Lee & Ko 법무법인(유) 광장



Tokenomy Korea 2023

STO 시장의 법률적 고려

2023. 7. 12.

법무법인(유) 광장 이정명 변호사 (02-6386-0730, chloe.lee@leeko.com)

목 차

I. 가상자산 규제와 STO

II. 「토큰 증권 발행 · 유통 규율체계 정비 방안」

III. STO 관련 법률적 고려사항

I. 가상자산 규제와 STO

가상자산 관련 규제

- 2017. 9.「가상통화 관계기관 합동 TF」

  ICO 금지 및 가상통화 투기근절 및 소비자보호를 위한 각종 조치

- 2021. 3. 특정금융정보법 개정

  가상자산사업자에 대한 신고제를 도입하고 자금세탁방지의무와 투자자보호를 위한 각종 규제장치 마련

- 2022. 8. 부터「디지털자산 민·관합동 TF」구성·운영

  가상자산 규율체계 구축방향의 수립

- **2023. 2. 6. 금융위원회의「토큰 증권(Security Token) 발행 · 유통 규율체계 정비 방안 」발표**

  ※ 2022. 4. 28. 금융위원회「조각투자 등 신종증권 사업 관련 가이드라인」

- 2023. 6. 30.「가상자산 이용자 보호 등에 관한 법률」제정안 국회 본회의 통과

  가상자산 이용자 자산보호, 가상자산시장의 불공정거래행 규제, 가상자산시장·사업자에 대한 금융당국의 감독·제재 권한

▪ STO 허용의 의의

✓ 다양한 소액투자 상품과 기초자산에 대한 발행 및 유통시장 형성

- 발행시장: 소액투자 수요를 충족하기 위한 다양한 투자상품 발굴, 기초자산의 상품성 개발 및 산업 생태계 형성을 위한 자금조달(발행자) 및 소액투자 기회 제공(투자자)
- 유통시장: 블록체인을 통한 유통성 증대로 투자자의 투자수익 환수와 토큰 증권의 가치 형성 기능 향상

✓ 블록체인의 장점(비용 절감, 24시간 거래, 기록의 조작 불가능 등) 활용

※「토큰 증권 발행·유통 규율체계 정비 방안」 중, Ⅰ. 추진 배경

□ **토큰 증권의 수요는 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 유동화를 위한 신탁 수익증권과 비정형적 권리의 유통을 위한 토큰화된 투자계약증권 관련 샌드박스신청 다수

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



조각투자와 STO

▪ 조각투자

: "2인 이상의 투자자가 실물자산, 그 밖에 재산적 가치가 있는 권리를 분할한 청구권에 투자·거래하는 신종 투자형태", 금융위원회의 「조각투자 등 신종증권 사업 관련 가이드라인」(22' 4. 28.)

▪ STO (Security Token Offering)

: 토큰 증권의 발행 · 유통

✓ 토큰 증권(Security Token): "분산원장기술(DLT; Distributed Ledger Technology)을 활용해 자본시장법상 증권을 디지털화(digitalization)한 것", 금융위원회 「토큰증권(Security Token) 발행·유통 규율체계 정비 방안」(23'2. 6.)

▪ 조각투자와 STO의 상관관계

"조각투자"는 증권에 대한 투자형태에 관한 것을 말하고, "토큰 증권"은 증권의 분산원장기술에 의한 디지털화를 말함. 그러나 토큰의 거래단위 분할 · 이전의 용이성 및 높은 유통성과 토큰 증권이 많은 경우 실물자산을 기초로 하고 있다는 점을 고려하면, 토큰 증권은 조각투자를 위하여 발행되는 경우가 대부분일 것으로 예상

Ⅱ.「토큰 증권 발행 · 유통 규율체계 정비 방안」

「토큰 증권 발행 · 유통 규율체계 정비 방안」의 주요 내용

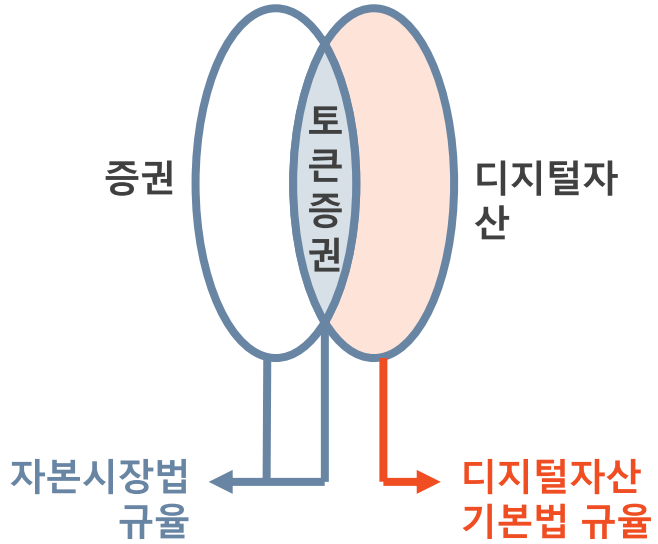
- **주요 내용 : 자본시장법 규율 내에서 STO(Security Token Offering; 토큰 증권 발행) 허용 및 관련 규율체계 정비 추진** (디지털 금융 혁신을 위한 국정과제)

  1. **디지털자산의 "증권" 여부 판단원칙 및 적용례 제공**
  2. **토큰 증권의 발행 · 유통을 위한 3가지 제도 개선**

     ① 토큰증권을 전자증권법상 증권 발행 형태로 수용

     ② 발행인 계좌관리기관 신설

     ③ 장외거래중개업 신설(투자계약증권, 비금전신탁 수익증권)



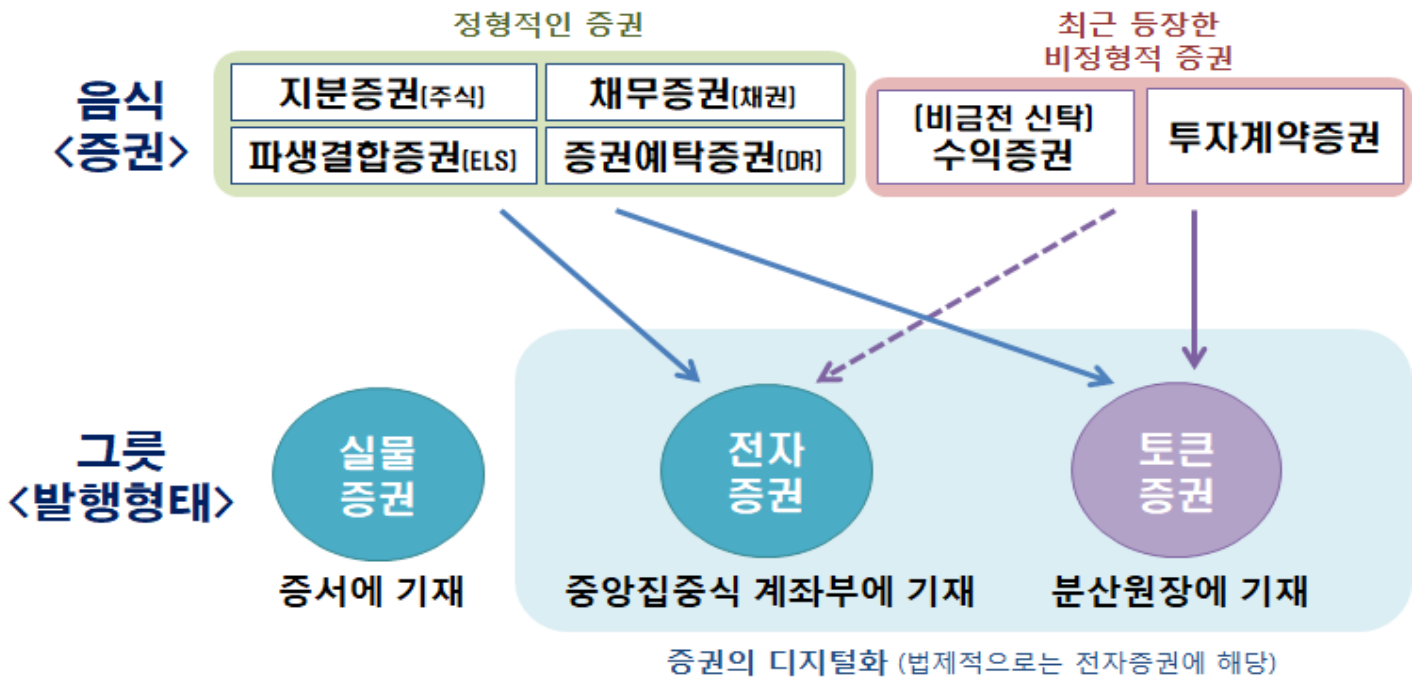
- **토큰 증권(Security Token) : 자본시장법상 증권을 분산원장 기술(DLT; Distributed Ledger Technology)을 활용해 디지털화(digitalization)한 것**

  ✓ 자본시장법상 "**증권**" 정의(§4①) : 금융투자상품으로서 투자자가 취득과 동시에 지급한 금전등 외에 어떠한 명목으로든지 추가로 지급의무를 부담하지 아니하는 것

  → '**증권' 해당 여부**는 그 **발행형태***에 관계없이 '**표시된 권리의 실질적 내용**'을 기준으로 함

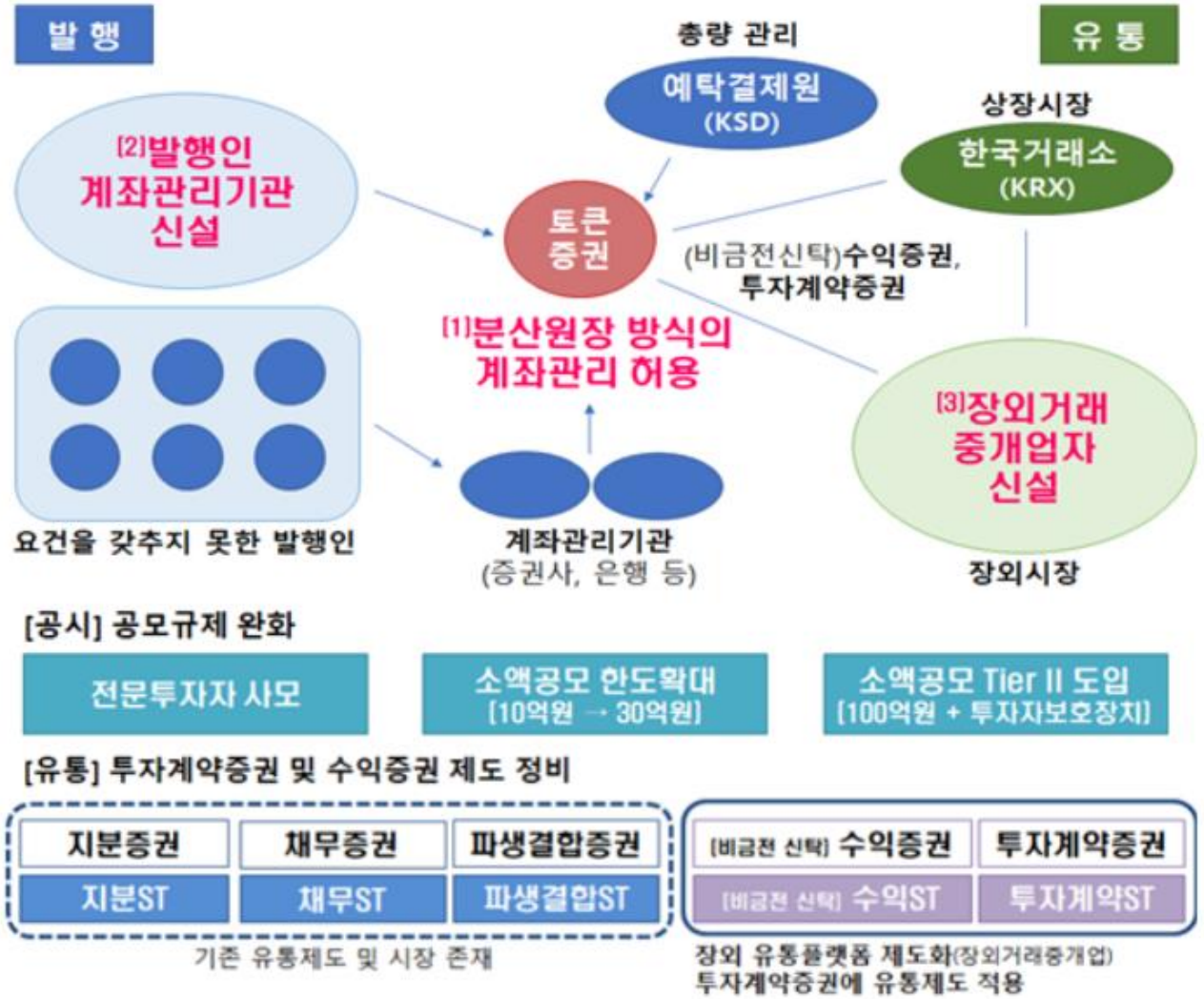
  * 상법에 따른 **실물 증권**, 전자증권법에 따른 **전자등록계좌부 등록**, 분산원장 기술을 활용한 **토큰(token)** 등

「토큰 증권 발행·유통 규율체계 정비 방안」의 주요 내용



- **"증권" 해당여부 및 그 유형은 해당 증권에 표시된 권리의 "내용"에 따라 판단**
- **기존 정형적인 증권에 대하여 어떠한 "발행형태"를 선택하더라도, 그로 인해 증권 해당여부 및 유형이 달라지는 것** 아님 ex. 지분ST, 채무ST, (비금전신탁) 수익증권의 전자증권 발행
- 자본시장법도 '발행 형태'를 제한하고 있지 않음. 다만, **현행 전자증권법 하에서는** 분산원장 기술을 활용한 **토큰(token) 형태의 전자증권 발행이 불가하므로 법령 개정 추진**

토큰 증권 발행 · 유통 규율체계 제도화 방안



토큰 증권 발행 · 유통 규율체계 제도화 방안

(1) 발행

▣ 전자증권의 형태로 토큰 증권을 수용하고 공모규제 완화

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

(2) 유통

▣ 토큰 증권 수요가 많은 투자계약증권 · 수익증권의 유통 시장 마련

장외거래	투자계약증권의 유통 제한	증권 유통제도 적용
장외거래	다자간상대매매 금지	장외거래중개 인가 신설
장외거래	매출 규제도 시장형성 불가	소액투자자 매출공시 면제
장외거래	상장시장(KRX) 부재	상장시장 신설, 요건 완화

토큰 증권 발행 · 유통 규율체계 제도화 방안

▪ 금융위원회 발표 추진 과제 · 일정

	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

III. STO 관련 법률적 고려사항

- **토큰증권 발행 형태: 증권성 판단과 조각투자 및 토큰증권 관련 가이드라인 준수 관련**

  ✓ 토큰계약증권 해당 여부로 증권성판단을 시작하여 조각투자 관련 사업자의 도산절연 및 소비자보호의 문제로 인하여 신탁 후 수익증권 발행으로 전개되는 양태를 보임

  ※ 공유지분(소유권)으로 구성하더라도 기초자산의 보관·관리·매각·손익배분을 토큰 증권 발행 사업자 등이 전적으로 수행하는 서비스 계약을 결합하여 판매하는 경우, 자본시장법상 투자계약증권의 요건에 해당함에 유의(금융위원회의 「㈜뮤직카우 제재면제 의결 및 한우·미술품 조각투자의 증권성 판단」 참조)

▪ 기초자산을 위한 신탁 상품

✓ 조각투자 가이드라인은 조각투자대상 실물자산·권리와 그로부터 발생하는 현금흐름을 사업자의 도산위험과 법적으로 절연할 것을 요구. 즉, STO가 조각투자를 위한 것일 경우 토큰 증권 기초자산의 신탁이 요구됨

Q6. 투자계약증권에 해당하는 경우, 샌드박스 지정을 위해 요구되는 도산절연을 어떻게 확보하는지?

□ 조각투자 투자자들이 일반적으로 **실물자산·권리 일부를 직접 소유**한다고 인식하는 점을 고려하면 **투자계약증권**은 **투자자 보호**에 **적합하지 않은 증권*** 유형

* 투자계약증권은 조각투자 투자자의 권리가 조각투자 사업자의 사업성패와 긴밀히 연결

○ **도산절연을 요구**하는 것은, 자본시장법규상 다른 규제 적용이 배제되는 특례를 받기 위해서는 조각투자 증권의 권리구조가 **투자자의 인식에 부합**하도록 투자계약증권이 아닌 다른 **증권 유형*에 해당**해도록 사업계획을 수립하라는 의미

* 〈예〉 금융규제 샌드박스 지정을 받은 카사코리아, 루센트블록, 펀블은 신탁 수익증권 활용

STO 관련 법률적 고려사항

- **기초자산을 위한 신탁 상품**

  - ✓ 유통성을 고려하면 '투자계약증권 + 신탁'(수익권 매도시 채권양도 관련 대항력 필요. 실무적으로는 수탁자의 사전 동의 요)보다는 결국 전자증권법상 전자증권인 수익증권 발행으로 귀결될 것으로 보임

  - ✓ 기존 조각투자 케이스들 모두 수익증권(카사코리아, 루센트블록, 펀블, 뮤직카우, 에이판다파트너스) 또는 집합투자증권(비브릭)

▪ 기초자산을 위한 신탁 상품

✓ 현행법상 투자계약증권 발행 역시 불가 – 현행 전자증권법(제2조)상 “주식등”에 투자계약증권이 없음

제2조(정의) 이 법에서 사용하는 용어의 뜻은 다음과 같다.
1. “주식등”이란 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 것을 말한다.
가. 주식
나. 사채(「신탁법」에 따른 신탁사채 및 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」에 따른 조건부자본증권을 포함한다)
다. 국채
라. 지방채
마. 법률에 따라 직접 설립된 법인이 발행하는 채무증권에 표시되어야 할 권리
바. 신주인수권증서 또는 신주인수권증권에 표시되어야 할 권리
사. 「신탁법」에 따른 수익자가 취득하는 수익권(受益權)
아. 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」에 따른 투자신탁의 수익권
자. 「이중상환청구권부 채권 발행에 관한 법률」에 따른 이중상환청구권부 채권
차. 「한국주택금융공사법」에 따른 주택저당증권 또는 학자금대출증권에 표시되어야 할 권리
카. 「자산유동화에 관한 법률」에 따른 유동화증권에 표시될 수 있거나 표시되어야 할 권리
타. 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」에 따른 파생결합증권에 표시될 수 있거나 표시되어야 할 권리로서 대통령령으로 정하는 권리
파. 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」에 따른 증권예탁증권에 표시될 수 있거나 표시되어야 할 권리로서 대통령령으로 정하는 권리
하. 외국법인등(「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제9조제16항에 따른 외국법인등을 말한다. 이하 같다)이 국내에서 발행하는 증권(證券) 또는 증서(證書)에 표시될 수 있거나 표시되어야 할 권리로서 가목부터 타목까지의 어느 하나에 해당하는 권리
거. 가목부터 하목까지의 규정에 따른 권리와 비슷한 권리로서 그 권리의 발생·변경·소멸이 전자등록계좌부에 전자등록되는 데에 적합한 것으로서 대통령령으로 정하는 권리

STO 관련 법률적 고려사항

▪ 기초자산을 위한 신탁 상품

- ✓ 현행 자본시장법상 금전신탁계약에 대해서만 수익증권 발행이 가능하므로(제110조) 그 외 기초자산에 대한 신탁 상품 부재하며, 금전신탁계약에 대해서도 실무상 기존의 신탁 상품 외에 신탁 상품이 부재할 수 있으므로, 수탁사와 상품 개발 협의 필요

- ✓ 금융위원회는 「신탁업 혁신 방안」(22' 10. 13.)에서 금전을 제외한 모든 수탁가능 자산에 대해 수익증권 발행을 허용하더라도 그 밖에 증권, 동산, 부동산관련 권리 등은 혁신금융서비스 지정 건 등에 한해 개별 허용한다고 밝혔음을 유의

2 신탁의 자금조달 기능 강화 [신탁수익증권 제도화]

◇ **非금전재산 신탁**의 **수익증권 발행을 허용**하되, **투자자 보호** 등을 위해 ❶**발행**-❷**판매**-❸**운용 등 단계별 규제 정비**

※ (현황) 非금전재산신탁의 수익증권 발행이 제한되고 있으나, 제도 활용 수요 증가
☞ 수익증권 발행을 허용하면서, 유사기구와의 동일규제를 통해 투자자 보호
* 부동산·저작권 등 다양한 재산을 기초로 수익증권 발행(현재 5개 조각투자 서비스를 혁신서비스 지정)

❶ (발행) 수익증권 발행이 가능한 **❶재산종류, ❷발행자, ❸재산구성, ❹발행한도, ❺발행형태, ❻증권신고서** 등 규제체계 정비

❶ (재산종류) 금전을 제외한 모든 재산의 수익증권 발행을 **원칙적 허용**

* 금전신탁 수익증권은 사실상 펀드(집합투자업)와 유사함을 감안해 제외

- 단, **제도 도입취지(非유동자산의 유동화), 중소·혁신기업 유동화 수요, 투자자보호** 등을 종합적으로 감안해, **재산별로 발행 제한 등 규율**

* (예) 부동산(관리·처분신탁 한정)·금전채권(非금융법인(기업)이 위탁한 경우 한정)·무체재산권 ☞ 원칙적 허용
증권·동산·부동산관련권리·담보권 ☞ 혁신서비스 지정 건 등에 한해 개별 허용

❷ (발행자) 부동산 신탁수익증권 발행은 **부동산신탁사만 허용**, **여타 재산**은 해당 재산 신탁이 가능한 **은행·증권·보험 모두 허용**

* 부동산 수익증권 발행신탁은 부동산 펀드와 유사한 바, 전업주의 체계를 존중하여 제한. 단, 부신사의 경우, 리츠AMC로서 부동산 펀드와 유사한 업무를 수행중인 점을 감안해 허용

【신탁가능재산별 수익증권 발행】

구 분	부동산	금전채권	무체재산권	증권	동산	부동산관련권리	담보권	금전
허용여부	○			△ (건별 판단)				X
발행자	부신사	은행·증권·보험						X

❸ (재산구성) 단일 종류 재산으로 구성된 신탁만 수익증권 발행 허용

* 여러 재산으로 구성된 신탁은 가치평가가 곤란하고, 투자자 이해 가능성이 낮음

- **토큰증권 장외유통시장 대상 증권**

✓ 「토큰 증권 발행·유통 규율체계 정비 방안」상 비정형적 수익증권과 투자계약증권만이 예정?

※「토큰 증권 발행·유통 규율체계 정비 방안」중,

4. 토큰 증권의 발행·유통 규율체계 정비방향

(2) 유통

□토큰 증권의 발행·유통 수요가 높은 투자계약증권과 수익증권(비금전 신탁, 이하 같음) 관련 유통 제도를 정비하고 유통플랫폼을 제도화할 계획임

✓ 기존 지분증권이나 채무증권등은 토큰증권으로 발행하여 유통이 가능한가?

STO 관련 법률적 고려사항

▪ 장외거래중개업 라이선스

- ✓ 투자계약증권과 수익증권의 장외거래 중개 인가단위가 신설되어 일반 소액투자자 대상 다자간 상대매매 중개 업무 허용 예정
- ✓ 이해상충방지를 위하여 동일 토큰 증권에 대한 발행·인수·주선과 중개를 동시에 수행하는 것은 불가능함에 유의. 따라서 금융기관이 참여하여 토큰증권 발행인을 조인트벤처로 설립할 경우 해당 금융기관의 지분비율, 해당 금융기관이 중개하는 유통플랫폼 사용 등에 대하여 주의할 필요
- ✓ 법령 정비시 기존 증권사는 자본시장법 제16조의2에 따른 업무 추가등록을 통해 장외거래중개업을 영위 가능(소정의 요건을 갖춘 신규 사업자에 대해서도 인가\할 예정임)

3. 장외거래중개업 요건(안)

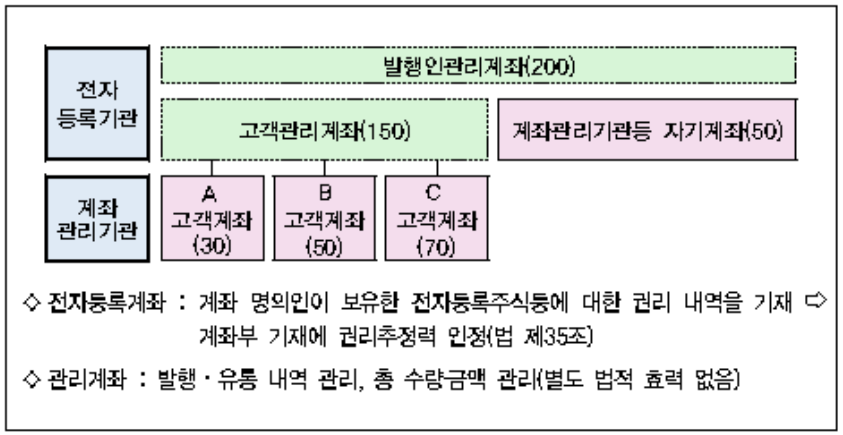
1. (자기자본*, 물적·인적·대주주·임원요건) 채권전문중개회사 수준을 감안 의견수렴을 거쳐 추후 확정 예정
   - 증권 유형(인가단위) 별로 자기자본 요구 여정
2. (업무범위) 증권시장 외에서 투자계약증권/수익증권 매매의 중개업무
   - 동시에 다수의 자를 각 당사자로 하여 종목별로 매수호가 또는 매도호가와 그 수량을 공표
   - 당사자 간의 매도호가와 매수호가가 일치하는 가격으로 매매거래를 체결
3. (투자한도) 일반투자자의 연간 투자한도 제한*
   - 수익증권에 비해 도산절연, 비정형성 측면에서 투자위험이 높은 투자계약증권의 투자한도를 더 낮은 수준으로 정할 여정
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 겸부 금지
7. (기타) 예탁금·건전성·펀유·광고 등에 대해서는 증권사와 동일 규제 적용

STO 관련 법률적 고려사항

▪ 토큰증권의 전자증권법상 수용

✓ 블록체인상 분산원장과 전통적 전자등록계좌부의 복층구조가 양립 가능한가: 정보를 블록에 의하여 연쇄적으로 기재하는 블록체인 분산원장의 특성과 맞지 않음

< 전자증권제도 계좌구조 >



출처: 「전자증권제도 및 법령 주요내용」, 법무부·금융위원회



출처: Samsung Newsroom

STO 관련 법률적 고려사항

▪ 기초자산의 가치평가 및 투자자 공개

✓ 기초자산에 따라 가격산정이 어렵거나 표준화되기 어려운 경우 토큰 증권의 상품성과 유통성에 지장 초래 가능

Cf) 금융위원회는 한우·미술품 조각투자와 관련하여 조건부 제재 보류·유예를 하면서,
"한우·미술품 조각은 부동산·음원 청구권 조각 등과 달리 투자기간 중 지속적인 현금흐름 등을 통해 내재가치나 시세를 판단할 수 없고 유통시장에서의 조각 가격 산정에 대한 정보비대칭성이 매우 큰 문제 등 투자자의 피해가능성을 배제할 수 없고" "또한, 조각 유통시장의 시가총액과 경매 가격이 크게 차이나는 경우도 빈번히 발생 가능"하다고 판단함

✓ 투자자 보호 및 법적 리스크 관리를 위하여 기초자산의 관리 방법 및 기초자산에 대한 정보를 투자자에게 적정히 공개하는 방법을 모색할 필요

✓ 기초자산별 가치평가 및 기초자산 관리의 전문화 기대

▪ 크로스보더 사업모델

✓ 자본시장법상 역외규정 적용 여부 및 외국환거래법 적용 여부 검토 필요

▪ 공모규제

- ✓ 전문투자자 사모, 소액공모 확대(10억 → 30억), 소액공모 Tier II 도입 (100억 + 투자자보호장치)
- ✓ 토큰 증권 공모 규제 회피 방지 : 1년간 일반투자자 대상 전매를 금지하고 6개월 내 일반투자자 대상 사모발행시 동일 증권으로 간주
- ✓ 수익성을 위하여 스케일업이 필요하다면 증권신고서를 제출하여 공모를 하는 것도 고려{예: 미국 INX(최초로 SEC에 등록된 STO를 진행)}

소액공모/일반공모 체계 비교

구 분	소액공모			일반공모
	현 행	Tier1	Tier2	
조달 금액	10억원	30억원	100억원	제한 없음
발행 공시	소액공모서류(최근 감사보고서 포함)			증권신고서
금감원 신고	불필요	불필요	**필요**(신설)	필요
1인당 투자한도	-	-	**적용**(신설)	-
정기적 자료제출	결산서류	결산서류	**감사보고서**(신설)	사업보고서
수시 공시	-			적 용
허위정보에 대한 손해배상	-	**적 용**(신설)		적 용
허위정보에 대한 과징금	-	**적 용**(신설)		적 용

(출처: 금융위원회「사모 및 소액공모 제도 개편방안」('19.10))

- 공모규제

Q5. 현행 증권 발행시와 마찬가지로 증권신고서를 제출해야 하는지? 기재서식이 달라지는 부분은 없는지?

□ 토큰 증권의 경우에도 **증권 유형별**(지분증권·채무증권·투자계약증권 등)로 **마련된 증권신고서**를 제출해야 **공모발행**이 가능함

□ **증권신고서 기재사항**은 발행 형태가 아닌 **증권의 내용**에 따라 정해지므로 기재서식이 달라지는 부분은 없음

○ 다만, 토큰 증권의 도입에 따라 **기존에 증권화되지 않던 새로운 권리**를 증권으로 **발행**하려는 **수요**가 있을 수 있으며,

- 이러한 **새로운 증권의 특성**을 고려해 투자자에게 필요한 사항이 기재될 수 있도록 **지속적으로 서식을 보완**해 나갈 것임

※ DAO(Decentralized Autonomous Organization)의 경우, 조직형태와 그 지분에 대한 권리가 민·상법에 먼저 반영되어야 DAO의 지분권을 증권으로 발행 가능

- **발행인 계좌관리기관**

  ✓ 분산원장, 자기자본 · 물적설비 · 대주주 · 임원요건, 인력요건, 손해배상, 총량관리 등의 필요 요건을 충족하여 발행인 스스로가 계좌관리기관으로 등록하는 것도 고려 가능

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

STO 관련 법률적 고려사항

▪ 발행인 계좌관리기관

Q1. 토큰 증권에만 발행인 계좌관리기관을 허용하는 이유는?

☐ **분산원장 기술 기반**인 토큰 증권은 계좌관리기관이 단독으로 계좌부를 관리하는 기존 전자증권과 달리,

⌂ **여러 노드가 참여**해 **기록을 검증**하므로 사후적 조작·변경을 방지할 수 있다는 장점

☐ 이러한 특성을 바탕으로 **신뢰성이 있는 발행인**이 발행한 증권의 **권리자와 거래내역 등을 직접 기록**하는 경우 **법상 효력이 부여되는 공부(公簿)로 인정**할 수 있음

⌂ 반면, 기존 전자증권은 **계좌관리기관이 단독**으로 계좌부를 **관리**하므로 발행인 계좌관리기관을 허용하기 어려운 측면

Q4. 발행인 계좌관리기관의 부실화·폐업, 권리의 오기재, 초과 기재 등이 발생할 위험은 없는지? 이로 인한 투자자 피해는 어떻게 보상받는지?

☐ 발행인 계좌관리기관이 부실화·폐업 되더라도 분산원장의 특성상 **기록을 확인**할 수 있음

☐ **권리의 오기재시**에는 **정정**으로 바로잡을 수 있고, **초과분 발생**으로 인한 투자자 피해는 **전자증권법에 따라 보상**

- 전자증권법 시행령 §35 전자등록기관과 계좌관리기관이 연대하여 원리금 지급
  → 초과분 발생에 책임이 있는 자에게 구상권 행사

⌂ 특히 **증권 사무가 정착되지 않은 투자계약증권**의 경우 발행인 계좌관리기관에 **발행액과 비례하는 금액을 적립**하게 하여, **초과분 발생**으로 인한 피해에 대비하는 방안을 검토할 계획

Q7. 발행인 계좌관리기관 보다는 증권사를 통해 토큰 증권을 발행하도록 해야 것 아닌지?

☐ 발행인 계좌관리기관의 **신뢰성 확보**를 위해 **일정 요건을 요구**하여 **전자증권제도의 안정성을 유지**할 것임

⌂ **여러 노드가 참여**해 **기록을 검증**하므로 사후적 조작·변경을 방지할 수 있는 **분산원장 기술의 장점**을 고려할 때,

- 반드시 **증권사의 지원**을 바탕으로 토큰 증권이 발행될 **필요는 없다고 판단**

☐ **조각투자사업자** 등이 요건을 갖추면 단독으로 사업을 영위할 수 있도록 하여 **다양한 자산·현금흐름의 증권화**를 통한 **사업 시도**를 **지원**하는 장점이 더 클 것으로 기대

☐ 한편, 해외의 **증권 무권화**(디지털화) 제도는 국가별로 **다양**하며, **특정 방식을 제한하지 않는 경우**(예: 미국·스위스 등)도 있음

▪ 분산원장 요건

✓ 실질적으로 permissioned blockchain만을 요구함에 따라 퍼블릭체인의 사용이 어려움 (전자증권법에 반영되는 분산원장 요건을 준수해야 할 것)

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

Q3. 위·변조 우려만 없다면 모든 블록체인 기술을 제한없이 활용할 수 있는지?

□ 다음의 내용을 포함한 **분산원장 요건을 요구**할 계획임

❶ 노드가 51% 이상 **다른 금융기관** 등*으로 **구성**되어야 하며, 발행하려고 하는 **증권 관련 사무를 처리**에 **적합**하여야 함

- 다른 금융기관, 전자등록기관, 특수관계인에 해당하지 않는 계좌관리기관

❷ **권리자·거래정보 기록** 등을 위해 **별도의 디지털 자산을 필요로 하지 않아야 함**

- 이는 **증권의 거래**를 보장하여 **투자자를 보호**하고, **디지털 자산 시장 교란을 방지**하기 위한 요건임

- 분산원장 요건

Q3. 토큰 증권 거래시 가상자산으로 결제하는 것이 허용되는지?

□ **거래를 위하여 가상자산이 필요**한 경우에는 **토큰 증권의 분산장부 요건**을 충족할 수 없으므로, **사실상 거래가 제한**될 것임

□ 다만, 이는 **토큰 증권의 발행·유통을 허용**하기 위해 마련되는 **새로운 제도 내**에서 가능한지 여부의 문제이며,

○ **가상자산으로 결제**하였다는 이유만으로 **증권성이 부정되는 것은 아님**

- **KRX에 개설될 디지털증권시장**

  ✓ 장외거래중개가 아닌 KRX에 개설될 디지털증권시장에 상장하여 거래할 경우 기존 전자증권으로 전환하여 상장되고 기존 매매거래·결제 인프라가 적용됨에 유의

> **Q1. 증권거래소의 디지털증권시장(상장시장)으로 상장되어 거래할 때 기존 전자증권으로 전환하면 토큰의 혁신성이 사라지는 것 아닌지?**

□ 현재까지는 **분산원장 기술**의 **처리속도**에 **한계**가 있어, **상장시장 수준의 거래량을 처리**하기는 어려운 것으로 파악됨

○ 디지털증권시장 상장시 발행 형태의 전환은 **기술적 한계**로 인해 **안정적 거래**를 위하여 **불가피**한 사항

STO 관련 법률적 고려사항

- **법령개정 전 금융규제샌드박스 신청시**
  - ✓ 혁신성 및 소비자보호, 편의성 등의 요건 준수 필요. 토큰 증권으로 발행 및 유통해야 할 이유 소명
  - ✓ 발행 · 유통시장의 겸영이 가능한 경우인지의 판단도 관건

    Cf) 금융위원회는 한우·미술품 조각투자와 관련하여 조건부 제재 보류·유예를 하면서,
    "한우·미술품 조각은 부동산·음원 청구권 조각 등과 달리 투자기간 중 지속적인 현금흐름 등을 통해 내재가치나 시세를 판단할 수 없고 유통시장에서의 조각 가격 산정에 대한 정보비대칭성이 매우 큰 문제 등 투자자의 피해가능성을 배제할 수 없고" "또한, 조각 유통시장의 시가총액과 경매 가격이 크게 차이나는 경우도 빈번히 발생 가능"하며, "**투자기간이 짧고 별도의 경매시장이 존재**해 투자자 보호를 위해 유통시장이 꼭 필요한 경우도 아니라는 점"을 고려하여, 유통시장을 운영하던 업체들은 **기존 투자자 보호방안을 마련**하여 **유통시장을 폐쇄**해 나가는 등 투자자 보호를 위해 **사업구조를 재편**할 것을 요구함
  - ✓ 전자증권법 개정 전에는 블록체인상의 토큰 증권과 전자등록계좌부상의 전자증권이 미러링되어야 함

STO 관련 법률적 고려사항

- **법령개정 전 금융규제샌드박스 신청시**
  - ✓ 사업모델의 검토 및 필요시 관계부처와의 협의
  - ✓ 금융규제샌드박스에 의한 규제 적용 특례의 범위

    ※ 금융혁신지원 특별법제17조(혁신금융사업자에 대한 규제 적용의 특례) ① 혁신금융사업자가 지정기간 내에 영위하는 혁신금융서비스에 대해서는 **사업 또는 사업자의 인허가·등록·신고, 사업자의 지배구조·업무범위·건전성·영업행위 및 사업자에 대한 감독·검사와 관련이 있는 금융관련법령의 규정** 중 제4조제2항제5호에 따라 특례가 인정되는 규정은 적용하지 아니한다.
  - ✓ 조각투자사업자와 증권사 간의 협업시 발행인 주체 선정(조인트벤처 등), 조인트벤처 설립시의 지분비율 수준 등도 검토 필요(발행과 유통 분리 요건)
  - ✓ 토큰증권을 SPV가 발행할 경우 사업자의 도산절연 요건이 인정될 것인가

    - 회사형(SPC) vs. 신탁형

감사합니다