

1. 취지

- 이 가이드라인은 증권에 해당하는 디지털자산*에 대한 자본시장법규 적용 가능성을 안내하여 이해관계인 등의 법 위반 가능성을 방지하고 투자자를 보호하는 한편, 향후 추진될 토큰 증권의 발행·유통 규율 방안을 안내하여 제도의 예측가능성을 제고하고 금융 혁신을 도모하기 위한 목적으로 작성되었음

* 분산원장 또는 유사한 기술을 기반으로 발행되어 유통되는 권리·자산을 통칭

- 자본시장법상 “증권”을 발행하거나 유통하려는 자는 공시, 영업의 인가·등록, 불공정거래 제한 등 자본시장법상 규제를 적용받으며, 이를 위반할 경우 형사처벌을 비롯한 각종 제재를 받게 됨
 - 따라서, 디지털자산을 취급하려는 자는 해당 디지털자산이 자본시장법상 “증권”에 해당하는지 여부를 미리 점검해야 하고, “증권”에 해당할 경우 관련 규제를 준수하여야 함

2. 디지털자산의 증권 여부 판단원칙

(1) 개괄

- 자본시장법은 증권을 ‘내·외국인이 발행한 금융투자상품으로서 투자자가 취득과 동시에 지급한 금전등 외에 어떠한 명목으로든지 추가로 지급의무를 부담하지 아니하는 것’*으로 정의(\$4①)

* §5 투자자가 원본을 초과한 손실 가능성이 있는 금융투자상품은 파생상품

- 금융투자상품은 ‘이익을 얻거나 손실을 회피할 목적으로 현재 또는 장래의 특정 시점에 금전, 그 밖의 재산적 가치가 있는 것을 지급하기로 약정함으로써 취득하는 권리로서 그 권리를 취득하기 위하여 지급하였거나 지급하여야 할 금전 등의 총액이 그 권리로부터 회수하였거나 회수할 수 있는 금전 등의 총액을 초과하게 될 위험이 있는 것’으로 정의(\$3①)

- 증권에 해당하는지 여부는 권리를 표시하는 방법과 형식*(예: 실물증서 발행, 전자등록 등), 특정 기술 채택 여부(예: 분산원장 기술 활용 등), 명칭 등에 관계없이 그 권리의 실질적 내용을 기준으로 함
 - * §4⑨ 증권에 표시될 수 있거나 표시되어야 할 권리는 그 증권이 발행되지 아니한 경우에도 그 증권으로 본다.
- 디지털자산이 증권 인지 여부를 판단할 때는 명시적 계약·약관·백서의 내용 외에도 묵시적 계약, 스마트계약에 구현된 계약의 체결 및 집행, 수익배분 내용, 투자를 받기 위해 제시한 광고·권유의 내용, 여타 약정 등 해당 디지털자산 관련 제반 사정을 종합적으로 감안하여 사안별로 판단
- 기존 규제를 의도적으로 우회하려는 시도에 대해서는 자본시장법의 취지와 투자자들의 피해 가능성을 감안해 적극적으로 해석·적용
- 자본시장법 적용과 관련한 증권 여부 판단과 별도로, 디지털자산의 발행·유통 등과 관련된 행위가 특정 금융거래정보의 보고 및 이용 등에 관한 법률, 전자금융거래법, 금융소비자보호법, 유사수신행위의 규제에 관한 법률 등 자본시장법 외 여타 법률의 적용 가능성에 대해서는 개별적으로 검토·확인할 필요
- 증권은 채무증권, 지분증권, 수익증권, 투자계약증권, 파생결합증권, 증권예탁증권의 6가지로 구분하되, 집합투자업자가 집합투자를 수행하기 위해 설정한 기구에 대한 수익권이나 출자지분이 표시된 것은 별도로 집합투자증권으로 규정
- 디지털자산의 투자자가 얻는 권리가 상기 6가지 유형의 증권에 해당 하는지 여부를 개별적으로 검토할 필요

(2) 투자계약증권 해당 여부 판단

- 증권 중 채무증권(예:채권), 지분증권(예:주식), 수익증권(예:펀드), 파생결합증권(예:ELS, ETN), 증권예탁증권(예:DR)은 정형화된 증권으로 적용례가 보편적으로 형성되어 있어 해당 여부 판단이 상대적으로 명확

- 반면, 투자계약증권은 다른 5가지 증권 유형에 해당하지 않는 경우 보충적으로 적용되는 자본시장법의 포괄주의 규제원칙에 기반한 개념으로 그 적용범위가 폭넓게 인정될 수 있음
- 자본시장법상 투자계약증권의 정의와 요건은 다음과 같이 구성되며, 디지털자산이 이에 해당하는지 여부를 면밀히 검토할 필요
 - 투자계약증권은 ‘특정 투자자가 그 투자자와 타인 간의 공동사업에 금전등을 투자하고 주로 타인이 수행한 공동사업의 결과에 따른 손익을 귀속받는 계약상의 권리가 표시된 것’으로 정의됨(\$4⑥)
 - 법상 정의에 따른 투자계약증권의 주요 요건은 다음과 같음

① 공동사업

- 수평적 공동성 또는 수직적 공동성이 있는 경우 공동사업에 해당
- 수평적 공동성 : 2인 이상 투자자 간의 수익 관련성이 있는 경우
수직적 공동성 : 투자자와 발행인 간의 수익 관련성이 있는 경우

② 금전등을 투자

- 투자되는 금전등은 반드시 법정통화(금전)일 필요는 없으며, 법정 통화와의 교환 가능성, 재산적 가치의 유무 등을 종합적으로 고려

③ 주로 타인이 수행

- 타인(발행인)의 노력이 부정할 수 없을 정도로 중대하고 사업의 성패를 좌우하는 필수적인 경영상의 노력이어야 함
- 발행인이 모든 사업을 직접 수행하지 않더라도, 투자자 외에 사업 주체의 공동적·집단적 노력이 있는 경우를 포함
- 발행주체와 사업주체가 형식적으로만 상이한 경우 공동 발행인으로 볼 수 있음
- 투자자가 사업 일부를 수행하는 경우에도 사업의 대부분의 사항에 대한 정보비대칭성이 있는 경우 주로 타인이 수행한 것으로 볼 수 있음

④ 공동사업의 결과에 따른 손익을 귀속 받는 계약상의 권리*

* 조각투자 등 동 요건이 충족되는 것을 전제로 「조각투자 등 신종증권 사업 관련 가이드라인」(22.4.28)을 제시한 바 있으나, 디지털자산은 이에 대해 별도의 판단 필요

- 장래 일정 시점이 도래하거나 일정한 객관적 조건(예: 매출액 목표)이 달성될 경우 사업 결과에 따른 손익을 귀속 받기로 계약한 경우도 포함될 수 있음
- 투자자의 권리가 스마트계약을 통해 이행되거나 그 스마트계약의 구현을 계약으로 약속한 발행인이 있다면 발행인에 대한 계약상 권리로 해석 가능
- 발행인 등이 투자자의 금전등으로 사업을 수행하고, 수행한 사업의 성과에 따른 수익을 귀속시키기로 약속한 경우 해당함. 특히 약속한 수익이 사업에서 발생한 매출·이익과 비례관계에 있거나, 사업에서 발생한 매출·이익을 환산하여 분배하기로 약속한 경우 공동사업의 결과에 따른 손익에 해당함
- 발행인이 투자자에게 사업 수익을 직접 분배할 것을 명시적·묵시적으로 약속하거나, 발행인이 제3자와의 계약 등을 바탕으로 해당 제3자가 투자자에게 사업 수익을 분배할 것을 약속하는 등 투자자와 발행인 간 계약에 따른 수익 청구권이 인정되어야 함

⑤ 이익획득 목적

- 투자자는 투자 이익을 목적으로 금전 등을 투자하였어야 함

(3) 디지털 자산의 증권 판단 예시

- 아래의 내용은 증권의 법적 요건을 열거한 것이 아니라 디지털 자산이 증권인지 여부를 판단할 때 고려되는 요소를 예시를 통해 제시하려는 것으로, 새로운 증권 개념을 제시하거나 기존 증권 범위를 확대·축소하는 것은 아님

① 증권에 해당할 가능성이 높은 경우(예시)

- 사업 운영에 대한 지분권을 갖거나 사업의 운영성과에 따른 배당권 및 잔여재산에 대한 분배청구권을 갖게 되는 경우 (예: 지분증권)
- 일정기간 경과 후 투자금을 상환 받을 수 있는 경우 (예: 채무증권)
- 신탁의 수익권을 갖게 되는 경우 (예: 수익증권)
- 자본시장법상 기초자산의 가격변동에 연동하여 사전에 정해진 방식대로 달라지는 회수금액을 지급받는 경우 (예: 파생결합증권)
- 새로 발행될 증권을 청약·취득할 권리가 부여된 경우
- 예탁된 다른 증권에 대한 계약상 권리나 지분 관계를 가지는 경우 (예: 증권예탁증권)
- 발행인이 투자자의 금전 등으로 사업을 수행하여 그 결과로 발생한 수익을 귀속시키는 경우. 특히 투자자 모집시 사업을 성공시킬 수 있는 발행인의 노력·경험과 능력 등에 대한 내용이 적극적으로 제시된 경우 (예: 투자계약증권)
- 투자자에게 지급되는 금전등이 형식적으로는 투자자 활동의 대가 형태를 가지더라도, 해당 대가의 주된 원천이 발행인이 투자자의 금전 등으로 사업을 수행한 결과로 발생한 수익이고 해당 대가가 투자자 활동보다는 사업 성과와 비례적인 관계에 있어 실질적으로 사업 수익을 분배하는 것에 해당하는 경우. 특히 투자자 모집시 사업 성과에 따른 수익 분배 성격이 적극적으로 제시된 경우 (예: 투자계약증권)

② 증권에 해당할 가능성이 낮은 경우(예시)

- 발행인이 없거나, 투자자가 가진 권리에 상응하는 의무를 이행해야 하는 자가 없는 경우
- 디지털자산에 표시된 권리가 없거나, 사업 수익에 대한 투자자의 권리가 없는 경우

- 현재 또는 미래의 재화·서비스의 소비·이용을 목적으로 발행되고 사용되는 경우
- 지급결제 또는 교환매개로 활용하기 위해 안정적인 가치유지를 목적으로 발행되고 상환을 약속하지 않는 경우
- 투자자가 사업의 관리·운영에 일상적으로 참여하여 사업에 대한 정보비대칭성이 없는 경우
- 투자자가 사업의 성패를 좌우하는 중요한 재화·용역을 제공하고 그 대가에 해당하는 금전등만을 지급받는 경우
- 실물 자산에 대한 공유권만을 표시한 경우로서 공유목적물의 가격·가치 상승을 위한 발행인의 역할·기여 및 이익귀속에 대한 약정이 없는 경우

3. 현행(23.2월) 토큰 증권 발행·유통 제도

(1) 개괄

- 디지털자산 중 증권에 해당하는 경우(이하 “토큰 증권”이라 한다), 현행법령상 증권 규제*를 모두 준수하면서 토큰 증권을 발행·유통·취급하여야 하며, 관련 행위의 적법성을 일차적으로 확인할 책임은 이를 발행·유통·취급하는 당사자에게 있음

* 공시, 증권업·집합투자업·거래소 등 인가·허가·등록, 불공정거래 금지 등 (투자계약증권의 경우 공시, 사기적 부정거래 금지 등)

- 토큰 증권의 발행이 해외에서 이루어지는 경우에도 국내 투자자를 대상으로 청약할 권유하는 등 그 효과가 국내에 미치는 경우에는 자본시장법상 규제를 모두 준수하여야 함*

* §2 이 법은 국외에서 이루어진 행위로서 그 효과가 국내에 미치는 경우에도 적용

- 국가별로 증권규제가 적용되는 증권의 범위가 상이할 수 있으며, 해외 발행의 경우에도 당해 외국 법률 뿐만 아니라 투자 권유·유통 등이 이루어지는 국내 자본시장법 위반여부를 별도로 확인하여야 함

(2) 토큰 증권 발행·유통 관련 현행 제도

- 현행 전자증권법상 계좌관리기관이 모든 장부상 정보를 관리하지 않고 분산원장 기술을 활용하는 무권화*는 허용되지 않고 있음
 - * 실물증서를 발행하지 않고 증권에 대한 권리가 오로지 장부상에 전자기록 형태로 존재하도록 하여 장부상 기재를 통해 권리를 이전하는 것
- 따라서, 전자증권법 개정 등 토큰 증권 발행 제도를 정비하기 이전에는 실물증서 형태의 유가증권 또는 현행 전자증권법상 정해진 전자등록 방식에 따라 전자증권을 발행해야 함
- 한편, 비금전신탁 수익증권의 경우 발행이 불가능하며, 투자계약증권은 자본시장법상 유통제도의 적용이 배제되어 엄격한 매출 공시 규제를 적용받고 있음

(3) 금융규제 샌드박스

- 해당 증권의 특성상 현행 법체계 내에서 발행·유통이 어려운 경우로서 증권 발행·유통을 통한 사업의 혁신성 등이 특별히 인정되는 경우에는 예외적으로 「금융혁신지원 특별법」에 따른 금융규제 샌드박스 제도를 활용하여 혁신금융서비스로 지정받아 한시적인 규제특례를 적용받아 사업 기회를 테스트해볼 수 있음 (2+2년, 최대 4년)
- 금융규제 샌드박스를 신청한 증권의 발행·유통 사업이 독창성과 혁신성 측면에서 금융시장 발전에 기여하여야 하며, 규제 특례 없이는 사업화가 불가능하다는 점을 신청자가 소명하여야 함
- 다만, 토큰 증권에 대하여 현행 전자증권법상 효력을 부여하는 것은 규제특례가 불가능*

* 토큰과 1:1로 매칭되는 전자증권을 발행하는 등 기존 전자증권화 필요

- 금융규제 샌드박스를 신청하는 사업자는 현행 자본시장법 및 제도 취지를 고려하여 투자자 보호 방안을 충분히 마련하여야 함

- (1) 공시, 광고기준, 설명의무, 약관제공 등 충분한 정보 제공
- (2) 투자자 예탁금 및 투자자 소유 증권의 분리 보관 등 재산권 보호
- (3) 이해상충 방지 체계
- (4) 유통시장을 운영하려는 경우 시장 감시
- (5) 물적설비와 전문인력 확보
- (6) 합리적 분쟁처리절차 및 투자자 피해 보상체계

□ 발행과 유통의 겸영은 원칙적으로 제한되나, 발행하려는 증권의 특성상 별도 유통시장이 반드시 필요하고 발행과 유통의 겸영을 통해서만 혁신적인 서비스의 제공이 가능하다고 인정되는 경우에 한하여 한시적으로 겸영이 허용될 수 있음

□ 금융규제 샌드박스를 통해 사업기회를 부여받은 사업자는 향후 샌드박스 테스트 결과에 따라서는 규제특례 내용이 제도화되지 않아 사업을 중단해야할 가능성도 염두에 둘 필요

- 따라서, 다음의 「토큰 증권 발행·유통 규율체계 정비방안」의 내용을 충분히 감안하여 샌드박스를 신청하는 것이 바람직함

4. 토큰 증권의 발행·유통 규율체계 정비방향

※ 상세한 내용은 「토큰 증권(Security Token) 발행·유통 규율체계 정비방안」 보도자료('23.2월) 참조

[1] 발행

□ 향후에는 전자증권법을 정비하여 토큰 증권을 전자증권의 한 형태로 규정할 계획임

- 이 경우, 토큰 증권의 소유자에게 전자증권법상 효력(권리 추정력 및 제3자 대항력 등)이 부여되어 재산권이 보호되고 디지털자산 형태로도 안정적인 증권 거래가 가능해질 것으로 기대됨

- 현재 전자증권을 발행하기 위해서는 계좌관리기관인 증권사 등과의 제휴가 필수적이거나, 향후에는 일정 요건을 갖춘 발행인이 자기발행 토큰 증권의 계좌관리기관이 될 수 있도록 허용할 예정임
 - 법상 공부(公簿)를 기재·관리하는 자에게 요구되는 신뢰성 등을 감안하여 최소 자기자본과 일정 수준의 인적·물적 요건 등이 요구될 예정*
 - * 상세 요건은 추후 법령 정비시 입법예고 등을 통해 공개될 예정
- 또한, 전문투자자 사모 도입, 소액공모 한도 확대(10억원→30억원) 및 소액공모Ⅱ(100억원, 투자자 보호장치 강화) 제도 신설 등* 투자자 보호 관련 우려가 적은 증권을 발행할 때에는 공시 부담을 완화할 계획임
 - * 상세한 내용은 「사모 및 소액공모제도 개편방안」 보도자료('19.10월) 참조

(2) 유통

- 토큰 증권의 발행·유통 수요가 높은 투자계약증권과 수익증권(비금전 신탁, 이하 같음) 관련 유통제도를 정비하고 유통플랫폼을 제도화할 계획임
- 현행 자본시장법상으로는 유통제도를 적용하지 않고 있는 투자계약 증권에도 향후에는 유통 관련 제도를 전면 적용해 나갈 예정
- 투자계약증권과 수익증권의 다자간상대매매 중개 업무를 영위할 수 있는 인가단위를 신설하고, 매출 공시 규제의 예외를 인정하되 일반투자자를 보호하기 위하여 일반투자자 투자한도*를 둘 것임
 - * 수익증권에 비해 도산절연, 비정형성 측면에서 투자위험이 높은 투자계약증권의 투자한도를 더 낮게 정하여 차등화할 예정
- 인가 요건은 현행 채권 장외거래 투자중개업 수준을 감안하여 최소 자기자본 및 일정 수준의 인적·물적 요건 등이 요구될 예정이며, 토큰 증권의 특성을 감안하여 보안 요건을 추가적으로 요구될 수 있음*
 - * 상세 요건은 추후 법령 정비시 입법예고 등을 통해 공개될 예정

- 투자계약증권과 수익증권이 상장되어 거래되는 시장은 자본시장법 제373조의2에 따른 거래소 허가를 받은 자(현재 한국거래소)가 개설·운영할 수 있음
 - 상장은 발행인의 선택사항이며, 현행 증권시장보다는 상장요건을 완화하여 초기 시장을 조성해 나갈 계획임

5. 기타 사항

- 이 가이드라인은 현행 법률의 적용에 대한 설명 및 향후 정책방향에 대한 금융당국의 의견을 제시한 것으로서 법원을 기속하는 것은 아님
- 이 가이드라인은 실제 디지털자산의 구조와 금융시장 및 금융질서에 미치는 영향, 투자자 보호에 미치는 영향 등을 종합적으로 고려하여 개별 사안별로 적용 방식 등이 상이할 수 있음
- 이 가이드라인은 시장 상황, 관련 업계와 협의, 해석사례의 누적, 금융시장 및 금융질서에 미치는 영향, 투자자에게 미치는 영향 등을 종합적으로 고려하여 향후 수정 및 보완될 수 있으며, 가이드라인에 따른 영업에 대한 권리나 보상은 원칙적으로 인정되지 않음