디지털 자산

블랙록 BUIDL, 퍼블릭 블록체인의 미래를 제시하다

디지털자산 담당 임민호
T.02)2004-9911/ leem.min-ho@shinyoung.com

블랙록, 최초의 토큰화 펀드 BUIDL 출시

블랙록은 이더리움 블록체인에서 토큰화된 펀드인 BUIDL(BlackRock USD Institutional Digital Liquidity Fund)을 출시. BUIDL은 100% 현금성 자산에 투자되는 펀드로 이를 기초자산으로 발행되는 "BUIDL 토큰"은 화이트리스트에 등록된 투자자풀 안에서만 유통되며 토큰당 1달러를 유지하게 됨. 펀드에서 발생하는 수익은 매일 재투자되어 매달 월초에 투자 비율대로 투자자에게 BUIDL 토큰으로 배분됨

디파이를 통해 유통시장에서의 유동성 문제 해결. 24/7/365 설정·환매 가능

그동안 금융자산 토큰은 화이트리스트에 등록된 투자자에게만 접근이 허용되기 때문에 2차 유통시장(Secondary Market)에서의 유동성 확보가 어려웠음. 블랙록과 서클은 스마트 계약으로 USDC-BUIDL 토큰 유동성 풀을 구축해 투자자가 365/24/7 펀드를 설정/환매 할 수 있도록 지원함. 향후 BUIDL 토큰 형태의 자산은 투자기관들이 스테이블코인 대용으로 활용하거나 스테이블코인 발행사, 디파이 플랫폼이 준비금에 편입할 가능성도 존재

금융기관의 퍼블릭 블록체인 활용 가능성에 주목

블랙록은 퍼블릭 블록체인인 이더리움 네트워크를 활용해 펀드를 토큰화하고 디파이와 결합함. 이는 블랙록이 이더리움 네트워크의 안정성과 관련 생태계에 대한 신뢰를 갖고 있음을 방증. 향후 금융자산 토큰화에서 디파이와의 접목이 활성화될 것으로 예상됨. 변동성이 낮은 현금성 자산이나 대체자산 시장은 퍼블릭 블록체인과 디파이를 통해 유통시장의 유동성을 확보하기 적합. 기관투자자들이 채택한 대체자산의 규모는 2023년말 기준으로 22조 달러에 달하며, 이러한 자산들이 토큰화될 경우 퍼블릭 블록체인 생태계의 활성화를 촉진하는 킬러앱이 될 수 있음. 향후 금융기관들의 퍼블릭 블록체인 활용 가능성에 주목해야 함

블랙록의 이더리움, USDC 활용 전략, 신의 한수가 될까?

BUIDL 토큰화에 이더리움 네트워크와 USDC를 활용하는 블랙록의 전략은 두가지 정치적인 시사점을 가지고 있음. 1) 블랙록이 BUIDL 펀드에 이더리움을 활용하는 것은 SEC에 이더리움에 대한 법적 명확성을 강제할 가능성이 있으며, 2) 금융기관들의 스테이블코인 활용이 확대되면 미국에서 스테이블코인 관련 법안의 통과 가능성이 높아질 수 있음

블랙록, 최초의 토큰화 펀드 BUIDL 출시

블랙록
최초의 토큰화 펀드
BUIDL 출시

블랙록은 3월 21일 이더리움 블록체인에서 토큰화된 펀드인 BUIDL(BlackRock USD Institutional Digital Liquidity Fund)을 출시했다. 비트코인 현물 ETF인 IBIT 출시, 이더리움 현물 ETF 신청에 이은 블랙록의 세번째 가상자산-금융의 결합 행보이다.

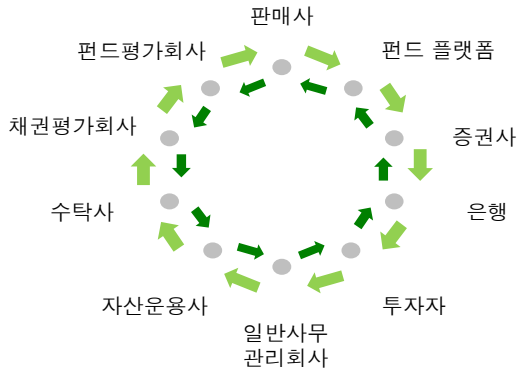
당사는 2023년 8월 발간 자료(실물자산 토큰, Post ETF가 될 것인가?)에서 실물자산 토큰화(Real World Asset Tokenization, RWA) 개념 및 펀드 토큰화에 대해 자세히 서술했다. 이번 보고서에서는 지난 자료에 이어 블랙록의 토큰화된 펀드인 BUIDL의 구조를 분석을 통해 금융자산 토큰화와 퍼블릭 블록체인의 활용에 대한 시사점을 도출해보았다.

실물자산 토큰화(Real World Asset Tokenization, RWAT)는 특정 자산의 권리를 디지털 토큰 형태로 블록체인에 기록하여 디지털화하는 과정을 의미한다. 이렇게 디지털화된 권리는 블록체인 상에서 자유롭게 전송, 저장, 거래가 가능하며, 모든 거래 내용은 블록체인에 안전하게 기록되어 그 진위성과 기록의 영구성이 보장된다. 블록체인 네트워크에서 토큰의 이동은 결제의 최종성을 가지며, 이는 거래 상대방 위험을 감소시키고, 원자적 결제(Atomic Settlement)가 가능하게 한다.

펀드 토큰화를 통해
자본 효율성 개선

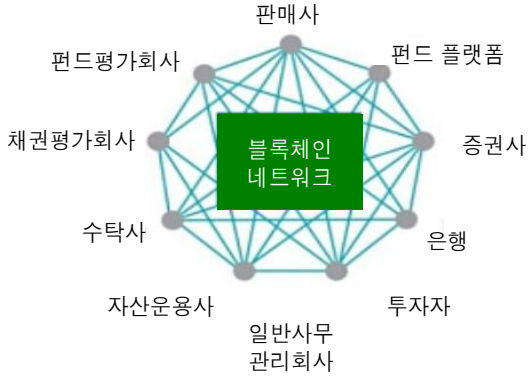
이를 펀드에 접목시키면 오퍼레이션 절차가 간소화되고 자본 효율성을 향상시킬 수 있다. 기존의 펀드는 설정/상환 프로세스에 각 원장을 지닌 다양한 주체들이 존재하기 때문에 절차가 복잡하고 시간이 오래 걸린다. 하지만 펀드를 토큰화할 경우 다양한 주체들의 원장을 하나의 블록체인 위로 통합할 수 있다. 각 주체들은 실시간 데이터에 접근할 수 있기 때문에 다자간 보고 등 불필요한 절차가 축소된다.

도표 1. 다양한 주체가 얽혀 있는 펀드 구조



자료 : SS&C, 신영증권 리서치센터

도표 2. 블록체인을 통해 자본 효율성 향상



자료 : SS&C, 신영증권 리서치센터

(1) BUIDL 펀드의 구조

100% 현금성 자산 투자
운용사: 블랙록
수탁/사무관리: BNY 멜론

블랙록이 출시한 BlackRock USD Institutional Digital Liquidity Fund Ltd (이하 BUIDL 펀드)는 자산의 100%를 재정증권(T-Bill), 레포(Repo), 현금 등 만기 3개월 이내의 현금성 자산에 투자하여 안정적인 수익률을 제공하는 펀드이다. 블랙록이 BUIDL 펀드의 운용사이며 BNY 멜론은 펀드의 기초자산을 수탁하고 사무관리를 담당한다.

BUIDL 펀드는 1933년 미 증권법 506(c) 조항을 통해 SEC로부터 증권 등록이 면제 되었기 때문에 적격 투자자만 투자할 수 있다. 최소 투자금액은 500만 달러이다. 토큰화 플랫폼인 시큐리타이즈는 펀드의 토큰화를 담당하며, 펀드의 명의개서 대리인(Transfer Agent) 및 브로커-딜러(Broker/Dealer)로서 펀드의 설정·환매, 지분 관리, 배당 관리, 토큰화 플랫폼에서 적격투자자에게 펀드 상품을 제공하는 역할을 수행한다.

BUIDL 토큰= 1달러
화이트리스트 등록 풀에서
유통 가능

BUIDL 펀드를 기초자산으로 발행되는 "BUIDL 토큰"은 토큰당 1달러를 유지한다. BUIDL 펀드가 100% 미 달러 현금성 자산에 투자되기 때문에 안정적인 가치를 유지할 수 있다. 펀드에서 매일 발생하는 수익은 재투자되어 매달 월초에 투자 비율대로 투자자에게 BUIDL 토큰으로 배분된다. 다만 BUIDL 펀드는 증권이기 때문에 투자를 위해서는 KYC/AML/CTF 등의 규정을 통과하여 화이트리스트에 포함되어야 한다. BUIDL 토큰은 화이트리스트에 등록된 투자자풀 안에서만 유통되며, ERC-20 토큰으로 기록된 디지털 증권 형태로 발행된다.

도표 3. 발행공시의무 면제조항과 개별 요건

	Reg D: 506(b)	**Reg D: 506(C)**	Reg A+: Tier 1	Reg A+: Tier2	RegCF
규정성격	사모조항	**사모조항**	소액 공모	소액 공모	크라우드펀딩
발행금액한도 (12개월 내)	X	**X**	2,000만 달러	7,500만 달러	500만 달러
적격투자자 이외의 투자자	숙련된 투자자 35인	**불허**	허용	조건부 허용	조건부 허용
일반적 청약의 권유	X	**허용**	허용	허용	제한적 허용
유통제한	제한	**제한**	제한주식X	제한주식X	12개월 재판매 금지

자료: 자본시장연구원, 신영증권 리서치센터

(2) 디파이를 통한 유동성 확보: 24/7/365 설정·환매 가능

BUIDL 토큰은 현금성 자산에 투자하고 토큰의 가치가 1달러와 연동된다는 점에서 스테이블코인과 유사하다. 하지만 BUIDL 토큰은 수익을 발행사가 아닌 투자자가 수취한다는 점에서 스테이블코인과 차별화된다. 한편, BUIDL 펀드는 자산 가치에 수익이 반영되는 MMF와 달리 투자자에게 수익을 직접 배당한다.

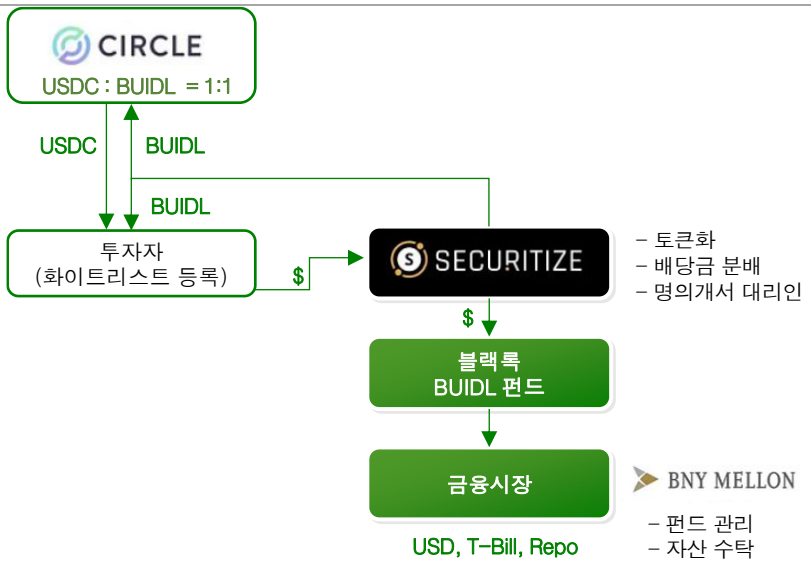
화이트리스트 등록 풀로 제한되어 유통시장에서의 유동성 부족이 문제

온도 파이낸스, 프랭클린 템플턴 등은 미 국채 ETF나 MMF를 토큰화한 상품을 출시한바 있다. 하지만 불특정 다수와 온체인 상에서 실시간 매수/매도가 가능한 가상자산(Crypto Currency)와 달리 금융자산 토큰은 화이트리스트에 등록된 투자자에게만 접근이 허용되기 때문에 2차 유통시장에서의 유동성 부족이 가장 큰 문제점이었다.

USDC-BUIDL 유동성 풀구축해 24/7/365 펀드의 설정/환매 가능

블랙록과 서클은 스마트 계약으로 USDC-BUIDL 유동성 풀을 구축해 펀드 투자자들이 24/7/365 설정·환매를 할 수 있게 만들었다. BUIDL 펀드의 설정·환매 시간도 영업일 뉴욕시간 기준 8시~14시 30분까지이지만, 유동성 풀을 활용하면 투자자는 언제든지 1BUIDL 토큰을 1USDC 비율로 상환해 실시간으로 현금화할 수 있다. 펀드의 설정·환매가 실시간 가능해지면서 투자자들은 자산관리를 더욱 유연하게 할 수 있다.

도표 4. 블랙록 BUIDL 펀드 구조도



자료 : 신영증권 리서치센터

도표 5. BlackRock USD Institutional Digital Liquidity Fund Ltd (BUIDL) 구조

회사	BUIDL 펀드
펀드(BUIDL)	- BlackRock USD Institutional Digital Liquidity Fund Ltd. - 버진 아일랜드 법률에 의해 설립된 유한회사
집합투자업자	- BlackRock Financial Management, inc
수탁사/사무관리	- BNY Mellon
명의개서 대리인	- Securitize Markets,LLC - 주주 기록 유지, 신규 증권 발행, 투자자 중요 정보 제공, 디지털자산 증권 생성/지급 - 투자자 온보딩, 청약, 환매, 이전처리, 화이트리스트 유지 관리
적합성 요구사항	- Reg D 506(C) - 전문투자자'로투자자를 제한해 일반투자자 대상 전매를 금지
감사	- PWC LLP
주식	- 의결권 없는 클래스 A 주식 - 이더리움에 의해 ERC-20 토큰으로 기록된 디지털 증권 형태
펀드 설정	- 영업일 8 시~14 시 30 분(뉴욕 시간 기준)까지 펀드 계좌 입금 시 선택한 주소로 ERC-20 토큰 수령 - 최초 설정: $5,000,000 - 추가 설정: $250,000
펀드 환매 (USDC 유동성 시설 제외)	- 매도 당일 영업일 8 시~14 시 30 분(뉴욕 시간 기준)까지 명의개서 대리인에게 제출 - 본인의 토큰을 명의개서 대리인의 디지털 지갑으로 이체 및 마감일까지 펀드 기록에 기록될 경우 매각 요청을 제출한 것으로 간주
USDC 유동성 시설	- 블랙록-써클은 BUIDL 토큰과 USDC 를 1:1 로 교환할 수 있는 유동성풀 구축해 BUIDL 토큰 유동성 향상 - 투자자는 Securitize, 스마트계약을 통해 1BUIDL 토큰 = 1USDC 비율로 교환 가능 - 펀드에서 발생한 미지급이자는 다음 지급일 BUIDL 토큰으로 지갑에 분배 혹은 오프체인으로 USD 로 분배 - 사용가능한 유동성은 환매 시도 전 온체인에서 확인 가능
토큰	- 이더리움 ERC-20 (Permissioned Token)
배당금	- 배당금은 투자확정일로부터 뉴욕시간 오후 3 시 기록된 주주에게 누적 - 배당금에 대한 주주 몫 (당일 펀드 순이익-수수료)*소유 비율 - 일일 배당금 발생하며 배당금을 자동으로 재투자. 배당 선언 후 첫 영업일에 배당금 가치와 동일한 주식 및 토큰 발행 - 월말 첫 영업일에 BUIDL 토큰으로 지급 - 주주가 해당월의 마지막 영업일 이전에 주식을 모두 매도/양도한 경우 해당 월 이후 3 영업일 이내에 USD 로 지급
기초자산	- T-Bill, RP, 현금 등 3 개월 만기 미만 현금성 자산
펀드 지분	- 펀드 지분은 디지털 증권으로 발행되며 이더리움 블록체인에서 ERC-20 토큰으로 추적/전송 - 명의개서 대리인 관리 등록부와 블록체인 상 불일치 시 블록체인 기록보다 우선시
KYC/AML	- 명의개서대리인은 KYC/AML 을 통과한 투자자의 화이트리스트를 유지 - 화이트리스트에 등록된 투자자만 2 차 시장에서 펀드를 매수/환매 가능 - 계좌간의 증권 양도는 신규/청약 또는 환매를 위해 개설되지 않은 경우에도 언제든지 허용됨

자료 : Steakhouse Financial, 신영증권 리서치센터

(3) BUIDL 토큰의 가능성: 온도 파이낸스의 사례

온도 파이낸스 실시간 설정/환매 위해 펀드의 기초자산을 BUIDL로 일부 대체

온도 파이낸스는 펀드의 실시간 설정·환매 기능을 구축하기 위해 자사의 미 국채 토큰화 펀드 OUSG의 기초자산을 BUIDL로 일부 대체했다. OUSG는 원래 기초자산으로 미국 단기 국채 ETF(iShares Short Treasury Bond ETF; SHV)를 보유하고 있어 달러로 전환하는데 T+2의 증권 결제 시간이 필요하다.

온도 파이낸스는 또한 BUIDL 토큰처럼 1달러로 고정된 rOUSG를 제공하기로 결정했다. 투자자는 온도파이낸스의 변환 도구를 통해 자유롭게 OUSG와 rOUSG를 변환할 수 있으며 rOUSG에 투자할 경우 수익을 rOUSG 토큰으로 배분 받는다.

BUIDL 형태 토큰, 스테이블코인 대체 가능

투자기관들은 BUIDL 토큰 형태의 자산을 스테이블코인의 대용으로 활용될 가능성도 존재한다. 스테이블코인의 경우 투자자산에서 발생하는 수익이 발행사의 이익으로 귀속되지만 BUIDL 펀드 토큰의 수익은 투자자에게 자동으로 배당되므로, 필요에 따라 스테이블코인으로 변환할 수 있는 BUIDL 토큰의 효용이 더 높다.

BUIDL 토큰 스테이블코인 발행사 및 디파이 플랫폼의 준비금으로 편입 가능성

향후 스테이블코인 발행사나 디파이 플랫폼들은 향후 준비금의 신뢰성과 자산 유동성을 높이기 위해 BUIDL 펀드 형태의 자산을 준비금에 편입할 가능성도 있다. 예를 들어 테더가 USDT 준비금(Reserve)에 BUIDL을 편입한다면 준비금에 대한 신뢰도가 향상되게 된다.

도표 6. MMF, 스테이블코인, BUIDL 펀드 비교

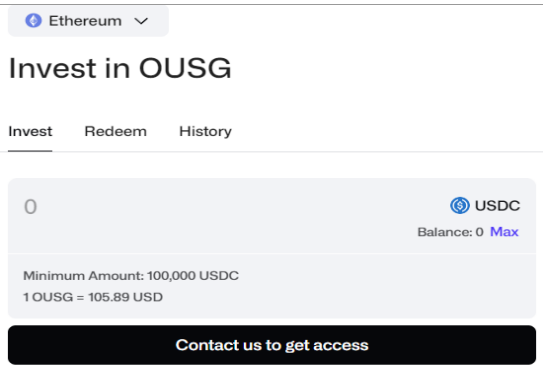
	국공채 MMF	OUSG	스테이블코인(USDC)	BUIDL	rOUSG
법적 형태	증권	증권	토큰	증권	증권
자산가격	가격 상승	가격 상승	$1 유지	가격 상승	$1 유지
기초자산	미 국채 등 현금성 자산	BUIDL, SHV	미 국채 등 현금성 자산	미 국채 등 현금성 자산	BUIDL, SHV
수익	NAV에 반영	NAV에 반영	발행사에게 귀속	BUIDL 토큰으로 수령	rOUSG로 수령

자료: 신영증권 리서치센터

도표 7. BUIDL을 통해 24/7/365 설정·환매가 가능해진 OUSG

자료 : Ondo Finance, 신영증권 리서치센터

도표 8. USDC를 통해 실시간 OUSG/rOUSG 설정 및 환매 가능



자료 : Ondo Finance, 신영증권 리서치센터

블랙록 BUIDL 펀드 출시의 시사점

(1) 전통 금융과 디파이의 결합: 퍼블릭 블록체인의 활용 가능성 제시

이더리움 네트워크와 디파이 활용해 유통시장의 유동성 문제 해결

블랙록은 퍼블릭 블록체인(Public Blockchain)인 이더리움 네트워크를 사용하여 펀드를 토큰화하고 디파이와 결합해 유통시장(Secondary Market)에서의 유동성 문제를 해결했다. 기존 대형 금융기관들이 보안과 확장성을 위해 허가형 블록체인(Permissioned Blockchain)을 사용해 온 것과 다른 접근이다. 이는 블랙록이 이더리움 네트워크의 안정성과 관련 생태계에 대한 신뢰를 갖고 있음을 보여준다.

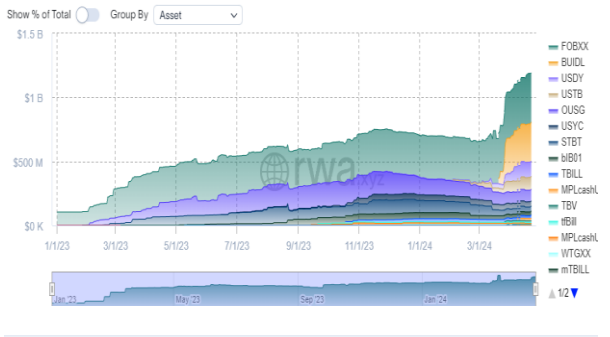
퍼블릭 블록체인/디파이를 통해 대체자산 시장의 유동성 확보에 적합

토큰화의 가장 큰 장점은 유동성 제약으로 인해 자본이 묶여 있는 비유동성 자산 시장에 대한 접근성을 높여준다는 것이다. 변동성이 낮고 거래량 변동이 높지 않은 현금성 자산이나 대체자산 시장은 퍼블릭 블록체인과 디파이를 통해 유통시장의 유동성을 확보하기 적합하다. 기관투자자들이 채택한 대체자산의 규모는 2023년말 기준으로 22조 달러에 달하며, 이는 현재 가상자산 시가총액의 10배 수준이다.

이러한 활용 활성화시 퍼블릭 블록체인 네트워크 활성화 촉진

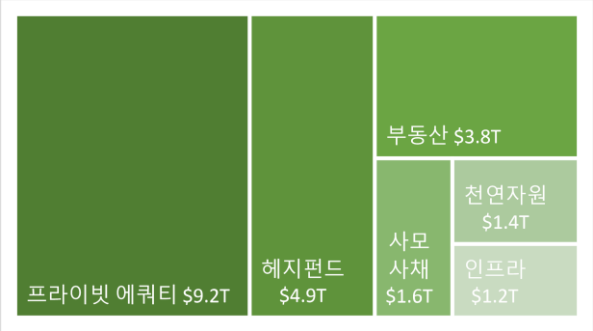
이러한 자산들이 토큰화될 경우 이는 퍼블릭 블록체인 네트워크의 활성화를 촉진하는 킬러앱이 될 수 있다. 현재 퍼블릭 블록체인 네트워크의 활성도는 디파이, 코인 발행과 같은 투기적 수요에 연동되어 있어 가상자산 가격이 하락하는 시기에는 구조적으로 낮아질 수밖에 없다. 향후 블랙록의 선례를 참고한 금융기관들의 퍼블릭 블록체인 활용 가능성에 주목해야 한다.

도표 9. 미 국채 기반 실물자산토큰 규모



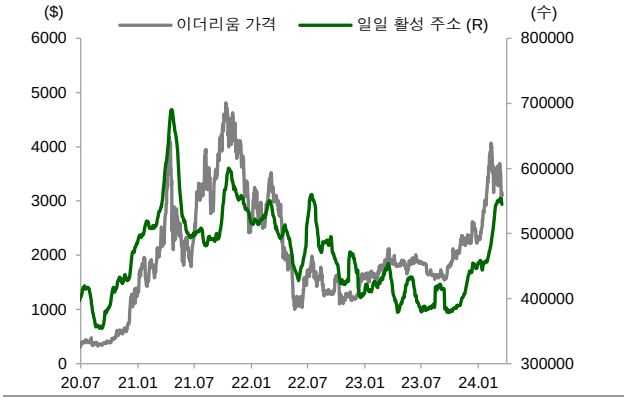
자료 : RWA.xyz, 신영증권 리서치센터

도표 10. 기관 채택 대체자산 시장 규모: 22조 달러



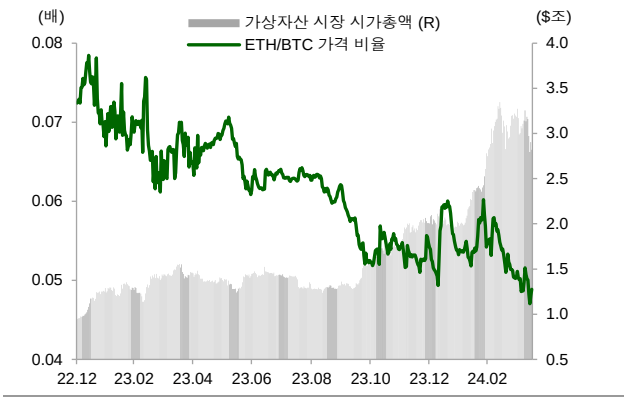
자료 : CAIA, Moody's, 신영증권 리서치센터

도표 11. 이더리움 일일 활성 주소 수와 이더리움 가격



자료 : Etherscan, Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 12. 가상자산 시가총액과 ETH/BTC 가격 비율



자료 : TradingView, 신영증권 리서치센터

(2) 탈중앙화거래소(DEX) 활성화

향후 토큰화와 디파이 접목이 활성화될 것으로 예상

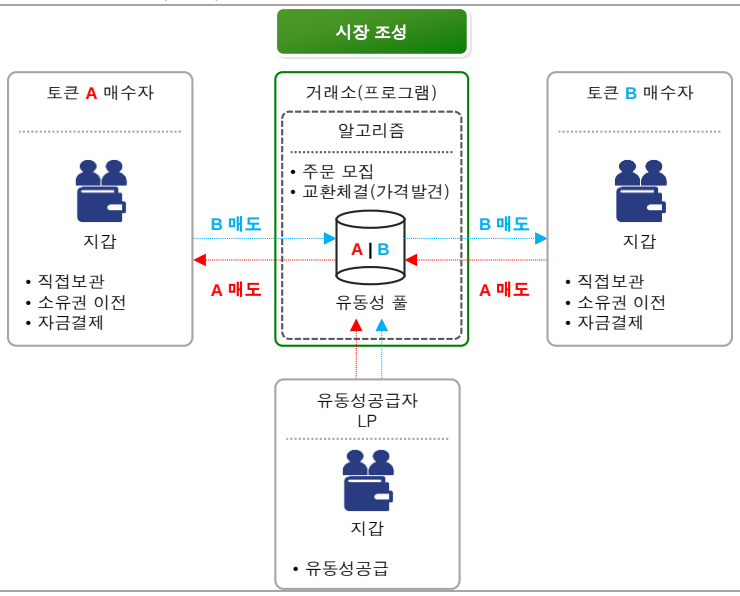
향후 자산 토큰화에서 디파이와의 접목이 활성화될 것으로 예상된다. 글로벌 중앙은행들은 이미 CBDC와 탈중앙화 거래소(DEX)의 AMM 프로토콜을 활용해 국경 간 결제를 수행하는 실험을 지속해왔고, BIS는 탈중앙화 거래소(DEX)의 AMM 프로토콜과 CBDC 결합이 미래 국경 간 결제를 촉진하는 인프라 기반을 형성할 것이라고 밝혔다. 이 내용은 2023년 3월 작성한 자료(블록체인이 이끄는 탈(脫)달러 흐름)에 자세히 설명되어 있다.

자동화 시장 조성자 (CP AMM) 유동성 공급자가 핵심

자산 토큰화에 CBDC 사례처럼 DEX의 자동화 시장조성자(Constant Product Automatic Market Maker, CP AMM) 방식이 접목될 가능성이 가장 높다고 판단한다. 탈중앙화 거래소(DEX)는 유동성풀에 유동성을 제공하는 유동성 공급자(LP)가 중요하다. 유동성 공급자는 유동성 풀에 유동성을 제공하는 대가로 유동성풀 사용자들이 지불한 거래 수수료를 받게 되면서 참여의 유인이 생기게 된다.

예를 들어 이더리움 블록체인 상의 탈중앙화 거래소에 BUIDL-USDC 유동성 풀이 있다고 가정하면, 유동성 공급자는 1:1 비율의 BUIDL-USDC 토큰 쌍을 제공하고 그 대가로 유동성 풀을 이용하는 투자자들이 지불하는 수수료를 배분 받게 된다. 유동성 풀에 예치를 통해 추가적인 수익을 얻을 수 있기 때문에 자산을 장기 보유를 하려는 투자자들은 유동성 제공의 유인이 존재한다.

도표 13. 탈중앙화 거래소(DEX) 기본 개념



자료 : 한국은행, 신영증권 리서치센터

(3) 블랙록의 이더리움, USDC 채택, 신의 한수가 될까?

블랙록의 이더리움, USDC 활용의 정치적 시사점

BUIDL 펀드 토큰화에 이더리움 네트워크와 USDC를 활용하는 블랙록의 전략은 현재 두가지 정치적인 시사점을 가지고 있다. 미 증권거래위원회(SEC)는 5월 23일 이더리움 현물 ETF 승인 결정 시한을 앞두고 이더리움 재단 조사 등 이더리움의 증권성을 검토하고 있다. 투자자는 BUIDL 토큰을 거래, 환매하기 위해 수수료로 ETH를 지불해야 한다. 만약 이더리움이 미등록 증권이라면 기관투자자들이 BUIDL 토큰을 거래하기 위해서 미등록 증권이 필요한 것이다. 블랙록이 BUIDL 펀드에 이더리움을 활용하는 것은 SEC에 법적 명확성을 강제할 가능성이 있다.

미국에서는 스테이블코인 법안이 의회를 통과하지 못하면서 규제 공백이 장기화되고 있다. 최근 미 상원의원인 커스틴 질리브랜드와 신시아 루미스는 준비금 요건과 알고리즘 스테이블코인 발행을 금지하는 내용의 스테이블코인 법안을 새롭게 발의한 상황이다. 금융기관들의 스테이블코인 활용이 지속적으로 확대된다면 미국에서 스테이블코인 관련 법안이 통과될 가능성은 높아질 수 있다.

Compliance Notice

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.