



“콘텐츠 ‘조각투자’와 법률 이슈 : 증권성을 중심으로”

디케이엘파트너스 법률사무소 백세희 파트너 변호사

1. 서설

코로나 팬데믹으로 인한 전 세계적인 유동자금의 증가와 맞물려 신종 투자 상품들이 우후죽순 쏟아졌다. 지금은 팬데믹이 소강 국면에 접어들고 금리 인상과 함께 과열되었던 투자 열기의 거품이 걷히며 상품들의 옥석이 가려지고 있다. 이른바 ‘조각투자’는 건물이나 미술품 등 선뜻 접근하기 어려운 고가의 자산에 다수가 비교적 소액을 투자해 운용 수익을 향유할 수 있다는 점에서 젊은 층을 중심으로 큰 인기를 끌고 있다. 하지만 비교적 새로운 유형의 상품이다 보니 제도의 사각지대에 놓여 투자자 피해가 우려되기도 했고, 사업자 측면에서는 언제 규제의 칼날이 미칠지 몰라 안정적인 사업 확장을 주저할 수밖에 없는 불안한 상황이었다.

이에 금융당국이 나섰다. 금융위원회 산하 증권선물위원회(이하 ‘금융위’)는 2022년 4월 20일 (주)뮤직카우가 발행한 음악 저작권료 참여청구권(이하 ‘청구권’)의 증권성을 판단하고 (주)뮤직카우에 대한 조치안을 의결하였다. 그리고 약 일주일 뒤인 28일에는 ‘조각투자 등 신종증권 사업 관련 가이드라인’을 발표했다. 금융당국의 규제 여하에 따라 사업의 흥망이 달라질 수 있는 만큼, 조각투자 플랫폼과 투자자 모두에게 금융위의 이번 발표는 큰 의미를 지닌다.



이하에서는 다양한 조각투자의 유형 중 음악이나 미술품 등의 콘텐츠를 중심으로 하는 증권성 이슈를 살펴본다. 개별론으로서 (주)뮤직카우를 중심으로 4월 20일자 금융위의 발표 내용을, 나아가 조각투자 플랫폼 전반에 적용할 수 있는 일반론으로서 4월 28일자 가이드라인의 구체적인 내용을 살핀다. 이에 앞서 널리 인기를 얻고 있는 조각투자에 금융당국이 개입할 수밖에 없는 이유, 즉 ‘증권성’이 왜 문제인지를 간단히 살펴보도록 한다.

2. 조각투자의 ‘증권성’이 왜 문제인가

조각투자는 기본적으로 사업자가 여러 투자자의 돈을 모아 고가의 자산을 매입해 보관·관리·운용하고 그 운용수익을 분할하여 투자자들에게 돌려준다는 것을 내용으로 한다. 개인이 접근하기 어려운 고가의 부동산이나 미술품에 ‘티끌 모아 태산’을 만드는 방식으로 투자의 기회를 제공한다는 면에서 긍정적인 측면이 있다. 여윌돈을 가지고 투자에 처음 입문하는 MZ 세대의 관심이 쏠린 이유이기도 하다. 그러나 이러한 방식과 유사한 자산유동화 내지는 토큰화는 종래 엄격한 규제 아래에서 제한적으로만 이루어져 왔다. 왜일까?

가장 큰 이유는 ‘정보의 비대칭’이라는 증권거래의 특수성 때문이다. 건물이나 보석과 같이 그 가치가 눈에 보이는 재화와 달리, 증권과 같은 금융투자상품은 돈의 흐름을 표창하는 무형의 권리나 법적인 지위에 불과하다. 이러한 금융투자상품의 가치는 눈에 보이지 않는 다양한 요소의 영향을 받게 마련인데, 그에 대한 정보는 상품을 만들어 낸 주체가 독점하고 있다. 일반 투자자는 상품의 가치를 좌우할 수 있는 수많은 변수에 대한 정보가 부족하다. 한편 조각투자 플랫폼은 MZ 세대의 이용 편의를 위해 간결한 웹디자인을 추구하는데 이 과정에서 정보의 비대칭성 문제는 더욱 심각해질 수 있다. 음악, 미술품, 드라마, 영화 등의 콘텐츠는 대중이 쉽게 접할 수 있으므로 투자자는 ‘누구보다 상품에 대해 잘 알고 있다’는 착각을 하기도 쉽다.



나아가 증권을 비롯한 금융투자상품은 ‘총동적인 투자 혹은 투기’의 대상이 될 수 있다는 속성이 있다. 투자자들은 노동 없이 자본의 투하만으로 쉽게 소득을 올릴 수 있다는 순간의 유혹에 빠지기 쉬운데, 그 결과는 보석이나 자동차, 부동산 등의 유형적인 재화를 경솔하게 구입한 경우와 비교했을 때 훨씬 심각할 수 있다. 손에 남는 것 하나 없이 투자금이 신기루처럼 사라져버릴 수 있기 때문이다.

조각투자에 대한 금융당국의 개입은 바로 이러한 증권의 속성으로부터 투자자를 보호하는 것을 가장 큰 목적으로 한다. 나아가 규제의 개입 범위를 명시하여 예측가능성을 도모해 사업자의 안정적인 사업 영위로 인한 건전한 시장 발전까지도 기대한다. 신종 투자상품이 ‘증권’이라고 판단되면 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(이하 ‘자본시장법’)의 적용을 받는다. 엄격한 발행·공시 규제와 불공정거래규제 등이 적용되는 것이다. 따라서 조각투자 사업이 ‘증권성’을 띠는지 아닌지는 투자자 입장에서는 제도와 금융당국의 보호를 받을 수 있는지, 사업자 입장에서는 규제의 간섭을 어느 정도 받게 될지를 예측하는 가장 기초적인 이슈라 할 수 있다.

3. ‘(주)뮤직카우’ 사례로 보는 조각투자의 증권성 이슈

가. (주)뮤직카우의 사업구조와 권리관계

(주)뮤직카우가 판매하는 투자상품은 ‘저작권에 직접 투자한다’는 일반적 인식과 달리, (주)뮤직카우에 대한 채권적 청구권에 불과하다. 이를 이해하기 위해서는 (주)뮤직카우와 자회사인 (주)뮤직카우에셋의 사업구조와 권리관계를 살펴보아야 한다.

우선 (주)뮤직카우에셋이 음악의 창작자로부터 저작권을 매입해 이를 저작권협회에 신탁하고, 협회로부터 저작권사용료를 지급받을 권리인 수익권을 취득한다. 이 수익권을 기초로 (주)뮤직카우에셋은 ‘저작권료참여권’이라는 청구권을 발행한다. 이는 (주)뮤직카우에셋이 저작권협회로부터 수령한 저작권료의 지급을 청구할 수 있는 채권적 청구권인데, (주)뮤직카우에셋은 이를 (주)뮤직카우에 부여한다. (주)뮤직카우에셋은 저작권료참여권을 (주)뮤직카우에 부여하는 대가로 대금을 지급 받고, 이를 활용해 또 다른 저작권을 매입한다.

(주)뮤직카우는 (주)뮤직카우에셋으로부터 부여받은 ‘저작권료참여권’을 수량적으로 여러 개 쪼개어 ‘저작권료참여청구권’(이하 ‘청구권’)이라는 이름의 권리를 발행한다. 이 ‘청구권’은 투자자가 (주)뮤직카우가 (주)뮤직카우에셋으로부터 수령한 저작권료의 지급을 (주)뮤직카우에 대해 청구할 수 있는 채권적 권리이다. 투자자가 경매 방식으로 취득하는 이 채권적 청구권이 바로 (주)뮤직카우 플랫폼 내에서 거래되는 상품이다. 투자자는 ‘청구권’을 취득해 저작권료를 배분받거나, 플랫폼에서 이를 처분하여 차익을 얻는다.

나. 금융위의 판단 : 투자계약증권에 해당

금융위는 4월 20일 (주)뮤직카우 플랫폼에서 거래되는 ‘청구권’이 「자본시장법」이 정하는 ‘투자계약증권’에 해당하므로 (주)뮤직카우는 동법상의 규제를 받아야 한다고 발표했다.

투자계약증권은 특정 투자자가 ① 그 투자자와 타인(다른 투자자를 포함) 간의 공동사업에 금전 등을 투자하고, ② 주로 타인이 수행한 공동사업의 결과에 따른 손익을 귀속받는 계약상의 권리가 표시된 것으로서(동법 제4조 제6항), ③ 이익의 획득을 목적으로 한다(동법 제3조 제1항).



(주)뮤직카우의 ‘청구권’을 위 투자계약증권의 인정 요건에 대입해 살펴보면, ① 동일한 ‘청구권’을 보유한 투자자들은 저작권료의 수입이나 ‘청구권’의 가격변동에 따른 손익을 동일하게 향유하고, ② 저작권의 투자·운용·관리, 발행가치의 산정, 저작권료의 정산·분배, 유통시장의 운영 등 일체의 업무를 (주)뮤직카우와 (주)뮤직카우에셋이 전적으로 수행한다는 것을 알 수 있다. 투자자들이 보유하는 ‘청구권’과 이를 거래할 수 있는 유일한 유통 채널은 (주)뮤직카우와 (주)뮤직카우에셋이 새롭게 만들어 낸 것으로서 이들 회사의 사업 없이는 투자자들이 어떠한 수익도 얻을 수 없을 뿐만 아니라, 약관에 의해 투자자는 (주)뮤직카우를 통하지 않고서는 저작권료를 수령할 수 없기 때문이다. 나아가 ③ 투자자들은 특정 노래를 청취하거나 가공하는 등으로 사용하기 위한 목적이 아니라 오로지 저작권료 수입 또는 ‘청구권’의 가격 상승으로 인한 매매차익을 목적으로 ‘청구권’을 매수한다. (주)뮤직카우도 대대적인 광고를 통해 투자자들에게 이익에 대한 기대를 부여했다.

이러한 논리 구조를 따라 금융위는 (주)뮤직카우의 ‘청구권’을 투자계약증권이라 판단했다. 결과적으로 (주)뮤직카우는 증권을 모집·매출하면서 투자자 보호를 위해 필요한 증권신고서(또는 소액공모 공시서류)를 제출하지 아니한 셈이다. 따라서 금융당국은 (주)뮤직카우에 대해 과징금·과태료의 부과 등 「자본시장법」에 따른 제재조치를 취할 수 있게 되었다. 그러면서도 6개월의 유예기간을 부여했다. 「자본시장법」상 ‘투자계약증권’이 처음으로 적용된 사례로서 (주)뮤직카우 측의 위법 인식과 고의성이 낮았고, 이미 17만 명에 가까운 투자자가 서비스를 이용하고 있어 금융당국의 제재로 서비스가 중지된다면 다수의 투자자 피해로 이어질 수 있다는 점 등을 고려한 결정이다. 이에 따라 (주)뮤직카우는 6개월 내로 금융위가 제시한 7가지의 조건*(투자자 보호 체계 구축을 위한 장치들)을 완비해야 한다.

*① 투자자 권리·재산을 사업자의 도산위험과 법적으로 절연하여 안정하게 보호할 것, ② 투자자 예치금을 외부 금융기관 투자자 명의 계좌(가상계좌 포함)에 별도예치할 것, ③ 투자자보호, 장애

대응, 정보보안 등에 필요한 물적설비와 전문인력을 확보할 것, ④ 청구권 구조 등에 대한 적절한 설명자료 및 광고 기준을 마련하고 약관을 교부할 것, ⑤ 청구권 발행시장과 유통시장을 모두 운영하는 것은 원칙적으로 불가(단, 투자자 보호를 위해 유통시장이 반드시 필요하고, 분리에 준하는 이해상충방지체계 및 시장감시체계 등을 갖추는 경우 예외적 허용), ⑥ 합리적인 분쟁처리 절차 및 사업자 과실로 인한 투자자 피해 보상 체계를 마련할 것, ⑦ 상기 조건 이행완료에 대한 금융감독원 확인·증권선물위원회 승인시까지 신규 청구권발행 및 신규 광고 집행은 불가(투자자 보호 체계 구축을 위한 사업재편 과정에 있음을 알리는 취지의 안내문구의 배포·게시는 가능)

다. 시사점

콘텐츠에 대한 조각투자는 자칫 콘텐츠가 화체된 유형물 또는 콘텐츠의 지적재산권에 대한 직접 투자로 오인될 수 있다. 금융위의 발표는 (주)뮤직카우가 판매하는 상품의 핵심 내용을 설명하고 「자본시장법」의 적용을 받는 증권성 이슈를 추출해 내는 과정을 보여주었다는 데에 1차적인 의의가 있다.

(주)뮤직카우의 사업구조상 문제점으로는 ‘청구권’의 본질이 (주)뮤직카우에 대한 채권적 청구권에 불과해 (주)뮤직카우가 도산할 경우 ‘청구권’ 역시 온전히 보장되기 곤란하다는 점, 회사에 대한 제 3자의 감시가 부재해 투자자의 권리와 대금이 안전하게 보관·관리·결제되는지 투명하게 확인하기 어렵다는 점, (주)뮤직카우의 재무상태나 ‘청구권’의 설계구조·발행(옥션)가격산정 등에 대한 투자자 공시가 이루어지지 못하고 있다는 점 등이 지적되어왔다. 금융위가 제재절차에 대한 보류 조건으로 이행을 요구한 조치들은 이런 문제점들을 해결하는 것을 목표로 한다는 점에서 향후 금융당국의 규제 방향을 예측할 수 있는 중요한 단서로 작용할 것으로 보인다.



다만 앞서 언급한 사업구조상의 문제점은 비단 (주)뮤직카우에만 해당하는 것은 아니다. 동시에 콘텐츠 조각투자 플랫폼의 구조가 모두 (주)뮤직카우와 유사한 것도 아니다. 이에 금융위는 2022년 4월 28일 다양한 형태를 띠는 조각투자 업계에 보다 일반적으로 적용될 수 있는 가이드라인을 발표했다. 항을 바꾸어 이를 살펴보자.

4. 금융위원회의 '조각투자 등 신종증권 사업 관련 가이드라인'

가. 증권성 판단

증권은 금융투자상품 중 투자자가 취득과 동시에 지급한 금전 등 외에 어떠한 명목으로든지 추가로 지급의무를 부담하지 아니하는 것으로, 채무·지분·수익·파생결합·투자계약증권 등으로 분류된다. 금융위는 4월 28일자 '조각투자 등 신종증권 사업 관련 가이드라인'(이하 '가이드라인')에서 증권성 판단은 사업자가 어떻게 광고하고 설명하는지와 상관없이 실질적인 내용을 들여다보아 결정한다고 천명했다. 이용약관, 조각투자대상의 관리와 운용방법, 수수료·보수 등 각종 명목의 비용 징수와 수익배분의 내용, 광고의 내용, 기타 약정 등 모든 정보를 종합해 결정한다는 것이다.

가이드라인이 조각투자 상품의 증권성이 인정될 가능성이 높은 경우의 예시로 든 항목은 다음과 같다. ① 일정기간 경과 후 투자금을 상환받을 수 있는 경우, ② 사업 운영에 따른 손익을 배분받을 수 있는 경우, ③ 실물자산, 금융상품 등에 대한 투자를 통해 조각투자대상의 가치상승에 따른 투자수익을 분배받을 수 있는 경우, ④ 기초자산의 가격변동에 따라 달라지는 회수금액을 지급받는 경우, ⑤ 새로 발행될 증권을 청약·취득할 수 있는 경우, ⑥ 다른 증권에 대한 계약상

권리나 지분 관계를 가지는 경우, ⑦ 투자자의 수익에 사업자의 전문성이나 사업활동이 중요한 영향을 미치는 경우.

나아가 가이드라인은 증권 유형 중 ‘투자계약증권’은 그 적용 범위가 폭넓게 인정될 수 있다는 점을 강조했다. 앞서 음악 콘텐츠의 저작권으로부터 발생한 수익을 나누어 갖는 조각투자 상품인 (주)뮤직카우의 ‘청구권’도 투자계약증권으로 파악했던 만큼, 투계약증권으로 분류되는 상품이 추가적으로 나올 가능성도 상당하다. 이해를 돕기 위해 금융위는 가이드라인에서 투자계약증권 인정 가능성이 높은 경우를 구체적으로 설명했다. 이는 투자자가 얻게 되는 수입에 사업자의 전문성이나 사업활동이 중요한 역할을 하는 경우로서, ① 사업자 없이는 조각투자 수익 배분 또는 손실 회피가 어려운 경우, ② 사업자가 운영하는 유통시장의 성패가 수익에 큰 영향을 미치는 경우, ③ 투자자 모집시 사업자의 노력·능력을 통해 사업과 연계된 조각투자상품의 가격상승이 가능함을 합리적으로 기대하게 하는 경우이다.

반면, 소유권 등을 직접 분할하거나 개별적으로 사용·수익·처분이 가능한 경우에는 증권에 해당 가능성이 상대적으로 낮은 것으로 보았다. 조각투자 상품이라 하더라도 실제 소유권을 분할하여 구매·보유할 수 있고 이를 판매함으로써 수익이 정산되는 경우는 단순한 실물거래에 해당할 뿐 증권에 해당할 가능성은 낮기 때문이다.

나. 조각투자 증권과 관련한 사업자의 고려사항

자신이 판매하는 권리가 ‘증권’으로서 금융투자상품에 해당한다면, 이를 발행·유통하려는 사업자는 「자본시장법」 및 관련 법령을 모두 준수해야만 한다. 구체적으로는 증권신고서 제출, 무인

가 영업행위 금지, 무허가 시장개설 금지, 부정거래 금지 등의 규제다. 이를 위반할 경우 관련 법규에 따라 형사처벌을 비롯한 과징금 부과 및 사업중지 등 각종 제재를 받을 수 있다. 조각투자 상품을 제공하는 사업자가 해당 상품이 「자본시장법」상 증권에 해당하는지를 점검하지 않고 성급히 사업을 추진하다가 애써 마련한 플랫폼과 큰돈을 들여 집행한 광고가 무용지물이 될 수 있다는 의미다.

발행하려는 상품이 증권에 해당한다면 발행시 증권신고서 제출 등 공시 규제를 준수할 필요가 있다. 제공하려는 서비스(업무)가 금융투자업에 해당한다면 투자중개업 또는 집합투자업의 인가, 혹은 거래소 허가가 반드시 필요하다. 가이드라인은 조각투자 사업자의 행위가 자본시장법상 인·허가·등록이 필요한 업에 해당하는지 여부 및 사업 형태에 따른 「자본시장법」 외 여타 법률의 적용 가능성에 대해서는 사업자가 별도로 검토·문의·확인할 필요가 있다고 못 박았다.

다만 가이드라인은 해당 조각투자 증권의 특성상 현행 법체계 내에서 발행·유통이 어렵지만 해당 서비스의 혁신성이 특별히 인정되는 예외적인 경우에는 「자본시장법」상의 무거운 규제를 한시적으로 적용받지 않을 가능성도 언급했다. 바로 「금융혁신지원 특별법」에 따른 금융규제 샌드박스 제도를 활용해 혁신금융서비스로 지정받아 한시적으로 조각투자 증권을 발행·유통하는 방법이다. 지정을 위해서는 독창성과 혁신성 측면에서 시장 발전에 기여함을 소명해야 함은 물론, 앞서 금융위가 (주)뮤직카우에 대해 제재유예 조건으로 부여했던 7가지의 투자자 보호 방안 등을 사업계획에 포함하여야 한다.

다. 시사점

음악이나 미술품 등의 콘텐츠에 대한 조각투자는 ‘소유권의 일부를 직접 보유하는 모델’과 ‘자산에서 발생하는 수익에 대한 청구권을 보유하는 모델’ 모두를 상정해 볼 수 있다. 이 중 금융위가 비교적 증권에 해당할 가능성이 높다고 본 것은 후자이다. 자산에서 발생하는 수익에 대한 청구권을 다수의 투자자가 나누어 갖는 상품의 경우에는 증권에 해당할 가능성을 주의 깊게 검토해야 한다.

현재 운영 중인 콘텐츠 조각투자 사업체의 운영 방식을 살펴보면, 가이드라인이 제시한 조각투자 상품의 증권성이 인정될 가능성이 높은 경우의 예시와 중첩되는 부분과 그렇지 않은 부분이 혼재하고 있다는 사실을 알 수 있다. 현재 운영 중인 콘텐츠 조각투자의 실질이 ‘증권’인지 아니면 규제의 범위를 벗어난 ‘소유권의 분할’인지를 판별하기 위해서는 일반적인 일응의 기준으로 제시된 가이드라인의 확인만으로는 부족하다. 가이드라인은 그 기재 자체에서 ‘실제 개별 사안별로 적용 방식이 달라질 수 있다는 점과 본 가이드라인이 향후 얼마든지 수정 및 보완될 수 있다는 가능성’을 내비치고 있다. 안전한 사업의 영위를 위해 전문가에 의한 구체적인 규제 검토가 반드시 필요한 시점이라 할 수 있다.

5. 결어

조각투자 시장이 대규모로 확산되는 시점에서 조각투자에 대한 금융당국의 개입은 일차적으로 투자자를 보호하는 것을 가장 큰 목적으로 한다. 금융위원회의 4월 20일자 (주)뮤직카우에 대한 결정 및 28일자 가이드라인 역시 큰 틀에서 투자자 보호를 위한 방향성을 제시한 것으로 볼 수 있다. 조각투자 사업자 입자에서는 이번 금융위의 연이은 발표가 규제의 개입 범위를 명시하여 예측가능성을 도모할 수 있게 한 기회로 삼을 수 있다. 일부 콘텐츠 조각투자 플랫폼은 ‘소유권

을 분할 판매하는 것'으로서 증권성 이슈로부터 안전하다고 광고한다. 금융당국도 같은 판단을 할지는 뚜껑을 열어 보아야 알 수 있다. 법률 전문가의 면밀한 검토를 거친 사업 모델의 개발만이 불측의 제재를 피할 수 있는 길이라는 점을 주지할 필요가 있다. 끝.

CONTACT



백세희 파트너 변호사

02-6952-2655

sehee.baek@dkl.partners

*본 자료에 게재된 내용 및 의견은 일반적인 정보제공만을 목적으로 발행된 것이며, 디케이엘파트너스 법률사무소의 어떤 구체적인 사안에 대한 법률적 의견을 드리는 것이 아님을 알려드립니다.
Copyright ©2021. DKL PARTNERS LLP All rights reserved*
