

배경

본 서베이는 2012 년 2 분기에 자금을 조달한 115 개의 실리콘밸리 회사들에 대한 벤처 캐피털의 투자 조건을 분석한 것임

Fenwick & West 분석 결과의 개요

- 2012 년 2 분기에 up round(신규 투자의 주당 가격이 직전 투자시의 주당 가격에 비해 상승한 경우)의 비중이 74%로 down round(신규 투자의 주당 가격이 직전 투자시의 주당 가격에 비해 하락한 경우)의 비중인 11%보다 컸음. Flat round(신규 투자의 주당 가격이 직전 투자시의 주당 가격과 동일한 경우)의 비중은 15%였음. 이는 2007 년 이후로 가장 좋은 실적이며, 참고로 2012 년 1 분기의 경우 up round 가 65%, down round 가 22%였음. Series B 라운드의 경우 특히 격차가 컸음. 비록 최근 3 분기 연속하여 series B 라운드의 비중이 감소하였고, 이는 회사들이 series B 투자를 유치하는데 어려움을 겪고 있음을 보여주는 것이긴 하지만, series B 투자 유치에 성공한 회사들은 상당한 정도의 밸류에이션 상승으로 보상을 받고 있음. 이번 분기까지 포함하여 12 분기 연속 up round 의 비중이 down round 의 비중을 능가하였음.
- Fenwick & West Venture Capital Barometer™ 에 따르면 2012 년 2 분기에 이루어진 투자의 주당 가격은 직전 투자시의 주당 가격보다 평균 99% 상승하였으며, 이는 2012 년 1 분기의 평균 52% 상승에 비해 증가한 것이고, 2004 년부터 Barometer 를 산출한 이래 가장 높은 수치임. 다만, 이번 서베이에는 주당 가격이 1000% (10 배) 이상 상승한 2 건의 투자(인터넷 산업 1 건과 소프트웨어 산업 1 건)가 포함되어 있는데, 만약 이 2 건을 제외할 경우 Barometer 결과는 70% 상승임. 주당 가격 상승폭의 중간치는 2012 년 2 분기의 경우 30%임.
- 산업별 결과는 아래에 상술되어 있음. 인터넷/디지털 미디어와 소프트웨어가 각각 248%와 123% 의 Barometer 상승으로 월등히 강세를 보였음 (위에서 언급한 10 배 이상 상승한 2 건을 제외할 경우 각각 176%와 86% 상승). 인터넷/디지털 미디어와 소프트웨어 분야에서의 주당 가격 상승폭 중간치는 각각 105%와 56%임. 클린테크와 생명과학 분야는 상당한 격차로 약세를 보임.

기타 산업별 분석의 개요

- 소프트웨어와 인터넷/디지털 미디어 산업에 대한 벤처 투자는 2012 년 1 분기보다 2 분기에 증가하였으나, 클린테크와 생명과학 분야는 감소하였음. 전체적인 벤처 투자는 2011 년에 비해 현재까지 다소 저조한 상황임.
- M&A 는 2012 년 1 분기보다 2 분기에 다소 증가하였으나, 금액 기준으로 2012 년은 대체적으로 2011 년 수준에서 머물고 있음.
- IPO 수는 2012 년 1 분기보다 2 분기에 하락하였으나, 금액은 Facebook 상장 덕분에 증가하였음. 2012 년 현재까지는 2011 년에 비해 성적이 좋은 편임.
- 벤처 펀드 조성 금액은 2012 년 1 분기보다 2 분기에 증가하였으나, 투자를 유치한 펀드 수는 감소하였음. 펀드조성 금액 기준으로는 현재까지 2011 년 수준을 상회하고 있음.

벤처 환경은 계속해서 소프트웨어 및 인터넷/디지털 미디어 분야가 강세를 보이는 반면 생명과학과 클린테크 분야는 이에 뒤쳐지는 대조 현상을 보이고 있음. 벤처 투자, M&A 및 IPO 는 모두 2007 년 금융산업 위기 이전의 수준을 회복하였으나, 벤처 펀드의 조성은 여전히 2007 년 이전 수준보다 많이 저조함.

한편, 벤처 자금이 점점 더 적은 숫자의 펀드로 집중되고 있는 현상이 가져올 영향에 대해서는 계속 지켜볼 필요가 있음. 물론 이러한 현상의 배경에는 충분히 이해할 만한 이유가 있긴 하지만 (우수한 실적을 내는 매니저들에게 자금이 몰리는점, early stage 벤처 회사들이 글로벌 네트워크를 가진 벤처캐피털로부터 투자를 받을 경우 조기에 사업을 국제적으로 확장할 수 있는 이점이 있는 점 등), 자금의 집중이 강화될 경우 회사들로서는 점점 더 선택의 폭이 좁아질 수 있음. 다만, 아래에서 언급되는 슈퍼 엔젤 투자자 및 마이크로 벤처캐피털의 성장, 그리고 일부 대형 벤처 펀드가 계속해서 소액의 투자를 하겠다고 선언하는 점 등은 이러한 영향을 상쇄시킬 수도 있을 것임.

• 벤처캐피털 투자

Dow Jones VentureSource ("VentureSource")에 따르면, 2012 년 2 분기에 미국 기반 회사들은 863 건의 벤처 딜을 통해 81 억 달러를 조달한 것으로 보고되었음. 이는 2012 년 4 월에 보고된 2012 년 1 분기의 717 건 62 억 달러에 비해 건수로 20% 증가, 금액으로 31% 증가한 것임. 다만 2012 년 상반기 전체로는 2011 년 상반기에 비해 다소 저조한 실적임. 2012 년 2 분기에는 전체 벤처 자금의 절반 이상이 캘리포니아에 투자되었고, 그 중에서도 북부 캘리포니아에 전체 벤처 자금의 42%가 투자되었음.

이와 유사하게 Thomson Reuters 데이터에 기초한 PwC/NVCA MoneyTree™ Report ("MoneyTree Report")에 따르면, 2012 년 2 분기에 898 건 70 억 달러의 벤처 투자가 이루어졌고, 이는 2012 년 4 월에 보고된 2012 년 1 분기의 758 건 58 억 달러에 비해 건수로 18% 증가, 금액으로 21% 증가한 것임. MoneyTree 에 따르면 소프트웨어와 인터넷 분야가 특히 강세였고, 생명과학 분야는 약세였음.

- **M&A**

Dow Jones 에 따르면 2012 년 2 분기에 벤처 자금의 투자를 받은 회사들이 인수된 거래의 규모는 건수로 110 건, 금액으로 136 억 달러로서, 이는 2012 년 1 분기의 98 건 127 억 달러에 비해 건수로 12%, 금액으로 7% 각각 증가한 것임 (2012 년 1 분기 수치는 2012 년 7 월에 보고된 수치 기준이며, 2012 년 4 월에 최초 보고된 수치는 이후 상당히 수정되었기 때문에 사용하지 않음). 이번 분기의 최대 규모 거래는 Facebook 이 10 억 달러에 Instagram 을 인수한 건임.

Thomson Reuters 및 NVCA ("Thomson/NVCA")에 따르면 2012 년 2 분기에 102 건의 거래가 있었고, 이는 2012 년 4 월에 보고된 2012 년 1 분기의 86 건에 비해 19% 증가한 것임. 이 중에서 IT 회사들이 전체 102 건 중 77 건으로 대부분을 차지했음.

- **IPO**

VentureSource 에 따르면 2012 년 2 분기에 벤처 피투자 회사의 주식공개는 11 건으로 이를 통해 총 77 억 달러 (그 중 Facebook 이 68 억 달러)를 조달하였으며, 참고로 2012 년 4 월 보고 기준 2012 년 1 분기 결과는 20 건 14 억 달러였음. 주식공개한 회사의 72%가 실리콘밸리에 기반을 두고 있으며, 2012 년 1 분기의 수치는 35%였음.

한편, Thomson/NVCA 에 따르면 2012 년 2 분기에 11 건의 주식공개로 171 억 달러가 조달되었으며 (그 중 158 억 달러가 Facebook), 2012 년 1 분기에는 19 건 15 억 달러였음 (Thomson/NVCA 는 기존 주주가 매각하는 주식도 주식공개 금액에 포함한 반면, VentureSource 는 그렇지 않은 것으로 보임). 11 건 중 9 건이 IT 회사이고, 전부 미국 기반 회사임.

- **벤처 캐피탈 펀드 조성**

Dow Jones 에 따르면 2012 년 상반기에 82 개의 미국 벤처캐피탈 펀드가 130 억 달러를 조성하였고, 이는 금액 기준 2011 년 상반기 대비 31% 증가한 것임.

Thomson/NVCA 에 따르면 2012 년 2 분기에 38 개의 미국 벤처캐피탈 펀드가 59 억 달러를 조성하였고, 이는 2012 년 4 월에 보고된 2012 년 1 분기의 42 개 펀드 49 억 달러 조성에 비해 약정금액 기준 20% 증가, 펀드 수 기준 10% 감소된 것임. 상위 5 개 펀드가 이번 분기 펀드조성 금액의 거의 80%를 차지하였음. NVCA 의 대표 Mark Heesen 은 이처럼 더 적은 숫자의 펀드로 자금이 집중됨에 따라 벤처 투자를 유치하려는 기업가들에게는 물론이고 벤처캐피탈에 투자 하려는 LP 들에게도 선택 가능한 벤처 펀드의 폭이 줄어들게 되었다는 견해를 밝힘.

벤처캐피탈의 기존 투자자들 중 일부도 우량 펀드에 투자할 수 없다면 아예 벤처에 대한 투자 비중 자체를 줄이겠다는 움직임을 보이고 있음. 예를 들어, Mercury News 에 따르면 CalPERS 는 벤처 투자에 따른

수익이 저조함에 따라 벤처펀드 투자 약정 비중을 private equity 포트폴리오의 6%에서 1%까지 줄일 가능성이 크다고 함. Kauffman Foundation 역시 유사한 계획을 시사한 바 있음 (아래의 "Kauffman Foundation Venture Capital Report" 참조).

2012년 2분기의 벤처 캐피털 펀드 조성 금액은 같은 기간 벤처 캐피털이 회사들에 투자한 금액보다 다시금 적은 금액을 기록함.

SBA(Small Business Administration)는 지난 8년간의 벤처 지원 공백기를 끝내고 최근 들어 1백 내지 4백만 달러의 투자를 받으려는 회사들이 early stage 벤처 캐피털로부터 투자를 더 용이하게 받을 수 있도록 할 목적으로 향후 5년간 10억 달러를 할당했음. Early stage 벤처 펀드들은 사적으로 조성 가능한 금액과 동일한 금액을 SBA로부터 차입할 수 있음.

• 2차 거래 (Secondary Trading: 비상장 회사의 구주 유통 거래)

2011년 2차 거래의 규모는 100억 달러로 추산되었음. Venture Capital Journal 에 따르면 그 중 80%의 거래는 2차 거래시장(secondary exchanges)을 통하지 않고 직접적인 일대일 협상을 통해 이루어졌으며, late stage 회사의 신규 발행 중 절반이 2차 거래의 요소를 포함하였는바 이는 5년전보다 금액 기준으로 3배에 달하는 것임.

2차 거래시장들은 2011년 양호한 한 해를 보냈다고 할 수 있음. Second Market 은 5억 5천 8백만 달러 규모의 거래를, 그리고 SharesPost 는 6억 2천 5백만 달러 규모의 거래를 각각 기록했음. 하지만 Zynga, LinkedIn, GroupOn 그리고 Facebook 마저 주식공개를 한 상황에서 그 공백을 그 밖의 벤처 피투자 회사들의 2차 거래만으로 2012년에 메울 수 있을지는 의문임. 일부 거래시장들은 이에 대응하여 적극적으로 late stage 회사들을 접촉하여 해당 회사의 직원들 및 초기 투자자들이 거래시장에 참여하는 투자자들을 통해 현금화를 할 수 있도록 노력하고 있음.

대체적으로 late stage 회사들은 예전보다 2차 거래를 더 편안하게 받아들이고 있으며, 점점 더 이러한 협상을 통한 거래를 선호하는 추세임. 왜냐하면 2차 거래에서는 투자자들에게 제공하는 정보의 비밀성을 유지할 수 있고, 매수인이 누구인지를 알 수 있으며, 원한다면 신규 발행과도 결합시킬 수 있기 때문임.

• 창립 투자 (Seed Investment)

비록 seed stage 회사들의 가치평가에 버블의 요소가 증가하고 있다는 우려는 계속되고 있지만, 액셀러레이터/인큐베이터 모델의 사용은 확대되고 있는 추세임. 스위스, 덴마크, 이스라엘 및 독일의 창업자들을 주요 대상으로 한 액셀러레이터들이 실리콘 벨리에 최근 설립되었거나 설립되고 있는 과정임. 또한 Venture Wire 에 따르면, Yuri Milner, SV Angel 및 Andreessen Horowitz 의 뒤를 이어서 General Catalyst Partners 가 Start Fund 에 참여하였음. Start Fund 는 Y Combinator 의 각 회사마다 15만 달러까지 대여해 주는 펀드임.

2012년 2 분기에 가장 활동적이었던 벤처 캐피털은 500 Startups 및 그 다음으로 First Round Capital (NEA 와 공동 2 위임)로서, 모두 seed 투자 회사임 (출처: VentureSource)

그리고 흥미로운 사실은, 상당수의 수퍼 앤젤/마이크로 벤처캐피털들이 더 많은 규모의 펀드를 조성하거나 LP(limited partner)들을 받으려고 한다는 점임. 만약 이러한 노력이 성공을 거둔다면 벤처 캐피털 숫자가 감소하는 추세에 대한 대안으로 작용할 수도 있을 것임 (출처: Venture Capital Journal).

• Kauffman Foundation 의 벤처 캐피털 보고서

2012년 5월 명망있는 Kauffman Foundation 이 보고서를 발간하였는데, 그 취지는 지난 20년간 100여개의 펀드에 벤처 투자를 한 자신들의 경험과 역사에 비추어 볼 때 "limited partnership 투자 모델은 더 이상 유지될 수 없다"는 것임. 위 보고서는 대부분의 벤처 펀드 수익이 저조한 점, 펀드 매니저들이 운용수수료(management fee)를 더 많이 받기 위해서 펀드의 규모를 키우려는 인센티브를 가지는 점, 벤처 펀드의 수명이 점차 증가하는 점, 그리고 펀드 매니저들이 개인적으로 투자하는 금액은 상대적으로 적은 점 등을 그 결론의 근거로서 제시함. 위 보고서는 limited partner 들이 LP 와 GP 간 이해의 일치, 투명성 증대, 그리고 더 유리한 지배구조 조항을 요구해야 한다고 조언함.

Kauffman Foundation 은 향후 벤처 투자 대상을 4억 달러 미만의 펀드로서 유사한 상장 증권 인덱스보다 역사적 실적이 우수하고 (Kauffmann 은 이러한 분석 방식이 IRR, top quartile, vintage year, gross return 방식보다 더 적절하다고 봄) GP 들이 최소한 펀드의 5% 이상을 출자하는 펀드로 집중시킬 계획임을 시사함. 또한 Kauffman Foundation 은 앞으로 직접 투자 비중을 늘리고 벤처 캐피털 투자에 할당해 왔던 자금 중의 일부를 상장 증권 투자에 사용할 계획이라고 밝히면서, 그 이유로는 이러한 투자 자금을 제공할 만큼 건실한 벤처 캐피털이 충분하지 않기 때문이라고 함.

그 외에도 Kauffman 보고서에 담긴 권장 사항들로는 (i) 운용수수료를 운용 펀드의 일정 퍼센트로 하기 보다는 예산에 기초하여 정할 것, (ii) 벤처 캐피털이 이익의 일부를 받아가기 전에 먼저 투자자들이 투자 원금 및 약정 수익을 받아가도록 할 것, 그리고 (iii) 개별 벤처 캐피털의 인센티브를 더 잘 이해할 수 있도록 벤처 캐피털 매니지먼트 회사의 구조에 대한 투명성이 증대되어야 할 것 등임.

• 벤처 캐피털 수익

Cambridge Associates 에 따르면 벤처 캐피털 인덱스의 가치가 2012년 1 분기에 4.7% 증가했다고 하며 (2012년 2 분기 정보는 아직 공개되지 않음), 같은 기간에 Nasdaq 은 18.7% 증가했음. 다만, 2012년 3월 31일 기준 과거 12개월 동안 벤처 캐피털 인덱스는 12.8% 상승하여 11.2% 상승한 Nasdaq 을 약간 상회했음. 참고로 Cambridge 벤처 인덱스는 수수료, 비용 및 성과 보수(carried interest)를 공제한 결과임.

2012년 3월 31일 기준 과거 10년간 Cambridge 벤처 캐피털 인덱스는 4.4% 상승한 반면, Nasdaq 은 5.30% 상승하였음.

- **벤처 캐피털 산업의 정서적 동향**

University of San Francisco 의 Mark Cannice 교수가 산출하는 Silicon Valley Venture Capitalist Confidence Index® 에 따르면, 2012 년 2 분기에 실리콘 밸리 벤처 캐피털리스트들의 신뢰 지수는 5 점 기준 3.47 점으로 나왔으며, 이는 2012 년 1 분기의 3.79 점보다 떨어진 것임. 신뢰 지수 하락의 주된 원인은 거시적 환경 요인(세계 경제, 생명 과학에 대한 규제 등)에 기한 것이었으며, 기업 환경 자체만 놓고 보면 여전히 양호하다는 것이 일반적인 의견임.

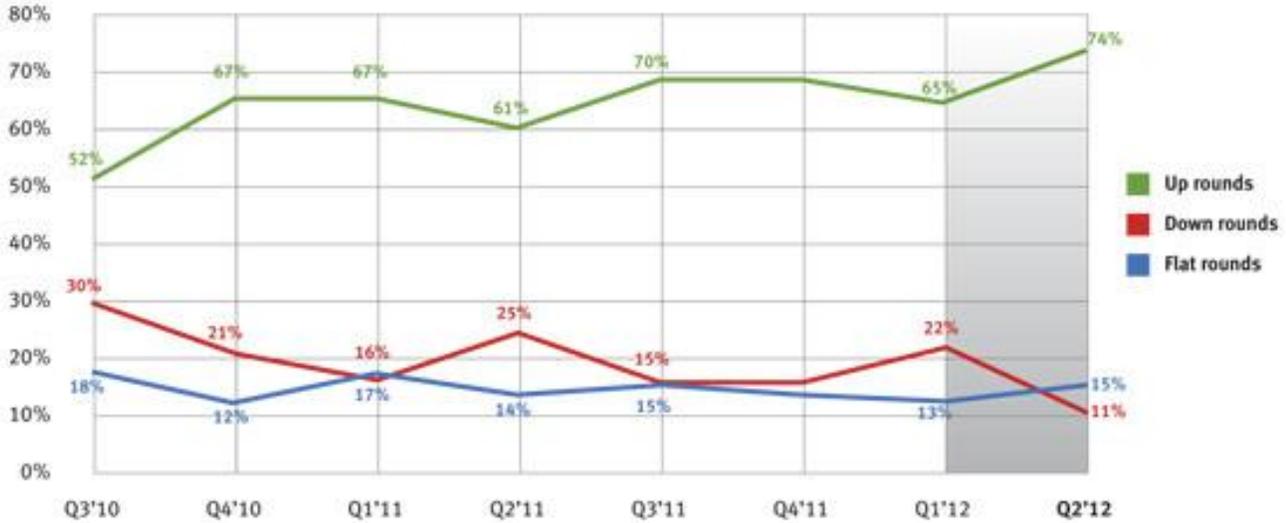
Deloitte/NVCA Global Confidence Survey 에 따르면, 전세계의 벤처 캐피털리스트들이 가장 전망이 밝을 것으로 하는 신뢰하는 분야는 클라우드 컴퓨팅, 소프트웨어, 뉴 미디어, 헬스케어 IT 및 소비재 산업이었으며 (신뢰 순위가 높은 것에서 낮은 것 순서임), 전망에 대한 신뢰도가 낮은 분야는 의료 기기, 금융 서비스, 바이오 제약, 클린테크, 통신 및 반도체 산업이었음 (신뢰 순위가 높은 것에서 낮은 것 순서임).

- **Nasdaq**

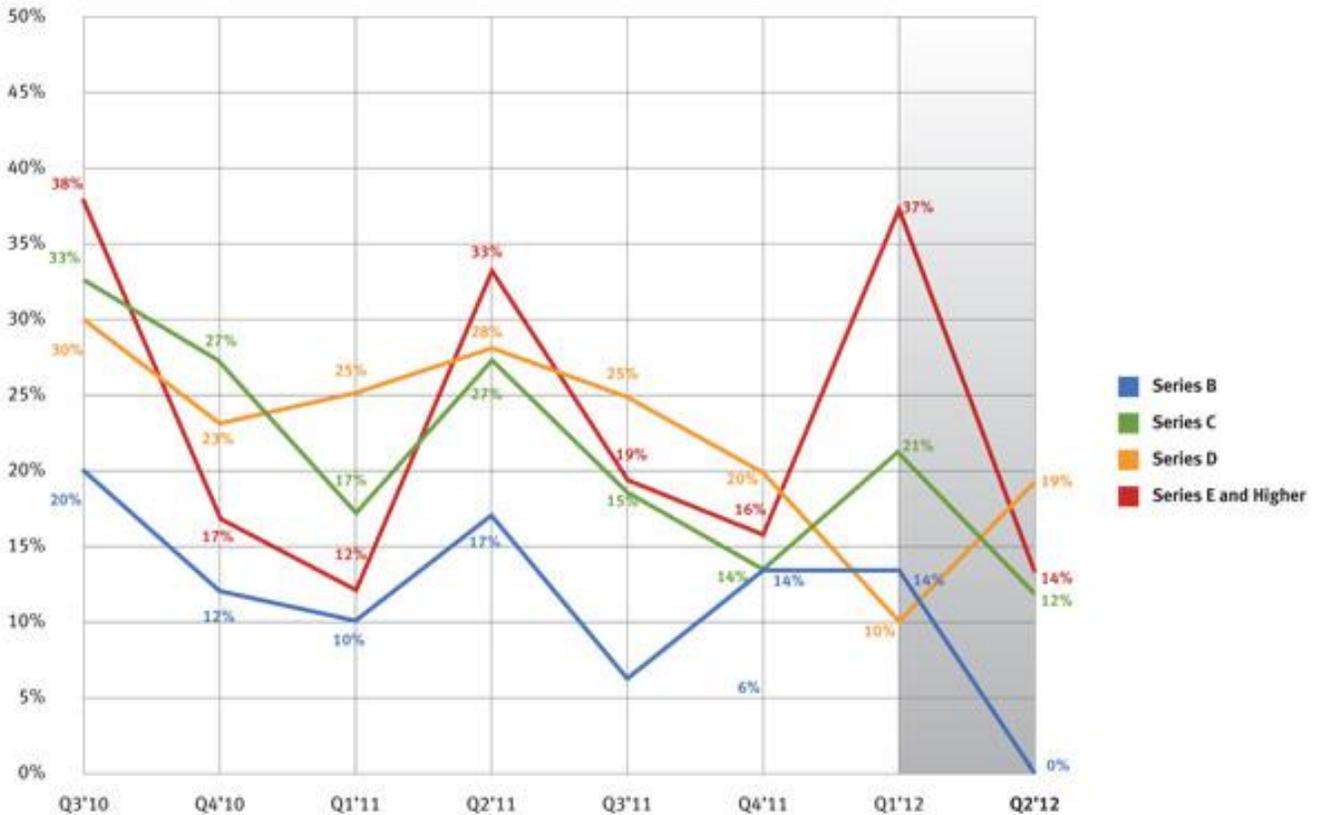
Nasdaq 은 2012 년 2 분기에 4.9% 감소했으나, 3 분기에 2012 년 8 월 10 일까지는 2.8% 상승했음.

Fenwick & West 밸류에이션 데이터

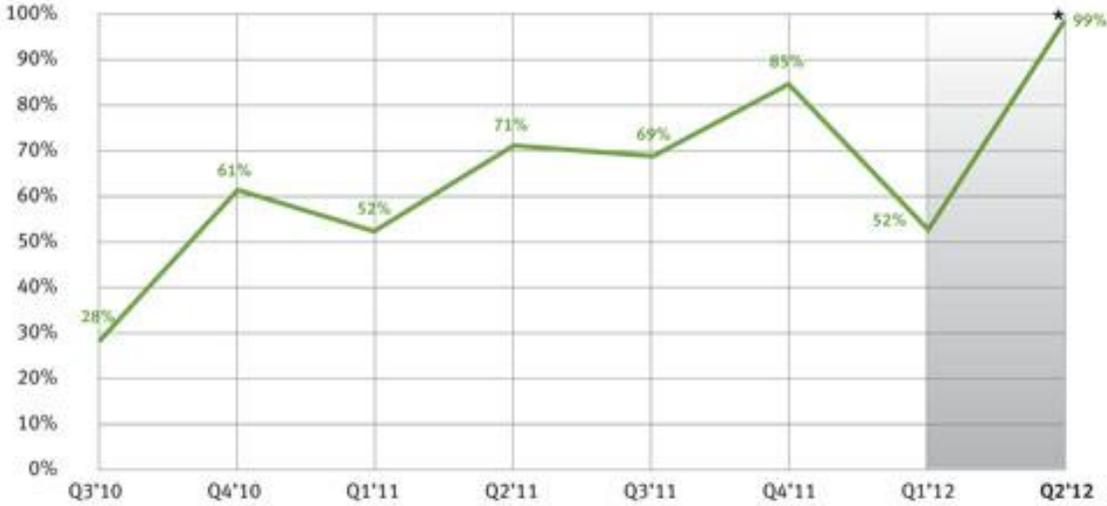
주당 가격 변화 — 각 분기에 투자를 유치한 회사들의 주당 가격을 해당 회사들의 직전 투자 유치시의 주당 가격과 비교하여 가격 변동의 방향을 표시함. (Up/down/flat rounds: 신규 투자시의 주당 가격이 직전 투자시의 주당 가격에 비해 상승/하락/동일한 경우)



각 투자 회차(series)별 down round의 퍼센트 비중은 다음과 같음:

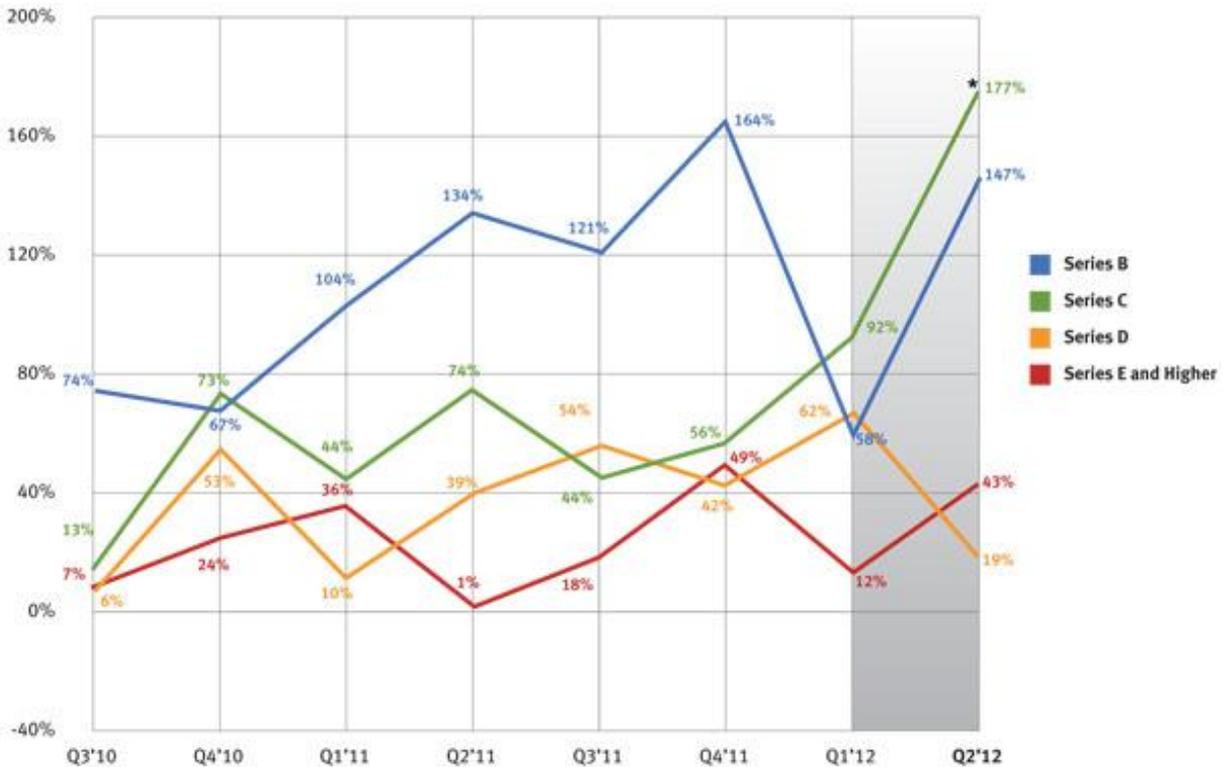


The Fenwick & West Venture Capital Barometer™ (가격 변동의 폭) — 각 분기에 투자를 유치한 회사들의 주당 가격이 직전 투자 유치시의 주당 가격에 비해 평균 몇 퍼센트 변동하였는지를 아래에 표시함. 평균 가격 변동폭을 산정함에 있어 모든 up, down 및 flat round 를 포함시켰고, 각 round 의 투자 금액에 따른 가중을 하지는 않았음.



* 2012 년 2 분기에 1 개의 소프트웨어 회사는 1460%, 또 다른 인터넷/디지털 미디어 회사는 1190%의 up round 를 각각 기록하였음. 이 두 회사를 제외하면 2012 년 2 분기 Barometer 수치는 70%임.

각 투자 회차별 Barometer 수치는 다음과 같음:



*위에서 언급한 10 배 이상의 up round 를 기록한 소프트웨어 회사와 인터넷/디지털 미디어 회사의 경우 모두 series C 라운드였음. 이 두 회사를 제외하면 series C 라운드의 2012 년 2 분기 Barometer 수치는 72%임.

이번 분기의 각 산업별 결과 — 아래 표는 2012 년 2 분기에 자금을 조달한 회사들의 직전 자금 조달시 대비 주당 가격 변화 방향 및 Barometer 결과, 그리고 자금 조달 건수를 각 산업별로 정리한 것임. Series A 투자를 받은 회사들은 직전 투자가 없기 때문에 제외시켰음.

Industry	Up Rounds	Down Rounds	Flat Rounds	Barometer	Number of Financings
Software	86%	8%	5%	+123%*	37
Hardware	71%	15%	14%	+46%	14
Lifescience	53%	6%	41%	+11%	17
Internet/Digital Media	93%	0%	7%	+248%*	14
Cleantech	25%	75%	0%	-34%	4
Other	0%	50%	50%	-33%	2
Total all Industries	74%	11%	15%	99%	88

*이 수치들은 위에서 언급한 10 배 이상 up round 투자를 받은 두 회사를 포함한 것임. 이 두 회사를 제외하면, Software Barometer 는 86%, Internet/Digital Media Barometer 는 176%임.

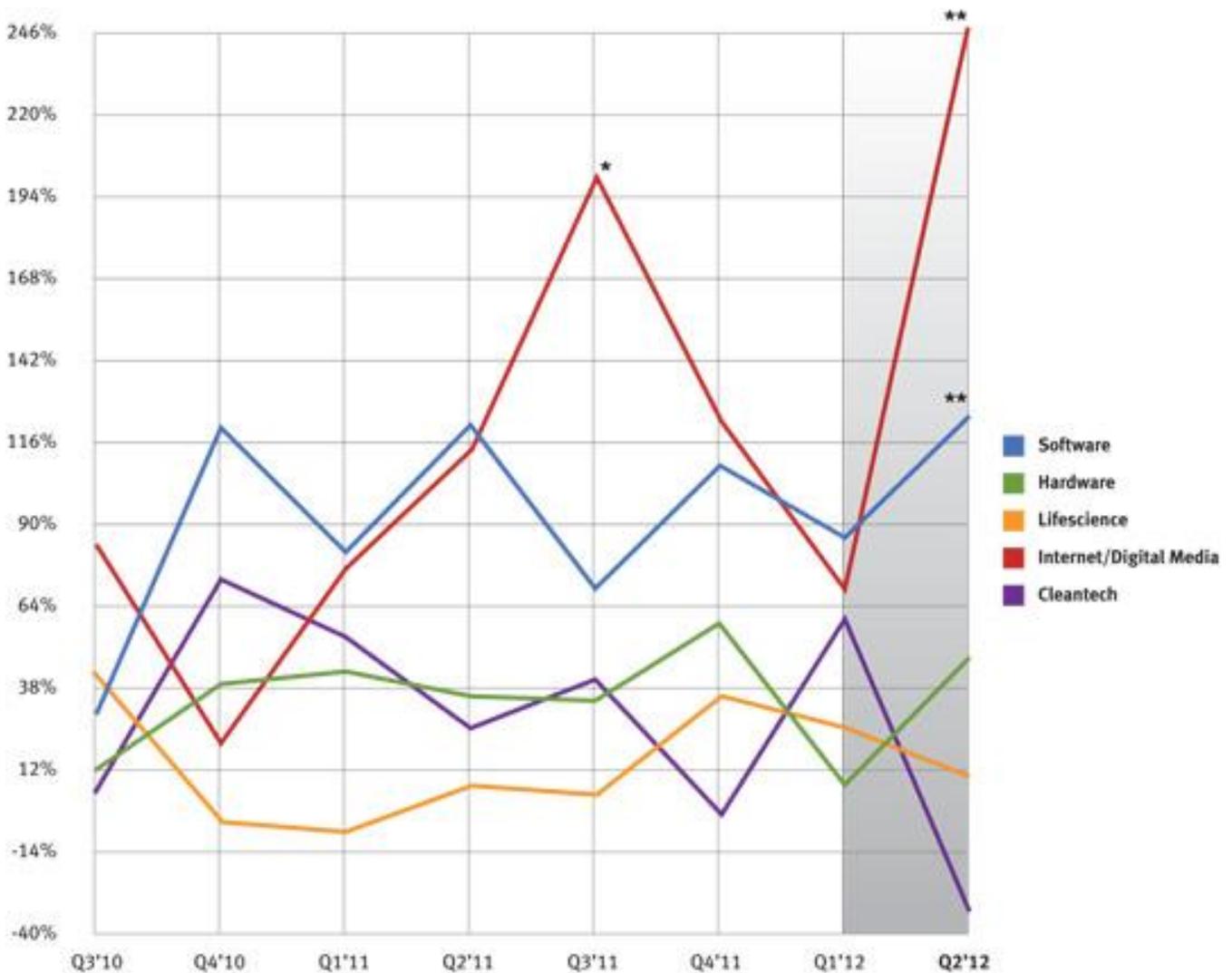
각 산업별 down round 결과 — 아래는 지난 8 개 분기 동안의 각 산업별 down round 비중을 표시한 것임.

Down Rounds	Q3'10	Q4'10	Q1'11	Q2'11	Q3'11	Q4'11	Q1'12	Q2'12
Software	32%	7%	14%	14%	14%	11%	14%	8%
Hardware	35%	36%	15%	15%	12%	0%	42%	15%
Lifescience	27%	36%	31%	31%	22%	33%	24%	6%
Internet/Digital Media	0%	25%	11%	11%	18%	12%	20%	0%
Cleantech	60%	14%	0%	0%	11%	43%	0%	75%
Other	33%	0%	25%	25%	0%	0%	0%	50%
Total all Industries	30%	21%	16%	16%	15%	16%	22%	11%

각 산업별 Barometer 결과 — 아래는 지난 8 개 분기 동안의 각 산업별 Barometer 결과를 정리한 표임.

Barometer	Q3'10	Q4'10	Q1'11	Q2'11	Q3'11	Q4'11	Q1'12	Q2'12
Software	23%	121%	75%	121%	71%	105%	85%	123%**
Hardware	10%	38%	43%	35%	34%	58%	5%	46%
Lifescience	44%	-5%	-8%	6%	4%	36%	26%	11%
Internet/Digital Media	82%	20%	77%	115%	201%*	122%	72%	248%**
Cleantech	5%	73%	54%	24%	41%	-3%	61%	-33%
Total all Industries	28%	61%	52%	71%	69%	85%	52%	99%

위 표의 내용을 그래프로 표시하면 아래와 같음:



*2011 년 3 분기에 1 개의 인터넷/디지털 미디어 회사가 1500%의 up round 투자를 받은 바 있음. 이를 제외하면 2011 년 3 분기의 인터넷/디지털 미디어 Barometer 는 73%임.

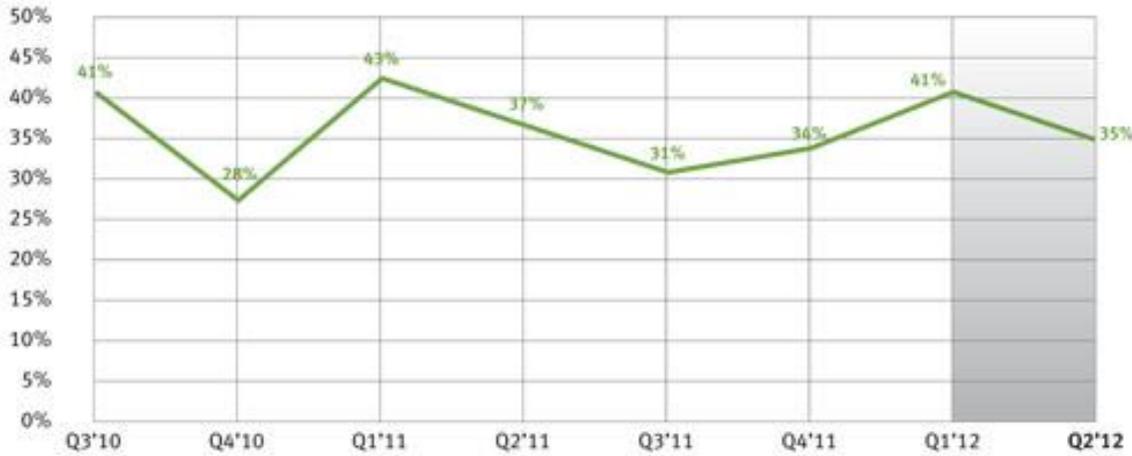
**이 수치들은 2012 년 2 분기에 각각 10 배 이상의 up round 투자를 받은 회사들을 포함한 것임. 이들을 제외하면 Software Barometer 는 86%, Internet/Digital Media Barometer 는 176%임.

투자 회차별 비중— 각 분기에 이루어진 투자를 투자 회차별로 구분하면 아래와 같음.

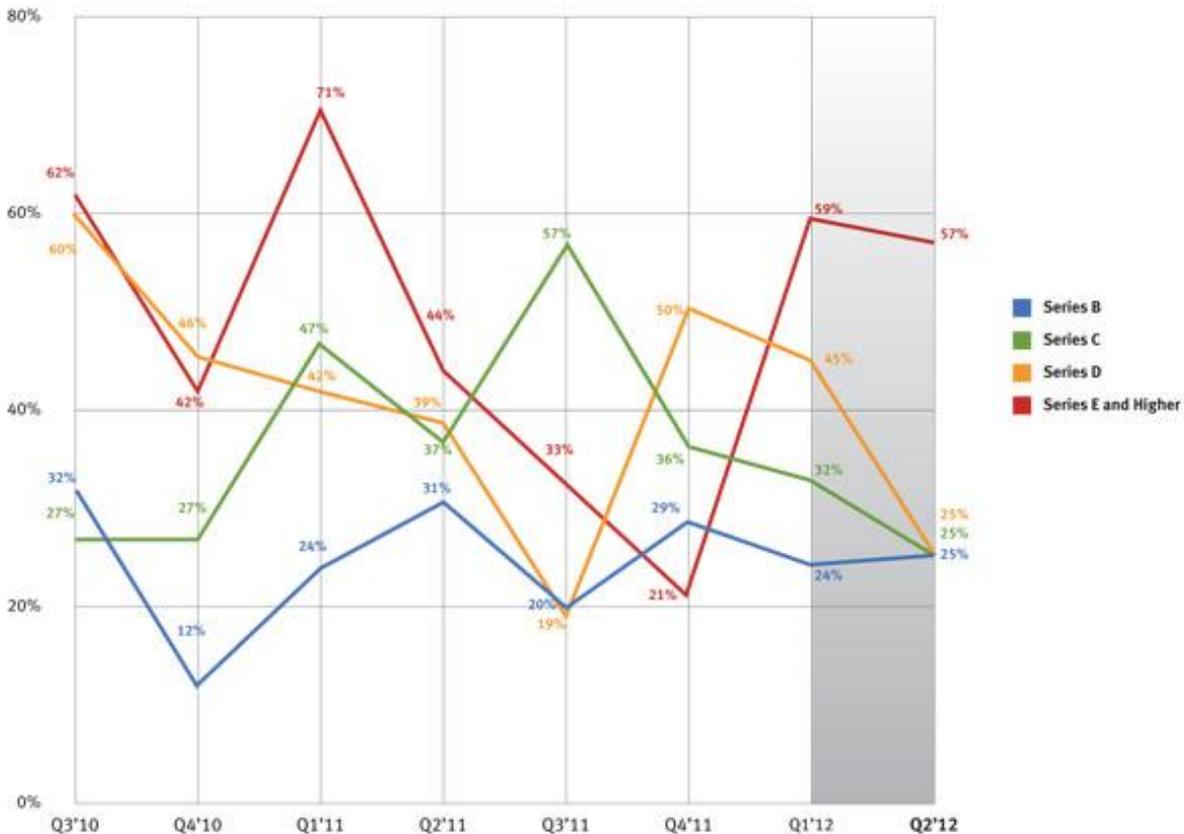
Series	Q3'10	Q4'10	Q1'11	Q2'11	Q3'11	Q4'11	Q1'12	Q2'12
Series A	20%	13%	18%	19%	18%	24%	24%	24%
Series B	23%	26%	24%	25%	31%	24%	18%	17%
Series C	28%	35%	24%	26%	19%	19%	17%	21%
Series D	9%	14%	20%	15%	14%	17%	17%	14%
Series E and Higher	20%	12%	14%	15%	18%	16%	24%	24%

Fenwick & West 계약 조건 데이터

잔여재산 분배 우선권 (Liquidation Preference) — 선순위 잔여재산 분배 우선권은 아래의 비율로 파이낸싱에서 사용되었음:



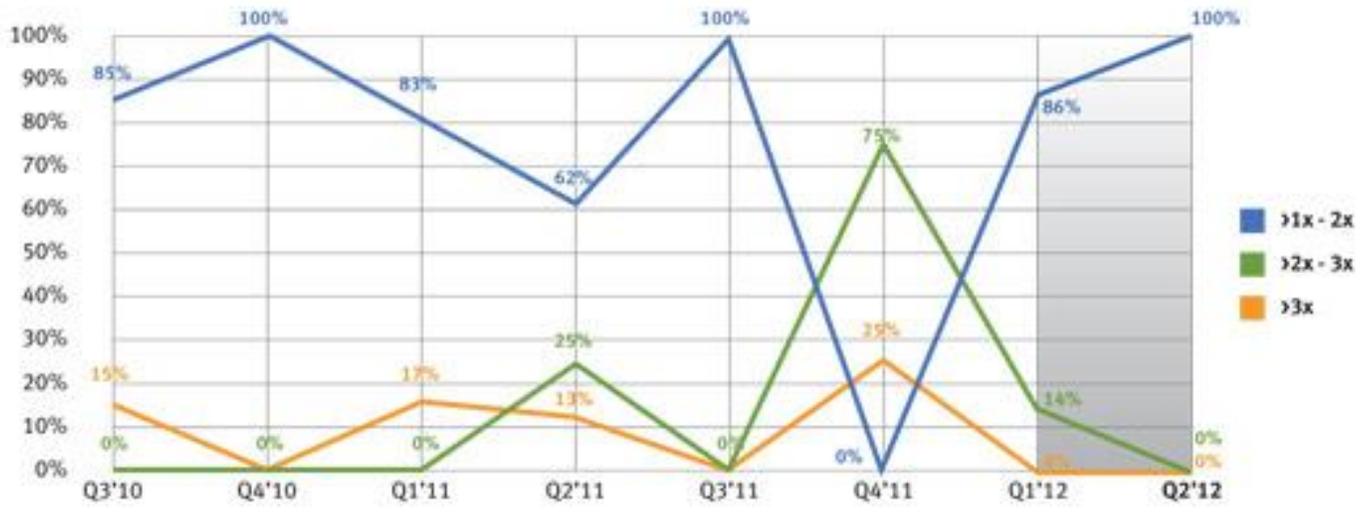
각 투자 회차별 선순위 잔여재산 분배 우선권이 사용된 비율은 다음과 같음:



배수 잔여재산 분배 우선권 (Multiple Liquidation Preferences) — 선순위 잔여재산 분배 우선권 중 배수(multiple) 우선권의 비율은 아래와 같음:



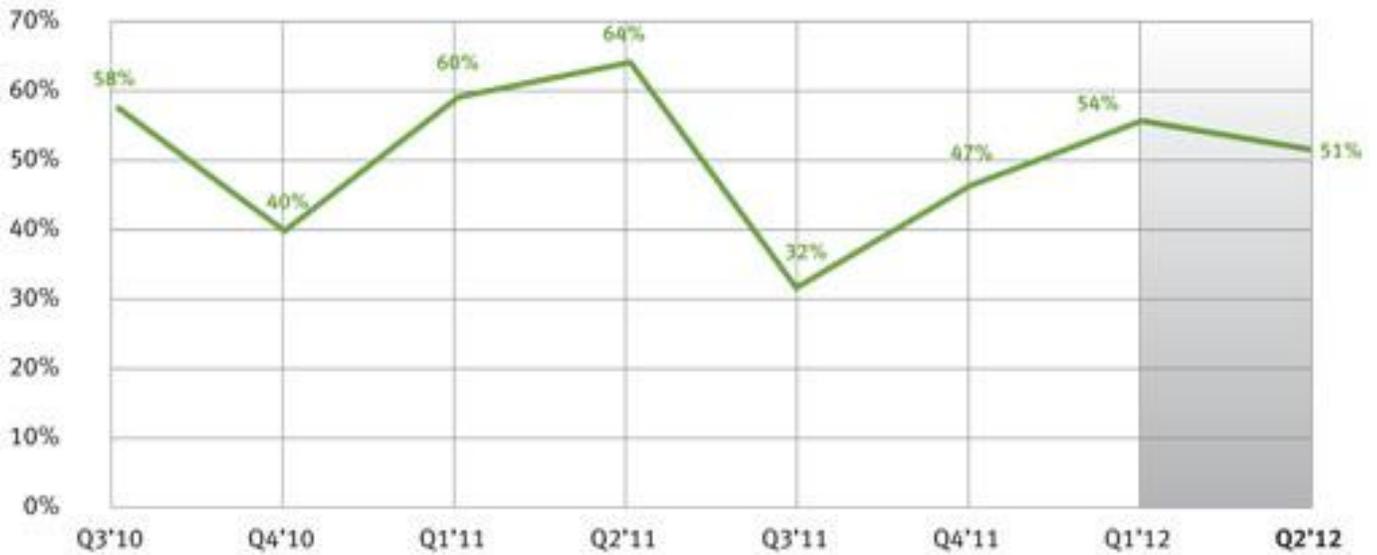
배수 잔여재산 분배 우선권이 사용된 경우 중에서, 배수(multiple)의 범위를 나누면 아래와 같음:



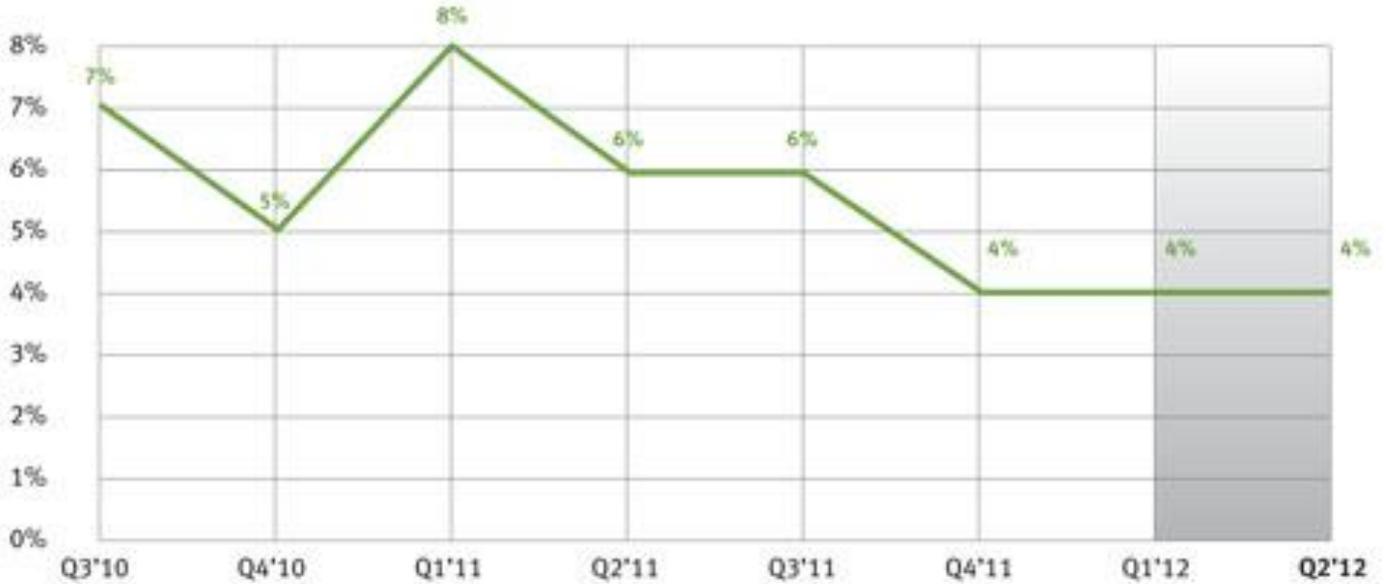
잔여재산 분배 참여권 (Participation in Liquidation) — 파이낸싱에서 잔여재산 분배 참여권이 규정된 경우의 비율은 다음과 같음:



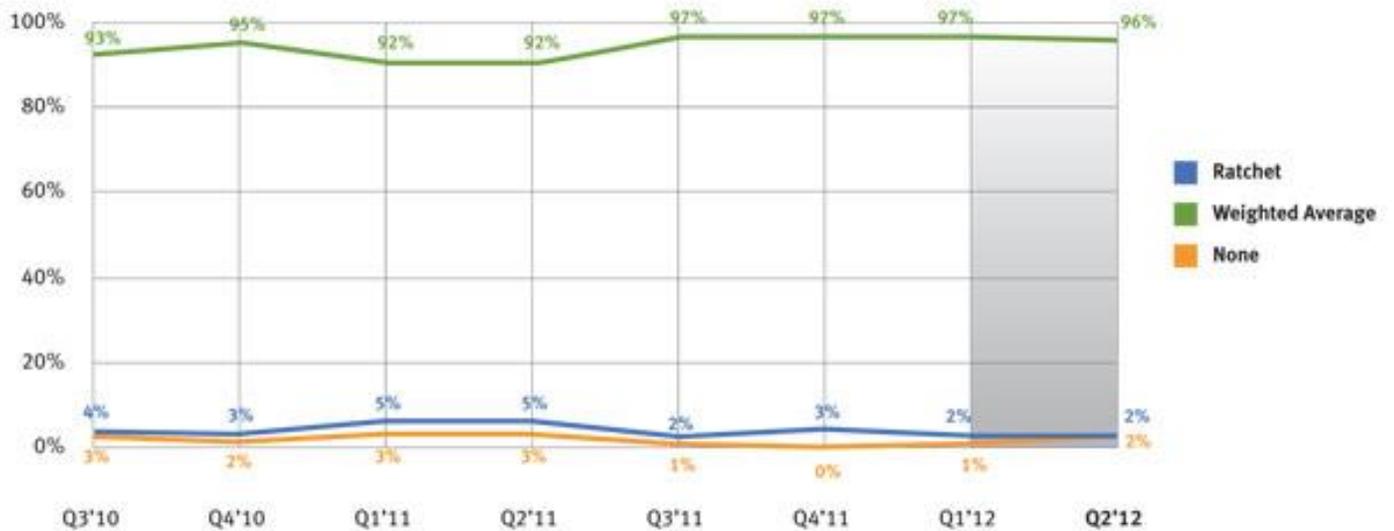
잔여재산 분배 참여권이 사용된 경우 중에서, 참여권의 상한(cap)이 없는 경우의 비율은 아래와 같음:



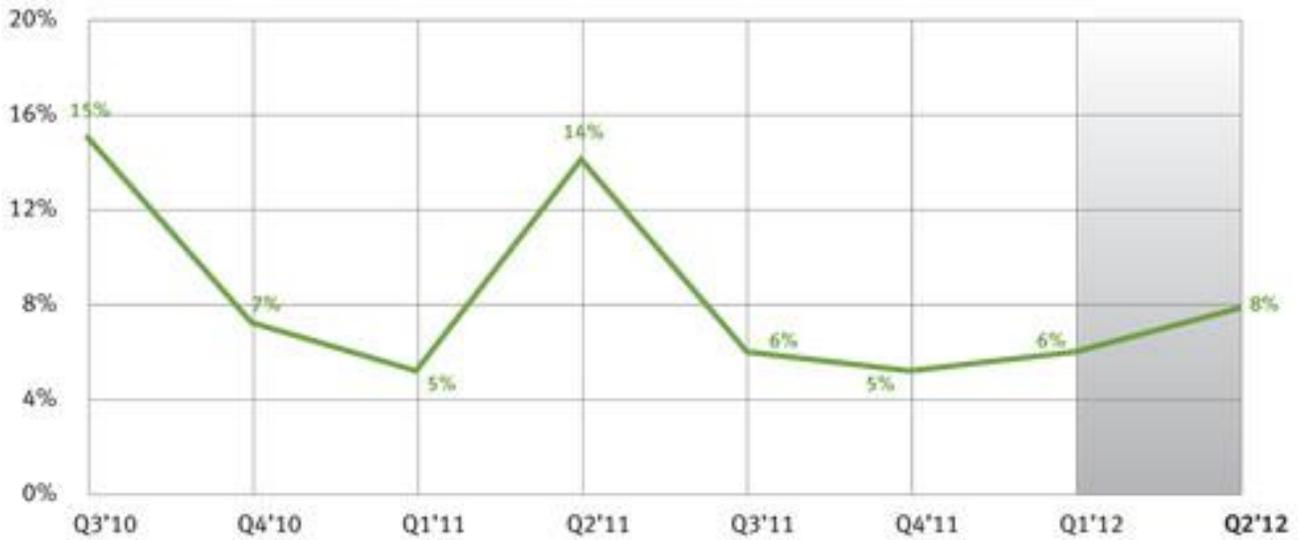
누적적 배당 (Cumulative Dividends) — 파이낸싱에서 누적적 배당이 사용된 경우의 비율은 아래와 같음:



희석화 방지 규정 (Antidilution Provisions) — 파이낸싱에서 희석화 방지 규정이 사용된 비율은 아래와 같음
 (Ratchet: 저가 발행된 신규 주식의 발행 가격과 동일 가격으로 기존 우선주식의 전환가격을 조정/ Weighted Average: 저가 발행된 신규 주식의 총 발행가액을 고려하여 일정한 가중평균 공식에 의해 기존 우선주식의 전환가격을 조정)

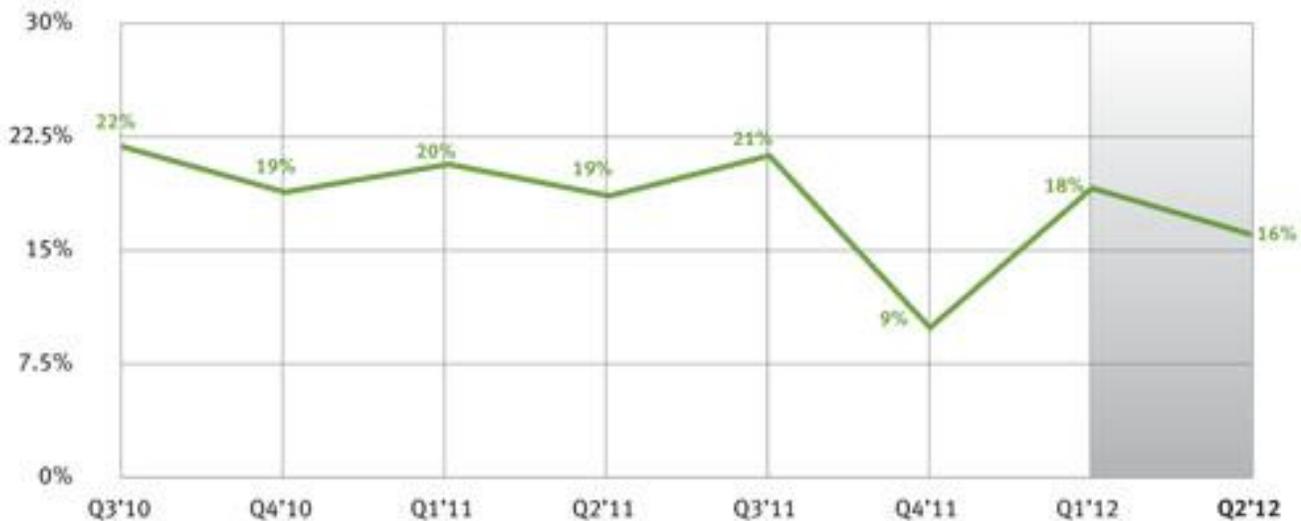


지속적 투자 참여 규정 (Pay-to-Play Provisions) — 파이낸싱에서 지속적 투자 참여 규정이 사용된 비율은 아래와 같음:

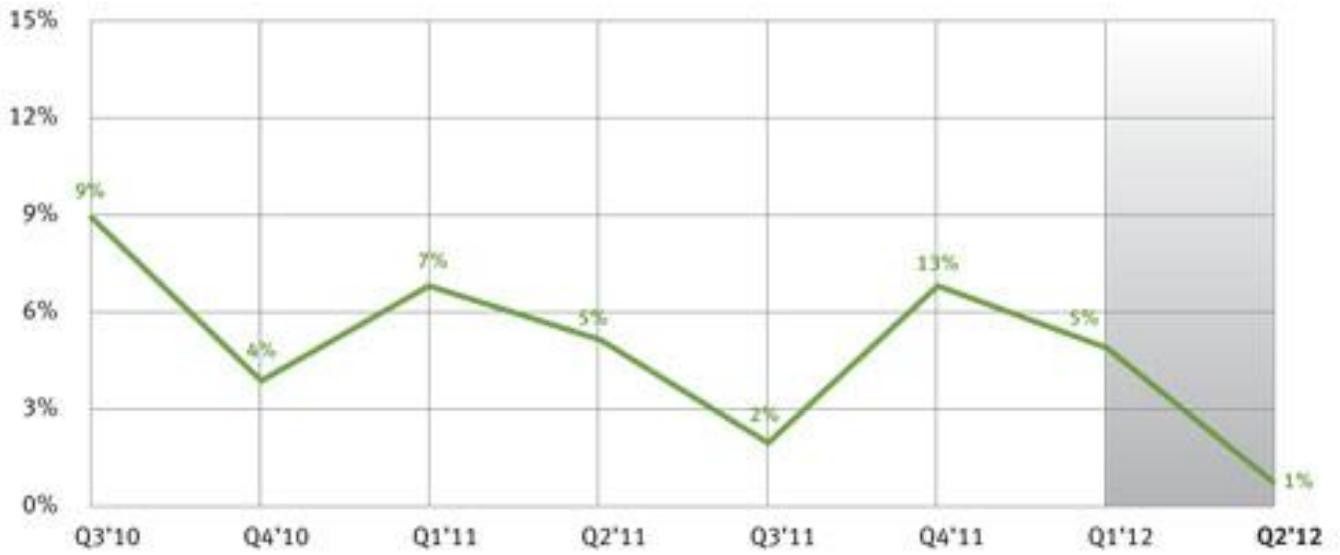


구두상 확인되는 바로는 회사들이 정관에 pay-to-play 규정을 두는 것보다 계약에 pull-up 규정을 두는 비중이 점차 증가하고 있음. 이 두 규정들은 비슷한 경제적 효과가 있지만, 적용되는 방식은 다름. 위 그래프는 일부 pull-up 규정을 포함하고 있기는 하지만 pull-up 이 사용된 모든 경우를 포함한 것은 아니기 때문에, 이러한 규정들이 사용되는 비율이 실제보다 적게 표시되었을 가능성이 있음.

상환 (Redemption) — 파이낸싱에서 의무적 상환 또는 투자자의 선택에 따른 상환 규정을 둔 비율은 다음과 같음:



회사 재무구조 재조정 (Corporate Reorganizations) —Series A 이후의 파이낸싱 중에서 회사 재무구조 재조정 (주식 병합 또는 다른 시리즈/종류의 주식으로의 전환을 말함)이 관련된 경우의 비율은 다음과 같음:



- **분석 방법에 관한 주의**

Barometer 결과를 이해함에 있어서 주의해야 할 점은, Barometer 결과가 특정 분기에 투자를 받은 회사들의 주당 가격이 해당 회사들의 직전 투자 유치시(대체로 12 개월 내지 18 개월 이전)의 주당 가격보다 평균적으로 얼마나 올랐는지를 보여준다는 점임. 벤처 캐피털리스트들(그리고 이들에 자금을 제공하는 투자자들)이 일반적으로 자신들이 부담하는 위험을 정당화하기 위해서 최소한 20% 이상의 IRR 을 기대하는 점, 그리고 본 Barometer 의 정의상 새로운 투자를 받지 못한 (그래서 결과적으로 투자자들에게 손실을 가져왔을) 회사들은 제외된 점에 비추어 볼 때, 40% 대의 Barometer 상승은 정상적인 것으로 보아야 할 것임.

본 서베이에서 제 3 자의 데이터(예를 들어 벤처 캐피털리스트들이 투자한 금액, M&A 금액 등)를 가지고 현재 기간의 결과를 과거 기간의 결과와 비교함에 있어서는, 비교의 정확성을 기하기 위해서 그 제 3 자가 해당 과거 기간에 대해서 최초로 보고한 결과를 사용하였고, 이후에 추가 정보를 토대로 수정 보고한 결과를 사용하지는 않았음. 예를 들어, 4 분기 결과를 3 분기 결과와 비교할 경우, 3 분기 결과에 대해서 통상 10 월 경에 최초로 보고된 수치를 사용하였지, 그 이후 통상 1 월 경에 수정 보고된 3 분기 수치를 사용하지는 않았음. 이에 관해서는 본문에서 해당 수치의 최초 보고 시점을 괄호 안에 표시하였음.

- **법적 책임의 제한 (Disclaimer)**

본 서베이에 포함된 정보를 준비하는 과정에서 가정(assumption), 종합 (compilation) 및 분석 (analysis) 작업이 관여되었으며, 여기에 포함된 정보의 무오류성을 보장할 수 없음. Fenwick & West LLP 및 그 파트너, 어소시에트, 스태프 또는 대리인 어느 누구도 본 서베이에 포함된 일체의 정보 및 그 정보의 오류나 불완전함에 대해서 어떠한 책임도 부담하지 않음. 본 보고서에 포함된 내용은 법률 자문 또는 의견으로 의도된 것이 아니며 또한 그렇게 이해되어서도 아니됨.

연락처/ Sign-up 정보

본 보고서에 관한 추가 정보에 관해서는 Fenwick & West 의 Barry Kramer 변호사(전화: 650-335-7278/ 이메일: bkramer@fenwick.com) 또는 Michael Patrick 변호사(전화: 650-335-7273/ 이메일: mpatrick@fenwick.com)에게 문의하시기 바람.

이후에 발간되는 본 서베이를 이메일로 받아보기 원하시는 분은 펜윅의 [VC Survey sign up page](#) 를 방문해 주시기 바람.