

2019년

블록체인/암호화폐 산업의  
규제 동향과 전망

# 거래소의 진화와 STO, 그 법적 이슈

변호사 조원희

# 목 차

I. 암호화폐 거래소

II. STO

III. 국내 증권 발행 · 유통시장의 메커니즘

IV. 암호화폐 거래소 및 STO의 미래

## I. 암호화폐 거래소

- 최초의 암호화폐인 비트코인을 비롯한 모든 암호화폐는 지갑 간의 이동이 가능  
ex) 비트코인 : UTXO (Unspent Transaction Outputs)

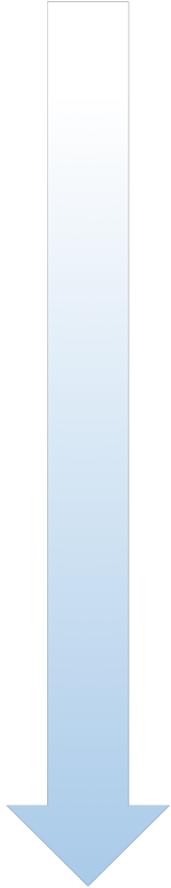
Q. 그럼에도 거래소가 필요한 이유는?

- 암호화폐 가치의 증가, 종류의 증가에 따라 투자의 대상으로 인식
  - 투자과정에서 리스크를 줄이기 위하여 가격의 안정 및 일정한 거래량 요구
- 
- 2011년경 최초의 암호화폐 거래소 BTCC (BTC China) 설립
  - 현재는 전 세계 약 16,000개의 거래소 존재 (CoinMarketCap 기준)
  - 24시간 거래량 약 10조 ~ 20조 원 내외  
cf) 코스피시장 하루평균 거래금액 : 약 6조 5천억 원 (2018년 7월 기준)

## I. 암호화폐 거래소 - 거래구조

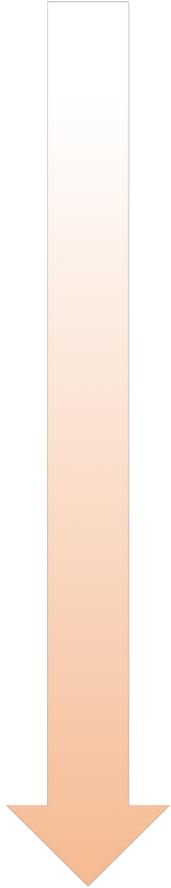
- 일반적으로 거래소 내의 지갑을 통하여 거래가 이루어지는 구조
- **거래소 내부에서 이루어지는 매도 매수 주문을 자체 서버에 기록**
  - 블록체인에 거래가 기재되는 것이 아님
  - 거래소 내부의 거래는 **블록체인 기술과는 무관**
    - 해킹에 취약 ex) 야피존, 유빗, 코인이즈 등
- **거래소 외부의 지갑과 이루어지는 거래에만 블록체인에 기재**
  - 거래량 등 수치 정보에 대한 진실성 의문
    - ex) 허위 충전 암호화폐로 가장매매 및 허위주문한 C 거래소 대표 실형
  - 공매도를 거래소가 주도적으로 진행하는 결과 초래
    - cf) 국내 주식시장의 경우 일반투자자의 공매도 요건 상당히 까다로움
- 위 문제점을 보완하기 위한 다양한 기술적, 제도적 노력

## I. 암호화폐 거래소 - 취급상품의 변화



- 일반적인 거래소 (암호화폐의 매도 및 매수를 중개)
- IEO를 진행하며 토큰 판매도 함께하는 거래소
- STO까지 염두에 두며 기존 제도권 내로 편입하려는 거래소
  - 수익 및 권력구조의 **중앙화**
  - **구매자 및 투자자 보호** 측면(Risk Managing)에서는 **긍정적인** 측면  
(그러나, 현재 해킹 등에 대한 손해배상의무 인정 어려움; 빗썸, 유빗 Case)
  - 거래소가 흥할수록 "decentralization"에 부합하지 않을 가능성 존재

## I. 암호화폐 거래소 - 구조의 변화



- 일반적인 거래소 (암호화폐의 매도 및 매수를 중개)
- 채굴형 거래소
- 이론적인 Decentralized Exchange (DEX)
  - 이용자에 대한 수익의 **배분**
  - **사고 발생시 책임 주체 및 컨센서스 구성의 어려움**
  - 적절한 균형점을 찾는 방향의 발전이 요구됨

## I. 암호화폐 거래소 - 국내 현황

- **국내 거래소의 약진 : 빗썸, 업비트, 코인원 등 World-Level Exchange**
  - ※ 빗썸은 싱가포르계 BK글로벌컨소시엄이 인수
- **해외 거래소의 국내 유입**
  - 높은 국내 거래량이 주된 원인
  - 일본의 거래소 규제가 심화되면서 풍선효과
- **100개가 넘는 암호화폐 거래소가 국내에 설립된 것으로 추산**
- **그럼에도 국내 규제 및 규정은 전혀 없는 상황**
  - 2018. 1. 16. 공정거래위원회의 입장발표 :  
"거래소는 통신판매업자나 통신판매중개업자가 아니다"  
→ 국내 주요 거래소, 기존에 신고한 통신판매업자 지위 스스로 포기

## II. STO (Security Token Offering)

- **Security Token** : 기업 자산 등을 토큰과 연동하여, 주식처럼 토큰 보유자가 배당과 이자, 의결권, 지분 등을 취득할 수 있는 것
- **대부분의 국가에서 ICO에 대한 명확한 규제가 없음**
  - 증권에 해당하는 경우에는 기존의 증권법 적용을 받는다는 정부 입장은 많음
    - ICO에 관한 각 국가의 입장에 따라 실질적으로 ICO 허용/금지가 나뉘는 실정
    - 그렇다면, 처음부터 증권법의 적용을 받아 사업상 리스크를 줄여보자!!
  - 그러나, 대부분의 국가에서 증권의 발행 및 모집절차는 상당히 까다로움
    - ※ 구체적인 설명은 가이드라인 참조

## II. STO - STO의 현 주소

- 진정한 의미의 STO 성공 사례가 존재하는가?
  - Tzero, Kodak Coin 등도 private placement 형태로 발행되었을 뿐임
- 거래소의 부재
  - 증권형 토큰을 상장할 수 있는 거래소는 제한됨
  - 장외시장 형태(secondary trading platform) : OpenFinance Network, tZero, Coinbase 등
- **Stable Token**의 성격을 함께 갖고자 하는 경우 많음
  - 사업 모델 및 구조가 지나치게 광대하고 추상적인 경우가 많음

## II. STO - 우리나라에서의 STO

- 2017년 9월부터 정부에서 **모든 형태의 ICO**를 금지
- 2018. 10. 경 A 사의 **암호화폐 투자펀드 상품에 관한 금융감독원의 제재 검토**

“일명 가상통화펀드는 금융감독원에 등록된 사실이 없고, 투자설명서도 금감원 심사를 받은 사실이 없으며, 해당 운용사, 판매사, 수탁사 등도 금융위 인가를 받은 사실이 전혀 없는 만큼 자본시장법 위반 소지가 있다”

→ but 펀드형 토큰이 증권에 해당하지 않는다면 자본시장법상 등록 및 인가 불가능

→ **실질적으로 진행할 수 있는 방법 없음**

- 기존의 PEF에 **암호화폐를 접목시키려는 움직임**

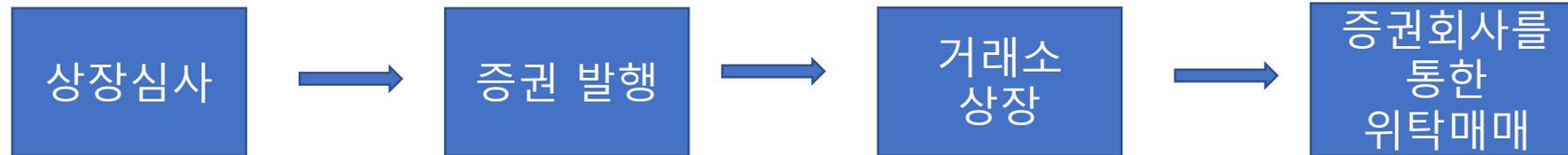
ex) 펀드 투자자금 회수 시 암호화폐 선택 가능

- 우리나라의 경우 STO는 자본시장법의 적용을 받음

- 증권 : 채무증권, 지분증권, **수익증권**, **투자계약증권**, 파생결합증권, 증권에탁증권

### III. 국내 증권 발행 · 유통시장의 메커니즘

#### 1. 증권 발행 및 유통의 흐름



#### 2. 증권 발행·유통시장의 주체(Entity)

- 1) 증권 발행회사
- 2) 투자자
- 3) 금융투자상품시장 : 코스피, 코스닥, 코넥스 등
- 4) 증권회사 : 투자매매업 또는 투자중개업 인가를 받은 자
- 5) 한국예탁결제원: 증권의 보관, 매매거래에 따른 결제 등 처리

### III. 국내 증권 발행 · 유통시장의 메커니즘

#### 3. 증권의 발행·유통 시장과 증권성 토큰의 발행·유통 시장의 비교

- 1) 거래소 개설 단계
- 2) 발행 단계
- 3) 상장 단계
- 4) 매매거래 단계
- 5) 보관 관계

### III. 국내 증권 발행 · 유통시장의 메커니즘

#### 4. 거래소 개설 - 허가제

- 자본시장법에 따라 금융위원회의 거래소허가를 받아야 함
- 매매의 대상이 되는 금융투자상품의 범위, 회원이 되는 자의 범위를 정해야 함

#### 5. 거래소 개설 주요 허가요건

- 상법에 따른 주식회사일 것
- 시장개설 단위 별 최저자본기준 충족할 것(현재는 1천~3천억 원)
- 사업계획이 타당하고 건전할 것
- 투자자의 보호가 가능하고 금융투자상품시장을 개설·운영하기에 충분한 인력과 전산설비, 그 밖의 물적 설비를 갖출 것
- 대주주가 충분한 출자능력, 건전한 재무상태 및 사회적 신용을 갖출 것
- 이해상충방지체계를 구축하고 있을 것

### III. 국내 증권 발행 · 유통시장의 메커니즘

#### 6. 상장심사

- 한국거래소는 자본시장법에 따라 상장기준, 상장심사에 관한 사항, 매매거래정지와 해제에 관한 사항 등을 포함한 상장규정을 정해야 함
- 상장요건 예시(코스피 시장 기준)

요건	주요 내용
규모 요건	기업규모: 자기자본 300억원 이상 상장주식수: 100만주 이상
분산 요건	일정 주식수, 일정 주주수, 양도제한이 없을 것
경영성과요건	매출액 및 수익성, 기준시가총액, 이익액, 자기자본 등
안정성 요건	영업활동기간, 감사 의견, 매각제한(최대주주등 소유주식에 대한 매각제한)

### III. 국내 증권 발행 · 유통시장의 메커니즘

#### 7. 증권의 발행

##### 1) 공모

- 모집 : 50명 이상의 자에게 신규로 발행되는 유가증권의 취득의 청약을 권유하는 것  
 (50명 미만이라고 하더라도 1년간 전매제한 조치 필수)
- 매출 : 이미 발행된 유가증권의 소유자가 유가증권시장 또는 코스닥시장 밖에서 50명 이상의 자에게 그 유가증권의 매도를 청약하거나 매수의 청약을 권유하는 것
- 준수사항: 금융위원회에 증권신고서 제출, 투자설명서 제출 등
- 코스피, 코스닥: (일반적으로) 주식분산 요건을 충족하기 위하여 공모를 거침  
 (cf: 코넥스 - 사모 가능)

##### 2) 사모

- 모집에 해당하지 아니하는 것
- 전문투자자, 발행인의 최대주주, 임원 등 발행인의 재무내용이나 사업성을 잘 알 수 있는 연고자 등을 제외하고 50인 미만의 투자자에게 청약을 권유하여야 함.
- 준수사항: 전매제한조치(다만, 증권신고서 등 제출 의무는 면제)

### III. 국내 증권 발행 · 유통시장의 메커니즘

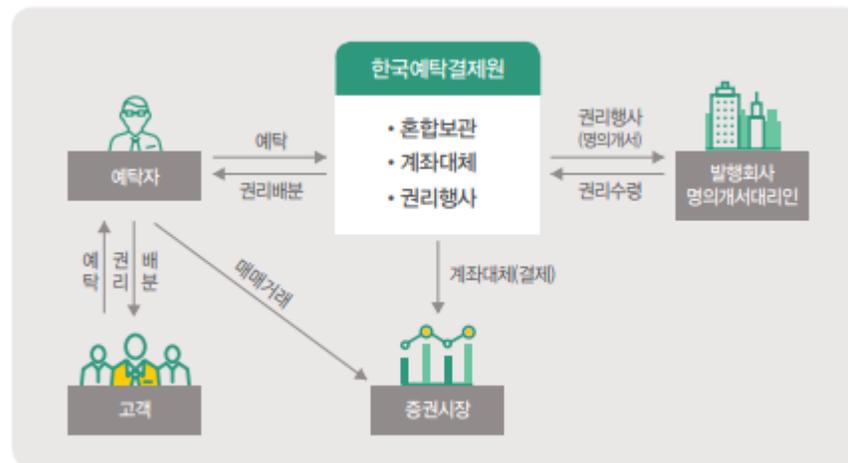
#### 8. 거래소를 통한 증권 매매거래 프로세스 : 위탁매매

- 한국거래소의 회원인 증권회사만이 거래소시장에서의 거래에 참가할 수 있기 때문
- 즉, 거래소에서의 증권 매매거래는 거래소와 증권회사 사이의 청산 및 결제로 이루어지는 셈
  - ① 투자자는 증권회사에 매매거래계좌를 설정하고, 매매거래 수탁에 관한 약관에 동의함.
  - ② 투자자는 증권회사를 통해 증권을 위탁매매하고, 주문 및 매매체결은 거래소와 증권회사 사이에서 이루어짐.
  - ③ 거래소는 확인된 매매거래에 대해 증권회사 사이에 대금 및 증권에 대한 채무의 차감, 결제증권 및 결제대금 확정 절차를 거치고, 이를 증권회사, 한국예탁결제원 및 한국은행에 통지함.
  - ④ 대금 및 증권의 결제를 위한 수수는 한국예탁결제원의 청산/결제서비스에 의해 이루어짐

### III. 국내 증권 발행 · 유통시장의 메커니즘

#### 9. 한국예탁결제원에 의한 증권의 보관

- 일반 투자자가 예탁자(증권회사 등)에 증권을 맡기면 한국예탁결제원은 증권의 보관, 매매거래에 따른 결제, 보관 중 발생하는 권리행사 등을 처리함
- 한국예탁결제원에 계좌를 개설할 수 있는 자: 금융투자업자(증권회사 등 투자중개업자 포함), 은행, 보험회사 등에 한정됨
- 예탁된 증권은 증권의 이동 없이 계좌부에 기재만으로 소유권 등 권리가 이전됨



(그림: 한국예탁결제원)

## IV. 암호화폐 거래소 및 STO의 미래

- 기술의 진보에도 불구하고 현행 증권시장의 발행·유통 방식을 증권성 토큰에 그대로 적용할 것인지?

비교 항목	증권	암호화폐 거래소	비고
거래소 진입규제	자본금, 설비 등 허가요건	현재 별도의 법률 없음	* 블록체인 기술의 투명성, 불가역성을 고려하면 자본금, 설비 등 허가요건이 완화될 수 있지 않을까?
상장	상장규정, 상장요건(규모, 분산, 경영성과, 안정성)	일부 거래소 자율 심사기준 있음	* 유통시장의 활성화를 위해 상장규정 필요
발행	공모·사모 구별 증권신고서, 투자설명서 제출	현재 별도의 법률 없음	* 증권형 토큰에 적합한 공모·사모의 구별은? * 증권형 토큰에 적합한 증권신고서, 투자설명서는?
매매거래 및 보관 방식	증권회사를 통한 위탁매매 예약된 증권의 소유권 귀속 명확	매도인·매수인 간 거래는 블록체인 자체에는 기록되지 않음	* 거래소에 보관된 암호화폐에 대한 고객의 권리 보호를 위한 법적 제도 정비 필요

[www.dlightlaw.com](http://www.dlightlaw.com)

법무법인 디라이트  
변호사 조원희

02 2051 1871  
010 5056 0188  
[whc@dlightlaw.com](mailto:whc@dlightlaw.com)