DKL PARTNERS 법률사무소

SEC 기준으로 본 한국 STO 가이드라인 예상

디케이엘파트너스 법률사무소
권단 변호사

2023. 1. 19. 목요일

면책공지

본 강의자료 및 강의내용은 **일반적 정보 제공 목적으로 공개**된 것으로 본 자료 및 강의 내용이 특정 토큰에 대한 증권성 여부에 대한 **공인된 법적 의견이거나 구속력 있는 법률적 해석이 될 수 없음**을 알려드립니다. **개별 토큰의 증권성 여부는** 감독당국에 질의하여 유권해석을 받으시거나 전문 변호사의 도움을 받아 **공식적인 법률의견**을 받으시기 바랍니다. 당 사무소 및 강의 변호사는 **본 강의 자료와 내용만을 근거로 토큰의 증권성 여부를 판단하는 행위와 그 결과**에 대한 **모든 법적 책임에서 면책**됨을 고지합니다.

CONTENTS

I. 금융위원회 STO 가이드라인 예상

투자계약증권 금융위 인정(2022년)

저작권료 참여 청구권

소유권분할(조각투자) 등 신종사업

무엇을 위반하였고 왜 위반하게 되는가?

49

10억 이상(일반공모) : 모집 또는 매출의 신고 + 수리

10억 미만(소액공모) : 재무상태 공시 + 조치

위반 시 조치 및 제재

1. 발행, 모집, 매출 및 거래 정지 또는 금지

2. 고발 또는 수사기관 통보 → 형사처벌(5년이하 징역 또는 2억원 이하 벌금)

3. 과징금(일반공모 미신고 -모집 또는 매출가액의 100분의 3(20억 한도)

4. 과태료(소액공모 미조치 - 1억원 이하)

투자계약증권 개념 쟁점

공동사업	주로 타인이 사업 수행	손익 귀속

• 당사자(투자자 + 타인)
  • 수평적 공동성
  • 수직적 공동성(1인)
• 위험 분담
  • 이익 연동 요건 X
  • 사업 성과 대가 X
  • 대가 요건 X
	• 투자자 사업수행 관여?
	• 타인이 미세한 통제만?
	• DAO
	• 거버넌스 토큰
		• 확정 수익 약정 ?
		• 공동사업 **성과에 따른 손익** 귀속 받을 것
		• SEC는 투자계약 인정
		• Stablecoin ?

DKL PARTNERS 법률사무소

투자계약증권 해당 요건 3가지

1. (공동사업) - 수평적 공동성 또는/및 수직적 공동성

   &

1. (주로 타인 수행) - 공동사업 결과에 따른 손익 귀속 받는 계약상 권리

   &

1. (이익획득 목적) - 수익 기대 vs 소유/사용?

뮤직카우 케이스

1. (공동사업) - 수평적 공동성

1. (주로 타인 수행) - 청구권에 따른 금원 정산 및 분배 일체 회사 전적 수행

1. (이익획득 목적) - 사용 목적 X, 저작권료 수입 또는 매매차익 목적

조각투자 케이스

1. (공동사업) - 수평적 공동성 + 수직적 공동성

1. (주로 타인 수행) - 회사의 전문성 활용 선정/매입, 보관/관리, 운용/매각 손익배분 수행. 회사의 전문성과 사업활동이 핵심적 홍보 포인트로 제시

1. (이익획득 목적) - 사용수익 목적 X, 투자목적, 회사는 수익율 광고로 이익 기대 부여

투자계약증권과 유통규제?

투자계약증권은 (1)크라우드 펀딩, (2) 발행공시규제 (3) 부정거래행위규제 , 자본시장법 중 위 3가지 규제에서만 '증권'으로 봄. 따라서 유통규제 편에서는 투자계약증권은 '증권'이 아님. - 업비트가 투자계약증권거래 중개 가능?

단, 금융위는 투자계약증권 발행 사업주가 직접 유통시장을 운영할 경우

매도 주문 시마다 '매출'로 공모 간주되어 사업주가 발행공시규제를 받게 된다고 해석함.

투자계약증권 규제와 STO

크라우드펀딩 (2편 5장)

- 인터넷 홈페이지 + 링크 투자 광고 O
- 증권신고서 제출의무 및 소액공모 규정 면제

발행공시규제 (3편 1장)

- 공모 STO - 증권신고서 신고 수리
- 사모 또는 소액공모 STO - 면제 또는 조치

부정거래행위규제 (178조, 179조)

- 부정거래행위 금지 및 배상책임
- 유통규제 X, 내부자거래 및 시세조종 규제 X

Investment Contract

1. The Investment of Money
2. Common Enterprise
3. Reasonable Expectation of Profits Derived from Efforts of Others
   a) Reliance of the Efforts of Others
   b) Reasonable Expectation of Profits

3-a) Reliance on the Efforts of Others - 2 Key Issues

1. 토큰 구매자가 AP의 노력을 합리적으로 기대하는지?

2. AP의 노력들이 부인할 수 없을 정도로 중요한 것으로서, 공동사업의 성패에 영향을 끼치는 필수적이고 관리적인 노력인지?

비례적 강화 요소들

- 토큰 구매 당시에 아직 네트워크나 토큰이 여전히 **개발 단계**이나 기능이 완전히 구현되지 않은 경우
- 탈중앙화된 네트워크가 아니라 AP에 의하여 수행되거나 수행될 것으로 기대되는 **중요한 업무나 책임이 존재**하는 경우
- AP가 토큰 생성, 발행을 통제하거나, **바이백, 소각** 등으로 토큰의 가격이나 마켓을 통제하는 경우
- AP가 **코드** 업데이트, 거버넌스 이슈, 토큰 거래 검증자 선정 방법 등을 결정하는 것을 주도하거나 **중심 역할**을 하는 경우

비례적 강화 요소들

- AP가 네트워크 기여자들에 대한 보상, 토큰 거래, 추가적 토큰 배분 조건, 토큰 세일로 모금한 펀드 배분 방법 등을 결정하는 경우
- 구매자들이 AP가 토큰의 가치 증대에 이해관계를 가지고 있어 가치 증진을 위해 노력할 것이라고 합리적으로 기대할 수 있는 경우(AP가 관리에 대한 보상으로 토큰을 배분하거나 AP의 보상이 토큰의 거래가격과 연동이 되거나, AP가 토큰에 대한 **지식재산권**을 소유 또는 통제하거나, 제한된 기능성을 가진 토큰을 현금화 하는 등)

3-a)후속 모집 또는 매출 시 증권성 판단 변경 가능한 비례적 약화 요소들

- AP(승계인 포함)가 더 이상 토큰에 대한 **투자 가치**에 중요하지 않게 되었는지 여부
- 구매자들이 더 이상 AP가 필수적인 관리적 또는 기업가적 노력을 수행할 것이라고 합리적으로 기대를 갖지 않는 방식으로 **네트워크가 운영**이 되는지 여부
- AP의 노력이 더 이상 **공동사업의 성공**에 영향을 끼치지 않는지 여부

3-b) Reasonable Expectation of Profits

- 초기 투자나 사업의 발전에 따른 시세 차익(capital appreciation)- O
- 구매자 자금 사용으로 인한 수익 참여 - O
- 외부 시장 요인(인플레이션, 경제 상황 등)으로 인한 가격 상승은 X

비례적 강화 요소들

- **토큰이** 홀더에게 공동사업의 이익, 수익을 공유할 **권리** 또는 가격 상승으로 인한 이익 실현할 **권리** 부여
  - ✓ **이차 거래 시장**에서 토큰 가격 상승으로 인한 **차익 실현 기회**
  - ✓ 토큰이 홀더에게 배당이나 분배에 대한 **권리** 부여하는 경우
- 토큰이 **2차 시장 또는 플랫폼**에서 양도 또는 거래(미래 포함)
- 구매자가 AP 노력으로 토큰 가격 상승으로 구매 수익 합리적 기대

비례적 강화 요소들

- 토큰이 네트워크 기능에 의하여 필요한 상품이나 서비스 이용자들 범주보다 더 넓은 잠재적 구매자들에게 판매 권유되는 경우
  - ✓ 플랫폼 이용 예상 숫자 1만명 vs 토큰 발행량 100억개
- 토큰으로 구매할 수 있는 상품 또는 서비스 가격(또는 수량)과 토큰의 가격(또는 수량) 사이에 명백한 상관관계가 거의 없는 경우
- AP가 네트워크나 디지털 자산 설립에 필요한 금액 이상 **초과 자금 조달**
- AP가 ICO로 판매한 토큰과 같은 종류의 토큰을 보유함으로써 자신의 노력으로 이익을 볼 수 있는 경우
- AP가 네트워크 또는 토큰의 기능 향상을 위하여 자금을 계속 사용하는지

비례적 강화 요소들

- 토큰이 직간접적으로 다음과 같이 마케팅(홍보, 표시) 되는 경우 :
  - ✓ AP의 **전문성 또는 능력**이 토큰이나 네트워크의 가치를 증대 시킨다
  - ✓ **'투자', '투자자'**와 같은 표현 사용
  - ✓ 토큰 판매 자금이 네트워크 **개발에 사용**될 것
  - ✓ 네트워크나 토큰의 미래, AP가 기능성을 향상시킬 것이라는 **전망** 표현 사용
  - ✓ 토큰의 **양도가능성**이 주요한 판매 포인트인 경우
  - ✓ 네트워크 운영의 잠재적 **이익가능성**, 토큰 가치의 잠재적 실현가능성이 강조
  - ✓ 토큰 유통 시장 가능성, 특히 AP가 토큰 **유통 시장을 개설 또는 지원 약속** 등

3-b) 후속 모집 또는 매출 시 증권성 판단 변경 가능한 비례적 약화 요소들

- ✓ 토큰 구매자가 더 이상 AP의 지속적인 개발 노력이 토큰 가치의 중요한 결정 요소가 아니라고 보는 경우
- ✓ 토큰의 가치(또는 거래량)가 토큰과 교환 또는 상환될 수 있는 상품 또는 서비스의 가치(또는 수요)와 **직접적이고 안정적인 상관관계**를 나타내는 경우
- ✓ 토큰 홀더들이 네트워크나 플랫폼을 통하여 **원래 의도했던 토큰의 기능성**에 따라 상품 또는 서비스를 얻기 위해서 토큰을 사용할 수 있게 된 경우
- ✓ 토큰 가격 상승으로 인한 **경제적 이익**이 토큰이 원래 의도한 기능성을 위해 사용할 권리를 획득하는데 **부수적인** 경우
- ✓ 어떤 AP도 토큰에 대한 **중요한, 공개되지 않은 정보에 대한 접근권**을 **가지지 않거나**, 중요한 내부 정보를 보유하고 있지 않는 것으로 간주되는 경우

Other Relevant Consideration - economic reality of transaction
- for use or consumption by purchasers

- ✓ 네트워크와 토큰이 **완전히 개발 완료**되어 운영 중인 경우
- ✓ 토큰 홀더들이 즉시 네트워크 상에서 **의도된 기능에 따라 토큰을 사용**할 수 있는 경우
- ✓ 토큰이 **오로지 네트워크에서만 사용**될 수 있고 구매자들의 **기대 사용에 비례된 수량만 거래**가 일어나는 경우
- ✓ 토큰 가치가 일정하거나 감소되는 것으로 설계되어 합리적 구매자라면 장기 투자 목적으로 보유하지 않는 경우
- ✓ 토큰 가치 실현에 대한 기대가 제한적인 경우
- ✓ 토큰이 가상화폐로서 광범위하게 결제를 위하여 사용되는 경우

Other Relevant Consideration - economic reality of transaction - for use or consumption by purchasers

✓ 상품 또는 서비스의 가격과 토큰의 가격이 관련이 있어 상품 또는 서비스 사용을 위하여 토큰이 사용되는 경우

✓ 토큰 **가격 상승**으로 인한 이익이 토큰의 예정된 사용에 비추어 **부수적**인 경우

✓ 토큰이 **기능성을 강조**하는 방식으로 홍보되고, 가격 상승 잠재력에 대한 홍보가 아닌 경우

✓ 토큰의 잠재 구매자가 네트워크 사용 능력이 있고 의도된 기능성에 따라 토큰을 사용하는 경우

✓ 토큰의 양도 제한이 사용과 관계 있고 투기와 관계 없는 경우

✓ AP가 토큰의 2차 거래 시장을 개설한 경우 **토큰 거래는 플랫폼 이용자들 사이에서만** 일어날 수 있는 경우

SEC 가이드라인 요약과 시사점

✓ 개발 완료 후 토큰 발행과 발행의 범주**(2차 거래 시장에서의 매출 주체?)**

✓ 백서와 마케팅 채널 상 표현 주의

✓ 탈중앙화 의사결정 시스템 도입

✓ 발행 및 이용 플랫폼과 유통 플랫폼의 설립, 운영 분리

✓ 개발자금 조달은 **사모**

+

개발 완료 후 탈중앙화 된 시스템으로 플랫폼 및 토큰 공개, 운영

✓ **발행자에 대한 권리의 존재가 증권 요건인지 여부 - RFIA 상 ancillary assets 개념**

RFIA 상 Ancillary Assets 의미

Digital assets which are not fully decentralized, and which benefit from entrepreneurial and managerial efforts that determine the value of the assets, but do not represent securities because they are not debt or equity or do not create rights to profits, liquidation preferences or other financial interests in a business entity(“ancillary assets”), will be required to furnish disclosures with the SEC twice a year. Ancillary assets in compliance with these disclosure requirements are presumed to be a commodity.

- ❖1년에 2번 SEC에 공시자료 제출 의무 – 공시 요건 준수하는 부수자산은 **일반상품으로 법적 추정**
- ❖혁신가를 위한 법적 확실성, 투자자 보호, 시장에 대한 정보 제공 필요성 간의 조화 도모 취지
- ❖법적 추정에 대한 법원의 반박 절차와 공시 요건 기간 종료 절차 마련

가이드라인 증권성 판단 원칙

- ❑ 권리 표시 방법, 형식, 특정 기술 채택 여부와 무관. 권리의 실질적 내용 기준
- ❑ 묵시적 계약, 사업의 구조, 수수료.보수 등 비용 징수와 수익배분의 내용, 투자를 받기 위해 제시한 광고.권유의 내용 등 제반사항 종합적 감안하여 사안별로 판단
- ❑ 기존 규제 의도적으로 우회하는 시도에 대하여는 규제 취지와 투자자 사기 피해 가능성 감안해 적극적으로 해석, 적용
- ❑ 증권성 판단 이전에 자본시장법 또는 기타 금융업법상 인,허가, 등록이 필요한 행위인지 여타 법률상 허용되는지 여부 별도 검토, 확인 필요

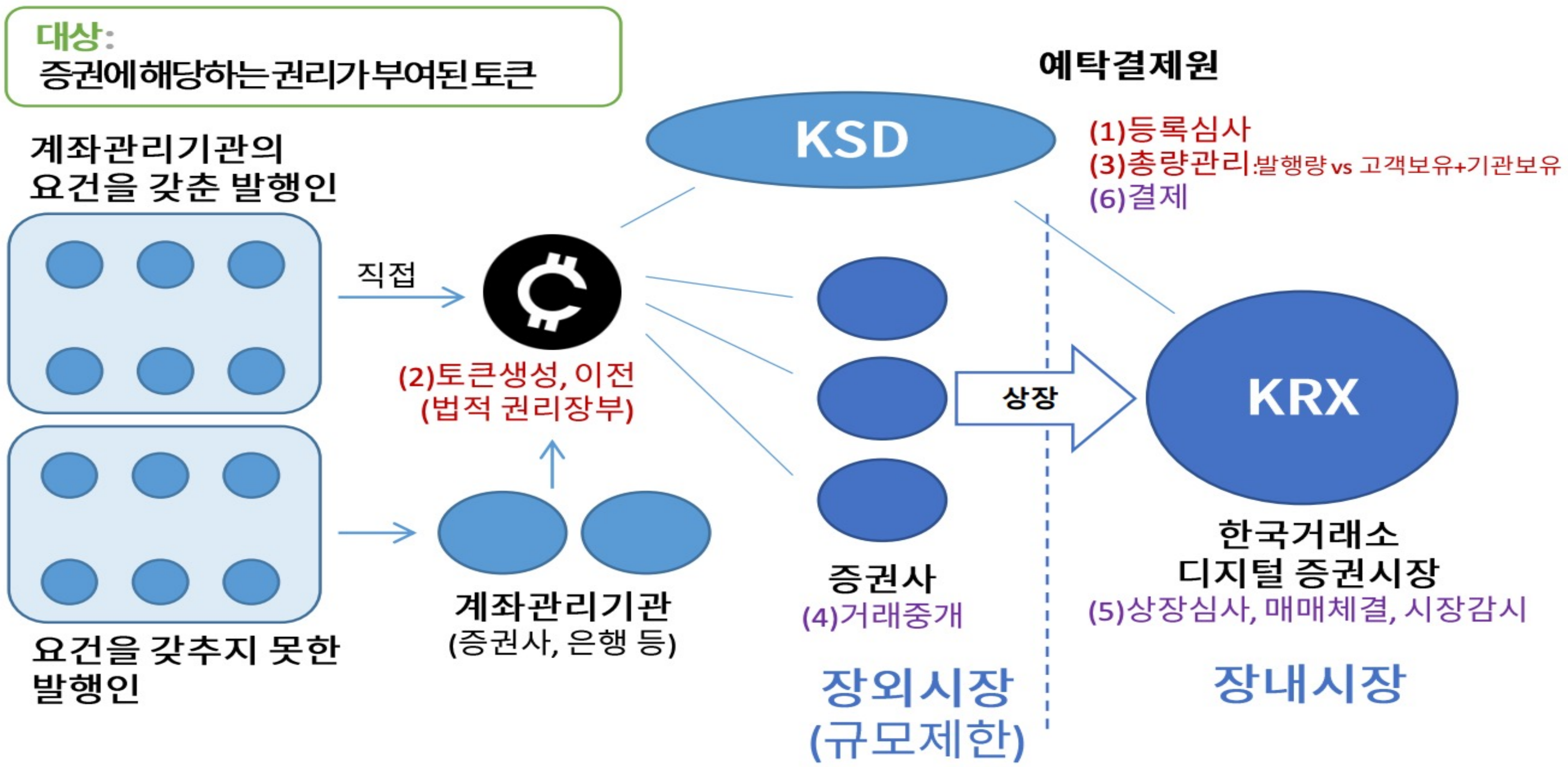
출처 : 금융위 보도자료

가이드라인 방향 예시

높은 경우	낮은 경우
• 투자자가 사업의 손익에 대한 권리를 갖는 경우 + • 투자자 모집 과정에서 사업자의 노력.경험과 능력을 통한 해당 사업의 성과와 연계된 수익, 가치.가격상승 또는 투자손실 방지에 대한 합리적 기대	• 발행인이 없는 경우(?) • 발행인에게 행사할 수 있는 투자자 **권리**가 없는 경우 • 순수한 서비스 이용권 제외

출처 : 금융위 보도자료

DKL PARTNERS 법률사무소



* 발행 : (1)예탁원 등록심사 → (2)발행인 · 계좌관리기관의 토큰생성 · 이전 → (3)예탁원 총량관리

유통 : (4)장외시장 – 증권사 중개 / (5)장내시장 – KRX 디지털 증권시장 및 (6)예탁원 결제

Ⅱ. 실무상 STO 이슈

증권형 토큰 실무 이슈

DAO

- ‘주로 타인’이 수행한 공동사업 요건 해당 여부
- 거버넌스 토큰의 증권성

NFT

- NFT 또는 실물자산을 분할한 NFT의 증권성
- NFT 판매대금 운용 수익 배분 프로젝트의 증권성

DEFI

- 프로젝트 팀의 익명성과 발행자 또는 사업자 존재
- 스테이킹 또는 유동성 공급 보상 토큰의 증권성

증권형 토큰 실무 이슈

공동사업 결과 따른 손익 귀속

- 토큰의 가격 변동 요인과 손익
- 달러 표시 스테이블 코인과 확정 수익 약속 코인

계약상 권리 표시

- 백서, 커뮤니티가 없는 토큰과 묵시적 계약
- 발행자에 대한 권리와 스왑을 통한 상환권?

유틸리티 토큰

- 고객에 대한 리워드 보상 토큰
- 채굴 보상 토큰 | 스테이킹 보상, 유동성 공급 보상 토큰

스테이블 코인

- 투자성과 알고리즘 스테이블 코인

디케이엘파트너스 법률사무소

카카오톡 채널 추가하는 방법

카톡 상단 검색창 클릭 → QR코드 스캔 → 채널 추가

감사합니다

증권형토큰 자문 문의 : 02-6952-2615

https://dkl.partners