

May 30, 2022

《碎片化投资等新型证券业务相关指引》的主要内容及启示

2022年4月20日，韩国证券期货委员会作出决定，认定株式会社MUSIC COW发行的音乐版权费参与请求权属于《资本市场和金融投资业法》（下称“《资本市场法》”）项下的“投资合约证券”。此后于2022年4月28日，韩国金融委员会通过《碎片化投资等新型证券业务相关指引》（下称“指引”）发布了碎片化投资商品证券属性的判断标准以及根据《金融创新支援特别法》规定对碎片化投资申请金融监管沙盒时的注意事项等内容。指引的主要内容及启示如下：

※投资合约证券是指，特定投资者对其与他人（包括其他投资者）之间的共同事业进行金钱等投资，享有主要由他人履行共同事业的结果所带来之损益的合约性权利的表征证券。（《资本市场法》第4条第6款）

I. 指引的主要内容

1. 判断碎片化投资商品的证券属性

碎片化投资商品的投资者获取的权利如果属于债务性证券、股权证券、受益证券、投资合约证券、衍生结合证券(Derivative Linked Securities, DLS)、存托凭证证券(Korea Depositary Receipt Securities, KDR)等《资本市场法》项下列举的六种证券之一，则有可能属于《资本市场法》项下的证券。

韩国金融委员会通过出台指引明确指出在判断投资者获取的权利是否属于证券时，不论其权利的标示方法和形式以及是否采用特定技术，均应以权利的实质内容做出判断；在判断证券属性时，应综合考虑碎片化投资标的的管理和经营方法、各项费用的收取和利润分配等各种情况，逐案做出判断。

此外，韩国金融委员会列举了认定碎片化投资商品证券属性的情形，具体内容如下：

朴鍾栢 律师

T 82.2.3404.0135

E jb.park@bkl.co.kr

池涌泉 外国律师

T 82.2.3404.0245

E yongquan.chi@bkl.co.kr

洪松峰 外国律师

T 82.2.3404.7583

E songfeng.hong@bkl.co.kr

崔玲 外国律师

T 86.21.6085.2900

E ling.cui@bkl.co.kr

被认定为证券的可能性较高的情形；

- 一定期限届满后，可受偿投资款项的；
- 按照业务运营情况分配损益的；
- 通过投资实物资产、金融商品等分配碎片化投资标的增值价值相关投资收益的；
- 根据基础资产的价格变动，获得不同的回收金额的；
- 有权认购、获得新发行证券的；
- 对其他证券享有合约权利或具有股权关系的；
- 经营者的专业性或者经营活动对投资者的收益产生重大影响的（⇒“投资合约证券”的核心要素）
 - 若无经营者将难以分配碎片化投资收益或者避免损失；
 - 经营者经营的流通市场的成败对收益产生较大影响；
 - 募集投资者时，通过经营者的努力、能力使投资者对业务相关的碎片化投资商品的价格上涨抱有合理期待。

被认定为证券的可能性较低的情形；

不属于上述情形，且①实际分割碎片化投资标的的所有权等物权、准物权等与此相同的权利并将其直接赋予投资者的；②投资者可以个别地直接使用、收益、处分碎片化投资标的的。

2. 属于证券时的处理原则

碎片化投资商品（下称“**碎片化投资证券**”）属于证券时，与普通证券的发行一样，其发行与流通应遵守《资本市场法》规定的提交证券申报书等全部监管规范。但是，若其创新性得到特别认可且遵守现行法规存在一定困难的，可以适用金融监管沙盒制度。

碎片化投资证券申请金融监管沙盒时，应考虑下列各项事宜，批准金融监管沙盒申请后，则在2年内享受特例待遇（可在不超过2年的范围内延长1次）。

- 不属于根据实物资产、权利主管部门的法令可商业化的情形（即证券化过程是必须的）；
- 在独创性、创新性上，为相关市场及金融市场的发展做出贡献；
- 提供包含下列事项的投资者保护方案；
 - 针对投资判断的重要事项准备适当的说明资料及广告标准、程序等，并交付格式合约条款；
 - 将投资者的缴存款项存入外部金融机构的投资者名下的单独账户(包括虚拟账户)；
 - 实现投资者权利与经营者破产风险的法律上的隔离；
 - 可以客观确认投资者权利关系的存托或类似于存托的权利凭证的管理、确认体系；
 - 确保投资者保护、应对障碍、信息安全等所必须的设备及专业人才；
 - 合理的纠纷处理程序及适当的损失补偿体系。
- 原则上，碎片化投资证券的发行与流通应当分离。

另外，根据碎片化投资业务拟提供的服务内容，其主营业务可能属于投资中介、集合投资、交易所等业

务范畴，因此可能需要根据业务的实质确认是否需要办理相关审批、许可、登记等手续。

II. 启示

随着对碎片化投资的关注日益增加，韩国国内出现了多种相关平台，但对于碎片化投资的性质是什么、是否得到了适当监管存在争议亦是不争的事实。在此背景下，韩国金融委员会通过出台指引明确指出《资本市场法》可适用于属于证券的碎片化投资商品，同时也提供了通过申请金融监管沙盒享受特例待遇的可能性。

1. 关于证券属性的判断

韩国证券期货委员会首次将“投资合约证券”的概念应用到判断株式会社MUSIC COW的证券属性的案例中，鉴于指引项下与证券属性判断相关的大部分内容与投资合约证券有关，我们认为，今后分析投资商品的证券属性时，投资合约证券的概念将得到更广泛的应用。因此，今后可能需要更加深入地分析是否属于投资合约证券的问题。

韩国金融委员会通过出台指引明确指出的证券属性判断标准不仅适用于碎片化投资，还将同样适用于虚拟资产和NFT等新型投资工具。但如果将韩国金融委员会指出的标准的适用范围扩大，亦有可能导致目前流通的某些虚拟资产被认定为属于投资合约证券，因此，还需持续关注今后指引的具体适用。

另一方面，由于传统的投资合约证券难以明确具有流通性，目前对其并不适用现行《资本市场法》规定项下的流通相关规定，而仅适用证券申报书、不正当交易相关的监管规定（《资本市场法》第4条第1款但书）。

然而，随着可流通的新型投资合约证券的出现，韩国金融委员会计划着手改善制度，将流通监管规定适用于投资合约证券，后续的制度改善方向亦需持续关注。

2. 关于金融监管沙盒制度的适用

为完成碎片化投资相关的金融监管沙盒指定工作，碎片化投资需要具备较强的创新性和必要性，尤其需要对金融市场的发展、投资者的便利与利益、碎片化投资的实物资产、权利市场的发展做出贡献。

由于创新性和必要性的判断将反映实物资产、权利主管部门的意见，因此，为今后顺利完成金融监管沙盒的指定工作，需要与实物资产、权利主管部门保持密切合作。

另外，金融监管沙盒的指定需要具备充分的投资者保护体系，尤其要求保护投资者免受经营者破产的风险，因此，需要从业务结构的设计阶段就充分考虑这些因素。