

KIWOOM Digital Asset Issue

키움증권 리서치센터 디지털자산리서치팀
| 디지털자산/원자재 심수빈 sb.shim@kiwoom.com
| RA 조재환 idirection@kiwoom.com

[#STO] 4. 미국의 토큰증권 동향

• 미국에서는 어떤 토큰증권이 거래되고 있나?

- 현재 미국 주요 거래소에서 거래되는 토큰증권은 12개 정도 존재하며 일반적으로 토큰증권 보유 시 투자자는 수익 분배나 지분 등의 권리를 보장받음
- 대부분 발행규모나 투자자 범위가 제한되는 방식으로 발행된 경우가 대다수나, INX와 같이 발행규모 및 투자자 범위 제한이 부재한 사례도 있음

• 미국 토큰증권 시장의 한계는?

- 전통적인 증권과 동일하게 법을 준수해야해 가상자산 시장에 비해 투자상품이 제한적이고, 전용 거래소를 통해 거래되고 있다는 점도 성장이 더딘 요인으로 언급. 다만 SEC 등록된 토큰증권 사례가 있고 토큰증권을 통한 자금 조달은 계속 진행되고 있다는데 주목

미국에서는 어떤 토큰증권이 거래되고 있나?

지난주 자료를 통해 금융위원회의 디지털자산 시장에 대한 과거 규제 내용과 최근 변화를 살펴보았다. 국내의 경우 2017년 9월 이후 증권형 및 비증권형 토큰 발행을 모두 금지했으나 규제 동향에 변화가 발생했다. 금융위원회가 ‘증권형 토큰’으로 불러왔던 Security Token을 ‘토큰증권’으로 명시하면서 2월 초 토큰의 증권성을 판단하는 원칙과 토큰 증권의 규율 체계를 마련해 발행과 유통을 허용할 예정임을 발표했기 때문이다.

국내와 달리 유럽, 미국 등 일부 국가에서는 이전부터 각각의 규제 당국에서 제시하는 규제를 따라갈 경우 토큰증권 발행을 통한 자금 조달이 가능했다. Cointelegraph 조사에 따르면 미국이 토큰증권을 통한 자금 조달 사례가 가장 많은 것으로 보인다. 2020년 기준, 미국에서는 43건의 STO가 진행된 반면, 영국, 독일에서는 각각 1건, 5건에 그쳤기 때문이다. 다만, 이는 미국의 SEC가 토큰증권 발행에 적극적인 모습을 보인다고 해석하기 보다는 미국이 영국, 독일 등 다른 국가와 달리 디지털 자산 시장에 대해 증권법 규제를 적극적으로 적용해왔기 때문인 것으로 보인다. 이에 미국에서 발행되고 유통되는 토큰 증권의 사례를 살펴보고 이를 바탕으로 토큰증권 시장의 현황을 이해해보고자 한다.

* 2018년 미국 ICO 규제 특징

- 증권 규제의 적극적인 해석과 집행을 통해 무분별한 ICO 행위 제한
- ‘투자계약’에 대한 광의의 해석을 통해 가상통화나 토큰을 증권규제 영역으로의 포섭을 시도
- 투자계약으로 의심되는 ICO에 대해 소환장을 발부하는 등 증권규제의 집행에 적극적
- 결과적으로 금지형 다음으로 가장 강력한 규제 실시

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

미국의 경우 토큰증권은 토큰증권 거래 플랫폼에서 거래가 가능하며 미국의 주요 토큰증권 거래소는 tZERO, INX, Securitize Market이 있다. 이들 거래소에서 거래되는 주요 토큰증권으로는 tZero(TZROP), INX Limited(INX), Aspencoin(ASPD) 등이 있고 비트코인, 달러 등으로 거래가 가능하다. 물론 결제 수단은 거래소별로 차이가 존재한다. 또한 투자자가 토큰증권을 보유한다면 일반적으로 수익 분배나 지분 인정 등의 권리를 얻게 된다.

이 중 가장 자주 언급되는 사례 중 하나는 INX이다. 토큰증권은 전통적인 증권과 동일한 연방법을 준수해야하는데 토큰증권 중 대다수가 Reg A나 Reg C와 같은 등록 면제조항을 주로 이용해 발행된 반면, INX는 처음으로 SEC에 등록된 토큰증권이기 때문이다. 이에 INX는 8,500달러의 자금을 조달하며 다른 토큰증권 대비 큰 금액을 모집했고 투자자 범위 제한도 없다.

미국 주요 토큰증권 거래 플랫폼에서 거래되는 토큰증권

토큰	티커	거래소	24시간 거래량	토큰 보유에 따른 권리	결제 수단
tZero	TZROP	tZero	\$7,469	분기별로 조정된 총수익의 10%를 배당	비트코인
Blockchain Capital	BCAP	Securitize Markets	\$4,608	펀드수익의 일부에 대한 권리 부여	달러
INX Limited	INX	INX One	\$4,266	연간으로 순영업현금흐름의 40%를 분배	달러
Curzio Research	CURZ	tZero	\$998	Curzio Research의 뉴스레터 비즈니스의 지분 소유	비트코인, 이더, 달러
AspenCoin (St.Regis)	ASPD	tZero	\$416	배당, 주식에 대한 소유권	달러
Exodus	EXOD (EXIT)	tZero	\$404	Exodus Movement에 대한 소유권	달러
SPiCE VC	SPiCE	Securitize Markets	\$263	VC펀드 전량 처분 시 발생하는 순수익(net exit revenues)을 모두 분배	달러, 비트코인

자료: Security Token Market, 키움증권 리서치센터

주1) BCAP, SPiCE는 INX에서도 거래될 예정이며, EXOD는 Securitize Market 거래소에서도 거래 가능

주2) 24시간 거래량은 1월 30일 기준

INX 거래소의 INX Limited 발행 관련 타임라인

단계	내용
2017년	증권법의 규제를 받지 않는 ICO 사례 대규모 등장
2018년	INX는 규제 기관과 긴밀히 협력하여 토큰 공개(Token Offering)를 정의하고 금융시장에서 효율적인 자산이 될 수 있는 방법을 창출
2019년	INX는 규제된 토큰 공개에 대한 F-1 등록 신청
2020년 8월	최초로 SEC에 등록된 토큰증권 INX 공개, 공모 형태로 자금 조달 시작
2021년 4월	INX는 자금조달에서 75개 국가, 7200명에 달하는 개인 및 기관 투자자들로부터 8,500만 달러의 자금을 조달
2021년 7월	INX는 유통시장(Secondary Market)에 등록되며 적격투자자 제한 부재

자료: INX, 키움증권 리서치센터

***F-1**

: 외국기업이 미국에서 증권을 발행 및 판매할 때 제출하는 신청서

전통증권과 토큰증권의 발행시장 비교

***명의개서**

: 주주명부에 주주의 성명과 주소를 기재하는 것

***토큰노믹스**

: 토큰(Token)과 경제학 (Economics)의 합성어로 토큰을 활용한 경제 시스템을 의미

***KYC**

(Know Your Customer)

: 고객의 기본정보 확인에 대한 규정

***AML**

(Anti-Money Laundering)

: 자금의 출처와 용도 확인에 대한 규정 기재하는 것

단계	전통적인 증권	토큰증권
발행	- 발행인: 발행규모 및 주권사 결정 - 주권사: 증권 발행 주관	- 발행인: 발행규모 및 발행 플랫폼사 결정 - 발행플랫폼: 토큰증권 발행 주관
청약 및 배정	- 투자자: 거래소 상장 예정인 증권을 주권사 계좌를 통해 공모가로 청약 - 주권사: 증권 발행 주관	- 투자자: 발행 예정인 토큰증권을 (브로커 딜러를 통해) 공모가로 청약(주로 적격투자자만 허용) - 발행 플랫폼: 스마트 컨트랙트를 이용해 투자자에게 증권형 토큰 배정
명의개서	- 명의개서 대리인: 주주명부 관리 기록	- 명의개서 대리인: 주주명부 관리 기록

자료: 코스콤, 키움증권 리서치센터

INX 거래소의 토큰증권 발행 프로세스

항목	내용
발행 전	토큰노믹스 설명 및 토큰 모델링
SEC 규제 통과	자본 조달 형태 선택 (RegD, RegS, RegA, F1/S1 등등)
1차 공개	KYC, AML 서비스를 포함하는 토큰증권 판매 플랫폼 제공
토큰 생성	토큰 발행 및 스마트 계약 배포 투자자들에게 토큰 분배
유통 시장내 공급	INX,One 에서 언제나 토큰증권 거래 가능.

자료: INX, 키움증권 리서치센터

STO에 활용할 수 있는 발행공시 의무 면제조항

	Reg A+: Tier 1	Reg A+: Tier 2	Reg CF	Reg D: 506(b)	Reg D: 506(c)
SEC 제출서류	Form 1-A	Form 1-A	Form C	Form D	Form D
발행금액 한도 (12개월 내)	2,000만 달러	7,500만 달러	500만 달러	없음	없음
적격투자자 이외의 투자자	허용	조건부 허용 (비적격투자자의 연수입 또는 순자산에 따른 투자한도)	조건부 허용 (비적격투자자의 연수입 또는 순자산에 따른 투자한도)	숙련된 (sophisticated) 투자자 35인까지	불허용
일반적 청약의 권유	허용	허용	제한적 허용 (Testing Water 등)	불허용	허용
유통 제한	제한주식 아님	제한주식 아님	12개월 재판매 금지	제한주식	제한주식
토큰예시		Exodus	-	-	tZero, AspenCoin (St.Regis), BCAP, SPICE VC

자료: 자본시장연구원, 코스콤, 키움증권 리서치센터

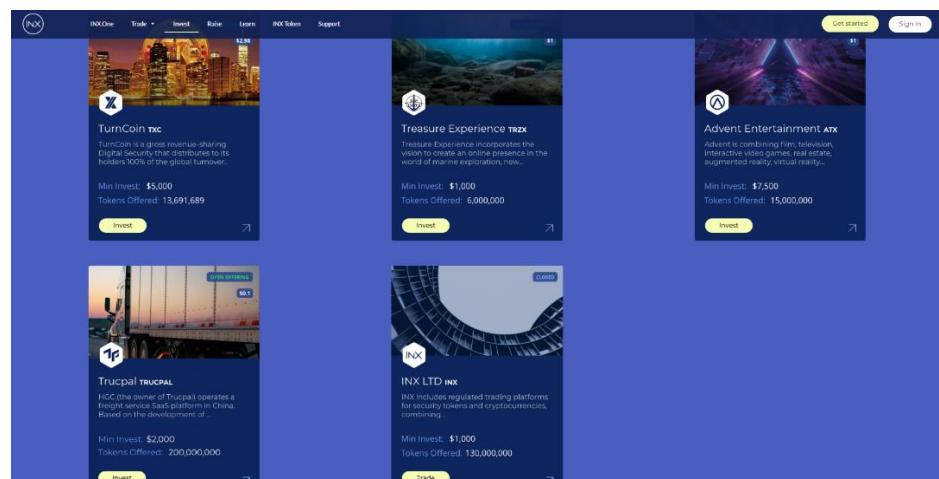
미국 토큰증권 시장의 한계는?

가상자산과 비교했을 때 토큰증권 시장의 성장이 기대만큼 빠르지는 않다. 우선 거래소를 비교해보면, 바이낸스의 2022년 11월 말 거래량은 2억 달러를 넘는 반면 tZERO는 180만 달러에 그쳤다. 개별 자산의 측면에서 살펴봐도 1월 31일 기준 비트코인 일간거래량과 시가총액은 각각 386억 달러, 4,393억 달러이나, tZERO는 7,469달러, 8,490만 달러로 그 규모자체에서 아직 큰 차이를 보인다.

이는 규제를 적용 받지 않는 ICO와 달리 STO는 법을 준수해야 하는 만큼 가상자산과 비교했을 때 제한된 투자상품이 나올 수 밖에 없다. 또한 새롭게 설립된 전용 거래소를 통해 거래가 된다는 점도 성장이 더딘 이유 중 하나로 언급되고 있다. 그러나 미국내 토큰증권 시장에서도 변화는 발생하고 있다. 과거 토큰증권은 SEC 등록이 면제되는 규제 하에서 주로 발행되었지만, INX 발행으로 SEC에 등록된 토큰증권 사례가 존재하고 INX에서 4개 회사의 STO가 진행되는 등 토큰증권을 통한 자금 조달도 이어지고 있다.

미국의 사례를 통해서 살펴봤듯이 국내 규제당국의 토큰증권 가이드라인 공개이 공개된 이후 관련 시장이 국내 금융시장에서 성장하는 데는 시간이 소요될 것으로 예상된다. 다만, 국내는 토큰증권 시장이 조각투자 시장의 사례와 유사하게 제도권 하의 금융기관과 함께 구성될 것으로 보인다. 이에 투자자들의 토큰증권 시장에 대한 접근성은 미국보다 더 좋을 수 있을 것으로 예상하며 이는 관련 시장의 성장에도 긍정적인 영향을 줄 수 있을 것으로 전망한다.

INX에서 진행중인 토큰증권공개 사례



자료: INX, 키움증권 리서치센터