

증권형 토큰 발행·유통 현황 및 합리적 규제방안

최지웅*

【초 록】

4차 산업혁명에는 경제와 사회의 다양한 측면에 많은 변화를 가져오고 있으며 금융도 그 영향을 받는 분야 중 하나이다. 그래서 기존의 개념을 보다 발전시키기도 하고 그 개념 규정을 새로 하기도 한다. 분산원장 기술 또는 블록체인 기술이라고 불리는 기술은 4차 산업혁명의 도래와 함께 등장한 기술로서 그 잠재력과 가능성에 대한 많은 기대와 함께 여러 가지 활용 사례들이 나오고 있다.

분산원장 기술을 기반으로 처음 등장한 것은 가상화폐였으나 그 개념, 속성에 대한 불확실성과 더불어 가상화폐와 연계된 투기, 사기 등의 사건으로 인해 강한 규제의 대상이 되었다. 뒤이어 등장한 토큰은 가상화폐와는 달리 기존 경제계와 보다 밀접하게 연계되어 활용될 수 있는 가능성을 보여주고 있으나 명확한 활용례와 규제 시스템이 정립될 필요성이 있다.

증권형 토큰은 이러한 분산원장 기술을 기반으로 하는 다양한 토큰 유형 중에서 증권의 속성을 가진 것으로서 각 국가마다의 사정과 활용 정도는 다르지만 자금 조달 및 권리 이전에 활용되는 특징을 보이고 있다. 그래서 때로는 자산과 연계하여 활용되기도 하고(온체인 단독형 토큰), 별도의 다른 자산 연계 없이 증권형 토큰 그 자체로 권리를 창출하기도 한다(오프체인 연계형 토큰).

증권형 토큰의 장점은 자금조달 비용이 기존의 수단보다 저렴하고 소액으로 투자할 수 있으며 기존 체계에서 자금조달이 어려웠던 주체들에게 새로운 가능성을 제공할 수 있다는 것이다. 반면 명확한 규제 체계의 부재 및 정보 비대칭으로 인하여 실효적 감독 및 투자자 보호가 불완전하다는 단점이 존재한다. 이에 따라 증권형 토큰의 잠재력 또는 가능성을 감안하여 각 국에서는 정부 또는 민간의 주도 아래 그 활용 가능성을 타진하고 있으며, 합리적 규제 방안도 검토하고 있다.

이러한 세계적 추세를 감안할 때 우리나라도 증권형 토큰의 세계적 활용 현황 및 규제 방향을 파악하고 우리나라에 적합하고 합리적인 규제 방안을 마련할 필요가 있다. 이를 위해 먼저 증권형 토큰의 법적 성격이 무엇인지를 규명하여야 한다. 그래야 증권형 토큰에 어떠한 규제를 적용할 지에 대한 기준을 파악할 수 있기 때문이다. 다음으로는 어느 수준으로 어떻게 규제할 것인지에 대한 규제 수준과 방향을 설정해야 한다. 법적 성격이 규명되었다고 하더라도 증권형 토큰에

* 한국예탁결제원 리스크관리부 법무팀 사내변호사.

동일한 규제를 적용할 것인지 아니면 정책적으로 장려할 것인지에 대한 판단이 필요하기 때문이다. 더불어 투자자 보호장치의 마련 등과 같은 안정적인 제도 운영을 위한 수단도 함께 고려가 되어야 할 것이다.

주제어 : 증권형토큰, 분산원장기술, 증권 규제, 자본시장법, 전자증권

목 차

- I. 개 요
- II. 증권형 토큰의 특성 및 활용 구조
- III. 증권형 토큰의 이용·규제 현황 및 방향
- IV. 맺음말

I. 개 요

4차 산업혁명이 본격적으로 논의되면서 가장 빈번하게 언급되는 용어 중의 하나가 블록체인일 것이다. 이와 더불어 비트코인, 가상화폐, 암호화폐 또는 분산원장이라는 용어도 병행 또는 혼용하여 언급되기도 한다. 최근에는 ICO(Initial Coin Offering) 또는 증권형 토큰(Security Token)에 대해서도 활발한 논의가 이루어지고 있다.

이러한 용어들에 대한 업계 또는 학계의 정의는 다양할 수 있겠으나 지금까지 정리된 공통적인 사항을 살펴보면 위에 언급된 것들은 기본적으로 분산원장기술(DLT, Distributed Ledger Technology)¹⁾을 기반으로 하여 발행되거나 사용되는 것이라고 할 수 있다. 원래 분산원장기술을 기반으로 한 것으로는 가상화폐가 그 주류를 이루었다. 그러나 가상화폐가 통화의 성격을 구비하였는지 여부 그렇지 않다면 투자성을 가진 금융투자상품의 하나인지 여부 등에 대한 논의가 점차 확대되고 있던 상황에서 ICO 또는 증권형 토큰이 새로이 등장하게 되었다.

ICO에 대한 공식적인 정의는 부재한 상황이나 일반적으로는 개인이나 기업이 분산원장기술 기반 환경에서 대중으로부터 프로젝트 자금을 모집하는 활동을 포괄적으로 이르는 용어라고 정의할 수 있다. 이 경우 ICO 과정에서 투자자들에게 투자에 대한 대가로 지급하는 것이 토큰(Token)이며 그 토큰의 유형 중 하나가 증권형 토큰이다. 결국 증권형 토큰이라 함은 분산원장기술을 기반으로 하여 토큰 발행자가 자금을 모집하는 대가로 투자자에게 지급하는 것이라고 할 수 있다.

그런데 이미 비트코인 또는 가상화폐의 성격을 무엇으로 볼 것인가 그리고 이를 어떻게 규제 및 관리할 것인가에 대한 논의가 아직 명확히 정리되지 않은 상황에서 이와 그 기술기반 및 속성

1) 분산원장기술은 통상 분산 네트워크 참여자(노드, node)가 암호화 기술을 사용하여 거래 정보를 검증하고 합의한 원장(Ledger)을 공동으로 분산·관리하는 기술로 정의된다. 이 기술에서는 중앙 관리자나 중앙 데이터 저장소가 없고, 데이터 관리의 신뢰성을 높이기 위해 분산 네트워크 내의 모든 참여자가 거래 정보를 합의된 알고리즘에 따라 서로 복제하여 공유한다.

이 유사하면서 동시에 증권과 유사한 것으로 보이는 증권형 토큰에 대해서는 더더욱 그 정확한 개념이 무엇인지 그리고 어떻게 기존 제도와 조화를 이룰 수 있을 것인지에 대해서는 아직 정리되지 않은 점들이 많다. 그러나 이미 국내외적으로 증권형 토큰이나 이와 유사한 것들의 발행 사례가 등장하고 있고 일부 적극적인 규제와 관리의 필요성도 있어서 조속하고 정확한 대응이 요구되는 시점이라고 보여진다.

그래서 본 논의에서는 증권형 토큰이란 무엇인지, 그리고 현재 운영되고 있는 현황은 어떠한지, 향후 어떻게 관리되어야 할 것인지에 대한 방향에 조금이나마 보탬이 되는 사항들을 전개해 보고자 한다.

II. 증권형 토큰의 특성 및 활용 구조

1. 토큰의 정의 및 종류

‘I.개요’에서 토큰을 투자자들에게 투자에 대한 대가로 지급하는 것이라고 개략적으로 밝힌 바 있다. 이에 대해 (디지털) 토큰의 개념을 선제적으로 규정하고 있는 스위스 금융시장감독청(FINMA)에 따르면 토큰은 전자적 형태를 매개로 공중에서 재화의 교환 수단으로 사용되거나 재화의 가치가 화체되어 사용되는 것으로서 전송가능하며 개별적으로 식별가능한 단위를 지닌 것으로 정의하고 있다.²⁾

이러한 토큰은 그 성격상 대개 지급형 토큰(Payment Token 또는 Exchange Token), 이용형 토큰(Utility Token) 및 증권형 토큰(Security Token)으로 구분된다. 지급형 토큰은 지급결제수단으로 사용하는 토큰이고, 이용형 토큰은 특정 시스템 또는 그룹 내에서 개별 응용프로그램이나 서비스를 구매할 수 있는 수단으로 사용된다. 반면, 증권형 토큰은 자금을 조달하는 자와 그 자금을 제공하는 자 간의 계약에 따라 해당 계약상 각종 권리가 부여되는 수단으로 사용된다. 이 경우 증권형 토큰은 다른 토큰과 비교했을 때 자산의 가치가 화체되어 있거나 증권 기타 금융상품과 유사한 성격을 가지고 있다고 평가할 수 있다.³⁾

그런데 지급형 토큰이나 이용형 토큰은 해당 토큰의 발행 형태 또는 사용 범위가 특정 시스템 또는 비즈니스 영역 내에 한정되는 반면, 증권형 토큰은 일반 경제계와 연계되고 기존 법률의

2) Financial Market Supervisory Authority(FINMA) (2018). Guidelines for enquiries regarding the regulatory framework for initial coin offerings (ICOs).

3) 김준호·김계정·문준호, “ICO에 대한 주요 이슈 및 시사점”, 『증권법연구』 제19권 제2호(한국증권법학회, 2018), 217면, 정승기·김성호, “ICO의 규제에 대한 평가”, 『금융법연구』 제15권 제3호(금융법학회, 2018), 142면.

규율을 받을 수도 있는 등 다른 토큰과는 구별되는 특성을 갖고 있다. 이러한 점에서 증권형 토큰의 성격을 보다 명확히 규명하고 이에 대한 대응책을 마련하는 것은 중요한 의미를 갖는다.

2. 증권형 토큰의 정의 및 발행 유형

(1)

앞서 증권형 토큰은 지급형 토큰이나 이용형 토큰과는 달리 기존 경제계와 연계되어 발행된다고 기술하였는데 이 것은 기존 경제계에 존재하거나 존재할 자산과 연계되어서 발행된다는 의미로서 실물 자산이나 금융 자산을 분산원장기술을 이용하여 토큰화하는 것이다.⁴⁾ 금융안정위원회(FSB, Financial Stability Board)는 이를 다른 표현으로 금융상품이나 부동산 등의 자산을 분산원장에 기록하는 것을 자산의 토큰화라고 정의하기도 한다.⁵⁾

즉, 증권형 토큰은 실물 자산이나 금융 자산에서 파생되거나 또는 금융 자산 그 자체에서 발생하는 경제적 가치 또는 권리를 분산원장에서 생성되는 디지털 토큰(Digital Token)에 연결하여 발행하는 것이라고 볼 수 있다.

(2)

증권형 토큰은 그 발행 방법이 크게 두 가지로 나뉜다. 첫 번째 유형은 이미 존재하고 있는 실물 자산 또는 금융 자산을 기초로 하여 발행하는 것이고 두 번째 유형은 분산원장상에서 금융 자산에 상응하는 증권형 토큰을 새로이 발행하는 것이다. 편의상 첫 번째 유형의 증권형 토큰을 오프체인(Off-Chain) 연계형 토큰이라 하고 두 번째 유형을 온체인(On-Chain) 단독형 토큰이라고 한다.

1) 오프체인 연계형 토큰

오프체인 연계형 토큰은 기존 경제계에 이미 존재하고 있는 실물 자산 또는 금융 자산을 기초로 하여 발생하는 것으로서 사실상 자산유동화증권과 그 속성과 구조가 매우 유사하다. 즉 자산

4) Hileman, Garrick and Rauchs, Michel(2017), Global Blockchain Benchmarking Study, 22 September, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3040224>

5) Financial Stability Board(FSB) (2019), Decentralised financial technologies: Report on financial stability, regulatory and governance implications, <https://www.fsb.org/2019/06/decentralised-financialtechnologies-report-on-financial-stability-regulatory-and-governance-implications/>

유동화 기법에 의해 자산을 한데 모아 해당 자산 집합(Pool)에서 발생하는 현금흐름에 대한 소유권을 갖고 있는 유동화증권을 발행하는 것처럼, 오프체인 연계형 토큰 역시 일정한 자산 집합을 형성하고 이를 기반으로 증권형 토큰을 발행한다. 따라서 오프체인 연계형 토큰은 분산원장기술로 구현한 자산유동화증권이라고 할 수 있다. 자산 가치는 있으나 유동성이 부족한 자산을 기반으로 하여 유통가능한 증권 또는 증권형 토큰을 발행하여 자금조달을 한다는 점에서는 자산유동화증권과 오프체인 연계형 토큰은 상호 공통점을 갖고 있는 것이다.

또한, 오프체인 연계형 토큰은 그 토큰 발행의 근거가 되는 자산이 실제 경제계에 계속 존재하는 특성이 있는데 해당 자산은 오프체인 연계형 토큰을 담보할 수 있어야 하므로 일정한 관리자의 책임 하에 관리, 감독을 받게 된다. 이 경우 토큰 발행의 근거가 되는 자산의 안전한 관리 및 수익 창출이 결국 오프체인 연계형 토큰의 유효성을 담보하므로 해당 관리자의 역할과 능력이 매우 중요하게 된다. 이러한 점 역시 자산유동화구조에서 자산관리자(AMC)의 그것과도 유사하다.

다만, 기존 경제계에서의 자산유동화는 관련 법률의 규율 또는 일정 요건하에서 진행되므로 제약이 상당히 존재하는 반면 오프체인 연계형 토큰은 아직까지는 그러한 규제의 적용대상은 아니므로⁶⁾ 자산보유자, 자산관리자, 또는 토큰 발행자의 요건 및 기초 자산관리 방식에 있어서의 자율성이 상당히 존재한다고 할 수 있다. 나아가 자산유동화증권의 경우 해당 증권의 투자에 참여할 수 있는 자의 범위가 상당히 제한되어 있는 반면, 오프체인 연계형 토큰의 경우에는 해당 토큰에 대한 소액투자 가능성도 상당히 존재하는 만큼 그 투자자의 범위가 비교적 넓다고도 볼 수 있다.

2) 온체인 단독형 토큰

온체인 단독형 토큰은 오프체인 연계형 토큰과는 달리 기존에 존재하던 자산이 아니라 증권형 토큰 발행자의 프로젝트에 투자하는 투자자가 해당 발행자와의 계약을 통하여 갖게 되는 권리를 토큰화한 것으로서 증권의 신규 발행에 비교할 수 있다. 즉 토큰 발행자가 자금조달에 대한 대가로 투자자에게 온체인 단독형 토큰을 발행하여 배포하는 것으로서 지금까지는 주로 신생 벤처기업(SME, Small Medium sized Enterprise)의 자금조달에 사용되는 것으로 파악되고 있다.⁷⁾

6) 자산유동화법 또는 한국주택금융공사법 등의 법률에 의한 등록유동화는 해당 법률의 요건을 구비하여야 하며, ABCP(자산담보부 기업어음)와 같은 비등록유동화는 명목회사(paper company)인 특수목적기구(SPC)를 설립하여 진행하는 등의 각종 제약이 있지만 오프체인 연계형 토큰의 경우에는 아직 제도화가 되지 않은 관계로 그러한 제약에서 자유롭다고 할 수 있다.

7) OECD (2019), Initial Coin Offerings for SME financing, <http://www.oecd.org/finance/ICOs-for-SMEFinancing.pdf>.

그런데 온체인 단독형 토큰은 투자자가 자신의 자금을 투자한 대가로 부여받는 권리를 토큰화한 것이라는 점에서 기존의 주식, 채권 등의 증권과 매우 유사하다. 그러나 자산유동화증권과는 달리 주식이나 채권은 관련 규제가 상당하고 회사법, 증권법 등의 기존 법률에 따른 요건, 효과 등이 법정화되어 있어서 온체인 단독형으로 토큰 발행을 하기 위해서는 사실상 기존의 이러한 규제와 요건들을 준수하여야 하므로 오프체인 연계형 토큰에 비하여 고려사항이 훨씬 많다고 볼 수 있다. 즉 법적으로 그 발행근거가 구비되지 않으면 온체인 단독형 토큰의 발행에 효력을 부여할 수 없는 상황이 발생할 수도 있는 것이다.⁸⁾ 그래서 이러한 상황에서는 사모로 발행하는 비상장주식이나 사모채권의 경우에 그 적용가능성을 타진해 볼 수는 있을 것으로 보인다.

3. 증권형 토큰의 발행 · 유통 구조

증권형 토큰의 발행 · 유통 구조는 그 토큰의 유형과 세부적인 상황에 따라 달라지겠지만 기본적으로는 (a)증권형 토큰 발행자를 중심으로 (b)프로젝트(또는 사업), (c)증권형 토큰 투자자, (d)거래소가 연결되는 구조로 구성되어 있다.

(a)증권형 토큰 발행자는 자금모집의 주체로서 투자설명서(White Paper)를 사회관계망서비스(SNS), 인터넷 등 주로 온라인을 통해 배포하고 홍보하여 투자자들을 모집한다. 경우에 따라서는 온라인뿐 아니라 대규모 오프라인 로드쇼를 통한 홍보활동을 선행하기도 한다. 이렇게 (c)증권형 토큰 투자자로부터 받은 자금은 (b)프로젝트(또는 사업)의 개발 및 운용자금으로 사용되며 그 운용을 통한 수익이 증권형 토큰 투자자에게 배당 또는 이자의 형태로 지급되기도 한다. 이 경우 (c)증권형 토큰 투자자가 본인이 보유한 토큰을 거래하고자 하는 경우에는 해당 토큰을 전문적으로 취급하는 (d)거래소를 통하여 거래할 수 있다.⁹⁾

증권형 토큰 발행자는 투자자에게 제공하는 백서를 통하여 토큰 발행의 근거가 되는 프로젝트(또는 사업)에 대한 세부 내용 및 수익 창출 구조, 운영 방식 등을 설명한다. 이 경우 해당 프로젝트(또는 사업) 생태계의 구성과 운영 방식, 경제 원리에 대한 내용도 담게 된다.¹⁰⁾ 또한 백서에서

8) 이러한 점을 반영하여 최근 미국의 델라웨어 주에서는 해당 주에서 적용되는 주법의 하나인 일반기업법(General Corporation Law)을 개정하여 증권형 토큰으로 발행된 것이 법상 주식으로 인정받을 수 있는 법적 근거를 마련한 바 있다. Delaware State Senate (2017), Senate Bill No. 69, Act to amend title 8 of the Delaware code relating to the General Corporation Law, <https://legis.delaware.gov/json/BillDetail/GenerateHtmlDocument?legislationId=25730&legislationTypeId=1&docTypeId=2&legislationName=SB69>.

9) 이지연 · 이보미, “ICO 현황과 규제방안”, 『KIF VIP 리포트』, (한국금융연구원, 2018), 13면.

10) 모집된 자금으로 구축할 프로젝트(또는 사업)를 생태계(ecosystem)라고 부르며 투자자들이 토큰을 매입하는 것을 생태계 구성에 참여하는 것으로 표현.

는 자금모집과 분배에 대한 정보도 함께 제공하게 된다. 이 경우 자금모집 규모는 법정통화를 기준으로 제시되며, 발행되는 증권형 토큰의 개수와 개당 가격(교환 비율)을 함께 고시한다.

증권형 토큰의 모집 형태는 그 단계별로 각기 다른 양상을 보이는데 크게 프라이빗 세일(Private Sale), 프리 세일(Pre-Sale) 및 메인 세일(Main Sale)로 나뉜다. 첫 번째 단계인 프라이빗 세일은 본격적인 ICO 이전에 비공개로 진행되는 자금모집 단계로, 거액 개인투자자 또는 기관투자자들이 참여하며 그 참여에 대한 대가(프리미엄)가 제일 높다. 두 번째 단계인 프리 세일은 ICO 직전의 특별사전판매와 같은 단계로 프라이빗 세일에 비해서는 수익이 적으나¹¹⁾ ICO비해서는 많으며 이 단계부터 일반투자자의 참여가 가능하다. 마지막 단계인 메인 세일 단계는 ICO라고 볼 수 있으며 모집 규모가 가장 크고 일반투자자를 포함하여 누구나 참여할 수 있다는 특징이 있다.

4. 증권형 토큰의 장·단점¹²⁾

(1)

1) 토큰 발행인

증권형 토큰의 경우 통상적인 증권 발행에 소요되는 비용보다 저렴한 비용으로 보다 간소한 절차를 통하여 자금모집 및 발행이 가능하므로 토큰 발행인의 입장에서는 경제적으로 유리한 점이 있다.

기존 방식으로 증권을 발행하고자 하는 경우에는 관련 법규에서 정한 절차와 방법을 준수하여야 하고 각 단계별로 주간사와 같은 중개기관이 개입되는 경우도 빈번하지만, 토큰 방식의 발행을 하고자 하는 경우에는 토큰 발행자가 직접 모집 주체가 되어 진행하는 경우가 대부분이고 개입하는 중개기관의 수와 단계도 크게 줄어들기 때문이다. 즉 중개기관 없이 토큰 발행자 홈페이지 등 온라인 플랫폼을 통해 홍보와 자금 모집이 진행되고, 크라우드펀딩이나 벤처캐피탈 보다는 조달비용이 적을 것으로 평가되는 점이 발행인에게 매력적으로 다가오는 것이다.¹³⁾

11) 프라이빗 세일(Private Sale)이 특정 투자자를 대상으로 하여 비공개로 진행하는 것이라면 프리 세일(Pre Sale)은 한정된 수만큼의 투자자를 대상으로 하되 일단 공개가 된다는 점에서 차이가 있다. 이 경우 총 기대수익을 나누어 가질 투자자의 수는 불특정 다수의 투자자가 참여하는 메인 세일(Main Sale)과 비교하여 프리 세일이 그 수가 한정되어 있으나 매우 소수가 참여하는 프라이빗 세일에 비하여서는 개별 투자자의 수익은 적어지게 된다.

12) 여기서의 장·단점이라 함은 실제 사례의 운영 결과를 일반화하였다기 보다는 제도 특성을 중심으로 사전적으로 예측되는 것임을 밝혀둔다.

13) Financial Stability Board(FSB) (2019), Decentralised financial technologies: Report on financial stability, regulatory and governance implications, <https://www.fsb.org/2019/06/decentralised-financialtechnologies-report-on-financial-stability-regulatory->

더불어 주주나 사채권자에게 관련 법규상 보장하여야 하는 제반 권리와는 달리 증권형 토큰은 해당 토큰의 발행인이 상당한 재량을 갖고 투자자의 권리와 발행인의 의무를 설계할 수 있어서 토큰 투자자들의 경영 간섭도 제한할 수 있는 점이 있다. 즉 발행인의 입장에서 기존의 자금조달 방법들에 비해 진입장벽이 낮고 효율성이 높을 것으로 기대되는 점들이 있는 것이다.

2) 토큰 투자자

토큰 투자자의 입장에서 투자대상의 확대 및 간소화된 투자방식 그리고 고수익에 대한 기대를 가진다는 점에서 증권형 토큰이 갖는 장점이 있다. 즉, 예전에는 거액의 투자금이 요구되는 프로젝트(또는 사업)이었지만 증권형 토큰 발행을 통한 참여를 통하여 적은 투자금으로도 자본시장에 참여하고 투자를 할 수 있는 기회가 제공된 것이다. 그리고 발행, 유통, 권리 관리 등의 제반 절차가 토큰 발행인 또는 토큰 발행·매매 중개인을 통하여 단일하게 처리되므로 토큰에 대한 권리행사가 보다 간결하고 신속하게 처리될 수 있다는 점도 토큰 투자자의 입장에서는 긍정적인 측면이 될 수 있다.¹⁴⁾

3) 정부 또는 금융감독당국

정부 또는 금융감독당국 입장에서도 신규 사업에 대한 투자와 평가가 증권형 토큰의 발행 및 유통 과정을 통하여 시장에 의해 자율적으로 이루어지게 됨으로써, 효율적으로 새로운 산업의 육성이 가능하게 된다. 즉 기존의 금융체계에서는 신규 사업에 관한 증권 발행이나 유통이 제반 법률, 규제, 또는 기존 시스템에 의하여 제약될 수 있으나 증권형 토큰의 발행 등에 의해 정부의 별도 정책자금 모집 또는 촉진 정책 없이도 의도했던 기업·시장의 육성이 가능하게 되는 것이다.

(2)

1) 토큰 발행인

토큰을 발행하고자 하는 입장에서의 장점은 동시에 단점으로 작용할 수 있다. 왜냐하면 아직 증권형 토큰과 관련한 명확한 법률 또는 규제 체계가 확립되지 않았다는 점은 반대로 해석하면 증권형 토큰이 발행, 유통될 수 있는 명시적 기반이 마련되지 않았다는 것으로도 볼 수 있기 때문이다. 기존의 법률 또는 규제 체계에서 증권형 토큰을 증권과 같은 하나의 자금조달방법으로 인정하고 증권에 준하거나 또는 차이를 두어서 감독, 관리하는 체계를 정식으로 구비한다면 증권형

and-governance-implications/.

14) 이지연·이보미, 전계논문, 18, 19면.

토큰을 발행하고자 하는 자의 입장에서는 규제의 불확실성이 해소되고 심지어는 발행이 불가능할 것으로 보여지는 상황이 해결되는 경우도 있을 수 있기 때문이다.

2) 토큰 투자자 및 정부

증권형 토큰의 투자자의 입장에서 가장 큰 단점 또는 리스크는 정보 비대칭의 문제 및 이로 인하여 발생 가능한 사기행위이다. 경우에 따라 자금 모집 주체나 거래 구조를 일반 투자자가 정확하게 파악하기 어렵고 이로 인하여 사기의 가능성이 존재하는지도 알기 어려울 수 있다. 즉 백서(또는 투자설명서)에 담고 있는 기술적 정보나 사업구조가 난해한 경우가 많아 투자자들이 이해하고 판단하기가 쉽지 않은 경우가 존재한다는 것이다. 그리고 구체적인 실물이나 근거가 없이 ‘아이디어’에 대한 정보만으로 참여가 이루어지는 경우도 상당하여 제대로 된 가치평가가 어렵고, 그 아이디어의 실현 가능성도 확신할 수가 없는 경우도 있다.

지난 '19년 1월 우리나라 정부가 ICO 관련 실태조사를 수행한 결과를 발표¹⁵⁾한 바에 따르면 이러한 우려가 증권형 토큰에도 동일하게 발생할 수 있다고 보여진다. 즉, ICO와 관련한 투명한 정보공개가 부족하고 일부 프로젝트(또는 사업)의 경우 현행법 위반 소지가 존재한다는 것이었다.

토큰 발행인과 해당 발행인이 수행하는 프로젝트(또는 사업)에 대한 정보가 부족하고 블록체인과 같은 분산원장에 대한 난해한 IT기술용어로 구성되어 있어 투자자가 그 사업구조 등을 파악하기 어렵게 되어 있는 경우가 다수였다. 그리고 ICO 모집자금의 사용내역과 자금운용 또는 사업수행 운영진에 대한 정보가 없거나 허위기재되어 있는 문제도 존재하였다.

또한, 유동화 토큰 발행 및 거래, ICO 관련 펀드 판매 과정에서 무인가 금융투자업 영위로 인한 자본시장법 위반 소지도 존재하였고, 프로젝트(또는 사업)의 중요사항을 과장 광고하여 형법상 사기죄의 성립 가능성도 존재하는 것으로 밝혀졌다.

〈표 1〉 증권형 토큰의 장·단점

| 주체 | 장점 | 단점 |
|-----|-------------------------------|-----------------------------|
| 발행인 | -경제적 조달비용 저렴 -권리구조 설계 재량 ↑ | -명시적 규율체계 부재 -규제의 불확실성 ↑ |
| 투자자 | -소액투자 가능 -발행회사와 1대1 관계 | -정보 비대칭 및 사기 가능성 |
| 정부 | -신규 기술산업 육성 가능성 ↑ | -실효적 관리·감독의 어려움 |

15) 금융위원회, “ICO 실태조사 결과 및 향후 대응방향”, (금융위원회 보도자료, 2019.1.31.).

Ⅲ. 증권형 토큰의 이용 및 규제 현황

1. 증권형 토큰의 이용 현황

(1)

가상통화와 같은 지급형 토큰이나 특정 생태계 내에서 사용가능한 이용형 토큰과는 달리 증권형 토큰은 증권 또는 금융 관련 규제와 밀접하게 연계되어 있는 특징이 있다. 그래서 증권형 토큰의 발행·유통은 대개 ① 국제기구가 발행주체이거나, ② 증권형 토큰 관련 법제가 구비된 국가 내에서 발행되거나, ③ 증권형 토큰 발행을 규제 샌드박스과 같이 시범적으로 도입된 프로젝트 범위 내에서 수행하는 경우에 이루어지는 양상으로 나누어지고 있다.

(2)

1) 국제기구가 발행주체인 경우

세계 은행은 지난 2018년 8월 분산원장에서 운영되는 채권인 Bond-i를 발행하였다. 해당 채권은 분산원장에서 발행, 유통, 및 제반 권리행사가 이루어지는 동시에 이러한 업무에 공식적인 법적 효력을 부여하는 첫 번째 채권으로서 이를 통해 세계은행은 총 1.1억 호주달러를 조달하였다.¹⁶⁾

Bond-i의 주간사는 블록체인 플랫폼을 개발 및 구축업무를 수행해 왔던 호주 연방은행(CBA, Commonwealth Bank of Australia)이 선정되었으며 발행 및 유통 또한 관리하는 업무를 수행하게 되었다. 호주 연방은행이 개발한 Bond-i 플랫폼은 세계 은행과 호주 연방은행만이 거래를 검증하고 허가된 투자자¹⁷⁾만이 자신의 내역에 한하여 입찰 내역 등을 확인할 수 있는 허가형 전용 분산원장(Permissioned Distributed Ledger) 개념이다. 한편, Bond-i의 발행 및 원리금 상환 등의 대금 결제는 Bond-i 플랫폼과는 별개로 오프체인상에서 수행되었다.¹⁸⁾

16) World Bank Treasury (2018), World Bank Prices First Global Blockchain Bond, Raising A\$110 Million, <https://www.worldbank.org/en/news/press-release/2018/08/23/world-bank-prices-first-globalblockchain-bond-raising-a110-million>.

17) 당시 세계은행이 발행한 Bond-i에 투자한 투자자는 호주 연방은행(CBA), First State Super, NSW Treasury Corporation, Northern Trust, QBE, SAFA, and Treasury Corporation of Victoria와 같은 금융기관 및 관련 기관투자가였다.

18) OECD (2020), The Tokenisation of Assets and Potential Implications for Financial Markets, OECD Blockchain Policy Series, p44.

2) 증권형 토큰 관련 법제가 구비된 국가 내에서 발행되는 경우

(가) 증권형 토큰에 특화된 법제를 구비한 나라의 경우

프랑스는 분산원장(블록체인) 기술을 이용한 자금조달 및 증권발행 등을 지원하기 위해 체계적인 법제 마련을 진행해온 최초의 나라로서, 분산원장 기술 기반의 증권 발행 및 유통을 공식적인 법제하에 관리하기 위하여 화폐금융법(2016년), 블록체인 시행조치(2017년) 및 PACTE법(2019년) 등을 순차적으로 정비하였다. 즉, 프랑스는 잠정적이고 실험적 성격이 강한 규제 샌드박스 체계가 아닌 정규 체계로 분산원장 기반 증권형 토큰을 수용하고자 하는 움직임을 현실화해온 것이다.¹⁹⁾

이러한 배경 하에 프랑스에 본사를 둔 Société Générale(쏘씨에테 제네랄)은 분산원장 기반의 커버드 본드(Covered Bond)를 1억 유로 규모로 발행하였다.²⁰⁾ 그런데 Société Générale 역시 분산원장 기반의 증권시스템 구축을 위해 Internal Startup Call이라는 프로젝트를 운영하였고 그 프로젝트의 첫 번째 적용 결과물이 해당 커버드 본드의 발행이 된 것이었다. We.Trade라고 하는 이 분산원장 기반의 증권시스템은 Société Générale의 법인 고객으로서 허가받은 자만이 해당 시스템에 참가가 가능하다는 특징이 있다.²¹⁾

한편, 프랑스에서는 주식이나 채권과 같은 전형적인 증권 이외에도 부동산을 토큰화하는 사례도 발생하였다. 즉, 17개의 참가업체로 구성된 컨소시엄이 Boulogne-Billancourt(블로뉴 비양쿠르)에 소재한 고급 빌라(Anna Vila)를 매수하고 이를 분산원장 기술에 기반하여 발행한 증권형 토큰에 의하여 유동화하는 거래를 성사시킨 것이다.²²⁾ 이 거래는 유럽에서 건물 매매에 분산원장 기술을 사용한 최초의 사례로 기록되고 있다. 17개 참가업체로 구성된 컨소시엄이 매수주체가 되어 해당 부동산을 우선 매수하고 그 매수에 소요된 자금을 투자 플랫폼 운영 업체인 Equisafe가 운영하는 분산원장 기술 기반 시스템을 통하여 발행한 증권형 토큰으로 조달한 것이다. 이 증권형 토큰은 프랑스 화폐금융법상 증권에 적용되는 규제를 준수하였으며 최소 투자금액은 6.5유로(한화 약 8,500원)였다.

19) OECD (2020), The Tokenisation of Assets and Potential Implications for Financial Markets, OECD Blockchain Policy Series, p45, 46.

20) Société Générale (2019), Societe Generale issued the first covered bond as a security token on a public blockchain, April, <https://www.societegenerale.com/en/newsroom/first-covered-bond-as-a-securitytoken-on-a-public-blockchain>.

21) Société Générale (2019), we.trade available for all Societe Generale clients, April, <https://www.societegenerale.com/en/newsroom/wetrade-available-all-societe-generale-clients>.

22) Equisafe (2019), First Sale of Building Through Blockchain Technology By Europe Completed By Investment Platform Equisafe For € 6.5 Million, 27 Aug 2019 <https://medium.com/@Equisafe/throwback-first-sale-of-building-through-blockchain-technology-in-europe-completed-by-investment-3c77d58149e2>.

(나) 증권형 토큰을 기존 증권과 동일하게 취급하는 나라의 경우

앞서 언급된 프랑스와는 달리 스위스는 증권형 토큰에 관한 별도의 법제를 운영하지는 않으나 기존 법제하에 발행된 주식을 디지털 형태의 토큰으로 모두 전환하고자 하는 계획(이하 'CMTA 토큰화 계획')을 수립하여 실행해오고 있다.²³⁾

이러한 배경하에 스위스 소재 기업인 Mt Pelerin Group SA(몽벨레항 그룹)은 주식 발행과 관련한 제반 법규를 준수하면서 자사가 발행했던 모든 주식을 토큰화하였다. 스위스의 CMTA 토큰화 계획에 따르는 경우에도 주식 매수인은 자금세탁방지 절차 및 실명확인 절차를 각각 준수하여야 주주가 될 수 있고 주주명부에 등재가 가능하다. 한편, 주식은 분산원장 기반하에 관리되더라도 주주명부는 발행인인 Mt Pelerin Group SA이 별개의 시스템을 이용하여 작성·관리한다.

3) 규제 샌드박스와 같은 프로젝트 범위 내에서 수행하는 경우

분산원장(블록체인) 기술을 이용하는 증권형 토큰의 발행 관련 제도를 도입하고자 하나 기존의 법제와의 충돌을 방지하는 동시에 의도했던 효과를 얻고자 하는 나라에서는 규제 샌드박스와 같은 프로젝트를 운영하고 있다. 즉, 기존 법제하에서 증권형 토큰의 발행, 유통, 권리행사 등을 일반 증권과 같이 그대로 진행하기 어려운 점이 있으므로 이와 관련한 몇 가지 특례를 부여하고 토큰 발행 관련 요건들을 일정한 범위 내로 조정하여 실험하고자 하는 것이다.

영국은 이러한 규제 샌드박스 제도를 운영해온 대표적인 나라 중의 하나로서 영국 금융감독청(FCA; Financial Conduct Authority)은 주식과 사채를 디지털 토큰의 형태로 발행하는 프로젝트(UK FCA Sandbox 4)를 수행하여 왔다.²⁴⁾ 영국에 소개한 20|30은 해당 프로젝트에 참가하여 주식을 증권형 토큰으로 발행하는 작업을 진행하여 주식의 토큰화를 성공적으로 완수한 최초의 영국 회사가 되었다.²⁵⁾

그런데 앞서 언급된 경우, 즉 국제기구가 발행한 경우 또는 증권형 토큰 관련 법제가 정비된 경우와는 달리 규제 샌드박스 프로젝트에 따르는 경우에는 증권형 토큰의 발행 등을 수행하는 과정에서 기존 법제와의 충돌을 최소화하여야 하므로 여러 제약 사항들이 나타나게 된다. 특히 주식이 그러하여 회사법 등에서 규율하고 있는 사항과의 충돌을 피하기 위해 주식 자체는 실물로

23) Capital Markets and Technology Association (CMTA) (2018), Blueprint for the tokenization of shares of Swiss corporations using the distributed ledger technology, October, <http://www.cmta.ch/wpcontent/uploads/CMTA-Blueprint-for-the-tokenization-of-shares-of-Swiss-corporations-1.pdf>.

24) Financial Conduct Authority (2019a), The impact and effectiveness of Innovate, April, <https://www.fca.org.uk/publication/research/the-impact-and-effectiveness-of-innovate.pdf>.

25) 20|30 (2019) completes first ever Tokenised Equity Offering Issuance, European Business Magazine, April <https://europeanbusinessmagazine.com/business/2030-completes-first-ever-tokenised-equity-offering-issuance/>.

발행하여 신탁 기관에 보관·관리하도록 하고 그 실물로 발행된 주식에 대한 (채권적) 권리를 토
큰화하여 투자자에게 지급하는 형태를 취하게 되었다.

우리나라도 이러한 영국의 경우와 같이 규제 샌드박스를 통하여 분산원장 기술을 적용한 증권
형 토큰의 발행을 시범적으로 추진하였다.²⁶⁾ 해당 사업에 관하여 혁신금융서비스 사업자로 선정
된 카사코리아는 부동산신탁의 수익증권을 증권형 토큰으로 발행하는 과정에서 자본시장법 및
관련 법률과의 충돌을 피하기 위해 앞서의 영국 사례와 같이 수익증권을 실물로 발행하여 신탁기
관이 보관하되, 해당 수익증권에 대한 반환청구권을 토큰화하여 투자자에게 지급하는 방식을 취
하고 있다.

2. 증권형 토큰의 규제 현황

(1)

1) 개 요

증권형 토큰의 등장 및 이에 대한 대응이 본격화되기 이전에 존재하던 지급형 토큰 또는 이용
형 토큰의 경우에는 그 법적·경제적 성격이 무엇인지가 불명확하였고 해당 토큰의 초기 도입
취지와는 다르게 투기, 사기 등이 발생하여 한때 중국과 우리나라와 같이 전면 금지 조치를 한
나라도 있었다.

이후 증권형 토큰이 본격 등장하면서부터 분산원장 기술이라는 신기술에 기반한 것으로서 기
존의 증권과 유사한 역할을 수행한다는 점에 착안하여 각국은 증권형 토큰에 대한 규제 수준을
조정하기 시작했다. 현재는 미국, 스위스와 같이 증권 규제와 동일한 수준의 규제를 적용하는 나
라, 프랑스와 같이 증권형 토큰에 맞춘 규제를 적용하는 나라, 그리고 영국, 우리나라와 같이 증
권형 토큰에 대한 규제를 준비 중인 나라로 구분할 수 있다.

2) 증권 규제와 동일한 수준의 규제를 적용하는 나라

미국은 원래 가상화폐의 ICO가 가장 활발한 나라 중의 하나였다. 그러나 2016년 4월에 출현한
DAO(Decentralized Autonomous Organization; 분산자율기구)²⁷⁾가 그 다음 해에 해킹당하면서 투자자

26) 금융위원회, “12월 18일 금융위원회, 혁신금융서비스 9건 지정”, (금융위원회 보도자료, 2019.12.18.).

27) DAO(분산자율기구)는 프로젝트 조직으로 분산원장 기술에 기반하여 주인(실체)없는 가상의 공간에서 자동
화된 프로그램에 의해 작동되는 ICO 방식을 시도하였다. 기존의 중앙집중적 구조가 아닌 분권화된 방식으
로 운영된다는 점에서 혁신적인 시스템 변화로 인식되었고, 개발자 및 투자자들의 환영을 받은 바 있다. 이
후에 등장하였던 많은 ICO들이 이러한 방식을 채택하기도 했다. 그러나 2017년 발생한 해킹 사건으로 인하

보호 등의 문제가 발생하자 규제 및 감독을 강화하기 시작했다. 현재 미국은 증권형 토큰에 대해서는 연방 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934)과 같은 증권에 적용하는 규제를 동일하게 적용하고 있다.

이에 따라 미국 증권거래위원회(SEC; Securities Exchange Commission)는 Howey Test²⁸⁾에 의하여 특정 증권형 토큰이 증권에 해당하는지를 판별하고 만일 해당 증권형 토큰과 관련된 거래가 투자계약(Investment Contract)에 해당한다고 판단하는 경우 연방 증권거래법상 증권 관련 제반 규제를 준수하도록 관리·감독하는 업무를 수행한다.

스위스도 미국과 마찬가지로 증권형 토큰에 대하여 증권규제에 동일한 수준의 규제를 적용하고 있다. 스위스 금융감독당국(FINMA; Financial Market Supervisory Authority)은 ICO 규제지침(ICO Guidance, 2017년 4월) 및 ICO 해석원칙(ICO Guideline, 2018년 2월)을 통해 증권형 토큰의 정의와 구체적인 감독 방안을 제시한 바 있다. 이에 따라 증권형 토큰의 증권성 여부는 금융시장법(FMIA, Financial Market Infrastructure Act)에 따라 판별하며, 증권으로 인정될 경우 증권법(SEA, Stock Exchange Act)에 따른 규제를 적용한다.

3) 증권형 토큰에 맞춘 규제를 적용하는 나라

현재까지 증권형 토큰에 맞춘 규제를 적용하는 나라로는 프랑스가 유일한 것으로 보인다. 이미 1.(2).2)①에서 언급한 바와 같이 프랑스는 기존의 금융법제(화폐금융법)의 개정뿐 아니라 증권형 토큰에 특히 적용되는 법제(블록체인 시행조치, PACTE법 등)의 제정을 통하여 증권형 토큰의 도입 및 관련 규제를 적극적으로 준비하여 시행하고 있다.

4) 증권형 토큰에 대한 규제를 준비 중인 나라

영국 금융감독청(FCA)은 2017년 이후 ICO를 투자위험대상으로 분류하고 관련 규제의 검토 및 대응을 지속적으로 해오고 있다. 특히 지난 '17년 9월 'ICO 위험에 대한 고시'를 통해 ICO의 위험성을 경고하였으며 같은 해 4월과 11월에 각각 '분산원장 기술에 대한 보고서'²⁹⁾를 발표하면서

여 그 안전성과 신뢰성이 훼손되었고 결국 미국 금융감독당국이 증권형 토큰에 대한 규제 수준을 증권 규제 수준으로 강화하는 계기가 되었다.

28) 미국 증권관련 법률에서 증권성 여부를 논할 때 기준이 되는 것으로서 특정 거래가 투자계약에 해당하는지를 판별하고 만일 투자계약에 해당한다면 그 계약에 의하여 발행되는 것은 증권에 해당한다고 보는 것이다. 이러한 Howey Test의 네 가지 구성요소는 ①금전의 투자, ②공동기업, ③이익의 기대, ④타인의 노력이다.

29) Financial Conduct Authority (2017), Discussion Paper on distributed ledger technology, April, <https://www.fca.org.uk/publication/feedback/fs17-04.pdf>.

ICO에 대한 체계적인 규제 방안을 공표한 바 있다. 이를 통해 자금세탁방지, 실명확인, 투자자보호 및 세금 등 관련 사안에 초점을 맞추고 증권형 토큰 규제 체계를 보완하여 구비하는 작업을 진행하고 있다.

또한, 이러한 근본적인 규제체계의 준비와 더불어 앞서 1.(2).3)에서 언급한 바와 같이 규제 샌드박스 제도를 병행하여 운영하면서 아직 확립되지 않은 규제체계로 인한 공백에 대비하는 것도 함께 진행하고 있다.

(2)

우리나라 정부는 지난 2017년 보도자료 발표 이후 지분증권, 채무증권 등 자본시장법상 증권의 형태로 자금을 조달하는 ICO에 대해서는 자본시장법 위반을 적용하여 처벌하겠다는 방침을 밝힌 바 있다.³⁰⁾ 또한 비록 자본시장법상 증권에 해당하지는 않더라도 ICO를 통해 프로젝트에서 나오는 수익을 배분하거나 기업에 대한 일정한 권리 또는 배당을 부여하는 방식, 즉 증권형 토큰에 해당하는 경우에도 전면 금지하겠다는 방침을 뒤이어 발표하였다.³¹⁾

따라서, 국내에서는 정부나 지방자치단체가 주도하는 규제 샌드박스 또는 이에 준하는 제도가 아닌 경우에는 증권형 토큰의 발행이 사실상 금지되어 있는 상황이라고 할 수 있다.

〈표 2〉 증권형 토큰 이용·규제 현황별 분류

| 구분 | 주체 | 발행 형태 | 규제 수준 |
|---------------|-----------|----------------|-------------|
| 국제기구 | -세계은행(WB) | -채권 | -N/A |
| 법제정비 국가 | -프랑스 | -채권, 부동산 유동화증권 | -촉진형·맞춤형 규제 |
| | -스위스 | -주식 | -동일 규제 |
| 규제 샌드박스 운영 국가 | -영국 | -주식 | -혁신 과제로 운영 |
| | -한국 | -부동산 유동화증권 | -혁신 과제로 운영 |

30) 금융위원회, “가상통화 관계기관 합동 TF 개최”, 보도자료(2017.9.4).

31) 금융위원회, “기관별 추진현황 점검을 위한 「가상통화 관계기관 합동TF」 개최”, 보도자료(2017.9.29.).

3. 증권형 토큰 이용 현황 분석 및 규제상 쟁점

(1)

1) 증권형 토큰이 발행되는 유형

(가) 개요

지금까지 증권형 토큰이 이용되는 현황은 크게 세 가지를 기준으로 분석할 수 있다. 첫 번째는 증권형 토큰이 발행되는 유형이다. 앞서 증권형 토큰의 발행 유형을 오프체인 연계형과 온체인 단독형으로 나눈 바 있는데, 이미 기존의 법적·경제적 체계{이를 편의상 기성 시스템(Existing system)이라 한다. 이하의 논의에서 같다}에서 활발한 증권화의 대상이 아니었거나 기성 시스템에서 증권화의 대상이었던이라도 관련 법제상 발행에 대한 해석의 유연성이 좁은 것은 오프체인 연계형으로 발행이 되고 증권 또는 증권화에 대한 기성 시스템에서의 규제가 상대적으로 덜 한 것은 온체인 단독형으로 발행되는 것을 확인할 수 있다.

(나) 오프체인 연계형 토큰이 발행되는 경우

먼저 활발한 증권화의 대상이 아닌 것으로서 증권형 토큰 발행의 대상이 되는 것으로는 부동산을 들 수 있다. 각 국의 법제가 상이한 점은 있으나 부동산을 기초 자산으로 증권을 발행하여 자금을 조달하고자 하는 경우에는 대개 자산유동화 또는 신탁 방식을 취하게 되는데 자산유동화를 하기 위해 필요한 발행인 요건, 절차 요건 및 그 밖에 신고 요건 등의 제약으로 인하여 자산유동화 방식의 활용이 많지 않고, 신탁의 경우 증권발행의 근거가 없는 경우도 있어 기성 시스템에서 부동산을 기초자산으로 증권 발행을 하고 자금을 조달한 사례는 많지 않다.³²⁾

결국 증권형 토큰이라고 하는 새로운 수단을 이용하여 기성 시스템에서 유동화(증권화)가 미약하였던 부동산을 기초 자산의 대상으로 삼은 것이고 그 방식을 오프체인 연계형으로 택한 것이라고 볼 수 있다.

다음으로 관련 법제상 해석의 유연성이 좁은 것으로서 오프체인 연계형으로 발행되는 사례로서 주식을 들 수 있다. 주식, 그 중에서 특히 상장주식은 대부분의 나라에서 회사법 및 증권법에서 그 발행·유통의 요건과 절차가 상세하게 규율되어 있어서 이를 증권형 토큰으로 바로 발행하 기란 쉽지 않다. 앞서 언급한 영국의 규제 샌드박스 사례에서도 주식과 관련하여서는 바로 증권

32) 우리나라의 경우 「자산유동화에 관한 법률」에서 부동산도 자산유동화의 대상으로 삼고는 있으나 실제 기초 자산으로 활용되는 사례는 드물고, 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(이하 ‘자본시장법’)에서 부동산을 신탁재산으로 하는 수익증권 발행 근거가 아직 부재하다.

형 토큰을 발행한 것이 아니라 실물 주식을 발행하고 그 실물 주식에 대한 권리(예를 들면 반환청구권)를 토큰화한 것이다.

(다) 온체인 단독형 토큰이 발행되는 경우

오프체인 연계형 토큰과는 반대로 온체인 단독형 토큰은 기성 시스템에서 증권 자체 또는 증권화하는 절차·방법 등에 대한 규제가 완화되어 있는 것을 대상으로 하여 발행되는 경향을 보인다. 이러한 사례로는 대표적으로 채권을 들 수 있는데 주식과는 달리 회사법 또는 증권법의 규제가 상대적으로 약하고, 발행, 유통 및 권리행사의 절차와 방법 역시 비교적 단순하기 때문인 것으로 보인다.

한편, 주식 그 자체를 바로 온체인 단독형 토큰으로 발행하는 경우도 존재하고 있으나 이러한 경우는 스위스와 같이 국가 정책적으로 주식을 증권형 토큰 형태로 이전하는 프로젝트를 진행한 다거나, 미국 델라웨어 주와 같이 아예 입법적으로 증권형 토큰 방식의 주식 발행을 수용한 예외적인 경우라 할 수 있다.

2) 분산원장의 운영방식

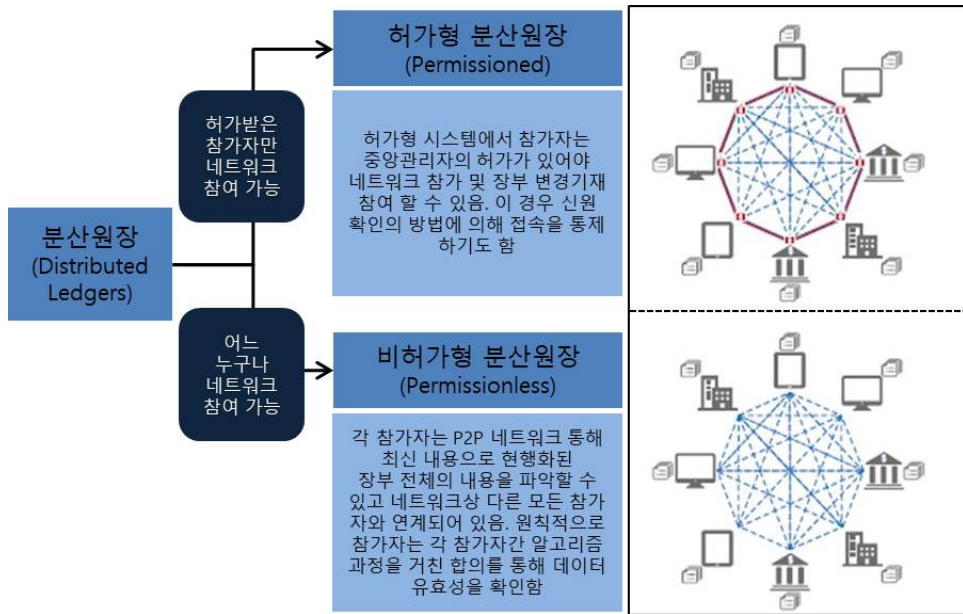
(가) 허가형(permissioned) vs 비허가형(permissionless)³³⁾

분산원장 기술이 등장하면서 가장 특징적으로 내세웠던 것은 누구나 블록체인 네트워크에 참여할 수 있고 동일한 정보를 공유하며 감독할 수 있다는 점이었다. 그러나 다른 유형의 토큰(지급형 토큰이나 이용형 토큰)은 그러할지 몰라도 증권형 토큰의 실제 운영 양태는 이와 달랐다.

즉, 블록체인 네트워크를 운영하는 자의 허가를 받은 자만이 네트워크에 참여할 수 있었고 대부분의 경우 장부에 대해서도 자신과 관련된 내용만 확인이 가능했다는 점이다. 또한 그 허가 여부를 결정하고 증권형 토큰의 블록체인 네트워크를 관리하는 중앙관리자(Central Entity)가 존재하며 중앙관리자와 일반 참가자간의 권한과 역할도 분화하는 모습을 확인하게 된다. 이것은 증권의 역할을 대체하고자 하는 증권형 토큰이라면 자연스러운 현상이라고도 보여진다.

왜냐하면 지급형 토큰이나 이용형 토큰과는 달리 증권형 토큰은 발행주체가 토큰 보유자에 대해 발행, 유통 및 권리행사의 전 과정에 거쳐 일괄적이고 통일적인 업무를 수행해야 하는 경우가 대부분이고, 주식·사채와 같은 회사법상 증권처럼 단체법적 규율의 대상도 있으므로 어느 정도의 중앙집중적인 네트워크 관리가 필요하기 때문이다.

33) H Natarajan, S Krause and H Gradstein, "Distributed ledger technology (DLT) and blockchain", World Bank Group, FinTech Note, no 1, 2017; BIS.



〈허가형(permissioned) vs 비허가형(permissionless) 분산원장 네트워크 비교〉

결국 증권형 토큰은 분산원장 기술이 내세우는 바와 같이 참가자간 평등한 지위에서 동등한 권리를 행사할 수 있는 비허가형(permissionless) 분산원장으로 운영되지는 않으며, 증권형 토큰이 대체의 대상으로 삼고자 하는 증권이 기성 시스템에 의하여 규율받거나 구속되는 것과 유사하게 허가형(permissioned) 분산원장에 의하여 관리된다는 점을 실제 사례들을 통하여 보여주고 있다.

(나) 중앙관리자(Central Entity)의 존재와 권한의 분화

앞서 ①에서 언급한 바와 같이 허가형 분산원장 네트워크에는 네트워크를 관리하고 네트워크 참가신청자의 참여 여부를 결정하며, 증권형 토큰의 발행, 유통 및 권리행사에 관한 사무를 수행하는 중앙관리자가 존재한다. 실제 증권형 토큰 발행 사례에서는 증권형 토큰 발행을 주도하는 자가 주간사(Lead Manager) 또는 부동산 컨소시엄의 대표 관리자 등의 역할을 수행한다.

그런데 세계 은행이 발행한 Bond-i에서의 사례에서도 그러하거니와 중앙관리자는 허가형 분산원장의 전체 내역을 알 수 있으나 분산원장 네트워크 참가자는 자신의 거래 내역만을 확인하는 등 분산원장 접근 범위가 제한될 수 있다. 이러한 구조에서 분산원장 네트워크 참가자는 중앙관리자가 작성 및 제공하는 내역을 통하여 분산원장의 내용을 파악하게 되는 경우가 발생할 수 있는데 이런 경우는 기존 기성 시스템에서의 발행·유통 공시 및 개별 증권보유자의 계좌 내역 확

인 체계와 크게 다르지 않게 된다.

실무적으로는 오히려 분산원장 네트워크라 할지라도 증권형 토큰 발행자 또는 금융회사가 네트워크의 중앙관리자 역할을 수행해야할 필요가 있다는 의견이 많다. 이 점은 주로 증권형 토큰의 유통과 관련하여 중앙관리자가 기성 시스템에서와 마찬가지로 시장조성 및 유동성공급의 역할을 수행하여야 증권형 토큰의 시장가격이 정상화되고 유동화라는 본연의 속성을 원활하게 유지할 수 있다고 보기 때문이다.³⁴⁾

또한, 최근 더욱 그 중요성이 강조되고 있는 자금세탁방지(AML) 및 실명확인 업무를 분산원장 네트워크에서 수행하고자 하면 결국 분산원장 네트워크의 중앙관리자가 네트워크 참가신청자의 신청을 검토하고 승인여부를 결정하는 권한을 보유하고 있어야 하기 때문이다.

(다) 거래·청산·결제의 개선 문제

원래 분산원장 네트워크에서 발행된 토큰은 해당 네트워크 내에서 거래가 발생하고 거래 후 (post-trade) 절차로서 청산·결제 업무까지도 함께 수행하는 것을 기본 모델로 하고 있다. 그러나 실제로는 분산원장 네트워크 내에서 발행된 토큰의 거래는 별도로 존재하는 거래시스템에서 이루어지고 그 거래의 결과만 다시 분산원장에 반영하거나, 분산원장 네트워크 내에서 청산·결제를 수행하는 경우 그 처리 속도나 비용이 기성 시스템에서의 청산·결제 절차보다 상대적으로 비효율적이라는 결과를 보여주고 있다. 특히 최근 분산원장 기술 기반의 증권 결제 시스템을 개발하기 위한 독일 중앙은행과 증권거래소 간의 블록체인 공동 프로젝트 결과에 따르면 기본적으로 거래의 총량거래에는 어느 정도의 적합성이 입증된 반면, 현재 사용 중인 청산·결제 시스템보다 더 좋은 성능을 내지는 못한 것으로 나타났다.³⁵⁾

물론 향후 IT시스템의 개선 및 분산원장 기술의 발달에 따라 달라질 가능성이 있겠지만 지금까지 장점 또는 특징으로 내세웠던 분산원장의 우수성과는 괴리가 있는 결과이다. 결국 당분간 또는 어쩌면 기본적으로는 분산원장 기술기반의 증권형 토큰의 발행과는 별개로 유통 및 권리행사 측면에서는 기성 시스템을 사용하거나 기성 시스템에 준하는 체계를 네트워크 내에 수용하여야 하는 것으로 보인다.

34) OECD (2020), The Tokenisation of Assets and Potential Implications for Financial Markets, OECD Blockchain Policy Series, p.25.

35) Weidmann, J. (2019), Prometheus and Epimetheus in the digital age, Speech to open the Bundesbank symposium "Payment systems and securities settlement in Germany in 2019", 29 May, <https://www.bundesbank.de/en/press/speeches/prometheus-and-epimetheus-in-the-digital-age-798160>.

(2)

1) 개요

증권형 토큰에 대한 각 국가의 규제 수준이 미국, 스위스와 같이 증권 규제와 동일한 수준의 규제를 적용하는 나라, 프랑스와 같이 증권형 토큰에 맞춘 규제를 적용하는 나라, 그리고 영국, 우리나라와 같이 증권형 토큰에 대한 규제를 준비 중인 나라의 세 가지 유형으로 구분할 수 있다는 것은 2.(1).1)에서 본 바와 같다.

그런데 증권형 토큰에 관한 우리나라의 향후 규제 방향을 어떻게 설계하여야 하는 논의를 전개하고자 하는 경우에는 논점이 다소 달라진다. 증권형 토큰을 과연 무엇으로 보아야 하는가 그리고 증권형 토큰에 대한 규제의 수준은 어떠한가 하는가 먼저 정리되어야 하기 때문이다.

2) 증권형 토큰의 법적 성격

(가) 개요

증권형 토큰을 어떻게 규율하여야 할 것인지를 결정하기 위해서는 증권형 토큰의 법적 성격을 규명하는 것이 선행되어야 한다. ‘증권형’이라는 것은 증권과 유사한 속성을 갖고 있다는 것일 뿐³⁶⁾ 법적으로 증권과 같다고 볼 수 있으려면 보다 명확한 근거가 있어야 한다. 그래야 규제대상이 되는지를 판별할 수 있고 규제의 수준을 가늠할 수 있기 때문이다.

(나) 자본시장법 적용 관련

자본시장법에서 금융투자상품은 이익을 얻거나 손실을 회피할 목적으로 현재 또는 장래의 특정 시점에 금전등을 지급하기로 약정함으로써 취득하는 권리로서, 투자성³⁷⁾이 있는 것(자본시장법 제3조제1항)이라고 규정된다. 그렇다면 증권형 토큰은 토큰 투자자가 재산적 가치가 있는 금전등을 제공하고 투자성이 있는 권리를 부여받는 것에 해당할 가능성이 높으므로 자본시장법에 따라 금융투자상품에 해당한다고 볼 수 있다.

나아가 자본시장법은 금융투자상품을 원본 초과손실 가능성을 기준으로 증권과 파생상품으로

36) 현재까지 살펴본 증권형 토큰의 발행·유통 사례를 살펴보면 (a)증권형 토큰 발행자가 해당 토큰 투자자와 계약을 맺고 (b)해당 계약 하에 토큰 투자자는 자금을 증권형 토큰 발행자에 지급하며 (c)그 대신 계약상 권리를 표상하는 증권형 토큰을 부여받는 절차 및 구조로 이루어져 있다. 또한 (d)해당 계약 기간 내에 증권형 토큰 계약 내용에 따라 배당 또는 이자에 준하는 과실을 지급받기도 하고 (e)토큰 투자자의 필요에 따라 매매를 하기도 한다.

37) 그 권리를 취득하기 위하여 지급하였거나 지급하여야 할 금전등의 총액이 그 권리로부터 회수하였거나 회수할 수 있는 금전등의 총액을 초과하게 될 위험, 즉 투자금액보다 적은 금액을 회수할 위험을 말한다(자본시장법 §3①).

구분하는 바, 증권형 토큰의 경우 원본을 초과하여 손실을 보는 구조는 아니므로 증권의 유형에 해당한다고 볼 수 있다(자본시장법 제4조제1항)³⁸⁾.

이 경우 자본시장법상 증권은 채무증권, 지분증권, 수익증권, 투자계약증권, 파생결합증권, 증권예탁증권의 6종류로 다시 나뉘는데 이 중 증권형 토큰이 어디에 속하는지는 해당 계약의 내용에 따라 달라지며 어느 한 종류의 증권이라고 단언하기는 어려움이 있다. 왜냐하면 앞서 언급한 증권형 토큰의 발행 사례에서 보는 바와 같이 때로는 주식이나 채권의 형태로, 때로는 자산유동화방식을 통한 수익증권의 형태로 발행되는 등 다양한 속성을 보이고 있기 때문이다.

이러한 이유로 인하여 아예 증권형 토큰이 투자계약증권의 속성을 갖고 있다고 보는 견해도 있다.³⁹⁾ 즉 자본시장법은 (a)특정 투자자가 그 투자자와 타인(다른 투자자를 포함한다) 간의 공동사업에 금전등을 투자하고 (b)주로 타인이 수행한 공동사업의 결과에 따른 손익을 귀속받는 (c)계약상의 권리가 표시된 것(자본시장법 제4조제6항)이 투자계약증권이라고 규정하고 있는데, 지금까지 살펴본 증권형 토큰의 발행 사례 또는 통상적인 정의가 자본시장법상 투자계약증권의 요건에 부합한다는 것이다.

다만, 우리나라에서 자본시장법상 투자계약증권이 적용되는 것은 채무증권, 지분증권, 집합투자증권 등의 어느 하나에도 해당하지 않는 경우에 최후로 적용되는 경우⁴⁰⁾이고 현 자본시장법의 투자계약증권 조항은 구체적인 요건, 규율 내용, 절차 및 방법에 대한 규정이 없이 다분히 선언적 수준에 머물러 있으므로 증권형 토큰의 법적 성격의 규명에 기여하기 위해서는 투자계약증권에 대한 자본시장법의 정비도 함께 필요한 상황이다.⁴¹⁾

(다) 전자증권법 적용 관련

'16년 3월 제정되어 관련 시스템 구축 및 제반 법규 정비 과정을 거쳐 「주식·사채 등의 전자등록에 관한 법률」(이하 '전자증권법')이 지난 '19년 9월 시행되었다. 전자증권법은 증권을 전자적 방식으로 발행·유통 및 권리 행사함에 필요한 제반 사항을 규율하고 있다.

그런데 증권형 토큰은 앞서 본 바와 같이 자본시장법상 증권에 해당할 수 있으며 그 발행·유통 등에 있어서의 존재형식이 분산원장 네트워크에서 디지털(Digital)의 상태이다. 따라서 제반 상

38) 자본시장법 §4④ 이 법에서 “증권”이란 내국인 또는 외국인이 발행한 금융투자상품으로서 투자자가 취득과 동시에 지급한 금전등 외에 어떠한 명목으로든지 추가로 지급의무(투자자가 기초자산에 대한 매매를 성립시킬 수 있는 권리를 행사하게 됨으로써 부담하게 되는 지급의무를 제외한다)를 부담하지 아니하는 것을 말한다.

39) 김자봉, “ICO 토큰은 자본시장법상 증권인가”, 『증권법연구』 제20권 제3호(한국증권법학회, 2019), 158~162면

40) e-금융민원센터, “투자계약증권의 성격에 대한 질의”, (유권해석 회신사례, 2014.3.16.). https://www.fcsc.kr/C/fu_c_01_02_02.jsp?answer_seq=3931&idx=752.

41) 김자봉, 전계논문, 184면.

황을 종합하여 보면 전자증권법의 규율 대상에 해당할 가능성이 높다. 여기서 전자증권법의 규율 대상이 된다는 의미는 증권형 토큰이 전자증권법상 전자증권에 해당한다는 의미는 아니다. 일부 그러한 가능성이 있다라는 견해가 있으나⁴²⁾ 전자증권법상 전자증권은 금융위원회·법무부로부터 전자등록업허가를 취득한 전자등록기관이 관리하는 중앙집중적 계좌 체계하에서 발행, 유통되는 것을 의미하므로 증권형 토큰이 “전자적 형태”로 존재한다고 하여 바로 전자증권인 것은 아니기 때문이다.

다만, 전자증권법은 전자증권제도 운영에 사용되는 기술 유형을 특정하고 있지는 않고 있어서 블록체인 기술이 적용되는 증권형 토큰이 전자증권제도에 포섭될 수 있는 가능성을 아예 배제하고 있지는 않으며, 전자증권법상 중앙집중적인 복층(2-tier) 구조의 계좌 체계와 조화될 수 있는 분산원장 기술이 개발된다면 전자증권제도에서 증권형 토큰이 수용될 수 있는 지에 대한 여부는 추가적인 검토가 필요해 보인다.

한편, 포괄주의를 취하는 자본시장법과는 달리 전자증권법은 그 적용 대상을 한정적으로 열거하고 있어서 자본시장법상 증권의 범위와는 다소 차이를 보이고 있으므로,⁴³⁾ 증권형 토큰이 자본시장법상 증권에 속한다고 하더라도 전자증권법의 적용 대상(전자증권법 제2조제1호)에 열거되어 있지 않은 유형⁴⁴⁾이라면 전자증권법상 규율 대상이 아닐 가능성 역시 존재한다.

결국 요약하면 자본시장법상 증권에 해당하는 증권형 토큰은 (a)전자증권법상 계좌구조 및 참가자 요건을 준수할 수 있다는 전제하에서 전자증권제도에 편입될 수 있거나, (b)그렇지 않다면 전자증권법의 적용 대상이 아닌 경우에 한하여 발행이 가능할 것으로 보인다.

3) 증권형 토큰의 규제 수준

(가) 개요

1)에서의 논의를 정리하여 보면 증권형 토큰은 예외가 있을 수 있지만 일단은 자본시장법상 증권에 해당할 가능성이 높다. 또한, 전자증권법에서 규정하고 있는 전자등록의 제반 절차와 방법을 준수하는 경우라면 전자증권법상 전자증권에도 해당할 가능성이 높아 보인다. 이 경우 증권형 토큰에 대한 규제 수준을 어느 정도로 할 것인지가 문제되는데 대개는 (a)증권에 대한 규제수

42) 김지안, “블록체인기술을 활용한 주식발행 및 거래에 대한 시론적 고찰”, 『상사법학회』 제38권 제4호, (한국상사법학회, 2020), 19~25면.

43) 예를 들어, 투자계약증권은 전자증권법의 규율 대상이 아니며, 비상장주식·사채 또는 금전신탁 수익증권의 발행인은 전자증권제도를 이용하는 대신 실물 증권을 발행할 수 있는 선택권이 존재한다.

44) 예를 들면 합자회사 또는 유한회사의 출자지분은 자본시장법상 지분증권(자본시장법 제4조제4항)에 해당하지만 전자증권법의 적용 대상은 아니다.

준과 동일한 수준, (b)증권 규제수준보다는 완화된 수준, (c)증권형 토큰의 종류에 따라 차등 적용하는 수준으로 나눌 수 있다.

(나) 증권에 대한 규제수준과 동일한 수준

먼저 증권규제의 수준과 동일한 수준을 생각해 볼 수 있다. 가장 기본적이고 단순한 입장에서 증권과 동일한 속성을 가졌다면 그에 대한 규제도 동일하여야 하며, 금융혁신의 측면 못지않게 투자자보호라는 측면도 달성하여야 하는 중요한 가치라는 것이 주요 논거이다.⁴⁵⁾ 사실 ICO가 등장하던 초기에는 그 성격상 증권 공모발행과 유사했음에도 불구하고 규제 수준이 확정되지 않아 발행자가 공모 규제를 회피하던 수단이 되었으며, 투자자 보호가 상당히 취약했던 측면이 있었고 실제 투자자 피해가 발생한 사례도 많았으므로 타당한 이유라고 판단된다.

그러나 한편으로는 규제 차익을 제거하고 투자자보호 수준 제고와 반비례하여 증권형 토큰의 발행이 위축되는 결과가 나타날 수도 있다. 증권형 토큰에 대해 증권거래법상 증권규제와 동일한 수준의 규제를 적용하고 있는 미국에서는 증권형 토큰의 발행 대신 증권규제를 피할 수 있는 형태의 토큰 발행으로 우회하고 있는 상황이다. 예를 들면 지난 '19년 7월 미국의 신생 벤처기업인 블록스택(Blockstack)은 JOBS법에 포함된 Regulation A+규정에 근거하여 2,800만 달러 규모의 토큰 발행을 증권거래위원회(SEC)로부터 승인받았는데⁴⁶⁾ 이 토큰은 증권형 토큰이 아닌 이용형 토큰(Utility Token)으로서 블록스택이 증권형 토큰에 대한 규제를 피하기 위해 선택한 유형이었다.

(다) 증권 규제수준보다는 완화되거나 경우에 따라 차등 적용하는 수준

증권형 토큰이라는 명칭에서 보는 바와 같이 증권적 속성을 갖고는 있으나 한편으로는 분산원장 기술을 이용하여 발행하는 토큰이어서 기술 발전을 촉진하는 의미에서 합리적 수준으로 규제를 완화하여 적용하는 것도 그 의의가 존재한다. 또한 증권형 토큰이 증권의 권리 내용과 유사한 측면도 많이 있지만 증권 보유자에게 부여되는 권리의 범위 또는 수준보다는 작은 경우도 많아서 증권규제 수준과 동일한 수준의 규제를 적용하는 것이 오히려 강한 수준의 규제가 될 수도 있다. 따라서 유사한 유형의 증권에 적용되는 규제보다는 다소 완화된 수준의 규제를 적용하는 것도 하나의 방법이다.

이외에도 기존 기성 시스템에서 잘 활용되지 못했던 유형의 증권을 증권형 토큰 형식으로 발행하는 경우에 선별적으로 완화된 규제를 적용하는 것도 하나의 선택지가 될 수 있다. 즉 상장주

45) 이지연·이보미, 전제논문, 63면.

46) Wall Street Journal, "SEC Clears Blockstack to Hold First Regulated Token Offering", July, 2019, <https://www.wsj.com/articles/sec-clears-blockstack-to-hold-first-regulated-token-offering-11562794848>

식이나 채권과 같이 기업, 시장, 투자자의 수요와 공급이 상당하고 발행, 유통 등이 원활하게 진행되는 것이 아닌 증권으로서 기성 시스템을 보완할 수 있는 유형의 증권형 토큰을 발행하는 경우에 규제 측면의 이점을 제공하는 것이다.

4. 향후 증권형 토큰 운영·규제 방향

(1)

증권형 토큰이 활용되는 사례를 종합하여 보면 아직 초기 단계이므로 성급히 단정하기는 어려움이 있지만, 앞서 언급한 바와 같이 기성 시스템에서 잘 활용되지 못했던 증권을 대상으로 하여 해당 제도가 운영되는 것이 바람직한 것으로 보인다. 상장주식, 채권, 투자신탁의 수익증권 등과 같이 이미 기성 시스템에서 활용이 잘 되고 있고 회사법, 자본시장법 및 전자증권법 등의 규율로 인해 증권형 토큰 형태로 발행하는 것이 쉽지 않은 경우에까지 증권형 토큰을 도입할 실익은 커 보이지 않는다.

왜냐하면 상장주식, 채권, 투자신탁의 수익증권 등을 증권형 토큰의 형태로 발행하고자 하면 기존 법제와의 충돌을 피하도록 증권형 토큰 발행의 구조를 설계하여야 하는데, 무엇보다 그 구조의 설계가 어렵고 투자자 입장에서 기존 증권에 비해 그 구조를 이해하기가 용이하지 않으며 수익성이 특히 우월하다고 할 수 없는 상황이기 때문이다. 앞서 언급된 영국 금융감독청(FCA)의 규제 샌드박스 사례처럼 그냥 주식을 발행하면 되는 것을 굳이 실물 주식을 발행한 후 그 반환청구권을 증권형 토큰의 대상으로 삼는 것은 구조도 난해할뿐더러 상당히 비효율적일 수 있기 때문이다.

실제 OECD 역시 증권형 토큰의 발행이 유동성과 시장성을 향상시켜 전반적인 효율성을 증대시킬 수 있는 경우로서, 부동산과 같이 유동성이 낮고 투자자금이 많이 소요되는 자산을 유통화하는 경우 또는 거래 인프라가 빈약한 비상장기업의 주식이나 채권을 발행하는 경우를 언급하고 있다.⁴⁷⁾ 즉 엔젤투자자 또는 기관투자자가 신생 벤처기업과 중소기업에 투자하여 자금 유입을 용이하게 할 수 있도록 하는 것이 증권형 토큰 발행의 의의를 부각시킬 수 있는 점이라고 판단하는 것이다.⁴⁸⁾

47) OECD (2020), The Tokenisation of Assets and Potential Implications for Financial Markets, OECD Blockchain Policy Series, p.38.

48) Reuters (2019), London Stock Exchange invests in start-up behind world's first cryptocurrency bond, 27 February, <https://www.reuters.com/article/lseg-fintech/london-stock-exchange-invests-in-start-up-behind-worlds-first-cryptocurrency-bond-idUSL3N20L4U6>.

물론, 앞서 언급한 바와 같이 거래·청산·결제 단계 중 일부에 한하여 분산원장 기술이 사용되고 있고 기술적 개선의 필요성도 많은 것이 사실이지만 거래·청산·결제와 같은 유통을 전제로 하는 업무보다는 사업 또는 프로젝트 초기의 자금조달이 중요한 비유동성 자산의 유통화나 벤처기업에 대한 투자에 있어서는 일정 수준의 개선 또는 발전을 가져올 수 있을 것이라고 본다.

결국 증권형 토큰을 발행·이용할 것인지의 의사결정은 단순히 금융혁신 기술의 하나로 분류되는 분산원장 기술을 사용한다는 것에 의존할 것이 아니라, 분산원장 기술을 사용한 증권형 토큰을 발행함으로써 달성할 수 있는 효율성, 비용 절감 효과, 시스템 안전성, 신뢰성, 용이한 이해도 및 기성 시스템과의 보완성 등이 종합적으로 고려되어야 할 것이다.

그래서 보다 구체적으로는 이미 앞서 언급된 바와 같이 부동산의 자산유통화, 신생 벤처기업이나 중소기업의 자금조달, 지적재산권 신탁에서의 자금조달 등과 같은 분야가 증권형 토큰의 활용의의를 찾을 수 있는 분야라고 본다.

먼저 부동산의 경우 부동산을 주요 투자대상으로 삼는 투자신탁이나 부동산투자회사법에 기반한 리츠가 현재 존재하고는 있지만, 투자신탁은 부동산 투자 편입 비율이 제한되거나 특정 부동산을 대상으로 투자하기가 곤란한 측면이 존재하고 리츠는 일반투자자의 소액 투자가 가능한 공모 비율이 1~2% 미만인 점들로 인하여 기성 시스템에서의 자금 조달 및 투자가 제한되는 측면이 있다.

다음으로 신생 벤처기업이나 중소기업의 경우 자금조달 수단이 제한적이고 투자자를 유치하는 경로 역시 많지 않으며 기성 시스템의 관심 대상에서도 떨어져 있는 상황이며, 지적재산권을 보유한 기업 역시 마찬가지로 상황에 처해 있다.

따라서, 이러한 경우에 증권형 토큰이 활용된다면 혁신 기술을 이용하여 새로운 시장에서 의미 있는 자금조달수단으로 포지셔닝을 할 수 있을 것으로 생각한다.

(2)

1) 기본 방향

증권형 토큰에 대한 규제 방향을 검토할 때는 증권형 토큰이 분산원장(블록체인) 기술에 기반하여 발행, 유통되는 것으로서 금융환경의 효율성을 제고할 수 있는 계기가 될 수 있도록 하여야 한다는 점과 동시에 해당 토큰에 투자하는 투자자를 보호하고 시장의 투명성을 담보할 수 있어야 한다는 점이 고려되어야 한다.

따라서 투자자보호를 위한 필요 최소한의 장치들을 담보하는 동시에 기존 증권규제와는 차별성이 있는 규제를 통하여 증권형 토큰 발행의 효율성을 찾을 수 있도록 함이 필요하다.

2) 세부 방향

먼저 증권형 토큰을 증권·금융 관련 법률에 반영함이 필요하다. 증권형 토큰의 정의, 발행, 유통 및 권리행사의 절차·방법, 토큰 생태계 참가자의 자격·범위 등을 관련 법률에 규정함으로써 규제 영역에 정식으로 편입시키는 것이다. 이를 통해 시장참가자로부터의 오해의 소지를 최소화하고 보다 안정적인 환경에서 증권형 토큰의 발행과 자금조달이 이루어지도록 할 필요가 있다.

이 경우 자금세탁방지(AML), 개인정보보호, 실지명의확인과 같은 사항은 모든 종류의 증권형 토큰 발행에 공통적으로 적용하되, 증권형 토큰의 발행 유형에 따라 개별 규제수준의 차등을 두는 것이 바람직해 보인다. 그래서 4.(1)에서 언급된 바와 같이 비유동성 자산의 유통화 또는 벤처/중소기업의 자금조달과 같은 경우에 발행되는 증권형 토큰의 경우 발행·유통절차 및 공시와 관련된 의무를 경감하여 주고 기존 기성 시스템에서 이미 활발하게 활용되고 있는 경우에 발행되는 증권형 토큰의 경우에는 증권규제 수준의 규제를 적용하는 것도 하나의 방법이다.

한편, 증권형 토큰과 관련하여서는 기본적으로 자본시장법과 전자증권법에 관련 사항을 규정하는 것이 필요할 수 있다. 먼저 자본시장법의 증권 종류 모두에 증권형 토큰 발행 가능성을 염두에 둔 조항을 규정할 것인지 아니면 기본적으로 투자계약증권의 성격을 갖고 있는 증권형 토큰에 대한 사항을 투자계약증권 해당 조문에 보강하여 기술할 것인지를 결정하는 것이다.

다음으로 전자증권법상 증권형 토큰의 개념을 수용할 것인지, 만일 수용한다면 어떠한 방식으로 수용할 것인지를 결정할 필요가 있다. 3.(2).2.③에서 언급한 바와 같이 현재의 전자증권법은 전자등록기관을 중심으로 한 중앙집중적 계좌 체계를 전제로 해당 계좌 체계의 적용을 받는 전자등록계좌부를 통하여 전자적 방식으로 발행, 유통, 권리 행사되는 증권을 규율 대상으로 하므로, 분산원장 기술을 기반으로 한 증권형 토큰이 전자증권법의 적용을 받기 위해서는 계좌 체계 및 기술 구조가 조화될 수 있는 지 여부의 검토가 우선 필요하며, 그 검토 결과에 따라 전자증권법 관련 조항의 정비도 필요할 수 있기 때문이다.

마지막으로 자율규제적 측면에서 증권형 토큰의 발행 및 유통 등에 관한 모범규준이 마련될 필요도 있다.⁴⁹⁾ 법률의 정비가 가장 명확하고 안정적인 조치이겠으나 법률의 정비 속도와 법률이 규율할 수 있는 범위 등을 감안하면 자율규제기구(SRO)를 중심으로 하여 보다 신속하고 자세하게 증권형 토큰과 관련한 사항에 대한 기준을 제시하여 투자자보호에 기여하는 것이 중요하기 때문이다.

이러한 모범규준에는 증권형 토큰을 발행하는 자가 (a)백서에 담아야 할 내용의 범위와 서술 방식, (b)분산원장 네트워크의 구조와 체계, (c)사업운영 및 수익구조와 위험 가능성, (d)투자자보

49) 김자봉, 전계논문, 187면.

호를 위한 제반 장치 및 (d)사이버안전 방안 등이 담길 필요가 있다. 특히 ICO과정에서의 사기, 횡령 등으로 발생했던 투자자 피해를 방지하기 위해서는 투자자보호를 위한 제반 장치에 증권형 토큰의 사업구조를 어떠한 수준과 내용으로 투자자에 설명할 지에 대한 기준, 자본시장법상 설명 의무에 대응되는 증권형 토큰 투자자에 대한 설명의무 사항 등이 포함되어야 할 것으로 본다.

IV. 맺음말

블록체인이라는 명칭으로 보다 널리 알려져 있는 분산원장 기술은 최초로 등장한 이후 금융, 경제, 일반 생활의 다양한 방면에 그 적용 가능성이 검토되고 있고 일부 실효성이 입증되고 있다. 증권형 토큰은 그 실효성이 입증되고 있는 분야 중의 하나로서 우리나라를 포함한 각 국은 규제 샌드박스, 입법화 등의 대응을 통하여 증권형 토큰을 이용한 금융 생태계의 발전을 도모하고 있는 중이다.

이러한 상황에서 증권형 토큰의 정확한 개념과 기능을 확인하고 바람직한 운영 방향 및 그 운영을 합리적으로 이끌어 내도록 하는 규제 방안을 수립하는 것은 증권형 토큰을 둘러싼 발행자, 시스템 운영자, 투자자 및 정부의 입장에서 매우 중요하고 의미있는 작업이라고 생각한다. 이를 통해 증권형 토큰이 기존 제도와 조화를 이루는 동시에 보완·발전하며 금융생태계의 효율성을 제고하는 좋은 방안이 마련되고, 나아가 증권형 토큰이 안정적으로 발전하는 기회가 되기를 소망한다.

참고문헌

〈논 문〉

- 김준호·김계정·문준호, “ICO에 대한 주요 이슈 및 시사점”, 『증권법연구』 제19권 제2호(한국증권법학회, 2018)
- 김지안, “블록체인기술을 활용한 주식발행 및 거래에 대한 시론적 고찰”, 『상사법학회』 제38권 제4호, (한국상사법학회, 2020)
- 김자봉, “ICO 토큰은 자본시장법상 증권인가”, 『증권법연구』 제20권 제3호(한국증권법학회, 2019)
- 이지언·이보미, “ICO 현황과 규제방안”, 『KIF VIP 리포트』, (한국금융연구원, 2018)
- 정승기·김성호, “ICO의 규제에 대한 평가”, 『금융법연구』 제15권 제3호(금융법학회, 2018)

〈보도자료〉

- 금융위원회, “가상통화 관계기관 합동 TF 개최”, 보도자료(2017.9.4.)
- _____, “기관별 추진현황 점검을 위한『가상통화 관계기관 합동TF』개최”, 보도자료(2017.9.29.)
- _____, “ICO 실태조사 결과 및 향후 대응방향”, 보도자료(2019.1.31.)
- _____, “12월 18일 금융위원회, 혁신금융서비스 9건 지정”, 보도자료(2019.12.18.)

〈웹사이트〉

- e-금융민원센터, 투자계약증권의 성격에 대한 질의, (유권해석 회신사례, 2014.3.16.)
https://www.fcsc.kr/C/fu_c_01_02_02.jsp?answer_seq=3931&idx=752
- Capital Markets and Technology Association (CMTA) (2018), Blueprint for the tokenization of shares of Swiss corporations using the distributed ledger technology, October, <http://www.cmta.ch/wpcontent/uploads/CMTA-Blueprint-for-the-tokenization-of-shares-of-Swiss-corporations-1.pdf>
- Delaware State Senate (2017), Senate Bill No. 69, Act to amend title 8 of the Delaware code relating to the General Corporation Law, <https://legis.delaware.gov/json/BillDetail/GenerateHtmlDocument?legislationId=25730&legislationTypeId=1&docTypeId=2&legislationName=SB69>
- Equisafe (2019), First Sale of Building Through Blockchain Technology By Europe

- Completed By Investment Platform Equisafe For € 6.5 Million, 27 Aug 2019 <https://medium.com/@Equisafe/throwback-first-sale-of-building-through-blockchain-technology-in-europe-completed-by-investment-3c77d58149e2>
- Financial Conduct Authority (2017), Discussion Paper on distributed ledger technology, April, <https://www.fca.org.uk/publication/feedback/fs17-04.pdf>
- Financial Conduct Authority (2019a), The impact and effectiveness of Innovate, April, <https://www.fca.org.uk/publication/research/the-impact-and-effectiveness-of-innovate.pdf>
- Financial Market Supervisory Authority(FINMA) (2018). Guidelines for enquiries regarding the regulatory framework for initial coin offerings (ICOs)
- Financial Stability Board(FSB) (2019), Decentralised financial technologies: Report on financial stability, regulatory and governance implications, <https://www.fsb.org/2019/06/decentralised-financialtechnologies-report-on-financial-stability-regulatory-and-governance-implications>
- Hileman, Garrick and Rauchs, Michel(2017), Global Blockchain Benchmarking Study, 22 September, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3040224>
- H Natarajan, S Krause and H Gradstein, "Distributed ledger technology (DLT) and blockchain", World Bank Group, FinTech Note, no 1, 2017; BIS.
- OECD (2019), Initial Coin Offerings for SME financing, <http://www.oecd.org/finance/ICOs-for-SMEFinancing.pdf>
- OECD (2020), The Tokenisation of Assets and Potential Implications for Financial Markets, OECD Blockchain Policy Series
- Reuters (2019), London Stock Exchange invests in start-up behind world's first cryptocurrency bond, 27 February, <https://www.reuters.com/article/lseg-fintech/london-stock-exchange-invests-in-start-upbehind-worlds-first-cryptocurrency-bond-idUSL3N20L4U6>
- Société Générale (2019), Societe Generale issued the first covered bond as a security token on a public blockchain, April, <https://www.societegenerale.com/en/newsroom/first-covered-bond-as-a-securitytoken-on-a-public-blockchain>
- Société Générale (2019), we.trade available for all Societe Generale clients, April, <https://www.societegenerale.com/en/newsroom/wetrade-available-all-societe-generale-clients>
- 20|30 (2019) completes first ever Tokenised Equity Offering Issuance, European Business Magazine, April <https://europeanbusinessmagazine.com/business/>

- 2030-completes-first-ever-tokenised-equity-offering-issuance/
Wall Street Journal, "SEC Clears Blockstack to Hold First Regulated Token Offering", July, 2019, <https://www.wsj.com/articles/sec-clears-blockstack-to-hold-first-regulated-token-offering-11562794848>
- Weidmann, J. (2019), Prometheus and Epimetheus in the digital age, Speech to open the Bundesbank symposium "Payment systems and securities settlement in Germany in 2019", 29 May, <https://www.bundesbank.de/en/press/speeches/prometheus-and-epimetheus-in-the-digital-age-798160>
- World Bank Treasury (2018), World Bank Prices First Global Blockchain Bond, Raising A\$110 Million, <https://www.worldbank.org/en/news/press-release/2018/08/23/world-bank-prices-first-globalblockchain-bond-raising-a110-million>

<Abstract>

The current status of issue and circulation of security token and the relevant measures for the regulation

Choi Ji Woong *

The Fourth Industrial Revolution has brought many changes to various aspects of economy and society including finance. It has developed the existing concepts more and even formed new concepts. Distributed Technology, which is called Blockchain Technology in other words, has emerged together with the advent of the Fourth Industrial Revolution and many application cases regarding this technology have spread with its potentials and expectations.

Though it was Virtual Currency which emerged first based on the Distributed Technology, that has become the target of strong regulation and control soon due to the speculation and fraud related with it as well as the uncertainty of its concepts and attributes. The Token which followed Virtual Currency has shown the possibility to be utilized more closely related with the existing economy system unlike the Virtual Currency, however, clear application cases and regulatory system on it need to be established.

The Security Token, one of Token types based on the Distributed Technology, has the attributes of security and is used for funding and property right transfer while there are many different circumstances and degree of applications among countries. Thus the Security Token is utilized related with assets in some cases(On-chain stand-alone Token), and the Security Token itself represents the property right without the link to the existing assets in other cases(Off-chain linked Token)

The merit of the Security Token is that its funding cost is cheaper than the existing one and small investment is possible while it provides the new funding possibility with the economy entities who have had difficulties in funding. However, there exists also the demerit that effective controls and investor protections are incomplete. Thus many countries have tried to devise reasonable regulatory measures as well as application possibilities by government or private entities.

Taking these worldwide trends, we also needs to understand the current status of the Security Token application and the regulation trends, thereby preparing suitable and reasonable regulation plans.

* Attorney at law, Legal Affairs Team, Risk Management Department, Korea Securities Depository.

For these, first, the legal attributes of Security Token has to be identified to provide the standards of which regulation is applied. Second, the level of regulatory schemes and basic guidelines on Security token should be established to decide whether the same level of security regulation is applied or promotional policy is used. Also, investor-protection measures for stable system control have to be taken into account.

Key words : Security Token, Distributed Ledger Technology, Security Regulation, Capital Market and Financial Investment Business Act, Electronic Securities

▶ 논문투고일: 2020년 7월 25일 ▶ 심사완료일: 2020년 8월 24일 ▶ 게재확정일: 2020년 8월 27일.