

조각투자 이해하기

< Executive Summary >

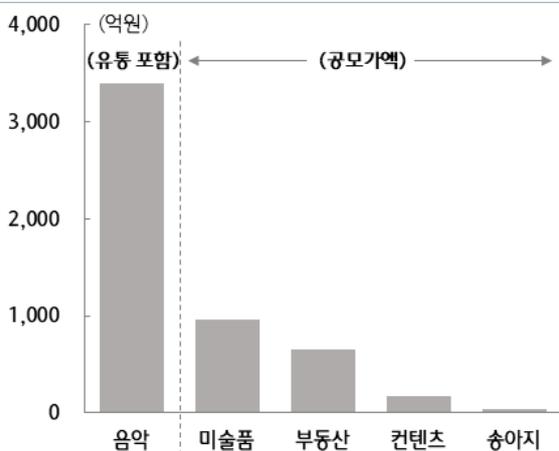
■ MZ세대로부터 비롯된 투자행태의 다변화로 조각투자가 대중화됨

- 최근 MZ세대를 중심으로 리셀테크, 찐테크(짜다+재테크), 소수점 투자 등 과거와 다른 투자행태가 등장하면서 투자상품도 다변화
- 금전적으로 여유롭지 않은 MZ세대를 중심으로 조각투자에 대한 관심이 집중되었으며, 최근 40·50대 등 타 세대도 참여하면서 대중적인 투자로 확산
- 다만 일각에서 조각투자 플랫폼이 통신판매업자로 사업을 영위하는 행위에 대해 자본시장법 위반 여부, 투자자 보호 등에 대한 논쟁이 발생

■ 국내 조각투자 시장은 음원·미술품·부동산을 중심으로 지속적으로 확대

- 국내 조각투자 시장은 '17년 소개된 이래 꾸준히 확대되었으며, '20년을 기점으로 큰 폭 성장해 '22년초 기준 누적 공모 금액 약 2천억원 규모를 달성(뮤직카우 제외)
- 당국은 조각투자를 '2인 이상의 투자자가 실물, 그 밖에 재산적 가치가 있는 권리를 분할한 청구권에 투자·거래하는 등의 신종 투자형태'로 정의
- 국내 조각투자 운영 플랫폼은 '뮤직카우'가 가장 활성화 되어있으며, 플랫폼 개수는 부유층의 투자 전유물로 여겨지던 부동산·미술품에 집중
- 블록체인 기술로 미술품의 소장 이력을 투명하게 관리할 수 있고, 부동산의 소유권을 분할 관리 할 수 있다는 점 등이 장점으로 작용

그림 | 국내 조각투자 시장 규모(추정)*



주 : 본문참조
자료 : 주요언론

표 | 국내 조각투자 대상과 운영 플랫폼

투자 대상	운영 플랫폼
음악	뮤직카우
미술품	아트앤가이드, 테사, 데일리뮤지엄, 아트투게더, 피카프로젝트, 소투
부동산	카사, 비브릭, 소유, 펀블
현물 등 자산	피스, 트레저리
한우(송아지)	뱅크우
컨텐츠(영상 등)	펀더풀

자료 : 주요언론

■ 금융당국은 ‘조각투자 등 신종증권 사업 관련 가이드라인’을 발표('22.4)

- 뮤직카우의 저작권료 참여청구권이 자본시장법 상 ‘투자계약증권’에 해당해 위법요소가 있다고 발표했으나 기존 투자자 보호차원에서 사업구조 개편을 조건으로 제재 보류
- 향후 조각투자 사업자는 동 가이드라인에 따라 사업을 검토하고, 이에 따른 제반 법적 절차를 이행할 의무가 발생
 - 조각투자 사업의 적법성 확인을 위해 우선 발행 상품의 증권성 여부 점검 필요
 - 또한 제공 서비스(업무)의 금융투자업 해당 여부, 자본시장법 외 다른 법률 적용 여부 점검 등이 필수적
- 또한 투자자가 얻는 수입에 사업자의 전문성이나 사업활동이 중요한 역할을 하는 경우, 투자계약증권 인정 가능성이 높아 해당 여부를 면밀히 검토할 것을 촉구

■ 향후 국내 조각투자 시장에 대한 체계적인 규제 정립이 필요함

- 국내 조각투자 상품 중 일부는 음원 저작권·부동산(유·무형 자산) 등에 대한 수익권(경제적 권리)을 분할한 디지털 자산으로 해외 증권형 토큰과 유사한 개념
- 미국, 유럽, 일본, 싱가포르, 홍콩 등은 증권형 토큰에 관한 규제를 정립중이며, 대부분의 경우에 ‘증권’에 적용되는 규제를 따를 것을 고시
 - 주요국은 증권형 토큰에 기초자산이 존재하고, 참여자 모두에게 도움이 된다는 순기능을 고려해 증권형 토큰 공개 시장을 제도권으로 편입하고자 노력
- 조각투자에 대한 법적 이슈가 제기되었다는 점은 시장발전에 긍정적이나 해외사례를 볼 때 국내 조각투자에 대한 체계적인 인프라(제도) 구축이 시급
- 향후 블록체인 활용 플랫폼의 확산과 함께 지식재산권 등 유무형 자산에 대한 대체 투자 확대, 신정부의 가상자산 관련 규제 인프라 구축 등을 기대

수석연구원 이 령 화 ryoung.h@hanafn.com

Key Words : 조각투자, 증권형 토큰, 가상자산

I. 조각투자의 부상

- MZ세대로부터 비롯된 투자행태의 다변화로 조각투자가 대중화됨
 - 최근 MZ세대를 중심으로 리셀테크(재판매+재테크), 찐테크(짜다+재테크), 소수점 투자 등 과거와 다른 새로운 투자행태가 등장하면서 투자상품도 다변화
 - 특히 블록체인, 가상자산 등의 기술 발전을 바탕으로 실물자산을 분할하고, 비용을 절감하면서도 투명성을 갖춘 소액의 대체투자로 ‘조각투자’가 각광
 - 금전적으로 여유롭지 않은 MZ세대를 중심으로 조각투자에 대한 관심이 집중되었으며, 최근에는 40·50대를 비롯한 타 세대도 참여하면서 대중적인 투자로 확산
 - 다만 일각에서 조각투자 플랫폼이 통신판매업자로 사업을 영위하는 행위에 대해 자본시장법 위반 여부, 투자자 보호 등에 대한 논쟁이 발생

- 당국의 유권해석을 계기로 조각투자 시장의 발전 방향을 점검할 필요성 대두
 - 최근 금융당국은 조각투자의 개념을 정의하고 종류를 구분해 규제 대상에 해당하는 ‘조각투자 증권’에 대한 가이드라인을 발표(’22.4)
 - 이에 따라 증권선물위원회에서 자본시장법 위반 제재 대상으로 결정한 뮤직카우를 비롯해 현재 운영 중인 조각투자 플랫폼의 향후과 시장의 발전에 대한 논의가 진행
 - 다수의 해외 국가들은 관련 시장¹⁾에 대한 법적 논의를 이미 진행해 왔으며, 사례를 축적하고 가이드를 확립한 수준으로 국내는 해외 대비 다소 늦은 상황

그림1 | 연령대별 조각투자 비중 : 카사, 뱅카우 (%)

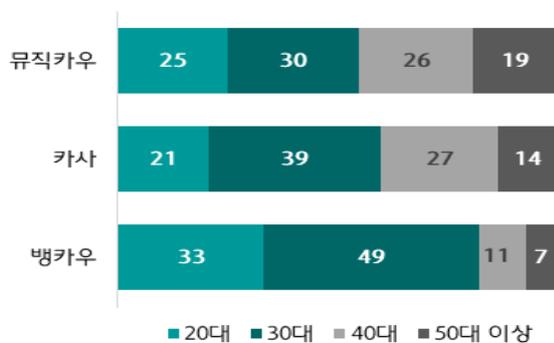
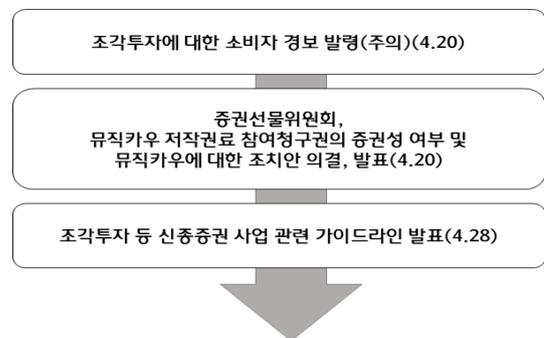


그림2 | 국내 조각투자 규제 현황(’22.4)



주 : 뮤직카우 '22.3 기준, 뱅카우 1차 펀딩 투자자 141명 기준, 카사 1, 2호 공모건물 투자자 약 1.1만명 기준
 자료 : 주요언론, TDI

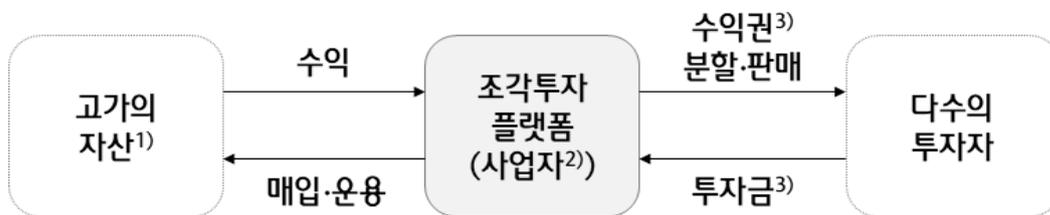
1) 국내 조각투자 시장과 가장 유사한 개념은 해외 증권형 토큰 공개(Security Token Offering, STO) 시장

II. 국내 조각투자 현황

1. 조각투자의 개념

- 다양한 조각투자 상품이 등장했으나 최근까지도 정확한 개념 정의가 부재
 - 조각투자 개념이 등장한 것은 최근 2~3년으로 미술품 공동구매 등을 통해 소개되었으며 이후 부동산, 음악 저작권, 송아지 등으로 투자대상이 급격히 확대
 - 조각투자는 미술품, 지식재산권, 부동산 등 고가의 자산을 조각투자 플랫폼에서 구입하고 이를 투자자에게 수익권 개념으로 분할·판매하는 구조
 - 유·무형 자산을 기반으로 하고, 소액으로 투자가 가능하다는 점에서 투자자들이 선호
 - 다만, ‘뮤직카우’에 대한 민원을 계기로 ’22.4월 금융당국에서 공식적으로 정의를 내리기 전까지 정확한 개념정립 없이 회색지대에서 영업을 지속
- ’22.4월 금융당국은 가이드라인²⁾을 통해 조각투자의 개념을 정립
 - 금융당국은 조각투자를 ‘2인 이상의 투자자가 실물, 그 밖에 재산적 가치가 있는 권리를 분할한 청구권에 투자·거래하는 등의 신종 투자형태’로 정의
 - 실물자산을 기반으로 하는 조각투자는 ① 민·상법의 적용을 받는 일반 상거래인 ‘분할 공동소유’와 ② 자본시장법의 적용을 받는 ‘조각투자 증권’으로 구분
 - ‘조각투자 증권’은 금융당국이 고시한 ‘증권’의 정의에 해당하는 경우로 자본시장법상 ‘투자계약증권’으로 분류될 수 있으며, 당국의 규제 대상에 해당

그림3 | 조각투자 사업구조(예시)



주1: 미술품, 골동품, 가축, 지식재산권, 부동산 등

주2: 조각투자 플랫폼과 자산을 운영하는 사업자는 동일회사 또는 계열회사인 경우가 많으며, 플랫폼에서 투자자간 수익권을 매매할 수 있는 유통시장을 운영하는 경우도 있음

주3: 수익권은 민법상 공유권·조합 지분권·채권적 청구권이나 가상자산·NFT 등의 형태로 부여하기도 하며, 투자금은 법정통화뿐만 아니라 가상자산으로 지불하기도 함

자료 : 금융감독원

2) ‘조각투자 등 신종증권 사업 관련 가이드라인’, 금융위원회, ’22.4

2. 국내 조각투자 시장 현황 및 특징

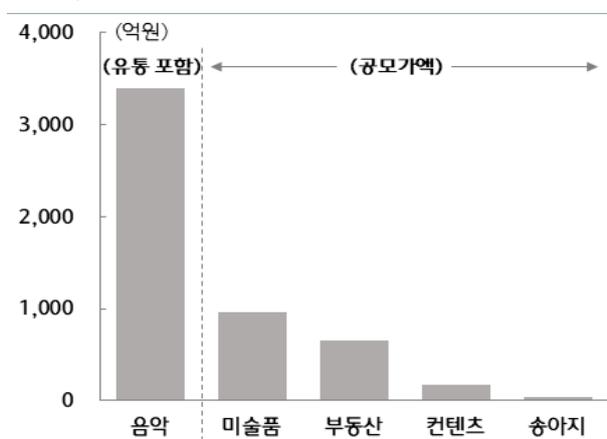
■ 조각투자 시장은 부동산·미술품 부문 확대 등으로 지속 성장할 전망

- 국내 조각투자 시장은 '17년 소개된 이래 꾸준히 확대되었으며, '20년을 기점으로 큰 폭 성장해 '22년초 기준 누적 공모 금액 약 2천억원 규모(뮤직카우 제외)³⁾
- 부동산, 미술품 등을 중심으로 조각투자 플랫폼이 확대되고 있으며, 콘텐츠, 현물 등에 대한 관심도 확대되고 있어 관련 시장은 꾸준히 성장할 전망
 - 미술품 조각투자 규모는 '21년 약 500억원에 이어 '22년 1천억원 규모로 확대될 전망

■ 뮤직카우가 가장 활성화 되어 있으며, 플랫폼은 부동산·미술품 부문이 다수

- 국내 조각투자 운영 플랫폼은 음원 저작권료 참여권 조각투자 플랫폼 '뮤직카우'가 가장 활성화되었으며, 이는 좋아하는 가수에 대한 팬심의 효과인 것으로 판단
 - 투자자간 거래를 포함한 저작권료 참여권 누적 거래금액은 3,399억원 규모
- 부유층 투자 전유물로 여겨지던 부동산·미술품에 대한 조각투자도 점차 활성화 되는 추세로, 이는 '소액'으로 부동산·미술품(수익권) '조각'을 구매할 수 있기 때문
 - 블록체인으로 미술품 소장 이력을 투명하게 관리하고, 부동산 소유권을 분할 관리
 - 해외에서도 부동산에 대한 증권형 토큰 공개(STO)가 가장 활발하며, 카사의 경우 싱가포르 금융청의 인가를 받아 '22년 상반기부터 현지 거래소에 진출할 계획

그림4 | 국내 조각투자 시장 규모(추정)³⁾



자료 : 주요연론

표1 | 국내 조각투자 대상과 운영 플랫폼

투자 대상	운영 플랫폼
음악	뮤직카우
미술품	아트앤가이드, 테사, 데일리뮤지엄, 아트투게더, 피카프로젝트, 소투
부동산	카사, 비브릭, 소유, 펀블
현물 등 자산	피스, 트레저러
한우(송아지)	뱅크우
콘텐츠(영상 등)	펀더풀

자료 : 주요연론

3) 뮤직카우 '22.2월 누적거래액 3,399억원, 미술품 조각투자 누적 공동구매 규모 '22.5월초 약 963억원(아트앤가이드, 아트투게더, 소투, 테사), 부동산 조각투자 총공모액 653억원(카사 5개 건물, 비브릭 1개 건물), 뱅카우 누적펀딩액 '22.4월 35억원, 펀더풀 누적펀딩금액 '21.3월말~'21년말 167.5억원

3. 주요 조각투자 대상과 관련 플랫폼 현황

- **(음악)** 음원 저작권을 양도받아 신탁 형태로 수익권을 획득, 분할 판매
 - 뮤직카우는 음원 ‘저작권재산권 또는 저작인접권’에서 발생하는 수익을 분배받을 권리를 ‘주’ 단위로 분할한 ‘청구권’을 투자자에게 판매하고, 매매 서비스를 제공
 - MZ세대를 통해 부상한 ‘팬슈머(팬+소비자)’ 문화를 저격한 투자
 - '18년 사업을 개시한 이래 누적회원수 91.5만명, 연간 거래액 2,742억원을 달성했으며 ('21년말), 1회 이상 권리를 보유한 회원수가 16.9만명('22.4)에 이르는 등 급격히 성장
 - 다만, 청구권의 ‘증권성’이 인정되면서 자본시장법에 따라 기한 내에('22.10.19) 투자자 보호 조치를 취해야 하며, 신규 청구권 발행도 중단('22.4월, 중선위 의결)

- **(미술품)** 작품 공동구매 후 임대·매각을 통해 얻은 수익을 수익권 비율대로 배분
 - MZ세대를 중심으로 성장⁴⁾했으며, 미술품 특성상 매각까지 평균 1~2년이 소요될 수 있는 중장기 투자임에도 빠르게 성장해 지난 3년간 공동구매액 약 1천억원을 기록
 - '21년 한해 동안 약 500억원의 자금이 유입된 것으로 추정되며 '22년에는 2배 증가 전망
 - 고가의 미술품을 소액으로 투자할 수 있어 시드머니 확보 등의 목적으로 MZ세대가 주로 참여하고 있으며, 아트앤가이드, 테사 등 다양한 플랫폼에서 운영
 - (아트앤가이드) '18년 첫 작품을 매각한 이래 '22.5월초 기준 총 144점의 작품을 공동구매 (78점 매각), 평균수익률(가격상승률) 32.3%, 공동구매 금액 총 362억원을 달성
 - (테사) '22.5월초 기준 누적가입자수 10만명, 1인당 투자 평균금액 65만원이며('21), 앱 내 마켓 거래를 통해 소유권 판매도 가능. 별도 미술관 운영을 통해 실물 감상 기회 제공

표2 | 음악·미술품 플랫폼 현황

	뮤직카우	아트앤가이드	테사
서비스 개시일	'17.7(베타)	'18.10	'20.4
투자대상	저작권료 참여 청구권	미술품	미술품
투자단위	1주 (1곡당 평균 3천주)	1만원	1천원
이용자수	91.5만명('21)	-	10만명('22.5)
사업구조	저작권 신탁	공동구매	공동구매
중개 거래 여부	○	○	○
수수료	거래 시 주당 1.2%	중개거래시 거래금액의 3%	공모, 거래, 판매 수수료 1~15%
증권성 여부	투자계약증권(중선위 의결)	법률자문을 통해 ‘증권’이 아님을 자체적으로 판단	

자료 : 각 사 홈페이지, 주요언론

4) '22.1월초 기준 전체 회원 중 2030세대 비중은 ‘소투’ 55.9%, ‘테사’ 47.0%로 MZ세대가 절반을 차지하며, ‘소투’의 경우 회당 1,000만원 이상 구매 고객의 40%가 MZ세대로 미술품 구매의 소위 ‘큰손’도 MZ세대 비중이 높음

- **(부동산) 수익권을 유동화해 분할하고, 임대료·건물매각 등을 통해 수익을 배분**
 - 부동산 조각투자는 해외 증권형 토큰과 가장 유사하며, 주식거래와 비슷한 매매 방식으로 운영하고, 참여사 대부분 규제특례 인가를 완료
 - 블록체인에 기반해 발행·결제·청산 및 지분 소유권 공증 등을 진행해 투명성을 확보
 - 카사, 비브릭, 소유, 편블 등에서 운영하고 있으며, 신탁사·자산운용사·은행 등 다수의 금융기관이 참여하고, 혁신금융서비스 등 규제특례 인가 후 사업개시
 - (카사) 시장개척자로 수익증권 발행·유통에 대한 규제특례를 인가받았으며⁵⁾, 현재까지 공모한 5개 건물의 시가총액은 277억원 수준('22.4월)
 - (비브릭) 디지털 부동산 펀드 형태의 상품으로 레버리지 투자가 가능하며⁶⁾, 현재는 지역 특구 특례로 부산에서만 사업가능('22.4월 1호 건물 170억원 공모 완료)

- **(현물자산) 가격상승이 예상되는 명품 등 현물을 구매·분할·매각 후 수익 배분**
 - 명품, 한정판 리셀(resell)을 통한 재테크 방식('리셀테크')에 착안해 소액의 명품 투자기회를 제공하는 것이 목적이며, AI 기술, 전문가 협의 등을 통해 상품 선정
 - 쇼룸을 마련해 현물을 직접 확인 가능하도록 하고, 도난 등에 대비해 보험 가입
 - (피스) 소액투자자의 수익실현에 초점을 두고 현물 포트폴리오를 구성해 상품화하며, 증권성을 최대한 배제하기 위해 회원간 거래(유통)를 금지함
 - (트레저리) 소더비 경매 낙찰, 영국 와인협회 제휴 등 해외 소싱을 통한 명품 투자기회를 제공하며, 투자자의 투표를 기반으로 실물자산 매각을 결정 (누적거래규모 2억원, '21.9)

표3 | 부동산·실물자산 플랫폼 현황

	카사	비브릭	피스	트레저리
서비스 개시일	'20.11	'21.12	'21.4	'21.7
투자대상	부동산 수익권	부동산 수익권	명품, 예술품 등 현물	명품, 와인 등 현물
투자단위	DABS당 5천원	BRIC당 1만원	10만원	1천원
이용자수	32만명('22.3)	-	-	10만명('22.4)
사업구조	디지털 유동화 증권	디지털 펀드	현물 재판매	현물 재판매
중개 거래 여부	o	o	x	o
수익구조	선취·운영·매각 수수료	거래 수수료 0.22%	수익금의 20%	수익금의 10%
증권성 여부	금융혁신법 특례로 예외	지역특구법 특례로 예외	법률자문을 통해 '증권'이 아님을 자체적으로 판단	

자료 : 각 사 홈페이지, 기사 취합

5) 전자증권법 시행('20.9)으로(카사는 '19년 사업 개시) '21년 샌드박스 연장 조건에 계좌 관리기관 변경(現 하나은행이었으나 금융당국에서 증권사로 변경 권고), 예약결제원 수익증권 전자등록(ex. 블록체인 미러링), 증권신고서 및 투자설명서 작성 등이 포함

6) 집합투자업자 등록, 증권신고서 신고 등 필요 절차 완료

III. 조각투자의 쟁점과 이슈

1. 국내 규제 이슈

- 금융당국은 조각투자 참여 확대 추세에 대해 소비자 경보를 발령하고, ‘뮤직카우’의 저작권료 참여청구권이 ‘투자계약증권’에 해당함을 공표(’22.4)⁷⁾
 - 일반적으로 판단하는 ‘소유권의 일부를 보유’한다는 인식과 달리 ‘수익에 대한 청구권’ 등으로 조각투자 상품이 발행·유통된다는 점에서 소비자 주의 경보 발령
 - ① 투자정보의 불충분, 허위·과장 가능성, ② 가치평가가 어렵고 거래량이 적어 가치 변동성이 높다는 점, ③ 유통시장에 대한 감시장치 미비로 가격 조작에 노출될 위험이 높다는 점, ④ 사업자 파산에 대한 도산절연 미비, ⑤ ‘증권’ 여부 미점검 등이 원인
 - 또한 민원 내용을 바탕으로 검토한 결과 ‘뮤직카우’의 저작권료 참여청구권이 자본시장법 상 ‘투자계약증권’에 해당해 위법요소가 있다고 밝히고, 투자자 보호 장치 구비 및 사업구조 개편을 조건으로 제재절차 보류⁸⁾
- 금융위, ‘조각투자 등 신종증권 사업 관련 가이드라인’을 발표(’22.4)
 - 향후 조각투자 사업자는 동 가이드라인에 따라 사업을 검토하고, 이에 따른 제반 법적 절차를 이행할 의무가 발생
 - 조각투자 사업의 적법성 확인을 위해 우선 발행 상품의 증권성 여부⁹⁾ 점검이 필요
 - 또한 제공 서비스(업무)의 금융투자업 해당 여부, 자본시장법 외 다른 법률 적용 여부 점검 등이 필수적
 - 또한 투자자가 얻는 수입에 사업자의 전문성이나 사업활동이 중요한 역할을 하는 경우¹⁰⁾, 투자계약증권 인정 가능성이 높아 해당여부를 면밀히 검토할 것을 촉구
 - 단, (증권성이 인정될 가능성이 높지 않으면서) 소유권을 직접 분할 또는 개별적으로 사용·수익·처분이 가능할 경우 투자계약증권에 해당할 가능성이 상대적으로 낮다고 언급

7) 국내 최초의 ‘투자계약증권’ 개념 적용 사례. 투자계약증권은 특정 투자자가 그 투자자와 타인간의 공동사업에 금전 등을 투자하고 주로 타인이 수행한 공동 사업의 결과에 따른 손익을 귀속 받는 계약상의 권리가 표시된 것을 의미(자본시장법 제4조 6항)

8) 투자계약증권의 첫 적용사례로 위법인식과 고의성이 낮다고 판단했으며, 서비스 중지 조치가 불측의 투자자 피해로 이어질수 있다는 점, 창작자의 자금조달수단 다양화 및 저작권 유통산업 활성화에 기여할 수 있다는 점 등을 감안한 결과

9) 단, 증권성은 조각투자 대상의 관리, 운용방법, 수수료 및 보수 등 제반 사항을 종합적으로 감안해 사안별로 판단

10) ① 조각투자 수익 배분·손실 회피가 어려운 경우, ② 사업자 운영 유통시장의 성패가 수익에 큰 영향을 미치는 경우, ③ 투자자 모집 시 사업자의 노력 및 능력으로 사업과 연계된 조각투자 상품의 가격상승이 가능성이 합리적으로 기대되는 경우 등이 해당

2. 해외 증권형 토큰(Security Token)과 국내 조각투자의 관계

- 증권형 토큰은 기초자산을 기반으로 발행된 디지털 자산으로 규제 대상
 - 증권형 토큰은 일반적으로 블록체인 기술을 활용해 유·무형 자산에 대한 소유권 또는 기타 경제적 권리를 표현한 디지털 자산을 의미
 - 유·무형 자산에는 주식, 채권 등의 ‘증권’ 또는 부동산, 지적재산권 등 ‘실물자산’이 포함
 - 기초자산을 기반으로 새로운 투자 기회를 발굴하고, 블록체인 기반이므로 자금 유통 과정이 투명하다는 점에서 발행사와 투자자 모두 선호하는 경향
 - 증권형 토큰 공개(STO, Security Token Offering) 시장은 '17년에 처음 등장했으며, 발전 초기단계로 법적 정의 및 범위가 국가별로 합의되지 않았으나, 암호화폐 공개 (Initial Coin Offering, ICO) 시장이 발달한 국가를 중심으로 관련 규제를 정립중
 - 대부분의 경우에 증권형 토큰은 ‘증권’에 적용되는 규제를 따를 것을 고시
- 국내 조각투자 상품중 일부는 증권형 토큰과 유사한 상품구조를 보류
 - 국내 조각투자 상품 중 일부는 음원 저작권·부동산(유·무형 자산) 등에 대한 수익권 (경제적 권리)을 분할한 디지털 자산으로 증권형 토큰과 유사한 개념
 - 특히 부동산 조각투자 플랫폼 ‘비브릭’은 동사의 서비스에 대해 ‘국내 STO 구현 가능성을 실증해보는 단계’라고 표현
 - 다만, 국내 조각투자 시장은 증권형 토큰의 공개(발행)와 증개가 혼재한 상태로 증개(secondary market)는 거래소에 분리한 해외 STO 시장과 상이
 - 국내 금융당국은 향후 발행과 증개를 분리하는 방향으로 규제해 나갈 것으로 발표
 - 국내 금융당국의 가이드라인에 따라 조각투자 상품이 증권일 경우 증권신고서를 제출하고, 영위하는 서비스 성격에 따라 집합투자업, 투자증개업, 거래소 등에 대한 인허가·등록 과정을 거쳐야한다는 점은 해외 규제 방향성과 동일
 - 이는 증권형 토큰이 증권성을 가질 경우 ‘증권’에 적용되는 규제를 따를 것을 고시하는 해외 가이드라인과 유사한 결정

표4 | 국내 조각투자자와 해외 증권형 토큰 비교

	국내 조각투자	해외 증권형 토큰
유사점	유·무형 자산에 대한 수익권(소유권) 분할, 기초자산에 따라 적정가치 측정 가능	
차이점	민·상법, 자본시장법 등 적용법 혼재 발행·유통시장 미분리	대부분 증권으로서 규제 규제에 따라 발행·유통시장 분리

자료 : 주요언론

주요 국가의 STO 시장 관련 규제 (국내 조각투자는 해외 증권형 토큰과 유사)

- 해외 금융당국은 STO를 제도권에 포함시키기 위한 법적 논의를 적극 진행
 - 주요국은 증권형 토큰에 기초자산이 존재하고, 참여자 모두에게 도움이 되는 순기능을 고려해 STO 시장을 제도권으로 편입하고자 노력
 - 미국, 영국, 싱가포르 등 일부 국가는 증권형 토큰을 비롯해 디지털 토큰에 대한 정의를 가이드라인으로 제시하고, 사례를 통해 규제 적용 여부를 판단
- 주요국은 증권형 토큰 판단을 위한 Howey Test, 사례, 시나리오 등을 제시
 - (미국) SEC는 가상자산 중 ‘증권형 토큰’을 투자계약증권으로 해석하고 증권 관련 법령 적용 대상으로 판단
 - '19년 ‘디지털 자산에 대한 투자계약의 체계’를 발표하고 ‘하위 테스트(Howey Test)’에 근거해 가상자산의 금융투자상품 해당 여부를 점검
 - 하위 테스트 : ① 공동사업 금전투자 여부, ② 투자이익의 합리적 기대 여부, ③ 타인의 노력에 따른 발생 이익 여부를 점검해 ①~③ 모두 충족할 때 증권으로 분류
 - (영국) 관련 업계 의견서 92개를 수렴하고 최종 가이드를 발표했으며, 동 가이드는 증권형 토큰의 정의 및 예시, 규제 적용사례 등을 포함
 - 증권형 토큰 발행에는 승인이 필요하지 않으나 중개에 대해서는 인가를 요구
 - (싱가포르) 가이드를 통해 발행되는 토큰의 성격이 증권, 집합투자 등 자본시장 상품·서비스의 성격에 해당할 경우 동일 금융규제가 적용됨을 명시

표 | 국가별 STO 관련 규제 현황

	미국	영국	싱가포르
관련 규제	가이드라인 제시	가이드 발표	가이드 제시
적용법	증권법	RAO, MIFID	증권선물법
증권성 판단여부	Howey Test	사례 제시	사례 및 점검 시나리오 제시
발행 인가 필수	o	x	o
중개 허용 여부	o	o ('20.8, 첫 거래소 허용)	o
중개 인가 필수	o	o	o

자료 : 각국 금융당국 발표자료

IV. 조각투자 시장 전망

- 조각투자는 MZ세대가 선호하는 특징을 보유해 향후에도 투자가 이어질 전망
 - MZ세대는 ‘자본주의 키즈’¹¹⁾라고 언급될 만큼 자본주의 생리에 익숙하고 투자를 생활의 일부로 생각하는 특징을 보유
 - 이는 ‘영끌’하지 않고는 시드머니조차 모으기 어려운 MZ세대와 부를 이전받아 투자할 곳을 찾는 MZ세대, 양극화된 두 부류의 MZ세대 모두 투자처를 찾기 때문으로 판단
 - 특히 ‘덕업일치’(좋아하는 일과 생업이 일치)를 선호하는 MZ세대에게 좋아하는 가수의 음악, 사고 싶은 시계, 소장할 가치가 있는 미술품 등에 ‘소액으로’ 투자할 수 있는 조각투자는 생활형 투자로서 소위 ‘입맛에 맞는’ 투자로 인식
 - 자신이 선호하는 가치와 일치한다면 소비가 아깝지 않고, 일상에서 소소한 행위를 통해 보람을 찾는 MZ세대의 특성이 반영
 - 이에 따라 소액의 자본으로 단기 고수익이 기대되면서, 좋아하는 가수·현물 등이 투자대상인 조각투자 열풍은 향후에도 지속될 전망
- 조각투자에 대한 법적 이슈가 제기되었다는 점은 시장발전에 긍정적
 - 당국은 이번 발표를 통해 규제 밖 ‘회색지대’를 축소하고 제도권으로의 편입을 유도하되, 관련 업계와의 협의, 해석사례의 누적 등을 통해 향후 수정·보완될 수 있다고 발표해 시장발전의 여지를 남김¹²⁾
 - 現 서비스중인 플랫폼은 사업구조에 따라 영향이 상이할 것으로 예상
 - 실물자산을 기반으로 하는 플랫폼과 샌드박스 등 특례 적용을 받은 부동산 관련 플랫폼 등은 이번 가이드라인 발표에 영향을 적게 받을 것으로 예상
 - 다만, 일부 플랫폼은 수익창출 과정과 관련해 증권으로 인정될 가능성이 있어 법적 자문을 진행하고 있는 것으로 알려짐
 - 향후 조각투자가 제도권으로 편입될 경우 연기금·기관투자자 등 신규 투자자가 시장에 유입될 것으로 기대
 - 국내외 연기금, 사모투자 등에서도 조각투자 등에 관심을 보이는 것으로 알려짐¹³⁾

11) 「트렌드 코리아 2021」

12) “실험 기회 자체를 막으면 조각투자 시장 자체가 자리매김 할 수 없기에 실험 영역으로 놔두자는 것”, 금융위 유튜브

13) 블랙스톤, KKR(사모펀드), 퍼싱스퀘어캐피탈(美 헤지펀드) 등에서 음악 저작권에 투자하고 있으며, 국내 행정공제회 등 일부 연기금에서도 음악 저작권 투자를 검토하는 것으로 알려짐. 또한 뮤직카우에 투자한 사모펀드의 자금 중 일부는 연기금 출자 펀드

■ 국내 조각투자에 대한 체계적인 인프라(제도) 구축이 시급

- STO 시장이 가장 발달한 미국은 상황별 개별 투자계약 여부를 판단하는 단계를 지나 축적된 사례를 바탕으로 통일된 가이드라인을 마련하고 제도권 편입 진행중
 - 미국은 별도 포탈을 통해 가상자산 참여자들과 소통, 비조치 의견서 등을 공시
- 반면 국내는 상황별로 개별 사업자를 판단하는 시범단계로 현재 운영중인 플랫폼의 생존·확장 여부가 향후 시장발전에 중요하게 작용할 것으로 판단
 - 발행·유통을 모두 수행하는 사업자가 금융규제 샌드박스 신청을 위해 발행과 유통을 분리하는 등 조직개편이 필요할 경우 단기간에 상당한 어려움을 겪을 가능성이 높음
 - 가이드라인 內 샌드박스 신청을 위해 발행시장과 유통시장을 분리할 것을 명시하고 있으며, 투자자 보호측면에서 예외적·한시적으로 허용될 경우에도 최종적으로는 동시 운영을 허용하지 않는 형태로 규제해 나갈 것으로 방향 제시
- 국내는 '17년 가상자산 발행을 금지했으나 조각투자가 증권형 토큰과 사실상 유사한 형태임을 고려할 때 관련 규제에 대한 실효성을 재검토하고 제도권화하기 위한 노력이 필요한 시점
- 특히 조각투자 대상에 대한 정보 비대칭성, 도산절연 장치 미비, 발행·중개 미분리, 과도한 가격 변동성 등 투자자 보호에 대한 세분화된 규제 마련이 필요

■ 향후 블록체인 활용 플랫폼의 확산과 함께 지식재산권 등 유·무형 자산에 대한 투자 관심 확대, 신정부의 가상자산 관련 규제 인프라 구축 등을 기대

- 향후 실물자산의 소유권 공증, 수익권 분할, 유동화, 투자자금 보호 등 다양한 형태로 블록체인 기술을 적용한 플랫폼이 지속적으로 등장할 것으로 예상
- 지적재산권 등 무형자산에 대한 관심이 확대되면서 음원 저작권, 지식재산권 투자와 같이 관련 산업 전체에 긍정적 영향을 가져오는 투자 효과도 기대
 - 기술보증기금은 R&D 등 지식재산권 지분 투자를 통한 투자·거래 활성화 방안을 모색
- 신정부의 가상자산 관련 공약 중 ICO 조건부 허용 등이 포함되어 향후 가상자산 시장의 투자자 보호에 대한 규제 발전으로 이어질 가능성이 있음
- 특히 연관된 산업의 발전, 신규 대체투자 수단 등장이라는 긍정적 측면이 투자자 보호 미비, 제도권 밖 규제받지 않는 투자라는 인식 등 부정적 측면에 가려지지 않도록 규제 당국의 적극적인 규제 인프라 구축 노력이 필요

[참고문헌]

- 금융위원회(2022.4), “저작권료 참여청구권의 증권성 여부 판단 및 (주)뮤직카우에 대한 조치”
- 금융위원회(2022.4), “조각투자 등 신종증권 사업 관련 가이드라인”
- 이재경(2021.12), “분할소유권 거래의 금융법적 쟁점”
- 자본시장연구원(2021.6), “미국의 증권토큰발행(STO)에 관한 고찰”
- 한국금융연구원(2018.6), “비트코인은 증권인가? - 증권에 대한 정의와 투자자보호”
- BlockState(2019), “Global STO Study”
- Deloitte(2020), “Security token offerings: The next phase of financial market evolution?”
- Deloitte(2021), “Real estate STO whitepaper”
- Forbes(2021.6) “Security Token Industry In 2021”
- PwC(2020), “ICO/STO Report”
- World Economic Forum(2021.5), “Digital Assets, Distributed Ledger Technology, and the Future of Capital Markets”



04538 서울특별시 중구 을지로 66 (을지로 2가, 하나금융그룹 명동사옥 8층)

TEL 02-2002-2200

e-mail hanaif@hanafn.com

<http://www.hanaif.re.kr>