

『증권형 토큰』에 대한 국내 · 외 규제 동향

2022. 8. 4.

“농협은행, 디지털자산 커스터디 진출... 전문업체 ‘카르도’에 투자”

– 머니투데이, '21.9.27. –

최근 농협은행을 비롯한 은행권은 가상자산 수탁업을 전문으로 하는 합작법인에 투자하는 방식으로 가상자산 시장에 발빠르게 진출하고 있습니다.* 이에 뒤질세라 증권사도 본격적으로 가상자산 시장 진출 준비에 돌입하였습니다. 특히 증권사는 IPO 등 기존 업무와의 유사성을 고려하면 은행권보다 더 유리한 위치에 있다는 입장입니다. 한편 **블록체인 업계** 역시 기존 금융기관에게 가상자산 시장은 매우 생소한 분야일 것이라며 가상자산 시장 선점에 박차를 가하고 있습니다.

이러한 상황에서 금융위는 금융기관의 가상자산업 영위 허용 여부 검토 계획을 발표하였습니다.** 이에 따라 **은행이 직접 가상자산 관련 서비스를 제공하는 것이 가능할지 관심이 고조되고 있습니다.** 이번 리걸브리프에서는 다양한 가상자산 유형 중에서도 증권으로 규제할 수 있는 ‘**증권형 토큰**’에 대해 살펴보겠습니다.

* 농협은행은 카르도, 우리은행은 디커스터디, 신한은행은 한국디지털자산수탁, 국민은행은 한국디지털에셋에 각각 지분투자를 하는 방식으로 가상자산 시장에 진출하였습니다.

** 금융위 보도자료, 「금융규제혁신회의」 출범 – 금융규제혁신 추진방향 발표, 22.7.19.

핵심 요약

□ 증권형 토큰?

- 증권형 토큰이란 '증권성을 보유한 가상자산'
 - 자체 네트워크 유무에 따라 코인과 토큰을 구별하기도 하나, 이 글에서 증권형 토큰은 증권성을 보유한 코인도 포함하는 개념으로 사용
- 대부분의 국가들이 증권성 유무에 따라 이원화된 가상자산 규제 방식을 채택하고, 증권형 토큰에 대해서는 증권관련 법을 적용한다는 점에서 중요

□ 미국의 증권형 토큰 규제 동향

- 미국 증권거래위원회는 연방대법원 판례상의 「Howey Test」에 따라 가상자산의 증권성 유무를 판단하여, 증권성이 있으면 미국 증권법상 규제 적용
- 현재 미국 법원에서 심리 중인 'SEC v. Ripple Labs' 사건에 대한 판단이 향후 가상자산의 증권성 판단 기준 확립의 분수령이 될 것으로 예상됨

□ 일본의 증권형 토큰 규제 동향

- 미국과 달리 증권형 토큰의 정의, 적용 규제 등 입법화 완료
 - 가상자산의 증권성 유무는 '금융상품거래법'상 '증권형 토큰' 정의에 따라 판단

□ 국내 증권형 토큰 규제 동향 및 향후 전망

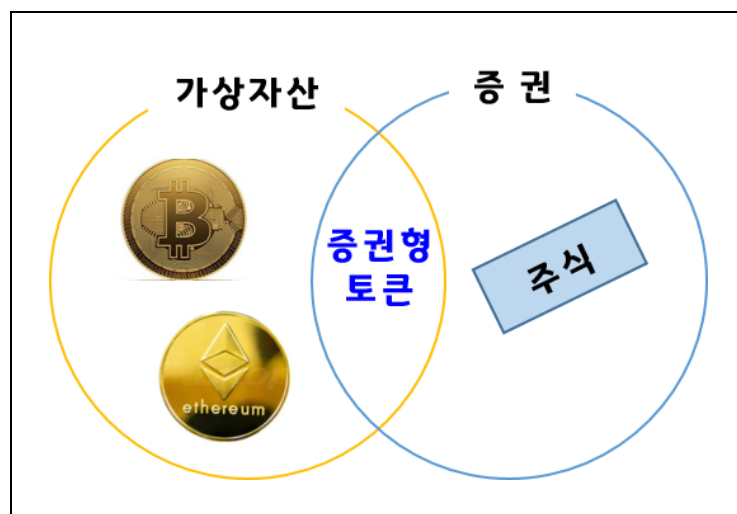
- 미국, 일본과 마찬가지로 증권성 유무에 따라 이원화된 방식 채택
- 현재 금융위에서 구체적인 가이드라인 마련 중
 - 미국의 규제 논의를 적극 검토 및 반영할 것으로 전망

□ 대응 방향

- 가상자산 시장 및 관련 규제 동향에 대한 지속적 모니터링 필요

증권형 토큰? STO?

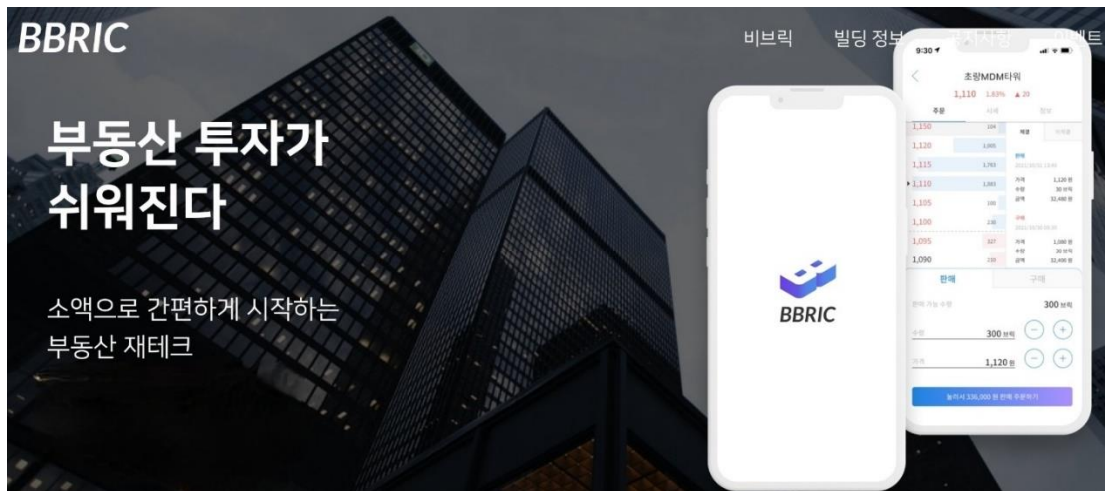
증권형 토큰은 '증권성을 보유한 가상자산'입니다. 가상자산이 자체 네트워크를 보유 하는지에 따라 '코인'과 '토큰'을 구분하기도 하나, 이 글에서 증권형 토큰은 증권성이 있다면 자체 네트워크를 가지는 코인의 형태도 포함합니다. 증권형 토큰은 토큰 발행 사에게 이윤에 대한 지분을 요구할 수 있다는 점에서 주식(기존 증권)과 유사하고 기타 가상자산(비트코인, 이더리움의 이더 등)과는 다릅니다.¹⁾ 반면 블록체인 기술을 기반으로 한다는 점에서 기타 가상자산과 유사하고 주식과는 다릅니다.



<그림1. 증권형 토큰>

국내에서 처음 발행된 증권형 토큰은 비브릭이 발행한 '브릭'입니다. '브릭'은 부동산 수익증권을 블록체인 기술을 활용하여 비브릭 플랫폼에서 거래할 수 있도록 한 최소 단위의 디지털 증권입니다. 원칙적으로 비브릭이 증권형 토큰인 브릭을 발행·유통하기 위해서는 자본시장법상의 관련 규정을 준수해야 합니다. 하지만 비브릭은 '규제자유특구 및 지역특화발전특구에 관한 규제특례법'에 따라 부산에서의 발행 특례를 인정받아 당분간 자본시장법상의 규제를 적용받지 않고 사업을 수행할 수 있게 되었습니다.

¹⁾ 비트코인, 이더의 보유자는 코인 발행사가 제공하는 상품이나 서비스를 구매할 수 있는 권한은 가지지만 토큰 발행사에게 이윤에 대한 지분을 요구할 수는 없습니다.



<그림2. 국내 최초 증권형 토큰 ‘브릭’>

STO(Security Token Offering)는 ‘증권형 토큰’을 발행·유통시키는 것을 의미합니다.

STO와 구별되는 개념으로 ‘코인’의 발행·유통을 의미하는 ICO(Initial Coin Offering), ‘주식’의 발행·유통을 의미하는 IPO(Initial Public Offering)가 있습니다. STO는 ICO의 대안으로 등장하였습니다. ICO에 대한 규제 부재로 거짓정보의 제공, 먹튀 등 각종 사기 사건이 증가하였고 이는 결국 가상자산 시장에 대한 신뢰 하락, 가상자산에 대한 세계 각국 정부의 규제 강화로 이어졌기 때문입니다.

미국, EU, 일본 등 주요 국가는 **가상자산의 증권성 유무를 기준으로**, 증권형 토큰 및 STO에 대해서는 기존의 증권법을 적용하고, 기타 가상자산 및 ICO에 대해서는 가상자산법을 따로 입법하는 방식으로 **이원화하여 접근하고** 있습니다. 증권형 토큰으로 인정될 경우 그 발행 및 유통에 투자자 보호 등 증권에 준하는 법규제가 적용되기 때문에 가상자산 업계는 증권성 토큰 및 STO의 등장이 “가상자산 시장의 재활성화”에 기여할 수 있을 것으로 기대하고 있습니다.

미국의 증권형 토큰 규제 동향

■ 증권성 판단 기준

미국 증권거래위원회(이하 'SEC')는 가상자산이 증권형 토큰에 해당하는지 여부를 판단하기 위해 「Howey Test」를 활용하고 있습니다. 「Howey Test」는 1946년 오렌지 농장을 운영하던 'Howey'라는 회사와 투자자들 간에 투자계약이 존재하는지 여부 즉, 증권법 적용 대상인지 여부가 쟁점이 된 사건에서 美 연방대법원이 제시한 기준입니다.²⁾

「Howey Test」에 따르면,

아래 3가지 요건을 모두 갖춘 경우, 투자계약 존재 → 증권성 인정 → 증권법 적용

- ① 투자자와 사업운영자 간의 공동 사업이 존재하고,
- ② 투자자가 사업운영자 또는 제3자의 노력에 의한 수익 발생에 대해 합리적 기대를 가지고,
- ③ 금전을 투자한 경우

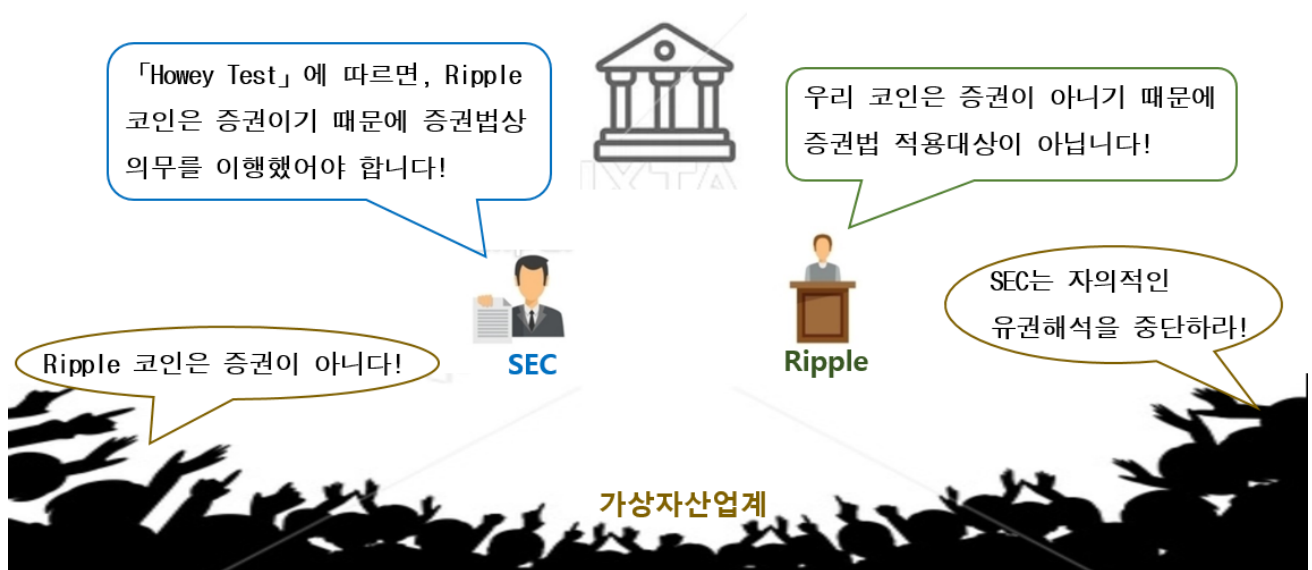
다만, 위 'Howey 사건'은 가상자산과 관련된 것이 아니었기 때문에 가상자산 시장에서의 규제 불확실성은 여전하였습니다. 이에 SEC는 시장의 예측가능성을 높이기 위해 2019년 「디지털자산에 대한 투자계약 분석 가이드라인」을 발표하였습니다.³⁾ 이 가이드라인은 가상자산이 어떤 경우에 「Howey Test」의 세가지 요건에 부합한다고 볼 수 있는지 구체적 사례를 제시하고, 세가지 요건 외에 권리의 실질을 중요하게 고려해야 한다는 등의 내용을 포함하고 있습니다.

『그런데 말입니다』

²⁾ 미국 증권법은 증권법 적용 대상인 증권으로 주식, 채권, 투자계약 등을 열거하고 있습니다. 우리나라 자본시장법에서도 투자계약증권을 동법이 적용되는 증권으로 보고 있습니다.

³⁾ SEC, Framework for "Investment Contract" analysis of Digital Assets, 2019.4.3.

최근 전 세계의 가상자산 업계 및 규제 당국은 미국에서 소송이 진행 중인 'SEC v. Ripple Labs' 사건을 주목하고 있습니다. 이 사건에 대한 법원의 향후 판단은 가상자산의 증권성 판단 기준에 대한 미국 법원의 첫 판단으로 기존의 美 SEC 판단을 변경시킬 수 있기 때문입니다. 이 사건은 SEC가 법원에 Ripple Labs(이하 'Ripple')에 대해 위법한 증권공모행위의 중단, 부당이익 반환, 벌금 부과를 요청하는 소송을 제기하면서 시작되었습니다.



<그림3. SEC V. Ripple 사건>

■ 증권형 토큰에 대한 규제 적용

미국에서의 증권형 토큰에 대한 규제 적용은 SEC의 유권해석에 의존하여 이루어지고 있습니다. 앞서 설명한 것처럼 SEC는 가상자산이 증권형 토큰에 해당하는지를 「Howey Test」를 활용하여 판단하고 있습니다. SEC는 증권형 토큰에 해당된다고 판단되면, 해당 토큰의 발행 형식에 따라 증권법 규정 중에서 사모 조항을 적용하여 발행공시 의무를 면제해주거나 크라우드펀딩, 소규모 공모 조항을 적용하여 증권신고서 제출의무를 면제해주고 있습니다. 다만 이러한 규제 불확실성으로 인하여 미국에서는 대형 금융기관의 가상자산시장 참여가 아직은 미미한 상황입니다.

일본의 증권형 토큰 규제 동향

일본은 미국과 달리 **증권형 토큰에 대한 규제를 입법화**하여 규제 테두리안에서의 가상자산시장 육성을 도모하고 있습니다. 일본은 최근 금융상품거래법⁴⁾을 개정하여 '증권형 토큰이란, 유가증권에 표시되는 권리를 전자정보처리 조직을 이용하여 이전할 수 있는 재산적 가치로 표기한 것'이라고 정의하는 등 증권형 토큰 발행 사업자가 준수해야 하는 규제를 정비하였습니다. 이에 따라 일본에서는 증권형 토큰 해당 여부 및 증권형 토큰을 발행·유통하려는 사업자가 준수해야 하는 규제가 무엇인지가 모두 금융상품거래법에 근거하여 판단되고 있습니다.

일본 정부가 조기에 증권형 토큰에 대한 규제를 명확화함에 따라 대형 금융기관들이 적극적으로 증권형 토큰 발행 시장에 뛰어들고 있습니다. 특히 그간 일본의 주식시장 침체로 고충을 겪던 증권사들이 증권형 토큰을 발행하는 등 신속하게 사업영역을 확장하고 있습니다. 예를 들어, 미쓰이 스미토모 신탁은행은 수익증권을 증권토큰의 형태로 전환하였고, SBI 홀딩스는 증권사로서 최초로 자회사 주식을 토큰화하여 발행하기도 하였습니다.

국내 증권형 토큰 규제 동향

■ 현 황

한국도 미국, 일본과 마찬가지로 가상자산 시장에 대한 이원화된 규제 정책을 채택하고 있습니다. 현 정부는 '암호화폐 등 가상자산에 대한 규제 마련'의 구체적 방안으로 '증권형'은 자본시장법에 따른 규제를, '비증권형'은 별도의 입법을 통한 규제를 하겠다고 발표하였습니다. 금융위도 이러한 방향으로 가이드라인을 마련하는 중입니다. .

⁴⁾ 미국의 '증권법', 한국의 '지분시장법'처럼 증권의 발행·유통을 규율하는 법

우리 정부에서도 증권형 토큰에는 자본시장법을 적용하겠다는 방침을 세운 이상, '무엇이 증권형 토큰인가' 즉, '**증권성 판단 기준**'이 중요한 이슈가 될 것으로 보입니다. 이와 관련하여 참고할 만한 금융위의 입장은, 금융위가 최근 발표한 「조각투자 등 신종 증권 사업 관련 가이드라인」입니다. 금융위는 올해 뮤직카우가 발행해 온 '저작권참여 청구권'이 자본시장법 적용 대상인 '투자계약증권'에 해당한다고 판단하며 다른 조각투자 상품 사업자의 증권성 판단을 돕기 위한 가이드라인을 제시했습니다.

이 가이드라인에서 금융위는 투자계약증권 해당 여부와 관련하여 제시한 증권성 판단 기준을 증권형 토큰의 경우에도 적용할 수 있다는 입장인 것으로 보입니다. 이 가이드라인에는 '증권에 해당하는지 여부는 권리를 표시하는 방법과 형식, 특정 기술 채택 여부에 관계없이 그 권리의 실질적 내용을 기준으로 판단'해야 하며 '분산 장부상 토큰'의 형태를 취하는지도 불문한다고 언급하고 있기 때문입니다.

■ 전 망

규제의 형식은 임시적으로 가이드라인(행정지도) 형태를 취하더라도 **궁극적으로는 일 본처럼 입법화를 통한 규제 명확화를 추진할 것으로 예상**됩니다. 한국은 일본과 함께 성문법주의를 취하고 있는 대륙법계 국가일뿐만 아니라, 규제는 반드시 법률에 근거하여 구체적이고 명확하게 규정해야 한다는 규제법정주의⁵⁾를 채택하고 있기 때문입니다.

다만 규제의 실질(내용)에 있어서는 **미국에서의 논의가 많은 영향을 미칠 것으로 예상**됩니다. 금융당국은 가상자산에 대한 규제 마련에 있어 글로벌 규제 수준을 반영하고자 하는데 세계 최대 규모의 자본시장을 보유한 미국의 기준이 향후 글로벌 스탠다드로 자리잡을 가능성이 높기 때문입니다. 특히 금융위가 조각투자 가이드라인에서 제시한 증권성 판단 기준이 상당부분 SEC가 2019년 발표한 「디지털자산에 대한 투자계약 분석 가이드라인」과 유사하다는 점을 고려하면 이미 미국의 규제 논의를 적극적으로 검토 중인 것으로 보입니다.

⁵⁾ 「행정규제기본법」 제4조

향후 대응 방향

은행은 가상자산 시장에서 파생되는 다양한 서비스에 대해 지속적으로 관심을 가질 필요가 있습니다. 국내 증권형 토큰에 대한 규제가 명확하게 정비되면 법인의 가상자산 투자 활성화⁶⁾, 가상자산 거래 규모 증가 등으로 파생 서비스에 대한 수요가 급속도로 늘어날 수 있기 때문입니다.

이와 관련하여 일부 국가의 금융당국도 자금세탁방지, 금융소비자보호, 보안 시스템 등의 측면에서 노하우를 가진 은행의 가상자산 시장 진출을 긍정적으로 보고 있습니다. 미국, 독일 등에서는 은행의 디지털자산 커스터디 서비스 제공을 명시적으로 허용했습니다.⁷⁾

현재 은행법상으로는 은행의 겸영업무, 부수업무에 가상자산업이 포함되어 있지 않아 은행들은 가상자산 수탁업을 합작법인 투자라는 간접적인 방식을 취하고 있는 상황입니다. 앞으로 우리 금융당국에서 은행의 직접적인 가상자산 시장 진출도 허용할지 여부를 주목하여 신사업 발굴에 참고할 필요가 있을 것으로 보입니다.

법무지원국 규제대응지원반

박혜원 반장

☎ 02. 2080. 8741

@ hwonpark

@nonghyup.com

노은호 변호사

☎ 02. 2080. 8745

@ eunho_noh
-3-

@nonghyup.com

윤정은 변호사

☎ 02. 2080. 8739

@ jeyun8835

@nonghyup.com

⁶⁾ 현재 법적으로 법인의 가상자산 투자가 금지되고 있지는 않으나, 은행이 규제 관련 리스크 우려로 법인에게 가상자산 거래를 위한 실명 계좌 발급을 거부하고 있습니다.

⁷⁾ 자본시장연구원, 디지털자산 커스터디 서비스 현황 및 시사점, 자본시장포커스(2021-16호), 2021.8.9.