디지털자산 산업 육성을 위한 증권형/비증권형 토큰 분류 기준에 대한 검토

2022년 10월 18일

코어닥스 사업본부 김진원 본부장

Index

1. 증권형/비증권형 토큰 분류기준
- 미국, EU, 일본 사례를 중심으로

2. 미국 상품선물거래위원회 가상통화 관련 규정

3. SEC vs 리플 XRP 소송의 주요 쟁점

4. 한국의 자본시장법상 증권형 분류기준

5. 증권형/비증권형 현 분류체계의 문제점

6. 가상자산산업 육성을 위한 제언

증권형/비증권형 토큰 분류기준 – 미국, EU, 일본 사례를 중심으로

증권형 토큰은 실물자산 등을 블록체인 기반 가상자산에 페깅한 디지털자산으로 자산유동화형과 증권발행형으로 구분

❖ 증권형 토큰의 정의

- 증권법에 따른 규제를 받는 분산원장에 기록된 증권의 전자적 증표(Thomas Lambert·Daniel Liebau·Peter Roosenboom, 2021)
- 증권형 토큰은 부동산, 지적재산권 등의 실물 또는 주식, 채권 등 금융자산을 블록체인 기반의 가상자산에 페깅(고정)한 디지털 자산을 말함.

❖ 증권형 토큰의 종류

- 증권발행형 : 지분증권, 채무증권, 투자계약증권 등 자본시장법 제4조 및 제5조에 규정된 금융투자 상품 발행을 위한 토큰 발행 및 공개를 말함.
  - 주로 자금조달이 목적이며, STO를 진행하기 위해서는 실질적으로 투자자들에게 이익 지급이 가능한 비즈니스 모델이 존재해야 함.
- 자산유동화형 : 부동산, 미술품 등 자산유동화(ABS)를 위한 토큰 발행 및 공개를 말함.
  - 자산의 유동화 또는 분산소유 등을 목적으로 토큰을 발행하고 공개하는 방법

❖ 증권형 토큰 STO의 장단점

- 장점

ⅰ) 스마트 컨트랙트를 바탕으로 한 중간 관리인 역할 최소화 등으로 자금조달 과정 간소화 및 비용 절감

ⅱ) 규제 당국의 관리를 통한 법적 보호로 투자의 안정성 확보

ⅲ) 자산분할을 통한 유동성 확보(기존 주식 1주 이하 거래 불가능, 토큰은 소수점 18자리까지 분할 소유 가능)

- 단점

ⅰ) 각 국가별 관련 법률에 따른 신고 및 확인 과정에 의한 진입장벽

증권형/비증권형 토큰 분류기준 – 미국, EU, 일본 사례를 중심으로

하위 테스트(Howey Test)를 통과하는 경우 투자계약증권으로 증권성을 인정하고, SEC의 증권법을 적용 받음.

1. 미국

- 2017년 7월 미국 증권거래위원회(SEC) 하위 테스트(Howey Test)를 기반으로 DAO 토큰 증권성 최초 인정
- 2019년 4월 증권형 토큰 분류 기준안인 '디지털자산의 투자계약증권 분석 틀(Framework for 'Investment Contract' Analysis of Digital Assets)' 발표

❖ 하위 테스트(Howey Test)

- 하위 테스트는 특정 금융거래가 투자 성격을 띠는 지와 증권 여부를 판별했던 미국 대법원 판례에 기초한 테스트이며, SEC는 하위 테스트로 토큰의 증권 여부를 판단

① Investment of money(자금 투자)

② In a common enterprise(공동사업에 대한 투자)

③ With an expectation of profits(투자 이익의 기대)

④ Any profit from the efforts of a third-party of promoter(타인의 노력으로 인한 이익 실현)

❖ 가상자산에 대한 하위 테스트(Howey Test) 적용

- SEC는 하위 테스트의 4가지 항목을 모두 충족하는 경우 증권으로 분류
- SEC는 ①과 ② 항목은 대부분의 가상자산 프로젝트들이 해당된다고 보고, ③과 ④항목에 대한 기준을 주로 제시함.
- 토큰이 가상자산으로 분류되지 않기 위해서는 네트워크 안에서 블록체인을 개발한 팀의 영향력이 없거나 적어야 하고, 네트워크 안에서 토큰의 사용성이 높아야함.

하위 테스트(Howey Test)의 개별 요건에 대한 가이드 및 고려사항들을 제시함으로써 시장에 명확한 시그널 제시

❖ ③투자이익의 기대, ④타인의 노력으로 인한 이익 실현 고려사항

구 분	주요 고려사항
③ 투자이익의 기대	• 토큰 보유자들이 유통시장에서 이익을 현실화 할 수 있거나, 토큰 보유자가 배당 등을 요구할 권리가 있는지 • 토큰이 거래되고 있거나 미래에 거래될 것으로 기대되는지 • 토큰 구매자가 팀의 노력이 토큰 가격 상승으로 이어질 것으로 기대하는지 • 토큰이 투자 목적으로 공개되는 경우 • 토큰의 가격이 그 토큰으로 얻을 수 있는 상품/서비스의 시장가와 거의 관계가 없는 경우 • 토큰 구매자가 사는 토큰의 양과 소비자사 해당 상품/서비스의 사용을 위해 구매하는 양과 거의 관계가 없는 경우 • 팀이 네트워크를 만들기 위해 필요한 것보다 훨씬 많이 펀드레이징을 하는 경우 • 팀이 에어드랍 토큰과 같은 종류의 토큰을 보유함으로써 자신의 노력으로 이익을 볼 수 있는지 • 팀이 네트워크 기능 향상을 위해 돈을 쓰는지 • 팀이 토큰의 가치를 향상시킬 수 있다거나, 토큰이 투자처로서 모은 자금이 네트워크 개발에 사용된다거나, 팀이 토큰의 기능을 개발할 것으로 말하거나 등의 방식으로 토큰이 홍보되는 경우
④ 타인의 노력으로 인한 이익 실현	• 팀이 네트워크의 개발, 운영 등을 책임지는지 • 팀이 수행하고 있는/수행해야 하는 필수 작업들이 있는지 • 팀이 토큰의 생성과 발행을 컨트롤 하는지, 팀이 토큰의 바이백/소각 등을 통해 공급을 제한할 수 있는지 • 팀이 의사결정, 코드 업데이트, 거래 검증 등에 있어서 리더격이거나 중요한 역할을 하는지 • 네트워크 기여자들에 대한 보상, 토큰의 거래, 누가 어떤 조건에서 토큰을 더 받는지, 펀드레이징한 금액의 분배 등에 관하여 중요한 역할을 하는지 • 팀이 토큰을 보유하고 있는 등으로 인해 토큰의 가격상승으로부터 이익을 볼 수 있는지, 팀에 대한 보상이 토큰의 가격과 관련이 있는지, 팀이 토큰에 관한 지적재산권을 보유하고 있는지 등으로 토큰의 가치와 팀의 이해관계가 맞아서 팀이 토큰의 가치 상승을 위해 노력할 것을 기대할 수 있는 경우

☞ 증권형으로 분류된 이후 탈중앙화 및 팀의 영향력이 없는 경우 증권형 토큰에서 제외

증권형/비증권형 토큰 분류기준 – 미국, EU, 일본 사례를 중심으로

EU는 증권형 토큰은 MiFID Ⅱ를 통해 금융상품으로 간주, 각 개별국가의 증권법으로 규제 – 하위 테스트 참조, 명확한 가이드 없음.

2. EU

- EU는 세계 최초로 가상자산 기본법인 MiCA(Markets in Crypto-Assets) 법안에 합의하였고, 2024년 시행 예정
- MiCA는 가상자산(Crypto-asset)의 개념을 분산원장기술(distributed ledger technology, DLT) 또는 이와 유사한 기술을 활용하여 전자적 방식으로 이전 또는 저장되는 가치 또는 권리를 디지털로 표시한 것으로 정의

❖ 규제 대상 가상자산의 범위와 유형

- 제2금융상품시장지침(2nd Markets in Financial Instruments Directive, MiFID Ⅱ) : 금융상품으로 간주되는 가상자산(증권형 포함) 규제
- MiCA : MiFID Ⅱ에서 규제하지 않는 가상자산을 규제하는 것을 목표로 함.

❖ MiCA의 가상자산 분류기준 및 적용대상

- 자산준거토큰(asset-referenced token), 전자화폐토큰, 그 외 가상자산(유틸리티토큰(utility token) 포함)으로 분류
- 자산준거토큰 : 복수의 법정화폐, 하나 또는 복수의 가상자산 또는 그러한 자산조합의 가치에 준거하여 안정적인 가치를 유지하는 것을 목적으로 하는 유형의 가상자산으로 상품 및 서비스를 구입하기 위한 지불수단이자 가치 저장소의 역할을 함.
- 전자화폐토큰 : EU의 Directive 2009/110/EC에 정의된 전자화폐와 같이 교환수단으로 이용될 수 있는 것을 주 목적으로 하고 법정화폐의 가치에 준거하여 안정적으로 가치 유지를 목적으로 하는 유형의 가상자산
- 유틸리티토큰 : 분산원장기술(DLT) 네트워크에서 사용할 수 있는 애플리케이션, 서비스 또는 리소스에 대한 전자적 접근을 디지털 방식으로 제고하기 위해 비재무적 목적으로 발행하는 토큰으로 그 토큰의 발행인 만이 수령하는 유형의 가상자산

☞ EU의 경우 증권화 토큰은 EU 회원국 증권시장 규제 법률을 적용하고, 다만 스테이블코인(자산준거토큰과 유틸리티 토큰)에 대해 MiCA 적용

전자기록이전권리 또는 전자기록이전유가증권표시권리라는 개념 도입을 통해 증권형 토큰을 유가증권으로 분류

3. 일본(일본 STO관련 규제 방식(이효경 충남대학교 법학전문대학원 교수), 2022년 한국증권법학회·한국법제연구원 공동학술대회 발췌)
   - 2019년 '금융상품거래법'과 '자금결제법' 개정을 통해 가상자산을 금융상품의 범위에 포함
   - 금융상품거래법에 '전자기록이전권리'라는 개념을 도입하여 증권형 토큰을 유가증권으로 인정

❖ 증권형 토큰 분류와 공시 규제

토큰 대상	증권형 토큰	공시 규제		금융상품거래업
		모집·매출 (공시규제 대상)	사모·사매출 (공시규제 대상 제외)	
금상법 제2조제1항 각호의 권리	유가증권표시권리	취득권유, 매도권유 등 (사모·사매출 외, 50명 이상에 대한 권유)	소규모 사모·사매출 (50명 미만에 대한 권유) 적격기관투자가 사모 특정 투자가 사모	제1종 금융상품거래업
금상법 제2조 제2항 각호	전자기록이전권리			
	적용제외 전자기록이전권리	튀즉자가 500명 이상	취득자가 500명 미만	제2종 금융상품거래업

❖ 가상자산 토큰화의 의미
   - 전자기록이전권리 또는 전자기록이전유가증권표시권리 등의 정의를 통해 토큰의 기술사양에 더하여 토큰에 어떠한 권리가 표시되고 있다는 요소를 포함. ☞ 토큰 이전과 권리 이전이 일괄적을오 이루어져야 함.

참조 : 일본 STO관련 규제 방식(이효경 충남대학교 법학전문대학원 교수), 2022년 한국증권법학회·한국법제연구원 공동학술대회

증권형/비증권형 토큰 분류기준 – 미국, EU, 일본 사례를 중심으로

일본, 유럽 등은 금융상품 또는 유가증권으로 간주하여 규제하고 있으나, 미국은 SEC와 CFTC 규제당국의 입장이 상이

<증권형 토큰 규제 현황>

미국	일본	독일
▪ 별도의 규제체계 없이 기존 증권법으로 규제 ▪ 증권형 토큰을 발행하기 위해서는 증권법에 따라 증권신고서 제출 ▪ 증권형 토큰은 사모조항을 이용하여 발행 공시의무 면제 ▪ 크라우딩펀딩, 소규모 공모 또는 역외거래면제 조항을 이용하여 증권신고서 제출 의무 면제 ▪ 적격투자자를 상대로 발행, 유통 ▪ 일반투자자 이용 어려움과 함께 증권형 토큰의 발행, 보관, 유통 등에 대한 별도의 관리와 규제가 없어 투자자보호 문제 발생	▪ 금융상품거래법으로 규제 ▪ 증권형 토큰은 금융상품거래법상 제2항 유가증권으로 간주 ▪ 모집·매출, 진입규제, 행위규제 ▪ 증권형 토큰의 발행, 보관, 유통기관 등에 규제는 일본 STO협회 자율규제 ▪ 권리의 원활한 이전과 자율규제로 인한 투자자 보호 문제 발생	▪ 전자유가증권법으로 규제 ▪ 증권형 토큰은 전자증권의 일종으로 간주 ▪ 무기명채권에 한하여 도입되어 주식으로 발행될 수 없음. ▪ 투자자보호와 원활한 권리이전에 효과적이며 전자증권제도로 일반투자자에게도 발행이 가능 ▪ EU의 경우 MiFID Ⅱ 지침을 통해 금융상품으로 간주하여 각 국가의 개별법으로 규제 - 가상자산의 금융투자상품 해당 여부는 해당 자산이 양도성증권(transferable securities)에 해당하는지에 따라 판단

☞ 증권형 판단에 따른 기준은 미국 하위 테스트를 제외하고는 각 국가별로 명확한 가이드라인을 제시하지 못하고 있는 상황

자료: 벤처시장연구원, '국내 증권형토큰(STO) 법률용어 도입방안'

미국의 경우 SEC와 상품선물거래위원회 입장이 배치, 하원과 상원에서는 가상자산을 상품으로 보는 법안 다수 발의

1. 미국 상품선물거래위원회(CFTC)의 가상자산에 대한 해석

❖ CFTC는 가상자산이 '상품'에 포함된다고 해석

- 2014년 12월, CFTC 위원장(Timothy Massad) 가상자산은 '상품'에 포섭되고 CFTC 규제대상이 될 수 있음을 언급
- 2015년 Coinflip, Inc. 사건에서 CFTC는 가상자산이 상품거래법상 '상품'에 해당한다는 입장을 최초로 공식화
- 2018년 1월 McDonnell사건에서 Weinstein 연방법원 판사는 가상자산이 상품거래법상 '상품'에 포함된다고 판단

❖ 상품거래법이 적용되는 가상자산의 범위

- CFTC는 가상자산을 열린 개념으로 폭넓게 해석하여 새로이 출현할 가상자산이나 관련 기술의 발전에 대응
  - '가상자산'은 교환의 매개수단으로 기능하는 디지털 자산과 통화의 한 형태로 사용되는 디지털 계산단위를 포섭한다고 봄.
  - 가상자산을 비트코인으로 대표되는 블록체인 기술에 기반을 둔 암호화폐(Crypto currency)를 포함하지만 그 보다 넓은 탄력적 개념 적용

❖ 가상자산을 상품으로 간주하는 법안

- 디지털상품거래법(DECA, 2020) : 마이클 코너웨이 미 하원의원 발의
  - 가상자산을 상품거래법(CEA)의 상품과 비슷한 자산유형으로 간주
- 책임 있는 금융혁신 법안(Responsible Financial Innovation Act) : 신시아 루미스 & 키어스틴 질리브랜드 미 상원의원 발의
  - 디지털자산을 상품과 증권으로 구분하고, 중간영역으로 부수자산(ancillary assets) 개념 도입
  - 부수자산(하위테스트에 따른 투자계약이나 권리 없음)에 대해서는 상품으로 추정함에 따라 가상자산에 대한 관할을 CFTC에 부여

SEC vs 리플 XRP 소송의 주요 쟁점

SEC vs 리플 XRP 소송, 가상자산의 증권성 여부를 판별하는 중요한 판례가 될 것으로 예상

[미국 SEC(Securities and Exchange Commission) vs 리플랩스 소송]

❖ 소송 개요

✓ 2020년 12월 미국 SEC가 XRP 코인을 발행한 리플랩스의 크리스 라슨 전 최고경영자(CEO)와 브래드 갈링하우스 현 CEO를 상대로 증권법을 위반해 미등록 증권을 발행·판매했다며 뉴욕연방법원에 소송을 제기

❖ 소송의 주요 내용

- (SEC 주장)
  - 리플랩스가 2012년 XRP가 투자계약으로 볼 수 있어 증권에 해당할 수 있다는 법률자문을 했음에도 적법한 등록절차 또는 증권신고서 제출 없이 XRP 코인을 판매해서 최소 13억 8,000만 달러의 수익을 올렸음.
  - ⅰ) 리플랩스는 투자자들이 리플랩스 및 그 에이전트들의 사업 관리에 대한 노력이 XRP 프로젝트의 성패를 결정할 것이라며 합리적으로 기대하도록 유도했고, ⅱ)리플랩스는 투자자들이 리플랩스의 노력에 따라 자신들이 한 투자에 대한 수익을 얻을 수 잇다는 합리적인 기대를 유도했다고 주장

- (리플랩스 주장)
  - XRP 코인은 미국 증권법상 투자계약이 아니기 때문에 증권에 해당하지 않는다며 근거로 미국 법무부와 재무부 소속 FinCEN 등이 XRP에 대해 합법적인 가상자산이라고 판단한 점을 제시

    ☞ 미국 법무부와 재무부 소속 FinCEN, 영국, 싱가포르 규제기관도 XRP는 증권이 아니라고 결론 내림.
  - ⅰ) XRP 원장은 오픈소스로 완전히 분단돼 있고, ⅱ) 2013년 이후 전 세계적으로 14억건 이상의 거래가 이루지고 있으며, ⅲ) XRP 가격은 리플랩스의 노력에 의해 결정되는 게 아니라는 점을 강조

SEC vs 리플 XRP 소송의 주요 쟁점

SEC vs 리플 XRP 소송, 가상자산의 증권성 여부를 판별하는 중요한 판례가 될 것으로 예상

[미국 SEC(Securities and Exchange Commission) vs 리플랩스 소송]

❖ 소송 쟁점

- 하위 테스트 네 가지 요건 중 '경영자 등 제3자의 노력으로 인한 투자 이익 발생'이 핵심 요건으로 부각

- 윌리엄 힌먼 전 SEC 재무국장은 2018년 6월 증권성이 인정되는 가상자산이라 해도 △탈 중앙화가 이루어져 있고, △가상자산이 재화와 용역의 구매라는 제한된 목적을 충족하기 위한 수단으로 사용되는 경우 증권성이 부정될 수 있다는 취지로 발언

- 2019년 4월 SEC의 '디지털자산의 투자계약증권 분석 틀(Framework for Investment Contract Analysis of Digital Assets)'
  - 하위 테스트 4가지를 모두 충족하는 경우 증권으로 분류
  - 다만, 탈중앙화와 가상자산의 원래 사용목적 등을 고려해서 증권성 여부를 판단해야 한다는 입장

- XRP의 경우 탈중앙화가 얼마나 이루어졌는지, XRP가 투자 목적보다는 재화나 용역구매라는 제한된 목적으로 사용되었는지에 따라 소송 승패 결정될 것으로 예상

- 리플이 승소하는 경우 증권형 토큰에 대한 정의 및 증권성 판단 여부에 상당한 파장이 미칠 것으로 전망

한국의 자본시장법상 증권형 분류기준

증권형 토큰과 비증권형 토큰으로 분류하여 증권형 토큰은 자본시장법, 비증권형토큰은 (가칭)가상자산 기본법으로 규제 예정

❖ '증권형 토큰'이란 증권성 있는 권리를 블록체인기술을 활용해 토큰 형태로 발행한 것으로 정의

- 자본시장법은 증권의 증서성을 요구하지 않고 표시하는 권리에 따라 규율하기 때문에, 증권성이 있다면 증권으로 간주

❖ 자본시장법상 증권과 증권형 토큰의 정의

- ✓ 자본시장법상 '증권'은 금융투자상품으로서 투자자가 취득과 동시에 지급한 금전 등 외에 어떠한 명목으로든지 추가로 지급의무를 부담하지 아니하는 것(투자원금 이상의 손실이 발생하지 않는 것)을 의미(자본시장법 제4조 제1항)
- ✓ '금융투자상품'이란 이익을 얻거나 손실을 회피할 목적으로 현재 또는 장래의 특정시점에 금전, 그 밖에 재산적 가치가 있는 것을 지급하기로 약정함으로써 취득하는 권리로서 그 권리를 취득하기 위하여 지급하였거나 지급하여야 할 금전 등의 총액이 그 권리로부터 회수하였거나 회수할 수 있는 금전 등의 총액을 초과하게 될 위험(투자성, 즉 원본소실 위험)이 있는 것을 의미(동법 제3조 제1항)
- ✓ 금융투자상품 중 추가지급의무를 부담하지 않는 증권은 채무증권, 지분증권, 수익증권, 투자계약증권, 파생결합증권, 증권예탁증권의 6가지로 구분됨.
- ✓ 가장 포괄적인 투자계약증권은 "특정 투자자가 그 투자자와 타인 간의 공동사업에 금전 등을 투자하고 주로 타인이 수행한 공동사업의 결과에 따른 손익을 귀속받는 계약상의 권리가 표시된 것"(자본시장법 제4조 제6항)으로서 적용범위가 폭넓게 인정

❖ 증권성 판단의 기준

- ⅰ)백서 등 투자자와의 명시적인 계약 내용 외에도 묵시적인 계약내용, ⅱ)사업구조, ⅲ)수수료나 보수 등 비용징수와 수익분배의 내용, ⅳ)투자를 받기 위해 제시한 광고, ⅴ)권유내용 등 제반사항이 종합적으로 고려되며 각 사안에 따라 개별적으로 증권성 판단이 이루어질 예정
- 금융위원회, 2022년 4/4분기 「증권형 토큰 가이드라인」을 제시할 예정

한국의 자본시장법상 증권형 분류기준

조각투자가이드라인 증권성 판단 원칙을 동일하게 적용, 권리 표시방법 및 형식, 특정기술 채택여부 관계없이 권리 실질적 내용을 기준

❖ [증권성 판단 – 조각투자 가이드라인 증권성 판단 원칙 동일 적용]

- 일정기간 경과 후 투자금을 상환 받을 수 있는 경우
- 사업운영에 따른 손익을 배분 받을 수 있는 경우
- 실물자산, 금융상품 등에 대한 투자를 통해 조각투자대상의 가치상승에 따른 투자수익을 분배 받을 수 있는 경우
- 기초자산의 가격변동에 따라 달라지는 회수금액을 지급받는 경우
- 새로 발행될 증권을 청약·취득할 수 있는 경우
- 다른 증권에 대한 계약상 권리나 지분관계를 가지는 경우
- 투자자의 수익에 사업자의 전문성이나 사업활동이 중요한 영향을 미치는 경우
  - 사업자 없이는 투자자가 조각투자 수익의 배분을 기대하기 어려운 경우 또는 사업자의 운영 노력 없이는 투자자의 손실이 발생하는 경우
  - 사업자가 투자자가 갖는 권리에 대한 유통시장을 개설하여 운영하는 등 거래 여부·장소를 결정하고, 유통시장의 활성화 정도가 투자자의 수익에 영향을 크게 미치는 경우
  - 투자자 모집 과정에서 해당 사업의 성과와 연계된 수익, 가치·가격상승 또는 투자손실 방지에 대한 합리적 기대를 갖도록 하는 경우, 특히 이러한 수익, 가치·가격상승 또는 손실방지를 가져올 수 있는 사업자의 노력·경험과 능력 등과 관련된 내용이 홍보 포인트로 제시된 경우 등
- 묵시적 계약, 사업 구조, 수수료·보수 등 비용징수와 수익배분 내용, 제시한 광고·권유의 내용 등 제반사항을 종합적으로 감안 사안별 판단

※ 증권성 인정 가능성이 높은 경우에 해당하지 않고, ① 투자대상에 대한 소유권 등 물권, 준물권 등 이와 동등한 권리를 실제로 분할해 투자자에게 직접 부여하는 경우, ② 투자자가 투자 대상을 개별적으로 직접 사용, 수익, 처분할 수 있는 경우 증권 해당 가능성이

증권형/비증권형 현 분류체계의 문제점

1. 증권형 토큰에 대한 명확한 기준 제시 필요: 합의 알고리즘 또는 증권형 토큰 발행 네트워크 기반으로 분류 등

❖ 미국 및 우리나라의 경우 증권형 토큰에 대한 하위 테스트 및 조각투자 가이드라인과 같은 판단기준만 존재

- 가상자산 산업은 블록체인 기술 + 사업이 결합한 신 산업이며, 보안, 사업확장성, 트랜잭션 처리속도 등 각 블록체인 프로젝트의 특성에 맞춰 다양한 합의 알고리즘 및 운영방식이 존재
- 합의 방식의 종류

체인 유형	합의 방식	설명	장점	단점	사용 코인
퍼블릭, 공개형	작업증명(PoW)	▪ 높은 컴퓨팅 파워를 가진 노드가 블록을 생성 ▪ 각 노드 연산능력을 바탕으로 블록생성 증명	검증된 방식	▪ 51% Attack, 완결성 문제 ▪ 느린 트랜잭션, 에너지 낭비	비트코인 라이트코인
프라이빗 허가형 컨소시엄	지분증명(PoS)	▪ 지분량에 비례해 블록생성 권한을 받음. ▪ 대규모 환경에서 검증자료 부족	▪ 51% Attack 해결 ▪ 빠른 트랜잭션 ▪ 에너지 효율 좋음	검증 부족	이더리움 퀀텀 네오 스트라디스
	위임지분증명(DPoS)	▪ 위임 받은 상위 노드들이 블록 생성 ▪ 네트워크 신뢰도가 상위 노드들에게 종속됨.	▪ 빠른 트랜잭션 ▪ 에너지 효율 좋음	검증 부족, 탈중앙화 부족, 보안취약	스팀, 이오스, 아크, 라이즈
	경과시간증명(PoET)	▪ 낭비되는 에너지를 줄이면서 작업증명과 유사한 방식으로 작동하는 알고리즘	▪ PoW 개선 ▪ 에너지 낭비 적음.	특정 H/W에 종속됨.	쏘투스
	PBFT	1명의 프라이머리 노드가 모든 참여자에게 요청을 송신한 뒤 결과를 바탕으로 블록을 확정	▪ 완결성 문제 해소 ▪ 빠른 트랜잭션	▪ 참여자에 대한 사전확인 필요 ▪ 참여자 증가 시 성능 하락	페브릭
	권한증명(PoA)	블록의 검증자(Validator)라고 승인된 계정에 의해 유효성 검사 진행			

☞ 합의 알고리즘 또는 스테이킹을 인센티브 및 배당으로 보는 것은 무리 : 합의 알고리즘은 블록체인 네트워크 운영방식이며, 블록 생성 및 거버넌스 변경 등에 참여하는 행위로 인한 benefit은 배당이 아닌 용역의 대가 또는 수수료의 개념으로 보는 것이 타당

증권형/비증권형 현 분류체계의 문제점

1. 증권형 토큰에 대한 명확한 기준 제시 필요: 주식, 채권 대체 발행 또는 증권형 토큰 발행 네트워크 기반으로 분류 등

❖ 증권형 토큰의 의도적 발행과 비의도적 발행에 대한 구분 모호

- 비의도적 발행의 경우, 증권형 토큰으로서 의도를 갖지 않고 개발, 발행했으나 이후 증권형 토큰의 증권성을 갖는 것으로 판단되어 문제가 되는 경우
- 대표적 사례 : 리플 XRP

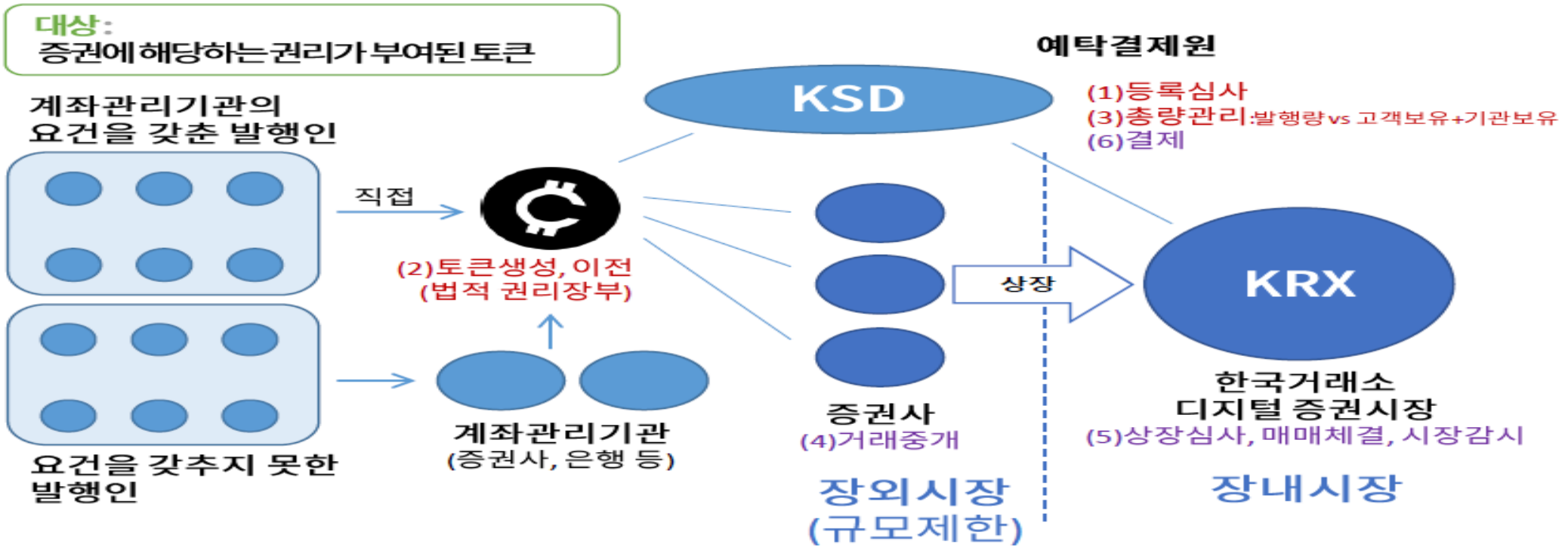
❖ 증권형 토큰 분류에 대한 대안

1) 주식 또는 채권 등을 대체하여 발행되는 토큰의 경우 증권형 토큰으로 분류
   - 기 발행된 주식 또는 채권이 있음에도 추가로 증권형 토큰을 발행하는 경우 증권형 토큰의 성격, 권리 등에 대한 이해상충 문제 발생 가능
   - 증권형 토큰의 발행 및 유통 등을 규제할 경우 주식 또는 채권 등을 대체하여 발행되는 토큰을 증권형 토큰으로 분류할 필요
2) 의도적 증권형 토큰 발행
   - STO 토큰의 토큰표준인 ERC-1400, SRC20 기반으로 발행된 토큰은 증권형 토큰으로 분류
   - 발행 네트워크 및 메커니즘 표준화로 유통시장 활성화 가능
3) 실물자산 기반 토큰을 증권형 토큰으로 분류
   - 부동산, 미술품, 지식재산권 등 실물자산을 기반으로 하거나 주식, 채권 등 금융자산을 기반으로 발행되는 토큰을 증권형 토큰으로 분류

☞ 증권형 토큰에 대한 명확한 정의 및 범위 한정을 통해 현재 상장되어 거래되고 있는 가상자산의 대규모 상장폐지로 인한 시장 혼란과 투자자 손실 최소화

2. 증권형 토큰 발행 및 유통을 위한 네트워크 연결에 막대한 인적, 물적 비용 소모

❖ 증권형 토큰의 발행 유통 흐름도



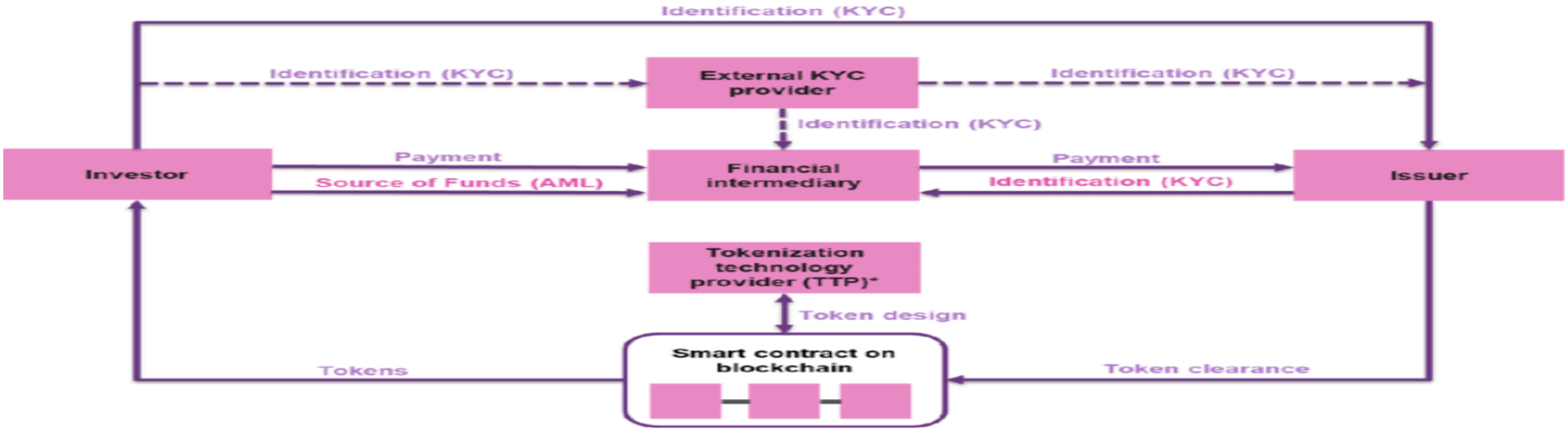
발행 : (1)예탁원 등록심사 → (2)발행인 · 계좌관리기관의 토큰생성 · 이전 → (3)예탁원 총량관리

유통 : (4)장외시장 – 증권사 중개 / (5)장내시장 – KRX 디지털 증권시장 및 (6)예탁원 결제

자료 : 증권형토큰 규율체계 정비 방향, 자본시장연구원, 2022.9

2. 증권형 토큰 발행 및 유통을 위한 네트워크 연결에 막대한 인적, 물적 비용 소모

❖ 증권형 토큰의 발행구조도



자료 : 국내 증권형토큰(STO) 법률용어 도입방안, 벤처시장연구원

- 토큰의 발행 및 계좌관리 생성, 이전을 위해서는 증권형 토큰 발행인의 블록체인 메인넷 및 네트워크와의 연동이 필요
  - 미러링 방식을 활용하여 분산원장과 별도로 계좌로 전자증권을 발행한다고 해도 분산원장에 기록된 내역 확인 및 대조를 위해 연동은 필수
- 블록체인은 자체 네트워크 및 메인넷 특성으로 인해 상호운용성이 제한되어 있어, 최근 상호 운용성을 위한 브릿지 체인이 등장하고 있는 상황
  - 증권형 토큰의 발행 및 이전, 중개를 위해서는 메인넷 또는 네트워크와의 개별 연동이 필수, 이로 인해 막대한 인적 물적 비용

국내 가상자산 시장 원화마켓 위주의 독과점 시장형성 및 관련 법률, 지원정책 미비로 산업으로의 발전에 한계

❖ 과도한 규제로 국내 가상자산 산업 퇴보 및 독과점 현상 야기

- 2017년 ICO 전면금지로 블록체인 우수기업 및 인재 해외유출로 글로벌 가상자산 시장에서의 주도권 상실
- 2021년 9월 24일 특정금융정보법 개정에 따른 원화 거래 중단으로 독과점 시장 야기
  - ☞ 2022년 10월 5일 기준 27개 가상자산 거래사업자 중 원화계좌 5개 사업자에 불과

❖ 국내 가상자산 시장 규모

구 분	시가총액(조원)		등록계정 수(개)		실제 이용자수(명)		일평균 거래금액(조원)		영업이익(조원)	
	'22.6월말	'21년말	'22.6월말	'21년말	'22.6월말	'21년말	'22.6월말	'21년말	'22.6월말	'21년말
원화마켓	22.1	53.5	12,453,793	13,899,471	6,813,410	5,564,772	5.2	10.7	0.66	1.66
코인마켓	0.9	1.7	641,475	1,354,650	87,227	19,881	0.03	0.6	△0.03	△0.02

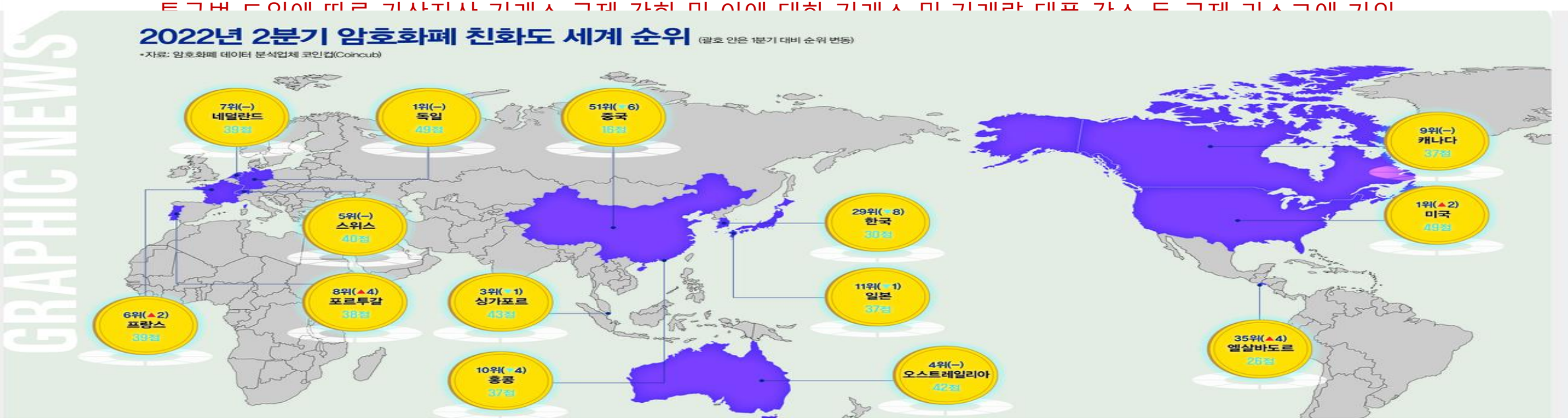
자료 : '2022년 상반기 가상자산사업자 실태조사 결과', 금융위원회·금융정보분석원, 2022.9

- 러시아-우크라이나 전쟁, 글로벌 인플레이션에 따른 금리인상 및 이에 따른 긴축경제로 인한 경기침체 우려와 함께 테라-루나 사태로 인한 가상자산 신뢰 하락으로 국내 시장 축소
  - 2021년말 대비 시가총액 58%, 일평균 거래금액 53%, 영업이익 62% 감소한 반면, 실제 이용자수는 오히려 증가
  - 실제 이용자 수 증가는 특금법에 따른 고객확인 의무 수행에 기인
- 원화마켓 비중은 일평균 거래금액 98%, 시가총액 96%, 실제 이용자수 98.7%를 차지하고 있어 편중 심화

규제 리스크 등으로 2022년 2분기 '글로벌 암호화폐 순위(Global Crypto Ranking)' 29위로 1분기 대비 8계단 하락

❖ 코인컵, 56개국 대상 △규제 △금융서비스 △인구 △세금 △인재 개발 △확산 △거래 △사기 △환경 등 9개 범위로 평가

- 가상자산에 가장 친화적인 국가는 미국과 독일
  - 미국은 조 바이든 대통령의 암호화폐 연구·전략 행정명령이 높은 평가
  - 독일은 1년 이상 보유한 암호화폐 차익에 대한 세금 면제 및 주류 금융기관의 디지털자산 거래 서비스 허용 및 암호화폐 보유인구와 시장참여자가 많은 점이 긍정적 평가
- 한국은 파키스탄과 함께 1분기에 비해 가장 많이 하락



반면, 민간(Grassroots)의 가상자산 도입 사례를 수치화한 '2022 글로벌 가상자산 도입지수'는 23위로 2021년 대비 17계단 상승

❖ 블록체인 데이터 플랫폼 기업 체이널리시스의 '2022년 글로벌 가상자산 도입 지수'

- 온체인 가치, 온체인 소매가치, 개인간 거래량, 디파이 온체인 가치, 디파이 소매가치 등 5개 지표로 국가 순위 평가
- 민간영역의 가상자산 투자 및 활용정도를 나타내는 지표
- 베트남의 경우 중앙화 거래소 및 디파이, P2P 가상자산 시장에서의 높은 구매력으로 1위 기록
  - 필리핀 2위, 우크라이나 3위, 인도 4위
  - 신흥국 시장 중심으로 가상자산을 활용한 다양한 서비스 산업 육성 및 지속적 성장
- 한국 순위는 2020년 17위에서 2021년 40위로 하락했으나, 2022년 23위로 17계단 상승
  - 2021년 한국의 순위 하락은 가상자산 규제로 인한 시장 고립 및 디파이 서비스 등 활용도 저조가 원인

☞ 2022년 한국의 순위 상승은 ICO 전면 금지, 특금법 도입 등 가상자산 규제에도 불구하고 블록체인 기술을 활용한 다양한 서비스의 제공과 함께 가상자산 사업자들의 시장형성 노력에 따른 유통시장 활성화 등 민간영역의 노력에 따른 결과임.

❖ 해외의 경우 BTC선물, DeFi, OTC, 커스터디, 메타버스, 웹3 등 블록체인 기술을 전통금융시장과 결합하거나 탈중앙화를 이용한 다양한 프로젝트들이 진행 중이나 한국의 경우 가상자산을 활용한 신규 사업 또는 서비스에 대한 명확한 가이드 및 정책방향이 없어 활성화에 제약을 받고 있는 상황

- 미국, EU, 일본 등의 국가들은 증권형과 비증권형으로 분류하여 규제를 정비 중에 있지만 이는 자국의 블록체인 및 가상자산을 활용한 글로벌 산업과 시장 선점 및 가상자산 투자자에 대한 보호를 하기 위한 것임.
- 한국의 경우도 규제 일변도의 정책 보다는 글로벌 시장 선점 및 산업 육성에 중점을 둔 탄력적 제도 정비 필요

가상자산산업 육성을 위한 제언

디지털자산 기본법 제정과 함께 가상자산 산업 글로벌 경쟁에서 우위를 점할 수 있도록 지원 및 육성정책 마련해야

❖ 현 정부의 디지털자산 산업 육성 관련 공약 및 국정과제

개 요	주요 내용	관련 법령
디지털 자산의 법제화	<디지털자산 기본법 제정> ▪ 디지털 자산 거래 계좌와 은행 연계 전문 금융기관 육성 ▪ 네거티브 방식의 규제 및 정책 기조로 규제 시스템 전환	디지털자산기본법(안) 특정금융거래정보의 보고 및 이용 등에 관한 법률
ICO 단계적 허용	ICO 허용하되, 거래소 발행(IEO)부터 허용	
디지털 자산 시장 거버넌스 구축 및 운영	<(가칭)디지털산업진흥청 설립> ▪ 관계 부처간 협업체계 구축으로 NFT 등 디지털산업의 컨트롤타워 역할 <NFT 거래 활성화를 위한 디지털자산 시장 육성> ▪ 다양한 블록체인 기반 기술개발을 지원하고 제도적 기반을 선제적으로 마련	

- 디지털자산 기본법 제정 및 증권형/비증권형 토큰 분류에 따른 투자자 보호 등의 규제 방향에 대해서는 동의
  - 공시규제 : 발행공시 및 유통공시에 대해서는 이미 거래소별로 자본시장법을 참조하여 규제 정비 중
  - 불공정거래 규제 : 적발 시 소명여부에 따라 투자유의, 거래중지, 상장폐지 등을 운영하고 있지만 강제력에 한계
  - 사업자 규제 : 사업자의 자격요건 등에 대한 규제 필요성 ☞ FIU 신고 수리 이외 법적 규정 명확화 필요
- 이미 가상자산사업자들은 자율규제 강화 및 자본시장법에 준하는 관련 내부규정 정비를 통해 운영전반에 대한 개선작업을 진행 중

❖ 가상자산 산업에 대한 기본법 제정과 함께 가상자산사업자들의 자율규제를 통해 투자자 보호 강화하고, 산업으로의 육성 및 지원 정책 뒷받침 필요

가상자산산업 육성을 위한 제언

디지털자산 기본법 제정과 함께 가상자산 산업 글로벌 경쟁에서 우위를 점할 수 있도록 지원 및 육성정책 마련해야

❖ 현재 논의되고 있는 증권형 토큰에 대한 규율체계 정비방향에서는 그동안 시장을 형성하기 위해 많은 노력을 기울인 가상자산사업자들을 위한 참여공간은 없음.

- 증권형 토큰의 포괄적 범위 인정은 가상자산 사업자들을 존폐위기로 몰아 넣음으로써 가상자산 시장 및 산업을 축소시킬 가능성
- 증권형 토큰의 포괄적 범위 인정은 증권형 토큰 시장과 유틸리티 토큰 시장의 이원화로 인한 규제차익 문제 야기 가능성 큼.
  - 이로 인한 유틸리티 토큰 시장의 비활성화는 결국 블록체인 기술을 이용한 기업들의 사업기회 축소로 인한 산업 퇴보와 함께 투자자의 투자기회 및 이익 상실이라는 부작용 야기
- 규제 및 행정 편의성으로 인해 기존 자본시장으로 편입하는 것은 블록체인과 같은 신산업의 태생 및 발전을 원천적으로 차단하는 문제점과 함께 산업 편중에 따른 기존 사업 영위자들에 대한 특혜 문제 야기 가능성

❖ 가상자산 산업 인정과 함께 기존 가상자산 사업자에 대한 사업기회 확대 등 육성, 지원정책 수립 필요 : Negative 규제

1) 증권형 토큰의 발행 및 유통에 있어 증권형 토큰의 범위 명확화와 함께 신고 수리된 가상자산 사업자에 대한 테스트베드·사업 참여 기회 부여
2) 자본시장법 등 관련 법령에 따라 투자중개업, 온라인소액투자중개업 등의 인가 및 가상자산 관련 펀딩 마켓 활성화 지원
   - FIU에 신고수리된 VASP가 증권형 토큰과 관련된 금융투자업을 영위하기 위해 필요한 요건, 절차 등 규정 마련
   - 자기자본금, 인적/물적/정보보안 등의 인프라 영역에 대한 특례조항 또는 규제 샌드박스 적용 필요
3) IEO 조기 허용에 따른 유통시장 활성화 및 신고 수리된 가상자산사업자에 대한 지원 정책 마련
   - 증권사와 같이 증권형 토큰에 대한 거래중개 업무와 함께 장외거래(OTC) 허용
   - 계좌관리기관과의 시스템 연동을 통한 STO 발행심사요청, 발행 대행 업무 영위 허용

감사합니다.

PREMIUM
DIGITAL ASSET EXCHANGE,
COREDAX

www.coredax.com

COREDAX