별 첨

토큰 증권(Security Token) 발행·유통 규율체계 정비방안

2023. 2.

금 융 위 원 회
금 융 감 독 원
한 국 거 래 소
예 탁 결 제 원

목 차

Ⅰ. 추진 배경 ····· 1

Ⅱ. 기본 방향 ····· 4

Ⅲ. 세부 과제 ····· 7

[Task 1] 증권 여부 판단원칙 제시 ····· 7

[Task 2] 토큰 증권 발행·유통 규율체계 정비 ····· 8

(1) 발행 ····· 8

(2) 유통 ····· 9

Ⅳ. 향후 계획 ····· 11

[참 고] 세부 요건(안) ····· 12

[붙 임] 토큰 증권 가이드라인 ····· 14

Ⅰ. 추진 배경

□ **토큰 증권**(Security Token)은 **분산원장 기술**을 기반으로 하여 디지털화된 **자본시장법상 증권**

○ **토큰**이라는 형태의 특성상 **거래단위 분할**과 **이전**이 용이해, **높은 유통성**을 전제

○ **투자자에 부여**되는 **권리의 내용**은 **현행법상 증권**으로, 자본시장법상 **공시·영업·시장 규제**는 **동일하게 적용**

□ 토큰 증권의 **수요**는 **증권과 디지털자산 시장** 양쪽에서 **제기**

○ 다소 경직적인 **규제**와 **시장관행**으로 충족되지 못해 온 **다양한 소액투자 수요**를 위한 새로운 **증권상품** 제공 측면 존재

- 특히, **자산 유동화**를 위한 **신탁 수익증권**과 **비정형적 권리**의 유통을 위한 토큰화된 **투자계약증권** 관련 **샌드박스** 신청 다수

○ 반면, **편의성**과 **규제차익**을 토대로 빠르게 성장해 온 **디지털자산 시장**이 제도권 증권 영역까지 **확장**해 나가려는 측면도 **공존**

□ **현행 제도**에서는 **증권**을 **특정 형태·방식**으로만 발행·유통 가능

① **무권화*** 방식을 특정하고 있어 **분산원장**을 활용한 **증권 발행 불가**

* 실물증서를 발행하지 않고 증권에 대한 권리가 오로지 장부상에 전자기록 형태로 존재하도록 하여 장부상 기재를 통해 권리를 이전하는 것

② 사실상 **수익증권**과 **투자계약증권**은 **유통 대상 증권**에서 **제외**

③ 해외에 비해 **사모·소액공모 활용도**가 **제한적**이며, 엄격한 **매출 규제**로 **상장 주식시장 중심**으로만 증권이 유통

□ 이에 따라 정부는 **증권**인 **디지털자산**(증권형 코인)의 **발행**을 위한 **자본시장법 규율체계 정비**를 **국정과제***로 채택하여 추진 중

* 국정과제 35 디지털 자산 인프라 및 규율체계 구축

➡ **증권 규율체계가 시장 질서 확립과 투자자 보호 목적을 달성하면서, 분산원장 기술과 다양한 증권 발행 · 거래 수요를 포용할 필요**

〈참고〉 토큰 증권 규율체계와 개념

□ **토큰 증권(Security Token)**이란, **분산원장 기술**(Distributed Ledger Technology)을 활용해 **자본시장법상 증권**을 **디지털화**(Digitalization)한 것을 의미합니다.

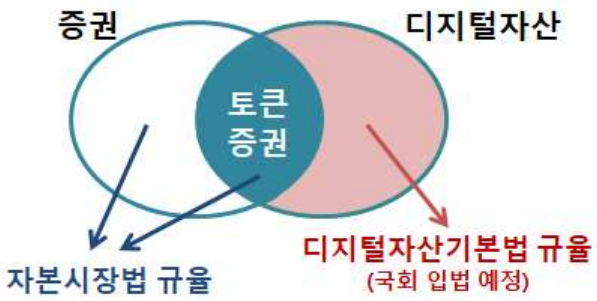
○ **디지털 자산** 측면에서는 **증권이 아닌 디지털 자산**(소위 '가상자산')과 대비되는 "**증권형 디지털 자산**"입니다.

○ **증권 제도** 측면에서는 **실물 증권**과 **전자 증권**에 이은 **증권의 새로운 발행 형태**라는 점에서 "**토큰 증권**"으로 명칭을 정리하였습니다.

□ **자본시장법의 규율 대상**은 "**증권**"이며, **발행 형태는 고려하지 않습니다.**

○ 투자자가 얻게 되는 **권리**가 **법상 증권에 해당**한다면, **어떤 형태**를 하고 있든지 **투자자 보호**와 **시장질서 유지**를 위한 공시, 인·허가 제도, 불공정거래 금지 등 **모든 증권 규제가 적용**됩니다.

※ 토큰 증권과 디지털 자산의 규율체계



○ 따라서, **토큰 증권**은 디지털자산 형태로 발행되었을 뿐 **증권**이므로, **당연히 자본시장법의 규율 대상**입니다.

○ 반면, **증권이 아닌 디지털 자산**은 자본시장법이 적용되지 않고, 국회에서 입법이 추진되고 있는 **디지털 자산 기본법**에 따라 **규율체계가 마련**될 것입니다.

□ 현행 **상법과 전자증권법**은 **증권의 발행형태**로 **실물 증권**과 **전자증권법**에 따라 권리를 전자적으로 등록하는 **전자 증권**을 허용하고 있습니다.

○ **실물 증권과 전자 증권**에는 법상 **권리 추정력** 등*이 부여되어 **투자자의 재산권을 보호**하고 **안정적인 증권 거래**가 이루어질 수 있습니다.

* 예) 실물증권 점유자는 적법한 소지인으로 추정하며 실물증권 교부를 통해 양도
전자등록계좌부에 등록된 자는 적법한 권리자로 추정하며 계좌간 대체를 통해 양도

□ 자본시장법상 **증권** 개념과 상법·전자증권법상 증권 **발행형태**의 관계는, **증권**을 "**음식**"으로, 증권의 **발행형태**를 그 음식을 담는 "**그릇**"으로 비유할 수 있습니다.

i) **어떤 그릇**에 담겨 있더라도 **음식이 바뀌지 않습니다.** 다시 말하면, **발행형태**가 달라진다고 하여 **증권이라는 본질**이 변하지는 않습니다.

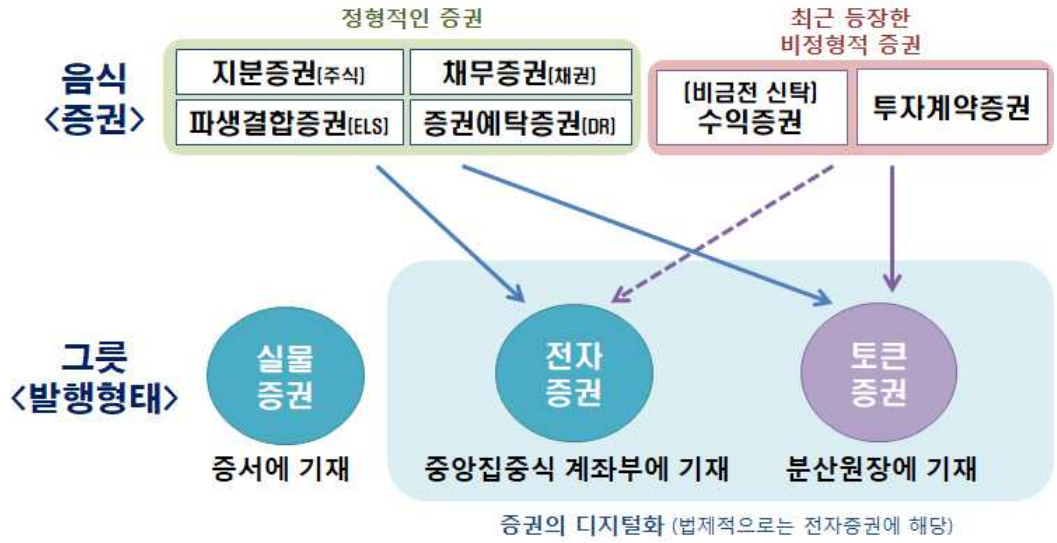
ii) **아무 것**이나 음식을 담는 **그릇으로 쓸 수 없습니다.** 투자자 보호를 위해 **일정한 법적 효력과 요건을 갖춘 발행형태**가 요구되어야 합니다.

iii) **음식 종류에 따라 적합한 그릇**이 다를 수 있습니다. 특히, **비정형적인 증권을 소액 발행**하는 경우에는 증권사를 통해 **중앙집중적**으로 전자등록·관리되는 **기존 전자 증권이 부적합**해, **새로운 발행형태**가 필요합니다.

□ STO(Security Token Offering), 즉 **토큰 증권의 발행·유통을 허용**함으로써, 최근 출현한 **다양한 권리의 증권화**를 지원하고 **분산원장 기술을 활용**하여 **증권의 발행과 거래**를 더욱 **효율적이고 편리***하게 개선하려 합니다.

* 예) 비상장주식 주주파악 용이, 비상장채권 소액단위 발행·거래 편리 등

※ 토큰 증권의 개념



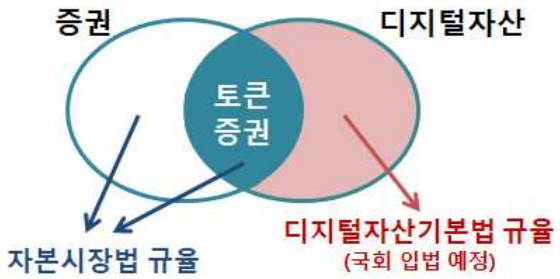
➡ **토큰 증권 발행(STO) 허용은 새로운 그릇을 만들어, 음식 특성에 잘 맞는 그릇을 선택할 수 있도록 허용하는 것임**

※ 발행인의 선택에 따라 주식·채권 등 정형적인 증권을 토큰 증권에 담거나 (비금전 신탁)수익증권·투자계약증권을 기존 전자 증권 형태로 발행하는 것도 가능

Ⅱ. 기본 방향

Task 1 증권 여부 판단원칙 제시

- **증권에 해당하는 디지털 자산에는 현재도 증권규제 전면 적용**
  - 그러나, 디지털 자산의 증권 여부 판단에 대한 어려움이 제기되고 있으며, 특히 투자계약증권의 적용례가 부족



➜ 증권 여부 판단의 기본원칙 등을 제시해 법 위반 가능성 방지
- 발표 후, 개별 사안별로 디지털 자산의 증권 여부 판단 및 후속조치 진행
- 자본시장법과 디지털자산기본법이 함께 디지털 자산 시장 전반을 규율

[기본방향]

□ **"증권"의 정의**는 이미 **자본시장법에 규정**되어 있음

○ **토큰 증권**은 **본질적으로 자본시장법상 증권**이므로, 발행·유통 규율체계 정비 이전에도 **모든 증권규제가 적용**되고 있음

○ **가이드라인**에서 토큰 증권에만 적용되는 **새로운 증권 개념**을 제시하거나 **기존 증권 범위를 확대·축소**하는 것은 **아님**

□ 가이드라인에서 제공하는 적용례 등은 **토큰 증권**의 **특성**을 감안하여 **자율적 판단을 지원**하기 위해 마련된 것임

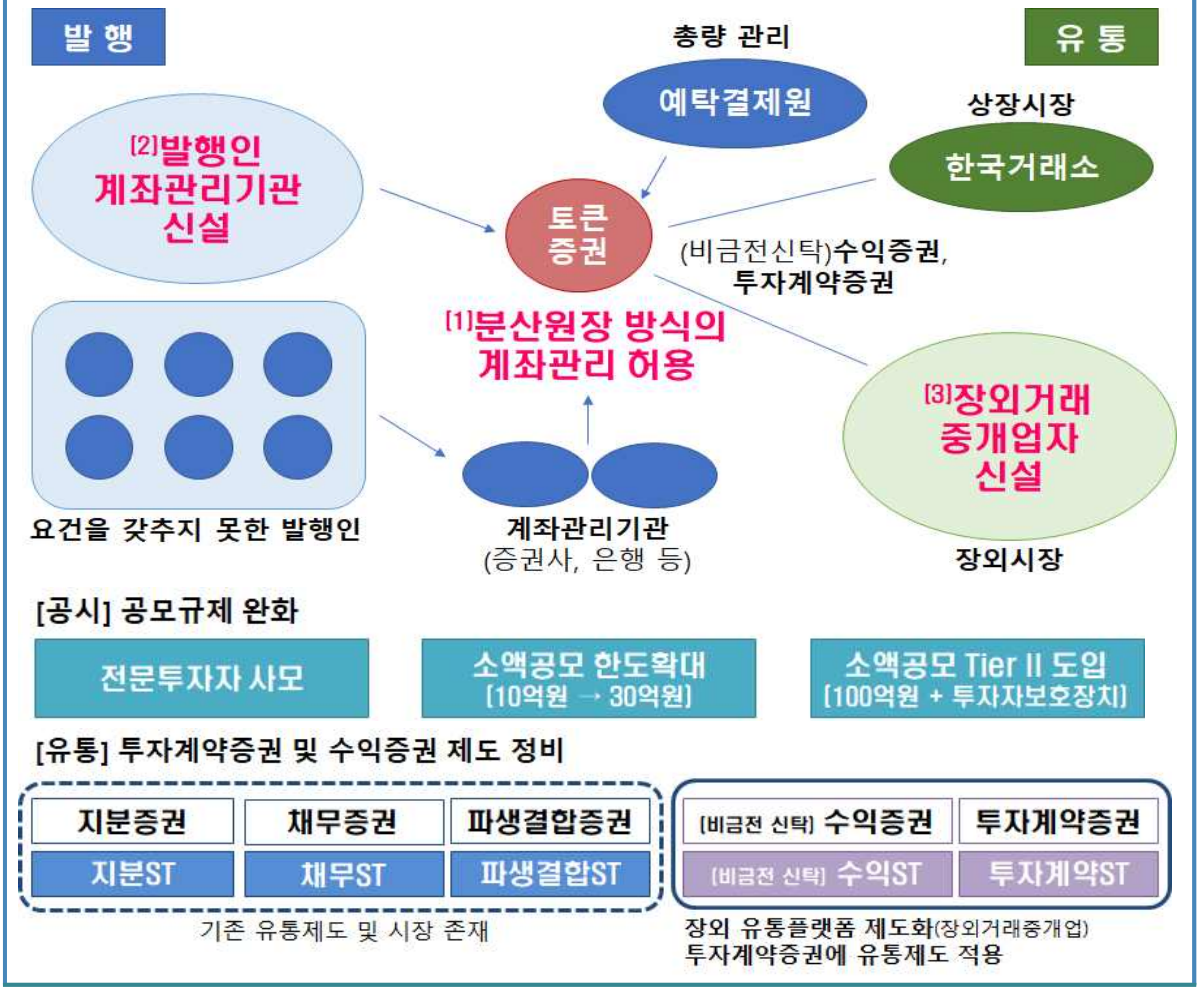
○ **증권에 해당할 가능성이 높거나*** **/ 낮은**** 경우에 대해 예시를 제공하고, **투자계약증권의 요건**을 구체적으로 설명

* 예) 발행인이 투자자에게 사업 성과에 따라 발생한 수익을 귀속시키는 경우
** 예) 투자자의 권리에 상응하는 의무를 이행해야 하는 자가 없는 경우

⇨ **이해관계인** 등이 **자본시장 법규 적용 여부**를 **자율적으로 점검**해야 하며, **구체적인 사안**에 대해서는 **개별적인 판단**이 필요

Task 2 토큰 증권 발행·유통 규율체계 정비

❶ 토큰 증권을 전자증권법 제도상 증권발행 형태로 수용
❷ 직접 토큰 증권을 등록·관리하는 발행인 계좌관리기관 도입
❸ 투자계약증권·수익증권에 대한 장외거래중개업 신설



• 토큰 증권이 제대로 발행·유통될 수 있는 제도적 기반 마련

[기본방향]

□ 토큰 증권의 혁신성은 ❶다양한 권리의 증권화와 ❷비정형적 증권의 유통으로 집약될 수 있음

□ 증권 제도는 공시, 인·허가 및 행위규제를 통해 투자자 보호 추구

○ ❶발행자-투자자 간 정보비대칭 해소, ❷불공정거래 방지 등 유통시장의 질서 확립 등

⇨ 토큰 증권의 장점과 투자자 보호를 균형 있게 추진

[발행 규율체계]

1 **증권의 디지털화**를 위한 제도적 인프라인 **전자증권법**에서 혁신적인 **분산원장 기술을 수용**

* 전자증권법상 계좌부 기재·대체 방식으로 분산원장을 허용

2 기존 전자증권은 **증권사 등**을 통해서만 **증권을 전자등록**할 수 있으나, **토큰 증권**은 일정 요건을 갖춘 **발행인이 직접 등록**하는 것도 **허용**

* 전자증권법에 발행인 계좌관리기관의 요건을 신설하고, 이를 충족하는 발행인은 분산원장에 자신이 발행하는 증권을 직접 등록할 수 있게 됨

** 다만, 외형적으로 증권의 형식을 갖추었는지, 발행총량이 얼마나 되는지 등에 대한 예탁원의 기본적인 심사는 필요

○ **요건을 갖추지 못한 경우** 기존 전자증권과 동일하게 **증권사 등의 지원**을 받아 **누구나 토큰 증권 발행** 가능

3 **소액공모 확대** 등, 공모 규제를 일부 완화해 투자자 피해 우려가 적은 증권 발행은 **공시 부담 없이 시도**할 수 있도록 **지원**

⇨ **분산원장 기술**의 혁신성을 수용하고 **다양한 권리의 발행**을 지원하면서, **투자자의 기본적인 재산권을 보호**

* 토큰 증권에도 전자증권법의 권리 추정력·제3자 대항력 등을 적용

[유통 규율체계]

1 발행인과의 협업을 통해 다양한 권리가 거래되는 **소규모 장외시장이 형성**될 수 있도록 **다자간 상대매매 플랫폼 제도화**

2 **비정형적 권리의 상장시장**은 자본시장법상 허가받은 증권거래소인 **KRX에 "디지털증권시장"을 시범개설**

○ **기존 증권 인프라***를 활용해 **대규모 거래**를 **안정적으로 지원**

* 토큰 증권이 상장될 때는 분산원장이 아닌 기존의 전자증권 방식으로 변환하고, KRX 회원사인 기존 증권사를 통해 거래

⇨ **다양한 비정형적 증권의 장외시장의 형성**을 허용하면서, **대규모 거래**는 검증된 인프라를 통해 **투자자보호·안정성 확보**

Ⅲ. 세부 내용

Task 1 증권 여부 판단원칙 제시

기본방향 **조각투자 가이드라인('22.4월)에서 제시한 원칙이 동일하게 적용**

□ **증권**인지는 **제반사정**을 **종합적으로 감안**하여 **개별적으로 판단**하며, **권리의 내용**이 **증권**에 해당한다면 **현행 증권 규제가 전면 적용**

○ **해외 발행**된 경우에도 **국내 투자자에게 청약**을 **권유**하는 등 그 효과가 국내에 미치는 경우에는 **자본시장법 규제 적용**

□ **토큰 증권**의 **특성**을 감안, **이해관계인의 자율적 증권성 판단을 지원**하기 위한 적용례 등 제시

※ 가이드라인에서 토큰 증권에만 적용되는 새로운 증권 개념을 제시하거나 기존 증권 범위를 확대·축소하는 것은 아님

○ 증권 해당 **가능성**이 **높은 경우**와 **낮은 경우**에 대한 **예시** 제공

○ **투자계약증권** 여부를 면밀히 검토할 수 있도록 **각 요건**을 **구체적으로 설명** (세부내용 붙임)

〈 증권에 해당할 가능성이 높은 경우(예시) 〉

- 사업 운영에 대한 지분권을 갖거나 사업의 운영성과에 따른 배당권 또는 잔여재산에 대한 분배청구권을 갖게 되는 경우
- 발행인이 투자자에게 사업 성과에 따라 발생한 수익을 귀속시키는 경우
  - 투자자에게 지급되는 금전등이 형식적으로는 투자자 활동의 대가 형태를 가지더라도, 실질적으로 사업 수익을 분배하는 것에 해당하는 경우

* 조각투자의 경우에는 공동사업의 결과에 따른 손익을 귀속 받는 계약상의 권리임을 전제하고 있으나, 디지털자산은 이에 대해 별도의 판단 필요

〈 증권에 해당할 가능성이 낮은 경우(예시) 〉

- 발행인이 없거나, 투자자의 권리에 상응하는 의무를 이행해야 하는 자가 없는 경우
- 지급결제 또는 교환매개로 활용하기 위해 안정적인 가치유지를 목적으로 발행되고 상환을 약속하지 않는 경우
- 실물 자산에 대한 공유권만을 표시한 경우로서 공유목적물의 가격·가치상승을 위한 발행인의 역할·기여에 대한 약속이 없는 경우

➡ **증권 여부 판단원칙을 포함한 「토큰 증권 가이드라인」 마련 향후 판례 및 적용례 축적에 따라 지속 보완**

Task 2 토큰 증권 발행·유통 규율체계 정비

(1) 발행

▣ 전자증권의 형태로 토큰 증권을 수용하고 공모규제 완화

전자증권	토큰 증권 발행 불가	전자증권으로 수용
발행공시	발행인 전자증권 직접발행 불가	발행인 계좌관리기관 신설
	다양한 증권발행 시도 곤란	사모·소액공모 활용도 개선
	공모규제 회피수단 악용 소지	토큰 증권은 공모로 간주

전자증권제도 **토큰 증권을 제도적으로 수용해 투자자 재산권 보호**

□ **토큰 증권**을 전자증권법상 효력*이 부여되는 **전자증권**으로 **수용**

* 계좌부에 기재된 증권의 권리자에 권리 추정력 및 제3자 대항력 부여

○ 분산원장을 **법적 효력이 부여되는 공부**(公簿)로 **인정**하되 조작·변경 방지 등을 위한 **일정 기술요건** 등 **충족 필요***

* 예) 권리자·거래 기록을 위해 별도의 가상자산을 필요로 하지 않을 것 등

○ 現 전자등록기관(예탁원)의 **증권 발행심사** 및 **총량관리*** 동일 적용

* 증권 발행총량 변동시 예탁원에 데이터를 제출하고, 예탁원이 필요시 검증

※ 전자증권법 개정 전에는 기존 방식의 전자증권을 발행하여 전자증권 거래를 토큰 이동과 연계하고 소유권 추정력 등은 전자증권을 기준으로 하는 "미러링" 활용

□ **증권사 연계 없이**도 토큰 증권을 발행할 수 있도록 허용

○ 일정 수준 이상의 자기자본 등 **요건**을 갖춘 **발행인**은 **계좌관리기관으로 등록**하여 분산원장 직접 관리

* 증권사 중개 거래시에는 증권사 거래시스템과 계좌관리기관의 분산원장을 연계

□ **전자등록 대상 증권**에 공모 발행 **투자계약증권**을 추가

➡ **[기대효과] 조각투자 등 다양한 권리의 증권화를 지원하고, 분산원장 기술을 활용한 기존 증권 발행·거래의 효율성·편의성 개선***

* 예) 비상장주식의 주주파악이 편리해져 공시 이행 및 인수시도 대응 등이 용이
비상장채권의 소액단위 발행과 거래가 편리

발행공시 **공모규제는 일부 완화하되 규제 회피 시도는 최대한 차단**

□ **투자자 피해 우려가 적은 증권 발행**은 공시 부담 없이 **시도**할 수 있도록 **사모와 소액공모 제도**를 **적극 활용**

※ 토큰 증권 외에도 기존 전자증권·실물증권 등 증권 형태에 관계없이 적용

○ **(전문투자자 사모) 청약자가 모두 전문투자자**인 경우 **사모***로 인정

* 1년간 일반투자자 대상 전매를 금지하고 6개월 내 일반투자자 대상 사모 발행시 동일 증권으로 간주해 공모규제 회피 방지

○ **(소액공모 상향) 소액공모 한도**를 10억원에서 **30억원**으로 상향*

* 사업보고서 제출 법인(코넥스 제외) 및 적정성 원칙 대상 증권의 한도는 현행 유지

○ **(소액공모Ⅱ 신설)** 현행 소액공모에 비해 **투자자 보호장치***를 강화하되 최대 **100억원 한도**인 **소액공모 TierⅡ** 도입

* 사전 신고·심사·정정요구·효력발생기간, 감사보고서 첨부, 사업보고서 제출 대상 법인·적정성 원칙 대상 증권 제한, 인수인·주선인 의무화 등

※ 非금전재산 신탁의 수익증권 발행도 허용 예정('22.10 신탁업 발전방안)

□ 다만, 유통성이 높은 토큰의 특성이 **공모 규제의 회피수단**으로 활용되지 않도록 **토큰 증권은 공모 발행 간주**(전매기준 반영)

➡ **[기대효과] 소규모 자산과 다양한 현금흐름 등을 유동화·증권화하는 투자상품을 제도적으로 지원**

(2) 유통

▣ **토큰 증권 수요가 많은 투자계약증권 · 수익증권의 유통 시장 마련**

장외거래

- 투자계약증권의 유통 제한
- 다자간상대매매 금지
- 매출 규제로 시장형성 불가
- 상장시장(KRX) 부재

→

- 증권 유통제도 적용
- 장외거래중개 인가 신설
- 소액투자자 매출공시 면제
- 상장시장 신설, 요건 완화

투자계약증권 **자본시장법상 증권 유통제도* 적용**

* 투자중개·매매업 인가, 거래소 허가, 유통공시(공모·상장시 사업보고서), 불공정거래 등

➡ **[기대효과] 비정형적 권리의 유통을 제도적으로 허용하고 규율**

장외거래 투자계약증권 · 수익증권의 유통플랫폼 제도화

□ **투자계약증권**과 **수익증권**의 **장외거래 중개 인가단위**를 신설하여, 일반 소액투자자 대상 **다자간 상대매매 중개업무**를 **허용**

○ 채권중개전문회사 요건 등을 감안해 **증권 유형별로 인가요건**을 정할 것이며, 필요시 **보안요건**을 추가 요구

○ **이해상충**을 **방지**하기 위해 **발행·인수·주선**한 증권의 중개를 **제한**하고, **자기계약**은 **금지**

□ **장외거래중개업자**를 통한 **소액투자자** 거래에 **매출*** **규제 예외 인정**

* 50인 이상의 투자자에게 이미 발행된 증권의 매도의 청약을 하거나 매수의 청약을 권유하는 것으로, 매출시에는 발행인의 증권신고서 필요

〈 투자계약증권·수익증권 장외거래중개업자 운영방안(案) 〉

- (소액투자자) 발행총수의 일정 비율 및 일정 금액 미만 소유, 발행·인수·주선인 제외
- (투자한도) 일반투자자의 연간 투자한도 제한(투자계약증권에 더 낮은 한도 적용)
- (공시) 공모발행(증권신고서·소액공모공시서류 제출), 유통공시(회계감사인 감사보고서)
- (업무기준) 진입·퇴출기준 및 불량회원 제재기준 마련, 이상거래 적출 전산화 등

➡ **[기대효과] 다양한 권리를 거래하는 소규모 유통시장 형성**

상장시장 투자계약증권 · 수익증권의 대규모 거래 인프라 마련

□ **투자계약증권**과 **수익증권**을 거래하는 **KRX 디지털 증권 시장 개설**

○ **발행인 건전성, 발행 규모** 등 투자자 보호를 위한 **상장요건**과 **중요정보 공시** 등을 적용하되 **기존 상장시장에 비해 완화**

○ 다수 투자자가 참여하는 **상장시장**인 점을 감안, 기존 **전자증권으로 전환**하여 **상장**하고 기존 **매매거래·결제 인프라 적용**

〈 디지털 증권 시장 상장요건 및 공시의무(案) 〉

- (발행인) 직전 회계연도 감사의견 적정 / (발행규모) 종목별 3억원·1만주 이상
- (공시) 공모발행(증권신고서·소액공모공시서류 제출), 유통공시(사업보고서)
- (지정자문인) 투자계약증권은 지정자문인要(단, 기업현황보고서·LP 의무 미적용)

➡ **[기대효과] 검증된 인프라를 활용해 새로운 증권유통의 규율 확립**

Ⅳ. 향후 계획

단계적추진 가이드라인 제시 → 샌드박스 테스트 → 정식 제도화

1 **(가이드라인)** [Task1]**증권 여부 판단원칙**과 [Task2]**토큰 증권 발행·유통 규율 방안** 제시('23.2.6)

2 **(제도화) 전자증권법·자본시장법 개정안 등 '23.上 법안 제출**

○ **(샌드박스 지속)** 법 개정 전에도 **투자계약증권의 유통**과 **수익증권의 발행·유통**은 **혁신성이 인정**될 경우 **샌드박스**를 통해 **테스트**

※ 단, 전자증권법 개정 전에는 기존 전자증권과 토큰을 1:1매칭하는 등의 방법으로 전자증권화 필요

○ **(세부요건)** 신설되는 각종 인가 등의 **세부요건**은 향후 시행령 등 하위법령 개정시 **이해관계자 의견을 추가로 수렴**해 확정

	과제	요조치사항	추진일정
발행	토큰 증권 수용	전자증권법 개정	'23.上 법안제출
	발행인 계좌관리기관 도입	전자증권법 개정	'23.上 법안제출
	전문투자자 사모	자본시장법 개정	'23.上 법안제출
	소액공모 한도 확대	자본시장법 시행령 개정	'23년 내
	소액공모Ⅱ 도입	자본시장법 개정	'23.上 법안제출
	토큰 증권 공모 간주	증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 개정	전자증권법 개정 후속
유통	투자계약증권 유통제도 적용	자본시장법 개정	'23.上 법안제출
	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

* '23년부터 샌드박스를 통해 테스트하고, 그 결과를 시행령 개정시 반영

참 고 **분산원장·발행인 계좌관리기관·장외거래중개업(안)**

※ 잠정안으로, 향후 하위법령 개정 과정에서 확정될 예정

1. 분산원장 요건(안)

1. 권리자 정보 및 거래 정보가 시간 순서대로 기록되고, 사후적인 조작·변경이 방지될 것

2. 분산원장에 기록된 권리자 정보 및 거래정보와 실제거래내역 사이의 동일성이 계좌관리기관의 책임으로 입증 가능할 것

3. 권리자 정보 및 거래 정보가 복수의 분산된 장부에 동일하게 기록될 것

4. 전자등록기관, 금융기관 또는 발행인과 특수관계인에 해당하지 않는 계좌관리기관이 다수 참여하여 분산원장을 확인할 수 있을 것

5. 권리자 및 거래 정보 기록을 위해 별도의 가상자산을 필요로 하지 않을 것

6. 분산원장으로 기록하기 적합한 권리를 등록할 것

   * 상장증권, 상장DR, 파생결합증권 제외

7. 개인정보보호법, 신용정보법 등 법령을 위반하지 않을 것

2. 발행인 계좌관리기관(안)

1. (분산원장) 분산원장 요건을 충족할 것

2. (자기자본·물적설비·대주주·임원요건) 의견수렴을 거쳐 추후 확정 예정

3. (인력요건) 법조인, 증권사무 전문인력, 전산 전문인력 각 2인

4. (손해배상) 투자계약증권 발행량에 비례한 기금 적립

5. (총량관리) 최초 발행·발행수량 변동·일정 주기 시 암호화된 명세를 전자등록기관(KSD)에 통보 → 필요시 KSD가 비교 검증

3. 장외거래중개업 요건(안)

1. (자기자본*, 물적·인적·대주주·임원요건) 채권전문중개회사 수준을 감안 의견수렴을 거쳐 추후 확정 예정

   * 증권 유형(인가단위) 별로 자기자본 요구 예정

2. (업무범위) 증권시장 외에서 투자계약증권/수익증권 매매의 중개업무

   - 동시에 다수의 자를 각 당사자로 하여 종목별로 매수호가 또는 매도호가와 그 수량을 공표

   - 당사자 간의 매도호가와 매수호가가 일치하는 가격으로 매매거래를 체결

3. (투자한도) 일반투자자의 연간 투자한도 제한*

   * 수익증권에 비해 도산절연, 비정형성 측면에서 투자위험이 높은 투자계약증권의 투자한도를 더 낮은 수준으로 정할 예정

4. (대상증권) 공모발행 및 소액투자자(발행총량의 5% 이내 소유, 발행·인수·주선인 및 그 특수관계인 제외) 소유 투자계약증권, 수익증권

5. (업무기준) 중개신청의 방법, 중개신청의 취소 및 정정의 방법, 매매체결의 원칙 및 방법, 착오매매 정정의 방법, 매매체결내용의 통지방법, 매매계약의 이행방법, 기록의 작성·유지방법, 발행인 현황 공시방법, 불량회원 제재기준, 이상거래 적출기준 등을 정할 것

6. (금지행위) 발행·인수·주선한 증권의 매매 중개 금지, 정보 제3자 제공·누설 금지, 매매 중개업무와 다른 업무 간 결부 금지

7. (기타) 예탁금·건전성·권유·광고 등에 대해서는 증권사와 동일 규제 적용

붙 임 **토큰 증권 가이드라인 ('23.2.6.)**

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 해당하는지 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

❶ 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

❷ 금전등을 투자

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

❸ 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 사업 일부를 수행하는 경우에도 사업의 대부분의 사항에 대한 정보비대칭성이 있는 경우 주로 타인이 수행한 것으로 볼 수 있음

❹ 공동사업의 결과에 따른 손익을 귀속 받는 계약상의 권리*

* 조각투자는 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 이행되나 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

❺ 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

❶ 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)

❷ 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 증권의 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 청약을 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 증권의 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 전자증권化 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 필수적이나, 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(비금전신탁, 이하 같음) 관련 유통제도를 정비하고 유통플랫폼을 제도화할 계획임

□ 현행 자본시장법상으로는 유통제도를 적용하지 않고 있는 투자계약증권에도 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