

토큰 증권(Security Token) 발행 · 유통 규율체계 정비방안 발표

금융당국은 2023. 2. 6. 「토큰 증권(Security Token) 발행 · 유통 규율체계 정비방안」을 발표하였습니다.

토큰 증권은 분산원장 기술(Distributed Ledger Technology)을 활용하여 자본시장법상 증권을 디지털화(Digitalization)한 것을 의미합니다. 현행 전자증권법은 증권의 무권화 방식을 특정하고 있어서 분산원장을 활용한 증권 발행은 현재 허용되고 있지 않습니다. 한편 토큰과 더불어 소위 조각투자상품이 최근 시장에서 관심을 끌면서 수익증권이나 투자계약증권에 대한 발행 수요가 늘어나고 있는데, 현행 자본시장법상 비금전신탁 수익증권의 발행 근거가 없고 투자계약증권에 대한 유통 규제도 마련되어 있지 않은 상황이어서 이와 관련한 전반적인 제도 정비의 필요성이 제기되어 왔습니다.

금융당국은 이와 같은 시장의 니즈를 고려하여 자본시장법 체계 내에서 토큰 증권을 규율하기 위해 상기 정비방안을 발표하면서 「토큰 증권 가이드라인」을 제시하였고, 2023년 상반기 중 전자증권법과 자본시장법 개정을 추진할 계획입니다.

「토큰 증권(Security Token) 발행 · 유통 규율체계 정비방안」 및 「토큰 증권 가이드라인」의 주요 내용은 아래와 같습니다.

1. 디지털자산의 증권 해당 여부 판단원칙 및 적용례

「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(이하 ‘자본시장법’)상 증권은 “내·외국인이 발행한 금융투자상품으로서 투자자가 취득과 동시에 지급한 금전등 외에 어떠한 명목으로든지 추가로 지급의무를 부담하지 아니하는 것”을 의미합니다. 자본시장법상 증권은 채무증권, 지분증권, 수익증권, 투자계약증권, 파생결합증권, 증권예탁증권의

6가지로 구분되고, 집합투자업자가 집합투자를 수행하기 위해 설정한 기구에 대한 수익권이나 출자지분이 표시된 것은 별도로 집합투자증권으로 규정되어 있습니다.

디지털자산 투자자가 보유하는 권리가 증권에 해당하는지, 만약 해당한다면 상기 6가지 유형 중 어디에 해당하는지는 제반 사정을 종합적으로 감안하여 개별적으로 판단해야 합니다. 특히 투자계약증권은 다른 5가지 증권 유형에 해당하지 않는 경우 보충적으로 적용되는 자본시장법의 포괄주의 규제 원칙에 기반한 개념으로, 그 적용 범위가 폭넓게 인정될 수 있다는 점을 유의할 필요가 있습니다.

자본시장법상 투자계약증권은 “특정 투자자가 그 투자자와 타인 간의 공동사업에 금전등을 투자하고 주로 타인이 수행한 공동사업의 결과에 따른 손익을 귀속받는 계약상의 권리가 표시된 것”을 말합니다. 「토큰 증권 가이드라인」이 제시하고 있는 투자계약증권의 주요 요건(특히 디지털자산과 관련하여)은 다음과 같습니다.

요건	내용
① 공동사업	- 수평적 공동성(투자자 간 수익관련성) 또는 수직적 공동성(투자자와 발행인 간 수익관련성)이 있는 경우
② 금전등을 투자	- 투자되는 “금전등”은 반드시 법정통화일 필요는 없고, 법정통화와의 교환 가능성과 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 사업주체의 공동적·집단적 노력이 있는 경우를 포함 - 발행주체와 사업주체가 형식적으로만 상이한 경우 공동 발행인으로 볼 수 있음 - 투자자가 일부 사업을 수행하는 경우에도 사업의 대부분의 사항에 대한 정보비대칭성이 있는 경우 주로 타인이 수행한 것으로 볼 수 있음

<p>④ 공동사업의 결과에 따른 손익을 귀속 받는 계약상의 권리</p>	<ul style="list-style-type: none"> - 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 - 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 이행되나 그 스마트계약의 구현을 계약으로 약속한 발행인이 있다면 발행인에 대한 계약상 권리로 해석 가능 - 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
<p>⑤ 이익획득 목적</p>	<ul style="list-style-type: none"> - 투자자는 투자 이익을 목적으로 금전 등을 투자하였어야 함

「토큰 증권 가이드라인」이 위와 같은 기준 하에서 디지털 자산의 증권성 판단의 예시로 들고 있는 사례는 다음과 같고, 금융당국은 향후에도 증권 여부 판단에 대한 적용례 및 판례 등이 축적될 경우, 이를 「토큰 증권 가이드라인」에 반영하여 지속적으로 보완할 예정이라고 밝혔습니다.

[증권에 해당할 가능성이 높은 경우(예시)]

- 사업 운영에 대한 지분권을 갖거나 사업의 운영성과에 따른 배당권 또는 잔여재산에 대한 분배청구권을 갖게 되는 경우(예: 지분증권)
- 일정기간 경과 후 투자금을 상환받을 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 발행할 증권을 청약·취득할 권리가 부여된 경우
- 예탁된 다른 증권에 대한 계약상 권리나 지분 관계를 가지는 경우(예: 증권예탁증권)
- 발행인이 투자자에게 사업 성과에 따라 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 발행인의 투자자의 금전 등으로 사업을 수행한 결과로 발생한 수익이고 해당 대가가 투자자 활동보다는 사업 성과와 비례적인 관계가 있어 실질적으로 사업 수익을 분배하는 것에 해당하는 경우. 특히 투자자 모집시 사업 성과에 따른 수익 분배 성격이 적극적으로 제시된 경우(예: 투자계약증권)

[증권에 해당할 가능성이 낮은 경우(예시)]

- 발행인이 없거나, 투자자의 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·가치상승을 위한 발행인의 역할·기여에 대한 약속이 없는 경우

2. 토큰 증권 발행·유통 규율체계 정비방안의 구체적 내용

금융당국은 다음 3가지 제도 개선을 통해 토큰 증권의 발행과 유통을 허용할 예정입니다.

- 1) 토큰 증권을 전자증권법 제도상 증권 발행 형태로 수용(전자증권법 개정)
- 2) 직접 토큰 증권을 등록·관리하는 발행인 계좌관리기관 신설(전자증권법 개정)
- 3) 투자계약증권·수익증권에 대한 장외거래중개업 신설(자본시장법 개정)

가. 토큰 증권을 전자증권법 제도상 증권발행 형태로 수용

현행 「주식·사채 등의 전자등록에 관한 법률」(이하 ‘전자증권법’)은 무권화¹ 방식을 특정하고 있습니다. 따라서 현재는 실물증서 형태의 유가증권을 발행하거나 현행 전자증권법상 정해진 전자등록 방식에 의해 전자증권을 발행하는 것만이 허용되고, 계좌관리기관이 모든 장부상 정보를 관리하지 않고 분산원장 기술을 활용하는 방식은 전자증권 발행 방식으로 허용되고 있지 않습니다.

금융당국은 향후 전자증권법을 정비하여 일정한 분산원장 관련 요건을 충족하는 토큰 증권을 전자증권법상 증권의 디지털화(전자등록) 방식으로 수용할 예정입니다. 이 경우 i) 토큰 증권의 소유자에게 전자증권법상 효력(권리 추정력 및 제3자 대항력 등)이 부여되고, ii) 전자등록기관(KSD)이 증권의 외형적 요건을 심사하고 증권의 발행총량을 관리함으로써 기존 전자증권과 동일한 전자증권법상 투자자 보호 장치가 적용됩니다.

다만 전자증권법 개정 전에는, 기존 방식의 전자증권을 발행하여 전자증권 거래를 토큰 이동과 연계하고 소유권 추정력 등은 전자증권을 기준으로 하는 “미러링” 방식을 활용하도록 할 예정입니다.

¹ 실물증서를 발행하지 않고 증권에 대한 권리가 오로지 장부상에 전자기록 형태로 존재하도록 하여 장부상 기재를 통해 권리를 이전하는 것을 말합니다.

나. 일정 요건을 갖춘 발행인이 토큰 증권을 직접 발행할 수 있도록 허용

현재 전자증권을 발행하기 위해서는 계좌관리기관인 증권사 등과의 제휴가 필수적이거나, 향후 전자증권법 개정을 통해 일정 요건²을 갖춘 발행인은 직접 발행한 증권의 권리 내용과 권리자 등에 대한 정보를 분산원장에 기재할 수 있도록 허용할 예정입니다. 즉, 해당 요건을 갖춘 발행인은 발행인 계좌관리기관이 되어 증권사 등을 통하지 않고 직접 토큰 증권을 발행할 수 있게 됩니다.

물론 상기 요건을 갖추지 못한 발행인의 토큰 증권 발행이 제한되는 것은 아니며, 기존 전자증권과 동일하게 증권사 등을 통해서 발행할 수 있습니다.

아울러 금융당국은 2019. 10.에 발표한 「사모 및 소액공모 제도 개편방안」(아래 참조)도 함께 추진하여, 다양한 권리를 토큰 증권으로 발행할 때에도 소액공모 제도를 적극 활용할 수 있도록 할 예정입니다. 이는 투자자 보호 관련 우려가 상대적으로 적은 증권 발행에 대하여는 공시 부담을 완화해 주고자 하는 취지입니다.

※ 「사모 및 소액공모 제도 개편방안」 (2019. 10.) 주요 내용

- ① 청약자가 모두 전문투자자인 경우 사모로 인정(전문투자자 사모)
- ② 현행 소액공모(Tier1) 한도를 10억원 → 30억원으로 상향
- ③ 현행 소액공모보다 투자자 보호장치를 강화한 100억원 한도 소액공모 Tier2 신설

다. 투자계약증권과 비금전신탁 수익증권의 소규모 장외 유통플랫폼 제도화

최근 조각투자 등과 관련하여 발행 수요가 있는 투자계약증권이나 수익증권(비금전신탁, 이하 동일)의 경우, 자본시장법상 유통에 대한 제도가 마련되어 있지 않아 제도권 내 거래가 어려운 상황입니다. 이를 고려하여 금융당국은 자본시장법 개정을 통해 투자계약증권과 수익증권의 다자간 거래를 매매체결 할 수 있는 장외거래중개업 인가를 신설할 예정입니다.

²법상 공부(公簿)를 기재·관리하는 자에게 요구되는 신뢰성 등을 감안하여 최소 자기자본과 일정 수준의 인적·물적 요건 등이 요구될 예정입니다.

구분	내용
① 업무	장외거래중개업자는 자사 고객 간 거래를 다자간 상대매매(매수·매도 호가 일치 시 매매체결) 방식으로 중개할 수 있음
② 인가	일정 규모 이상의 자기자본 및 물적·인적·대주주·임원 요건이 마련될 예정임. 거래종목 진입·퇴출, 투자자 정보제공, 불량회원 제재, 이상거래 적출 등에 대한 업무기준도 마련하여 심사받아야 함
③ 규제	이해상충을 방지하기 위해 발행과 유통(시장운영) 분리 원칙이 적용됨. 즉 발행·인수·주선한 증권은 유통할 수 없고 자기계약도 금지됨
④ 공시 예외	발행시 증권신고서나 소액공모 공시서류를 제출한 투자계약 증권·수익증권을 장외거래중개업자의 중개를 통해 거래하는 경우, 매출 공시 예외가 인정됨
⑤ 투자한도	공시 예외가 적용되는 소규모 유통시장인 점을 고려하여 일반투자자의 경우 투자한도 ³ 를 제한할 예정임

한편 투자계약증권과 수익증권의 대규모 거래 인프라를 마련하기 위해, 투자계약증권 및 수익증권을 거래하는 KRX 디지털 증권 시장 개설도 추진될 예정입니다. 금융당국은 투자자 보호를 위하여 상장요건과 중요정보 공시 규제 등을 KRX 디지털 증권 시장에도 적용하되, 시장 특성을 감안하여 기존 시장보다 완화된 수준으로 운영할 계획입니다. 그리고 상장시장은 다수의 투자자가 참여하고 거래규모가 큰 점을 고려하여, 상장시에는 기존 전자 증권으로 전환하고 현행 매매·청산·결제 인프라를 동일하게 활용하도록 할 예정입니다.

3. 향후 추진일정

금융당국은 2023년 상반기 중 전자증권법과 자본시장법 개정안을 국회에 제출할 계획입니다. 그리고 법 개정 전이라도 혁신성이 인정되는 경우 혁신금융서비스(금융규제 샌드박스) 지정을 통해 투자계약증권 유통 및 수익증권 발행·유통 방안의 테스트를 허용할 예정입니다.

³도산절연, 비정형성 측면에서 투자위험이 높은 투자계약증권의 한도를 더 낮게 정할 예정입니다.

	과제	조치사항	추진일정
발행	토큰 증권 수용	전자증권법 개정	2023년 상반기 법안 제출
	발행인 계좌관리기관 신설	전자증권법 개정	2023년 상반기 법안 제출
유통	투자계약증권 유통제도 적용	자본시장법 개정	2023년 상반기 법안 제출
	장외거래중개 인가 신설	자본시장법 시행령 개정	자본시장법 개정 후속
	소액투자자 매출공시 면제	자본시장법 시행령 개정	자본시장법 개정 후속
	디지털증권시장 신설	자본시장법 시행령 개정	자본시장법 개정 후속

4. 결어

이번 정비방안에 따라 자본시장법 및 전자증권법이 개정이 이루어질 경우, 기존에 전자증권으로 발행되기 어려웠던 다양한 권리가 토큰 증권 형태로 쉽게 발행·유통될 수 있게 되고 비정형적 증권(투자계약증권, 비금전신탁 수익증권)을 위한 유통시장이 활성화됨으로써, 혁신적인 사업자들의 제도권 자본시장 진입이 촉진되고 투자자 입장에서 보다 다양한 투자기회가 생겨날 것으로 기대됩니다.

이와 같이 토큰 증권에 대한 규율체계가 정비되는 과정에서 생길 수 있는 시장의 혼선을 방지하고 투자자 보호에 문제가 없도록 하는 것 역시 중요할 것입니다. 현재 국회에서 논의 중인 디지털자산기본법(증권이 아닌 디지털 자산에 전반에 대한 규율을 예정하고 있음) 제정까지 이루어질 경우 디지털자산 전반을 아우르는 규율체계가 완성될 것으로 보이는데, 토큰 증권 규제와 디지털자산기본법상 규제가 서로 잘 조응할 수 있도록 금융당국과 디지털자산 업계 간 활발한 소통과 논의가 필요한 시점이라고 생각합니다.

지평 디지털혁신팀은 금융자문그룹, IP·IT 그룹, 공정거래그룹, 형사그룹, 자본시장그룹의 여러 전문가들이 모여 구성한 팀으로, 디지털자산 및 자본시장 전반에 걸쳐 축적한 풍부한 경험을 토대로 전문적이고 종합적인 법률서비스를 제공하고 있습니다. 앞으로도 디지털자산 관련 규제 변화를 지속적으로 모니터링하여 실효성 있는 자문을 제공해 드리겠습니다.

- ※ **보도자료** : 「토큰 증권(Security Token) 발행·유통 규율체계 정비방안」(금융위원회, 2023. 2. 6.)
- ※ **별첨** : 「토큰 증권(Security Token) 발행·유통 규율체계 정비방안」(금융위원회, 2023. 2. 6.)
- ※ **참고자료** : 「토큰 증권 발행·유통 규율체계 정비방안」추가 Q&A (금융위원회, 2023. 2. 6.)

법무법인(유) 지평 디지털혁신팀

운영규 파트너변호사	T. 02-6200-1743	E. ykyun@jipyong.com
유정한 파트너변호사(디지털혁신팀장)	T. 02-6200-1773	E. jhyoo@jipyong.com
서민아 변호사	T. 02-6200-1930	E. maseo@jipyong.com