

토큰 증권(증권형 토큰)의 발행과 유통이 가능해집니다

February 14, 2023

금융위원회는 2023. 2. 3. 「토큰 증권(Security Token) 발행 유통 규율체계 정비방안」을 발표하였습니다. ‘토큰 증권’이란 분산원장 기술(Distributed Ledger Technology)을 기반으로 하여 디지털화(Digitalization)된 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 “**자본시장법**”)상 증권을 의미하며, 그동안 ‘증권형 토큰’으로 널리 불려왔습니다. 금융위원회는 ‘증권형 토큰’이라는 용어를 ‘토큰 증권’이라는 용어로 대체하여, 자본시장법상 증권에 대한 공시·영업·시장규제가 동일하게 적용된다는 점을 명확히 하면서, 기존에 분산원장을 활용한 증권의 발행과 유통에 장애가 되었던 제도를 정비함으로써 토큰 증권의 발행과 유통을 허용할 계획임을 밝혔습니다. 금융위원회가 발표한 「토큰 증권 발행 유통 규율체계 정비방안」과 이에 따른 「토큰 증권 가이드라인」(이하 통칭하여 “**본건 정비방안**”)의 주된 내용은 아래와 같습니다.

1. 디지털자산의 증권성 판단기준 구체화

금융위원회는 디지털자산을 취급하려는 자는 해당 디지털자산이 자본시장법 상 증권에 해당하는지 여부를 미리 점검하고, 증권에 해당할 경우 관련 규제를 준수해야 한다는 점을 재확인하면서, 디지털자산의 증권 여부에 대한 판단원칙을 제시하였습니다.

자본시장법은 증권을 ‘내 외국인인 발행한 금융투자상품으로서 투자자가 취득과 동시에 지급한 금전등 외에 어떠한 명목으로든지 추가로 지급의무를 부담하지 아니하는 것’이라 정의하면서(자본시장법 제4조 제1항), 증권을 채무증권 지분증권 수익증권 투자계약증권 파생결합증권 증권예탁증권의 6가지로 구분하되, 집합투자업자가 집합투자를 수행하기 위해 설정한 기구에 대한 수익권이나 출자지분이 표시된 것은 별도로 집합투자증권으로 규정하고 있습니다. 위와 같은 증권의 유형 중 디지털자산과 관련하여 주로 문제되는 것은 ‘투자계약증권’인데, ‘투자계약증권’은 추상적이고 포괄적인 증권 유형을 포함하는 개념으로서 다른 5가지 유형의 증권에 비해 보충적으로 인정된다는 점과 온라인소액투자중개업자에 대한 특례, 공시규제 및 부정거래행위에 대한 규정 등을 적용하는 경우에만 증권으로 본다는 점에 유의할 필요가 있습니다. 자본시장법은 ‘투자계약증권’을 특정 투자자가 그 투자자와 타인(다른 투자자를 포함한다) 간의 공동사업에 금전등을 투자하고 주로 타인이 수행한 공동사업의 결과에 따른 손익을 귀속받는 계약상의 권리가 표시된 것이라 정하고 있는데(자본시장법 제4조 제6항), 금융위원회는 본건 정비방안을 통하여 투자계약증권의 성립요건을 아래와 같이 구체적으로 제시하였습니다.

<투자계약증권의 요건>

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, 법정통화와의 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 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

④ 공동사업의 결과에 따른 손익을 귀속 받는 계약상의 권리

- * 조각투자자는 동 요건이 충족되는 것을 전제로 2022. 4. 28. 자 ‘조각투자 등 신종증권 사업 관련 가이드라인’을 제시한 바 있음
- 장래 일정 시점이 도래하거나 일정한 객관적 조건(예: 매출액 목표)이 달성될 경우 사업 결과에 따른 손익을 귀속 받기로 계약한 경우도 포함될 수 있음
- 발행인 등이 투자자의 금전 등으로 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

나아가 금융위원회는 디지털자산의 증권성 여부를 판단할 때 참고할 수 있도록, 증권에 해당할 가능성이 높은 경우와 그렇지 않은 경우를 아래와 같이 예시하면서, 향후 판례 및 적용례 축적에 따라 지속적으로 보완할 것임을 밝혔습니다.

<디지털자산의 증권 판단 예시>

증권에 해당할 가능성이 높은 경우

- 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 방식으로 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 금전 등이 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)

증권에 해당할 가능성이 낮은 경우

- 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 금전 등만을 지급받는 경우
- 실물 자산에 대한 공유권만을 표시한 경우로서 공유목적물의 가격가치상승을 위한 발행인의 역할, 기여 및 이익 귀속에 대한 약정이 없는 경우

따라서 디지털자산을 발행 유통하는 사업자의 경우 자신이 취급하는 디지털자산이 자본시장법 상 증권에 해당하는지 여부를 다시 한번 판단하고, 증권에 해당할 가능성을 낮추기 위한 조치를 취할 필요가 있습니다.

2. 토큰 증권의 발행 및 유통 규율체계 정비

금융위원회는 다음과 같이 전자증권법과 자본시장법을 개정하여, 토큰 증권의 발행과 유통을 허용할 계획입니다.

전자증권법 개정	① 토큰 증권을 전자증권법 상 증권발행의 형태로 수용
	② 직접 토큰 증권을 등록 및 관리하는 발행인 계좌관리기관 도입
자본시장법 개정	③ 투자계약증권 및 수익증권에 대한 장외거래중개업 신설

가. 현행(2023년 2월 현재) 토큰 증권 발행 및 유통제도

토큰 증권은 현행법령 상 증권 규제(공시, 금융투자업 및 거래소 등 인가 허가 등록, 불공정거래 금지 규정)를 모두 준수해야 하고, 관련 영업의 적법성 여부를 확인할 책임은 이를 발행 유통 취급하는 당사자에게 있습니다. 특히 토큰 증권의 발행이 해외에서 이루어지는 경우에도 자본시장법의 역외적용 원칙 상 국내 투자자를 대상으로 청약의 권유가 이뤄지는 등 그 효과가 국내에 미치는 경우에도 마찬가지로 점에 유의할 필요가 있습니다.

현행 전자증권법 상 계좌관리기관은 모든 장부상 정보를 관리하지 않고, 분산원장 기술을 활용하는 무권화(실물증서의 발행없이 증권에 대한 권리를 오로지 장부상에 전자기록 형태로 존재하도록 하여 장부상 기재만을 통하여 권리를 이전하는 것)는 허용되고 있지 않습니다. 또한 자본시장법 상 비금전신탁 수익증권의 발행은 허용되지 아니하며, 투자계약증권은 자본시장법의 유통제도 관련 규정이 적용되지 않아 엄격한 매출 공시 규제가 적용됩니다.

나. 토큰 증권의 발행 허용 (전자증권법 개정 要)

전자증권법을 개정하여, 분산원장 기술을 증권의 권리 발생 변경 소멸에 관한 정보를 기재하는 법상 공부(公簿)의 기재 방식으로 인정할 예정입니다. 다만, 분산원장의 안정성을 확보하고 투자자의 권리를 보호할 수 있도록 일정한 요건을 요구할 것으로 보이며, 금융위원회가 잠정적으로 예시한 요건은 아래와 같습니다.

<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(노드의 51% 이상이 다른 금융기관 등으로 구성되어야 함)
5. 권리자 및 거래 정보 기록을 위해 별도의 가상자산을 필요로 하지 않을 것
6. 분산원장으로 기록하기 적합한 권리를 등록할 것
 - * 수평적 공동성: 2인 이상 투자자 간의 수익 관련성이 있는 경우
7. 개인정보보호법, 신용정보법 등 법령을 위반하지 않을 것

위와 같이 요건을 충족하는 분산원장을 바탕으로 발행된 토큰 증권에 대해서는 기존의 전자증권과 동일하게, 권리 추정력과 제3자 대항력이 부여되어 투자자의 재산권이 보호되며, 예탁결제원이 양도가능성, 대체가능성을 살펴본 권리를 표준화해 발행하는 증권의 외형을 갖추었는지 여부를 심사하게 됩니다.

나아가 일정한 요건을 갖춘 발행인은 발행인 계좌관리기관이 되어 증권사를 통하지 않고 직접 토큰 증권을 발행할 수 있게 됩니다. 분산원장 기술의 특성 상 여러 노드가 참여해 기록을 검증하므로 사후적인 조작과 변경을 방지할 수 있다는 장점이 있으므로, 직접 토큰 증권을 등록 관리하는 발행인 계좌관리기관을 신설하는 것입니다. 기존 증권사는 이미 전자증권법 상 계좌관리기관 전자등록기관에 해당하므로 분산원장 요건을 충족하는 경우, 별도의 인가 등록 없이도 토큰 증권을 발행할 수 있습니다.

<발행인 계좌관리기관(안)>

1. (분산원장) 분산원장 요건을 충족할 것
2. (자기자본·물적설비·대주주·임원요건) 의견수렴을 거쳐 추후 확정
3. (인력요건) 법조인, 증권사무 전문인력, 전산 전문인력 각 2인
4. (손해배상) 투자계약증권 발행량에 비례한 기금 적립
5. (총량관리) 최초 발행시, 발행수량 변동시 및 일정 주기로 암호화된 명세를 전자등록기관(한국예탁결제원)에 통보 → 필요시 한국예탁결제원이 비교 검증

다. 장외거래중개업 신설 (자본시장법 개정 要)

자본시장법을 개정하여, 투자계약증권과 수익증권의 다자간 거래를 장외에서 중개할 수 있는 장외거래중개업 인가를 신설할 예정입니다. 장외거래중개업자는 자사 고객 간 거래를 다자간 상대매매방식(매수호가와 매도호가 일치 시 체결하는 방법으로, 현재 금융투자협회가 운영하는 K-OTC 시장과 동일한 방식)으로 중개할 수 있습니다. 기존 증권사도 자본시장법 제16조의2에 따른 업무 추가등록을 통해 장외거래중개업을 영위할 수 있으며, 일반투자자에 대해서 투자한도를 두어 투자자를 보호하되, 발행시 증권신고서나 소액공모 공시서류를 제출한 투자계약증권 및 수익증권을 장외거래중개업자의 중개를 통해 거래하는 경우 매출 공시에 대한 예외를 인정하여 유통성을 제고할 계획입니다.

한편 투자계약증권과 수익증권의 상장시장은 자본시장법 제373조의2에 따른 거래소 허가를 받은 자가 개설 운영할 수 있으며, 이에 따라 한국거래소가 디지털증권시장을 개설할 것으로 알려져 있습니다. 다만, 한국거래소의 디지털증권시장에 상장되기 위해서는 기존 전자증권으로 전환하고 현행 매매 청산 결제 인프라를 동일하게 활용해야 합니다.

3. 시사점

기존에 증권으로 발행되기 어려웠던 다양한 권리를 토큰 증권의 형태로 보다 쉽게 발행하고 유통시킬 수 있는 규제체계가 마련되고, 비정형적 증권을 유통할 수 있는 소규모 장외시장이 형성될 것이라는 점에서 본건 정비방안은 큰 의미를 갖고 있습니다.

토큰 증권의 발행까지는 아직 전자증권법과 자본시장법 개정을 통한 제도화 절차가 남아 있으나, 법 개정 전이라도 금융규제 샌드박스(단, 전자증권법 개정 전에는 기존 전자증권과 토큰을 1:1 매칭하는 이른바 ‘미러링’이 필요)를 통하거나, 투자계약증권을 실물발행하고 증권신고서를 제출하는 방법을 통하여 사업화를 시도할 수 있다고 보입니다.

※ 한국핀테크산업협회가 개최하는 ‘토큰증권 가이드라인 강연회(2023. 2. 15. 15시, 여의도 One IFC 17층 KAIST 여의도금융전문대학원)’에서 법무법인 (유한) 세종의 황현일 변호사가 토큰증권 가이드라인의 내용과 시사점에 대해서 강연할 예정입니다.

관련링크: http://korfin.kr/kr/news/notice_view.php?IDX=1202

For Questions or Comments

- | | |
|--------------------|---------------------------------------|
| • 엄상연 변호사 | T. 02-316-4677 E. syeom@shinkim.com |
| • 황현일 변호사 | T. 02-316-4453 E. hihwang@shinkim.com |
| • 오재청 변호사 | T. 02-316-1782 E. jcoh@shinkim.com |
| • 김종기 변호사 | T. 02-316-4271 E. jkkim@shinkim.com |

SHIN & KIM

법무법인(유) 세종

법무법인(유) 세종 뉴스레터의 게재된 내용 및 의견은 일반적인 정보 제공 목적으로 발행된 것이며, 이에 수록된 내용은 법무법인(유) 세종의 공식적인 견해나 구체적인 사안에 관한 법률의견이 아님을 알려드립니다.

The content and opinions expressed within Shin & Kim LLC's newsletter are provided for general informational purposes only and should not be considered as rendering of legal advice for any specific matter.

서울시 종로구 종로3길 17 디타워 D2 23층 (우)03155 T. 02-316-4114 <https://www.shinkim.com>
