

토큰증권 발행·유통제도 구축에 있어서의 주요 쟁점

2023. 10. 25.

선임연구위원 김갑래

Contents

01

제도 개요

02

증권성 이슈

03

전자증권법 개정 이슈

04

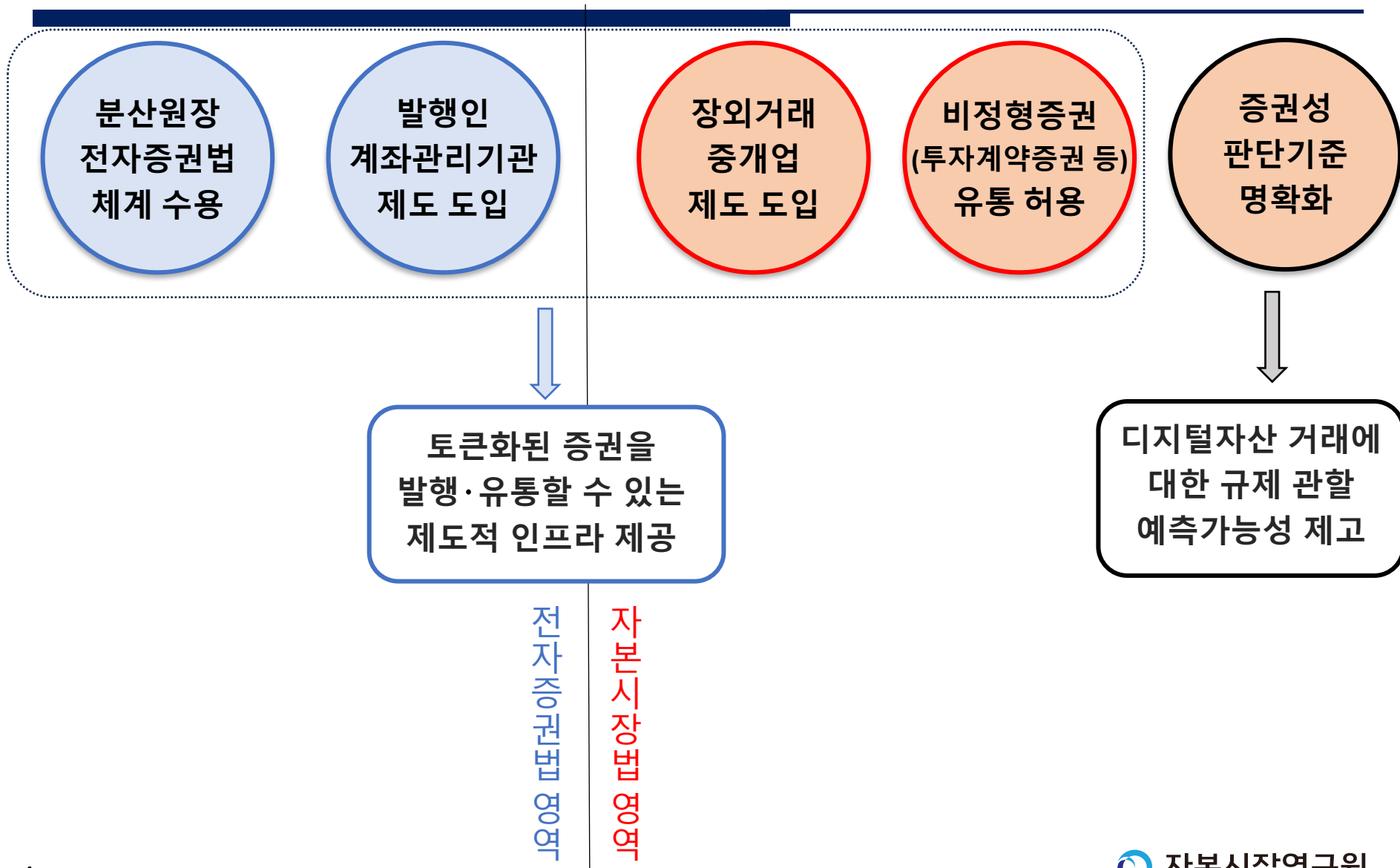
자본시장법 개정 이슈

05

과세 이슈

1 제도 개요

토큰증권 발행·유통 제도화의 의의



토큰증권 분산원장의 법적 효력 인정

● 주요 내용 ●

- ▶ 전자증권법을 개정하여, 토큰증권 양수인이 분산원장 계좌부에 등록된 경우에 권리추정력 인정

● 개정안 ●

- ▶ “분산원장등록주식등”이란 분산원장인 전자등록계좌부에 전자등록된 주식등을 말한다. (전자증권법 개정 윤창현안 제2조제4의2호)
 - ※ 전자등록의 효력: “전자등록계좌부에 전자등록된 자는 해당 전자등록주식등에 대하여 전자등록된 권리를 적법하게 가지는 것으로 추정한다.” (전자증권법 제35조제1항)

● 기대 효과 ●

- ▶ 분산원장에 대한 권리추정력을 인정하게 되면, 토큰증권의 발행인, 투자자, 감독당국 모두에 큰 효용이 발생
 - ▶ 발행인은 탈중앙화, 탈중개인화된 증권 유통망을 통해 자금조달 비용을 낮출 수 있음
 - ▶ 투자자는 다양한 자산에 대한 조각투자가 가능해지기 때문에 투자자산 선택의 폭을 넓힐 수 있음
 - ▶ 금융감독당국은 토큰증권시장의 투명성과 스마트계약을 통한 자동화된 의무이행을 바탕으로 높은 수준의 규제 준수율을 보장받을 수 있음

발행인 계좌관리기관 제도 도입

● 주요 내용 ●

- ▶ **전자증권법** 개정을 통해, 계좌관리기관 역할을 맡은 **발행인이** 자신이 발행한 토큰증권의 권리 내용과 권리자 등에 대한 정보를 분산원장에 기재하고 해당 **분산원장을 직접 관리**할 수 있도록 함
 - ▶ 투자자보호를 위해 **신뢰성·전문성·안정성** 요건을 충족하는 발행인에게만 계좌관리기관의 지위를 부여

● 개정 안 ●

- ▶ “발행인 계좌관리기관”이란 분산원장을 이용하여 자신이 발행하는 주식등을 전자등록하려는 자로서 제19조의2에 따라 등록한 자를 말한다. (전자증권법 개정 윤창현안 제2조제8호)
 - ※ 동 개정안 제19조의2는 발행인 계좌관리기관의 등록 요건 규정: 주식회사, 10억 자본자본, 인적·물적 설비, 분산원장 적합성, 대주주 및 임원 적격성, 사회적 신용, 이해상충방지체계 등의 요건

● 기대 효과 ●

- ▶ **중개기관** 확보가 어려운 발행인이 **자금조달** 비용을 줄이고 혁신적 기업의 자본시장 **접근성**을 높일 수 있음

신금융투자상품의 다자간 장외거래 허용

● 주요 내용 ●

- ▶ 자본시장법 개정을 통해,
 - ▶ 투자계약증권과 비금전신탁 수익증권의 유통이 허용
 - ▶ 다양한 종류의 토큰증권을 다자간 상대매매 방식으로 유통시킬 수 있는 장외거래중개업 인가제도가 도입

● 개정 안 ●

- ▶ 투자계약증권 등에 대한 자본시장법 적용 제한에 관한 단서조항 삭제 (자본시장법 개정 윤창현안 제4조)
- ▶ 장외거래중개업자를 통한 다자간 상대매매 허용 근거규정 (동 개정안 제166조제1항제2호)
 - ※ 일반투자자의 투자한도를 투자목적, 재산상황, 투자경험 등을 고려하여 제한 (동 개정안 제166조제4항)

● 기대 효과 ●

- ▶ 다양한 형태의 기초자산과 권리가 **토큰증권화** 되어 발행·유통됨에 따라 증권시장의 수요와 공급이 **다변화**되고 **활성화**
- ▶ 토큰화된 증권을 다양하게 거래할 수 있는 소규모 장외거래시설이 다수 운영됨에 따라, 우리 자본시장의 **경쟁**과 **혁신**이 더욱 촉진됨

2 증권성 이슈

토큰증권의 개념

- ❶ 지난 2월 6일 금융위원회는 “**토큰증권(Security Token) 발행·유통 규율체계 정비방안**”을 발표하며 증권성 판단기준을 제시
 - › “토큰 증권(Security Token)이란, 분산원장 기술(Distributed Ledger Technology)을 활용해 자본시장법상 증권을 디지털화(Digitalization)한 것을 의미” (금융위, 토큰증권 관련 보도자료, 2023. 2. 6)
- ❷ 자본시장법은 증권의 증서성(證書性)을 요구하지 않고 표시하는 권리에 따라 규율하기 때문에, 증권성이 있다면 증권으로 간주
 - › 토큰증권에서 ‘토큰’은 투자상품의 **형식**을, ‘증권’은 투자상품의 **실질**을 의미함
 - › 따라서 “토큰증권 발행(STO) 허용은 새로운 **그릇**을 만들어, **음식** 특성에 잘 맞는 그릇을 선택할 수 있도록 허용하는 것임” (금융위, 2023. 2. 6. 보도자료)
- ❸ 자본시장법상 토큰증권과 특금법상 가상자산의 개념상 경계가 모호한 부분은 특히 **투자계약증권**에서 나타남
 - › 자본시장법상 증권은 **채무증권, 지분증권, 수익증권, 투자계약증권, 파생결합증권, 증권예탁증권**의 6가지로 구분되며, 집합투자를 수행하기 위한 기구에 대한 수익권이나 출자지분이 표시된 것은 별도로 **집합투자증권**으로 규정
 - › 이 중 가장 포괄적인 **투자계약증권**은 “특정 투자자가 그 투자자와 타인 간의 **공동사업에 금전등을 투자**하고 주로 타인이 수행한 공동사업의 결과에 따른 **손익을 귀속받는 계약상의 권리**가 표시된 것” (동법 제4조제6항)으로서 적용범위가 폭넓게 인정될 수 있음에 유의

증권성 판단 기준

- ❶ 지난 2월 6일 금융위원회는 “토큰증권(Security Token) 발행·유통 규율체계 정비방안”을 발표하며 증권성 판단기준을 제시
- ❷ 자본시장법상 투자계약증권의 개념은 금융투자상품 **포괄주의**라는 자본시장법 원칙을 반영한 것이기에, 디지털자산의 증권성 여부는 구체적 타당성을 바탕으로 사안별로(case-by-case) 결정됨
 - ▶ 사안별로 증권성 여부를 판단함에 있어 다음과 같이 금융당국이 제시한 가이드라인 참조

※ 증권에 해당할 가능성이 높은 경우 (예시)

- 사업 운영에 대한 지분권을 갖거나 사업의 운영 성과에 따른 배당권 또는 잔여재산에 대한 분배 청구권을 갖게 되는 경우
 - 발행인이 투자자에게 사업 성과에 따라 발생한 수익을 귀속시키는 경우
 - 투자자에게 지급되는 금전등이 형식적으로는 투자자 활동의 대가 형태를 가지더라도, 실질적으로 사업 수익을 분배하는 것에 해당하는 경우
- * 조각투자의 경우에는 공동사업의 결과에 따른 손익을 귀속 받는 계약상의 권리임을 전제하고 있으나, 디지털자산은 이에 대해 별도의 판단 필요

vs.

※ 증권에 해당할 가능성이 낮은 경우 (예시)

- 발행인이 없거나, 투자자의 권리에 상응하는 의무를 이행해야 하는 자가 없는 경우
- 지급결제 또는 교환매개로 활용하기 위해 안정적인 가치유지를 목적으로 발행되고 상환을 약속하지 않는 경우
- 실물 자산에 대한 공유권만을 표시한 경우로서 공유 목적물의 가격·가치상승을 위한 발행인의 역할·기여에 대한 약속이 없는 경우

증권성 관련 미국 판례의 시사점 I

- ④ 국내 자본시장법상 투자계약증권 조항이 미국의 **Howey 기준을 계수(繼受)**하였고 미국 디지털자산시장이 세계에서 **가장 큰 시장**이라는 점에서, 미국 연방법원의 디지털자산 증권성 관련 판례는 해석론적, 금융정책적 관점에서 국내 자본시장법 체계에 시사점을 줌
 - › 국내 자본시장법상 투자계약증권의 구성요건은 미국 Howey 기준과 비교하여 **i) 공동사업, ii) 금전 등의 투자, iii) 타인의 노력** 요건에 있어서는 같음
 - › 다만 미국 Howey 기준은 투자자가 **“이익의 기대”**를 갖는 것만으로 충족됨에 반하여, 국내 투자계약증권 요건은 **“손익을 귀속받는 계약상의 권리”**가 있어야 충족됨
- ④ 최근 미국 연방법원의 디지털자산 증권성 관련 판례의 주요 내용 중 국내 자본시장법상 투자계약증권 조항의 해석에 있어 큰 시사점을 주는 내용은 다음과 같음
 - › 미국 연방 증권법상 가상자산이 투자계약증권인지의 여부를 파악하기 위해서는 구체적 사실관계를 전체적으로 파악하여(totality of circumstances), 해당 디지털자산의 **‘판매행위’**가 Howey 기준상의 **‘투자계약’**에 해당하는지를 따져야 함
 - 따라서 구체적이고 전체적인 사실관계에 기반한 거래의 **경제적 현실(economic reality)**을 고려하여야 함 (United Housing Foundation v. Forman, 421 U.S. 837 65 (1979))
 - › 디지털자산의 증권성 이슈는 일차적으로 **상품**에 대한 규제가 아닌 **판매행위**에 대한 규제 (공시, 불공정거래 등)
 - › 투자계약증권의 **기초자산**이 증권이 아니더라도 판매계약이 투자계약의 법정 요건에 해당하는 경우, 해당 **판매행위**가 투자계약증권의 판매행위가 될 수 있음
 - 미국에서는 비트코인 자체는 증권이 아닌 상품이지만, 비트코인을 신탁재산으로 하는 투자계약의 체결을 투자계약증권의 판매로 보고 증권법상의 불공정거래조항을 적용하여 관련 쟁지사기를 증권법에 따라 처벌하는 경우도 있음 (SEC v. Shavers et al. (E.D. Tex. 2013))
 - › SEC v. Ripple 사건에서 연방법원은 XRP라는 가상자산 자체는 증권이 아니라고 판결하였고, SEC도 이에 대해 인정 (SEC v. Ripple Labs, Inc, 2023. 8. 18, Document 893)

증권성 관련 미국 판례의 시사점 II

- ④ [최근 미국 판례 동향] 미국 SEC의 디지털자산에 대한 증권법 조항의 확장적 적용에 대해 미 연방법원이 제동을 걸고 있음
 - › 게리 갠슬러 SEC 위원장은 취임 초기부터 “다수의 암호화된 토큰이 실질적으로 증권이다” 라고 발언하며, 매우 확장적으로 Howey 기준을 디지털자산에 적용함
 - 불공정거래에 연류되지 않은 소송 여력이 없는 발행인에 대해 화해(settlement)를 통해 금전적 부담을 가중시키며 해당 프로젝트의 개발과 운용을 저해 한다는 비판이 있음
 - › 이러한 SEC의 증권 개념 확대에 대해 미국 연방법원이 제동
 - Ripple XRP 사건 등
 - › Coinbase 사건 등 디지털자산의 증권성 관련 주요 사건에서 증권성 논란이 있는 자산의 판매행위가 Howey 기준상의 투자계약증권으로 인정되기 위해서는 투자계약에 기초한 **권리의무 관계**가 있어야 한다는 주장이 확산
 - SEC v Coinbase 사건에서 Coinbase는 디지털자산의 판매계약에 따라 경영진이 투자자에 대해 “강제력 있는 의무”(enforceable obligation)를 부담하지 않는 경우, 해당 행위는 단순한 자산의 판매행위에 불과하다고 주장
 - 국내 투자계약증권 요건은 ‘손익을 귀속받는 계약상의 권리’가 있어야 충족되는 반면, 미국 Howey 기준은 투자자가 ‘이익의 기대’를 갖는 것만으로도 충족된다고 이해되고 있었으나,
 - 향후 연방 대법원이 Howey 기준에 권리의무관계(계약관계) 요건을 요구할지에 대해 살펴볼 필요가 있음
- ④ [자본시장법상 금융투자상품 포괄주의] 미국 증권성 판단 법리와 같이, 국내 자본시장법상 금융투자상품 포괄주의 하에서 디지털자산의 증권성은 사안별(case-by-case)로 판단되어야 함
 - › 또한 국내 자본시장법상 발행공시(증권신고서 제출 등) 규정이 **상품**에 초점을 둔 것이 아니라 증권 **권**의 모집 또는 매출이라는 **판매행위**에 초점을 두고 있는 것도 미국 증권 규제와 같음

디지털자산의 증권성 관련 주요 고려사항

가상자산 발행인

- ❖ 가상자산 프로젝트 설계시 **증권성 법적 자문 강화**
 - － 발행인이 해당 “사업의 성패에 영향을 줄 정도로 명백하게 중요한 핵심적 경영 노력”을 하는 사실과 관련 내용을 강조한 마케팅은 증권성을 높임
 - － 명시적·묵시적으로 투자자에게 손익을 귀속시키는 의무를 부담하거나 관련 내용을 강조한 마케팅은 증권성을 높임

가상자산거래업자

- ❖ 가상자산거래업자는 상장된 가상자산에 대한 **증권성 심사 절차 강화**
 - － 최근 가상자산 증권성 논란이 국제적으로 크게 문제되고 있기 때문에, 가상자산거래업자는 증권성 관련 주의의무의 수준을 높일 필요가 있음
 - － 상장심사시 제출하는 증권성 관련 법률의견서를 백서 등 관련 서류와 함께 면밀히 검토

증권성 논란 완화

- ❖ 투자성이 높은 알트코인 투자에 있어 **증권성 관련 법률 리스크 주의**
 - － 증권성이 인정된 경우, 해당 가상자산은 가상자산 거래소에서 유통될 수 없음
 - 토큰증권에 대한 가상자산거래소의 호가제시는 공모(매출) 행위에 해당할 수 있음
 - － 증권성이 인정된 경우, 이전의 공시 위반, 불공정거래에 관해 자본시장법상 처벌 규정 적용

가상자산 투자자

- ❖ 토큰화된 자산에 대한 자본시장법 적용에 관한 시장의 **예측가능성을 제고**하기 위하여 증권성 판단 절차를 제도화하고 증권성 가이드라인을 구체화

금융당국

3 전자증권법 개정 이슈

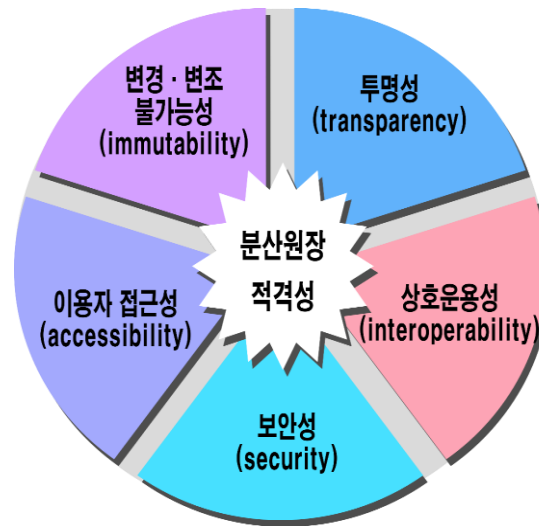
허가형 vs 개방형 네트워크

- ❶ 지난 2월 6일 금융위 보도자료(별첨)에 따르면 분산원장 거래정보 기록을 위해 가상자산을 필요로 하지 않아야 한다는 점에서, 제도 시행 초기에는 토큰증권거래 분산원장이 **허가형(permissioned)**으로 개발되어야 함
 - › 이더리움 등 퍼블릭, 비허가형(permissionless) 분산원장은 블록생성에 대한 보상으로 가상자산을 지급해야 하는 구조
 - › 블록생성에 대한 가상자산 보상 없이 합의 알고리즘을 활성화시키고 보안성을 유지하는 신뢰성 있는 비허가형 분산원장을 개발하기는 현실적으로 어려움
 - › 우리 정부의 “투자자 보호장치가 확보된” 디지털자산시장 혁신정책이나 미국 등의 “책임 있는 혁신” 정책에 비추어 허가형 블록체인 방식으로 토큰증권거래시장을 육성한 후 장기적으로 퍼블릭 블록체인 사용을 허가하는 접근 방법이 문제가 있다고 보기 어려움
 - 기술중립성 원칙은 투자자보호 및 시장안정성 확보와 함께 고려되어야 함
 - 퍼블릭 블록체인상의 DvP(토큰증권과 CBDC 등) 결제방식이 허용되는 시기와 맞물려 논의할 수 있음 (wCBDC의 지급결제시스템은 허가형 블록체인)
 - › **(장단점)** 제도 시행 초기 토큰증권거래 분산원장을 허가형으로 한정하는 경우, 다음과 같은 장단점이 있음
 - **장점:** 노드(node) 수 한정으로 인한 빠른 거래 처리속도, 노드 참여가 통제됨에 따라 시스템 교란 행위 방지, 높은 거래정보 보호 수준, 규제체계에 특화된 설계가 용이함
 - **단점:** 시스템 구축·관리·보안을 위한 고비용 구조, 중앙화된 권한의 남용 가능성, 외부의 혁신 기술 및 아이디어의 수용 가능성이 낮음
 - › 허가형 분산원장의 단점을 극복하기 위해 다음과 같은 정책적 고려 필요
 - 중소형 규모의 혁신성 있는 토큰증권 발행인의 시장 진입을 용이하게 하기 위한 공공성 있는 토큰증권 분산원장 시스템 개발
 - 제도 시행 초기 분산원장 노드 참여기관(계좌관리기관, 검증기관 등)의 남용가능성 진단 및 감독 강화
 - 토큰증권 분산원장 시스템간의 경쟁 촉진을 통한 혁신성 제고

토큰증권 분산원장의 적격성

- 토큰증권 분산원장의 적격성은 정량적으로 정해지는 것이 아니라, 아래와 같은 여러 적격성 요건을 실질심사하여 전문평가기관에 의해 정성적으로 판단되어야 함

분산원장 적격성 요소



- [분산성 요건]** 전자등록기관(총량관리기관), 계좌관리기관 등 상호 이해관계가 없는 다수의 노드(node)가 분산원장 거래 기록을 확인하여야 함
 - 전자등록기관이 참여하는 노드의 형태(full node, light node, archive node 등)는 전자등록기관이 분산원장 시스템에서 가지는 **법적 책임**(총량관리, 초과분 해소의무 등)의 경중에 따라 달라질 수 있음
 - 불건전한 노드 참여자 또는 검증인이 분산원장상의 거래내역을 조작하는 행위를 방지하기 위해 노드 참여자 분산요건 필요
 - 허가형 블록체인에 있어 51%어택 등의 조작행위가 발생할 가능성은 적음
 - 단, 노드가 적을수록 상호 견제 기능이 감소하여 장부조작의 동기부여가 커질 위험성도 염두에 두어야 함

토큰증권 분산원장의 혁신성



RTGS

- ✓ 분산원장기술과 스마트계약을 활용하여 기존 금융결제망을 거치지 않고 토큰증권 거래의 실시간총액결제(RTGS)가 가능함으로써,
- ✓ 거래의 신속성, 상대방 위험 및 시스템 위험 최소화, 거래의 확장성·투명성·효율성 제고 등의 효과 발생

Cross-Border

- ✓ 토큰증권 분산원장 네트워크를 통해 국경간 증권거래가 활발해짐
- ✓ 국내 중앙집중적 거래 및 청산결제시스템이 국경간 거래에서 작동하기 어려운 반면,
- ✓ 분산원장 네트워크상에서 국가간 합의를 프로그램화하고 스마트계약을 통해 불이행 위험을 줄임으로써 증권의 국경간 거래를 활성화

결제수단의 토큰화

- ✓ 스테이블코인 또는 CBDC를 활용하여 분산원장 시스템상의 DVP(증권대금 동시결제)를 자동화하게 되면 토큰증권 거래시스템의 효율성과 효과성이 극대화됨
- ✓ 현재 국제결제은행(BIS)을 통해 다수 국가들이 증권 청산결제 wCBDC 사업을 진행

4 자본시장법 개정 이슈

발행·유통 분리의 원칙

- 발행과 유통을 겸업하였을 때 발생하는 이해상충이 커서 내부통제만으로 컨트롤하기 어렵기 때문에, 제도시행 초기에는 발행과 유통을 엄격히 분리하여 투자자 신뢰를 유지하는 것이 중요
 - 자본시장법에 따르면, 금융투자업자는 “이해상충이 발생할 가능성을 낮추는 것이 곤란하다고 판단되는 경우에는 매매, 그 밖의 거래를 하여서는 아니 된다.” (동법 제44조제3항)
 - 그간 디지털자산시장에서 발행인이 유통시장을 운영함으로써 다양한 **이해상충 문제** 발생
 - 가상자산거래소가 자기발행 코인을 자사가 운영하는 거래플랫폼에서 유통시키는 경우 이러한 이해상충 문제가 극대화되는 문제점(FTX 사태 등)이 유사한 형태로 토큰증권시장에서 발생할 가능성
- 발행·유통 분리에 대한 **명확한 기준제시 필요**
 - 발행·유통 분리 원칙에 있어 발행과 유통(시장운영)의 개념적 정의를 명확히 하여야 함
 - 발행시장 공모증권 배정 내역을 계좌관리기관이 ‘분산원장에 기록’하는 행위를 발행행위로 보아 발행·유통 분리 원칙을 확장적으로 적용할 위험은 없는가?
 - 인수업무와 유통업무의 분리에 있어, 발행업무 종료 후 주관사 고객계좌를 통해 해당 토큰증권을 유통시킬 수 있는가? 유통을 위한 중개업무가 시장운영은 아니지 않은가?
 - 발행과 유통의 분리는 장외거래중개업자와 계좌관리기관의 기능 분리를 의미하는 것은 아님
- 장기적으로 주선·유통 분리 등에 관한 **단계적 규제완화 논의**
 - 토큰증권 발행·유통제도가 잘 정착되고 관련 이해상충 문제가 통제가능하다는 시장의 신뢰가 쌓이는 경우,
 - 규제 완화는 주선·유통 분리 완화, 인수·유통 분리 완화의 순으로 단계적으로 이루어지는 것이 바람직

토큰증권 투자시장의 건전성 및 안정성 확보 I

- ④ **[저가증권의 투기성 방지]** 조각투자 시장이 투기성 저가증권(penny stock 등) 시장으로 전락하는 것을 막기 위해 관련 금융투자업자의 투자권유준칙 등을 강화할 필요
 - › 장외에서 거래되는 투기성 저가 토큰증권에 대한 중개업자의 정보제공의무 강화, 적합성·적정성 원칙의 엄격한 적용이 필요
 - 투자권유가 없는 토큰증권 다자간 매매시스템에서도 적정성 원칙 적용
 - › 미국의 경우, 조각투자증권에 대해 엄격한 Penny Stock Rule 적용 (17 CFR §240.15g-9)
 - › 일반투자자의 투자 한도를 제한하여 투기적 수요 억제
- ④ **[중개기관 책임성]** 조각투자 설계에 있어 금융투자업자(신탁업자, 집합투자업자)의 참여도가 높은 수익증권 또는 집합투자증권으로 설계가 가능한 경우, 발행비용을 낮추기 위해 해당 조각투자증권을 투자계약증권으로 발행하여 결과적으로 중개기관 책임성을 낮추는 행태는 지양해야 할 것
 - › 투자계약증권 관련 민법상 대항요건 특례에 관한 마땅한 해결 방안이 없는 경우, 관련 조각투자를 투자계약증권화하기 보다는 수익증권화하도록 정책적으로 유도하는 것이 바람직
- ④ **[사업건전성 확보]** 자산의 토큰화(tokenization)가 과거 자산유동화(securitization)가 야기한 부작용을 발생시키지 않도록 대상자산 평가의 적정성을 확보하고 자산부실위험의 전이 방지
 - › 조각투자의 대상인 기초자산에 대한 적정하고 공정한 평가를 위해, 인수인 및 평가기관의 실사(due diligence) 책임을 강화
 - › 정보투명성, 거래건전성, 신용평가 품질제고, 자금조달 비용경감 등 기존의 자산유동화 규제 방안을 자산토큰화의 특성을 반영하여 적용하는 것을 고려

토큰증권 투자시장의 건전성 및 안정성 확보 II

- ④ **[공시체계 정비]** 토큰증권 유통이 장외거래를 통해서만 허용된다는 점에서 매출규제를 완화할 필요가 있음
 - › 단기적으로 K-OTC에서 시행하는 소액출자자 매출 특례와 유사한 소액투자자 매출 특례 제도를 시행
 - › 장기적으로 주요주주 및 특수관계인(affiliates)을 제외한 일반투자자가 장외거래 시장에서 전매기준에 해당하지 않는 증권을 매도하는 경우, 매출 개념에서 제외하는 내용의 입법적 논의 필요
 - › **(투자위험 공시)** 토큰화된 투자계약증권의 발행·유통에서 발생하는 기초자산 공유지분에 관한 법적 불확실성은 투자위험요소로서 투자설명서(증권신고서)에 기재하여야 함
- ④ **[일반투자자 투자한도 제한]** 토큰증권 투자자의 보호, 토큰증권시장의 유동성 확충, 관련 사업자의 수익성 확보 등을 고려하여 판단
 - › 적격투자자에 대해서는 종목별 및 연간 보유한도를 일반투자자보다 높여야 함
 - › 전문투자자에 대해서는 보유한도 제한이 없는 것이 바람직
 - › 특정 토큰증권이 다수의 중개업자 플랫폼에서 유통되는 경우 플랫폼별 투자한도 정보를 통합하여 관리할 필요가 있음
 - › 보유한도 이외에 매매회전율에 대한 제한도 필요할 수 있음
- ④ **[Evidence-based Scale-Up]** 토큰증권 발행·유통시스템의 안정성과 투자자 신뢰성을 검증해 가며 토큰증권 시장을 활성화

5 과세 이슈

토큰증권 양도차익 과세 방향 I

- ❶ **[비정형증권에 대한 일반 증권 취급]** 현재 의원입법으로 추진되는 자본시장법 개정안은 자본시장법상 투자계약증권, 수익증권 등에 대한 자본시장법 단서 조항 삭제(자본시장법 제4조제1항)
 - › 따라서, 투자계약증권, 비금전신탁 수익증권 등 비정형증권도 다른 증권과 동일하게 총칙적 규정의 적용을 받음
- ❷ **[토큰증권 양도차익 과세의 기본원칙]** 소득세법상 토큰증권은 구체적 권리관계에 따라 자본시장법상 6종의 증권(또는 집합투자증권)으로 분류되고 관련 과세 조항의 적용을 받음
 - › 토큰은 '토큰은 그릇, 증권은 음식'이라는 원칙이 과세에 있어 실질과세 원칙으로 적용
- ❸ **[금융투자소득 과세체계와의 정합성]** 토큰화된 비정형증권도 실질은 증권이라는 점에서 금융투자소득 과세체계와의 정합성 필요
 - › 현행 소득세법상 투자계약증권의 양도로 발생하는 소득은 금융투자소득 (소득세법 제87조의6제1항제3호, 단 2025년 1월 1일 시행)
 - › 대통령령으로 정하는 집합투자증권의 환매·양도 등으로 발생한 이익도 금융투자소득 (동법 제87조의6제1항제4호, 단 2025년 1월 1일 시행)

토큰증권 양도차익 과세 방향 II

- ④ **[투자계약증권에 관한 양도차익 과세]** 2025년 1월 1일 이후 금융투자소득 과세제도 시행에 따라 투자계약증권의 양도차익은 금융투자소득으로 과세
 - › 다른 금융투자상품(주식, 채권, 투자계약증권, 집합투자증권, 파생결합증권 등)과 손익통산이 가능하며 통산 후 결손금도 이월
 - › 금융투자소득세제 시행 이전에 토큰화된 투자계약증권의 양도차익에 대해서는 비과세가 바람직
 - 소득세법을 확장적으로 해석하여 토큰화된 투자계약증권의 양도차익에 대해 배당소득세 등을 부과하고 손익통산과 이월공제를 허용하지 않게 되면 혁신적 성격의 토큰증권 상품이 활발히 출시되고 유통되는 것을 막는 부작용이 발생할 수 있음
- ④ **[비금전신탁 수익증권에 관한 양도차익 과세]** 집합투자기구에 해당하지 않는 비금전신탁 수익증권의 양도차익에 대해 유형별 포괄주의를 확장적으로 적용하여 과세하는 법해석론적 해법보다는 소득세법 개정을 통한 입법론적 해법이 보다 적절
 - › 소득세법 개정을 통해 금융투자소득세 과세대상에 집합투자증권에 해당하지 않는 수익증권의 양도차익을 포함하는 방안을 입법정책적으로 논의해야 함
 - › 투자계약증권인 토큰증권과 수익증권인 토큰증권의 과세 방식을 달리하는 경우, 손익통산 불가 등의 이유로 시장이 위축되고 분산투자가 위축될 수 있음
 - 도산절연과 금융투자업자의 관여도 측면에서 수익증권이 투자계약증권보다 투자자 보호 수준이 높다는 점에서, 토큰화된 수익증권을 토큰화된 투자계약증권보다 불리하게 과세하는 것은 바람직하지 않음



Thank You!

The World's Leading Capital Markets **Think Tank**