



국내 ICO 시장과 STO 시장의 당면 과제와 발전 방향

2022. 5.

자본시장연구원
연구위원 김갑래

목 차

I

논의의 배경

II

국내 ICO 시장의 당면 과제와 대응 방안

III

국내 IEO 제도도입을 위한 당면 과제와 대응 방안

IV

국내 STO 시장의 당면과제와 대응 방안

V

국내 ICO · STO 시장 규제체계 정립에 있어 주요 고려사항

VI

결어: 국내 ICO 시장과 STO 시장의 발전 방향

I

논의의 배경

논의의 배경

- 국내 **ICO**(Initial Coin Offering)는 행정지도 차원에서 **금지**되어 있었으며, **STO**(Security Token Offering)는 **규제샌드박스**를 통해 한정적으로 허용되고 있음
 - › 2017년 9월 정부의 보도참고자료에 따라, “증권발행 형식을 포함한 모든 형태의 ICO 금지” (정부 관계기관 합동, 2017. 9. 29, 기관별 추진현황 점검을 위한 「가상통화 관계기관 합동TF」 개최, 보도자료)
- 지난 5월 3일 발표된 “윤석열 정부 110대 국정과제”에 따르면, **국내 ICO를 허용**
 - › 전면적인 ICO의 허용이 아닌 “투자자 보호장치가 확보된 가상자산 발행방식부터” 허용
 - 대선 공약에서 제시된 “거래소발행(IEO) 방식”을 직접적으로 언급하지 않음
 - › ICO의 대상이 증권토큰의 경우 자본시장법을 적용하고, 나머지 가상자산의 경우 “국회 계류 중인 법안 논의를 통해 발행 · 상장 · 불공정거래 방지 등 규율체계 마련”
- ‘**디지털자산 기본법**’을 제정하여 “투자자 신뢰를 토대로 가상자산 시장이 책임 있게 성장하는 환경”을 조성
 - › 최근 **루나-테라 사태**를 통해 드러난 가상자산 시장참여자의 정보격차와 불공정거래 취약성, 가상자산사업자의 이용자에 대한 선관주의의무 제도화 등에 대한 입법적 대응

II

국내 ICO 시장의 당면 과제와 대응 방안

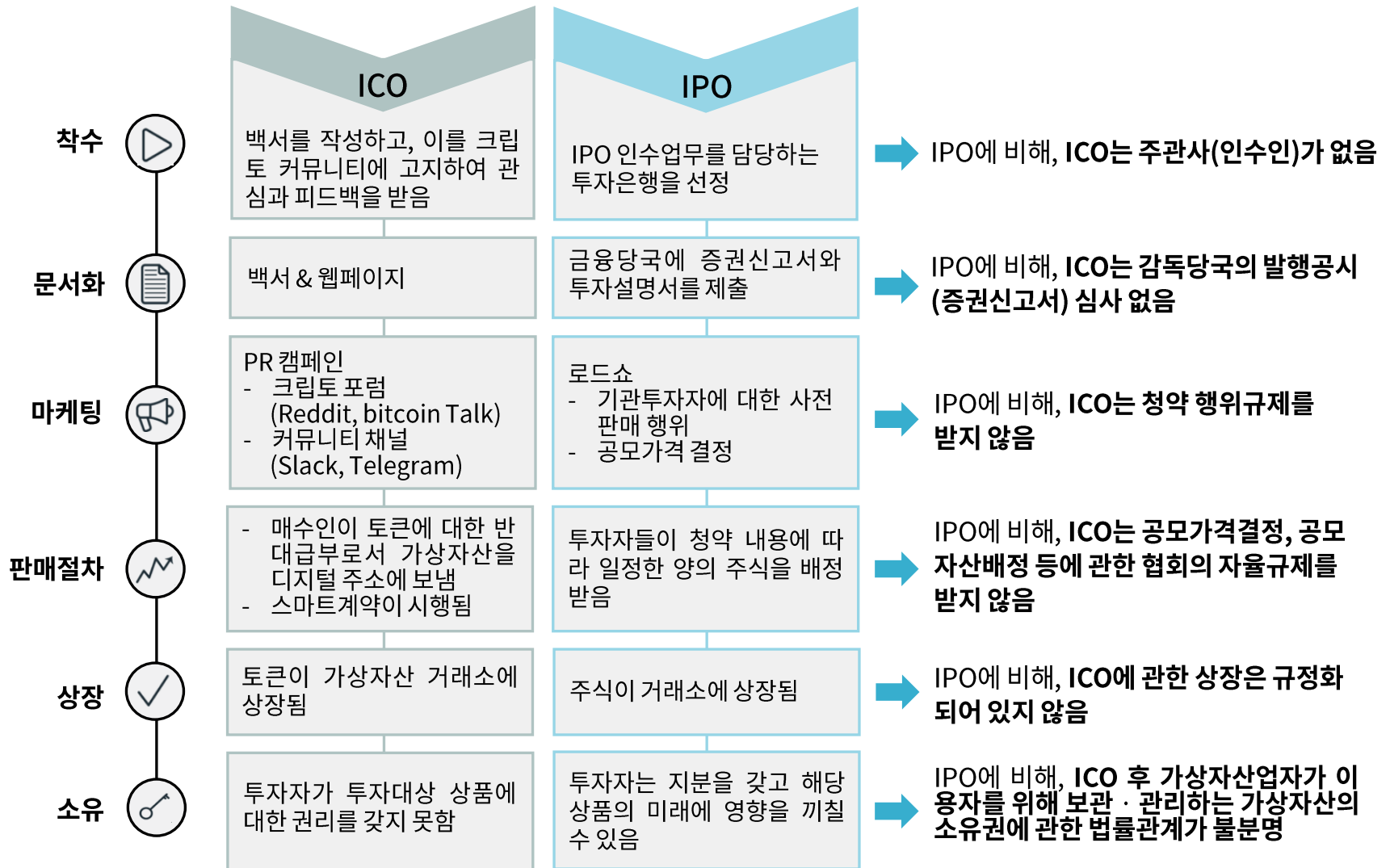
ICO의 개념

○ ICO(Initial Coin Offering)란 “일정한 권리가 포함된 디지털 코인 또는 토큰을 발행하는 대가로 자금을 조달하는 수단”을 의미 (CRS, 2018, Securities Regulation and ICOs)

- ▶ 가상자산발행 및 관련 ICO 규제 핵심은 가상자산의 생성행위(minting)에 있는 것이 아니라 가상자산의 **청약(offering)**을 본질로 하는 **발행행위(issuance)**에 있음
 - 국내 실무상 싱가포르 등 해외에서 가상자산을 생성하여 사모를 통해 일부 발행한 후 국내 시장에서 공개모집(public offering)을 하는 관행이 있는데, 엄밀히 따지면 이 경우 국내 시장에서 ICO가 이루어진 경우가 다수
 - 거래자보호의 필요성은 발행인이 가상자산을 생성하는 시점이 아닌 가상자산을 일반투자자에게 청약 또는 **청약의 권유를 하는 시점**에 발생
 - 일정규모 이상으로 일정 수 이상의 일반투자자에게 가상자산에 대한 청약을 하는 경우, 중요투자정보를 담은 백서 등 발행공시 서류를 거래자에게 사전에 교부한 후 해당 가상자산을 매매하게 하는 것이 바람직
- ▶ 분산원장기술을 이용한 가상자산 ICO 중 증권토큰을 청약하는 경우 증권법(자본시장법)의 적용을 받음
 - 실무적으로 국내 가상자산거래업자의 매매플랫폼에서 신규거래지원 내지는 신규취급(이하 ‘상장’*)을 받기 위해서는 해당 가상자산이 자본시장법상 증권이 아니라는 취지의 법률의견서를 해당 거래업자에게 제출하여야 함

* 본 발표문에서 가상자산거래업자의 ‘상장’은 자본시장법상 거래소 상장과 같은 수준의 거래소 진입요건 충족을 의미하는 것이 아님

ICO vs. IPO 비교: 절차적 분석



ICO 관련 당면 개선과제 I: 공시의 주체와 내용

○ ICO에 있어 공시의 주체가 되는 **발행인의 범위**가 명확하지 못함

- › 가상자산 발행의 주체 및 가상자산의 개발 및 자금조달에 적극적으로 참여하는 자(**Active Participants**)에게 발행공시의무가 부여되어야 함
 - EU의 MiCA규제안도 발행인(issuer)을 일차적 가상자산 공시의 주체로 규정
- › 최근 루나-테라 사태는 탈중앙화된 가상자산의 경우에도 자금조달의 이익을 누리면서 동시에 책임을 부담해야 할 법적 주체가 존재하고 이를 제도화할 필요성이 있음을 잘 나타냄
- › 반면 국회에 발의되어 있는 가상자산업법안은 주로 **가상자산거래업자**에 공시의무를 부과하는 접근방법을 취함

○ 해외에서 가상자산을 생성한 후 국내 거래플랫폼에서 발행·유통시키는 ICO 관행은 투자자에 대한 중요투자정보의 제공 측면에서 다음과 같은 문제점을 가지고 있음

- › **국문 백서**의 제출이 의무화되어 있지 않아서 많은 투자자들이 언어장벽의 문제를 경험 (영문 백서상의 중요투자정보와 상투적 정보가 혼재)
- › 백서에 포함되는 **중요투자정보(material information)**가 규정화 되어 있지 않기 때문에 공시의 부실화 우려가 큼
 - 강행규정에 따른 의무공시의 대상이 되는 중요투자정보와 자율규제규정에 따른 의무공시 또는 자율공시의 대상이 되는 중요투자정보의 범위와 기준에 대한 입법적 논의가 필요한 상황
- › **중요투자위험**에 대한 감독당국의 심사와 투자자에 대한 고지 없이 가상자산 판매행위가 이루어짐
 - 예시: 알고리즘 스테이블코인의 투자위험요소에 대한 백서 기재 미비
- › 가상자산 프로젝트에 관련된 중요 **마일스톤 공시**가 제대로 이루어지지 못하는 실정
- › 가상자산 **배분계획(lock-up plan 등)** 및 계획이행 사항에 대한 공시가 제대로 이루어지지 못하는 실정
 - 예시: 락업(일종의 보호예수)된 가상자산의 갭갭이 매도 문제

ICO 관련 당면 개선과제 I: 공시 공백 예시

- 위믹스 사례: 주식시장 투자자에 대해서는 자본시장법 공시조항에 따라 투자위험을 공시하였으나, 정작 더 큰 이해관계를 가지는 가상자산 보유자에 대한 법정화된 **투자위험 공시가 부재한 사례**
 - › 상장법인 위메이드는 2021년 12월 투자설명서 등 발행공시를 통해, 다음과 같이 위믹스의 거래 제한 위험에 대해 공시
 - “나-16. 위믹스 거래 제한 가능성 관련 위험 당사와 (주)위메이드는 상법 시행령 상 (주)빗썸코리아의 특수관계인에 해당되지 않고, 당사와 (주)위메이드는 특정 금융거래정보의 보고 및 이용 등에 관한 법률 시행령에 따른 거래제한 대상에 해당하지 않는다고 판단합니다. **그러나 규제 당국의 판단에 따라 거래 제한 대상에 해당될 가능성이 존재합니다. 이 점 투자에 유의하시기 바랍니다.**”
(위메이드, 2021. 12. 15, 투자설명서, p.13.)
 - › 그러나 같은 시기 위메이드는 관련 거래제한 위험을 가상자산시장의 위믹스 거래자에게 공식적으로 알리지 않았고, 락업(일종의 보호예수)된 위믹스 물량의 해제를 시장참여자에게 고지하지 않고 깜깜이 매도를 진행
- 루나-테라 사례: 2019년 4월 발간된 테라의 백서 “Terra Money: Stability and Adoption”에는 가상자산 거래자를 위한 투자위험의 고지가 거의 없음
 - › 탈중앙화를 지향하는 알고리즘 스테이블코인인 테라의 경우에도, 폐깅 알고리즘의 작동을 정상화하기 위해 백서의 발행인 등이 전체 시스템을 통제하고 운영하기 때문에 공시의 주체가 되어야 함
 - › 스테이블코인이 가지는 전형적인 투자위험과 테라의 고유한 투자위험(폐깅 알고리즘에 대한 외부공격 가능성 등)에 대한 최소한의 공시가 있었다면, 해당 공시 내용에 대한 루나-테라 커뮤니티의 논의와 전문가의 평가가 활발해졌을 것이며, 거래자의 투자에 대한 이해도와 위험 인식도가 높아져서 극단적인 낙관론이 루나-테라 거래시장을 지배하지 않았을 것으로 사료됨
 - › 테라 백서의 원본은 영문으로 쓰여져 있어 많은 국내 시장참여자들은 언어장벽의 어려움을 겪었고, 국문 백서는 원본이 아닌 번역본이기에 법적 분쟁시 원본성이 없었을 것으로 추정

ICO 관련 당면 개선과제 II:

ICO 관련 불공정거래규제 공백

- ICO 시장의 규제 공백으로 인해, ICO 배정 및 시장조성 관련 불공정거래, 내부자거래, 기타 부정거래행위에 대한 규제가 부재한 상황
 - › 인수인, 발행인 및 특수관계인이 공모가격의 올바른 형성을 막고, 다른 시장참여자를 기망하기 위해 ICO 기간 중에 부정한 방법으로 해당 가상자산을 거래하는 것에 대한 반사기조항 및 벌칙조항 필요
 - 상장시 공모가격 결정의 신뢰성을 담보할 수 있는 제도적 절차와 관련된 기망적 행위에 대한 제재규정이 부재
 - › **투자설명서** 중심의 청약행위규제가 없기 때문에, 투자정보의 신뢰성 및 진정성의 확보가 어렵고 사기적 청약 가능성이 높음
 - 실무상으로도 백서에 나타난 객관적 투자정보에 바탕을 둔 ICO 투자자 모집이 이루어지고 있지 않음
 - › ICO 물량배정에 있어 수요예측규정 등이 없기 때문에, **대가성(quid pro quo) 배정행위**가 만연하여 시장신뢰성이 실추될 수 있음
 - › 시장조성에 관한 명확한 규정이 없기 때문에, 마켓메이커의 **시장조성을 빙자한 시세조종**의 위험이 방치되고 있음
 - ICO 후 시장조성에 관한 제도가 미비된 관계로 가상자산거래업자의 마켓메이킹이 시세조종이 아니냐는 의혹이 있음
 - 미국 SEC 거래 컨슬러 의장은 미국 가상자산거래소의 매매플랫폼 기능과 마켓메이킹 기능을 분리해야 한다고 주장

ICO 관련 당면 개선과제 III:

Pre-ICO 판매행위에 대한 규제 공백

- ICO를 미끼로 **투자권유준칙** 없이 사기적으로 ICO전 장외 판매행위가 이루어짐
 - ICO 전 가상자산 판매행위를 함에 있어 **고객확인(KYC)** 절차가 제대로 이행되지 못함
 - 고객확인(KYC)에 바탕을 두고 **적합성 및 적정성**이 보장된 청약 또는 청약의 유인이 제대로 이루어지지 못함
 - 장외 가상자산거래에 있어 거래자의 투자목적, 투자경험, 재산상황 등을 파악하고, 이러한 확인사항을 바탕으로 고객에게 적합·적정한 가상자산에 관한 투자권유가 제대로 이루어지지 못함
 - 향후 ICO를 하면 가격이 급등한다는 기대감을 불러일으키는 **허위·과장된 설명**을 하며 이루어지는 가상자산 다단계 판매행위에 대한 규제체계가 미비
 - 일반투자자인 가상자산 거래자에게 가상자산의 내용, 투자위험 등을 제대로 설명하지 않고 가상자산 판매행위가 이루어지는 경우가 다수
 - ICO를 계획하는 가상자산 발행인에 대한 미공개중요정보 이용행위를 일반 사기죄로 처벌할 수 있으나 입증이 매우 어려움
 - 반면 주식시장에서 6개월 이내에 주식을 상장하려는 발행인의 내부자는 엄격한 미공개중요정보 이용행위의 규제를 받음 (자본시장법 제174조)

ICO 시장 발전 방향

○ 공시 주체로서의 **발행인의 범위와 법적 정의의 명확화**

- › 가상자산시장의 특성상 자본시장의 발행인보다 광의의 개념으로서 가상자산을 개발하고 자금을 조달하는데 적극적으로 참여하는 자를 포함
 - 토큰의 발행자, 개발자인 재단, 프로모터, 상장 신청자 등을 포함하는 개념
- › 아울러 미공개중요정보 이용행위의 주체인 **내부자의 개념 및 범위**도 명확히 하여야 함

○ **중요투자정보**를 담은 **국문 백서** 발간을 의무화하고, 백서의 중요 이행사항 또는 변동사항에 관한 **계속공시**를 의무화

- › 해외에서 ICO 된 가상자산을 국내 가상자산거래업자가 상장시키는 경우 중요투자정보에 대한 **국문화**된 공시의무를 부담하여야 함
- › 백서에 기재해야 하는 **중요투자정보**를 의무공시대상으로 규정화 하여야 함
 - 백서의 필수기재 사항인 중요투자정보를 규정화 함에 있어, MiCA규제안 등 해외 입법례, 국내외 가상자산거래소의 백서 상장기준, 가상자산 평가기관 평가기준 등을 고려함
- › 가상자산 프로젝트개발의 **마일스톤 공시**와 **배분(lock-up 포함)계획**에 대한 이행여부 감독 필요
- › ICO 후 발행인에게 정기공시의무를 부과하는 것은 현 단계에서 어려울 수 있으나, 최소한 백서 공시사항에 대한 중요 변경사항은 의무공시화 하여야 함

○ ICO 관련 **불공정거래의 유형화** 및 강력한 제재

- › 대가성 배정, 시세조종성 마켓메이킹 등 금지

○ Pre-ICO 판매행위에 대한 **투자권유준칙**에 따른 규제

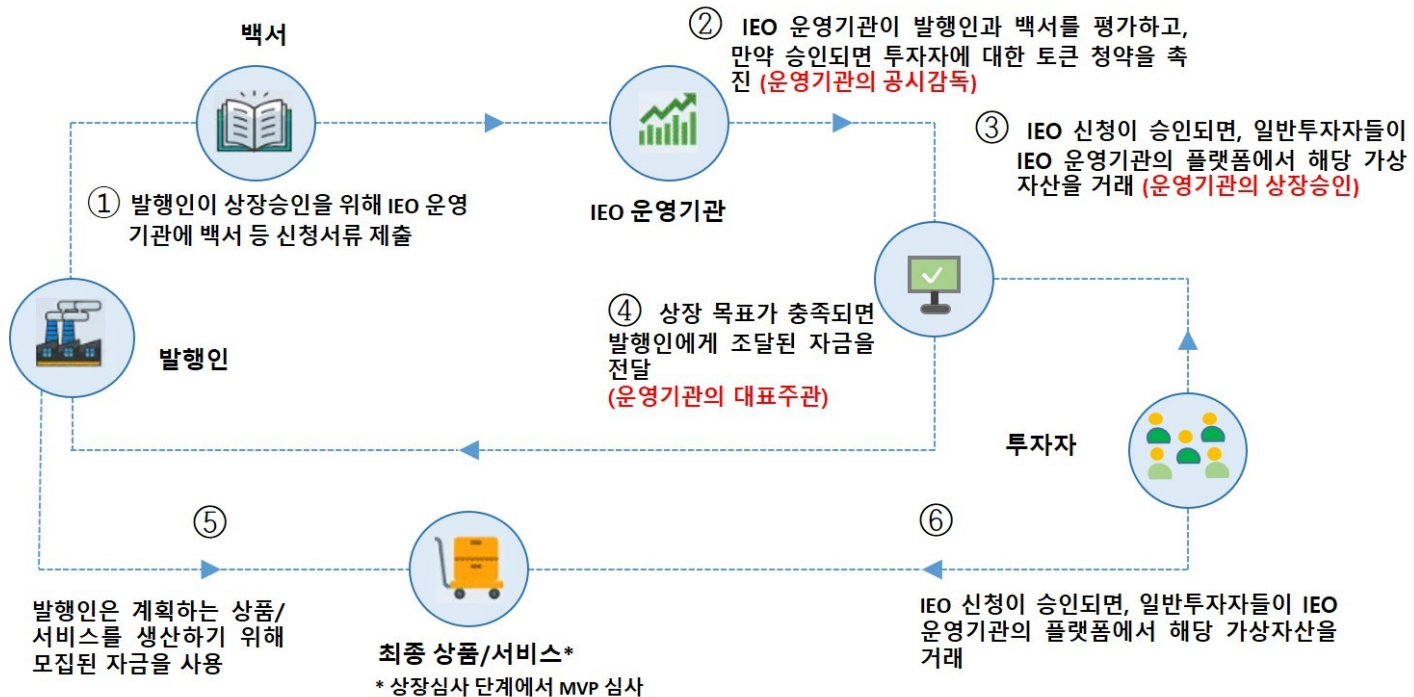
- › KYC, 적합성·적정성의 원칙, 설명의무 등

III

국내 IEO 제도도입을 위한 당면 과제와 대응 방안

IEO의 개념

- IEO(Initial Exchange Offering)는 자금 조달을 목적으로 가상자산거래업자(소위 ‘가상 자산거래소’)의 관리하에 이루어지는 디지털 코인 또는 토큰의 발행행위를 의미
 - 2019년 무분별한 ICO로 인해 가상자산 발행시장의 신뢰성이 추락하자, 가상자산거래소인 Binance가 가상자산을 직접 심사하여 Binance Launchpad를 통해 최소기능상품 (Minimum Viable Product) 수준 이상의 가상자산을 발행하여 시장의 호응을 얻음
 - IEO 절차상 살펴본 IEO 운영기관인 가상자산거래소의 다중적 역할은 아래와 같음



IEO 관련 당면 개선과제 I: 이해상충의 문제

- IEO는 동일 가상자산거래업자가 자본시장의 인수인, 공시감독기구, 상장심사기구를 모두 담당한다는 점에서 이해상충의 우려가 큼
 - ▶ **[자기인증 · 자기감독]** IEO에서 가상자산거래업자는 대상 가상자산이 최소기능제품 (Minimum Viable Product: 이하 ‘MVP’)의 수준에 있는지를 평가하고 인증하는데, 이러한 인증에 대한 검토를 동일 사업자 내의 부서에서 담당
 - 증권발행에 있어 대표주관사가 기업실사를 통해 증권신고서의 신뢰성을 인증하면 이러한 인증에 바탕을 둔 증권신고서를 외부 감독기관이 심사하는 것에 비교하여 IEO 사업자의 인증에 대한 견제 및 감독 장치가 없음
 - ▶ **[사적 공시감독]** 발행공시인 백서에 대한 심사를 공적 기구에서 담당하지 않고 상장 후 수수료를 받는 사업자가 담당
 - 자율규제 등의 공공성이 부여되지 않은 영리법인이 가상자산 거래자를 위해 백서(발행공시) 내용의 충분성과 신뢰성을 심사하고 이를 바탕으로 상장여부를 결정
 - ▶ **[특금법 이해상충금지 입법취지]** 특금법 시행령이 “가상자산사업자나 가상자산사업자 본인의 특수관계인이 발행한 가상자산의 매매 · 교환을 중개 · 알선하거나 대행하는 행위”를 제한하는 입법취지상(동법 시행령 제10조의20), IEO에서 발생하는 이해상충에 대해서도 이를 “제한하는 기준을 마련하여 시행할” 필요성이 큼
 - 가상자산거래업자가 자기 거래플랫폼의 장기적 신뢰성에 우선하여 매매·중개 활성화에 따른 단기적 수수료 수입을 과도하게 쟁길 위험

IEO 관련 당면 개선과제 II:

규정화되지 못하고 일관성 없는 상장심사

- 감독당국의 승인을 받은 **상장규정이 없이** 상장심사가 이루어짐에 따라, 심사기준의 일관성 및 신뢰성이 낮고 사업자의 이해관계에 따른 상장행위가 이루어질 가능성이 큼
 - › 따라서 자율규제규정으로서의 **상장규정 및 업무규정**이 없이 가상자산거래업자가 IEO를 실시하는 경우 이 해상충의 문제가 극대화 될 수 있음
 - 상장규정 및 업무규정은 해당 가상자산거래업자에게 사업자 승인을 한 주무관청이 규정승인을 하도록 하여야 함
 - › 국내 가상자산거래업자는 경제적 현실과 가상자산시장의 특성을 반영한 상장 진입 · 퇴출에 관한 **적정한 계량기준 및 실질심사요건**을 마련하지 못한 실정
 - › KOSPI 또는 KOSDAQ과 유사한 수준의 대규모 경쟁매매를 하는 국내 가상자산거래소의 진입요건은 KRX와 비교할 때 매우 낮은 수준
 - › **규정화된 상장 원칙** 또는 기준이 없는 상태에서 임의로 상장 또는 상장폐지를 결정한다는 시장참여자의 비판을 받고 있음
 - 가상자산거래업자의 일관성 없는 상장, 도둑상장(발행인과 협의 없는 상장), 기습 상장폐지 등이 지속적으로 이슈가 되어 오고 있음
 - 최근 가상자산거래업자가 엄격한 상장기준에 따라 알고리즘 스테이블코인의 폐킹 알고리즘에 관한 위험성을 상장절차의 일환으로 엄격히 실질심사하고, 해당 위험의 관리를 상장유지요건으로 상장관리하였는지의 여부가 주요 이슈로 부각됨
 - › 가상자산거래업자는 상장 후의 **상장유지 요건**을 명확히 규정화하지 못하고 있고, 부실 가상자산에 대한 신속한 퇴출제도를 운영하지 못하고 있음
 - 상장유지 요건에 미달하는 가상자산에 대해 적극적으로 개선계획안 제출을 명하고 이행기간 내에 상장요건을 재충족하지 못하는 경우 과감히 상장폐지할 필요가 있음
 - › 상장 관련 진입 · 퇴출에 관한 의사결정이 이해관계가 없는 전문가들로 구성된 **독립된 상장위원회**에서 이루어지지 못하고 있음

IEO 제도 발전 방향

- 대선 공약에서 제시된 IEO 제도도입은 해외 특정 가상자산거래업자의 비즈니스 모델로서의 IEO를 제도화하겠다는 의미가 아니라, 국내 가상자산거래업자의 상장에 있어 투자자에 대한 인증기능과 문지기(gatekeeper) 기능을 높여 가상자산거래자 보호의 수준을 제고한다는 의미로 이해하여야 함
- 가상자산거래업자는 구조적 **이해상충문제를 해결**한 후 높은 신뢰성을 바탕으로 IEO 사업을 행하여야 함
 - › 가상자산거래업자의 이해상충 문제를 해결하고 신뢰성을 높일 수 있는 지배구조개선에 관한 논의 필요
 - 예탁결제와 매매의 분리, 시장조성 허용여부, 지분소유의 제한 등
 - › 백서 심사 또는 가상자산 평가업무는 외부기관이 맡는 것이 바람직
 - 백서 심사 등의 업무를 공적 규제로 할지 자율규제로 할지에 대한 논의 필요
 - › 상장심사는 독립적인 상장위원회에서 결정하도록 하여야 함
- 가상자산거래업자의 상장규정, 공시규정, 운영규정 등을 **자율규제**의 일환으로 규정화하고, 이러한 거래소규정 제정을 **주무관청이 감독하고 승인**함
 - › 상장규정의 내용은 MiCA규제안 등 해외 입법례, 국내외 가상자산 평가기관의 평가기준, 국내외 거래소의 상장규정(가상자산시장의 특성을 고려) 등을 참조하여 아래와 같은 내용을 포함하여 규정화함
 - 가상자산 상장을 위한 요건, 심사 및 승인절차; 거래가 허용되지 않는 가상자산의 유형; 상장을 위한 정책, 절차, 수수료 수준; 공정하고 질서 있는 거래를 보장하기 위한 요건; 유동성, 정기공시 등에 관한 거래가능 요건; 거래정지 사유 등

IV

국내 STO 시장의 당면 과제와 대응 방안

STO의 개념

- STO(Security Token Offering)란 불특정 · 다수의 투자자에게 토큰화된 증권 취득 청약을 권유하는 행위를 의미
 - › STO는 다수 투자자에 대한 증권 취득 청약의 권유라는 점에서 IPO(Initial Public Offering)와 공통점을 가지지만, 블록체인기술을 활용한다는 점에서 탈중앙화, 탈중개인화, 거래자동화 등의 특성을 보임
 - › STO는 탈중앙화된 네트워크에서 중개인의 신뢰성 대신 기술적 신뢰성을 바탕으로 스마트계약에 기반한 자동화된 거래가 이루어진다는 점에서 다음과 같은 효용을 제공함



24시간 시장거래



분할 소유



신속 결제



시장 유동성 증가



스마트계약의 유연성



법규준수의 자동화



직접 비용의 감소



자산 상호운용성

자료: 8 Decimal Capital(2019)

STO 제도도입의 기회와 위험

기 회

- 투명성, 추적성, 불변성, 감사가능성
- 거래비용절감으로 인한 효율성
- 스마트계약에 따른 자동화된 규제준수
- 새로운 혁신기술과의 통합 용이성
- 새로운 투자자의 유입으로 투자흐름 증가 (지분분할 등으로 인한 유동성)
- 투자자 기반의 글로벌화
- 새로운 대안적 금융인프라구조
- 중소형규모 프로젝트의 자금조달에 있어서의 효율성

위험

- 발전 초기 단계에서의 기술력 부족 및 제도적 인프라 구축 지연 가능성
- 관련 기술에 대한 이해 및 인식 부족
- 탈중개인화(disintermediation)로 인한 책임성 및 신뢰성 부족
- 이용자 경험 미비와 인터페이스 문제
- 간편 구매 (fiat gateway) 와 예치 (custody)에 있어서의 애로사항
- 불량자산 토큰화의 문제점 (garbage-in, garbage-out)
- 규제 불확실성과 사업 금지 가능성
- 보완할 단점이 많아서 개발이 지연될 가능성

STO 관련 당면 개선과제

○ STO 시장 육성을 위한 제도적 인프라

- ▶ 디지털 자산시장 특수성 반영한 증권토큰 발행 · 유통에 관한 법규정 공백의 해소가 필요한 상황
 - 토큰의 증권화에 관련된 투자위험 공시, 증권토큰 장내거래의 탈중개인화, 증권토큰 장외거래의 매출 규제, 증권 토큰화에 대한 정의 (재산적 가치의 이전 관련), 증권토큰 위탁기관의 선관주의의무의 내용과 수준, 개인키 탈취 후 유통되는 증권토큰의 선의취득 문제 등

○ 분산원장의 법적 원본성이 인정되지 않기 때문에 분산원장의 거래기록을 전자등록기관에도 반영해야 하는 미러링 문제 발생

- ▶ 탈중앙화된 분산원장기술(DLT)에 기반한 증권토큰 거래플랫폼을 구축하기 위해 전자증권법상의 전자등록 방식으로 분산원장 방식을 인정하는 것에 관한 입법적 논의가 필요

○ 토큰화(tokenization)의 부작용

- ▶ 투기성 저가증권화에 따른 투자자보호, 탈중개인화에 따른 사업자 책임성 약화 등의 문제에 대해 논의할 필요가 있음

○ Post-샌드박스 시기의 입법적 대안 마련의 필요성

- ▶ 증권토큰을 발행한 규제샌드박스(혁신금융서비스)의 지정기간(최대 2년+2년) 만료 전까지 규제면제 사항에 대해 입법화 여부를 결정해야 할 필요성이 있음
 - 부동산 수익증권 허용 여부, 증권토큰 매출규제 완화, 장외 증권토큰 거래플랫폼에서의 다자간 상대매매 허용 여부, 증권토큰에 특화된 금융투자업자의 허용 여부 및 인가·등록 수준 등

STO 시장 발전 방향 I

○ 증권성 심사의 절차적 규제 정착화

- › 가상자산거래업자의 거래지원(상장) 심사 절차에 증권성 관련 법률의견서 검토 절차를 의무화하고, 가상자산거래업자가 증권토큰을 유통시키는 경우의 법적 책임을 명확히 규정함으로써 증권토큰 발행·유통시장의 건전한 발전을 유도

○ STO의 제도적 인프라 개선

- › **분산원장의 원본성** 인정 논의 (전자증권법 개정 사항)
- › 증권토큰 발행·유통을 위한 거래플랫폼(STO 거래소)을 우선 **규제샌드박스**를 통해 허용한 후, 시범운영 기간을 거치고 운영 경험을 바탕으로 국내 실정에 맞게 제도적 개선을 하는 방안을 모색
- › 혁신성과 지속가능성을 보이며 지정기간 종료를 앞두고 있는 증권토큰 발행 규제샌드박스에 대해서는 규제 면제 사항에 대한 개선방안을 신속히 제도화 시킬 필요가 있음
 - 증권토큰 발행플랫폼의 금융투자업 인정 여부, 부동산 수익증권 허용 여부, 증권토큰 매출규제 완화, 장외 증권토큰 거래플랫폼에서의 다자간 상대매매 허용 여부 등

STO 시장 발전 방향 II

○ 증권토큰 위탁기관의 **고객자산보호의무**와 면책규정을 명확히 규정화

- › 기존의 증권예탁과 달리 개인키(암호키) 관리가 핵심인 증권토큰 위탁기관의 고객자산보호의무를 규정화
- › 감독당국이 위탁기관의 수탁업무 정책과 절차에 대해 감독
- › 증권토큰 위탁기관의 고객자산보호의무에 관한 면책규정 제정에 있어, 미국 SEC의 특수목적 브로커-딜러 (Special Purpose Broker-Dealer)에 관한 SEC 규정 개정안(Release 34-90788) 참조

○ **스마트계약 실질심사** 등 새로운 디지털자산 규제 접근방법

- › 스마트계약에 따라 거래가 자동화되어 이루어지는 증권토큰은 백서심사단계, 상장단계에서 스마트계약과 법적 계약의 일치, 기술적 장애, 투자자 거래에 있어서의 리스크 요인 등을 실질심사

○ **토큰화된 저가 증권**의 투기성 규제 방안

- › 유동화 전문회사를 따로 규제하듯 증권토큰 발행플랫폼 등에 대한 규제체계 정비
- › 장외에서 거래되는 투기성 저가 증권토큰에 대한 중개업자의 정보제공의무 강화, 적합성 · 적정성의 원칙 강화 등

V

국내 ICO · STO 시장 규제체계
정립에 있어 주요 고려사항

Cloning & Tokenization: 디지털자산시장과 자본시장의 상호 수렴

Cloning



Tokenization

- 중앙기관, 중개기관의 개입 없이 블록체인 네트워크에서 기존 금융방식을 복제하여 유사성을 보이는 **탈중앙화금융(DeFi)**, **탈중앙화거래소(DEX)** 등이 성행
- 분산원장기술(DLT)을 바탕으로 하는 네트워크에서 거래되는 가상자산의 중개기관이 스스로를 '**거래소**'라고 칭하며 중앙집중화를 높여 금융투자 유사사업을 영위
- 블록체인 네트워크에서 주식가격을 벤치마킹하는 **합성자산**(미러링자산, mAssets)이 출시되고 있음
 - ✓ 주식 합성자산인 미러 프로토콜의 개발회사인 테라폼랩스는 미국 SEC와 증권성 여부에 대해 법적 분쟁 중

- 기존의 금융투자상품이 **토큰화** 됨에 따라 가상자산과 금융투자상품이 **블록체인상(on-chain)**에서 상호교환되며 디파이의 대상이 됨
- 증권 **토큰화**가 가속화 될수록 자본시장의 탈중개인화, 청산결제에 있어서의 실시간총액결제(RTGS), 분산원장의 법정화(독일 입법례) 등이 가속화됨
- 가상자산의 **증권성 심사**가 제도적으로 자리잡고, 향후 **가상자산을 기초자산**으로 하는 금융투자상품(파생상품, ETF 등)이 출시되면 자본시장감독과 가상자산시장감독의 연관성은 더욱 높아짐

자본시장감독과 디지털자산시장감독의 연계성

- **만일** 디지털자산시장감독을 기존의 금융감독기관과 다른 별도의 디지털자산감독기구를 설치하여 담당하게 하는 경우,
- 다음과 같은 자본시장감독과 디지털자산시장감독의 연계성을 반드시 고려해야 하고, 트윈 감독체계의 비효율성을 극복하기 위한 방안을 마련하여야 함

1

증권성 심사: 발행되는 신종 디지털자산이 증권토큰인지 일반 가상자산인지의 여부가 불분명한 경우, 증권성 심사를 통해 법적 관할권을 명확히 해야 한다는 점

2

기초자산에 대한 감독권: 가상자산을 기초자산으로 하는 ETP 상품이 출시되거나 기존의 금융업자가 가상자산을 취급하는 경우, 가상자산에 대한 감독권은 디지털자산시장 감독당국에 있고 ETP 등에 대한 관할권은 자본시장 감독당국에 있다고 가정하면, 분리된 감독당국간 시장감독의 연계성을 강화하는 것이 쉽지 않다는 점

3

증권토큰과 가상자산간 블록체인 네트워크상의 교환(swap): 증권이 토큰화되면 해당 증권토큰은 블록체인 네트워크에서 다른 가상자산과 교환되고 디파이의 대상이 될 수 있음

4

거래소 개념의 확대: 최근 미국 등 글로벌 감독당국이 가상자산을 기초자산으로 하는 금융투자상품의 규제를 효율적으로 하기 위해 가상자산 거래소에 대한 관할권을 확보하려고 하는 점

5

디지털자산 취급 가상자산업자 및 금융투자업자의 신인의무 유사성: 증권토큰 수탁기관과 가상자산 수탁기관의 선관주의의무의 핵심은 고객의 권리증서를 물리적으로 안전하게 보관 · 관리하는 것이 아닌 암호키의 보관 · 관리가 핵심이라는 점

Piercing Decentralization Veil

- **탈중앙화(decentralization)의 장막** 뒤에서 가상자산시장 플레이어로서 적극적으로 영향력을 행사하고 이익을 얻는 자에 대한 법적 책임을 명확화 하여야 함
 - › 최근 미국 연방법원은 탈중앙화된 DAO(Decentralized Autonomous Organization)의 적극적 참가자(설립자, 거버넌스 참가자 등)에 대해 일정 수준의 선관주의의무를 부담시키고 투자자 피해에 대해 연대책임을 부과하는 경향을 보임 (Sarcuni et al. v. bZx DAO et al., 2022 참조)
 - › 최근 탈중앙화된 루나-테라 생태계의 몰락에서 알 수 있듯이 분산원장기술 기반의 탈중앙화된 유사금융행위에 대해서는 금융규제에 준하는 규제가 필요
 - › 가상자산 발행으로 인해 탈중앙화 네트워크에서 이익을 수취하고 영향력을 행사하는 적극적 참여자(Active Participants)의 정의와 범위(특수관계인 등)에 대한 제도적 논의가 이루어져야 함

VI

결어: 국내 ICO 시장과 STO 시장의
발전 방향

국내 ICO 시장과 STO 시장의 발전 방향

ICO 시장

새로운 디지털자산시장 입법 필요

- 공시주체로서의 **발행인** 정의
- 백서(공시)의 **국문화**
- 의무공시대상 **중요투자정보** 규정
- ICO 후 백서의 중요 **변경사항** 의무 공시
- **ICO 관련 불공정거래**의 유형화 및 강력한 제재
- Pre-ICO 판매행위에 대해 **투자권 유준칙**에 따른 규제
- 가상자산거래업자의 **이해상충** 구조 최소화
- 상장기준 및 절차의 **규정화**
- 상장규정에 대한 주무관청의 **승인 및 감독**

STO 시장

기존의 자본시장법 정비 필요

- 증권토큰 **가이드라인**
- 디지털자산시장의 특성을 반영한 규제체계의 **상호 수렴**
- **온체인(on-chain)**에서의 증권토큰과 일반 가상자산의 상호교환 및 **공존**
- **기초자산인 가상자산**에 대한 금융감독
- **금융규제 샌드박스**(혁신금융서비스) 운영 및 운영 경험을 바탕으로 한 제도적 개선 모색
- 증권토큰 예탁기관의 **고객자산보호의무**와 면책규정을 명확히 규정화
- **스마트계약 실질심사** 등 새로운 디지털자산 규제 접근방법
- **토큰화된 저가 증권**의 투기성 규제 방안
- 기타 STO의 제도적 인프라 개선 (분산원장의 원본성 법제화, 매출 규제 완화 등)



Thank You!