

OPINION

연구위원
김갑래

조각투자 가이드라인의 의의와 후속 과제*

지난 4월 28일 금융위원회는 「조각투자 등 신종증권 사업 관련 가이드라인」을 발표하였다. 해당 가이드라인은 자본시장 금융투자상품의 디지털화에 대응하여 시장참가자의 예측가능성을 높이고 투자자를 규제위험으로부터 보호하기 위한 조치라는 점에서 의의가 있다. 해당 가이드라인은 증권성 판단 기준 및 조각투자 적법성 확인 항목을 제공하고, 현행 법제상 적법성이 확보되는 어렵지만 혁신성과 필요성이 큰 조각투자사업은 금융규제 샌드박스로 지정 받아 사업을 진행할 것을 권고한다. 이러한 점에서 동 가이드라인은 규제와 육성의 균형을 유지하는 접근방법을 취하는 것으로 평가할 수 있다.

금융규제 샌드박스의 지정기간이 최대 4년(2년+2년)이라는 점에서, 해당 샌드박스 프로그램을 통해 혁신성, 필요성, 투자자보호의 충분성 등을 입증한 조각투자사업은 지속가능한 적법성 유지가 필요하며, 이를 위한 제도개선 노력이 필요하다. 관련 제도개선 사항은 현행 조각투자 관련 샌드박스 사업에 적용되는 규제면제 사항을 중심으로 검토할 필요가 있다. 이러한 조각투자 활성화를 위한 제도적 인프라 구축과 함께 조각투자의 투기성을 억제하는 방안도 모색되어야 한다. 이와 관련하여 조각투자에 대한 발행인 자격 규제, 중개업자의 정보제공의무 강화, 금융취약계층 투자자를 보호하기 위한 적합성·적정성 원칙 강화 등에 관한 제도개선 논의도 필요하다.

서언: 조각투자 가이드라인의 의의

지난 4월 28일 금융위원회는 「조각투자 등 신종증권 사업 관련 가이드라인」(이하 ‘조각투자 가이드라인’)을 발표하였다. 해당 가이드라인이 발표되기 8일 전인 4월 20일 금융위원회는 “저작권료 참여 청구권의 증권성 여부 판단 및 (주)뮤직카우에 대한 조치”를 통해, 뮤직카우가 발행한 저작권료 참여 청구권의 증권성을 인정하였고, 관련 자본시장법 위반행위에 대한 제재절차는 보류하는 대신 투자자 보호장치를 마련할 것을 뮤직카우에 요구하였다. 이번 조각투자 가이드라인은 사업자가 사업 관련 규제 위험이 큰 상황에서 뮤직카우의 경우에서와 같이 일반투자자를 대규모로 유치하면서 해당 규제위험을 확산시키는 사태를 막고, 조각투자 사업의 법적 안정성 및 시장 예측가능성을 높이기 위한 조치로 평가할 수 있다.

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

최근 분산원장기술(DLT)을 포함한 정보통신기술(ICT)의 발달에 힘입어 미술품, 음악저작권, 부동산 등의 투자자산을 복수의 투자자들이 함께 나누어 투자하고 공동으로 이익을 배분받는 조각투자가 널리 행해지고 있다. 이러한 조각투자에 있어, 관련 권리증서의 발행인은 전산화된 거래플랫폼을 갖추고 있는 경우가 많아서 서비스 이용자는 소액으로 편리하게 투자를 할 수 있다. 그러나 조각투자에 있어 투자자 권리관계의 불투명성, 발행인과의 정보격차, 대량매매로 인한 불공정거래 발생의 용이성 등으로 인해 투자자들은 큰 투자위험에 노출되어 있다. 특히 조각투자는 기존의 법체계가 예정하지 않은 신종 투자이기 때문에 법 적용에 있어 불확실성이 크다. 이 경우 사업자가 자의적으로 관련 법령을 해석하고 서비스 이용자인 투자자 확대에만 몰두한다면, 사업자의 규제위험은 투자자에게도 전이되어 투자자 피해사례는 건잡을 수 없이 커질 수 있다. 비록 투자의 영역이 아닌 전자금융의 영역에서 발생한 일이지만, 작년에 전국을 떠들썩하게 만든 머지포인트 사태도 사업자가 규제위험에 대한 적절한 대응 없이 무리하게 사업 확대에만 집착하여 결과적으로 서비스 이용자가 규제위험의 희생양이 되어 대규모 피해를 본 사례이다. 머지포인트 운영사인 머지플러스는 자기 사업체가 전자금융거래법상 전자금융업 등록 대상이 아니라는 자의적 판단하에 머지포인트를 대량 발행하였으나 결국 관련 법 위반으로 사업이 중단되고 포인트 환불도 이루어지지 않아서 소비자와 제휴사에게 약 1,000억원의 손해¹⁾를 끼쳤다. 조각투자 등 신종 금융투자업은 온라인 거래플랫폼을 통한 대량매매를 통해 이루어지는 경우가 빈번하기 때문에, 신종 전자금융업에 비해 규제위험이 사업자에서 서비스 이용자에게 전이되어 발생하는 손해가 더욱 클 수 있다. 미국 증권감독기구인 SEC가 가상자산거래업자(소위 ‘가상자산거래소’)를 통해 유통되는 가상자산을 증권성 심사를 통해 증권으로 선언하게 되면 해당 증권토큰(security token) 보유자는 SEC 미등록 증권의 보유자가 되어 큰 손해를 보는 경우가 좋은 예이다.

조각투자 가이드라인에서 제시된 증권성 판단 기준과 조각투자증권 처리원칙은 건전한 조각투자 사업자에 대해서는 사업 예측가능성을 높여준다는 점에서, 조각투자 투자자에 대해서는 불건전한 사업자의 규제위험이 전이되어 대규모 피해가 발생하는 사태를 방지할 수 있다는 점에서 의의가 있다. 본고의 나머지 부분에서는 조각투자 가이드라인을 개관하고, 건전한 조각투자 생태계 조성을 위한 후속 과제에 대해 논해 보고자 한다.

조각투자 가이드라인 개관

지난 4월 28일 공표된 조각투자 가이드라인은 조각투자상품의 증권성 판단, 조각투자증권 처리원칙, 조각투자증권 관련 금융규제 샌드박스에 관한 세 가지 사항을 주요 골자로 한다.

1) 머지포인트 사태 관련, “검찰이 파악한 피해액수가 1004억(소비자 피해액 751억·제휴사 피해액 253억)”에 이른다(김은성, 강연주, 2022. 2. 17, 법원 ‘떡튀’ 머지포인트 경영진 재산 41억 동결, 경향신문).

1) 조각투자상품의 증권성 판단

첫째 조각투자상품의 증권성 판단에 관하여, 조각투자 가이드라인은 해당 투자상품에 관한 “제반 사항을 종합적으로 감안하여 사안별로 판단하며, 방법·형식·기술과 관계없이” 실질적으로 자본시장법상 증권 개념에 해당하면 해당 투자상품을 증권으로 선언하는 접근방식을 취하고 있다. 이러한 접근방식은 증권의 정의에 관하여 국제적으로 통용되는 기술중립성(technology neutrality) 원칙과 국내 자본시장법의 4대 원칙 중 하나인 금융투자상품 포괄주의에 바탕을 둔 것이다. 기술중립성 원칙에 따라, 증권이 분산원장 네트워크에서 토큰화된 형태 또는 다른 디지털화된 형태로 발행되었더라도 실질적으로 증권법(자본시장법)상 증권 개념에 해당하면 해당 투자상품은 아무리 혁신적인 신종 금융상품이더라도 원칙적으로 증권규제를 받아야 하는 것이다. 디지털자산증권 특히 증권토큰의 정의와 증권법 적용 범위에 관하여, 미국, EU, 영국 등 주요국은 모두 기술중립성 원칙을 채택하고 있다.²⁾ 금융투자상품 포괄주의에 따라, 자본시장법에 열거된 전형적인 증권 유형에 해당하지 않더라도 포괄적 개념인 투자계약증권, 파생결합증권 등에 해당하면 증권성이 인정된다. 자본시장법상의 금융투자상품 포괄주의는 투자자산의 디지털화 등 사업환경의 변화에 발맞추어 “다양한 신종 금융상품 설계·제공으로 경쟁력 강화”³⁾를 도모하려는 입법취지를 가지고 있다.

증권성 판단에 관하여, 동 가이드라인은 적용 범위가 넓고 적용례가 많지 않은 투자계약증권 개념의 구성요건 해당성에 관하여 자세한 설명을 하며 예측가능성을 높이려 하였다. 또한 별첨 자료를 통해 “조각투자 상품의 증권성이 인정될 가능성이 높은 경우”를 구체적으로 설명하였다.⁴⁾ 해당 예시 사례는 사업자(발행인)와 투자자간의 정보격차, 대리인비용, 투자자지위의 열악성 등이 커서 해당 신종증권에 대해 공시, 불공정거래 등의 증권규제를 적용하여 투자자보호 수준을 높여야 할 필요성이 높은 경우이다.

한가지 주의해야 할 사항은 해당 가이드라인이 “소유권 등을 직접 분할하거나 개별적으로 사용·수익·처분이 가능한 경우에는 증권에 해당할 가능성이 상대적으로 낮습니다”라고 안내하고 있다는 점이다.⁵⁾ 이는 고객에게 물권 또는 준물권을 부여하는 경우 청구권을 부여하는 경우에 비해서 해당 조각투자상품의 증권성이 상대적으로 낮아진다는 의미이지 증권성이 부인된다는 의미는 아니다. 투자계약증권 개념의 효시인 미국 Howey 판결에서도 투자자들은 과수원 토지를 매입하였기 때문에 외형상 소유권은 있었다. 그러나 해당 사건에서 투자자들은 투자대상 부동산을 다시 리스백(재임대)하였고, 결과적으로 기대되는 수익이 발행인인 Howey측의 노력에 크게 의존함에 따라 정보격차와 대리인비용이 높아졌기 때문에, 관련 투자계약의 증권성이 인정되었다.⁶⁾ 같은 맥락에서 조각(fractional) NFT(Non-

2) 예를 들어, EU의 MiCA(Market in Crypto-Assets) 규제안은 금융투자상품에 해당하는 가상자산은 MiCA 규정의 적용을 배제하면서, 특정 기술에 대해 규제 이익을 주지 않는다는 기술중립성 원칙을 강조한다(MiCA 규제안, 서문 제6호).

3) 재정경제부, 2006, 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제정안」 설명자료, p.110.

4) 금융위원회, 2022. 4. 28, 조각투자 등 신종증권 사업 관련 가이드라인, 보도자료, p.2.

5) 금융위원회, 2022. 4. 28, 조각투자 등 신종증권 사업 관련 가이드라인, 보도자료, p.4.

6) SEC v. W. J. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946).

Fungible Token) 즉, F-NFT도 사안에 따라서는 투자계약증권 등의 증권으로 분류될 가능성이 있다. 헤스터 피어스 SEC 위원도 최근 한 컨퍼런스에서 F-NFT가 증권으로 정의될 수도 있다는 취지의 발언을 하였다.⁷⁾

2) 조각투자증권 처리원칙

둘째 조각투자증권 처리원칙에 관하여, 조각투자 가이드라인은 조각투자사업의 적법성에 관한 확인 항목을 제시한다. 해당 확인 항목은 조각투자 관련하여 “발행하려는 상품이 증권에 해당하는지” 여부, “제공하려는 서비스(업무)가 금융투자업에 해당하는지” 여부, “자본시장법 외 다른 법률이 적용되는지” 여부 등으로 구성된다.⁸⁾ “발행하려는 상품이 증권에 해당하는지” 여부는 앞서 언급한 조각투자 상품의 증권성 판단 기준에 따라 결정된다. 조각투자사업 관련 “제공하려는 서비스(업무)가 금융투자업에 해당하는지” 여부에 있어서는, 해당 사업이 투자중개업 또는 집합투자업의 인가, 거래소 허가 등을 요하는지가 쟁점이다. 조각투자사업에서 발행되는 투자상품이 증권이거나 관련 업무가 금융투자업에 해당되는 경우, 해당 조각투자사업은 공시, 불공정거래행위금지 등 자본시장법의 규제를 받게 된다. 자본시장법의 적용을 받지 않는 조각투자사업도 다른 법률의 적용을 받을 수 있다. 조각투자사업의 적법성에 관하여 동 가이드라인이 제시하는 확인 항목만 가지고는 사업자가 스스로 판단하기에 어려운 사안이 많다. 이러한 경우, 사업자는 자의적으로 적법성을 판단하여서는 안되며 감독당국에 관련 자료를 첨부하여 해당 조각투자의 적법성을 문의하여야 할 것이다.

3) 조각투자증권 관련 금융규제 샌드박스

셋째 조각투자증권 관련 금융규제 샌드박스에 관하여, 조각투자 가이드라인은 샌드박스 신청시 고려사항에 관하여 구체적으로 설명한다. 조각투자사업이 금융규제 샌드박스로 지정되기 위해서는, “조각투자 증권의 혁신성과 필요성이 강하게 요구”되며 조각투자 “투자자 보호를 위한 핵심적인 보호체계”가 잘 갖추어져야 한다.⁹⁾ 투자자 보호체계는 설명자료와 광고의 기준·절차, 예치금 및 예치자산에 관한 별도 예치·신탁 및 도산절연, 물적설비 및 전문인력, 분쟁처리절차 및 투자자 피해 보상체계 마련 등을 주요 내용으로 한다. 이러한 투자자 보호체계의 주요 내용은 지난 4월 20일 금융위원회가 뮤직카우에 ‘제재절차 개시 조건부 보류’ 조치를 하면서 요구한 보류 조건에도 잘 반영되어 있다.¹⁰⁾

7) Munoz, A., 2021. 12. 13, NFTs: Collectibles or securities?, Romano Law(stating that “SEC Commissioner Hester Peirce warned that issuing F-NFTs could be considered investment contracts under securities laws”).

8) 금융위원회, 2022. 4. 28, 조각투자 등 신종증권 사업 관련 가이드라인, 보도자료, p.5.

9) 위의 글, p.6-7.

10) 금융위원회, 2022. 4. 20, 저작권료 참여청구권의 증권성 여부 판단 및 (주)뮤직카우에 대한 조치, 보도자료, p.4.

조각투자증권 관련 금융규제 샌드박스를 신청함에 있어 유의해야 할 점은 조각투자 사업자가 조각투자증권의 발행인이 됨과 동시에 해당 증권 거래플랫폼 운영자가 되는 것은 원칙상 허용되지 않는다는 점이다. 조각투자 사업자가 조각투자증권을 발행한 후 해당 증권을 자신이 운영하는 거래플랫폼에서 유통시키는 경우, 해당 사업자는 해당 증권 거래 형성 및 시장가격 유지를 위해 노력하기보다는 해당 증권 가격 및 거래량을 높게 유지하면서 거래수수료 수입 또는 향후 동일 증권발행에 의한 수입을 높이기 위한 사익추구행위를 할 위험이 커진다. 거래플랫폼의 운영자와 거래대상 상품의 발행인이라는 이중의 지위를 악용한 불공정거래행위 및 사익추구행위를 방지하기 위해, 가상자산시장에서는 가상자산거래업자 및 특수관계인이 발행한 가상자산을 동일 거래업자가 운영하는 거래플랫폼에서 유통시키는 행위를 제한한다(특금법시행령 제10조의20). 다만 이미 조각투자 발행인이 운영 중인 거래플랫폼이 해당 투자자들의 사실상 유일한 유통시장인 경우 해당 거래플랫폼의 운영 중단은 투자자들에게 큰 피해를 야기하기 때문에, 해당 거래플랫폼은 금융감독당국의 판단에 따라 한시적으로 영업이 가능할 수 있다. 한시적 영업이 가능한 경우에도 동 가이드라인에 따르면, 해당 거래플랫폼의 운영자는 투자자 보호에 충분한 이해상충 방지체계와 시장 운영체계를 갖추어야 한다. 동 가이드라인은 조각투자증권이 발행인으로부터 독립된 거래플랫폼에서 유통되는 것을 원칙으로 하고 있다. 따라서 금융규제 샌드박스 등을 통해 조각투자증권 전용 거래플랫폼이 출현하는 것을 기대해 볼 수 있다.

결어: 건전한 조각투자 생태계 조성을 위한 후속 과제

지난 5월 3일 발표된 ‘윤석열정부 110대 국정과제’를 분석해보면, 국내 가상자산시장은 디지털자산 기본법의 제정을 통해 투자자의 신뢰를 확보하고, 국내 금융투자상품의 디지털화는 자본시장법 정비 등을 통해 대응하는 투트랙 전략이 사용될 것으로 예상된다. 이러한 상황에서, 조각투자 가이드라인은 자본시장 금융투자상품의 디지털화에 대응하여 시장참가자의 예측가능성을 높이고 투자자를 규제위험으로부터 보호하기 위한 조치라는 점에서 의의가 있다. 동 가이드라인은 증권성 판단 기준 및 조각투자 적법성 확인 항목을 제공하고, 현행 법제상 적법성이 확보되기는 어렵지만 혁신성과 필요성이 큰 조각투자사업은 금융규제 샌드박스로 지정 받아 사업을 진행할 것을 권고한다. 이러한 점에서 동 가이드라인은 규제와 육성의 균형을 유지하는 접근방법을 취하는 것으로 평가할 수 있다.

다만 금융규제 샌드박스의 지정기간이 최대 4년(2년+2년)이라는 점에서, 해당 샌드박스 프로그램을 통해 혁신성, 필요성, 투자자보호의 충분성 등을 입증한 조각투자사업은 지속가능한 적법성 유지가 필요하며, 이를 위한 제도개선 노력이 필요하다. 관련 제도개선 사항은 현행 조각투자 관련 샌드박스 사업에 적용되는 규제면제 사항을 중심으로 검토할 필요가 있다. 이러한 제도개선 검토사항의 예를 들자면, 공시 규제 측면에서 조각투자증권 매출규제 완화, 금융투자상품 규제 측면에서 조각투자 대상 자산(부동산 등)의 수익증권 허용, 사업자 규제 측면에서 조각투자 거래플랫폼에서의 매매방식(경쟁

매매, 다자간상대매매 등) 규제 완화 등이다. 또한 탈중앙화된 분산원장기술에 기반한 조각투자 거래 플랫폼을 효율적으로 구축하기 위해, 전자증권법상의 전자등록 방식으로 분산원장 방식을 인정하는 것에 관한 입법적 논의도 필요하다. 이러한 조각투자 활성화를 위한 제도적 인프라 구축과 함께 조각투자의 투기성을 억제하는 방안도 모색되어야 한다. 이와 관련하여 조각투자에 대한 발행인 자격 규제, 중개업자의 정보제공의무 강화, 금융취약계층 투자자를 보호하기 위한 적합성·적정성 원칙 강화 등에 관한 제도개선 논의도 필요하다.