

# KIWOOM Digital Asset Issue

키움증권 리서치센터 디지털자산리서치팀  
| 디지털자산/원자재 심수빈 sb.shim@kiwoom.com  
| RA 김현정 huun.k@kiwoom.com

## [#STO] 9. 미국 토큰 증권 거래소 살펴보기

- 미 토큰 증권 발행, SEC 등록 면제 조항을 활용
  - tZERO, INX, Securitize 모두 발행 플랫폼을 제공하나, 현재 가장 다양한 청약 상품을 보유한 곳은 INX와 Securitize
  - 현재 미국에서 발행된 토큰 증권은 대부분 Reg D나 Reg CF 등 SEC 등록 면제조항으로 발행
- 미 토큰 증권 ATS의 현황
  - tZERO, INX, Securitize 모두 유통 플랫폼을 제공하며, 유통 플랫폼 제공에 따라 다양하게 유통성 공급을 할 수 있다는 측면에서 이를 발행 시 이점으로 홍보. 그러나 유통 시장의 거래규모는 제한적인 상황

### 미 토큰 증권 발행, SEC 등록 면제 조항을 활용

지난주 자료를 통해 미국의 토큰 증권 시장과 거래소 운영 방안 등을 살펴보았다. 국내 금융 당국이 증권의 발행과 유통의 분리를 강조하는 가운데 미국 토큰 증권 시장의 경우 이러한 원칙이 부재한 것으로 보인다. 일반적으로 미국의 토큰 증권 거래소라고 부르는 tZERO, INX, Securitize Market은 SEC에 등록된 ATS이자 브로커-딜러로 발행 플랫폼과 유통 플랫폼을 모두 제공하고 있으며, 이에 토큰 증권의 발행과 유통이 동일한 회사에서 진행되는 사례도 있기 때문이다.

#### \*TZROP 토큰 보유 시 혜택

: 분기별로 조정된 tZERO ATS의 총수익 중 10%를 배당

#### \*ASPD 토큰 보유 시 혜택

: 배당 및 주식에 대한 소유권

이번주에는 tZERO, INX, Securitize Market이 제공 중인 서비스를 발행과 유통으로 나누어 살펴보려고 한다. 우선 현재 세 회사 모두 발행 플랫폼을 제공하고 있지만 세 회사 중 현재 가장 활발하게 토큰 증권 발행과 청약을 진행하는 곳은 INX와 Securitize로 보인다. tZERO의 경우 현재 tZERO ATS에서 거래되는 대표적인 토큰 증권인 TZROP, ASPD 토큰은 Securitize의 발행플랫폼을 통해 진행되었고, 올해 tZERO가 DeFi 솔루션 개발 회사인 AUROX의 주식을 토큰 증권의 유형으로 발행해 청약을 마무리한 후 현재 tZERO에서 진행중인 발행 프로젝트는 없다. 반면, INX와 Securitize는 각각 4개, 8개의 토큰 증권 발행과 청약을 받고 있다.

#### 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.

INX에서 현재 진행중인 STO 사례

프로젝트 명칭	토큰 보유에 따른 권리	투자금액 제한과 현황	투자자 요건
TurnCoin (TXC)	VirturalStax 비즈니스 모델로부터 창출된 글로벌 수익의 100%를 투자자에게 USDC로 배분	1TXC=\$2.98 Min Invest: \$5,000 Token Offered : 200,000,000 Total Token Supply : 1,000,000,000	Regulation D Regulation S
Treasure Experience (TRZX)	라이브 어드벤처 스트리밍, 사실 기반 교육 다큐멘터리 및 코미디에서 회사가 창출하는 예상 잠재적 수익과 라이선스 기술 및 브랜드 상품 판매에서 발생할 수 있는 추가 수익을 공유	1TRZX=\$1 Min Invest: \$1,000 Token Offered : 6,000,000 Total Token Supply : 15,000,000	Regulation D Regulation S
Advent Entertainment (ATX)	Advent Entertainment에서 제작한 할리우드 영화, TV 쇼 및 부동산, 비디오 게임, 사운드트랙, 관련 상품 등과 같은 보조 프로젝트의 수익에 참여	1ATX=\$1 Min Invest: \$7,500 Token Offered : 15,000,000 Total Token Supply : 125,000,000	Regulation D Regulation S
Trucpal (TRUCPAL)	Trucbook이라는 원장에 기록된 수익의 일부를 공유	1TRUCPAL=\$0.1 Min Invest: \$20,000 Token Offered : 200,000,000 Total Token Supply : 1,000,000,000	Regulation D Regulation S

자료: INX, 키움증권 리서치센터

**\*Regulation A(Reg A)**

: 투자자 범위 제한은 없으나 모집 가능 금액 제한

**\*Regulation D(Reg D)**

: 발행 규모 제한은 없으나 투자자 범위가 제한되고, 발행된 증권은 전매 제한

**\*Regulation CF(Reg CF)**

: 투자자 범위 제한은 없지만 Reg A보다 더 낮은 발행 규모 한도 적용. 전매 제한

**\*Regulation S(Reg S)**

: 모집 금액 제한은 없고 투자자 유형은 역외 투자자

각 사에서 진행 중인 토큰 증권 발행은 대부분 SEC 등록 면제 조항을 이용하고 있다. tZERO에서 진행한 AUROX는 Reg CF로 발행되었으며, 현재 Securitize에서 진행 중인 토큰 증권 발행은 주로 Reg D, S, CF를, INX는 Reg D, S를 적용 중이다. 홈페이지 내 발행 관련 설명 페이지에서 등록 면제조항을 설명하는 tZERO 및 Securitize와 달리 INX가 자본 조달 형태 소개에 F-1/S-1까지 언급하고 있기는 하나 아직까지 INX가 SEC에 SEC에 F-1 신청서를 제출하고 SEC에 등록된 토큰 증권은 INX Limited가 유일하다.

**\*F-1**

: 외국 기업이 미국에서 증권을 발행 및 판매할 때 제출하는 신청서

**\*S-1**

: 미국 기업이 미국에서 증권을 발행 및 판매할 때 제출하는 신청서

한편, Securitize에서 진행되는 토큰 증권 발행의 특이점은 사모 운용사들이 펀드를 토큰화시키고 있다는 점이다. 현재 헤밀턴레인, KKR이 이를 진행하고 있으며, 이에 참여할 수 있는 투자자는 적격투자자로 제한된다. 두 기관 모두 사모 펀드의 토큰화를 통해 관련 시장에 대한 개인의 접근성을 확대할 수 있을 것으로 기대하는 만큼 추후에도 이러한 유형의 토큰 증권 발행 사례가 추가될 가능성이 높아 보인다.

Securitize의 사모펀드 토큰화 사례

프로젝트 명칭	특징	투자자 요건
Securitize Hamilton Lane Equity Opportunities Fund V Global	- 최소 투자 금액: \$20,000 - 1년 보유 시 Securitize가 관리하는 유통 시장에서 해당 증권 판매 가능	적격투자자 대상이자 Non-US Investor
Securitize Hamilton Lane Equity Opportunities Fund V US	- 최소 투자 금액: \$20,000 - 1년 보유 시 Securitize가 관리하는 유통 시장에서 해당 증권 판매 가능	적격투자자 대상이자 US Investor
Securitize KKR Health Care Growth II Tokenized Fund	- 40억 달러 규모의 헬스케어전략 성장 펀드 중 일부를 토큰화 - KKR 제공 유가증권 1년 이상 보유 시 Securitize가 관리하는 유통 시장에서 해당 증권 판매 가능	적격투자자 대상

자료: Securitize, 키움증권 리서치센터

미 토큰 증권 ATS의 현황

한편, tZERO, INX, Securitize 세 회사는 현재 유통 플랫폼도 운영하고 있으며, 세 회사 모두 유통 플랫폼 제공에 따라 다양한 유동성을 공급할 수 있다는 측면에서 이를 발행 시 이점으로 홍보하고 있다. 이는 현재 발행되는 토큰 증권이 대부분이 Reg CF나 Reg D를 이용하고 있어 발행 시장에서 해당 토큰 증권에 투자할 수 있는 투자자는 적격투자자로 한정되는 반면, 유통 시장에 상장된 토큰 증권 거래 시 투자자 요건이 따로 부과되지 않기 때문인 것으로 보인다.

아직 각 토큰 증권 ATS에서 거래되는 토큰 증권 종류는 다양하지는 않고, 일부는 복수의 ATS에 상장되어 있다. 다만, 이는 Reg CF나 D로 발행되는 토큰 증권은 전매제한 조건이 걸리고, 토큰 증권 발행이 최근들어 진행되고 있기 때문인 것으로 볼 수 있다. 현재 ATS 별로 살펴보면, tZERO는 6개의 토큰 증권이 상장되어 있고, INX와 Securitize에서는 각각 2개, 6개의 토큰 증권을 거래할 수 있다. 이 중 INX에서는 비트코인, 이더리움 등 주요 가상자산을 거래할 수 있다는 점이 다른 토큰 증권 ATS와의 차별 점으로 볼 수 있다.

이전 자료를 통해 언급했듯이 세 ATS 모두 아직 활성화된 상황은 아니다. 현재 해당 ATS에서 실질적으로 거래가 발생하는 토큰은 제한적인 가운데, tZERO와 INX ATS의 대표적인 토큰 증권인 tZERO 토큰 및 INX Limited의 24시간 거래량은 3월 21일 기준 2만 달러 수준에 불과한 상황이다. 현재 비트코인의 경우 최근 24시간 거래량이 340억 달러라는 점을 감안하면 이는 굉장히 작은 규모이다.

최근 자료를 통해 살펴봤듯이, 미국과 일본내 토큰 증권 발행 사례는 다수 존재하나 발행 시장에 비해 유통 시장 형성은 상대적으로 활성화되지 못하고 있다는 공통점을 확인할 수 있다. 이를 고려하면 국내 또한 토큰 증권 시장이 형성되기 시작하는 단계에서 다양한 발행 사례가 나올 수 있을 것으로 보이지만, 토큰 증권의 유통 시장 활성화 이슈에 직면할 가능성이 높다. 이에 유통 시장이 형성되는 초기 단계에서 투자자 유입을 위한 방안을 고민할 필요가 있어 보인다.

토큰 증권 ATS별 유통 플랫폼 현황

	Securitize	tZero	INX
상장된 토큰 증권	6개 (22X, Blockchain Capital, CosimoX, EXOD, Protos, Science, SPICE VC, NYCE)	6개 (tZERO, Aspen Digital, Exodus, Myra Park Investors LP, EnergyFunders Yield Fund I, Curzio Research)	2개 (INX Limited, Millennium Sapphire Token)
거래가능 시간	거래 가능시간: 평일 8:00~20:00 (동부 표준시 기준) 주문 가능 시간: 연중무휴	거래 가능 시간: 시장 거래일 9:30~16:00(동부 표준시 기준) 주문 가능 시간: 시장 거래일 4:00~20:00(동부 표준시 기준)	연중무휴
거래 수수료	명목 주문 금액의 1%	주당 가격≥\$3.00: 1% 주당 가격<\$3.00: \$0.03	명목 주문 금액의 0.45%

출처: INX, tZERO, Securitize, 키움증권 리서치센터