

보도 일시	배포시	배포 일시	2022.11.29.(화) 증선위 의결 후	
담당 부서	금융위원회 자본시장과	책임자	과 장	이수영 (02-2100-2650)
		담당자	사무관	현지은 (02-2100-2652)
	사무관		심원태 (02-2100-2656)	
	금융감독원 기업공시국	책임자	국 장	박용호 (02-3145-8100)
담당자		팀 장	장영심 (02-3145-8482)	

## 조각투자 시장의 규율을 지속적으로 확립해 나가겠습니다.

- (주)뮤직카우 제재면제 의결 및 한우·미술품 조각투자의 증권성 판단 -

### [ 주요 내용 ]

- ◆ 금일 증권선물위원회는 (주)뮤직카우가 제재절차 보류시 부과된 조건의 이행을 완료하였음을 보고받고 **제재면제**를 최종 의결하였습니다.
- ◆ 또한, 「조각투자 등 신종증권 사업 관련 가이드라인」에 따라 공동소유권을 부여하는 **한우(1개사)·미술품(4개사) 조각투자**를 **투자계약증권**으로 판단해,
  - 소유권을 분할하는 경우에도 투자자의 수익에 사업자의 전문성이나 사업활동이 중요한 영향을 미치는 경우에는 증권에 해당할 수 있다는 증권성 판단원칙을 더욱 명확히 하였습니다.

## 1 (주)뮤직카우 제재면제 의결

- 증권선물위원회(이하 “증선위”)는 4.20일 (주)뮤직카우의 **음악 저작권료 참여 청구권**을 **투자계약증권**에 해당한다고 판단하였습니다.
- 다만, 투자자 피해가 없었던 점, 투자자의 사업지속에 대한 기대가 형성된 점, 문화콘텐츠 산업에 기여할 여지가 있는 점 등을 종합적으로 감안하여

- 투자자들이 인식하는 사업내용에 부합하는 **투자자 보호장치 마련**을 조건으로 **증권신고서 미제출** 등에 대한 **제재절차**를 **보류**한 바 있습니다.

□ 이에 (주)뮤직카우는 5.19일 사업재편 계획을 제출하고, 9.7일 혁신금융 서비스 지정을 거쳐 10.19일 사업재편 계획의 이행결과를 보고하였습니다.

○ 금융감독원의 점검 결과 (주)뮤직카우는 증선위가 부과한 **사업재편 조건을 모두 이행**한 것으로 확인되어, 금일 증선위는 이를 승인하고 (주)뮤직카우의 증권신고서 미제출 등에 대한 **제재 면제**를 **의결**하였습니다.

**< 뮤직카우 사업재편 조건 이행결과 >**

① 투자자 재산을 사업자 도산위험과 절연	→ 신탁 수익증권 구조로 전환
② 투자자 예치금을 투자자 명의 계좌에 별도예치	→ 투자자 명의 <b>키움증권 계좌에 예치</b>
③ 물적설비와 전문인력 확보	→ 전산설비 확보 등 <b>확인</b>
④ 설명자료·광고 기준을 마련하고 약관 교부	→ <b>공시규정·증권신고서 양식 사용, 금투업자 수준의 광고기준</b> 등
⑤ 투자자 보호를 위해 유통시장이 꼭 필요하고, 이해상충방지체계와 시장감시체계를 갖춘 경우에만 예외적으로 유통시장 운영 허용	→ <b>내부통제기준·시장감시규정·이상거래탐지 시스템 마련, 사무공간 분리, 정보교류 차단</b> 등
⑥ 분쟁처리절차 및 투자자 피해 보상 체계 마련	→ <b>분쟁조정위원회 구성</b> 등
※ 이행완료에 확인시까지 신규 모집·광고 불가	→ 신규 모집·광고 집행 <b>없었음</b>

□ (주)뮤직카우는 동 증선위 의결에 따라 12월부터 신탁 수익증권 거래를 위한 투자자 계좌개설 신청을 받는 등 **후속조치를 이행**해 나갈 계획임을 보고하였으며,

○ 9.7일 혁신금융서비스 지정 당시 부과된 추가조건을 모두 충족할 경우 새로운 사업구조에 기반한 신규 발행 등이 이루어질 예정입니다.(내년 1분기 예상)

## 2 한우·미술품 조각투자

- 금융위와 금감원은 4.28일 「조각투자\* 등 신종증권 사업 관련 가이드라인」(이하 “가이드라인”)을 제공하여 자본시장법규 적용 가능성과 사업화에 필요한 고려사항을 안내하였으며,
  - \* 2인 이상의 투자자가 실물자산, 그 밖에 재산적 가치가 있는 권리를 분할한 청구권에 투자·거래하는 신종 투자형태
- 이후 여타 조각투자 상품의 증권성 판단과 후속조치 방안을 검토하여 왔습니다.
- 이를 바탕으로 금일 증선위는 5개 업체의 한우(1개사)·미술품(4개사) 조각투자에 대해 증권성을 판단하고, 조치방안을 의결하였습니다.

### 가. 증권성 판단 : 투자계약증권

- (주)스타키피어의 한우 조각투자는 송아지의 공유지분(소유권)과 함께 사육·매각·손익배분을 전적으로 수행하는 서비스 계약을 결합하여 판매하였으며, 이는 자본시장법상 투자계약증권의 요건\*에 해당합니다.
  - \* 특정 투자자가 ①그 투자자와 타인(다른 투자자를 포함) 간의 공동사업에 금전등을 투자하고, ②주로 타인이 수행한 공동사업의 결과에 따른 손익을 귀속받는 계약상의 권리가 표시된 것으로서, ③이익을 얻거나 손실을 회피할 목적이 있을 것
- (주)테사, (주)서울옥션블루, (주)투게더아트, (주)열매컴퍼니의 미술품 조각투자 또한 미술품의 공유지분(소유권)과 함께 미술품을 보관·관리·매각·손익배분을 전적으로 수행하는 서비스 계약을 결합하여 판매하였으며, 이는 자본시장법상 투자계약증권의 요건에 해당합니다.

※ [참고1] 한우·미술품 조각투자 투자계약증권 해당 이유 참조

## 나. 조치안 : 조건부 제재 보류·유예

- 한우·미술품 조각투자가 증권에 해당함에도 이를 모집·매출하면서 투자자 보호를 위해 필요한 증권신고서(또는 소액공모 공시서류)를 제출하지 아니한 5개 업체에는 과징금·과태료 부과 등 제재조치가 가능합니다.
- 다만, 증선위는 다음과 같은 점을 감안하여 투자자 보호 장치 구비 및 사업구조 재편을 조건으로 제재절차를 보류·유예하기로 의결하였습니다.

### < 5개 업체 제재절차 보류·유예 사유 >

- ① **민법상 공동소유권을 부여하는 조각투자에 대해 증권성을 판단한 최초 사례**
  - \* 투자계약증권으로 판단한 최초 사례인 뮤직카우의 음원 조각투자는 소유권 미부여
- ② 현재까지 투자자 피해가 크지 않음
- ③ 소액 대체투자 수단으로 발전할 여지가 있음
- ④ 회사가 적극적으로 투자자 보호 강화를 위한 사업재편을 희망

- 5개 업체는 증선위 의결일(11.29일)로부터 6개월 내 사업구조를 재편해 투자자 보호를 강화하고, 그 결과를 금융감독원에 보고하여야 합니다.
- 증선위는 조각투자 투자자의 재산(예치금 등)이 보호되고 한우·미술품에 대한 투자자의 민법상 공동소유권이 안전하게 행사될 수 있는 핵심적인 투자자 보호장치 마련을 사업구조 재편에 포함하도록 요구하였습니다.  
(다음페이지 <사업구조 재편시 포함되어야 할 사항> 참조)
- 또한, 증선위는 5개 업체의 이후 영업은 별도의 특례부여 없이 자본시장법상 규제를 모두 준수하도록 하였으며, 가이드라인에 제시된 규제 특례를 부여하면서 까지 발행·유통 겸영을 허용하는 예외적인 경우에 해당되지 않는다고 판단하였습니다.

○ 이는,

( i ) 한우미술품 조각은 부동산·음원 청구권 조각 등과 달리 투자기간 중 지속적인 현금흐름 등을 통해 내재가치나 시세를 판단할 수 없고 유통시장에서의 **조각 가격 산정**에 대한 **정보비대칭성**이 매우 큰 문제 등 투자자의 피해가능성을 배제할 수 없다는 점,

※ 또한, 조각 유통시장의 시가총액과 경매 가격이 크게 차이나는 경우도 빈번히 발생 가능

( ii ) 투자기간이 짧고 별도의 경매시장이 존재해 투자자 보호를 위해 유통시장이 꼭 필요한 경우도 아니라는 점을 고려한 것입니다.

○ 이에 따라 유통시장을 운영하던 업체들은 기존 투자자 보호방안을 마련하여 유통시장을 폐쇄\*해 나가는 등 아래 내용과 같이 투자자 보호를 위해 사업구조를 재편해야 합니다.

\* 자본시장법상 허가받은 거래소와 혁신금융서비스 지정을 통해 관련 규제특례를 받은 사업자를 제외하고는 증권시장의 유통시장을 운영하는 것은 허용되지 않음

#### 〈 사업구조 재편시 포함되어야 할 사항 〉

- ① 투자자별 **공유지분(소유권) 입증** 및 **물건 보관 위치 확인수단** 제공(증권신고서 기재) 또는 사업자의 **도산위험**과 법적으로 **절연**
- ② 투자자 **예치금**을 받는 경우 **외부 금융기관**에 별도 **예치** 또는 **신탁**
- ③ 조치일로부터 6개월 내 **유통시장 폐쇄 계획** 및 관련한 기존 **투자자 보호방안 마련**
- ④ **투자판단에 중요한 사항\***에 대한 **적정한 설명자료** 및 **광고 기준**을 마련  
(관련 내용을 증권신고서에도 기재)

\* 예) 가치평가 방법(미술품의 경우 사업자가 진품임을 확인한 방법·절차 등 포함), 투자위험(물건 손상위험, 미매각위험, 미술품의 경우 위작 위험 등), 매각기간 등

⑤ **합리적인 분쟁처리절차** 및 사업자 과실로 인한 **투자자 피해 보상 체계**를 마련  
(예: 보험가입·투자자보호기금 조성 등)

⑥ 사업중단시 **독립적 제3자**의 물건 보관·관리·처분·정산 등 **업무 수행 체계** 마련

※ **상기 조건 이행완료**에 대한 **금감원 확인·증권위 승인**시까지 **신규 모집·광고 집행 불가**

- 금융감독원이 상기 부과조건의 이행여부를 포함한 사업구조 재편 및 관계 법령에 따른 합법성을 확인하여 증선위에 보고하고 증선위가 이를 승인 하면 제재가 면제됩니다.

**다. 의미 : 조각투자 가이드라인상 증권성 판단원칙을 일관되게 적용**

- 민법상 공동소유권을 판매하는 조각투자의 경우에도,
  - (i) 조각투자대상 자체의 **가치·가격 상승**을 위하여 **회사가 보관·관리·매각·손익배분을 전적으로 수행하는 서비스 계약이 결합되어 있으며,**
  - (ii) 이러한 서비스를 제공하는 **회사의 전문성과 사업 활동이 투자자 모집시 중요한 홍보포인트로 제시되어 투자자의 투자 판단에 있어 핵심적인 요인**으로 작용하는 경우에는 **(투자계약)증권에 해당할 가능성이 높습니다.**
- 이러한 내용은 가이드라인상 증권성 판단원칙에 이미 제시되어 있으며,
  - 투자자가 공동소유권을 보유하는 경우에도 투자자의 수익에 사업자의 전문성이나 사업활동이 중요한 영향을 미치는 경우에는 (투자계약)증권에 해당된다는 점을 다시 안내드립니다.

**< 조각투자 가이드라인(4.28) 중 관련 내용 >**

- **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 투자 손실 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
- ※ **위의 증권성 인정 가능성이 높은 경우에 해당하지 않고,**
  - ① 조각투자대상에 대한 **소유권 등 물권, 준물권 등 이와 동등한 권리를 실제로 분할해 투자자에게 직접 부여하는 경우 ... 증권 해당 가능성이 낮음**

### 3 향후 계획

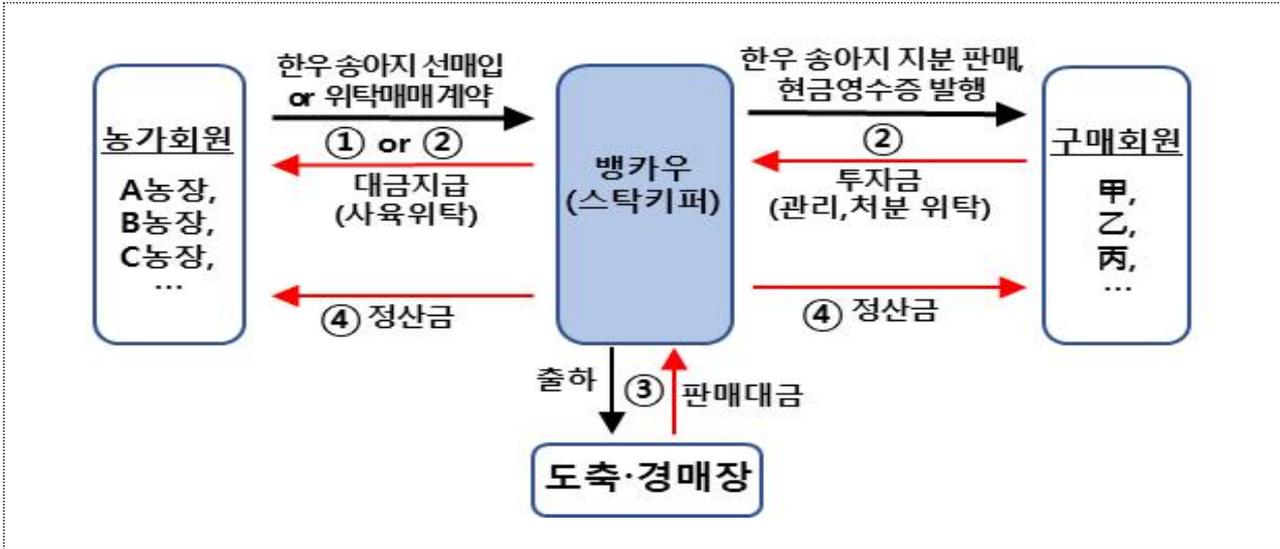
- 금일 제재 보류·유예가 의결된 5개 업체에 대해서는 부과조건의 이행 여부 및 사업재편 경과를 지속적으로 관리·감독해 나갈 예정입니다.
- 금융위·금감원은 **투자자 보호를 전제**로 조각투자 등 자본시장의 새로운 혁신 서비스를 전향적으로 제도권 내로 수용하고,
  - 조각투자 가이드라인에 따른 판단례를 축적해 보다 명확한 증권성 판단 원칙을 제공함으로써 **법 적용의 예측가능성을** 제고하겠습니다.
- 한편, 향후에도 증권성 판단 선례와 유사한 방식의 조각투자 서비스를 제공하는 사업자가 자본시장법을 준수하지 않고 사업을 계속 영위하는 경우는 원칙적으로 자본시장법에 따라 조치하여,
  - **조각투자**가 충실한 투자자 보호를 토대로 한 혁신적인 서비스로 발전해 나갈 수 있도록 **시장 규율을 확립**하겠습니다.

※ [참고1] 한우·미술품 조각투자 투자계약증권 해당 이유

[참고2] 주요 Q&A

1. 한우 조각투자

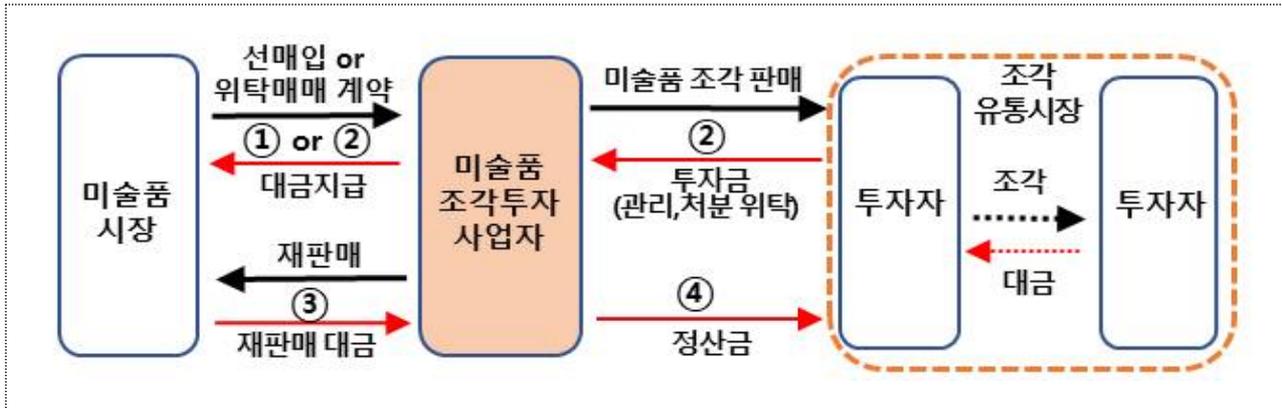
〈 한우 조각투자 구조 〉



- ① (공동사업) 동일 한우의 공유지분을 보유한 투자자들 간 해당 한우의 사육 및 매각결과에 따른 손익을 동일하게 향유 (수평적 공동성)
  - 한우 사육 및 매각에 따른 투자자의 수익이 증가해야 회사의 수수료 수입도 증가하게 되므로, 회사의 성패도 투자자들의 손익과 연계 (수직적 공동성)
- ② (주로 타인 수행) 회사가 전문성을 활용해 한우의 보관·사육·관리, 운송·매각 및 손익배분 등의 업무를 전적으로 수행
  - 이러한 회사의 활동은 송아지를 판매 가능한 한우로 사육하는 등 송아지 자체의 가치를 상승시키며, 투자자 모집시 이와 관련한 회사의 전문성과 사업활동이 핵심적인 홍보 포인트로 제시
- ③ (이익획득 목적) 투자자는 송아지를 사육·수익하기 위한 목적이 아닌 투자목적으로 공유지분을 매수하며, 회사도 수익률 광고·홍보 등 이익 기대 부여

## 2. 미술품 조각투자

〈 미술품 조각투자 구조 〉



- ① (공동사업) 동일 미술품의 공유지분을 보유한 투자자들 간 해당 미술품의 매각결과에 따른 손익을 동일하게 향유 (수평적 공동성)
  - 또한, 미술품 매각에 따른 투자자의 수익이 증가해야 회사의 수수료 수입도 증가하게 되므로, 회사의 성과도 투자자들의 손익과 연계 (수직적 공동성)
- ② (주로 타인 수행) 회사가 미술품 거래 데이터 분석, 협력사 네트워크 (옥션, 갤러리 등), 자체 전문인력을 활용해 매수 대상 미술품 선정, 적정가격 매입·매각, 전문적인 보관·관리 및 손익배분 등의 업무를 전적으로 수행
  - 이러한 회사의 활동은 미술품 자체의 가치를 상승시키며, 투자자 모집시 이와 관련한 회사의 전문성과 사업활동이 핵심적인 홍보 포인트로 제시
- ③ (이익획득 목적) 투자자는 미술품을 사용·수익하기 위한 목적이 아닌 투자목적으로 조각투자 지분을 매수하며, 회사도 수익률 광고·홍보 등 이익 기대 부여

**Q1. 투자자가 지인들과 미술품을 공동구매한 후 갤러리에 보관하면서 매각을 위탁하는 경우에도 투자계약증권에 해당할 수 있는지 여부**

- 해당 경우는 금번에 증권성을 판단한 미술품 조각투자과 다음과 같은 차이가 있어, 증권에 해당할 가능성이 낮은 경우로 생각됨
- (i) 투자자 간 인적 유대관계가 존재하여 투자자들이 주도하여 보관장소나 매각위탁 상대방(갤러리)를 변경할 수 있음
  - (ii) 투자자들이 실질적으로 매각조건을 결정할 수 있음
  - (iii) 물권자로서 미술품 처분에 대한 동의권을 행사할 수 있음
- ※ 단, 갤러리가 주도하여 불특정 다수의 투자자를 모집해 미술품을 판매하면서 이를 재매각해 운용수익을 분배하겠다는 약정을 하는 경우에는 투자계약증권에 해당 소지  
→ 개별 사안별로 사실관계 확인 및 검토가 필요
- 반면, 미술품 조각투자는 불특정 다수를 대상으로 하는 특성상 투자자간 인적관계가 전혀 없어 투자자들이 의미 있는 역할을 수행하기 곤란
- 투자자들은 대금을 지급하고 공유지분을 매수하는 역할만 수행할 뿐이며, 회사의 전문성과 노력 없이는 수익 획득이 불가능

**Q2. 한우·미술품 조각투자에는 신탁 수익증권 구조로의 전환을 필수적으로 요구하지 않은 이유는?**

- 뮤직카우와 달리 한우·미술품 조각투자 5개 업체는 투자자들에게 소유권(공유지분)을 부여하는 형태
- ⇒ 사업자가 도산하더라도 물건에 대한 소유권은 투자자에게 있어, 소유권 입증 수단을 적절히 제공한다면 도산절연 효과가 있음
- ※ 소유권 입증 수단을 적절히 제공하기 어렵다면 도산절연 구조를 갖추도록 요구

**Q3. 미술품의 경우 위작 판명시 투자자의 손실 위험이 크고 사업자 과실로 물건이 손상될 수도 있는데 투자자 보호방안은?**

- 위작 판명으로 인한 투자자의 손실 위험은 미술품 투자시 주요 투자 위험에 해당하므로 투자자가 정확히 알고 투자하는 것이 중요
  - ⇒ 진품 확인 방법과 위작 관련 투자위험을 증권신고서에 기재하고 설명자료에 명확히 설명하며, 관련 투자자보호기금 조성을 요구
- 미술품 손상 위험 관련하여는 현재 업체들이 모두 보험에 가입하고 있는 것으로 파악되며, 책임보험 가입을 사업재편 조건으로 요구

**Q4. 투자계약증권에는 유통제도가 적용되지 않으므로 규제특례를 주지 않더라도 유통시장이 개설될 수 있는 것 아닌지?**

- 투자계약증권에도 매출 공시 의무는 적용되므로, 매도 주문을 공개적으로 게시할 때마다 조각투자 업체에 공시의무 발생
  - ⇒ 매출 공시 의무에 대한 규제특례 없이는 유통시장 형성 불가능

**Q5. 조각투자증권에 대한 유통시장 허용 기준은 무엇인지?**

- 조각투자대상 자산을 매각할 시장이 부재하거나 투자기간이 장기인 경우 투자자 보호를 위하여 유통시장이 필요할 수 있음
  - 이 중 지속적인 현금흐름이 발생해 내재가치를 평가할 수 있거나, 가격평가에 참고할 수 있는 정보\*가 충분히 제공되어 정보비대칭으로 인한 유통시장 투자자의 피해 발행 가능성이 낮은 경우에는,
    - \* 예) 유사한 자산의 가격정보, 감정평가 정보 등
  - 이해상충방지체계 등 마련을 조건으로 규제특례를 부여하여 예외적·한시적으로 유통시장을 허용할 수 있음

※ 환금성이 낮고, 투자기간이 장기이면서, 내재가치·가격을 평가할 수 있는 정보도 미흡한 경우에는 증권화된 조각투자대상으로 부적절

**Q6. 유통시장 폐쇄와 관련한 업체들의 입장은?**

- 유통시장을 운영 중인 미술품 조각투자 3개사의 경우 유통 규모 (월 0.6~1.8억원)와 수수료(월 30~400만원)가 크지 않음
  - \* 한우 및 미술품 1개사는 유통시장 미운영 중
- 해당 업체들에 현행 법령상 특례(유통시장 운영 허용)을 인정하기 어렵다는 점을 안내하였고 업체들 또한 이를 수용하였음
- 해당 3개사는 유통시장 운영 중단 관련 기존 투자자 보호대책을 충실히 마련하여 6개월 내 사업재편을 추진하여야 함

**Q7. 5개 업체는 투자계약증권으로 증권신고서를 제출하고 영업을 하게 되는데, 증권신고서 서식 등이 마련되어 있는지?**

- 마련되어 있음
  - \* 증권 발행·공시 규정 §2-6⑧7. 투자계약증권 공모시 증권신고서 첨부서류 : 투자계약관계서류, 업무위탁계약서 사본, 변호사의 법률검토의견

담당 부서	금융위원회 자본시장과	책임자	과 장	이수영 (02-2100-2650)
		담당자	사무관	현지은 (02-2100-2652)
	금융감독원 기업공시국	책임자	국 장	박용호 (02-3145-8100)
		담당자	팀 장	장영심 (02-3145-8482)

