

February 8, 2023

금융위원회의 「토큰 증권 발행 · 유통 규율체계 정비방안」 발표

금융위원회는 2023. 2. 6. 「토큰 증권 발행 · 유통 규율체계 정비방안」(이하 통칭하여 “**본건 가이드라인**”)을 발표하였습니다. 본건 가이드라인은 (i) 디지털자산의 증권성 판단원칙을 제시함과 동시에, (ii) 발행 및 유통 관련 규율체계의 정비 방향을 제시하고 있습니다.

I. 디지털자산의 증권성 판단 원칙

본건 가이드라인에 포함된 ‘디지털자산의 증권 여부 판단 원칙’(이하 “**증권성 판단 원칙**”)의 기본적인 내용은 금융위원회가 2022. 4.경 발표한 ‘조각투자 등 신종증권 사업 관련 가이드라인’* 상의 조각투자 상품의 증권성 판단 원칙과 유사합니다.

* 기존 조각투자 가이드라인의 주요 내용 및 시사점에 관하여는 당 법무법인의 2022. 4. 29. 자 LEGAL UPDATE 참조

자본시장법상 증권은 ‘금융투자상품으로서 투자자가 취득과 동시에 지급한 금전등 외에 어떠한 명목으로든지 추가로 지급의무를 부담하지 아니하는 것’을 의미합니다. 증권성 판단 원칙에 따르면, 어떠한 디지털자산이 증권에 해당하는지 여부는 권리를 표시하는 방법과 형식, 특정 기술 채택 여부, 명칭 등과 관계없이 그 권리의 실질적 내용을 기준으로 하여 판단되어야 하며, 특히 디지털자산의 경우, 명시적 계약, 약관, 백서의 내용 외에도 묵시적 계약, 스마트 계약에 구현된 계약의 체결 및 집행, 수익 배분 내용, 투자를 받기 위해 제시한 광고, 권유의 내용 등의 제반 사정이 종합적으로 고려되어야 합니다.

한편, 자본시장법상 증권은 채무증권, 지분증권, 수익증권, 투자계약증권, 파생결합증권 및 증권예탁증권의 6가지로 구분되는데, 증권성 판단 원칙은 이중 특히 다른 5가지 증권 유형에 대하여 보충적으로 적용되는 ‘투자계약증권’의 요건을 아래와 같이 상세하게 제시하였습니다.

[투자계약증권의 요건 (기존 조각투자 가이드라인에는 미반영)]

요건	내용
공동사업	· 수평적 공동성 또는 수직적 공동성이 있는 경우 모두 해당 가능 - 수평적 공동성: 2인 이상 투자자 간의 수익 관련성이 있는 경우 - 수직적 공동성: 투자자와 발행인 간의 수익 관련성이 있는 경우
금전 등을 투자	· 투자되는 금전등이 반드시 법정통화(금전)일 필요는 없음

주로 타인이 수행	- 타인(발행인)의 노력이 부정할 수 없을 정도로 중대하고, 사업의 성패를 좌우하는 필수적인 경영상의 노력이어야 함 - 사업목적이 동일한 투자자 외 사업주체(발행인으로 한정되지 않음)의 공동적·집단적 노력이 있는 경우를 포함함 - 투자자가 사업 일부를 수행하는 경우에도 정보비대칭성이 존재하는 경우 주로 타인이 수행한 것으로 볼 수 있음
공동사업의 결과에 따른 손익을 귀속 받는 계약상의 권리	- 장래 일정 시점이 도래하거나 일정한 객관적 조건이 달성될 경우 사업 결과에 따른 손익을 귀속 받기로 계약한 경우도 포함 가능 - 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 분배하기로 약속한 경우 인정됨 - 발행인이 투자자에게 사업 수익을 직접 분배할 것을 명시적·묵시적으로 약속하는 등 발행인과 투자자 간 계약에 따른 수익 청구권이 인정되어야 함
이익획득 목적	투자자는 투자 이익을 목적으로 금전 등을 투자하였어야 함

이와 함께, 아래와 같이 증권성 판단의 예시 역시 제시되었습니다.

[증권성 판단의 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 방식대로 달라지는 회수금액을 지급받는 경우 (예: 파생결합증권)
- 새로 발행될 증권을 청약·취득할 권리가 부여된 경우
- 예약된 다른 증권에 대한 계약상 권리나 지분 관계를 가지는 경우(예: 증권예약증권)
- 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)

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 금전등만을 지급받는 경우
- 실물 자산에 대한 공유권만을 표시한 경우로서 공유목적물의 가격·가치상승을 위한 발행인의 역할·기여 및 이익귀속에 대한 약정이 없는 경우

II. 발행 및 유통 관련 규율체계의 정비 방향

1. 토큰 증권의 전자증권법상 효력 부여

「주식·사채 등의 전자등록에 관한 법률」(이하 “전자증권법”)은 전자증권제도가 적용되는 주식 등은 실물증권 발행 없이도 전자적으로 등록하여 발행 및 거래할 수 있도록 규정하고 있으며, 전자증권법에 따라 전자등록계좌부에 등록된 사항에 대하여는 권리추정력 등이 인정됩니다. 다만, 현행 전자증권법은 분산원장 기술을 활용하는 무권화를 허용하고 있지 않습니다.

금융위원회는 향후 전자증권법 개정을 통해 일정한 요건 하에 분산원장을 법적 효력이 부여되는 공부(公簿)로 인정함으로써 토큰 증권을 전자증권으로 수용할 계획인데, 이에 따라 향후 토큰 증권의 소유자에게 권리추정력 등 전자증권법상 효력이 부여되어 보다 안정적인 토큰 증권 거래가 가능해질 수 있을 것입니다.

[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

한편, 현행 전자증권법은 증권사 등 지정된 계좌관리기관을 통해서 전자등록계좌부 관리가 이루어지도록 규정하고 있으므로, 증권사 연계 없이는 전자증권제도를 이용하기 어려운 측면이 있습니다. 토큰 증권이 특수성을 고려하여, 향후에는 일정 요건을 갖춘 발행인이 직접 계좌관리기관이 되어 분산원장을 직접 관리할 수 있도록 관련 규정 개정이 이루어질 것입니다.

[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

2. 사모 및 소액공모제도 개편

자본시장법은 50인 이상의 투자자에게 증권의 취득의 청약을 권유하는 경우를 공모(모집)로, 공모에 해당하지 않는 경우를 사모로 구분하고 있으며, 공모의 경우에는 증권신고서 제출 의무 등이 부과됩니다.

이처럼 ‘청약권유’를 받은 투자자의 수를 기준으로 사모 여부가 판단되므로 사모 제도를 이용하고자 하는 자는 50인 미만에게 청약을 권유할 수밖에 없는데, 이에 따라 자금조달의 불확실성이 발생하고, 실제로 50인 미만의 투자자에게 청약권유를 하였다는 점에 대한 입증도 부담으로 작용함에 따라 사모 제도가 활발하게 이용되지 못한 측면이 있습니다. 향후에는 청약자가 모두 전문투자자인 경우에는 공개적으로 청약 권유가 이루어진 경우에도 사모에 해당하는 것으로 인정하여, 사모 방식의 자금조달이 확대될 수 있을 것입니다.

또한, 현재는 모집금액 10억원 미만의 공모를 소액공모로 규정하여, 증권신고서 제출 의무 등을 면제하고 있는데, 향후에는 소액공모 한도를 30억 원으로 상향하고, 최대 100억 원까지 자금조달이 가능한 소액공모Ⅱ를 신설하여 기업의 자금조달 선택지를 확대할 예정입니다. 다만, 소액공모Ⅱ에 대하여는 현재의 소액공모보다 강화된 공시 및 심사체계가 적용됩니다.

한편, 금융위원회는 토큰 증권은 유통성이 높다는 점을 고려하여 공모 발행된 것으로 간주하고, 공모 관련 규제가 적용되도록 할 계획입니다.

3. 유통제도 정비

자본시장법은 그 유통 가능성 등을 고려하여, 투자계약증권에 대하여는 (i) 온라인소액투자중개업자 등에 대한 특례(제2편 제5장), (ii) 증권신고서 관련 규제(제3편 제1장) 및 (iii) 부정거래행위 금지 규제(법 제178조, 179조)를 적용하는 경우에만 증권으로 봅니다. 그런데 투자계약증권에 포섭되는 신종증권 및 디지털자산이 늘어남에 따라, 향후에는 투자계약증권에 대하여도 투자중개매매업 인가, 거래소 허가 등 자본시장법상 증권 유통 관련 규제가 모두 적용될 예정입니다.

투자계약증권과 수익증권의 유통플랫폼 및 거래 인프라 역시 개편될 예정인데, 먼저, 장외거래를 위하여 투자계약증권과 수익증권의 장외거래 중개 인가단위를 신설하고, 인가된 사업자들이 일반 소액투자자를 대상으로 장외에서 다자간 상대매매 중개업무를 할 수 있도록 허용할 예정입니다. 장외거래중개업 인가를 위한 자기자본, 인적·물적 요건 등은 채권전문중개회사의 수준을 고려하여 추후 확정될 예정입니다.

[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 매수호가 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 증권 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

또한, 투자계약증권과 수익증권을 거래하는 KRX 디지털 증권 시장을 개설하여, 상장시장에서 이들 증권의 거래가 이루어질 수 있도록 할 예정입니다. 다만, 이 경우에 토큰의 형태를 기존 전자 증권형태로 전환해야 하고, KRX 디지털 증권 시장에 상장되기 위해서는 발행인 건전성 등의 상장요건을 충족하고, 중요정보 공시 의무 등을 준수하여야 할 것이나, 기존 상장시장에 비하여 완화된 규제가 적용됩니다.

[디지털 증권 시장 상장요건 및 공시의무(안)]

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

III. 시사점

본건 가이드라인은 향후 토큰 증권의 제도에 대한 전반적인 정책 방향을 제시하였다는 데에서 그 의의를 찾을 수 있을 것입니다. 나아가 관련 규제 개편에 따라, 토큰 증권의 발행 및 유통과 관련된 법률적인 불확실성이 상당 부분 해소될 수 있을 것입니다.

다만, 본건 가이드라인에 따른 제도 개편과 관련된 법률 개정안은 2023년 상반기 중 제출될 예정이며, 특히 각종 인가 등 세부 요건은 이해관계자 의견 등을 추가로 수렴하여 확정될 예정이라는 점에서, 구체적인 제도 개편 방향을 확인하기 위해서는 향후 입법 추이를 살펴볼 필요가 있습니다.

한편, 투자계약증권의 유통 및 수익증권의 발행 · 유통과 관련된 부분은 금융규제 샌드박스를 통해 테스트하겠다고 밝혔는바, 현재 관련 사업을 영위하고자 하는 사업자는 관련 법률 개정 전 단계에서 다양한 구조로 금융규제 샌드박스를 통해 규제 특례를 인정받는 방안을 고려할 필요가 있어 보이며(단, 전자증권법 개정 전에는 기존 전자증권과 토큰을 1:1매칭이 필요함), 구체적인 사업 모델을 수립함에 있어 발행과 유통 분리원칙, 투자자 보호 장치 확보 등 본건 가이드라인의 취지를 충분히 반영할 필요가 있을 것입니다.

관련 구성원

김 영 모

외국변호사(New York주)

T 02.3404.0255

E youngmo.kim@bkl.co.kr

박 종 백

변호사

T 02.3404.0135

E jb.park@bkl.co.kr

노 미 은

변호사

T 02.3404.0656

E mieun.roh@bkl.co.kr

이 재 인

변호사

T 02.3404.6537

E jaein.lee@bkl.co.kr

임 세 영

변호사

T 02.3404.7640

E seyeong.im@bkl.co.kr

노 태 석

전문위원

T 02.3404.0554

E taeseok.roh@bkl.co.kr