 등의 단점도 있어 이용 시 주의가 필요하다.

Venture Debt 시장은 미국 서부지역을 중심으로 시장이 형성되어 있고, 유럽은 성장이 시작된 단계이며, 아시아는 거의 전무한 실정이다. 주요 시장참여자 역시 소수에 불과한 바, 시장이 가장 활성화된 미국에서도 벤처금융에 특화된 4~5개 은행과 일부 비은행 금융기관들만이 참여하고 있다.

Venture Debt는 기존의 틀을 탈피하여 은행과 스타트업의 상생을 도모할 수 있는 금융 상품이나, 일반 상업은행이 도입하기에는 현실적인 한계가 있으며, 특히 국내에서는 법률적 제약과 벤처시장의 여건 차이 등으로 단기간 내 도입은 어려울 것으로 예상된다. Venture Debt 상품의 도입 여건 조성을 위해 단기적으로 현행법상 허용되는 범위 내의 유사한 금융상품 구조를 개발하여 시범적으로 운용하는 것을 고려하고, 업계와의 긴밀한 협력관계 형성을 통한 Venture Debt의 취급기반 구축 및 인식의 개선에도 노력할 필요가 있다.

* 본고의 내용은 집필자의 견해로 당행의 공식입장이 아님

I. 머리말

- 스타트업(start-up)은 창의적 아이디어와 혁신적 사업모델 등을 바탕으로 미국 등 주요국에서 경제성장 및 산업구조 고도화, 일자리 창출 등을 견인하는 핵심 경제주체로 부상
 - 미국에서는 Silicon Valley 등에 기반을 둔 다수의 스타트업 성공 사례가 탄생하고 있으며, 미국정부도 ‘Startup America Initiative’ 정책을 발표하는 등 혁신적 벤처창업 생태계 활성화에 노력하고 있음
- 필요자금의 대부분을 자본투자(Equity)로 조달하는 스타트업은 성장을 거듭할수록 지분희석 등의 이슈로 대출(Debt)을 활용할 필요성이 증대되나, 은행 등 금융기관과의 대출거래는 쉽지 않은 상황
 - 스타트업은 통상 위험부담에 적극적인 자본투자(엔젤투자, VC 등)를 통해 필요자금을 조달하나, 자본투자는 후속투자까지 상당한 시간 및 자금이 소요되며, 특히 과도한 자본투자는 지분희석(Dilution)을 통해 경영권을 위협
 - 그럼에도 불구하고, 매출을 통한 현금창출능력과 담보여력이 취약한 스타트업은 자본투자와는 달리 리스크에 민감하고 안정적인 상환능력을 중시하는 은행의 대출을 이용하기 곤란한 실정
- 이와 관련하여 벤처창업 및 VC 시장이 활성화된 미국에서는, 은행 등 금융기관이 스타트업에 대해 대출 형태로 모험자본을 제공하는 ‘Venture Debt’ 상품이 성장세를 보이고 있음
 - Venture Debt는 금융기관이 VC 등 자본투자자가 투자한 스타트업에 대출을 제공하고, 이후에 이루어지는 VC의 후속투자를 상환재원으로 활용하며, 높은 리스크에 대한 보상으로 소액의 Warrant를 취득하는 것이 주요 특징
 - 본고에서는 Venture Debt 상품의 개요, 시장 현황 및 취급 사례 등을 살펴보고 국내 시장에 대한 시사점을 도출

II. Venture Debt 상품 개요

1. Venture Debt의 개념

□ 일반적으로 “VC 등 기관투자자로부터 자본투자를 받은 스타트업에게 제공하는 모든 형태의 대출 상품”으로 정의

○ 크게 Equipment Financing, Venture Term Loan, Working Capital Line of Credit 등 세 가지 유형으로 구분

- 이 가운데 Venture Term Loan이 Venture Debt의 전형적인 유형으로 인식되고 있음

〈표 1〉 Venture Debt의 유형

종 류	내 용
Equipment Financing	• 기계구입을 위한 대출(기계는 담보로 취득) 및 리스로 구분되며, Venture Debt의 가장 초기 형태
Venture Term Loan	• Venture Debt의 가장 전형적·일반적인 형태로서, 운전자본 총당, R&D 투자, 사업 확장 등 스타트업의 성장에 필요한 제반 자금 조달을 위해 활용되며, ‘Growth Capital Loan’으로도 불림
Working Capital Line of Credit	• 일정한 매출과 자산(매출채권, 재고자산 등)을 기반으로 하는 한도성 대출로, 금리 및 리스크는 낮은 편이나 ‘순수한’ 의미의 Venture Debt로 보기는 어려움

자료 : Mansfield, Z.(2013.9)를 참고하여 재구성

2. Venture Debt의 특징

□ (대출대상) VC 등 기관투자자로부터 자본투자를 받은 스타트업

- 통상 스타트업에 대한 대출은 높은 리스크를 수반하나, 투자를 받은 직후 약 4년 동안은 부도율이 낮음에 착안
- VC 등의 투자를 받은 스타트업만을 대상으로 약 3~4년 이내의 대출을 제공할 경우 상대적으로 낮은 리스크로 대출 취급 가능
 - 현재 Venture Debt는 주로 Series A에서 Series B로 넘어가는 단계의 스타트업을 대상으로 많이 이루어지고 있는데, 이는 초기 단계일수록 VC의 후속투자 가능성이 더 크기 때문²⁸⁾

□ (상환재원) VC 등의 자본투자 자금

- 일반 여신심사에서 중시되는 현금흐름이나 담보가치는 스타트업이 충족시키기 어려운 조건이나, 자본투자 자금은 본격적인 수익이 발생하기 이전의 스타트업도 활용할 수 있는 상환재원
- 후속투자를 통한 상황은 Venture Debt의 핵심요소로, 여신심사 시 후속투자 유치가능성 (Likelihood of Follow-on Equity Round)이 심사의 주안점²⁹⁾
- 통상 VC들은 최초 투자규모 수준의 자금을 유보하고, 이를 향후 해당 기업에 대한 후속투자에 활용한다는 것이 실증적으로 입증³⁰⁾
 - 이는 투자기업의 성장을 통한 수익창출뿐 아니라, 적극적인 투자로 스타트업을 육성함으로써 VC의 업계 내 평판이 제고되는 것도 동기로 작용

28) 벤처투자는 Seed 단계에서부터 Series A, B, C, ..., Z 등으로 진행되는데, 통상 Seed 단계는 창업 직후 제품과 서비스 개발에 필요한 인건비 및 개발비 투자에 해당하며, Series A는 시제품 개발부터 본격적인 시장공략 직전까지의 기간에 받는 투자, Series B는 회사가 일정 정도의 규모를 확보한 후 적극적인 인력 확보나 마케팅 등 비즈니스 확장이 필요할 때 이루어지는 투자를 의미

29) Matejka, F.(2016,6)

30) Ibrahim, D. M.(2009)

□ (기업성장단계) 통상 Series A~B 단계의 스타트업

- 통상적으로 Venture Debt는 VC의 후속투자에 의한 안정적 채무상환 가능성이 높은 Series A~B 단계의 초기 기업을 주요 대상으로 하고 있음
- 다만 본래 Venture Debt는 초기·후기 투자단계 기업을 특별히 구분하지는 않으며, 매출 또는 현금흐름이 안정적인 후기기업 또한 자금운용 관련 높은 유연성 등의 장점 활용을 위해 Venture Debt를 이용

□ (대출시기) 일반적으로 자본투자자 동시, 또는 자본투자 직후를 선호

- 대주(Venture Lenders, 이하 VL) 입장에서는 투자를 받은 직후가 스타트업의 부실 가능성이 가장 낮은 시기이고, 여신심사 시 VC의 실사(Due Diligence) 자료를 그대로 활용할 수 있음
- 스타트업은 투자를 받는 시점이 통상 기업가치가 크게 상승하는 시점(milestone)으로서, 이 시기에 보다 저리로 자금조달이 가능

【Q】 VC의 투자로 충분한 유동성을 확보한 스타트업이 추가로 Venture Debt를 활용할 유인이 있는가?

- 일반적으로 VC는 투자금이 자본투자나 제품개발 등에 활용되도록 용도를 제한하고 있으나, Venture Debt는 경상운영비 충당 등 자금운용의 유연성이 높으며, 무엇보다 Only Equity보다 Equity+Venture Debt가 지분희석³¹⁾이 작음

□ (Warrant) 높은 리스크에 대한 대가로 VL은 소액의 Warrant 취득

- Venture Debt는 전통적인 대출상품에 비해 리스크가 높아, VL은 통상 이에 대한 보상으로 창업자의 지분희석을 최소화하는 범위 내(희석률: 1~2%)에서 소액의 Warrant를 취득
- 보통주와 우선주를 구분하지 않으나 대개 우선주를 취득하며, 경우에 따라서는 Warrant를 취득하지 않는 사례도 존재

31) 투자 또는 스톡옵션 등에 의해 발행된 새로운 주식(신주)이 기존 주식(구주)을 보유하고 있는 주주의 지분율을 감소시키는 것

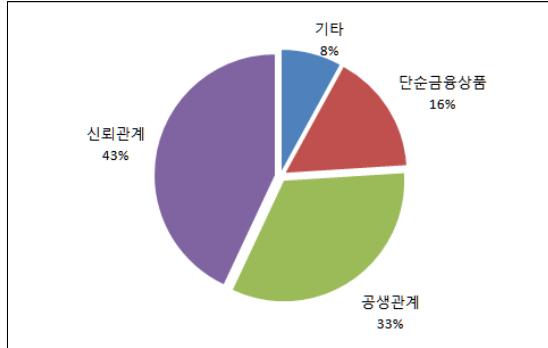
3. Venture Debt와 VC

□ Venture Debt가 VC의 자본투자 자금을 상환재원으로 한다는 점에서 Venture Debt와 VC는 불가분의 관계를 형성하고 있음³²⁾

- 우선, 일반적으로 VC는 Venture Debt에 우호적인 입장
 - VC는 기존 주주의 지분희석 최소화 측면에서 Venture Debt를 선호하며, 추가 투자비용을 낮추면서 기 투자한 스타트업의 안정적 성장 도모 차원에서 Venture Debt 활용에 긍정적
 - 일반적으로 VC는 부채비율 등 재무비율보다는 현금보유 규모를 중시하며, 따라서 스타트업이 Venture Debt를 활용하여 현금보유액을 늘리는 것을 선호
 - 다만, VC 중에는 자신의 투자금이 타 금융기관 대출 상환재원으로 쓰이는데 반감을 가지는 경우도 존재
- 한편, VL은 VC와의 협력관계 형성에 많은 노력을 기울이고 있는 바, 이는 일반 상업은행의 Venture Debt 시장에 대한 진입장벽으로 작용
 - VL의 관심은 스타트업 자체보다 기존 투자자인 VC의 후속투자에 대한 입장으로, VL은 VC와의 협력관계를 기반으로 아래 내용 등을 공유 및 심사
 - 해당 스타트업에 대한 VC의 기 투자금액·가치평가·후속투자 예상근거
 - VC가 추정하는 해당 스타트업의 적정 자본규모
 - 후속투자를 위해 유보하고 있는 VC 자금 및 스타트업 내 VC 이사진의 입장
 - 투자단계별 미집행 투자금(Dry Powder), VC 포트폴리오 내 해당 스타트업의 순위 등
- 특히, Top-tier VC가 투자한 스타트업의 경우 기술력과 성장성이 어느 정도 입증될 뿐 아니라, 기존 및 신규 투자자에 의한 후속투자의 가능성이 크다는 점에서 VL이 선호

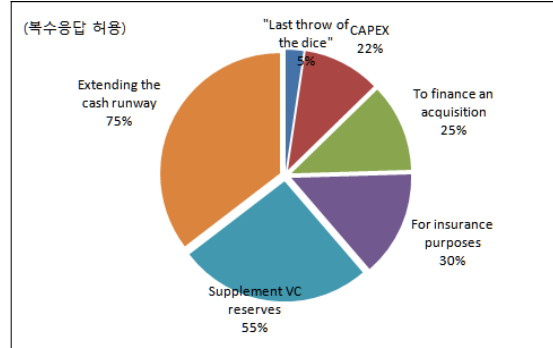
32) VC가 스타트업의 이사회에 참여한다는 점에서도, VC는 Venture Debt 관련 의사결정에 밀접한 영향을 미침

〈그림 1〉 VC의 Venture Debt에 대한 평가



주 : 유럽, 영국, 이스라엘 내 VC 40개사 응답
 자료 : BVCA(2010.5)

〈그림 2〉 VC의 Venture Debt 활용 사유



주 : 유럽, 영국, 이스라엘 내 VC 40개사 응답
 자료 : BVCA(2010.5)

〈참고 1〉 VL과 VC간 '묵시적 계약(Implicit Contract)' 관계

- VC는 Venture Debt 상환을 위한 후속투자를 명시적(Explicit)으로 약속하지는 않으나, VL은 VC의 묵시적인(Implicit) 후속투자 약속을 신뢰하는 것이 시장의 관행
 - 동 관행은 Venture Debt 비즈니스와 관련하여 VC와 VL간 일종의 공생(symbiotic)관계로서 업계에 정착되어 있는 상황
- 이와 같은 VC와 VL간 묵시적 계약관계는 ① 관행으로 확립된 계약조건, ② 계약조건 이행여부의 관찰가능성, ③ 계약조건 위반 시 제재 가능성 등이 충족되어야 유효하게 작동될 수 있는 바, Venture Debt는 세 가지 조건을 모두 충족
 - ① Venture Debt는 VC의 묵시적 보증(VC의 후속투자를 통한 상환자금 지원)이라는 관행으로 확립된 계약조건을 바탕으로 제공되며,
 - ② VC가 후속투자를 통해 상환자금을 지원함으로써 계약조건을 이행하는 것을 VL이 관찰 가능하고,
 - ③ VC의 계약조건 불이행시(후속투자 미이행) VL은 향후 해당 VC의 투자기업에 대해서는 Venture Debt를 제공하지 않는 방식으로 시장에서 제재 가능
 - VC의 계약조건 불이행시 해당 VC는 업계 평판이 손상되고 여타 VL과의 협업이 어려워지는 등 다양한 불이익을 받게 됨
- VC와 VL간 '묵시적 계약'은 수많은 스타트업을 대상으로 하는 VC와 VL 사이의 폭넓고 반복적인 협업관계에 기반하고 있는, 시장 참여자들에 의한 자율적인 규제라고 할 수 있음

자료 : Ibrahim, D. M.(2009)

4. Venture Debt의 주요 조건

□ 대출 금액·기간·금리 등 Venture Debt 상품을 구성하는 주요 조건들에 대해 살펴 보면 다음과 같음

〈표 2〉 Venture Debt의 주요 조건

구 분	내 용
대출금액	<ul style="list-style-type: none"> • 통상 2백만달러~10백만달러 <ul style="list-style-type: none"> - Bank : 2백만달러 내외 - Venture Debt Firm : 3백만달러 이상 • 또는, 가장 최근 투자받은 Equity 금액의 30~50%
대출기간	<ul style="list-style-type: none"> • 통상 3~4년(Term Loan) <ul style="list-style-type: none"> - 한도성 대출(Revolving Lines of Credit)은 통상 1년 • 인출기간(Drawdown Period) + 상환기간(Amortization Period) 예시) 인출기간(6개월) + 상환기간(36개월) = 대출기간(42개월)
대출금리	<ul style="list-style-type: none"> • 통상 5~15% <ul style="list-style-type: none"> - Bank : 대출기준금리^{주)} + 0~4%(최종금리 : 약 5~8%) - Venture Debt Firm : 대출기준금리 + 5~9%(최종금리 : 약 9~15%) • 대출금리 외 Facility Fee, Back-end Fee, Prepayment Fee 등 대출수수료 부과 <ul style="list-style-type: none"> - Facility Fee : 계약완료시 또는 인출시점에 부과(약 1~2%) - Back-end Fee : 상환시점에 부과(약 1~3%) - Prepayment Fee : 조기상환수수료(대출기간 경과별 부과)

주 : 보통 상업은행이 가장 높은 신용등급의 차주에게 부과하는 Prime Interest Rate

이슈분석

구 분	내 용
Warrant	<ul style="list-style-type: none"> • 부여금액 : 통상 대출금액의 4~15% <ul style="list-style-type: none"> - Bank : 대출금액의 4~5% - Venture Debt Firm : 대출금액의 8~15% • 행사기간 : 통상 7~10년(7년이 일반적) • 행사가격 : 가장 최근 투자받은 Equity의 Share Price에 기반 • 대상주식 : 보통주 또는 우선주(일반적으로 우선주)
상환방식	<ul style="list-style-type: none"> • 원금은 분할상환방식(예: 매월 균등)이 일반적 • 초기에 거치기간(Grace Period)을 부여하는 경우도 있음 <ul style="list-style-type: none"> - 거치기간은 통상 3~12개월로 6개월이 가장 일반적
담 보	<ul style="list-style-type: none"> • 일반적으로 Blanket Rein*의 형태로 담보를 취득 <ul style="list-style-type: none"> * 대출계약 불이행시 채무자가 소유한 모든 자산에 대해 채권자가 포괄적으로 처분할 수 있는 권리 • 스타트업이 보유한 IP(주로 특허권)에 대해서는 통상 Negative Pledge on IP (다른 누구에게도 IP를 담보로 제공하지 않음) 형태로 계약
특 약	<ul style="list-style-type: none"> • 특약(Covenants)은 재무적 특약과 비재무적 특약으로 구분 <ul style="list-style-type: none"> - 매출활동이 가변적인 스타트업의 속성상 재무적 특약은 드문 편이나, Venture Debt Firm에 비해 Bank는 상세한 재무적 특약을 부과하는 편 - 재무적 특약 사례로는 특정 매출수준 달성, 손실의 상한, 최소 현금보유, 증자 등이 있음 - 재무적 특약 위반 시에는 Default Rate(통상 5%) 등을 부과
기 타	<ul style="list-style-type: none"> • Bank의 경우 스타트업의 주된 예수금거래 은행(Primary Cash Management Bank) 지위를 요구 • 후속투자 진행시 우선 참여권의 부여 • (Investor Abandonment Default) 투자자들이 모두 이탈했다고 판단 시 채권자가 Default를 선언할 수 있는 조항 • 만기에 상황이 어려울 경우 <ul style="list-style-type: none"> - 리파이낸싱 또는 리스케줄링 등을 고려할 수 있으며, 특히 리스케줄링은 스타트업뿐 아니라 VC와의 협상을 통해 결정

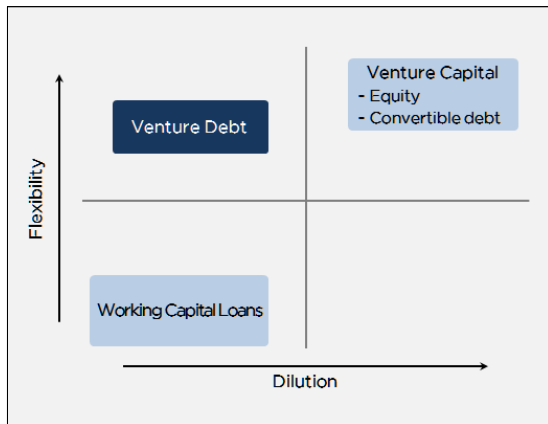
자료 : Ibrahim, D. M.(2009) 등을 참고하여 재구성

5. Venture Debt의 장단점

□ 일반적인 대출 또는 투자에 비해 Venture Debt는 다음과 같은 장점이 있음

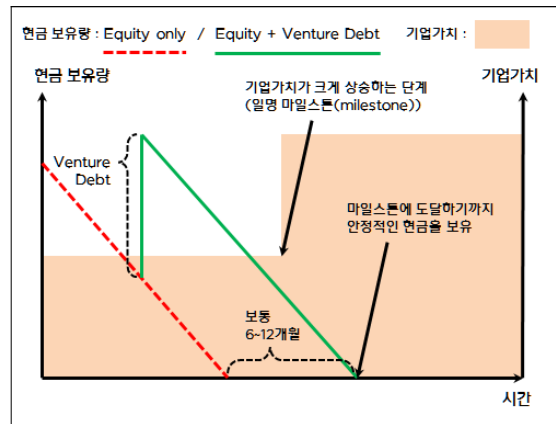
- 일반 운전자본 대출에 비해 자금 조달 및 운용에 있어 높은 유연성(Flexibility)을 지니며, 투자와 비교해서는 지분희석이 작아 창업자와 투자자에게 유리
 - 자본투자의 대체재가 아닌 보완재로서, 자본투자가 제품개발 등에 소요되는 자금이라면 Venture Debt는 Cash Runway(보유 현금으로 버틸 수 있는 기간)를 연장해주는 역할(보통 6~12개월)
- 자본투자는 후속투자까지 상당한 시간이 소요되나, Venture Debt를 이용할 경우 후속투자 전까지 추가 자금 확보가 가능해 스타트업이 직면하는 여러 성장단계에 보다 안정적인 대응이 가능
 - 투자 이후 부족자금을 Venture Debt로 충당하는 경우 기업가치가 높아진 다음 후속투자를 추진할 수 있어 더 유리한 조건의 투자 유치 가능

〈그림 3〉 높은 유연성과 낮은 지분희석 효과



자료 : Leader Ventures

〈그림 4〉 Equity vs. Equity+Venture Debt



자료 : Columbia Lake Partners

□ 반면, Venture Debt는 다음과 같은 단점도 가지고 있는바, Venture Debt 이용 시 주의할 필요

- 벤처시장의 전반적인 사이클에 영향을 많이 받으며, 벤처시장으로 유입되는 자금이 타이트해질 경우 스타트업과 VL의 동반부실 가능성 증가
 - 실제로 1980년대 후반부터 급증하였던 Venture Debt 취급기관들은 1990년대 말 닷컴 버블로 다수가 자취를 감추게 됨
- 과도한 부채는 스타트업에게 원리금상환에 따른 현금부담을 가중시키고, 후속투자에도 불리한 영향을 미칠 수 있음
 - 통상 가장 최근 투자받은 Equity 금액의 20~30%를 Venture Debt의 적정 규모로 평가
 - 또한, 매월 원리금상환 규모가 영업비용의 35%를 넘지 않고, 전체 Venture Debt 규모가 기업가치의 10%를 넘지 않을 것을 권장
- 대출계약에 부과되는 각종 특약사항은 때때로 스타트업의 영업활동을 제약하고, 예상치 못한 장애로 작용(예: 과도한 예수금 구속 등)

Ⅲ. Venture Debt 시장 현황

1. 성장 과정

□ (미국) 1970~80년대부터 성장하기 시작하여, 닷컴버블 시기를 제외하고는 은행과 Venture Debt Firm을 중심으로 성장세를 유지

○ 1960년대 말 최초 도입되었으며, 1970~80년대 美 벤처시장의 발전과 함께 Venture Debt 시장도 성장

- 초기의 Venture Debt는 Equipment Financing 형태로 담보 범위 내에서 대출이 실행되었으며, 1980년대 말부터 Warrant를 활용한 현재의 Venture Term Loan 개념으로서의 Venture Debt 등장

○ 1990년대 말 美 벤처시장의 비약적 성장과 함께 Venture Debt 시장도 급속히 성장하였으며, 기존의 리스회사(Comdisco, TransAmerica, GATX 등) 및 Tech 기반의 은행, 펀드회사들이 동 시장에 진입

○ 2001년 닷컴버블 붕괴로 인해 리스회사 등 다수의 Venture Debt 취급기관들이 퇴출되었고, 이후 일부 은행 및 Venture Debt Firm들을 중심으로 성장세 재개

□ (유럽) 1998년 처음 도입되었으며, 영국을 중심으로 성장

○ 유럽의 스타트업에 대한 대출은 1990년대 중반까지 전무하였으나, 도입 이후 닷컴버블 직전까지 125백만유로 수준으로 증가

- 닷컴버블로 2002~2004년 기간 중 크게 위축되었으나, 이후 회복세를 보이며 2007년 기준 전체 VC 투자 규모의 5.8%(영국은 10.2%)까지 증가³³⁾

33) BVCA(2010,5)

2. 시장 현황

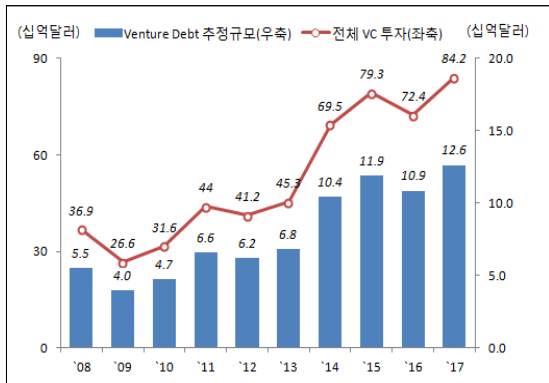
□ (미국) VC 시장이 활성화된 서부지역을 중심으로 시장이 형성되어 있으며, 동부는 Boston 등 일부 지역을 제외하고는 미미한 상황

○ 美 Venture Debt 시장 규모는 정확한 산정이 어려우나, 대략 전체 VC 투자 규모의 15%(2017년 말 기준 약 126.3억달러) 정도로 추정³⁴⁾

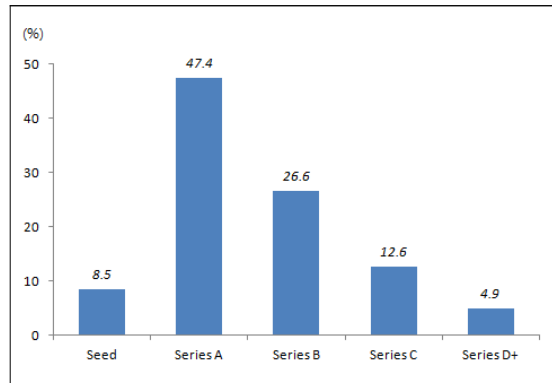
- [Ibrahim, D. M.(2009)] 매년 Venture Debt를 통해 VC 시장에 10~50억달러 규모의 자금이 공급되고 있으며, 이는 전체 VC 투자 규모의 10~20%로 추정
- [Preqin(2017.Q1)] 2017년 1분기 전체 VC 거래건수의 14%(약 350건) 차지
- [AFME(2017.3)] 전체 VC 투자규모의 15~20%

○ 투자단계별 Venture Debt 규모는 Series A가 47.4%, Series B가 26.6%로 초기 단계에 집중

〈그림 5〉 美 Venture Debt 시장규모 추정



〈그림 6〉 투자단계별 Venture Debt 비중



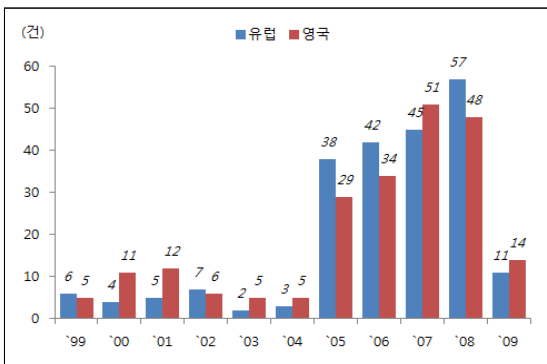
주 : 시장규모는 저자 추정(전체 VC 투자의 15%) 자료 : SVB(2018.1)
 자료 : Preqin

34) Ibrahim, D. M.(2009)에서 추정하는 시장규모(VC 투자규모의 10~20%)의 중간값인 15% 수준으로 추정

□ (유럽) 미국에 비해 시장규모는 작으나, 2003년 美 SVB(Silicon Valley Bank)의 유럽진출 이후 거래규모가 점차 증가하는 추세

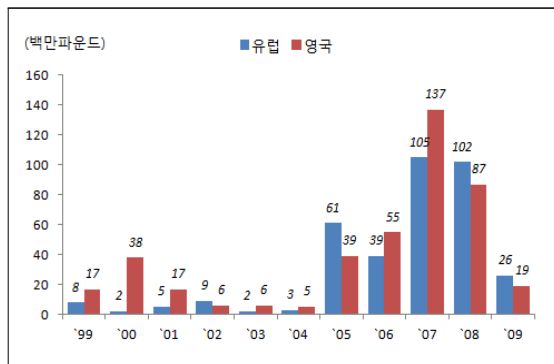
○ BVCA의 분석(2010.5)에 따르면, 유럽 내 Venture Debt 거래금액은 2005년을 기점으로 큰 폭으로 증가, 2007년 정점(약 2.42억유로)에 달하였으나, 2008년 글로벌 금융위기 이후 큰 폭으로 감소

〈그림 7〉 유럽 Venture Debt 거래건수 추이



자료 : BVCA(2010,5)

〈그림 8〉 유럽 Venture Debt 거래금액 추이

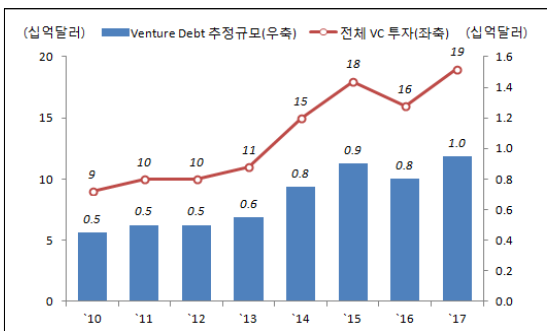


자료 : BVCA(2010,5)

○ 시장 규모는 전체 VC 투자 규모의 약 5%(2017년말 기준 약 10억달러) 수준으로 추정되며, 유럽 역시 초기 투자단계의 Venture Debt 취급비중이 높음

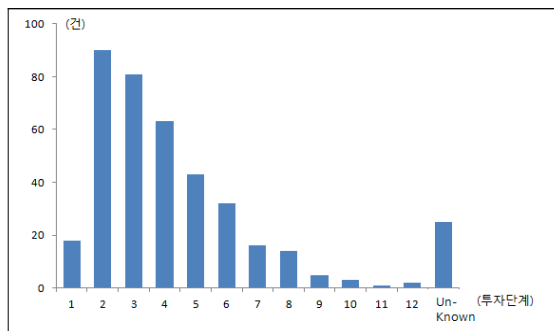
- [AFME(2017.3)] 유럽(영국 제외) : 5% / 영국 : 7~10%
- [Bruegel(2017)] 유럽(영국 포함) : 6.7%

〈그림 9〉 유럽 Venture Debt 시장규모 추정



주 : 시장규모는 저자 추정(전체 VC 투자의 5%)
자료 : KPMG

〈그림 10〉 투자단계별 Venture Debt 거래건수



자료 : BVCA(2010,5)

3. 대주(貸主, Venture Lenders) 현황

□ Venture Debt 취급기관은 크게 은행과 Venture Debt Firm(펀드 포함)으로 구분되며, 은행 비중이 전체의 50~70% 정도 차지

○ (은행) 주요 취급 은행으로는 SVB, Square 1 Bank, Comerica, Bridge Bank, City National Bank(이상 미국), Barclays Bank(유럽) 등이 있음

- 미국에서는 SVB가 약 50~60%의 시장점유율(은행 기준)을 나타내고 있으며, Square 1 Bank 및 Comerica가 각각 10~15% 수준을 차지

【Q】 VC 시장이 가장 활성화된 미국에서도 5,000여개가 넘는 상업은행 중 4~5곳 정도만이 Venture Debt를 취급하고 있는 이유는?

- Venture Debt는 하나의 금융상품일 뿐만 아니라, VC 및 스타트업과의 협력 관계가 핵심이 되는 동반자형 금융모델로도 볼 수 있음
- 은행보다는 VC의 DNA가 요구되며, 스타트업의 비즈니스 및 라이프사이클에 대한 높은 이해가 필요
- 실제로 SVB, Square 1 Bank 등은 벤처금융 전문은행으로서, 일반 개인 및 기업고객이 아닌 스타트업 및 VC, PE만을 대상으로 하고 있으며, 이들에 대해 Venture Debt 외 현금관리서비스, 외국환, PB(스타트업 창업가, VC/PE 파트너 대상) 등 전방위적인 금융서비스를 제공하며 긴밀한 협력관계를 구축

○ (Venture Debt Firm) 은행에 비해 다수의 기관이 참여하고 있으며, 주요 기관으로는 WTI, TriplePoint, Hercules(이상 미국), Columbia Lake Partners, Kreos, Harbert(이상 유럽) 등 10~20여개 기관이 있음

〈표 3〉 은행과 Venture Debt Firm 비교

구 분	은 행	Venture Debt Firm
대출금액	적음(2백만달러 내외)	많음(3백만달러 이상)
대출금리	낮음(5~8%)	높음(9~15%)
Warrant	적음(대출금의 4~5%)	많음(대출금의 8~15%)
수익 외 대출동기	예수금 확보 고객저변(VC 등) 확대	-
정부규제 강도	높음	낮음
위험회피 성향	높음	낮음
자금조달비용	낮음	높음
특약사항	많음	적음

자료 : Matejka, F(2016,6)

〈참고 2〉 아시아의 Venture Debt 시장 현황

- 아시아는 미국과 유럽에 비해 Venture Debt가 활성화되지 않은 시장으로서, 인도를 중심으로 Trifecta Capital Advisors, InnoVen Capital, Intellegrow 등 3개 기관 정도가 주요 Player로 활동 중임
 - [Trifecta Capital Advisors] 2013.8월 인도에 설립된 Venture Debt Firm
 - [InnoVen Capital] 2008년 인도에 설립된 Venture Debt Firm으로, 2015년 싱가포르의 국부펀드인 Temasek Holdings에 의해 인수
 - [Intellegrow] 2010년 인도에 설립된 Venture Debt Firm
- 싱가포르는 2016.4월 SPRING Singapore(Standards, Productivity and Innovation Board)^{주)}에서 Venture Debt Program(VDP) 출시
 - 싱가포르 3대 은행인 DBS, OCBC, UOB를 통해 지원하며, SPRING이 대출리스크의 50%를 분담

주 : 싱가포르 무역산업성(Ministry of Trade and Industry) 산하 기관으로 1996년 싱가포르 기업들의 혁신과 성장을 도모하기 위해 설립

자료 : 해외 언론보도 종합

IV. Venture Debt 취급 사례

1. SVB(미국)

□ (개요) 美 Silicon Valley 지역의 하이테크 기업과 VC, PE를 주 고객으로 금융 서비스를 제공하고 있는 벤처금융 전문은행

○ 1983년 캘리포니아에 설립되어, 1987년 나스닥 상장되었으며, 미국 상업은행(Commercial Bank) 내 자산기준 38위 규모(2016년 말 기준)

○ 사실상 Venture Debt의 시초로서, 미국 Venture Debt 시장(은행)의 절반 이상을 점유

〈표 4〉 주요 재무 및 영업현황

(단위 : 백만달러, %)

구분	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
총이익	908	953	1,370	1,429	1,479	1,608	1,978
순이익	172	175	215	264	344	383	491
총자산	19,969	22,766	26,417	39,345	44,687	44,684	51,214
ROE	11.87	10.09	11.13	10.46	11.18	10.90	12.38
Tier 1 비율	12.62	12.79	11.94	12.91	12.83	13.26	12.97

자료 : SVB 연차보고서

□ (대출조건) 초기(Early Stage) 스타트업에 대한 대출금액은 건별로 2~4백만달러(약 20~40억원) 수준이며, 약 9%대의 금리를 수취

○ 대출기간은 2년, 상환방식은 매월 분할상환이 일반적

○ 투자성과가 높고 SVB와 유대관계가 높은 VC가 투자한 스타트업에 대해서는 우대금리를 적용

○ Warrant 부여 여부는 계약건별로 상이

□ (대출심사) Venture Debt 취급과 관련된 SVB의 핵심 경쟁력은 VC와의 긴밀한 협력관계 및 VC 관리 노하우

- 최근 미국에도 SVB의 사업모델을 추진하려는 은행들이 있으나, 30여년에 걸쳐 VC와 견고하고 광범위한 협업관계를 형성해 온 SVB를 모방하기 쉽지 않을 것으로 평가
- SVB의 Venture Debt는 스타트업의 사업모델이 아닌 VC에 대한 이해를 바탕으로 대출 의사를 결정하는 방식으로서, 신용평가, 기술평가 등 복잡한 심사절차가 없어 빠른 의사결정이 가능
 - 2백만달러 이하의 대출은 48시간 내 의사결정
 - 모든 지원역량이 Tech 기업에 집중되어 있음에도 불구하고, 별도의 기술평가 전문가를 보유하지 않음(VC 등 외부 기관투자자에게 의존)
 - SVB는 Venture Debt 심사시 VC의 평판과 스타트업의 Cash Runway 등을 중점적으로 심사

□ (예수금 조달) VC 투자 직후의 풍부한 현금유동성을 보유한 스타트업들을 통해 초저비용의 예수금을 조달(Silicon Valley 지역 내 예수금 규모 1위)

- 예수금의 80% 이상이 무이자예금(Noninterest-bearing Demand Deposit)으로 구성
(美 상업은행 평균: 26.6%)

2. Square 1 Bank(미국)

□ (개요) SVB와 마찬가지로 미국에서 스타트업 및 VC, PE를 주 고객으로 사업을 영위하고 있는 벤처금융 전문은행

- 2005년 설립되어 2014년에 나스닥 상장되었으며, 2015년에 Pacific Western Bank에 인수되었으나, 현재 독립적으로 운영

〈표 5〉 주요 재무 및 영업현황

(단위 : 백만달러, %)

구분	2010	2011	2012	2013	2014
총이익	28	63	82	102	129
순이익	△12	6	16	24	35
총자산	1,582	1,644	1,801	2,324	3,096
ROE	△13.22	5.01	10.94	13.03	14.25
Tier 1 비율	15.03	13.65	13.40	11.82	13.48

자료 : ORBIS

□ (대출조건) 기업 성장단계별로 대출금액 등의 조건을 차등하여 적용

- (대출금액) 2~10백만달러(통상 만기 2~3년의 Term Loan)
- (대출금리) 우량기업의 경우 4.5~5%
- (Warrant) 대출금액의 1~2%
- (대출대상) Series A, B 단계의 고객이 전체 취급금액의 80% 수준

〈표 6〉 기업 성장단계별 대출금액

Stage	Series	대출금액
Early Stage	A-B	1~2백만달러(최근 투자유치 금액의 25~50%)
Expansion Stage	C-D	7.5백만달러 이상
Later Stage	E+	현금흐름 및 담보에 기반하여 결정

자료 : Square 1 Bank

- (리스크 관리) Square 1 Bank의 고객 중 Series A에서 Series B로 성공적으로 이행하는 비중은 90~95%에 달하며, NPL 비율은 약 1% 수준에 불과

3. WTI(Western Technology Investment, 미국)

□ 은행을 제외한 Venture Debt Firm 가운데 美 시장점유율 1위 기관

- 1980년에 설립, 현재까지 15개 펀드를 조성하여 약 1,000여개가 넘는 스타트업에 30억 달러 이상을 투자
 - Facebook, Google 등에도 투자한 실적 보유
- 일반 VC와 마찬가지로 LP를 통해 자금을 조달하며, 투자방식 중 Venture Debt와 Equity 비율은 약 9:1
 - 대출은 상환 이후 재대출이 가능하여 통상 펀드 규모의 3배를 대출로 집행
 - 펀드 만기 10년의 경우, Venture Debt의 만기는 3~4년
- WTI의 주요 대출조건은 다음과 같음
 - (대출금액) 0.3~25백만달러(평균 대출금액은 3~4백만달러)
 - (대출기간) 일반적으로 3년(거치기간 6개월)
 - (대출금리) 10%대 초반
 - (Warrant) 대출금액의 5~12%
 - (대출대상) Seed 단계부터 Pre-IPO 단계까지 광범위하게 대출 취급
 - (기타) 해당 스타트업의 후속투자 유치시 WTI의 우선참여권 부여

□ Top-tier VC에 의존하는 은행과 달리, 스타트업에 대한 자체적인 심사 역량 및 노하우 보유

- 시장 기회, 기술경쟁력, 경영자 자질, 성장(Scale-up) 능력 등을 심사

<참고 3>

Venture Debt 취급 사례(예시)

□ 사례 1 : Venture Term Loan

- 대주(貸主) : SVB, Oxford Finance
- 차주(借主) : Puma Biotechnology, Inc.
- 취급시기 : 2017.10월

- 대출금액 : 100백만달러(Term Loan)
 - ① Tranche A : 50백만달러
 - ② Tranche B : 50백만달러(특정 마일스톤(milestone) 달성 시 차주에게 이용권리 부여)
- 대출금리 : US Prime + 3.5%
- 대출기간 : 5년(거치기간: 2년)
- 대출용도 : 운전자본 및 경상운영비
- 수수료
 - ① Facility Fee : 75만달러
 - ② Arrangement Fee : 75만달러
 - ③ Back-end Fee : 대출금액의 7.5%
 - ④ Prepayment Fee : 1.0~2.0%
- Default Rate(부도사유 발생 시 가산금리) : 5.0%
- 담보 : IP를 제외한 모든 자산 및 자회사(Puma Biotechnology, Ltd.) 주식 65%
- Warrant : 본건의 경우 Warrant를 부여하지 않음
- 재무적 특약사항
 - ① 이사회가 승인한 FY2017년 추정 매출액의 70% 이상 달성
 - ② 이사회가 승인한 FY2018년 추정 매출액의 50% 이상 달성
 - ③ 이사회가 승인한 FY2019년 추정 매출액의 50% 이상 달성

□ 사례 2 : Revolving Credit Line

- 대주(貸主) : SVB
- 차주(借主) : Medical Transcription Billing, Corp
- 취급시기 : 2017.10월
- 대출금액 : 5백만달러
- 대출금리 : US Prime + 1.75%
- 대출기간 : 3년
- 대출용도 : 타행 대환(50만달러) + 운전자본 및 경상운영비
- 수수료
 - ① Commitment Fee : 5만달러
 - ② Anniversary Fee : 5만달러(매년 계약일에 수취)
 - ③ Termination Fee : 대출금액의 1.0%
 - ④ Unused Revolving Line Facility Fee : 한도 미사용 평잔 × 0.50%
- Default Rate(부도사유 발생 시 가산금리) : 5.0%
- 담보 : IP를 제외한 모든 자산
- Warrant
 - 인수가능 주식수 : 보통주 125,000주(예정)
 - 행사가격 : 계약에서 정함(계약 당시 특정 거래일 동안의 가중산술평균주가를 이용)
 - 행사기간 : 5년
- 재무적 특약사항
 - ① Liquidity Ratio : 매월 말 기준 1.0 이상
 - ② Adjusted EBITDA(최근 3개월 기준)
 - * '17.8월말·9월말·10월말·11월말 : 1달러 이상
 - * '17.12월말, '18.1월말·2월말·3월말·4월말·5월말 : 25만달러 이상
 - * '18.6월말 이후 : 50만달러 이상

V. 시사점

□ Venture Debt는 스타트업에 특화된 은행 대출상품이라는 점에서 참고할 만한 금융 상품 사례이나, 일반 상업은행이 도입하기에는 현실적인 한계가 존재

○ Venture Debt는 은행 대출과 스타트업이라는 통상적으로 잘 어울리지 않는 기존의 틀을 탈피하여, 은행과 스타트업의 윈-윈(Win-Win)을 도모할 수 있는 금융상품이라고 할 수 있음

- 스타트업은 기존 주주의 지분희석을 최소화하면서도 기업 성장단계에 안정적으로 대응할 수 있는 자금의 확보가 가능하며, 또한 Venture Debt 활용 시 자본투자 등에 비해 자금운용의 유연성도 높일 수 있음
- 은행은 스타트업이 가지는 높은 리스크를 경감하면서도 수익성을 추구할 수 있으며, 풍부한 유동성을 보유한 스타트업을 예수금 고객으로 유치할 수 있는 장점이 있음
- 한편, VC/PE 역시 추가 투자비용을 낮추면서 기 투자한 스타트업의 안정적인 성장을 도모할 수 있는 바, Venture Debt는 스타트업과 은행, VC/PE 등 3자간의 상생구조 형성이 가능한 상품이라고 할 수 있음

○ 다만, Venture Debt의 시초인 미국에서도 5,000여개가 넘는 상업은행 가운데 Venture Debt를 취급하는 은행은 4~5개 정도에 불과하며, 유럽에서 역시 Barclays Bank 등 극소수인 상황

- Venture Debt는 하나의 금융상품일 뿐만 아니라, VC 및 스타트업과의 협력관계가 핵심이 되는 동반자형 금융모델로 볼 수 있으며, VC의 DNA와 함께 스타트업의 비즈니스 및 라이프사이클 등에 대한 높은 이해가 요구
- Venture Debt를 취급하는 은행들은 대부분 벤처기업에 특화된 벤처금융 전문은행으로서, 오랜 업력 등을 토대로 벤처업계와의 긴밀한 협력관계를 구축하고 있으며, 스타트업에 대한 높은 이해와 VC 관리 노하우 등을 보유
- 이와 같은 특유의 경쟁력과 노하우를 보유하지 못한 일반 상업은행으로서는, Venture Debt와 같은 금융모델을 단기간에 특정 상품 또는 사업의 형태로 도입하기에는 현실적으로 한계가 존재

□ 특히, 국내에서는 법률적인 제약과 벤처시장의 여건 차이 등으로 인해 Venture Debt 상품의 단기간 내 도입은 어려울 것으로 예상

- 일반적인 Venture Debt에서와 같이, 스타트업의 높은 리스크를 경감하기 위해 은행이 행사기간이 대출만기를 초과하는 Warrant를 취득할 수 있는 지에 대한 법적인 근거가 취약
 - 현행 국내 법체계는 유가증권 법정주의를 채택하고 있으나, 현행법상 Warrant는 별도의 유가증권으로 인정되지 않고 있음
 - 또한, 현행법이 Warrant의 일종으로 볼 수 있는 개별적 제도로서 신주인수권부사채, 전환사채 등에 대한 특별 규정을 둬으로써 그 부여 또는 발행을 허용하고 있는 점에 비추어 볼 때에도 Warrant 발행은 어려운 것으로 판단
 - Warrant는 스타트업의 높은 리스크를 완화함으로써 은행이 이들에게 보다 낮은 금리로 대출을 제공하기 위한 Venture Debt의 핵심 구성요소로서, 이를 대체할 수 있는 다른 수단이 매우 제한적
- 또한, 미국 등 해외 벤처시장과 국내 시장의 제반 여건 차이를 고려할 때, 국내 은행이 Venture Debt 상품을 그대로 도입하기는 어려운 상황
 - 미국에서 VC는 충분한 자금력과 경영 노하우 등을 바탕으로 벤처시장에서 높은 위상을 차지하고 있어, 은행의 Venture Debt 심사에서 해당 스타트업에 기 투자한 VC의 평판과 위상이 중요한 기준이 되고 있음
 - 반면, 국내 VC는 벤처시장에서 미국 VC에 필적하는 자금력과 노하우, 위상 등을 보유하고 있지 못함에 따라, 스타트업 대출심사에 있어 기 투자 VC와 관련된 사항은 미국 사례에서와 같은 중요성을 가지지 못하는 실정
 - 아울러, VC의 후속투자 관련 불확실성, 투자자금의 대출금 상환 사용에 대한 부정적 인식, 낮은 기대금리 수준 등 상이한 시장여건도 도입의 장애요인으로 작용

□ Venture Debt는 은행과 벤처업계의 상생을 기반으로 스타트업 육성을 도모할 수 있는 금융상품이라는 점에서 시사하는 바가 있는 사례임

- 다만, 국내 도입을 위해서는 현행법상의 제약을 해소함과 동시에 국내 벤처시장의 여건이 보다 성숙될 필요가 있으며, 이는 단기간에 해결되기 어려운 장기적 과제라고 할 수 있음
 - Venture Debt의 도입 여건을 조성하기 위해, 단기적으로 현행법상 가능한 신주인수권 부사채 등을 활용, Venture Debt와 유사한 금융상품 구조를 만들어 시범적으로 운용하는 방안을 고려
 - 또한, 은행은 벤처업계와의 지속적인 협업을 통해 긴밀한 협력관계를 형성함으로써 Venture Debt 취급을 위한 기반을 구축하고, 투자자금의 대출금 상환 사용에 대한 공감대 확보 등 Venture Debt에 대한 인식의 개선에도 노력할 필요

참고문헌

- Bowman, R., and S. Spazek(Mar. 15, 2012), “Best Practices for Sourcing Venture Debt : How to Create Parity and Foster Competition for your Deal”, Capital Advisors Group
- BVCA(May 2010), “The Rise of Venture Debt in Europe”
- Durufié, G., T. Hellmann, and K. Wilson(2017), “From Start-up to Scale-up : Examining Public Policies for the Financing of High-growth Ventures”, Bruegel
- Erhart, A., D. Erhart, and V. Garg(2016), “Smart Financing : The Value of Venture Debt Explained”, Trinity Capital Investment
- Feinstein, B.(Aug. 7, 2015), “Ten Questions Every Founder Should Ask Before Raising Venture Debt”, Bessemer Venture Partners
- Gordan, P.(2012), “Venture Debt : A Capital Idea for Startups”, Kauffman Fellows Report, Vol.4, Kauffman Fellows
- Ibrahim, D. M.(2009), “Debt as Venture Capital”, Legal Studies Research Paper, No.1081, University of Wisconsin
- Leader Ventures, “Venture Debt Overview”, <http://www.leaderventures.com> (accessed Feb. 12, 2018)
- Mansfield, Z.(Aug. 20, 2013), “Understanding Venture Debt”, Square 1 Bank
- _____ (Sep. 5, 2013), “Venture Debt : Banks and Funds”, Square 1 Bank
- _____ (Sep. 18, 2013), “Venture Debt : The Implicit Contract Between Lenders and VCs”, Square 1 Bank
- Matejka, F.(June 2016), “Venture Debt Financing for Start-up Companies”, Tilburg University
- Nanda, R., W. A. Sahlman, and N. Keller(Nov. 4, 2016), “Western Technology Investment”, Harvard Business School
- OECD(2015), “IP-Based Financing of Innovative Firms”
- PitchBook & NVCA(2017), “Venture Monitor 4Q 2017”
- Ridgley, D.(Jan. 16, 2018), “Credit Insight : The Ins and Outs of Raising Venture Debt”, SVB
- Rogers, J.(Apr. 27, 2011), “Venture Debt Industry Overview”, Equity Research Industry Report, Janney Capital Markets
- Simpson, A.(Mar. 20, 2017), “European Commission Roundtable on SME Access to Finance”, AFME
- The Recorder(Jun. 22, 2011), “When Venture Funding is Debt, Not Equity”
- Weyer, A.(Feb. 24, 2014), “Typical Venture Debt Terms”, Square 1 Bank