

KIWOOM Digital Asset Issue

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

[#STO] 번외) 조각투자, 정체는?(1)

• 조각투자 = 토큰 증권?

- 조각투자와 토큰 증권이 동일한 것은 아니지만, 분산원장을 기반으로 하는 조각투자 사례가 있고, 금융당국이 조각투자와 토큰 증권에 대한 규제 논의를 함께 진행해온 만큼 조각투자와 토큰 증권을 완전히 분리하기는 어려움

• 조각투자 가이드라인 공개 이후의 시장 현황

- 증권선물위원회의 '뮤직카우' 증권성 여부 판단을 시작으로 금융위는 '조각투자 가이드라인'을 공개. 금융위는 한우, 미술품 등 주요 조각투자 상품 또한 투자계약증권으로 판단했으며, 현재 혁신금융서비스 지정을 받은 곳은 부동산, 음원 저작권 조각투자 회사

조각투자 = 토큰 증권?

지난주 자료를 통해 금융위원회의 토큰 증권(Security Token) 가이드라인을 살펴보았다. 금융위가 발표한 주요 내용은 토큰의 증권성 검증 기준과 토큰 증권 발행 및 유통 가이드라인 공개로 나누어 볼 수 있다. 형태와 관계없이 투자자가 얻게 되는 권리가 법상 증권에 해당할 경우 모든 증권 규제가 적용되므로 토큰 증권도 자본시장법을 따라야 한다는 점을 강조했다. 다만, 일반투자자의 연간 투자금액 한도, 직접 토큰 증권을 발행할 수 있는 발행인의 요건 등은 가이드라인에 언급되지 않아 추후 관련 내용이 어떻게 설정되는지 주목해야 할 것으로 보인다.

*조각투자

: 2인 이상의 투자자가
실물, 그 밖에 재산적
가치가 있는 권리를 분할한
청구권에 투자·거래하는
등의 신종 투자 형태

금융위의 토큰 증권 가이드라인 공개 이후 함께 주목받고 있는 상품은 '조각투자'다. 조각투자란 다수의 투자자가 실물이나 재산적 가치가 있는 권리를 분할한 청구권에 투자하고 이를 거래하는 투자 형태를 말한다. 대표적인 조각투자 상품으로는 부동산, 미술품, 음원 저작권 수익이 등이 있으며, 하나의 자산에 여러 투자자가 함께 투자하는 만큼 소액으로 고액 자산에 투자할 수 있다는 장점 등을 바탕으로 투자자들의 관심이 높아졌다.

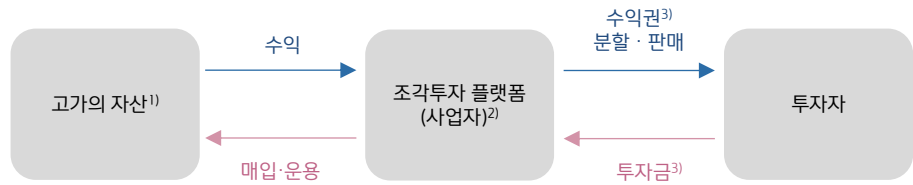
Compliance Notice

- 당사는 2월 14일 현재 보고서의 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 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.

‘조각투자’ 서비스의 일반적인 사업 구조



자료: 금융감독원, 키움증권 리서치센터

주 1) 미술품, 골동품, 가축, 지식재산권, 부동산 등

2) 조각투자 플랫폼과 자산을 운영하는 사업자는 동일회사 또는 계열회사인 경우가 많으며, 플랫폼에서 투자자간 수익권을 매매할 수 있는 유통시장을 운영하는 경우도 있음

3) 수익권은 민법상 공유권·조합 지분권·채권적 청구권이나 가상자산·NFT 등의 형태로 부여하기도 하며, 투자금은 법정통화 뿐만 아니라 가상자산으로 지불하기도 함

***투자계약증권 해당 여부 판단 기준**

: 공동사업, 금전 투자 여부, 타인 수행 여부, 공동사업 결과에 따른 손익을 귀속 받는 계약상의 권리 유무, 이익 획득 목적 여부

현재 시장에서는 조각투자와 토큰 증권을 동일하게 보는 인식이 강하나 엄밀히 말하면 조각투자와 토큰 증권을 동일한 것으로 보기 어렵다. 금융위가 토큰 증권을 분산원장 기술을 활용해 자본시장법상 증권을 디지털화한 것으로 정의했고, 현재 국내 조각투자 사례 중 분산 원장 기술이 사용되지 않은 경우도 존재하기 때문이다. 즉 증권으로 판정된 조각투자 업체 중 분산원장 기술을 사용한 것은 토큰 증권이 될 수 있지만, 이에 해당하지 않는 조각투자를 토큰 증권으로 보기는 어렵다.

그러나 조각투자 중 분산원장을 기반으로 하는 사례가 다수 있고 금융당국은 조각투자와 토큰 증권에 대한 규제를 함께 논의한 만큼 조각투자와 토큰 증권을 분리해서 살펴보기는 어려워 보인다. 지난주 공개된 토큰에 대한 증권성 판단 기준은 조각투자 가이드라인과 동일한 가운데 금융위는 토큰 증권 발행과 유통 허용에 따라 조각투자 등 다양한 권리가 증권으로 발행·유통되고, 비정형적 증권을 유통할 수 있는 소규모 장외시장 형성으로 투자자의 다변화된 증권 거래 수요를 충족할 것으로 기대한다고 발표했기 때문이다.

국내 조각투자 사례

	부동산	미술품	저작권접권	한우	기타상품
관련 회사	카사, 소유, 펀블 등	테사, 소투, 아트앤가이드 등	뮤직카우	뱅크우	트레저러 등
분산원장 사용 여부	O	O	X	X	O
혁신서비스 지정여부	지정	미지정	지정	미지정	미신청
특징	임대료, 매각 차이 등을 통한 수익 창출	전시회, 미술관 임대료 등을 통한 수익 창출	저작권료를 통한 수익 창출	한우 판매로 수익 창출, 가축재해보험 가입	시계, 와인 등 매매 차이로 수익 창출
투자리스크	경기의 영향을 많이 받음	안정적 수익 확보 어려움	안정적인 수익 확보가 힘들고 수익 양극화 존재	큰 한우 가격 변동성	안정적 수익 확보 어려움

자료: 언론사 정리, 키움증권 리서치센터

조각투자 가이드라인 공개 이후의 시장 현황

조각투자 시장은 2020년을 기점으로 가파른 성장세를 보였다. 하지만 관련 시장의 인지도가 확대되면서 조각투자 플랫폼의 자본시장법 위반, 투자자 보호 등과 같은 문제가 언급되기 시작했다. 이에 2022년 4월 금융감독원은 조각투자에 대한 소비자 경보를 발표했고, 증권선물위원회는 최초로 조각투자상품에 대한 증권성 여부를 판단했으며, 금융위원회는 조각투자 가이드라인을 발표했다.

금융위가 발표한 조각투자 가이드라인을 살펴보면, 조각투자 상품의 증권성 판단 기준을 제시하고 증권성이 있는 조각투자 상품의 경우 자본시장법 및 관련 법령을 따라야 한다는 내용으로 구성되어 있다. 이후 이 내용을 바탕으로 금융위는 미술품과 한우에 대한 증권성 검증을 시행했으며, 미술품과 한우 조각투자 상품 또한 투자계약증권에 해당된다고 발표했다.

***금융규제 샌드박스**
: 혁신금융서비스로 지정됨에 따라 금융법상 인허가, 영업행위 등에 대한 규제 유예 및 면제가 최대 4년간 가능한 구조

이와 동시에 금융위는 조각투자 가이드라인에서 일부 혁신성이 인정되는 서비스에 한해 금융규제 샌드박스를 통한 특례 적용이 가능하다는 점도 언급했다. 2019년 금융규제 샌드박스 시행 이후 현재까지 혁신금융서비스로 지정을 받은 조각투자 상품은 부동산, 음원 저작권 수익 등이 있다.

***혁신금융서비스 지정을 받은 조각투자 사례**
: 카사('19), 비브릭('20), 루센트블록('21), 편블('21), 뮤직카우('22)

현재 금융규제 샌드박스를 통해 조각투자 서비스를 제공할 수 있지만, 토큰 증권 가이드라인 공개가 관련 시장에 대한 긍정적인 전망을 강화시키는 이유는 다음으로 보인다. 우선, 현재 조각투자 상품 중 혁신금융서비스 지정을 받은 사례는 다섯 건뿐이다. 또한 제도 적용을 받더라도 기간이 최대 4년으로 제한되어 있다는 점도 부담이다. 지정기간 만료 전에 관련 시장에 대한 법안이나 규제 면제 입법이 마련되지 않는다면 사업 지속이 어려워질 수 있기 때문이다. 이에 토큰 증권 관련 법제화가 진행된다면, 규제 하에서 신종 투자 상품의 발행과 유통이 이루어질 수 있는 만큼 현재의 현재 조각투자 사업이 직면한 리스크 중 하나가 축소될 수 있을 것으로 기대한다.

조각투자 회사의 금융규제 샌드박스 신청 시 고려 사항

구분	내용
혁신성과 필요성	<ul style="list-style-type: none"> - (혁신성) 조각투자 증권의 발행·유통이 금융시장, 투자자 편의 및 조각 투자대상 실물자산·권리 시장 발전에 기여해야 함 - (필요성) 조각투자대상 실물자산·권리 소관법령(샌드박스 활용 포함)에 따른 사업화가 불가능하여, 증권의 발행이 반드시 필요해야 함
투자자 보호체계	<ul style="list-style-type: none"> - 일부 규제에 대해 특례를 인정받는 경우에도 조각투자 투자자 보호를 위한 핵심적인 보호체계는 갖추어야 함 <ul style="list-style-type: none"> • 투자판단에 중요한 사항을 투자자가 오인하지 않도록 설명자료와 광고의 기준·절차를 마련하고, 약관·계약서를 교부 • 투자자의 예치금은 외부 금융기관에 별도 예치·신탁하고, 도산시에도 투자자에게 반환될 수 있도록 할 것 • 사업자의 도산위험과 투자자 권리를 절연 • 증권 위탁 또는 위탁에 준하는 권리관계 관리·확인 체계 마련 • 물적설비와 전문인력 확보 • 분쟁처리절차 및 투자자 피해 보상체계 마련
발행시장과 유통시장의 분리	<ul style="list-style-type: none"> - 사실상 동일한 사업자가 조각투자 증권을 발행하면서 동시에 유통시장을 운영하는 것은 원칙적으로 불가 - 그러나, 투자자 보호 측면에서 해당 조각투자 증권의 유통시장이 꼭 필요*하지만 유통시장이 존재하지 않는 경우에 한해 발행과 유통시장 운영을 동일한 사업자가 수행할 수 있음(단, 적절한 이해상충 방지체계 및 시장 운영체계를 갖추었는지 심사를 거침) (예) 투자대상 실물자산 등의 상품 속성상 투자기간이 매우 길어서 투자자들이 상황에 따라 현금화할 기회가 필요한 경우 등

자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터