

OPINION

선임연구위원
김갑래

금융투자상품 포괄주의 하에서 디지털자산의 증권성에 관한 소고*

디지털자산의 증권성 판단 기준은 법적으로 이원화되어 있는 디지털자산의 규제관할을 결정하는 매우 중요한 법적 기준이다. 미국이나 우리나라와 같이 금융투자상품 포괄주의를 채택하고 있는 국가에서는 증권성 판단에 관한 법적 불확실성을 줄이기 위해 디지털자산 증권성 가이드라인을 발표하고 있다. 그러나 금융투자상품 포괄주의 하에서 디지털자산의 증권성은 사안별(case-by-case)로 판단되어야 하고, 증권성 판단에 관한 선례가 부족한 점에서 시장참여자들의 증권성 판단에 관한 예측가능성은 그리 높지 않은 실정이다.

디지털자산 증권성에 관한 법적 불확실성을 낮추고 예측가능성을 제고하기 위해 우리 정부와 시장참여자는 다음과 같은 점을 고려하여야 할 것이다. 가상자산 발행인은 가상자산 프로젝트 설계시 증권성 관련 법적 자문을 강화하고, 법적 위험을 최소화하기 위해 금융당국에 대한 사전적 질의(비조치질의 등)에 있어서도 적극적 태도를 보여야 할 것이다. 가상자산거래업자는 가상자산의 거래지원 심사에 있어 증권성 심사 기준을 명확히 하고, 거래지원 심사시 제출하는 증권성 관련 법률의견서를 백서 등 관련 서류와 함께 면밀히 검토하여야 할 것이다. 가상자산투자자는 투자성이 높은 알트코인 투자에 있어 증권성 관련 법적 위험을 늘 염두에 두어야 한다. 아울러 금융당국은 디지털자산의 증권성에 관한 시장참여자들의 질의에 적극적으로 답변하여야 하며, 시장의 예측가능성을 제고하기 위하여 증권성 판단 절차를 제도화하고 현재의 증권성 가이드라인을 단계적으로 구체화하는 정책적 노력을 지속하여야 할 것이다.

서언

지난 4월 20일(현지시간) EU 의회는 세계 최초의 체계화된 가상자산법안인 MiCA(Markets in Crypto-Assets)규정안을 가결하였다. MiCA는 단순한 입법지침(Directive)이 아닌 법적 효력을 미치는 규정(Regulation)으로서, 일정한 유예기간(약 1년 6개월) 후 EU 27개 회원국에 직접 적용된다. MiCA 제정은 가상자산시장에 대한 글로벌 규제체계의 정립을 알리는 신호탄이 될 것으로 보인다.

우리 국회도 현재 가상자산 이용자보호법을 정무위 법안소위에서 의결하는 등 불공정거래 규제 위주의 가상자산법 제1단계 입법에 박차를 가하고 있다. 우리 정부는 디지털자산¹⁾ 규제에 있어, 가상자산 거래는 가상자산법 제정을 통해 규율하고, 토큰증권 거래는 자본시장법 개정을 통해 규율한다는 이

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

1) 본고에서 '디지털자산'은 분산원장기술(DLT)을 기반으로 토큰화된 자산으로서, 증권으로 인정되는 토큰증권과 증권으로 인정되지 않는 가상자산을 모두 포함한 광의의 개념이다.

원화 입법 전략을 추진하고 있다. 이러한 토큰증권과 가상자산에 대한 이원화 규율체계는 EU, 미국 등 글로벌 주요국이 모두 채택하고 있는 글로벌 정합성에 맞는 입법 방향이다.

디지털자산의 증권성 판단 기준은 법적으로 이원화되어 있는 디지털자산의 규제관할을 결정하는 매우 중요한 법적 기준이다. 미국이나 우리나라와 같이 금융투자상품 포괄주의를 채택하고 있는 국가에서는 증권성 판단에 관한 법적 불확실성을 줄이기 위해 디지털자산 증권성 가이드라인을 발표하고 있다. 그러나 금융투자상품 포괄주의 하에서 디지털자산의 증권성은 사안별(case-by-case)로 판단되어야 하고, 증권성 판단에 관한 선례가 부족한 점에서 시장참여자들의 증권성 판단에 관한 예측가능성은 그리 높지 않은 실정이다. 이러한 상황에서 가상자산의 발행인은 가이드라인을 바탕으로 자기가 발행한 가상자산의 증권성을 낮추는 노력을 하여야 하며, 증권성 여부가 불투명한 사안에 대해서는 금융당국에 질의하여 증권성 관련 법적 위험을 최소화하고, 가상자산사업자는 가상자산 거래지원 심사시 증권성 해당 여부 확인 절차를 강화하여 해당 가상자산의 투자자 피해사례가 없도록 유의하여야 할 것이다.

본고는 국내 디지털자산 증권성 판단에 관한 올바른 이해를 돕고 법적 불확실성을 낮추려는 의도에서 집필되었다. 본고는 디지털자산의 증권성 관련하여 주요한 사안인 자본시장법상 금융투자상품 포괄주의 규제체계, Howey 기준 논쟁, 자본시장법상 투자계약증권의 해석에 관한 쟁점을 분석한다. 또한 이러한 쟁점 분석을 통해 국내 디지털자산 시장참여자들이 고려해야 할 시사점을 제시하고자 한다.

자본시장법상 금융투자상품 포괄주의 규제체계

2007년 8월 3일 제정된 자본시장법은 “금융투자상품의 규정 방식을 열거주의에서 포괄주의로 전환”²⁾ 한 점에서 특징을 갖는다. 금융투자상품 포괄주의에 따라, 국내 자본시장법은 미국 증권법과 같이 금융투자상품(증권 포함)을 “열거하지 않고 개념을 추상적으로 정의하여 동 정의에 해당하는 모든 금융투자상품을 법의 규율대상”³⁾으로 하고 있다. 자본시장법상 증권은 채무증권, 지분증권, 수익증권, 파생결합증권, 증권예탁증권 등 5종의 일반적으로 정형화된 증권에 포괄주의 개념의 투자계약증권을 포함하여 총 6종으로 구성된다. 포괄주의 개념인 투자계약증권은 “특정 투자자가 그 투자자와 타인 간의 공동사업에 금전등을 투자하고 주로 타인이 수행한 공동사업의 결과에 따른 손익을 귀속받는 계약상의 권리가 표시된 것”(자본시장법 제4조제6항)으로서 다양한 유형의 투자자산을 포함한다. 국내 자본시장법상 증권은 증서성(證書性)이라는 형식을 요구하지 않고 표시하는 권리의 실질(기능요소, 위험요소 등)에 따라 규율하기 때문에, 블록체인 네트워크에서 발행·유통되는 새로운 유형의 토큰화된 형태의 증권도 자본시장법의 규제 관할에 속한다.

2) 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」, 2007. 8. 3, 법률 제8635호, 제정 이유.

3) 재정경제부, 2006, 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제정안」 설명자료, p. 6.

자본시장법상 금융투자상품 포괄주의 규제체계는 혁신의 촉진과 규제공백에 대한 대응이라는 이중적 기능을 한다. 혁신의 측면에서, 포괄주의 규제체계는 새로운 유형의 혁신적 금융투자상품을 법령 개정 없이 발행·유통할 수 있게 한다. 규제의 측면에서, 포괄주의 규제체계는 새롭게 등장한 새로운 유형의 증권에 대한 규제공백을 메우고 해당 증권을 규제의 틀 안에 포섭한다. 이러한 포괄주의 규제 체계하에서 급격한 기술혁신에 따라 새로운 유형의 투자상품이 출시되는 경우 증권성 논란이 커질 수 있다. 이러한 증권성 논란이 디지털자산시장에서 크게 이슈화된 대표적인 사건들로는 Ripple XRP 사건, 테라-루나 사건 등을 들 수 있다.

이러한 증권성 논란은 시간을 두고 선례가 축적되면 어느 정도 해결될 것으로 보인다. 그러나 증권성 관련 법적 불확실성이 큰 현 상황에서 디지털자산을 발행하고 유통시키기 위해서는 해당 자산의 증권성 관련 절차적 정당성을 높일 필요가 크다. 발행인의 측면에서, 증권성 관련 절차적 정당성은 발행인이 판매하려는 디지털자산의 증권성 여부에 관하여 금융당국에 법령해석을 질의를 하거나 비조치질의 하는 등의 대응을 통해 확보할 수 있다. 그간 국내 가상자산 발행인이 증권성에 관한 법적 위험이 존재함에도 절차적 정당성을 확보하려는 노력이 부족하였다는 점은 국내에서 디지털자산의 증권성 논란이 커진 원인으로 작용하였다. 다만 최근 가상자산거래소 거래지원 심사시 증권성 관련 검토 절차를 강화한 점은 증권성에 관한 절차적 정당성을 높인 점에서 긍정적으로 평가할 수 있다.

Howey 기준 논쟁

최근 다양한 디지털자산상품이 빠르게 출시되고 있으나 해당 자산이 증권인지의 여부에 대한 선례가 부족한 상황에서, 디지털자산 포괄주의 규제에 대한 법적 불확실성은 과거보다 증가하였다. 이러한 상황 속에서 미국의 증권거래위원회인 “SEC는 70년 전에 만들어진 ‘Howey test’를 통해 가상자산의 증권성 여부를 판단하면 된다고 하지만 업계 일각에서는 이 기준이 명확하지도, 적절하지도 않다”⁴⁾는 비판의 목소리가 있다. Howey 기준에 대해 국내 디지털자산 시장참여자들의 관심이 높아진 이유는 미국 가상자산시장이 세계에서 가장 영향력 있는 시장이고, Ripple XRP 사건 등 증권성 관련 글로벌 주요 사건에 대해 동 기준이 적용된다는 점에서 찾을 수 있다. 또한 국내 자본시장법상 포괄주의 개념의 투자계약증권 조항이 “미국의 Howey 기준을 원용”⁵⁾하여 입법화되었다는 점에서, Howey 기준을 적용한 미국 금융당국의 유권해석과 법원 판결이 국내 자본시장법상 투자계약증권 조항의 해석에 있어 참조(reference) 사항이 된다는 점도 고려할 필요가 있다.

미국에서 Howey 기준이 오늘날 디지털자산시장에 적용되기에는 너무 낡은 규정이라는 주장은 입법정책적으로는 주장이 가능하겠지만 법해석론적으로는 틀린 주장이다. 최근 미국에서 이슈화되고

4) 연합인포맥스, 2023. 2. 28, [IB스토리] 디지털 자산에 시의적절한 제도권 편입이 필요한 이유.

5) 재정경제부, 2006. 6. 30, ‘자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제정안’ 설명자료, p. 11.

있는 디지털자산의 증권성 관련 소송에서, 피고(디지털자산 발행인)는 모두 Howey 기준을 유효한 법으로서 존중⁶⁾하며 해당 자산이 Howey 구성요건에 해당하지 않는다고 변론한다. 관련 소송으로 대표적인 Ripple XRP 사건에서, Ripple사(社)를 위한 가상자산 친화적 법정 조언자(amicus curiae)도 Howey 기준이 유효한 법이라는 점을 존중하는 전제에서 XRP가 Howey 기준상의 법정 요건에 해당되지 않는다고 주장한다.⁷⁾

입법정책적 측면에서 Howey 기준 폐지론은 구체적 대안을 제시하지 못하는 점에서 설득력이 떨어진다. 미국에서 디지털자산 증권성의 법적 불확실성을 낮추기 위해 제시된 대표적 입법적 대안으로 디지털자산을 보조자산(ancillary asset)으로 추정하는 내용의 ‘책임 있는 금융혁신법’(Lummis-Gillibrand Responsible Financial Innovation Act: RFIA)안을 들 수 있다. 그러나 RFIA 체계하에서도 보조자산과 증권 구분기준으로는 Howey 기준이 사용된다.⁸⁾

Howey 기준은 정보격차와 대리인비용이 높은 투자계약(investment contract) 상품의 투자자를 공시조항과 불공정거래 금지조항으로 보호하기 위한 포괄주의 규제장치이다. 이러한 Howey 기준은 투자상품 실질주의를 바탕으로 거래의 경제적 현실(economic realities)에 맞추어 유연하게 적용되어 왔다. 이러한 예로서 1990년대 새로운 형태의 어음(note)이 증권인지를 판단하는 기준으로 Howey 기준이 변형된 ‘같은 과(科)의 유사성’(family resemblance) 기준을 채택한 Reves 판결을 들 수 있다.⁹⁾ Ripple XRP 사건에 있어서도, 해당 판결이 확정되면 Howey 기준에 블록체인 거래의 경제적 현실을 반영한 Ripple 기준이 마련될 것으로 기대된다.

자본시장법상 투자계약증권의 해석

국내 디지털자산의 증권성 이슈에 있어 가장 논란이 되는 것이 해당 디지털자산의 투자계약증권 구성요건 해당성 여부이다. 자본시장법상 투자계약증권의 요건은 i) 공동사업, ii) 금전 등의 투자, iii) 타인의 사업수행, iv) 손익을 귀속받는 계약상의 권리 등으로 구성된다. 투자계약증권의 투자자는 공동사업에 출자한다는 점에서 집단행동의 문제(collective action problem)에 직면하고 타인의 노력에 의해 손익을 귀속받기 때문에 대리인비용과 정보격차가 크다는 점에서, 증권법이 해당 투자자보호를 위

6) Ripple사는 XRP의 증권성 관련 소송 답변서(Answer)에서 Howey 기준에 대해 다음과 같이 유효한 법으로 인정하는 입장을 표명한다. “Ripple respectfully refers the Court to the case SEC v. W.J. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946), for its true and accurate contents.” SEC v. Ripple, Inc., Answer of Defendant Ripple Labs, INC. to Plaintiff’s Complaint (2021. 1. 29), p. 14.

7) 예를 들어, Ripple XRP 소송에 법정 조언자로서 참여한 I-Remit사(社)는 XRP가 Howey 구성요건 중 ‘타인의 노력에 의존’(Reliance on the Efforts of Others) 요건과 ‘수익의 기대’(Expectation of Profit) 요건을 충족하지 못하기 때문에 XRP는 증권이 아니라고 주장한다. SEC v. Ripple, Inc., Brief of Amicus Curiae I-Remit, Inc. in Support of Defendants’ Motion for Summary Judgment (2022. 10. 12)

8) “The Howey test lives on, and it plays a role in determining whether a digital asset is an ancillary asset.” Jones Day, 2022, *Digital Assets Defined: How Lummis-Gillibrand Will Shape the Coming Fintech Debate*, p. 3.

9) Reves v. Ernst & Young, 494 U.S. 56 (1990)

해 의무공시, 불공정거래금지 등의 규제를 적용하는 것이다.

국내 투자계약증권의 구성요건은 미국 Howey 기준에 비해 공동사업, 금전 등의 투자, 타인의 노력 요건에 있어서는 거의 같다. 다만 미국 Howey 기준은 투자자가 ‘이익의 기대’를 갖는 것만으로 충족됨에 반하여, 국내 투자계약증권 요건은 ‘손익을 귀속받는 계약상의 권리’가 있어야 충족된다. 투자계약증권이 단순한 기대 이상의 권리를 요건으로 한다는 점에서, 자본시장법상 투자계약증권의 범위는 미국 Howey 기준에 따른 투자계약의 범위보다 상대적으로 좁다고 할 수 있다. 특히 최근 미국 SEC가 디지털자산에 대한 관할권 확장을 위해 공격적으로 Howey 기준 적용을 확대한다는 점¹⁰⁾에서도 미국 금융당국의 투자계약에 관한 유권해석을 그대로 국내 상황에 적용하기는 어렵다.

디지털자산이 투자계약증권에 해당하는지의 여부를 판단함에 있어 포괄주의 원칙과 문리해석 원칙에 충실하여야 한다. 투자계약증권은 포괄주의에 바탕을 둔 개념이기 때문에, 사안의 구체적 타당성과 경제적 현실을 면밀히 검토해 가며 유기적으로 투자계약증권의 구성요건 해당성을 분석하여야 할 것이다. 또한 투자계약증권 구성요건 문구의 의미에 맞추어 해석하는 문리해석에도 충실하여야 할 것이다. 이러한 원칙에 따라 투자계약증권을 해석하면, 디지털자산이 “(배당 등)수익 배분 없이 매매 차익만 실현할 경우 증권형으로 분류하지 않는다”¹¹⁾고 주장하기 어렵다. 투자계약증권 조항의 문리해석상 ‘손익을 귀속받는 계약상의 권리’란 타인이 수행한 공동사업의 결과에 따른 손익을 투자계약이 정한 바에 따라 해당 증권의 소유자에게 속하게 하는 권리를 의미한다. 투자계약증권에서 이익은 배당과 같이 투자자에게 지급되는 경우도 있지만, ‘증가된 가치’(increased value)로서 투자자에게 귀속되는 경우도 있다.¹²⁾ 따라서 손익 귀속 권리를 수익배분 청구권만으로 좁게 해석하여서는 안된다. 지난 2월 6일 금융위원회가 발표한 「토큰증권(Security Token) 발행·유통 규율체계 정비방안」 중 증권성 관련 예시도 수익배분 청구권 외에 지분권 등도 ‘손익을 귀속받는 계약상의 권리’의 한 유형으로 인정한다.¹³⁾ 또한 청구권은 본질적으로 상대방에게 어떤 행위를 요청하는 것이기 때문에, 스마트계약상 이행이 자동화된 형성권¹⁴⁾적 성격의 권리를 포섭하지 못한다. 포괄주의 원칙상 경제적 현실을 감안하여 규제회피를 방지해야 한다는 점에서 전매차익형 디지털자산을 투자계약증권에서 배제하는 것은 바람직하지 못하다. 수익배분형 디지털자산을 전매차익형 디지털자산으로 바꾸어 증권규제를 피하고 규제 수준이 상대적으로 낮은 가상자산 규제를 받으려는 시도를 조장할 수 있기 때문이다. 물론 해당 디지털자산을 최종적으로 투자계약증권으로 인정하기 위해서는 ‘손익을 귀속받는 계약상의 권리’ 이외에

10) SEC가 디지털자산에 대해 무리하게 관할권을 확대하고 있다는 비판은 SEC 내부에서도 나오고 있다. Hester M. Peirce, 2023, *Remarks before the Digital Assets at Duke Conference* 참조

11) 부산일보, 2023. 1. 18, “가상자산 거래 보류” 부산 거래소 ‘업종 전환’?

12) SEC v. Edwards, 540 U.S. 389 (2004)

13) 금융위원회, 2023. 2. 6, 별첨: 토큰 증권(Security Token) 발행·유통 규율체계 정비방안, p. 7.

14) 형성권이란 “권리자의 일방적인 의사표시에 의하여 법률관계의 발생·변경·소멸을 발생하게 하는 권리이다.” 오세경, 2016, *법률용어사전*, p. 306.

도 공동사업, 금전 등의 투자, 타인의 사업수행 요건을 종합적으로 고려하여 판단하여야 할 것이다.¹⁵⁾

결어

앞에서 살펴본 바와 같이 급속히 변화하는 디지털자산시장의 특성에 맞추어 디지털자산의 증권성을 판단함에 있어 투자계약증권이라는 포괄주의 개념은 매우 중요하다. 이러한 포괄주의에 따라, 투자계약증권은 추상적으로 정의되어 있고 증권 해당 여부는 구체적 사안에 대해 증권성 기준을 적용하며 개별적으로 판단하여야 한다. 포괄주의 규율체계는 변화하는 경제 환경에서 다양한 금융투자상품이 출시되는 경우 투자자 보호의 공백을 줄이고 혁신적 금융투자상품을 제도권 내로 포섭하는 장점이 있다. 그러나 혁신의 속도가 빠를수록 디지털자산의 비정형성이 커져서 시장참여자의 증권성 관련 예측 가능성이 떨어질 수 있다. 국내 디지털자산 증권성에 관한 법적 불확실성을 낮추고 예측가능성을 제고하기 위해 우리 정부와 시장참여자는 다음과 같은 점을 고려하여야 할 것이다.

디지털자산 발행인은 금융당국이 제시하는 가이드라인을 참조하여 해당 상품을 설계하여야 하며, 해당 디지털자산이 가상자산 관련법의 적용을 받는 가상자산인지 자본시장법의 적용을 받는 토큰증권 인지를 확인하고 관련 법규 준수 여부를 면밀히 검토하여야 한다. 증권성 논란에 있어서의 일차적 책임은 해당 디지털자산의 발행을 통해 경제적 이익을 누리는 발행인이 부담한다. 따라서 발행인은 디지털자산 프로젝트 설계시 증권성 관련 법적 자문을 강화하고, 법적 위험을 최소화하기 위해 금융당국에 대한 사전적 질의(비조치질의 등)에 있어서도 적극적 태도를 보여야 할 것이다. 가상자산거래업자는 가상자산의 거래지원 심사에 있어 증권성 심사 기준을 명확히 하고, 거래지원 심사시 제출하는 증권성 관련 법률의견서를 백서 등 관련 서류와 함께 면밀히 검토하여야 할 것이다. 최근 가상자산 증권성 논란이 국제적으로 크게 문제되고 있기 때문에, 가상자산거래업자는 증권성 관련 주의의무의 수준을 높일 필요가 있다.

가상자산투자자는 투자성이 높은 알트코인 투자에 있어 증권성 관련 법적 위험을 늘 염두에 두어야 한다. 기존에 가상자산거래소에서 유통되는 디지털자산이 증권으로 판정되는 경우, 해당 가상자산은 자본시장법상 매출 규제 금지 등의 규정에 따라 가상자산거래소에서 더 이상 유통될 수 없음을 인식하여야 한다. 아울러 금융당국은 디지털자산의 증권성에 관한 시장참여자들의 질의에 적극적으로 답변하여야 하며, 시장의 예측가능성을 제고하기 위하여 증권성 판단 절차를 제도화하고 현재의 증권성 가이드라인을 단계적으로 구체화¹⁶⁾하는 정책적 노력을 지속하여야 할 것이다.

15) “가상자산 구매자가 기대하는 전매차익이 가상자산 개발자 등이 백서에서 제시한 프로젝트를 성공적으로 수행하는지에 달려 있으므로 대부분의 차익실현형 가상자산은 ‘제3자의 노력에서 비롯되는 이익의 기대’ 요건을 충족할 것으로 보인다. 결국, 차익실현형 가상자산도 대체로 투자계약증권에 해당할 것이다.” 민기호, 2023, 가상자산의 증권성 판단기준 및 규제 방향, 『기업법연구』, 199-200.

16) 증권성 가이드라인은 기존의 증권성 관련 선례가 집적되어 상향식(bottom-up)으로 작성되는 것이 바람직하며, 가이드라인 결정 과정에서 시장참여자에 대한 예고 및 의견수렴(notice and comment) 절차도 활성화할 필요가 있다.