

KIWOOM Digital Asset Issue

키움증권 리서치센터 디지털자산리서치팀
| 디지털자산/원자재 심수빈 sb.shim@kiwoom.com

[#STO] 3. 국내 금융 당국의 빗장풀기

• 국내, 조각투자부터 토큰증권(Security Token) 까지

- 2017년 주요 국가들의 ICO관련 규제 강화 움직임 속 우리나라는 ICO, STO를 모두 금지. 그러나 최근 STO 허용을 시사하며 2월 초 가이드라인 공개 예정임을 발표
- 국내 STO는 금지였으나 토큰증권과 유사한 '조각투자' 라는 새로운 투자 상품 존재, 이에 STO가이드라인 공개된다면 조각투자 시장에도 영향을 줄 것으로 예상

• 토큰증권 가이드라인에서 주목해야할 내용은?

- 금융위는 증권성 판단 원칙의 경우 기존에 발행된 조각투자과 동일한 내용을 적용할 것으로 발표. 반면, 발행 가능한 토큰 증권의 유형, 토큰 증권 직접 발행을 위한 발행인의 요건 등은 아직 명확하지 않아 향후 가이드라인에서 관련 내용을 면밀히 살펴볼 필요

국내, 조각투자부터 토큰증권(Security Token)까지

*조각투자

: * 2인 이상의 투자자가
실물, 그 밖에 재산적
가치가 있는 권리를 분할한
청구권에 투자·거래하는
등의 신종 투자형태로
부동산, 저작권, 한우,
미술품 등이 존재

지난주 자료를 통해 증권형 토큰에 대한 관심이 확대된 계기와 미국 증권거래위원회 (SEC)가 관련 시장을 바라보는 시각, 미국 SEC의 토큰에 대한 증권성 판단 사례 등을 살펴보았다. 미국은 토큰의 기능을 분석했을 때 증권의 성질이 있다고 판단될 경우, 증권 규제 집행에 나서고 있다. 아직 시장의 기대만큼 가파른 성장세를 보여주지 못하고 있다는 평가를 받고 있기는 하나, 현재 미국에서는 실제로 증권형 토큰이 발행되고 있고, 유통을 위한 거래소도 증권위의 규제 하에 운영되고 있다.

*토큰 증권

: 일반적으로 Security
token을 증권형 토큰으로
표현해왔으나, 최근 금융위
는 Security token을 토큰
증권으로 명시

증권 규제를 적극적으로 활용한 미국과 달리 국내 규제당국은 2017년 9월 증권형 및 비증권형 토큰 발행을 모두 금지하는 것으로 관련 시장에 대응했고 그 결과 국내에서는 ICO와 STO를 통한 자금조달이 불가능했다. 2018년 자본시장연구원의 조사에 따르면, 당시 주요국 중 ICO와 STO를 모두 금지한 국가는 중국과 한국이 거의 유일했고, 영국, 싱가포르, 스위스 등은 ICO 관련 규제 방침을 발표하며 규제를 강화하는 움직임에 그쳤다.

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

2017년 금융위원회의 ICO 대응 조치

날짜	내용
ICO 금지	<ul style="list-style-type: none"> - 2017년 9월 1일 관계기관은 증권 발행 형식으로 가상통화를 이용한 자금조달 행위는 자본시장법 위반으로 처벌하는 방침을 발표 - 실제 ICO는 프로젝트에서 나오는 수익을 배분하거나 기업에 대한 일정한 권리나 배당을 부여하는 방식(증권형), 플랫폼에서의 신규 가상 자산을 발행하는 방식(비증권형) 등 다양한 유형으로 진행 - ICO를 앞세워 투자를 유도하는 유사수신 등 사기 위험 증가, 시장 과열 및 소비자 피해 확대 등 부작용이 우려되는 상황 - 주요국 ICO 관련 규제 조치 강화, 소비자 경고 발표 등을 고려해 모든 형태의 ICO 금지
신용공여 금지	<ul style="list-style-type: none"> - 금융법상 허용되지 않은 신용공여 행위는 투기를 조장하고 소비자 피해를 가중시킬 우려가 큰 점을 고려해 가상자산 취급업자의 신용공여 행위 불허 - 가상통화의 투기적 거래가 금융시장에 미칠 수 있는 파급 효과를 미연에 차단하기 위해 취급업자의 신용공여와 관련한 제도권 금융회사의 영업 및 업무제휴 등을 금지

자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터

그러나 정책 측면에서 본격적인 변화가 발생하기 시작했다. 윤석열 정부가 110대 국정 과제로 STO 허용을 언급했던 가운데, 지난주 6차 금융규제혁신회의에서 '토큰 증권 발행(Security Token Offering, STO)'을 허용하고 2월 초 가이드라인을 공개할 예정이라고 발표했기 때문이다.

***규제샌드박스**

: 사업자가 신기술을 활용한 새로운 제품과 서비스를 일정 조건(기간·장소·규모 제한) 하에서 시장에 우선 출시해 시험·검증할 수 있도록 현행 규제의 전부나 일부를 적용하지 않는 것

국내에서 STO는 금지였으나 토큰 증권과 유사한 '조각 투자'라는 금융상품이 등장했고, 일부는 규제샌드박스를 통해 사업을 이어가고 있다. 조각투자과 증권형 토큰을 동일하게 보기에는 블록체인 활용 여부와 같은 차이점이 존재하나, 가치가 있는 자산에 대한 소유권이나 수익을 쪼갬다는 측면에서 공통점을 갖고 있다. 또한 토큰 증권에 대한 정책 논의 시 함께 언급되어 온 만큼, STO 가이드라인 공개는 향후 조각 투자 시장에도 영향을 줄 것으로 예상된다.

국내 금융 당국의 ICO 및 STO, 조각투자 규제 관련 타임라인

날짜	내용
2017년 9월	금융위원회, ICO를 비롯한 모든 형태의 가상자산 발행 금지
2019년 5월	카사코리아, 규제샌드박스 지정
2020년 10월	비브릭, 규제샌드박스 지정
2021년 4월	루센트블록, 규제샌드박스 지정
2021년 5월	편블, 규제샌드박스 지정 예탁결제원 STO 플랫폼 개념 검증을 위한 시스템 설계 착수
2022년 4월	금융위원회 조각투자 가이드라인 발표
2022년 9월	뮤직카우, 규제샌드박스 지정
2023년 1월	금융위원장, 토큰 증권 발행 허용 및 가이드라인 발표 예고

자료: 언론사 정리, 키움증권 리서치센터

***카사, 비브릭, 루센트블록, 편블**

: 부동산 조각투자

***뮤직카우**

: 음악 저작권 조각투자

***조각투자 상품의 증권성이 인정될 가능성이 높은 경우 (예시)**

- 일정기간 경과 후 투자금을 상환 받을 수 있는 경우
- 사업 운영에 따른 손익을 배분받을 수 있는 경우
- 실물자산, 금융상품 등에 대한 투자를 통해 조각투자 대상의 가치상승에 따른 투자수익을 분배받을 수 있는 경우
- 기초자산의 가격변동에 따라 달라지는 회수 금액을 지급받는 경우
- 새로 발행될 증권을 청약·취득할 수 있는 경우
- 다른 증권에 대한 계약상 권리나 지분 관계를 가지는 경우
- 투자자의 수익에 사업자의 전문성이나 사업활동이 중요한 영향을 미치는 경우

토큰증권 가이드라인에서 주목해야할 내용은?

지난주 금융위원회(금융위)가 공개한 자료를 살펴보면 2월 공개될 토큰증권 가이드라인에는 증권성 판단 원칙과 토큰 증권과 관련된 규율 체계가 담길 예정이다. 이 중 증권성 판단 원칙은 2022년 4월 발표된 조각투자 가이드라인과 동일하게 적용된다는 점을 언급했다. 증권성 판단 원칙을 통해 토큰 증권의 자본시장법 적용의 예측 가능성을 높일 수 있을 것이라는 점을 명시한 만큼, 향후 토큰 증권은 공시규제, 불공정거래 규제, 사업자 규제와 같은 자본시장법의 규제가 동일하게 적용될 가능성이 높다.

현재 금융위 발표 이후 가장 이슈로 언급되는 부분 중 하나는 일정 요건을 갖춘 경우 증권사를 통하지 않고 토큰 증권을 단독으로 발행할 수 있다고 명시한 점이다. 그러나 아직 토큰 증권을 단독으로 발행할 수 있는 기업의 요건이 명확하게 제시되지 않았고, 이와 더불어, 발행 가능한 자산의 유형도 정해지지 않은 상황인만큼 향후 공개되는 가이드라인에서 관련 내용을 중점적으로 살펴볼 필요가 있어 보인다.

불분명한 요소들이 여전히 많이 남아있다는 점을 감안하면, 지난주 금융위의 토큰증권 가이드라인 공개 언급이 관련 시장의 급격한 확장으로 해석하기는 다소 어려워 보인다. 그러나 금융위가 기존에 금지되었던 토큰 공개를 일부 허용하겠다는 의사를 보여주고 있고, 이 과정에서 토큰의 증권성이 이전보다 구체화된다는 측면에서 향후 국내 디지털 자산 시장에 큰 변화가 발생할 수 있다는 기대는 여전히 유효하다.

제6차 금융규제혁신회의에서 언급된 '토큰 증권의 발행·유통 규율체계' 관련 주요 내용

구분	내용
추진배경	- 디지털 전환(Digital Transformation)으로 빠르게 증가하고 있는 분산원장 기술과 토큰 증권 발행·유통 수요를 제도적으로 포용할 필요
주요내용	- <u>그간 우리 법제 하에서 허용되지 않았던 토큰 증권 발행을 허용하고 안전한 유통 체계 마련</u> - <u>(증권성 판단 원칙 제시)</u> 증권성 판단원칙을 제시해 새로운 증권 발행 형태인 토큰 증권에 대한 자본시장법 적용의 예측 가능성 제고 (<u>증권성 판단 원칙은 2022년 4월 발표된 조각투자 가이드라인과 동일한 원칙 적용</u>) - <u>(토큰 증권 규율체계 마련)</u> 토큰 증권의 발행·유통 허용 · 토큰 증권을 전자증권법상 증권의 디지털화 방식으로 수용, 토큰 증권 투자자들의 재산권을 법적으로 안전하게 보호 · 일정 요건을 갖춘 경우 증권사를 통하지 않고 증권 토큰을 단독 발행할 수 있도록 허용 · 투자계약증권·수익증권의 장외 유통플랫폼 제도화

자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터

조각투자 가이드라인 중 증권성 판단 원칙 관련 내용

구분	내용
증권성 판단 기준	<ul style="list-style-type: none"> - “증권”은 금융투자상품 중 투자자가 취득과 동시에 지급한 금전등 외에 어떠한 명목으로든지 추가로 지급의무를 부담하지 아니하는 것으로, 채무·지분·수익·파생결합·투자계약증권 등으로 분류 - 증권성은 제반 사항*을 종합적으로 감안하여 사안별로 판단하며, 방법·형식·기술과 관계없이 표시하는 권리의 실질적 내용을 기준으로 함 - *이용약관 외에도 조각투자대상의 관리와 운용방법, 수수료·보수 등 각종 명목의 비용 징수와 수익배분의 내용, 광고의 내용, 여타 약정 등 감안 - 기존 규제를 우회하려는 시도에 대해서는 투자자 보호라는 자본시장법상 증권 규제의 본질적 목적을 고려해 적극적으로 해석 및 적용
조각투자 사업자의 고려사항	<ul style="list-style-type: none"> - 조각투자 관련 사업을 영위하거나 영위할 계획이 있는 사업자(이하 “조각투자 사업자”) 들은 증권에 해당하는 조각투자 상품을 발행하려는 경우 증권신고서 제출 등 공시 규제 준수 필요 - 또한, 제공하려는 서비스(사업)의 내용에 따라 투자중개업·집합투자업 등* 인가·허가·등록이 필요할 수 있어, 사업 실질에 따라 법 적용 여부를 확인 ① 일상적 운용지시를 받지않고 운용(취득·처분 등)해 결과를 배분 → 집합투자업 ② 타인 발행 증권에 대한 청약의 권유, 청약, 청약의 승낙을 영위 → 투자중개업 ③ 증권의 매매를 위하여 시장을 개설하거나 운영 → 거래소
투자계약증권 인정 가능성이 높은 기준	<ul style="list-style-type: none"> - 특히, 증권 유형 중 투자계약증권은 그 적용범위가 폭넓게 인정될 수 있고, 적용례가 많지 않아* 이에 해당하는지 여부를 면밀히 검토할 필요 - *증권선물위원회는 ㈜뮤직카우에 대한 증권성 판단시 “투자계약증권” 개념을 최초로 적용 - 투자계약증권 인정 가능성이 높은 경우는 투자자가 얻게 되는 수입에 사업자의 전문성이나 사업활동이 중요한 역할을 하는 경우 (i) 사업자 없이는 조각투자 수익 배분 또는 손실 회피가 어려운 경우, (ii) 사업자가 운영하는 유통시장의 성패가 수익에 큰 영향을 미치는 경우, (iii) 투자자 모집시 사업자의 노력·능력을 통해 사업과 연계된 조각투자 상품의 가격 상승이 가능함을 합리적으로 기대하게 하는 경우 등 - 반면, (증권성이 인정될 가능성이 높은 경우에 해당하지 않으면서) 소유권 등을 직접 분할하거나 개별적으로 사용·수익·처분이 가능한 경우에는 증권에 해당할 가능성이 상대적으로 낮음

자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터