creative commons
COMMONS DEED

저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:

저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.

비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.

변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 이용허락규약(Legal Code)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

Disclaimer

dCollection

법학박사 학위논문

디지털자산의 자본시장법상 규제에 관한 연구

- 토큰증권을 중심으로 -

2023년 8월

서울대학교 대학원

법학과 금융규제법 전공

한 서 희

디지털자산의 자본시장법상 규제에 관한 연구

- 토큰증권을 중심으로-

지도교수 정 순 섭

이 논문을 법학박사 학위논문으로 제출함

2023년 8월

서울대학교 대학원

법학과 금융규제법 전공

한 서 희

한서희의 박사 학위논문을 인준함

2023년 8월

위 원 장 _____ (인)

부위원장 _____ (인)

위 원 _____ (인)

위 원 _____ (인)

위 원 _____ (인)

하나님께 영광과 감사를 올립니다.

국문초록

이 연구는 금융규제의 관점에서 디지털자산과 분산원장의 법적 지위와 제도적 기능을 살펴보는 것을 목적으로 한다. 디지털자산과 분산원장기술(distributed ledger technology, DLT)이 등장한 이후 각국에서는 그 법적 지위를 명확히 규명하고 디지털자산에 관한 규제체계를 마련하기 위해 지속적으로 노력하고 있다. 우리나라에서도 디지털자산에 관한 기본적인 규제체계의 마련과 함께 증권과 비증권의 분류기준을 포함한 제도화를 위한 논의가 본격화되고 있다. 하지만 여전히 디지털자산을 증권으로 판단할 수 있는 기준과 디지털자산이 증권으로 인정되었을때의 규제체계에 대한 논의는 많이 이루어지지 않고 있다. 이 연구는 이러한 문제를 기본적인 연구대상으로 한다. 이 연구의 목적은 다음 네 가지로 정리할 수 있다.

첫째, 분산원장과 같은 새로운 기술적 기반으로 인해 전통적으로 증권으로 인식해온 금융수단에 관한 법적 판단에 차이가 생길 수 있는지를 확인하는 것이다. 분산원장기술을 통한 권리에 대한 지배력 또는 지배가능성이 전통적으로 증권을 인정할 때 인정되어 온 실물증권에 대한 점유나 예탁증권에서의 공유지분, 전자증권에서의 전자등록과 동일한 정도로 확보될 수 있는지가 핵심과제이다. 이러한 논의는 증권의 발행과 결제를 포함한 금융투자상품인프라에의 적용가능성을 살펴보기 위한 전제가 된다.

둘째, 디지털자산의 증권법상 지위를 살펴보는 것이다. 이 연구에서는 디지털자산 중 증권으로 분류되는 토큰증권을 비증권형 디지털자산으로부터 분별하기 위한 기준을 확인함으로써 증권법 규제 대상이 되는 디지털자산의 범주를 명확히 하고자 하였다. 특히 디지털자산의 법적 구조와 성질의 분석을 통해서 증권에 해당하는지 여부를 사후적으로 판별

해야 한다는 것은 증권법에서 새로운 과제라고 할 수 있다. 지금까지는 디지털자산이 증권으로 판단된 사례가 드물었으나 비증권형 디지털자산과 토큰증권의 규율체계가 별개의 체계로 완성되어 갈수록 비증권형 디지털자산과 토큰증권을 분별하고자 하는 시도는 더욱 많아질 것으로 예상된다.

셋째, 토큰증권의 금융규제적 측면에서의 영향을 살펴보는 것이다. 디지털자산 중 토큰증권으로 분류된 경우 발행과 유통 규제체계는 어떻게 구성할 것인지를 살펴보는 것이다 현행 자본시장법의 제정 당시에는 토큰증권이란 존재하지 않았다. 토큰증권에 대하여 금융투자상품으로서 규제하려고 할 때 (1) 근본적인 새로운 규제체계의 마련이 필요할 것인지 아니면 기존의 자본시장법을 그대로 적용할 수 있을 것인지, (2) 기존의 자본시장법상 규제를 따를 경우 아무런 변화 없이 기존 증권규제를 그대로 적용하면 될 것인지 아니면 토큰으로 발행되었다는 특이점을 반영할만한 무엇인가가 있는지, (3) 만일 그러한 특이점이 확인된다면 어떤 부분에 있어서 규제체계의 변화가 필요할 것인지를 분석할 필요가 있다.

넷째, 토큰증권의 거래에 대한 규제 및 제도 설계 방향성을 금융규제적 관점에서 살펴보는 것이다. 토큰증권에 대한 불공정거래행위 규제 및 발행과 결제 그리고 청산을 위한 분산원장 기반의 금융거래인프라 구축에 있어서 현행 규제체계의 변화가 필요한 부분을 살펴볼 필요가 있다.

이러한 순서에 따라 연구한 결과 도출된 결론은 다음과 같다. **첫째, 분산원장기술은 데이터에 대한 지배를 가능하게 하였고 이를 인정하는 외국입법례도 등장하고 있으므로 자본시장법상 증권성을 인정하는 법적 기반인 지배가능성을 인정할 수 있다.** 영국과 미국은 물론 대륙법계국가가 포함된 UNIDROIT에서도 디지털자산에 대한 '지배'(control)라는 새로운 개념을 도입하고 있다. 그리고 디지털자산의 외형을 취하는 증권의 권리변동이 대세적 효력을 발생시키기 위해서는 우선 자본시장법이나 전자증권법상 체계정비로도 가능할 것으로 본다. 따라서 우리나라

에서는 전자증권법 개정을 통해서 토큰증권의 점유와 양도 효력 인정이 가능한 측면이 있다.

둘째, 디지털자산은 자본시장법상 금융투자상품 중 증권으로 포섭될 수 있고 판단기준 역시 자본시장법에 근거해야 한다. 특히 투자계약증권에의 해당 여부를 판단할 때 토큰증권의 자본시장법상 구체적인 조문체계를 고려하여 판단할 수밖에 없다. 이와 함께 입법적 공백의 해소를 위한 비증권형 디지털자산에 대한 규제체계 정비가 시급하다.

셋째, 분산원장기술이 증권 규제에 미친 영향을 살펴본 결과 기술의 변화가 증권으로서의 성질에 근본적 변화를 가져오는 것은 아니며, 증권규제의 기본적 원칙은 동일하게 적용되어야 한다는 것이다. 토큰증권의 발행과 유통 규제 역시 동일기능 동일규제 원칙에 따라 자본시장법상 증권 규제를 그대로 적용하면 될 것이다. 다만 토큰증권의 경우 발행인이 불분명하고 고도의 유통성을 지닌다는 특성을 반영하여 규제 공백을 해소할 수 있도록 하는 일부 규제의 조정이 필요하다는 결론에 이르게 되었다.

마지막으로 분산원장에 기록되는 권리에 대해서도 지배가능성이라는 개념은 인정될 수 있으므로 토큰증권의 매매체결이나 청산, 결제제도를 분산원장을 활용하여 구축 및 설계할 수 있다. 이러한 기술적 기반을 활용한 금융거래인프라는 미국과 독일 그리고 스위스 등에서도 시작되고 있다. 다만 전면적으로 적용되지 않는 것은 효율성 문제와 위험성에 대한 예측가능성 부재 때문이다. 우리나라에서의 분산원장기술을 활용한 금융거래인프라 구축을 위해서는 불공정거래행위와 매매체결, 청산, 및 결제제도와 관련하여 자본시장법상 상충되는 지점을 확인하고 이를 수정하여 적용될 수 있도록 규제체계를 일부 정비해야 할 것이다.

결론적으로 이 연구는 다음 네 가지 관점에서 선행연구와 차별화된다. 첫째, 분산원장기술을 사용하더라도 증권으로서의 법적 지위는 동일하다는 점을 확인하였다. 둘째, 토큰증권은 종래의 증권과 형태는 달라도

실질은 동일하여 금융투자상품으로서의 법적 지위를 판단하는 기본법리에는 영향이 없으며, 자본시장법상 6가지 증권 유형에 기초하여 판단할 수 있다는 점을 증명하였다. 다만 투자계약증권의 개념은 입법에 의하여 일부 확대할 필요성도 확인하였다. 셋째, 토큰증권의 경우 동일기능 동일규제 원칙이 적용되어야 하고 자본시장법상 발행 및 유통 규제가 전면 도입되어야 함을 주장 하였다. 넷째, 지배 개념을 기초로 분산원장기술에 기반한 매매체결, 청산, 결제 인프라 구축의 가능성을 확인하였고, 미국과 독일의 입법례를 참고하여 기본방향을 제시하였다.

주요어 : 토큰증권, 디지털자산, 분산원장기술, 자본시장법, 금융거래 인프라

학 번 : 2015-30366

목 차

제 1 장 서설 ····· 1

제 1 절 연구의 배경과 목적 ····· 1

1. 연구의 배경 ····· 1

2. 연구의 목적 ····· 2

제 2 절 연구의 범위와 방법, 내용 ····· 3

1. 연구의 범위 ····· 3

2. 연구의 방법 ····· 5

3. 연구의 구성 ····· 7

제 3 절 선행연구와의 차별성 ····· 8

제 2 장 디지털자산의 의의와 법적 지위 ····· 10

제 1 절 서론 ····· 10

1. 서언 ····· 10

2. 디지털자산의 구조와 작동원리 ····· 16

3. 소결 ····· 30

제 2 절 디지털자산의 시장 현황과 규제동향 ····· 31

1. 디지털자산 시장의 구성 ····· 31

2. 디지털자산 시장 현황 ····· 32

3. 디지털자산 시장의 특수성 ····· 35

제 3 절 각국의 디지털자산 규제 현황 ····· 39

1. 서언 ····· 39

2. 해외 규제 현황 ····· 39

3. 국내 규제 동향 ····· 49

4. 소결 ····· 51
제 4 절 디지털자산의 사법상 지위와 거래의 효력 ····· 52
1. 서언 ····· 52
2. 영국 ····· 53
3. 미국 ····· 57
4. 독일 ····· 65
5. 일본 ····· 67
6. UNIDROIT ····· 69
7. 우리나라 ····· 73
제 5 절 디지털자산의 금융규제법적 지위에 대한 논의 ··· 79
1. 서언 ····· 79
2. 디지털자산에 기초한 금융투자상품의 법적지위 ····· 79
3. 독일 전자증권법상 분산원장 기록의 법적지위 ····· 82
4. 일본 금융상품거래법상 분산원장 기록의 법적지위 ····· 86
5. 스위스 DLT ACT상의 분산원장 기록의 법적지위 ····· 95
6. 국내 금융규제법상 분산원장 기록의 법적지위 ····· 98
7. 소결 ····· 107

제 3 장 토큰증권의 발행 및 유통 규제 ····· 109
제 1 절 서론 ····· 109
제 2 절 디지털자산과 증권 ····· 110
1. 디지털자산의 증권성 ····· 110
2. 미국 ····· 111
3. EU ····· 139
4. 영국 ····· 143
5. 일본 ····· 147
6. 국내 자본시장법상 증권과 디지털자산 ····· 151

7. 소결 ····· 168
제 3 절 토큰증권의 발행 ····· 172
1. 자본시장법상 증권의 발행 ····· 172
2. 토큰증권 발행의 특수성 ····· 174
3. 토큰증권 발행 규제 방향 ····· 182
4. 소결 ····· 192
제 4 절 토큰증권의 유통 ····· 192
1. 자본시장법상 증권의 유통 ····· 193
2. 토큰증권 유통의 특수성 ····· 196
3. 토큰증권 유통 규제 방향 ····· 199

제 4 장 토큰증권의 거래 및 인프라 규제 ····· 215
제 1 절 서론 ····· 215
제 2 절 자본시장법상 증권 매매체결 ····· 218
1. 자본시장법상 매매체결 인프라 ····· 218
2. 자본시장법상 매매체결 절차 ····· 220
제 3 절 토큰증권의 불공정거래행위 규제 ····· 224
1. 서언 ····· 224
2. 자본시장법상 불공정거래행위 규제 ····· 224
3. 토큰증권의 불공정거래행위 규제 ····· 231
제 4 절 분산원장 기반 인프라의 거래구조 ····· 246
1. 분산원장 기반 인프라의 특수성 ····· 246
2. 미국 ····· 254
3. EU ····· 267
4. 일본 ····· 282
5. 국내 분산원장 기반 금융거래 인프라 규제 방향성 ····· 297
6. 소결 ····· 329

제 5 장 결론 ····· 330

참고문헌 ····· 333

Abstract ····· 368

<표 차례>

표 1 2022년 상반기 및 하반기 가상자산사업자 실태조사 결과 34
표 2 Progmat 참여회사별 역할 90
표 3 전자기록 이전권리 종류 및 금융상품거래법상 규제 148
표 4 미국 하우위 기준(Howey Test)과 투자계약증권 요건 비교 157
표 5 토큰증권의 유형별 분류 163
표 6 지분증권과 토큰증권의 발행시 공시 대상 정보 비교 190
표 7 DLTR 제5조 제2호 270
표 8 토큰(ST) 보관에 대한 1차 워킹그룹의견 294
표 9 분산원장 요건 301
표 10 발행인계좌관리기관 요건 303
표 11 DLTR의 분산원장 기록 방식 307

<그림 차례>

그림 1 전세계 디지털자산시장 현황 32
그림 2 2022년 4월~ 12월 국내 가상자산 거래규모 및 시가총액 32
그림 3 Progmat 사업구조 89
그림 4 Progmat 내 스테이블코인 발행 및 유통 구조 289
그림 5 전자증권법상 계좌구조 298

<세부 목차>

제1장 서설 1

제1절 연구의 배경과 목적 1

1. 연구의 배경 1

2. 연구의 목적 2

제2절 연구의 범위와 방법, 내용 3

1. 연구의 범위 3

2. 연구의 방법 5

3. 연구의 구성 7

제3절 선행연구와의 차별성 8

제2장 디지털자산의 의의와 법적 지위 10

제1절 서론 10

1. 서언 10

(1) 광의의 디지털자산 10

(2) 협의의 디지털자산 11

(3) 협의의 디지털자산의 유형 14

2. 디지털자산의 구조와 작동원리 16

(1) 분산원장기술과 스마트컨트랙트 16

(2) 분산원장의 종류와 활용 20

(3) 분산원장을 통한 거래 23

(4) 분산원장에서의 디지털자산 보관 26

3. 소결 30

제2절 디지털자산의 시장 현황과 규제동향 31

1. 디지털자산 시장의 구성 31

2. 디지털자산 시장 현황 32

3. 디지털자산 시장의 특수성 35

(1) 디지털자산 시장과 거래 구조 35
(2) 디지털자산 시장의 특수성 36
(3) 디지털자산거래소의 디지털자산에 대한 매매체결 및 보관 37
(4) 디지털자산거래소와 토큰증권 38
제3절 각국의 디지털자산 규제 현황 39
1. 서언 39
2. 해외 규제 현황 39
(1) FATF(FATF, Financial Action Task Force) 39
(2) 금융안정위원회(FSB, Financial Stability Board) 40
(3) 미국 42
(4) 유럽연합(EU) 45
(5) 일본 48
3. 국내 규제동향 49
4. 소결 51
제4절 디지털자산의 사법상 지위와 거래의 효력 52
1. 서언 52
2. 영국 53
3. 미국 57
(1) 통일상법전(Uniform Commercial Code, UCC) 57
(2) 지배(Control) 61
(3) 지배와 선의취득 62
(4) 지배가능 전자기록과 중개자 63
(5) 소결 64
4. 독일 65
5. 일본 67
6. UNIDROIT 69
(1) 개관 69
(2) 디지털자산과 지배 70

(3) 독점적 지배의 의미 71
(4) 디지털자산에서의 지배와 점유 71
7. 우리나라 73
(1) 서언 73
(2) 디지털자산의 동산성 73
(3) 디지털자산의 사법상 지위와 배타적 관리가능성 76
(4) 소결 78
제5절 디지털자산의 금융규제법적 지위에 대한 논의 79
1. 서언 79
2. 디지털자산에 기초한 금융투자상품의 법적지위 79
(1) 디지털자산과 금융규제 80
(2) 분산원장 기록의 법적 효과에 대한 논의 81
(3) 디지털자산의 금융규제법적 지위와 금융거래인프라의 분산원장 활용 가능성 81
3. 독일 전자증권법상 분산원장 기록의 법적지위 82
(1) 독일 전자증권법상 전자유가증권의 법적 지위 82
(2) 암호화 증권 등록부 83
(3) 암호증권의 발행 및 처분 85
(4) 소결 86
4. 일본의 금융상품거래법 상 분산원장 기록의 법적지위 86
(1) 전자기록이전권리 도입과 한계 86
(2) 「Progmat」 사례 88
(3) 소결 95
5. 스위스 DLT ACT상의 분산원장 기록의 법적지위 95
(1) 등록부증권의 등록 및 양도 95
(2) 운영사례 97
6. 국내 금융규제법상 분산원장 기록의 법적 지위 98
(1) 토큰증권 법적 지위 인정의 방법 99

(2) 자본시장법상 토큰증권의 점유와 양도 효력 99
(3) 전자증권법상 토큰증권의 점유와 양도 효력 100
(4) 혁신금융서비스에서의 토큰증권의 점유 및 양도 효력 102
(5) 전자증권법 개정 논의에 따른 토큰증권의 점유 및 양도 효력 105
(6) 개정 전자증권법과 규제의 공백 해결 방안 106
7. 소결 107

제3장 토큰증권의 발행 및 유통규제 109
제1절 서론 109
제2절 디지털자산과 증권 110
1. 디지털자산의 증권성 110
2. 미국 111
(1) 1933년 증권법상 증권 개념 및 하우위 기준(Howey Test) 111
(2) 디지털자산에 관한 “투자계약” 분석 프레임워크 119
(3) 디지털자산의 증권성 128
3. EU 139
(1) MIFID 2의 양도증권과 디지털자산 증권성 139
(2) 디지털자산의 증권성 140
(3) 소결 142
4. 영국 143
(1) 디지털자산의 증권성 144
(2) 소결 146
5. 일본 147
(1) 디지털자산의 종류와 분별기준 147
(2) 디지털자산의 증권성 148
(3) 소결 150
6. 국내 자본시장법상 증권과 디지털자산 151
(1) 서언 151

(2) 투자계약증권과 디지털자산 152
(3) 증권으로 분류되는 디지털자산에 대한 규제 정비 필요성 162
7. 소결 168
(1) 디지털자산의 증권성에 대한 각 국의 입장 168
(2) 전매차익형 디지털자산에 대한 규제 방향성 169
제 3 절 토큰증권의 발행 172
1. 자본시장법상 증권의 발행 172
(1) 자본시장법상 발행의 의미 172
(2) 발행인의 증권신고서 제출 173
2. 토큰증권 발행의 특수성 174
(1) 서언 174
(2) 디지털자산 발행 구조 및 특수성 175
(3) 토큰 발행과 공모와 사모의 구별 가능성 177
(4) 토큰증권의 발행인 불특정성 179
(5) 토큰증권 발행 대상 증권 180
(6) 발행공시 181
3. 토큰증권 발행 규제 방향 182
(1) 발행인 182
(2) 전매제한조치 184
(3) 거래소에서 거래지원 중인 토큰증권의 발행인 특정 185
(4) 증권신고서의 작성 188
4. 소결 192
제4절 토큰증권 유통 192
1. 자본시장법상 증권의 유통 193
(1) 증권의 유통시장과 규제 193
(2) 유통공시 194
2. 토큰증권 유통의 특수성 196
(1) 유통공시와 발행인 불특정 196

(2) 거래 방식과 매매체결 장소 196
(3) 유통량에 대한 정보비대칭 197
(4) 유통공시 현황 198
(5) 보고대상 사업의 특수성 198
3. 토큰증권 유통 규제방향 199
(1) 중개 및 매매체결에 대한 규제 199
(2) 유통과 매매체결의 겸영 가능성 201
(3) 유통공시 202
(4) 기존에 유통중인 토큰증권의 취급 관련 고려사항 206
(5) 디지털자산 공시사례 1 - 유럽 MICAR의 백서 공시 207
(6) 디지털자산 공시사례 2 - 책임있는 금융혁신법안의 공시 210

제4장 토큰증권의 거래 및 인프라 규제 215
제1절 서론 215
제2절 자본시장법상 증권 매매체결 218
1. 자본시장법상 매매체결 인프라 218
(1) 한국거래소 218
(2) 다자간매매체결회사 218
(3) 종합금융투자사업자의 내부주문집행 219
(4) 기타 장외시장에서의 거래 219
2. 자본시장법상 매매체결 절차 220
(1) 일반절차 220
(2) 매매거래 220
(3) 결제 221
(4) 청산 222
(5) 증권시장에서 매매, 청산, 결제 프로세스 222
(6) 전자증권법 도입 후 결제 및 권리이전 방식의 변화 223
제3절 토큰증권의 불공정거래행위 규제 224

1. 서언 224
2. 자본시장법상 불공정거래행위 규제 224
(1) 미공개중요정보 이용행위 225
(2) 시세조종행위 227
(3) 부정거래행위 229
(4) 시장질서 교란행위 231
3. 토큰증권의 불공정거래행위 규제 231
(1) 미국 232
(2) 일본 236
(3) EU 237
(4) 자본시장법상 규제 방향성 238
(5) 소결 244
제4절 분산원장 기반 인프라의 거래구조 246
1. 분산원장 기반 인프라의 특수성 246
(1) 일반적인 논의 246
(2) 기능별 구체적 논의 250
(3) 소결 254
2. 미국 254
(1) 거버넌스 255
(2) 운영 구조 256
(3) 네트워크 보안과 안전성 259
(4) 규제 고려 사항 261
(5) 검토 266
3. EU 267
(1) 개관 267
(2) 분산원장기반 거래인프라 도입 268
(3) 분산원장기반 인프라규제체계 대한 이해관계자 회신 275
(4) 기타 보고서 상의 중앙청산기구의 필요성 280

(5) 검토 281
4. 일본 282
(1) 개관 282
(2) 분산원장기반 거래인프라 도입 282
(3) JSTO 협회 가이드라인의 분산원장거래방식 291
(4) 검토 296
5. 국내 분산원장기반 금융거래인프라 규제 방향성 297
(1) 서론 297
(2) 금융당국의 토큰증권 발행 및 유통 규율 체계 297
(3) 토큰증권 정비방안과 전자증권법 305
6. 소결 329

제5장 결론 330

<표 차례>

표 1 2022년 상반기 및 하반기 가상자산사업자 실태조사 결과 34
표 2 Progmat 참여회사별 역할 90
표 3 전자기록 이전권리 종류 및 금융상품거래법상 규제 148
표 4 미국 하우위 기준(Howey Test)과 투자계약증권 요건 비교 157
표 5 토큰증권의 유형별 분류 163
표 6 지분증권과 토큰증권의 발행시 공시 대상 정보 비교 190
표 7 DLTR 제5조 제2호 270
표 8 토큰(ST) 보관에 대한 1차 워킹그룹의견 294
표 9 분산원장 요건 301
표 10 발행인계좌관리기관 요건 303
표 11 DLTR의 분산원장 기록 방식 307

<그림 차례>

그림 1 전세계 디지털자산시장 현황 32
그림 2 2022년 4월~ 12월 국내 가상자산 거래규모 및 시가총액 32
그림 3 Progmat 사업구조 89
그림 4 Progmat 내 스테이블코인 발행 및 유통 구조 289
그림 5 전자증권법상 계좌구조 298

제1장 서설

제1절 연구의 배경과 목적

1. 연구의 배경

디지털자산이 2009년 비트코인과 함께 등장한 이래로 기하급수적으로 시장 규모를 확대하고 있다. 금융정보분석원이 2023. 3. 17. 발표한 2022년 하반기 가상자산사업자 실태조사 결과에 따르면 2022. 12. 31. 기준으로 전 세계 디지털자산 시가총액은 약 1,010조 원이고 국내 디지털자산 시장 시가총액은 약 19조 원이다. 디지털자산시장의 시가총액이 커진 만큼 디지털자산의 영향력도 커지고 있다.

디지털자산은 분산원장기술(distributed ledger technology, DLT)을 기반으로 하는데 이러한 분산원장기술은 자산의 토큰화와 금융거래인프라로 확대되는 양상을 보이고 있다.

디지털자산에 대한 규제를 살펴보면 세계 각국에서 디지털자산에 대한 법적지위 정비 및 규제체계 마련을 위한 작업을 진행 중이다. EU에서는 2023. 4. 20. Regulation of Markets in Crypto Asset(디지털자산 시장에 관한 규칙, 이하 “MICAR”)을 확정하면서 EU 역내에서 적용 가능한 규제체계를 마련하였다. 또한 미국에서도 연방 중심의 규제체계 마련을 위한 노력을 하고 있다. 일본에서는 2017년에 자금결제법에 “가상통화”를 규정하면서부터 디지털자산에 대한 규제를 시작하였다. 그 이후 디지털자산에 대한 다양한 논의를 거쳐 디지털자산을 증권의 속성을 지닌 것과 그렇지 않은 것으로 분류하기로 하였다. 그 결과 일본에서는 2019년 법 개정을 통해 자금결제법에서 암호자산을, 금융상품거래법에서는 전자기록이전권리를 각각 규정하였다. 반면 우리나라는 현재 자금세탁방지를 목적으로 한 특정금융거래정보의 보고 및 이용등에 관한 법률(이하 “특정금융정보법”)에서 디지털자산에 대한 규율체계를 마련하였지

만 이는 자금세탁방지를 목적으로한 일시적 입법으로 평가된다. 현재까지 디지털자산 전반에 대한 기본적인 법적 규율체계를 갖추지 못하고 있는 상황이다. 하지만 금융당국에서는 앞으로 디지털자산의 특성을 고려하여 증권과 비증권으로 나누어 별도 규율체계가 필요하다는 입장을 밝히면서 2023. 2. 6.자로 토큰증권 발행 및 유통체계 정비방안을 발표하였다. 국회에서도 비증권형 디지털자산의 규율을 위한 “가상자산이용자보호에 관한 법률“(이하 ”가상자산 이용자보호법“)이 제정·공포되었다.. 금융당국과 국회의 입법 방향은 디지털자산 중에는 토큰증권이 존재함을 전제로 한다. 그런데 토큰증권으로 분류될 수 있는 것이 무엇인지에 대해서는 아직까지 논란이 있고 토큰증권의 법적 취급에 대해서는 명확하지 않다.

이처럼 각 나라별로 분산원장 기술을 기반으로한 디지털자산의 법적 성질과 그 규제체계에 대한 논의는 시작되었으나 토큰증권에 대한 구체적인 논의는 부족하다. 이러한 상황에서 토큰증권이 기반기술의 특수성을 이유로 증권규제를 회피하지 않도록 하기위해 토큰증권으로 판단하기 위한 기준을 정립하고 토큰증권이 증권 규제를 적용받도록 하기 위한 규제체계를 정비한 후 분류된 토큰증권의 거래 및 유통 구조까지 고민할 필요가 있다.

2. 연구의 목적

연구의 목적은 우선 첫째로 기술적 기반으로 인해 증권의 법적 지위에 차이가 생길 수 있는지 확인하는 것이다. 그리고 이와 함께 금융규제법상 지위를 확인하고자 하였다. 특히 금융규제법상의 지위는 전통적인 거래 인프라의 변화 및 발행과 유통을 포함한 제조·판매 방식의 변화 가능성을 살펴보기 위한 전제가 된다.

두 번째 연구목적은 증권법상의 지위를 살펴보는 것이다. 본 연구에서는 디지털자산 중 증권으로 분류되는 것을 토큰증권이라고 명명할 것

인데, 토큰증권을 비증권형 디지털자산으로부터 분별하기 위한 기준은 무엇인가를 확인하고자 하였다. 특히 디지털자산의 경우 명시적인 발행인이 존재하지 않고 발행주체가 “증권으로” 발행한 것이 아니기 때문에 디지털자산의 성질 분석을 통해서 증권인지 여부를 사후적으로 판별해야 한다는 특수성이 있다. 이러한 여러 특수성 때문에 연구의 연구 목적 두 번째로 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 “자본시장법”)상 디지털자산의 증권성 판단을 위한 기준을 제시하고자 하였다.

세 번째 연구목적은 토큰증권의 금융규제적 측면에서의 영향을 살펴보는 것이다. 디지털자산 중 기능 분류에 따라 토큰증권으로 분류된 경우 발행과 유통 규제체계는 어떠해야할 것인지를 살펴보고자 한다 현행 자본시장법의 제정 당시에는 토큰 형태의 증권이란 존재하지 않았다. 토큰증권이 이제 자본시장내로 편입될 것인데 이때 토큰증권의 발행과 유통을 위한 별도의 규제체계 마련이 필요한지를 공시 제도를 중심으로 논의한다. 토큰증권에 대하여 금융투자상품으로서 규제를 한다고 전제할 때 (1)근본적인 새로운 규제체계의 마련이 필요할 것인지 아니면 기존의 자본시장법을 그대로 적용할 수 있을 것인지, (2)기존의 자본시장법 상 규제를 따를 경우 아무런 변화 없이 기존 증권규제를 그대로 적용하면 될 것인지 아니면 토큰으로 발행되었다는 특이점을 반영할만한 무엇인가가 있는지 (3) 만일 그러한 특이점이 확인된다면 어떤 부분에 있어서 규제체계의 변화가 필요할 것인지를 확인할 필요가 있다.

네 번째로 토큰증권의 거래에 대한 규제 및 제도 설계 방향성을 금융규제적 관점에서 살펴본다. 토큰증권에 대한 불공정거래행위 규제 및 결제와 청산을 위한 분산원장 기반의 금융거래인프라 구축에 있어서 현행 규제체계의 변화가 필요한 부분을 살펴볼 필요가 있다.

제2절 연구의 범위와 방법, 내용

1. 연구의 범위

앞서 본 연구의 목적 하에서 본 연구에서 주된 논의의 대상을 확정할 필요가 있다. 우선 디지털자산이란 용어의 정의를 살펴보고 대상 범위를 확정한다. 디지털자산에는 광의의 디지털자산과 협의의 디지털자산이 있다. 광의의 디지털자산은 모든 디지털기반의 기록과 재산적 가치를 지닌 것들을 포괄할 수 있다. 반면 협의의 디지털자산은 분산원장기술을 활용한 것으로 스테이블 코인이나 암호화폐를 포함한 것을 의미한다. 다만 CBDC는 디지털법화를 의미하므로 제외하기로 한다. 협의의 디지털자산은 여러가지 다른 용어 즉, 가상화폐, 가상통화, 가상자산, 암호자산, 암호화폐, 디지털자산 등 다양한 용어로 일컬어지고 있다. 본 연구에서는 이러한 용어들을 통칭하여 최근 금융당국에서 활용하는 용어인 디지털자산을 사용하고자 한다.

다음으로 본 연구에서는 디지털자산의 일반 거래법상 지위와 금융거래법상지위를 확인하였다. 분산원장기술을 통한 권리에 대한 지배력 또는 지배가능성이 전통적으로 증권을 인정할 때 인정되어 온 실물증권에 대한 점유나 예탁증권에서의 공유지분, 전자증권에서의 전자등록과 동일한 정도로 확보될 수 있는지가 핵심과제이다. 이를 위해 디지털자산의 사법상 지위를 먼저 확인하고 금융거래법상 지위까지 확대하여 검토한다. 이러한 논의는 증권의 발행과 결제를 포함한 금융투자상품인프라에의 적용가능성을 살펴보기 위한 전제가 된다.

다음으로 디지털자산 중 증권으로 분류되는 토큰증권을 비증권형 디지털자산과 분류하기 위한 기준을 확인하고자 한다. 디지털자산의 등장과 함께 사후적으로 증권에 해당하는지 여부를 판별해야하는 새로운 과제에 직면했기 때문이다. 이를 위하여 판단 기준을 자본시장법을 기준으로 정립하고자 한다. 그리고 그 결과 분류된 토큰증권에 대한 발행 및 유통공시 방법까지 정리하고자한다.

마지막으로 토큰증권의 거래에 대한 규제 및 제도 설계 방향성을 금융규제적 관점에서 살펴보고자 한다. 불공정거래행위 규제 및 결제와 청

산을 위한 금융거래 인프라 구축에 있어서 규제체계의 변화가 필요한 부분을 살펴볼 필요가 있다.

2. 연구의 방법

분산원장기술을 통한 권리에 대한 지배력 또는 지배가능성을 인정하기 위한 전제로서 일반 거래법상 지위에 대한 논의를 살펴본다. 논의를 영미법계와 대륙법계로 나누어 살펴보고자 하고, 먼저 영국과 미국의 논의를 살펴본 후 대륙법계 국가인 독일과 일본의 입법 동향을 살펴본다. 그리고 이 두 법제를 모두 아우르는 UNIDROIT 규정을 살펴봄으로써 영미법계 국가와 대륙법계 국가, 그리고 국제적인 연합체에서의 디지털자산에 대한 입장과 논의를 살펴보고자 한다. 다음으로 사법상 지위에 대비되는 것으로서 금융규제법 중심의 입법동향을 살펴보았다. 디지털자산의 규제법적 지위를 인프라구축 및 금융상품 제조와 유통 가능성을 기준으로 살펴보았다. 특히 미국, 독일, 일본, 스위스의 법률과 사례를 중심으로 살펴보고자 하였다.

디지털자산 중 토큰증권과 비증권형 디지털자산의 분류 기준을 정립하기 위하여 각국의 증권규제를 살펴보고 자본시장법 규정과 해석 원칙을 살펴본다. 미국과 EU, 영국, 일본을 차례로 살펴본다. 미국은 가장 적극적으로 디지털자산을 증권으로 규제하고자 시도하는 나라이다. 미국에서 디지털자산 대부분을 증권으로 규제하고 있는 이유를 살펴보기 위해 미국의 증권법 규정과 사례를 살펴본다. EU에서는 디지털자산에 대한 규제를 MICAR을 통해서 수행하면서 금융투자상품은 MICAR의 규제 대상에서 제외하고 있다. EU의 증권성 분류 기준을 확인하기 위하여 DIRECTIVE 2014/65/EU OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU(이하 “Mifid2”라 한다)와 ESMA에서 발간한 연구보고서를

중심으로 살펴본다. 영국의 경우 법률 규정과 함께 FCA에서 발간한 보고서를 기초로 증권을 분류하는 기준을 확인하였다. 일본의 경우에는 금융상품거래법 규정과 논문을 기초로 확인하였다. 마지막으로 우리나라에서의 적용과 관련하여서는 자본시장법 법률 규정 및 관련 논문을 참고하여 정리하였다.

발행 및 유통공시 규제체계에 대한 연구를 위하여 미국의 책임있는 금융혁신법안과 EU의 MICAR에서 공시관련 규정을 살펴보았다. 마지막으로 토큰증권의 거래를 금융규제법을 통해 살펴보았는데, 주로 금융규제인프라와 불공정거래행위에 대한 해외 법률 규정 및 실제 운영 사례를 살펴보았다. 불공정거래행위와 관련해서는 EU, 미국과 함께 일본의 규제체계를 살펴보았다. 미국은 현재 디지털자산 중 대부분을 증권으로 보고 증권법상 불공정거래행위로 처벌하고 있어 몇몇 케이스가 나타나고 있는 바 미국 증권법 규정과 함께 실제 사례를 살펴본다. 일본은 2019년에 금융상품거래법을 개정하면서 전자기록이전권리를 새롭게 규정하였으며 전자기록이전권리 및 암호자산의 불공정거래행위에 대한 규제체계를 도입하였으므로 이를 살펴본다. EU는 불공정거래행위에 대한 증권법상 규제체계를 살펴보았다. 이로써 EU에서 토큰증권의 불공정거래행위가 나타날 경우 그에 대한 규제방향을 예측한다.

EU에서는 MICAR의 제정과 함께 Regulation of DLT Pilot(이하 “DLTR”)의 제정을 통해 유럽의 분산원장 기술을 기초로 한 금융자산과 금융거래인프라 규제체계를 완성해가고 있다. 그렇기 때문에 EU의 분산원장거래 인프라에 대한 규제체계를 살펴보기 위하여 DLTR을 살펴보았다. 미국의 경우에는 Financial Industry Regulatory Authority, Inc.("FINRA")에서 분산원장 기반의 금융인프라에 대한 연구보고서를 발간하였으므로 이를 기초로 살펴보았다. 마지막으로 일본은 금융상품거래법 규정에 전자기록이전권리가 도입된 이후 실제 토큰증권 거래인프라 구축 사례가 나타나고 있다. 그리하여 일본의 경우에는 실제 사례를 기초로 문제되는 법률적 쟁점을 연구하였다. 마지막으로 우리나라의 토큰

증권 거래인프라와 관련하여 금융위원회의 토큰증권 정비방안에 대한 전반적인 검토를 기초로 향후 규제 체계 방향을 논의하였다.

3. 연구의 구성

이러한 방법에 따라서 연구한 내용은 구체적으로 다음과 같다.

제1장에서 연구의 전반에 대하여 소개한 이후 제2장에서 디지털자산의 법적 성격과 지위를 살펴본다. 제2장은 디지털자산에 관하여 그동안 논의된 기본적인 내용들을 종합함과 동시에 그 동안의 연구에서는 많이 다루어지지 않은 일반거래법상, 그리고 금융규제법상 법적 지위에 대한 부분을 검토하고자 한다. 제1절을 통해 디지털자산이라는 새로 등장한 개념을 일컫는 여러 가지 용어를 살펴보고 그 법적 성질을 살펴본다. 제2절에서는 분산원장의 개념과 작동 방식에 대한 논의를 살펴봄으로써 데이터를 배타적으로 관리할 수 있게 하는 기술적인 요소를 살펴본다. 제3절에서는 디지털자산의 시장 현황을 살펴보고 제4절에서 각국의 디지털자산 규제 현황을 살펴본다. 그 다음 논의할 것이 바로 사법상 지위에 대한 연구와 금융규제법상 지위에 관한 논의이다. 제5절의 디지털자산의 사법상 지위에 대한 논의를 통해 점유와 양도방식에 대한 규제체계 정비의 필요성을 살펴본다. 특히 해외는 지배가능성을 기준으로 디지털자산의 법적 지위에 대한 논의가 정리되어 가고 있음을 확인하였다. 다음으로 제6절에서는 디지털자산의 금융규제법적 지위를 살펴보고자 한다. 디지털자산에 기반한 금융투자상품의 제조와 유통, 그리고 인프라의 적용가능성을 살펴보기 위해 금융규제적 관점에서의 법적 지위 확보가능성을 논의하였다. 본 장의 결론으로서 디지털자산을 금융투자상품으로 포섭하기 위하여 민사법적 또는 금융법적 법적 지위의 정립이 필요하다는 점을 주장하였고 전자증권법을 통한 수용가능성에 대한 검토를 진행하였다.

제3장은 토큰증권의 분류기준과 발행 및 유통 공시 방향성을 살펴본다. 우선 제2절에서는 금융투자상품의 제조와 판매, 유통규제의 대상이

될 토큰증권의 범위를 확정하는 작업을 수행한다. 자본시장법을 기준으로 하여 토큰증권 분류체계를 정립해야하고 디지털자산이 전매차익형인지 수익배분형인지에 따라 증권성을 판별할수 있다는 기준을 제시한다. 전매차익형의 경우 현재는 증권으로 분류될 수 없으나 향후 디지털자산기본법의 제정을 통해 금융규제적 관점에서의 통제가 필요하다는 점을 확인하였다. 그리고 제3절부터 증권규제를 전면적으로 적용할 경우 토큰증권에 대한 규제는 어떻게 될 것인지 주로 살펴본다. 그리하여 제3절에서 발행규제를, 제4절에서는 유통규제를 살펴볼 것이며 주로 공시요건을 중심으로 살펴보고자 한다.

제4장에서는 토큰증권의 거래를 금융규제 관점에서 살펴본다. 토큰증권의 불공정거래행위 규제 및 금융거래 인프라에 대하여 살펴본다. 토큰증권에 대한 불공정거래행위 규제가 필요하다는 전제 하에서 현행 자본시장법상 규제체계를 살펴본다. 그리고 자본시장법상 토큰증권 거래에 대한 규제를 위해 고려할 점에 대해 논의한다. 또한 의미있게 살펴볼 부분은 토큰증권의 매매체결, 결제, 청산 부분이다. 우리나라에서는 토큰증권의 거래인프라의 도입에 대한 논의가 시작 단계에 있다. 이러한 상황에서 현재 자본시장법상 매매체결 및 결제, 청산 구조가 분산원장 도입 후에도 유효한 것일지 살펴보고 각 해외 사례 및 규정을 통해서 다른 나라의 상황을 비교 분석한 후 과연 현재 자본시장법상 매매체결 및 결제·청산의 구조가 향후 토큰증권에서는 어떻게 변화될 수 있을지 살펴보고자 한다.

마지막 제5장은 결론부분이다. 지금까지의 내용을 정리하고 향후 추가로 연구되어야 할 부분을 살펴보고 본 연구을 마무리한다.

제3절 선행연구와의 차별성

이 연구는 다음 네 가지 관점에서 선행연구와 차별화된다. 첫째, 분산원장기술을 사용하더라도 증권으로서의 법적 지위는 동일하다는 점을 확

인하였다. 둘째, 토큰증권은 종래의 증권과 형태는 달라도 실질은 동일하여 금융투자상품으로서의 법적 지위를 판단하는 기본법리에는 영향이 없으며, 자본시장법상 6가지 증권 유형에 기초하여 판단할 수 있다는 점을 증명하였다. 다만 투자계약증권의 개념은 입법에 의하여 일부 확대할 필요성도 확인하였다. 셋째, 토큰증권의 경우 동일기능 동일규제 원칙이 적용되어야 하고 자본시장법상 발행 및 유통 규제가 전면 도입되어야 함을 주장 하였다. 넷째, 지배 개념을 기초로 분산원장기술에 기반한 매매체결, 청산, 결제 인프라 구축의 가능성을 확인하였고, 미국과 독일의 입법례를 참고하여 기본방향을 제시하였다.

제2장 디지털자산의 의의와 법적 지위

제1절 서론

1. 서언

디지털자산은 여러 가지 의미로 사용되고 있다. 이 연구에서의 디지털자산 범위를 확정하기 위해 디지털자산을 의미하는 다양한 용어를 살펴보겠다. 그리고 이 연구에서 사용하는 디지털자산의 기반기술을 살펴본다. 구체적으로 분산원장의 기본 작동원리와 적용분야를 살펴본다.

2. 디지털자산의 의의

(1) 광의의 디지털자산

영국의 Law Commission[1]이 2022.7.8. 영국정부의 요청에 의해 작성한 디지털자산에 관한 자문보고서(이하 2022년 자문보고서)"[2]에서는 디지털자산을 광의의 디지털자산과 협의의 디지털자산으로 분류하였다. 광의의 디지털자산은 디지털파일과 기록, 이메일계정, 게임의 디지털자산, 도메인 네임, 디지털방식으로 거래되는 탄소배출권, 암호자산을 모두 포함한다.[3] 이러한 분류에 따르도록 하겠다.

---

1) Law Commission은 1965년 법률위원회법에 의해 잉글랜드와 웨일즈의 법률을 검토하고 필요한 경우 개혁을 권고하기 위해 설립된 독립 기관을 의미한다. https://www.lawcom.gov.uk/ 2023. 5. 6. 최종 확인

2) Law Commission, Digital Assets, Consultation Paper 256, (2022. 7. 28.) <https://www.lawcom.gov.uk/project/digital-assets/>(2023. 4. 15. 최종 확인)

3) Law Commission, Digital Assets, Consultation Paper 256, (2022. 7. 28.) pp77,78

(2) 협의의 디지털자산

협의의 디지털자산은 그보다 좁은 의미로서 우리가 흔히 가상자산 또는 가상화폐, 암호자산 등으로 부르는 것을 의미한다. 미국의 경우 연방준비제도이사회(Federal Reserve Board, 이하 “FRB”라고 한다)에서 발간한 보고서[4]서 디지털자산이라는 용어를 사용하면서 디파이, 암호자산, 스테이블 코인, 거래소, 디지털지갑이 디지털자산 생태계에 포함된다고 기술하고 있다.[5] 따라서 암호자산과 스테이블코인을 통칭하여서 디지털자산으로 보고 있다. 또한 미국 바이든 대통령이 “책임성을 갖춘 디지털자산의 개발 보장(Ensuring Responsible Development of Digital Assets)”이라고 되어 있는 행정명령에 서명하였는데 이 행정명령에서 디지털자산(Digital Assets)을 CBDC(중앙은행디지털화폐, Central Bank Digital Currency), 암호화폐(Cryptocurrencies), 스테이블코인(Stablecoins)으로 구분하고 있다.[6] 특히 행정명령에서는 “디지털자산이란 용어는 기반기술을 불문하고 암호화폐, 스테이블코인, 디지털 화폐

---

4) Pablo D. Azar, Garth Baughman, Francesca Carapella, Jacob Gerszten, Arazi Lubis, JP Perez-Sangimino, David E. Rappoport, Chiara Scotti, Nathan Swem, Alexandros Vardoulakis, Aurite Werman, The Financial Stability Implications of Digital Assets, Finance and Economics Discussion Series (FEDS), 2022-58 Federal Reserve Board, (2022. 8.) (https://www.federalreserve.gov/econres/feds/the-financial-stability-implications-of-digital-assets.htm, 2023. 4. 29. 최종 확인)

5) Pablo D. Azar, Garth Baughman, Francesca Carapella, Jacob Gerszten, Arazi Lubis, JP Perez-Sangimino, David E. Rappoport, Chiara Scotti, Nathan Swem, Alexandros Vardoulakis, Aurite Werman, The Financial Stability Implications of Digital Assets, Finance and Economics Discussion Series (FEDS), 2022-58, Federal Reserve Board, (2022. 8.) p2

6) https://www.whitehouse.gov/briefing-room/presidential-actions/2022/03/09/executive-order-on-ensuring-responsible-development-of-digital-assets/(2023. 4. 25. 최종 확인)

(CBDC)가 포함되는 것으로서 어떤 명칭을 사용하든 디지털자산은 증권, 상품, 파생상품 또는 기타 금융 상품일 수 있으며 디지털자산은 중앙집중식 및 탈중앙화 금융 플랫폼을 포함한 디지털자산 거래 플랫폼에서 또는 P2P 기술을 통해 교환될 수 있다.“라고 정의하고 있다.

반면 미국의 「책임있는 금융혁신법안」(Lummis-Gillibrand Responsible Financial Innovation Act, 이하 “책임있는 금융혁신법안”이라 한다)에서는 “디지털자산” 이란 본질적으로 전자적으로 형성된 것으로서 경제적, 재산적 또는 접근적 권리나 권한을 부여하는 것으로, 암호로 보안 처리된 분산거래장부 기술 또는 이와 유사한 아날로그 표시 장치를 사용하여 기록되는 자산“이라고 규정한다.[7] 한편 유럽연합의 REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on Markets in Crypto-Assets, and amending Directive (EU) 2019/193 (이하 “MICAR”)는 “암호자산”이라고 규정을 하면서 “분산원장기술 및 이와 유사한 기술을 사용하여 전자적으로 이전 및 저장될 수 있으며, 디지털 매체의 형태를 갖는 가치 또는 권리의 디지털표시”라고 규정한다.[8] 특이점은 2023. 5. 최종 의회결의안을 도출하면서 암호기술을 정의규정에서 제외하고 분산원장 기술만을 남겨두면서 분산원장기술 자체를 규정한것에 대하여 기술중립적이라고 본 점이다.

일본의 경우에는 자금결제에관한법률(資金決濟に關する法律, 이하 “자금결제법”)에서 암호화폐라는 용어를 “암호자산”으로 개정하였고 법 제2조 제5항으로 규정하는 「암호자산」이란, 금융상품거래법상 금융상품에 해당하지 않는 것으로서, 물품을 구입하거나 용역 또는 서비스를 제공받는 경우 그 대가의 지급을 위하여 불특정인에게 사용할 수 있으며

---

7) S.4356 -June 7, 2022, Lummis-Gillibrand Responsible Financial Innovation Acthttps://www.congress.gov/bill/117th-congress/senate-bill/4356/text(2023. 4. 29. 최종 확인)

8) https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52020PC0593(2023. 4. 29. 최종 확인)

불특정인을 상대방으로서 매매할 수 있는 재산적가치(전자기기 그 외의 물건에 전자적 방법에 의해 기록되고 있는 것에 한하며 일본 통화 및 외국 통화 및 통화성자산을 제외한다. 다음 호에 있어서 같다)가 인정되는 것으로서 전자 정보처리조직을 이용하여 이전할 수 있는 것이라고 규정하고 있다.

한편 동일한 용어를 국제자금세탁방지기구(FATF)는 가상자산이라고 규정한다. FATF의 규정에 따르면 “가상자산” 즉 virtual Asset이란 디지털로 거래될 수 있는 가치의 디지털 표현으로, 이전되며, 지불 또는 투자 목적으로 사용될 수 있고, 법정 통화, 증권 및 기타 금융의 디지털 표시는 포함하지 아니하는 것을 의미한다.

우리나라의 경우 「특정금융거래정보의 보고 및 이용 등에 관한 법률」(이하 “특정금융정보법”) 제2조 제3호에서 “가상자산이란 경제적 가치를 지닌 것으로서 전자적으로 거래 또는 이전될 수 있는 전자적 증표(그에 관한 일체의 권리를 포함한다)를 말한다.”고 규정하면서 단서조항으로 전자증권, 전자금융거래법상 선불전자지급수단이나 전자화폐, 전자선하증권 등을 제외한다고 규정하고 있다. 그리고 정부는 디지털자산기본법, 가상자산이용자보호법 등을 제정하겠다고 발표함으로써 디지털자산과 가상자산이라는 용어를 혼용하고 있다. 이러한 상황에서 살펴보면 우리나라에서는 현재 디지털자산이라는 용어와 가상자산이라는 용어가 혼재되어서 사용되고 있다. 그런데 특정금융정보법상의 가상자산이라는 용어 속에는 성질상 증권인 디지털자산도 포함되어 있다. 특정금융정보법 제2조 제3호 단서조항으로 전자증권법상 전자증권을 제외하고 있기는 하지만 모든 증권이 배제되지는 않는다.

이처럼 디지털자산의 용어 정의 및 범위에 대한 논의가 계속되고 있는 상황이다. 이 연구에서는 바이든 대통령의 행정명령의 디지털자산 정의에서 CBDC를 제외한 것을 협의의 디지털자산으로 정의하고자한다. CBDC는 중앙은행이 발행하는 법화를 디지털화한 것으로서 디지털화폐라고 보는 것이 타당하고 기본적으로 중앙집중형이기 때문에 본 연구대

상에는 부합하지 않는다.

그리하여 본 연구에서 사용되는 디지털자산을 재정의하면 “암호화기술 사용 여부와 관계없이[9] 모든 암호자산, 그리고 스테이블 코인을 포함하는 것으로서 분산원장 기술을 사용하여 디지털 형태로 발행되거나 표현되는 어떠한 가치를 지닌 수단, 금융자산 및 상품, 결제나 투자, 자금송금 또는 교환에 사용되는 청구권 또는 이에 상응하는 것을 의미하는 것들에서 CBDC를 제외한 것“으로 확정하기로 한다.

(3) 협의의 디지털자산의 유형

앞서 본 협의의 디지털자산 정의 내에서 유형분류를 하고자 한다. 스위스 금융시장감독청(Swiss Financial Market Supervisory Authority, FINMA)의 ICO지침에서는 디지털자산을 교환형, 자산형, 그리고 유틸리티형으로 구분하고 있다.[10] 한편 영국에서는 2019. 1.에 발표된 FCA지침에서 초기 3가지 즉, 교환형, 유틸리티형, 증권형으로 나누었다가[11]2019년 7월에 발표된 최종안에서 위 각 디지털자산이 RAO(Regulated Activities Order)의 대상인지, MiFID 2에서 규정하는 금융상품인지 전자화폐인지 등의 기준에 따라서 재분류하였다. 그 결과 전자화폐형과 증권형은 규제대상 디지털자산, 그리고 유틸리티형과 교환형은 비규제영역의 디지털자산으로 분류하고 있다. 최근 유럽의 MICAR에서는 금융투자

9) 이는 암호화 기술을 반드시 언급하지 않는다는 것을 의미하고 분산원장 구조내에서 기술중립적 입장을 취한다는 EU나 독일의 입장과 같다.

10) Eidgenössische Finanzmarktaufsicht(Finma), Guidelines for enquiries regarding the regulatory framework for initial coin offerings (ICOs) (2018. 2. 16.), https://www.finma.ch/en/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung/(2023. 4. 15. 최종확인)

11) Financial Conduct Authority(FCA) Guidance on cryptoassets Consultation Paper CP19/3 (2019. 1.) p2, 이 보고서에서는 디지털자산이라는 용어 대신 “토큰”이라는 용어를 사용하고 있으나 연구 목적에 맞게 디지털자산이라는 용어로 변경하였다.

상품에 해당하는 것은 금융규제에 따르도록 하면서 애초에 디지털자산의 대상에서 배제한 후(제2조 범위) 디지털자산을 자산참조형, 전자화폐형 그리고 유틸리티형 디지털자산(해당 규칙에서는 “암호자산”으로 표현되고 있다)으로 규정하고 있다.

정리하면 일반적으로 협의의 디지털자산의 유형은 크게 3가지로 나눌 수 있다. 금융투자상품에 해당하는 디지털자산, 순수한 유틸리티성 디지털자산, 그리고 지급결제수단으로 활용되는 디지털자산 이 3가지이다.[12)]

반면 우리나라의 경우 금융당국에서는 증권에 해당하는 토큰증권과 증권에 해당하지 않는 비증권형 디지털자산으로 나누고 별도로 규제체계를 구축하고 있으므로 증권과 비증권으로 유형을 나누고 있다고 볼수 있다.[13)] 외국의 유형별 분류체계와 차별점이 있다면 우리의 경우 지급형 디지털자산을 별도로 구분하고 있지 않다는 점이다. 향후에는 지급결제형 디지털자산을 별도로 논의할 필요가 있을 것이나 본 연구의 경우 토큰증권과 비증권형의 분별 및 토큰증권 거래 등에 대한 연구가 주된 목적이므로 디지털자산의 유형을 협의의 디지털자산으로 한정해서 보고 다시 이를 증권과 비증권으로 나누어 본다는 전제 하에 연구를 진행할 예정이다. 특히 향후에는 지급결제형 디지털자산과 관련하여서 스테이블코인을 지급결제형 디지털자산의 일종으로 인정할 것인가, 그리고 CBDC를 도입할 것이냐의 문제도 추가로 논의될 필요가 있을 것이다.[14)]

---

12) 한서희, “디지털자산의 자본사징법상 규제- 증권성 판단원칙을 중심으로”, BFL 제115호 서울대 금융법센터 (2022. 9.) p10

13) 금융위원회, 보도자료 “토큰증권 발행유통규율체계정비방안- 자본시장법규율 내에서 STO를 허용하겠습니다. (2023. 2. 6.) https://www.fsc.go.kr/no010101/79386?srchCtgry=&curPage=&srchKey=&srchText=&srchBeginDt=&srchEndDt=

14) Bank for International Settlements(BIS), BIS Annual Economic Report (2022), p98에서는 CBDC가 중앙은행 화폐를 디지털형태로 활용할 수 있게 할 것이라고 설명한다. https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2022e.htm(2023. 6. 18. 최종확인)

(4) 소결

디지털자산은 광의와 협의로 구분할 수 있으며 본 연구의 대상을 협의의 디지털자산으로 한정하기로 한다. 다만 협의의 디지털자산의 범위도 정의하는 주체마다 조금씩 다르므로 협의의 디지털자산 범위를 확정할 필요가 있다. 이 연구에서는 협의의 디지털자산을 “암호화기술 사용여부와 관계없이[15] 모든 암호자산, 그리고 스테이블 코인을 포함하는 것으로서 분산원장 기술을 사용하여 디지털 형태로 발행되거나 표현되는 어떠한 가치를 지닌 수단, 금융자산 및 상품, 결제나 투자, 자금 송금 또는 교환에 사용되는 청구권 또는 이에 상응하는 것을 의미하는 것으로 CBDC를 제외한 것“이라고 보고자한다. 이는 바이든 행정명령에서 언급된 디지털자산에서 CBDC를 제외한 것과 동일한 개념이다.

정리하면, 본 연구 대상이 되는 협의의 디지털자산이란 형태는 디지털자산이고 성질상 증권에 해당하는 토큰증권과 비증권형 디지털자산을 포괄하는 개념이다. 그리하여 협의의 디지털자산을 앞으로 디지털자산으로 통일하여 부르고 여기에는 증권으로서 속성을 지닌 토큰증권과 비증권형 디지털자산이 혼재하고 있다는 전제하에 논의를 전개한다.

2. 디지털자산의 구조와 작동원리

(1) 분산원장기술과 스마트컨트랙트

1) 분산원장의 구조

기본적으로 분산원장의 기본 구조는 당사자가 P2P 네트워크 상에서 새로운 트랜잭션 즉 거래를 하였을 때 참여자들이 이 거래가 진정한 거

15) 이는 암호화 기술을 반드시 언급하지 않는다는 것을 의미하고 분산원장 구조내에서 기술중립적 입장을 취한다는 EU나 독일의 입장과 같다.

래인지 여부를 검증하고, 검증이 완료되면 새로운 블록이 추가로 생성되는 것을 구조로 하며, 검증에 참여한 자들에게는 검증에 따른 비용이 보상되는 구조로 되어 있다.[16] 또한 네트워크에 참여한 모든 자는 최신 버전의 해시값을 갖게 된다. 분산원장기술 중 블록체인을 거래기록의 보관이라는 관점에서 본다면 블록체인으로 거래를 한 전송 이력은 블록에 기록이 되며 블록이 컨펌되면 거래 기록이 확정되는 프로세스를 거침으로써 거래의 완결성을 갖게된다.[17]

잘 알려진 비트코인 블록체인과 같은 분산원장에서 자산 소유권에 대한 정보는 트랜잭션 체인으로 구성되고 특히, 각 사용자는 여러 자산(예: 비트코인)을 나타내는 일련의 사용되지 않은 트랜잭션 출력(UTXO)을 소유한다. 모든 UTXO 기반 시스템이 동일한 방식으로 작동하는 것은 아니지만, 일반적으로 해당 시스템 내의 특정 토큰은 식별 기능을 가지고 있는 일련 번호가 있으며, 이 일련번호를 통해서 “수량"을 확인할 수 있다.[18] 중요한 점은 UTXO 모델에서 특정 참여자의 거래에 따른 디지털 기록이 분산원장에 기록되는 것이 아니라는 점이다. 예를 들어, 비트코인 시스템(UTXO 모델의 한 예)에서 참여자가 "소비"할 수 있는 "비트코인"의 총 잔액은 비트코인 분산원장에 기록되지 아니한다. 단지 분산원장은 사용자 간에 발생한 거래를 기록하고 모든 거래에 고유 식별자를 부여할 뿐이다.[19] 반면 이더리움 기반의 시스템은 UTXO 기반 시스템과 다른 방식으로 잔액을 식별한다. 이더리움기반 시스템은 계정(account) 기반 시스템이라고도 불리운다.[20] 이더리움기반 시스템의 경

16) 김헌수, 권혁준, 보험산업의 블록체인 활용, 보험연구원 (2018. 11.), p17-18
17) 김헌수, 권혁준, 보험산업의 블록체인 활용, 보험연구원 (2018. 11. p19
18) Law Commission, Digital Assets, Consultation Paper 256, (2022. 7. 28.) p492
19) UK Jurisdiction Taskforce, Public consultation: The status of cryptoassets, distributed ledger technology, and smart contracts under English private law (2019) p 13
20) Law Commission, Digital Assets, Consultation Paper 256, (2022. 7. 28.) p493

우 주소와 계정이 맵핑되고 따라서 각 주소는 하나의 계정이라고 볼 수 있다. 그리고 이 계정에서는 잔액을 표시하는데 이 잔액은 보유자가 사용할 수 있는 이더리움의 개념적 수량을 의미한다.[21]

이러한 스마트컨트랙트 기반의 분산원장 구조하에서는 각각의 토큰의 존재 여부가 어떤 지갑의 주소로 특정된다. 그래서 만일 신뢰 가능한 어떤 사람이 특정한 주소에 자산이 있다고 선언할 경우 한 투자자로부터 다른 투자자에게 토큰이 이전되면 그 토큰과 연계되어 있는 재산권도 이전된다고 보아야 할 것이다. 그리고 토큰은 그러한 토큰에 체화되어 있는 재산권을 보유하는 것으로서 단순히 지급수단으로서의 금전과 유사한 역할을 하는 일반적인 암호화폐 즉 전자적 지급수단과는 다르게 볼 필요가 있다는 것이고 이때 이러한 토큰의 보유자는 공개키 즉 공개된 주소에 접근가능한 개인키를 보유한 사람을 의미한다. 그리고 이사람은 오로지 다른 사람에게 전송되기 전까지는 독자적으로 그 특정한 자산을 소유내지 점유를 한 사람으로서 그러한 자산을 사용할 수 있는 권한을 부여받은 사람이라 할 것이다.

2) 분산원장 거래의 합의 절차

블록체인의 사용자는 과거 거래 이력의 집계 및 네트워크의 지갑의 UTXO를 분별함으로써 계정 잔액을 확인할 수 있다[22]. 합의 원장에서

---

21) Law Commission, Digital Assets, Consultation Paper 256, (2022. 7. 28.)., p493

22) Alex Lielache“머리에 쏙쏙 들어오는 미사용 트랜잭션 출력값 정리”, 2022. 12. 17.작성, beincrypto, https://kr.beincrypto.com/learn-kr/%EB%A8%B8%EB%A6%AC%EC%97%90-%EC%8F%99%EC%8F%99-%EB%93%A4%EC%96%B4%EC%98%A4%EB%8A%94-%EB%AF%B8%EC%82%AC%EC%9A%A9-%ED%8A%B8%EB%9E%9C%EC%9E%AD%EC%85%98-%EC%B6%9C%EB%A0%A5%EA%B0%92utxo/(2023. 4. 28. 최종 확인)

사용되는 이러한 접근 방식은 표준 부기에서 활용되는 방식과 유사하고 그것은 개별 계정을 기초로 한다. 분산원장 상 거래의 경우 토큰의 연속적인 전송을 모니터하는 대신에 원장에서의 밸리데이션이 끝나면 계정 잔액이 업데이트되는 방식을 취하고 있다. 이러한 의미에서 합의원장의 내용이 업데이트 되는 것은 네트워크상의 문제가 발생하더라도 기록을 복구할 수 있도록하는 중요한 기능을 수행한다.[23]

새로운 버전의 원장은 몇 초마다 검증되고 합의에 이른다. 그리고 검증자는 보류 중인 트랜잭션의 검증을 위하여 사용자가 선출할 수 있다 각기 다른 노드가 검증대상이 되는 다른 트랜잭션을 선택한다. 첫 번째 단계는 주어진 회차에 처리될 트랜잭션을 합의하는 것이다. 이렇게 하면 일부 노드가 트랜잭션 집합의 유효성을 검사하기위해 사용하는 자원낭비를 방지할 수 있다. 즉, 트랜잭션 집합에서 작동하는 노드의 수가 유효성 검사를 위한 최소 임계값에 도달하기에 충분하지 않기 때문에 일련의 트랜잭션의 경우 대기 중인 트랜잭션풀로 다시 되돌아가게되는데 결과적으로 이는 자원의 낭비를 초래한다. 따라서 합의절차는 이러한 자원의 낭비를 최소화할 수 있다. 처리할 트랜잭션 목록에 대한 합의에 도달하면 노드들은 검증자들로부터 충분한 지원을 받지 못하는 거래 이력을 선별적으로 폐기하고 사전에 결정된대로 찬성 투표의 과반수가 요구되는 거래를 검증한다.[24]

3) 스마트컨트랙트(Smart contract)

스마트 컨트랙트(또는 스마트 계약, 자동화된 계약이라고도 한다)은 사용자에게 부과된 계약상 의무를 디지털 분산원장 (DLT)으로 전환하여

---

23) Law Commission, Digital Assets, Consultation Paper 256, (2022. 7. 28.) pp492-500

24) UK Jurisdiction Taskforce, Public consultation: The status of cryptoassets, distributed ledger technology, and smart contracts under English private law (2019) p25, para4.3

서 계약상 조건이 사용자 계정의 자동 업데이트를 통해 성취되도록 하는 것이다. 스마트 컨트랙트는 여러 계정에서 구현될 수 있고 어떤 조건이 만족되면 즉시 계약에 따라 자산이 전송되도록 설계되어 있다. 따라서 스마트 컨트랙트를 통해서라면 어떤 활동에 대하여 즉각적으로 자동 거래가 가능하다. 스마트 컨트랙트 상에서 생성된 블록의 검증은 다른 트랜잭션과 동일하게 이루어지며 분산원장으로 전파되므로 중앙화된 서버에 저장되는 것에 비하여 사이버 공격에서 안전하다. 이것이 단일 서버의 데이터베이스와의 주된 차별점이다.[25]

어떤 사람이 원장에 코드를 생성하여 당사자가 스마트 컨트랙트를 만들면 다른 참가자가 그 계약을 수락할 수 있는데 그렇게 되면 계약은 즉시 실행된다. 참여자가 계약 조건에 동의한 것으로 한번 검증되면 이때부터는 계약의 철회는 불가능하다. 그리고 스마트 컨트랙트의 조건이 성취되면 즉각적으로 원장에 보관된 증권이나 현금에 직접적인 영향을 미치게 되므로 결과는 필연적으로 발생하게 된다.

이런 특징을 고려할 때 분산원장 기술이 금융시장에 적용되면 스마트 컨트랙트를 통해 다양한 변화가 초래될 수 있다. 스마트컨트랙트를 통해서 기존의 금융거래 시스템에서 중개자들의 업무가 대체될 수 있고, 이러한 점에서 분산원장 기반의 인프라 구축은 의미가 있을 것이라고 평가된다.[26]

(2) 분산원장의 종류와 활용

1) 분산원장의 종류

---

25) UK Jurisdiction Taskforce, Public consultation: The status of cryptoassets, distributed ledger technology, and smart contracts under English private law (2019) p30

26) Andrea Pinna Wiebe Ruttenberg , Distributed ledger technologies in securities post-trading Revolution or evolution?, European Central Bank, Occasional Paper Series(2016.4.), p19;

분산원장의 종류는 일반적으로 퍼블릭 분산원장(블록체인)과 프라이빗 분산원장(블록체인)으로 나누어진다. 퍼블릭 블록체인, 다시말해서 공용 분산원장이란 것은 네트워크에 연결되고자 하는 사람이라면 누구나 진입이 가능한 개방성을 갖고 있는 네트워크를 의미한다. 공용 네트워크의 경우 저장된 데이터는 모두에게 암호화된 형태로 공유가 되고 확인이 가능하다.[27] 반면 프라이빗 분산원장의 경우에는 네트워크의 운영자가 존재하고, 이 운영자가 액세스를 제한할 수 있다. 네트워크에 가입하기 위해서는 운영자의 허가를 요건으로 하게 된다. 이러한 프라이빗과 퍼블릭 분산원장의 중간형태가 컨소시엄 분산원장이다.[28]

2) 분산원장과 전송구조

분산원장은 디지털화되어 표현되는 자산을 네트워크상에 포함하는 것을 기본 개념으로 한다. 이때 네트워크 자체로부터 태생된 디지털자산(이를 native token이라고도 한다)과 기초자산은 현실세계에 존재하지만 네트워크 상에서 전자적으로 표현되는 토큰화된 자산 이 두가지가 분산원장상의 자산으로서 존재한다. 분산원장 상의 자산은 그것이 퍼블릭형이거나 프라이빗형이거나를 불문하고 공개키와 개인키로 쌍을 이루어 암호화된 장치를 사용한다. 공개키는 디지털자산이 네트워크상에 존재하고 있는 장소를 나타내는 것인 반면 개인키는 공개키에 의해 표시된 장소에 존재하는 자산에 접근할 수 있게 하는 일종의 암호화된 코드이다. 개인키는 자산 보유자가 보관하거나 또는 그 대리인이 자산에 접근할 수

27) FINANCIAL INDUSTRY REGULATORY AUTHORITY, INC.(FINRA) Distributed Ledger Technology: Implications of Blockchain for the Securities Industry, (2017. 1.) p3

28) Bank for International Settlements(BIS), Committee on Payments and Market Infrastructures Distributed ledger technology in payment, clearing and settlement An analytical framework, (2017. 2), p3

있도록 고안된다.

3) 채굴

채굴행위는 블록 검증을 통해서 블록의 유효성을 확인하는 과정이다. 이더리움을 예로 들면 가장 먼저 이전에 블록이 유효한 블록인지 확인한다. 이 때 현재 블록의 타임스탬프와 관련되어 있는 그 바로 이전 블록의 타임스탬프가 현재 블록 타임스탬프보다는 작아야 하고, 현 시점 개념으로 15분에 상응하는 정도로 작은지를 확인한다. 블록 넘버와 난이도, 트랜잭션 루트의 유효성을 확인하고 그 다음 블록의 작업 증명이 유효한지 확인한 후, 블록 검증에 소요되는 가스비가 현제 설정된 가스비보다 작은 경우에만 유효한 블록으로 검증된다. 최종적으로 머클트리 루트가 블록헤더상의 최종상태 루트와 같은지 검증한다. 루트의 동일성까지 확일하면 유효한 블록으로 인정된다.[29] 블록이 유효하다는 것은 관련된 거래가 유효하다는 것을 의미한다.

블록의 유효성을 확인하기 위해서는 상당한 전력(POW검증) 또는 다른 가상자산(POS검증)이 소요되므로 스마트컨트랙트는 채굴자에게 소모한 자산에 대한 대가를 보상하기 위하여 디지털자산(예를 들면 이더리움)을 지급한다.

4) 분산원장의 활용

이러한 분산원장의 활용은 여러 가지로 나타나고 있다. 특히 물류와 유통관리를 위한 분산원장 활용이 다수 논의되고 있고, 앞으로 이 연구

29) https://github.com/ethereum/wiki/wiki/%5BKorean%5D-White-Paper#%EC%9D%B4%EB%8D%94%EB%A6%AC%EC%9B%80-%EC%96%B4%EC%B9%B4%EC%9A%B4%ED%8A%B8, 2023. 3. 1. 최종확인

에서 살펴보겠지만 금융인프라로서의 활용도 논의되고 있다.[30] 금융인프라로서의 활용은 지급결제 또는 해외송금의 수단으로서의 활용과 금융상품 거래인프라로서의 활용으로 나누어진다. 비트코인 등의 디지털자산의 극심한 가격변동성으로 인해 지급결제수단으로서의 효용에 대해서는 많은 의문이 제기되고 있는 상황이지만 그럼에도 불구하고 엘살바도르 등의 국가에서는 비트코인을 법정통화로 채택하여 사용하고 있기도 하다. 한편 금융상품 거래인프라로서의 활용가능성은 현재 EU에서 Pilot 형태로 논의가 되고 있고 스위스에서는 이미 DLT ACT를 시행하여 SDX Trading AG를 운영하고 있는바 실현되고 있다.[31]

(3) 분산원장을 통한 거래

디지털자산은 분산원장에서 개인과 개인의 거래를 통해서 이전될 수 있고 디지털자산 거래소를 통한 거래를 통해서 이전될 수 있다. 다만 디지털자산 거래소를 통한 거래는 실질적으로 개인과 개인의 거래가 발생되지 않고 디지털자산 거래소 내부 장부상으로만 거래가 이루어진 것처럼 표시될 분이다. 실질적으로 개인간의 디지털자산 거래 및 이전이 이루어지기 위해서는 분산원장에서 거래가 발생되고 그 기록이 블록을 통해 전파되어야 한다.

이러한 디지털자산의 이전은 일반적인 물건이나 유체재산권의 이전이나 교환, 저장과는 상이하다. 디지털자산 중에서도 비트코인을 예로 들어보겠다. 비트코인 시스템의 이용자는 공개키 즉 비트코인 주소와 이러한 주소에서 트랜잭션을 발생시킬 수 있는 개인키(Private Key라고도 한다)를 이용하여 거래를 발생시킨다. 즉 자신의 비트코인 주소인 공개키를

30) 김헌수, 권혁준, 보험산업의 블록체인 활용, 보험연구원 (2018. 11.), p55

31) https://www.finma.ch/en/news/2021/09/finma-issues-first-ever-approval-for-a-stock-exchange-and-a-central-securities-depository-for-the-trading-of-tokens/ 2023. 4. 15. 최종확인

입력하고 이전 대상이 되는 상대방의 비트코인 주소즉 상대방의 공개키를 입력한 후 양도인 자신의 개인키를 입력하면 트랜잭션이 발생하여 양수인인 상대방에게 비트코인이 이전된다. 그리고 이러한 거래 내역은 기존에 생성된 모든 블록에 동시다발적으로 기록된다. 해당 블록은 블록의 노드가 되는 주체의 컴퓨터에 존재하는 기록장부에 모두 기록된다. 이러한 특성으로 인해서 분산원장 거래를 변경하고자 하는 자는, 모든 기록장부상에 기록된 내용을 다시 변경해야 한다. 따라서 블록의 수가 많으면 많을수록 변경을 하기 어려운 구조가 된다. 그리하여 이미 블록이 많이 생성된 분산원장일수록 분산원장의 특성에 해당하는 불가역성과 무결성을 갖게 된다[32].

그리고 전송확인과 기록이 다음으로 문제되는데 어떤 사람이 네트워크상에서 자신의 자산을 전송한다고 가정해보자. 비트코인 계열의 경우 예를들면 우선 전자지갑을 생성하고 전자지갑에서 비트코인을 전송하면 트랜잭션의 전송 및 검증이 이루어진 후 블록이 생성되고 블록이 전체 노드에 전파되고 검증되면 이후 이 검증된 블록이 분산원장으로 연결이 됨으로써 송금이 완료된다. 노드에는 채굴을 수행하는 노드인 채굴노드가 있고 단순히 전체 거래내역을 보유하면서 거래의 정상성을 검증하는 역할을 수행하는 풀노드가 있다. 검증역할을 수행하는 모든 노드가 채굴노드인 것은 아니라는 점을 주의할 필요가 있다.

한편 전송 내역을 보여주는 것이 계좌의 개념인데 비트코인에서의 계좌와 이더리움의 계좌는 상이하다. 비트코인의 전송시 활용되는 개념이 UTXO(미사용 출력값)라는 개념이다. 비트코인은 블록 내에 트랜잭션을 저장하게 되는데 이 트랜잭션 중에서 아직 활용되지 않은 것을 UTXO라고 한다. A지갑 안에 10 BTC가 있고 이 10 BTC는 5 BTC로 구성된 1번 UTXO와 또다른 5 BTC가 담긴 2번 UTXO로 구성되어 있다고 가정하자. A지갑에서 B지갑으로 7BTC를 전송하고자 하는 경우에 5

32) 상세한 내용은 Satoshi Nakamoto, “Bitcoin : A Peer to Peer Electronic Cash Systme”(2008)참조

BTC가 있는 1번 UTXO가 B지갑으로 이동하면서 3번 UTXO가 되고 1번 UTXO는 소멸된다. 그리고 2번 UTXO의 5 BTC가 다시 B지갑으로 가면서 소멸되고 기존에 전송되어야 하는 남은 2BTC가 전송되어 4번 UTXO가 되며 남은 3BTC중 일부가 수수료로 지급된다. 수수료를 0.5BTC라고 가정하면 남은 2.5BTC가 다시 5번 UTXO로서 A에게로 재전송되는 구조이다.[33] 그리고 비트코인 지갑이란 각각의 UTXO를 계산해서 현재 각자의 지갑에 남아 있는 BTC의 총합을 보여주는 기능을 갖는 디스플레이어 같은 것이다. 결국 비트코인 프로토콜에서의 지갑은 UTXO 이력을 계산하여 현존하는 BTC 총합을 보여주는 것이고, 아래에서 보게될 스마트컨트랙트에서의 지갑과 상이한 기능을 가지고 있다.

반면 이더리움에서는 블록 내의 상태 자체를 저장한다. 즉, 이더리움 블록은 트랜잭션 리스트와 가장 최근의 상태(state) 복사본을 가지고 있다. 이더리움은 2개의 계정을 가지고 있는데 외부소유계정 즉, Externally-owned account (EOA)과 계약계정이 두가지이다. 외부소유계정은 개인키로 통제된다. 계약계정은 네트워크 상에서 코드로 구동되는 스마트 컨트랙트를 의미한다. 이 두 개 계정 모두 이더리움과 ERC 20 계열의 토큰을 보유하고 보내고 받을 수 있는 기능을 보유한다. 두 개의 중요한 차이점은 외부 소유 계정의 경우 계정을 만드는데 아무것도 필요하지 않고 트랜잭션을 일으킬수 있으며 공개키와 개인키가 쌍으로 이루어져있다는 점이다.[34] 반면 계약 계정을 만드는 경우에는 가스비라고 하는 비용이 소요된다. 이는 네트워크의 저장용량을 소모하는 일이기 때문이다. 이는 트랜잭션을 받은데 대한 응답을 위해서만 트랜잭션을 일으킬 수 있다. 외부 계정(account)에서 계약 계정(account)로 트랜잭션이 일어나면 여러 다른 행동을 수행하도록 코드를 실행시킨다. 그 대표적인 것

33) UK Jurisdiction Taskforce, Public consultation: The status of cryptoassets, distributed ledger technology, and smart contracts under English private law (2019) p25

34) https://info.etherscan.com/understanding-ethereum-accounts/

이 토큰을 전송하거나 또다른 새로운 컨트랙트를 만들어 내는 것이다. 컨트랙트 계정(account)에는 개인키가 없다. 대신에 스마트 컨트랙트 코드에 의해서 실행 여부가 결정된다.

다음으로 이더리움 계정의 구성을 살펴본다. 이더리움 계정(account)는 4개 분야로 구성되는데, 논스, 발란스, 코드해시, 스토리지루트이다.[35] 논스(nonce)는 외부소유계정에서 보낸 트랜잭션 수 또는 계약 계정에서 생성한 계약수를 나타낸다. 논스의 역할은 각 트랜잭션이 한번씩만 처리되게 하는 것이다. 발란스(잔액)란에서는 eth를 나타내는 gwei가 표시된다. 즉 잔고 표시이다. 코드 해시는 이더리움 가상머신인 EVM의 계정 코드를 나타낸다. 각각의 계약 계정에는 다양한 계약의 일부가 포함되어 있고 이것이 여러 가지 기능을 다양하게 수행할 수 있게 한다. 이 EVM 코드는 계정에 어떤 요구사항이 도달하면 즉각적으로 실행되고 그것은 번복이 불가능하다. 이것이 불가역성이라는 분산원장의 특성을 나타내는 것이다. 마지막으로 각 계정의 저장공간에 해당하는 것이 스토리지 루트이다. 따라서 외부소유계정의 지갑에는 위 4가지 요소가 다 포함되어 있고, 블록 내의 상태가 저장되므로, 계정의 지갑을 통해 거래이력 자체를 확인할 수 있게 된다. 그러한 원리에서 etherscan에서 지갑주소를 입력하면 그간의 전송이력과 전송수량이 모두 확인가능한 것이다.

지갑과 계정의 확인방법은 분산원장마다 다를 수 있지만 기본적으로 분산원장 기술을 채택한 이상 인터넷을 통해 접속할 수 있는 공개되어 있고 공유된 기록 장부 그 자체라는 점은 이더리움 방식이든 UTXO방식이든 모두 동일하다.

(4) 분산원장에서의 디지털자산 보관

디지털자산의 보관 역시 분산원장 기술에 기반하게 된다. 디지털자산 보관업자나 지갑사업자가 보관하는 대상의 실체는 공개키와 개인키의 목

35) https://info.etherscan.com/understanding-ethereum-accounts/

록이다.[36] 이는 개인이 자신의 비트코인을 보관하는 방식과 동일하다. 개인은 공개키 주소와 그에 대한 개인키 주소를 기록하거나 또는 콜드월렛에 보관한다. 이러한 관리방식을 디지털자산 그 자체에 대한 보관으로 평가한다. 이러한 전제에서 서울남부지방법원 2020. 1. 3.1 선고 2018고합618 판결에서는 "가상화폐 입고"라는 표현을 사용하고 있다. 그런데 여기서도 실질은 전자지갑상의 개인키와 공개키 보관을 "입고"로 표현한 것에 불과하다.[37] 다만 실질적으로는 "개인키"를 보관하는 것임에도 불구하고 실질적으로 이용자들은 자신들이 콜드월렛에 디지털자산 실물을 보관한다고 인식하고 있으며, 디지털자산 교환업자에게 디지털자산을 전송하고 보관하도록 거래계약을 체결한다고 신뢰하므로, 개인키와 디지털자산 그 자체를 동등한 것으로 평가할 수 있을 것이다.

미국의 증권거래위원회(US SEC, 이하 "SEC")가 2019. 7. 8. 발표한 "Joint Staff Statement on Broker-Dealer Custody of Digital Asset Securities"(이하 "SEC 발표문")에도 나타난다. 해당 발표문에서 SEC는 디지털자산 신탁업 역시 일반 신탁법상 요구되는 수탁자의 선관주의의무가 요구된다고 하면서[38], 디지털자산 사업자 역시 고객의 증권과 현금을 대신 보관하는 브로커딜러의 의무에 해당하는 규칙(Rule) 15c3-3을 준수해야 한다고 밝혔고 이때 브로커 딜러 의무에 대해서 "우선 가상자산의 경우 브로커-딜러가 개인키(private key, 이하 "개인키")를 보유하고 있다면, 분산원장에 반영된 자산을 이전할 수 있을 것이다. (중략) 만일에 수탁자가 고객의 가상자산을 양도하는 데 필요한 "개인키"를 잃어버

36) 닉 퍼노, 「암호화폐 수사」, 에이콘 (2019), p161
37) "판결문 제37면에서는 A거래소 회원이 가상화폐를 지정된 000의 전자지갑에 입고하거나 원화를 000의 법인계좌에 입금하면, 000는 입고·입금된 수량·금액에 해당하는 가상화폐 포인트 또는 원화 포인트를 해당 회원 가상화폐 거래계정의 포인트 잔고로 입력한다. A거래소회원이 가상화폐 포인트 또는 원화 포인트의 범위 내에서 출고·출금을 요청하면 000는 그 내역에 따라 해당 고객이 지정한 전자지갑 또는 은행계좌로 요청된 수량·금액에 해당하는 가상화폐 또는 원화를 송금한다."고 설시하고 있다.
38) 미국의 경우 디지털자산보관업자가 신탁법상 신탁업인가를 받고 영업을 수행하는 경우가 다수임을 고려할 필요가 있다.

리거나, 범죄의 위험에 노출된다면 디지털자산을 보관함으로써 고객에게 매우 큰 위험을 야기할 수 있다는 것을 의미한다.[39]라고 하여 개인키 보관위탁의 중요성을 언급하고 있다. 즉 가상자산사업자에게 디지털자산의 보관을 위탁한다는 것은 개인키에 대한 보관 위탁을 의미하며 개인키 보유자인 디지털자산 사업자는 신탁업자와 동등한 선관주의의무를 준수해야한다고 발표한 것이다..

미국통화감독청(Office of the Comptroller of the Currency, 이하 "OCC")의 2020. 7. 22.자 회신문[40] 에서는 다음과 같이 보관 및 공시, 그리고 분리보관에 대하여 언급한바 있다. 이때 OCC는 전통적인 신탁업자의 수탁업무와 디지털자산 수탁업무를 비교하여 차이점을 지적한다. "디지털자산은 일반적으로 디지털자산의 특정 단위와 관련된 암호키를 저장하는 프로그램인 "월렛"에 보유된다는 점이다. 가상자산은 저장되는 분산원장에만 존재하기 때문에 금융상품의 물리적 소유가 없다. 그 대신,디지털자산의 특정 단위에 대한 권리는 고유한 암호키의 이용에 의해 일방에서 타방으로 이전된다. 따라서 고객을 대신하여 은행이 디지털자산을 "보유"하고 있는 것은 실제로 디지털자산의 단위에 대하여 암호화된 접근키를 점유하고 있는 것이다. 그 열쇠들은 월렛에 보관함으로써 제3자에 의한 발견으로부터 키를 보호하는 것이다."라고 한다. OCC의 발표내용에 따르면 신탁대상 자산의 실질은 디지털자산의 개인키이고 그 방법은월렛이라고 불리는 기술적인 장치에 저장하는 것이다.[41]

일본의 경우 사단법인 일본암호자산거래업협회(一般社団法人日本暗号

---

39) https://www.sec.gov/news/public-statement/joint-staff-statement-broker-dealer-custody-digital-Asset-securities

40) Office of the Comptroller of the Currency(OCC), Interpretive Letter #1170 July 22, 2020 Re: Authority of a National Bank to Provide Cryptocurrency Custody Services for Customers(https://www.occ.gov/topics/charters-and-licensing/interpretations-and-actions/2020/int1170.pdf, 2023.4. 28. 최종 확인)

41) Tang Hang Wu , "TRUSTEES' INVESTMENT DUTIES AND CRYPTOASSETS",Trusts & Trustees , Volume 26, Issue 2, (2020. 3), p193

資産取引業協會, 이하 “jvcea”)의 자율규제를 통해 디지털자산사업자들을 규제하는데 위 협회에서 발표한 “이용자 재산의 관리 등에 관한 규칙” 제11조에서는 다음과 같이 규정하고 있다.[42] “즉 거래소는 이용자로부터 위탁박은 암호자산[43]을 직접 관리하는 경우, 자기소유 암호자산과 별도 지갑에서 관리하여야 하고, 또한 이용자별 보유량이 장부에 의해 즉시 판별할 수 있는 상태에서 관리하여야 한다고 규정하고 있다. 나아가 거래소가 분별관리 대상 암호자산을 제3자에게 위탁하여 관리하게 하는 경우, 해당 제3자로 하여금 분별관리 대상 암호자산 이외의 암호자산을 관리하는 지갑과는 다른 지갑(이하 분별관리 대상 암호자산을 관리하는 전항 및 본 항에서 정하는 지갑을 "구분관리 지갑"이라 함)에서 관리하게 하여야 한다고 규정하고 있으며, 이 때도 직접 거래소가 암호자산을 보관하는 경우와 마찬가지로 장부상 이용자별 보유량을 죽시 판별할 수 있도록 하고 있다.

또한 일본 JVCEA의 “이용자 재산의 관리 등에 관한 규칙” 제14조에서는 지급준비금 명목의 “분별관리 대상 암호자산의 제3자를 통한 분리관리와, 위탁받은 고객자산의 제3자를 통한 보관행위가 인정되고 있다. 그리고 해당 규칙 제14조에는 관리 대상이 “개인키”임이 명시되어 있고 디지털자산 거래업자인 회원이 이에 대한 관리를 별도로 수행해야 함을 규정하고 있다. 즉 분리 관리의 대상이 결국 개인키가 되고, 별도로 규정된 방법으로 이를 수행하여야 함을 알 수 있다.[44]

현재 우리나라의 특정금융정보법상으로 “가상자산사업자”[45]의 고객자

---

42) 利用者財産の管理等に關する規則」の一部改正について 第１１ 條 (https://jvcea.or.jp/cms/wp-content/themes/jvcea/images/pdf/public/public_20200319-10.pdf, 2023.4. 28. 최종확인)

43) 본 연구의 디지털자산은 일본 자금결제법상 “암호자산”에 해당하므로 일본 법관련 소개시에는 “암호자산”을 혼용하도록 한다.

44)利用者財産の管理等に關する規則」の一部改正について 第１４ 條 (https://jvcea.or.jp/cms/wp-content/themes/jvcea/images/pdf/public/public_20200319-10.pdf, 2023.4. 28. 최종확인)

산 보관 여부는 개인키에 대한 통제권한을 기준으로 판단하고 있다.[46] 고객의 가상자산을 분리보관하고 장부에 기록하도록 규정하고 있다(특정금융정보법 제8조 및 동법 시행령 제10조의20).

결론적으로 디지털자산에 대한 보관이라는 것은 개인키를 보관하는 것이고 디지털자산에 대한 보관위탁의 대상 역시 개인키에 대한 보관위탁에 해당한다.[47] 이에 대해서는 해외 여러 국가의 규제당국 및 우리나라에서도 동일하게 인정하고 있는 것이다.

3. 소결

디지털자산에는 협의의 디지털자산과 광의의 디지털자산이 존재하는데 본 연구에서는 협의의 디지털자산에 한정하여 논의한다. 이때 협의의 디지털자산은 다시 성질 또는 기능에 따라 분류되는데 증권과 비증권으로 나누는 국가, 증권형과 유틸리티형, 교환형(또는 지급형)으로 나누는 국가 등 여러 가지로 나뉘어 진다. 우리나라 규제당국의 입장에 따르면 디지털자산은 증권의 성질을 갖는 토큰증권과 비증권형 디지털자산으로 분류된다. 이러한 디지털자산은 분산원장 기술을 통해 전송과 보관이 이루어진다는 점이 특징적인 요소이다. 이하에서는 디지털자산의 시장 현황과 규제동향에 대해 살펴보게 될텐데 지금까지 언급되거나 논의되는 디지털자산에는 토큰증권과 비증권형 디지털자산이 혼재되어 있음에 유

---

45) 본 연구에서의 디지털자산은 특정금융정보법상 가상자산이므로 특정금융정보법에 관한 내용을 소개할 경우 “가상자산”이라는 용어를 혼용하도록 한다.

46) 금융정보분석원,금융감독원, “가상자산사업자 신고매뉴얼”,(2021.2), p3

47) 참고로 미국에서는 신탁업자가 디지털자산 보관업을 수행하므로 신탁업자의 선관주의의무가 적용되지만 우리나라는 디지털자산의 경우 자본시장법상 신탁대상자산에 해당하지 아니하여(자본시장법 제103조) 신탁업자가 이를 수탁할 수 없고, 다만 특정금융정보법상 “가상자산보관업자”가 디지털자산 보관업을 수행하고 있다. 가상자산보관업자의 영업행위 준칙 등은 신탁업자의 그것에 비하여 낮은 수준에 불과하다. 이처럼 디지털자산이 신탁대상 자산에 해당하지 아니함으로 인한 투자자 피해 발생등의 가능성이 존재하는 상황이다.

의해야한다.

제2절 디지털자산의 시장 현황과 규제동향

1. 디지털자산 시장의 구성

디지털자산시장은 기능별로 완전하게 분화되어있지 않기 때문에 디지털자산 및 디지털자산 시장의 현황에 대한 자료는 토큰증권과 비증권형 디지털자산이 혼재되어 있는 상태를 전제로 한다.[48]

우선 디지털자산 시장은 2009년 처음 비트코인이 발행[49]된 이후부터 시작되었다고 할 것이다.[50] 디지털자산 시장의 전체 시가총액 상위 2위를 차지하고 있는 이더리움은 2015년 비탈릭 부테린에 의해 창시되었다.[51] 이더리움은 스마트컨트랙트의 작동을 기반으로 하고 있기 때문에 ICO를 가능하게 한 디지털자산으로 평가될 수 있다. 그 이후 여러 가지 디지털자산이 출시되었고 그 중에서는 현재 토큰증권도 다수 포함되어 있다. 현재 발행인은 권리의 속성이 증권이든 아니든, 형태가 디지털자산이라면 가상자산 또는 암호화폐, 가상화폐, 암호자산 등 여러 가지 명칭의 토큰을 발행하고 있다. 그리고 이러한 토큰에는 성질 분류상 증권에 해당하는 것과 증권에 해당하지 않는 것이 모두 혼재되어 있는 상황이다. 따라서 이러한 배경으로 인하여 아래 그래프의 전세계 디지털자산시장 현황에는 전세계 비증권형 디지털자산과 증권의 속성을 갖는 토큰증

---

48) 코인마켓캡(https://coinmarketcap.com/ko/)이나 코인게코(https://www.coingecko.com/ko)와 같은 디지털자산 정보제공 싸이트에서는 토큰증권과 비증권형 디지털자산을 분류하여 데이터를 제공하지 아니하고 암호화폐(cryptocurrency)라는 용어로 디지털자산 전체에 대한 데이터를 제공한다.

49) 비트코인 백서가 발표된 시점은 2008년이고 비트코인이 처음 발행된 시점은 2009년이다.

50) https://kr.cointelegraph.com/learn/what-is-bitcoin

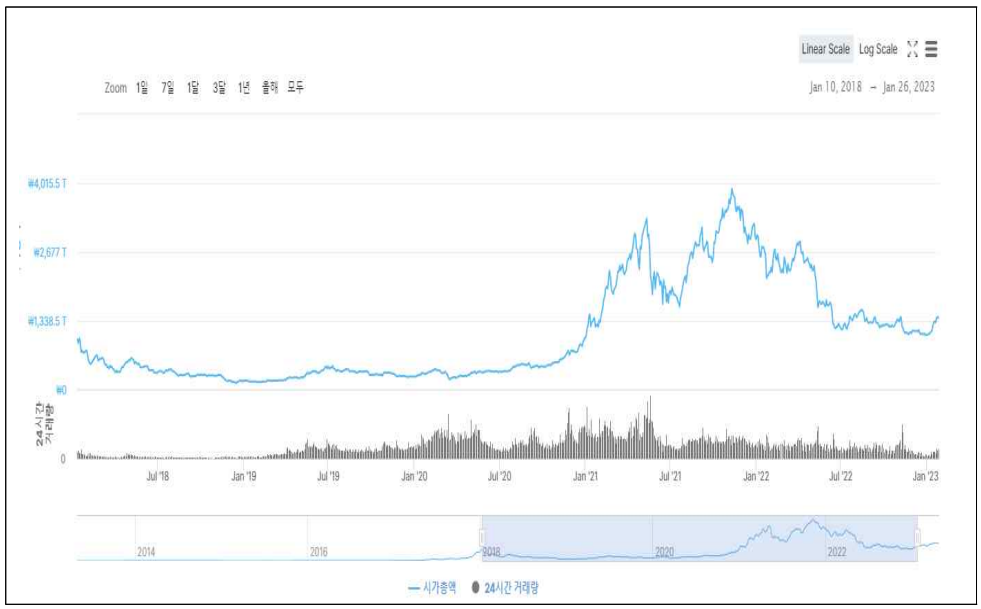
51) https://ethereum.org/ko/what-is-ethereum/

권이 일부 혼재되어 있다고 보아야 할 것이다[52].

2. 디지털자산 시장 현황

이러한 상황을 감안하여 디지털자산 시장의 글로벌 현황을 살펴보면 다음과 같다.

<그림 1> 전세계 디지털자산시장 현황

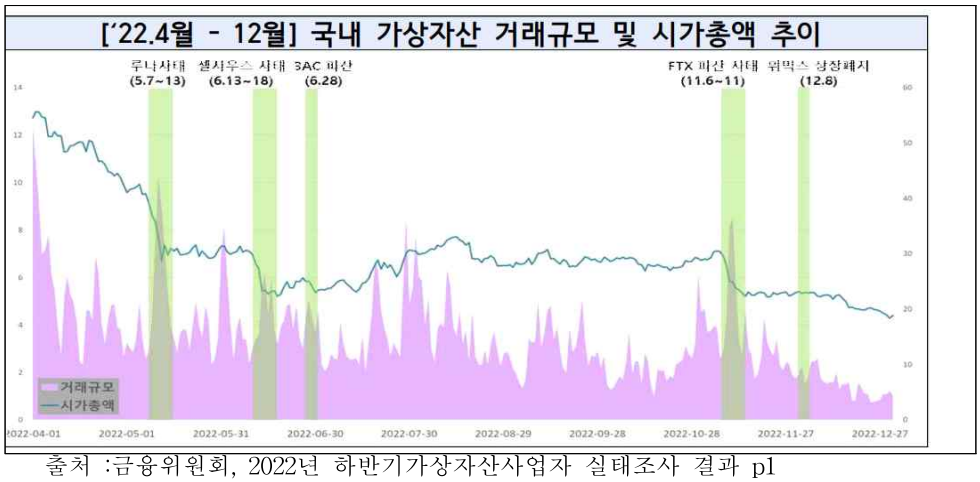


코인마켓캡 기준으로 전세계 디지털자산시장의 최대 시가총액은 2021. 11. 12. 기준으로 약 3900조원에 달했다. 그 이후 2023년 현재까지 지속적으로 하락 추세에 있다.[53] 구체적으로 살펴보면 2022. 12월 말 기준으로 글로벌 디지털자산 시가총액은 1,010조원으로 2022년 6월말의 약 1,117조원에 비하여 약 10% 하락한 것으로 보고되고 있다.[54]

---

52) 토큰증권 중 처음부터 증권을 표방하여 발행된 토큰증권의 경우에는 디지털자산시장의 집계현황에서 제외되는 경우도 있다. 그리하여 일부라는 표현을 사용하였다.
53) https://coinmarketcap.com/ko/charts/, 2023. 4. 25. 최종 확인
54) 금융위원회, “2022년 하반기가상자산사업자 실태조사 결과,” (2023. 3.)

<그림 2> 2022년 4월~ 12월 국내 가상자산 거래규모 및 시가총액



출처 :금융위원회, 2022년 하반기가상자산사업자 실태조사 결과 p1

2022년에는 디지털자산시장에서 다양한 종류의 사건 사고가 발생하였다. 2020년의 급격한 상승 이후로 2021년 하반기부터 하락장세가 시작되었는데 이러한 경향을 더욱 심화시킨 것이 2022. 5. 테라루나 사태이고[55] 그 이후 2022. 11. FTX 파산사태로 인해 디지털자산 시가총액은 더욱 하락하였다.[56] 한편 국내 유통 디지털자산의 시가총액은 19조원(2022년 말 기준)이고 2022년 6월 말의 23조원 대비하여 16%감소한 수치이다. 구체적으로 살펴보면 2022년 7월부터 12월 사이의 27개 거래업자를 통한 총 디지털자산 거래금액은 대략 545조 원으로, 1일 평균 거래금액은 3조원으로 집계되었고 디지털자산의 거래금액의 경우 2022년 상반기의 5.3조 원에 비하여 약 43% 감소한 수치이다. 결론적으로 2022년 하반기 월별 거래금액 추이는 전반적으로 하락세인 상황이다.

55) 권정혁, "테라·루나 사태, FTX파산…악몽 같았던 2022년 가상통화 시장", 경향신문,(2022. 12. 18)
https://m.khan.co.kr/economy/economy-general/article/202212181627001

56) 금융위원회, "2022년 하반기가상자산사업자 실태조사 결과", (2023. 3.) p1

<표1> 2022년 상반기 및 하반기 가상자산사업자 실태조사 결과

구 분		'22년 하반기	22년 상반기	'21년 하반기
1. 가상자산 거래업자				
	일평균 거래규모	3.0조원	5.3조원	11.3조원
	총영업이익	0.13조원	0.63조원	1.64조원
	원화예치금	3.6조원	5.9조원	7.6조원
2. 가상자산 관련				
	시가총액	19조원	23조원	55.2조원
	가상자산 종목수	1,362개	1,371개	1,257개
	- 중복상장 제외시	625개	638개	623개
	단독상장 가상자산 종목수	389개	391개	403개
	가격변동성	67%	73%	65%
3. 이용자 일반				
	등록 계정수	1,178만개	1,310만개	1,525만개
	거래가능 이용자	627만명	690만명	558만명
	가장 많은 이용 연령대	30대	30대	30대
	1백만원 미만 보유(비중)	477만명	505만명	313만명(56%)

출처 : 금융위원회, 2022년 상반기 및 하반기 가상자산사업자 실태조사 결과 취합

3. 디지털자산 시장의 특수성

(1) 디지털자산 시장과 거래 구조

디지털자산의 거래 구조는 크게 전자지갑을 통해서 개인이 직접 거래하는 방식과 개인이 중앙화된 디지털자산거래소에 가입하여 디지털자산거래소에서 매도 및 매수 주문을 통해 거래하는 방식으로 나누어질 수 있다. 우선 P2P 거래 방식은 앞서 분산원장에서의 디지털자산 거래 방식을 의미한다. A가 개인지갑에 3BTC를 보유할 경우 A가 B에게 전송할 수 있고 다른 제3자는 개인키를 알지 못하는 이상 3BTC에 대한 A의 지배를 배제할 수 없다. BTC 거래시 해당 거래이력은 분산원장에 기록되고 각 노드가 그 기록을 모두 보유한다. 반면 A가 디지털자산을 디지털자산거래소를 통해서 보관하고 매도·매수한다면 A가 해당 거래소에서 매도 및 매수한 이력은 디지털자산거래소 내부의 장부에 기록되고 분산원장에는 기록되지 않는다. 분산원장에는 디지털거래소의 지갑주소로 들어가는 기록과 해당 지갑주소로부터 제3의 지갑으로 출고되는 기록만 남게 되기 때문에 A가 디지털자산거래소 내부지갑[57]으로부터 외부 개인지갑으로 전송하지 않는 이상 A의 거래 이력은 분산원장에 기록되지 않는다. 따라서 A가 디지털자산거래소에서 디지털자산을 매도, 매수, 보관할 경우 A의 권리는 전적으로 디지털자산거래소와 사이의 계약에 따라 이루질 뿐이고 해당 디지털자산 거래소 내부에서 이용자들간의 거래기록 역시 분산원장에는 기록되지 않는 것이다. 일반적으로 디지털자산 거래소의 이용약관 규정에 따르면 디지털자산거래소는 A가 요구할 때 A의 계정에 표시된 수량에 상응하는 만큼의 디지털자산을 반환할 의무를 부담하고 A는 디지털자산거래소에 대하여 자신의 계정에 보유한 수량에 해당하는 디지털자산의 반환청구권을 갖는 것으로 구성되므로[58] 디지털

57) 디지털자산 거래소의 내부지갑에는 이용자들의 디지털자산이 혼장임치와 유사한 형태로 보관되고 있다.

58) 참고로 디지털자산 거래소 업비트의 이용약관에도 동일하게 기재되어 있다. https://static.upbit.com/terms/service_terms.html

자산거래소와 이용자의 계약관계는 채권적 계약 관계에 불과하다.

(2) 디지털자산 시장의 특수성

디지털자산시장 참여자는 디지털자산의 발행 주체인 프로젝트(비영리 법인·단체의 형태를 취하므로 재단 내지 foundation이라고도 불리운다), 디지털자산 사업자와 이용자로 크게 구분된다. 프로젝트는 디지털자산을 발행하는 자이다. 편의상 발행인라고 하지만 발행을 하는 개인일수도 있고, 일정한 집단일수도 있다. 이들은 자신들의 행위를 “발행(offering)”이라고 표현하지 않는다. 프로젝트는 법률에 기반한 조직의 형태를 갖추지 않은 경우가 많다. 이들은 여러 사람이 한데 모여서 사업계획을 구상하기 위한 조직체에 불과하고 개발자, 사업자, 마케팅팀, 어드바이저로 구성된다. 프로젝트는 백서를 작성한 뒤 백서를 인터넷 홈페이지나 인터넷 포털의 블로그 같은 곳에 게시한다. 일정한 기간동안 게시한 후 자신들이 민팅(스마트컨트랙트를 통해서 만들어 낸)한 토큰(디지털자산)을 판매한다. 이러한 일련의 과정을 ICO라고 부른다. 만일 이용자가 직접 ICO에 참여하면 자신의 개인지갑에서 이더리움과 같은 디지털자산을 프로젝트 지갑에 전송하고 프로젝트는 자신들이 개설한 개인지갑주소를 통해 해당 프로젝트가 발행한 디지털자산을 이용자에게 지급한다.

이용자들은 인터넷 상의 매체를 통해 직접 이러한 ICO에 참여하기도 하지만 일정한 기간이 지나 디지털자산 거래소에 상장된 후에 디지털자산을 거래소에서 매수하기도 한다. 이 경우 이용자들은 개인지갑 없이 디지털자산거래소에 가입한후 해당 거래소의 서비스를 이용함으로써 간접적으로 디지털자산을 보유하게 된다[59]. 그러나 실질적으로 이용자가 디지털자산 거래소에 대하여 보유하는 권리는 앞서본대로 이용자 명의 계정에 기록되어 있는 수량만큼의 디지털자산에 대한 반환청구권에 불과

59) 이용자는 디지털자산 거래소에 대한 청구권을 갖게 되므로 간접적인 방식이라고 표현하였다.

하다.

(3) 디지털자산거래소의 디지털자산에 대한 매매체결 및 보관

디지털자산거래소의 매매체결 방식은 현재 증권거래소의 매매체결방식과 크게 다르지 않다. 매도자와 매수자 모두에게 제출된 호가가 공개되고 다자간 경쟁매매 방식으로 매매체결이 이루어진다. 매매체결 결과는 디지털자산 거래소의 내부 장부에 기록이 되고 매도자와 매수자 사이의 매매체결 이후에 디지털자산의 이전이 수반되는 것은 아니다. 단지 디지털자산거래소의 내부 장부상 각 이용자가 보유하고 있는 디지털자산의 수량에 변화가 있을 뿐이다[60]. 그리고 디지털자산 거래소는 이를 기록하고 관리하는 역할을 수행한다. 만일 이용자가 자기 계정에 기록되어 있는 수량만큼을 외부지갑으로 출금하고자 할 때에는 디지털자산거래소는 이용자가 요청하는 지갑주소로 이를 전송해야 한다. 이때는 분산원장에 거래소 지갑으로부터 외부 개인지갑으로 전송되었음이 기록되고 디지털자산거래소가 보유하고 있는 전체 디지털자산의 수량 자체가 감소하게 된다.

디지털자산거래소는 이용자의 디지털자산을 모두 자신의 핫월렛과 콜드월렛에 나눠서 보관한다. 핫월렛과 콜드월렛은 인터넷 연결유무로 결정된다. 인터넷이 연결되어 있으면 핫월렛이고 인터넷이 배제되어 있으면 콜드월렛이다. 콜드월렛은 기본적으로 해킹으로부터 안전하다. 다만 콜드월렛에 보관된 자산이라도 콜드월렛 자체의 탈취로부터는 자유롭지 않다. 이러한 각 월렛에 보관된 디지털자산은 디지털자산거래소의 보유자산이다. 앞서 본대로 이용자는 자신의 계정에 기록되어 있는 종목과

60) 류경은, “가상자산거래소 관련 법적 쟁점 - 이용자의 권리 및 이용자 보호 방안을 중심으로-”, 석사학위논문, 서울대학교(2022. 8.), p72; 당초 이용자의 디지털자산은 디지털자산 거래소의 핫월렛과 콜드월렛에 이용자별 구분 없이 혼장임치상태로 보관되고 있으므로 동일 거래소내 이용자간 거래의 경우 디지털자산거래소는 장부상으로만 청구권자를 수정 기재하면 족하다.

수량만큼의 디지털자산에 대한 청구권만 갖기 때문이다.

디지털자산거래소는 이용자들간의 매매체결 결과를 내부 장부에 반영하면 되고 각 이용자의 디지털자산 거래에 따른 대금 지급 역시 기존에 충전되어 있는 현금 포인트로 결제되므로 별도의 자금이체는 불필요하다. 결과적으로 디지털자산거래소 내부에서 매매체결과 결제가 모두 이루어지고 결제 이연이 발생하지 아니하므로 별도 청산은 불필요한 구조이다. 이에 더하여 디지털자산 실물(개인키)를 디지털자산 거래소가 보관하고 있는 구조이다. 이는 현재 증권거래 시스템과 큰 차이점이다. 증권거래시스템은 예탁기관과 매매체결기관, 중개업자가 모두 분화되어 있는데 디지털자산거래소의 경우 고객과 고객을 중개하는 역할, 매매체결 업무, 디지털자산 및 고객 자금의 보관을 모두 수행하고 있는 구조인 것이다.

(4) 디지털자산거래소와 토큰증권

디지털자산거래소에서 거래되는 디지털자산은 비트코인, 이더리움과 같이 명백하게 비증권형 디지털자산인 경우도 있지만, 아직까지 증권에 해당하는지 여부가 불분명한 경우, 증권의 속성을 지닌 경우 등이 혼재되어 거래되고 있다. 이러한 혼재된 상태를 해소하기 위해서 금융당국에서는 디지털자산을 비증권형과 토큰증권으로 나누어서 규제체계를 마련하겠다고 발표한바 있고 2023. 2. 6.자 토큰증권 발행 및 유통규율체계 정비방안의 내용중 하나로서 토큰증권가이드라인이 발표되었다. 위 정비방안의 토큰증권가이드라인은 증권에 해당하는 디지털자산과 비증권형 디지털자산을 분별하기 위한 원칙을 제시하고 있다. 하지만 토큰증권 가이드라인은 토큰증권에 해당할 경우 자본시장법을 적용해야 한다는 원칙을 제시한 것은 맞지만 구체적인 분류 기준까지 포함되어 있는 것은 아니다. 이에 시장참여자들은 토큰증권과 비증권형 디지털자산의 분별기준이 여전히 모호하다고 평가하고 있다.

제3절 각국의 디지털자산 규제 현황

1. 서언

앞서본 것처럼 디지털자산은 증권의 속성을 지닌 것과 비증권형이 혼재되서 거래되고 있다. 그리하여 처음 디지털자산에 대한 규체체계가 마련될때는 증권이든 비증권을 분류하기 보다는 디지털자산이라는 형태를 취하는 대상에 대한 규제를 시작해야 한다는 논의가 주를 이루었다. 대표적으로 FATF의 규제가 그러하다. 하지만 점차 디지털자산에는 증권의 속성을 지닌 토큰증권이 포함되어 있다는 사실이 드러나면서 여러나라에서는 성질에 따라서 규율체계를 달리해야한다는 논의가 등장하였다. 이런 배경 하에서 국제기구 및 각국의 규제 현황을 살펴본다.

2. 해외 규제 현황

(1) FATF(FATF, Financial Action Task Force)

각국의 디지털자산에 대한 규제체계의 정비 방향과 속도는 각 국가별 상황에 따라 상이하였다가 점차적으로 규제체계가 정비되어 가고 있다. 현재 우리나라와 일본, EU, 홍콩 등의 국가가 디지털자산사업자에 대한 규제체계를 마련하였는데 이와 같은 디지털자산 규제체계 도입의 시발점이 된 것은 FATF에서 발표한 권고기준(Recommendation.15) 및 Virtual Asset에 대한 주석서 및 지침서라고 볼 수 있다. FATF는 지속적인 성명서 발표 등을 통해 각국의 자금세탁방지를 위하여 디지털자산에 대한 규제체계 도입을 권고하였다. 구체적으로 FATF는 디지털자산이 자금세탁방지 측면에 있어서 위험요소가 될 수 있다고 보고 2018. 10. 디지털자산 관련 FATF 권고기준(Recommendation.15)을 채택했고, 2019. 6. 총

회에서는 디지털자산 관련 주석서 및 지침서를 확정하였다. 이때 FATF에서는 디지털자산, 암호화폐, 가상화폐 등의 용어를 가상자산(virtual Asset)으로 정하고, 영업을 목적으로 매매, 교환, 보관, 관리 등의 업무를 수행하는 자를 "가상자산서비스 제공자"(VASP라고도 한다)로 규정하면서 해당 사업자 대해 자금세탁방지/테러자금조달금지 의무를 부과하기로 하였다. 이와 함께 FATF는 각 국 정부에 대하여는 자율규제체계가 아니라 국가 차원의 규제체계 마련을 촉구하였다. 그리고 2021. 10. 28. "Updated Guidance for a Risk-Based Approach to Virtual Assets and Virtual Asset Service Providers"을 발표하여 2019년에 발표된 내용을 더욱 구체화한바 있다[61].

한편 2023년 2월 FATF 총회에서는 "가상자산 및 가상자산 서비스 제공자에 대한 FATF 표준 이행을 강화하기 위한 로드맵"에 합의하였다. 이때 FATF는 2024년 상반기에 디지털자산 서비스 공급자를 규제하고 감독하기 위해 실질적으로 중요한 디지털자산 활동이 있는 FATF 회원 및 FSRB(FATF Style Regional Body) 국가가 취한 조치를 보고할 것이라고 발표한 상태이다.[62]

(2) 금융안정위원회(FSB, Financial Stability Board)

2022년 FSB는 G20에서 위임한 대로 금융 안정성 위험을 해결하는 데 중점을 두고 암호 자산 활동으로 인해 제기된 규제 및 감독 문제를 조사를 수행하였다. 그리고 FSB에서는 2022. 10. 11자로 "Regulation, Supervision and Oversight of Crypto-Asset Activities and Markets

61) https://www.fatf-gafi.org/en/publications/Fatfrecommendations/Guidance-rba-virtual-assets-2021.html (2023. 4. 29. 최종확인)

62) https://www.fatf-gafi.org/en/publications/VirtualAssets/Press-Release-FATF-VACG-2023.html(2023. 4. 29. 최종확인)

Consultative document ”(이하 FSB Consultative Document)[63]을 발표하였다. 이 발표에 따르면 FSB는 디지털자산 시장 구조에 대한 포괄적인 분석, 국가 규제 접근 방식에 대한 광범위한 조사, 과제 및 격차 평가를 기반으로 일관된 규제 프레임워크를 촉진하기 위한 다음의 9가지 원칙을 권고하였다.

우선 제 1원칙은 “각국은 디지털자산 발행인 및 서비스 제공자를 포함한 디지털자산 활동과 시장을 적절히 규제, 감독, 감독할 수 있는 적절한 권한과 도구, 충분한 자원을 보유해야 한다.”는 것이고 제2원칙은 “동일 활동, 동일 위험, 동일 규제″ 원칙에 따라 디지털자산 발행인과 서비스 제공자를 포함한 디지털자산 활동과 시장이 초래하거나 초래할 수 있는 금융 안정성 위험에 비례하여 효과적인 규제, 감독 및 감독을 적용해야 한다.”는 것이다. 제3원칙은 국제적 협력의 필요성에 대해, 제4원칙은 디지털자산 발행인과 사업자에 대한 거버넌스 프레임워크의 마련의 필요성에 대하여 제5원칙은 당국의 규제프레임워크 마련시 유의사항에 대하여 언급하고 있다. 이때 당국이 마련하는 규제 프레임워크는 위험, 규모, 복잡성, 시스템적 중요성, 그리고 해당 사업자가 참여하는 활동이나 시장에서 발생할 수 있는 금융 안정성 위험에 비례해야 한다. 제6원칙은 “각국은 규제, 감독 및 감독 의무를 이행하는 데 필요하고 적절한 경우 데이터에 액세스할 수 있어야 한다.”는 것이고 제7원칙은 “각국은 디지털자산 발행인과 서비스 제공자에게 재무 상태, 제공하는 상품과 수행하는 활동에 관한 포괄적이고 명확하며 투명한 정보를 공개하도록 요구해야 한다.” 제8원칙은 “각국은 디지털자산 생태계 내 뿐만 아니라 금융 시스템 간의 관련 상호 연결을 식별하고 모니터링해야 한다. “는 것이며, 제9원칙은 “각국은 디지털자산 거래 플랫폼과 같이 여러 기능과 활동을 결합하는 디지털자산 서비스 제공업체의 기능 분리 또는 기능 결합에 따

63) https://www.fsb.org/2022/10/regulation-supervision-and-oversight-of-crypto-Asset-activities-and-markets-consultative-report/(2023. 4. 29. 최종 확인)

른 위험을 포괄적으로 다루는 규제, 감독 및 감독을 받도록 해야 한다.“는 것이다.

이러한 9가지 원칙에서 중요한 점은 디지털자산 및 관련산업의 특성상 그 자체로 금융적 기능을 갖거나 금융에 영향을 미칠수 있다는 점(제2, 5, 8원칙), 당국은 사업자에 대한 효과적인 규제를 위한 데이터를 수집해야하고 사업자의 위험을 관리할 수 있어야 한다는 점(제 1, 2, 4, 6, 8, 9원칙) 이때 사업자는 동일활동, 동일위험, 동일규제 원칙에 따라 규제되어야 하며(제2원칙), 디지털자산 사업자의 정보공개 강화 필요성(제7원칙) 등이 논의되어야 한다는 점이 원칙의 주된 의미라고 할 것이다. 그리고 이러한 원칙들은 본 연구를 진행함에 있어서도 고려 요소가 될 것이다.

(3) 미국

미국에는 아직까지 연방차원의 디지털자산 규제체계가 도입되지는 않았다. 그리하여 2022. 3. 9. 미국 바이든 대통령은 “책임성을 갖춘 디지털자산의 개발 보장(Ensuring Responsible Development of Digital Assets)”이라는 표제의 행정명령에 서명하였다.[64] 본 행정명령에서는 블록체인(분산원장), CBDC, 암호화폐, 디지털자산, 스테이블 코인이라는 각기 혼동되기 쉬운 개념을 정의했는데 그 내용은 섹션 9에서 상세하게 설명하고 있다. 우선 가장먼저 "분산원장"에 대하여 정의하고 있다. 이는 “네트워크 참여자 간에 검증된 거래 또는 정보의 디지털 원장을 생성하는 네트워크를 통해 데이터를 공유하는 분산원장 기술을 의미하며, 일반적으로 원장의 무결성을 유지하고 소유권 또는 가치의 이전을 포함한 기타 기능을 실행하기 위해 암호화를 사용하여 데이터를 연결하는 것”을

64) https://www.whitehouse.gov/briefing-room/presidential-actions/2022/03/09/executive-order-on-ensuring-responsible-development-of-digital-assets /(2023. 4. 29. 최종 확인)

의미한다. 다음으로 "중앙은행 디지털 화폐" 또는 "CBDC"라는 용어는 '중앙은행이 직접 책임지는 국가 단위로 표시된 디지털 화폐 또는 금전적 가치의 한 형태'를 의미하는 것으로 아래 암호화폐와는 명백히 다른 개념으로 구분하고 있다. 다음으로 "암호화폐"라는 용어는 블록체인과 같은 암호화에 의존하는 분산원장 기술을 통해 생성 또는 소유권 기록이 지원되는 디지털자산을 의미하며, 이는 교환 매체가 될 수 있다."고 정의하고 있다.

이 행정명령에서는 "디지털자산"이라는 용어에 대해서도 따로 정의하고 있다. 여기서의 디지털자산이란 "사용된 기술에 관계없이 모든 CBDC와 분산원장 기술을 사용하여 디지털 형태로 발행되거나 표현되는 어떠한 가치를 지닌 수단, 금융자산 및 상품, 결제나 투자, 자금 송금 또는 교환에 사용되는 청구권 또는 이에 상응하는 것을 의미한다. 예를 들어, 디지털자산에는 암호화폐, 스테이블코인, 디지털 화폐(CBDC)가 포함된다. 어떤 명칭을 사용하든 디지털자산은 증권, 상품, 파생상품 또는 기타 금융 상품일 수 있다. 디지털자산은 중앙 집중식 및 탈중앙화 금융 플랫폼을 포함한 디지털자산 거래 플랫폼에서 또는 P2P 기술을 통해 교환될 수 있다."라고 언급한다. 따라서 본 행정명령에서 언급하는 디지털자산의 범위는 암호자산(또는 가상자산)보다는 넓은 개념으로 사용된 것이라고 볼 수 있다.

이에 이번 바이든 행정명령의 목표는 크게 4가지이다. 첫 번째가 미국의 소비자, 투자자 그리고 기업에 대한 보호이다. 이를 위한 디지털자산의 "책임있는 개발"을 촉진해야한다고 언급한다. 두 번째로는 미국과 글로벌 금융안정성을 도모하고 시스템 위험을 완화해야한다는 것이다. 특히 디지털자산 발행인나 거래중개업자등은 "동일기능, 동일위험, 동일규제"원칙의 적용을 받아야 한다고 언급하고 있다. 다만 디지털자산의 새롭고 특이한 기능과 활용이 있으며 이러한 것은 위험발생 요소가 될 수 있고 이를 다루기 위한 규제적인 접근방식의 진화가 필요하다고도 언급하고 있다. 세 번째 요소는 디지털자산의 오용으로 인한 불법금융이나

국가안보위험으로 부터의 보호이다. 특히 탈중앙화 금융, P2P결제활동, 불법금융에 대한 모호한 경계 등이 위험요소로 언급되고 있다. 마지막으로 결제의 혁신과 디지털자산의 책임있는 개발을 포함하여 글로벌 금융시스템과 기술 및 경제 경쟁력에서의 미국의 리더십을 강화하는 것이 목적이라고 한다.

이번 행정명령에서 특히 강조한 것은 미국이 글로벌 금융시스템에서 미국 달러 및 미국 금융기관과 시장이 수행하는 중심적인 역할로부터 경제적, 국가안보적 이익을 얻어야 한다는 점이었다. 이 행정명령 발표 이후 미국에서는 연방 차원에서 디지털자산 규제를 위한 논의를 본격적으로 시작하였다.[65]

하지만 여기서는 토큰증권과 비증권형디지털자산을 분류해서 논의하지 않고 “디지털자산”으로 모두 포괄하여 논의하고 있으며 그에 대한 규제체계의 필요성을 역설하고 있다.

또한 미국에서는 의회 차원의 규제 논의도 진행 중이다. 대표적으로 민주당과 공화당이 2022. 6. 7. 미국 상원에 합동으로 「책임 있는 금융혁신 법안」을 발의하였다. 위 법안에서는 공시의무, 불공정거래행위 금지, 사업자 규제 등의 내용을 담고 있다. 해당 법안에서는 비트코인과 같은 일부 디지털자산(비트코인)을 제외한 나머지를 모두 증권으로 보고 있다. 다만 위 법안에서는 비록 증권에 해당하는 디지털자산이라고 하더라도 직접적으로 발행주체가 투자자에게 이익을 배분하지 않는 구조의 경우는 별도로 취급하도록 규정하고 있다. 즉 이러한 부류의 디지털자산을 부수자산이라고 명명하여 디지털자산에 해당하는 증권 중에서도 특수한 형태의 자산으로 다시 분류하고 있다. 즉, 책임있는 금융혁신법안에서는 디지털자산 중에서도 부수자산의 경우 성질상 증권으로 분류됨에도 기존의 증권 규제와 다른 형태의 규제체계를 확립할 필요성이 있음을 인

65) https://www.state.gov/ensuring-the-responsible-development-of-digital-assets/(2023. 4. 29. 최종 확인)

정하고 있다.

반면 SEC에서는 비트코인을 제외한 나머지 디지털자산은 모두 증권이라고 보는 입장을 견지하고 있다. 이처럼 미국에서는 각 기관간 입장이 상이한 것으로 정리될 수 있다. 특히 대통령을 중심으로 하여 디지털자산 전체에 대한 입법 논의가 진행되고 있고 의회에서도 일부 입법을 위한 논의가 진행중이지만 SEC는 이러한 입법적인 규율체계 정비와 무관하게 기존 금융(증권) 규제체계 내에서 증권에 해당하는 디지털자산에 대한 규제를 진행하고 있다.

(4) 유럽연합(EU)

EU는 가장 정리된 규제체계를 만들어가고 있는 중이다. 우선 형태가 디지털자산이라도 증권에 해당하면 MIFID2의 규제 대상에 해당하고 비증권형 디지털자산[66]은 MICAR의 규제를 받는다(MICAR 제2조 제2항, 제3조). MICAR의 입법현황을 살펴보면 2020. 9. 24. 유럽집행위원회(EC, European Commission)가 Digital Finance Package의 일환으로 MiCAR(Markets in Crypto Assets Regulation)[67]를 제안하였다.[68] 제안의 이유에 따르면 EU는 디지털 경제로부터 발생될 수 있는 잠재적 혁신과 경쟁을 지원하면서 위험을 감소시키기 위한 노력으로 이러한 규제안을 만들기에 이르렀다고 한다.[69] 당시 유럽집행위원회는 MICAR를 제안

66) 이를 MICAR에서는 암호자산이라고 하고 스테이블코인으로 기능하는 자산준거 토큰 및 전자화폐토큰도 이에 포함된다(MICAR 제3조 참조)

67) https://oeil.secure.europarl.europa.eu/oeil/popups/ficheprocedure.do?reference=2020/0265(COD)&l=en

68) Proposal for a REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on Markets in Crypto-Assets, and amending Directive (EU) 2019/1937, p1

69) Proposal for a REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT

하면서 뒤에서 보게될 DLT PILOT Regulation(이하 DLTR)도 함께 제안하였다. 유럽집행위원회는, 본 제안을 함에 있어서 MICAR가 암호화자산 및 분산원장기술(DLT)에 대한 광범위한 프레임워크의 일부라는 점을 강조하고 있고[70] 기존 법률이 관련 규제 목표를 달성하는 동시에 신기술 도입에 장애물이 되지 않도록 보장하는 제안을 수반하고 있다고 밝혔다.[71] 그리하여 이번 MICAR의 제정은, 유럽이 분산원장 혁신과 도입의 최전선에 서는 것을 목표로 분산원장과 DLT에 대한 총체적인 접근방식을 지원한다고 언급하고 있다.[72]

그 이후 전개된 경과를 살펴보면,[73] 이 규제안은 2021. 11. 13. 위원회에 회부되었다. 유럽집행위원회는 2022. 3. 14. 위 규제안에 대하여 1차 투표를 이행하였고 같은 날, 위원회에서는 보고서를 채택하고, 기관 간 협상을 시작하기로 결정하였다. 2022. 6. 30. EU 이사회와 EU 의회가 동 법안의 입법 방향에 대해 잠정 합의하였다. 이에 따라서 향후 EU 전체 회원국에 대한 암호자산 단일 규제체계가 마련될 것으로 충분히 예측되는 상황이 되었다. 그 이후 2022. 10. 5.. 기관간 협의체에서 합의된 내용이 위원회에서 승인되었고 마지막으로 2023. 4. 19. 의회에서의 토론 절차를 거쳐 2023. 4. 20. 최종 수정 승인되었다.

AND OF THE COUNCIL on Markets in Crypto-Assets, and amending Directive (EU) 2019/1937, p1

70) Proposal for a REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on Markets in Crypto-Assets, and amending Directive (EU) 2019/1937, p2

71) Proposal for a REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on Markets in Crypto-Assets, and amending Directive (EU) 2019/1937, p2

72) Proposal for a REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on Markets in Crypto-Assets, and amending Directive (EU) 2019/1937, p3

73) https://oeil.secure.europarl.europa.eu/oeil/popups/ficheprocedure.do?reference=2020/0265(COD)&l=en에서(2023. 4. 29. 최종확인)

MICAR의 핵심적인 내용을 간단히 언급하면, FATF에서 디지털자산을 virtual Asset이라고 표현한 것과 달리 MICAR에서는 “암호자산(Crypto-Assets)”으로 표현하고 있다. MICAR의 규제 대상으로 정한 것은 ① 유틸리티토큰, ② 자산준거토큰, ③ 전자화폐토큰이고 금융투자상품에 해당하는 것은 MIFID2에 따르도록 하고 있으므로 MICAR의 규제대상에서는 제외된다. MICAR에서는 구체적으로 다음을 규정하고 있다. 즉, ⓐ암호화 자산의 발행, 대중에 대한 제안, 암호화 자산 거래 플랫폼에서의 거래 허용('거래 허용')에 대한 투명성 및 공개 요건; ⓑ 암호화 자산 서비스 제공자, 자산 참조 토큰 발행인 및 전자 화폐 토큰 발행인의 인가 및 감독 요건과 운영, 조직 및 거버넌스 요건; ⓒ 발행, 대중에 대한 청약권유 및 거래 허용에 있어 암호화 자산 보유자 보호를 위한 요건; ⓓ 암호화 자산 서비스 제공업체의 고객 보호를 위한 요건; ⓔ 암호화 자산 시장의 무결성을 보장하기 위해 암호화 자산과 관련된 내부자 거래, 내부 정보의 불법 공개 및 시장 조작을 방지하기 위한 조치[74] 등이다. 결국 이는 암호화 자산 서비스 제공업체에 대한 EU 전체 규정이라고 할 수 있고 향후 암호화 자산 서비스 제공자(CASP)는 새로운 규칙에 따라 EU 내에서 운영할 수 있는 허가를 받아야 한다. 그리고 신청대상 국가의 정부는 신청을 받은 날로부터 3개월 이내에 인가를 발급해야 한다고 규정한다.

반면 증권에 해당하는 디지털자산은 MIFID2의 규제대상이 된다는 점을 MICAR의 적용범위에서 명시하고 있으므로 EU의 경우 토큰증권과 비증권형 디지털자산의 규제체계 이원화가 이미 이루어지고 있고 토큰증권에 대해서는 DLTR을 통해 매매체결 및 보관, 청산 관련 규제체계까지 마련한 상태이다.

---

74) https://oeil.secure.europarl.europa.eu/oeil/popups/summary.do?id=1741664&t=e&l=en (2023. 4. 29. 최종확인)

(5) 일본

일본의 경우 2017. 4. 자금결제에 관한 법률(資金決濟に關する法律, 이하 “자금결제법”)에 “가상통화”라는 용어로 처음 디지털자산에 대한 규제체계가 도입되었다. 당시 입법의 배경이 된 것은 2014. 2.에 발생한 마운트곡스라고 하는 비트코인 거래소의 해킹 및 해당 거래소의 파산 사건이었다.[75] 이러한 대형 사건이 발생한 이후 일본에서는 자금결제법의 개정을 통하여 가상통교환업자에 대한 등록제, 이용자에 대한 설명의무, 이용자 재산의 분리보관의무 등 이용자보호를 위한 규제체계를 마련하였다.[76] 그리고 일본 금융당국은 2018. 3. “가상통화교환업 등에 관한 연구회(仮想通貨交換業等に關する硏究會)”를 설치하고 그 결과물을 2018. 12. 21.에 보고서 형태로 발표하였다.[77] 이 보고서에서는 ICO에 대한 규제, 디지털자산보관업자의 의무 및 규제체계에 대한 내용이 포함되었다. 당시 디지털자산에 대한 증거금 거래에 대한 규제체계가 미흡한 상태였고[78] 이에 대하여 금융투자상품과 같은 방식의 규제를 해야한다고 보고하였다. 또한 해당 보고서에서는 가상통화라는 용어 대신에 암호자산이라는 용어를 사용할 것을 제안하였다.[79] 이 보고서 내용을 바탕으로 하

---

75) https://www.mtgox.com/; 마운트곡스라는 2014. 2. 28. 도쿄지방법원에 민사회생절차 개시를 신청하였다. 東京都澁谷區澁谷２丁目１１番５号 株式會社ＭＴＧＯＸ 代表取締役 カルプレス・マルク・マリ・ロベート民事再生手續開始の申立てに關するお知らせ, p1 참조(https://www.mtgox.com/ 2023. 4. 29. 최종 확인

76) 김대홍, “가상통화에서 암호자산으로: 일본 자금결제법등 개정 법률안에 대해서”, 최신외국법제정보, 한국법제연구원(2019). p41; 조영은, “일본의 가상자산(Virtual Assets)이용자 보호 규율 강화”, 외국입법 동향과 분석 제38호, 국회입법조사처(2020. 4.), p4

77) 김대홍, 전게논문, p42, https://www.fsa.go.jp/news/30/singi/20181221-1.pdf ”(2023. 4.29. 최종 확인)

78) 仮想通貨交換業等に關する硏究會, 報告書(2018. 12) pp16-17 https://www.fsa.go.jp/news/30/singi/20181221-1.pdf ”(2023. 4.29. 최종 확인)

79) 仮想通貨交換業等に關する硏究會, 報告書(2018. 12)

여 자금결제법 개정안과 금융상품거래법(金融商品取引法) 개정안이 2019년에 통과되었다. 그리하여 자금결제법상 용어가 가상통화에서 암호자산으로 변경되었고(자금결제법 제2조) 암호자산 교환업자가 이용자의 금전을 자기소유 금전과 분리보관하도록 의무를 부여하는 등(자금결제법 제63조의11) 등을 이용자 보호 및 영업행위 준칙을 추가로 규정하였다. 또한 금융상품거래법에 암호자산 관련 규제도 추가되었다. 살펴보면, 금융상품거래법상 금융상품의 정의에 암호자산을 추가하였고(금융상품 거래법 법 제2조제24항제3호의2)[80] 현물 암호자산 및 암호자산을 기초자산으로 하는 파생상품에 대한 불공정거래 행위에 대한 금지 규정도 추가되었다(금융상품거래법 제185조의22 내지 제185조의24).

한편 금융상품거래법에서는 소위 증권적 성격을 지닌 토큰 즉, “수익분배를 받을 권리 등 중 전자정보 처리조직을 이용하여 이전할 수 있는 재산적 가치(전자 기타의 물건에 전자적 방법으로 기록되는 것에 한한다)에 표시되는 것”을 “전자기록이전권리”라고 규정하면서(금융상품거래법 제2조 제3항·제8항) 제1항의 유가증권과 같이 발행공시의무를 부여하였고 전자기록 이전권리의 매매 등을 업으로 행하는 것을 제1종금융상품거래업에 관한 규제의 대상으로 규정하였다(금융상품거래법 제28조).

이로써 일본에서는 암호자산에 대한 규제는 자금결제법으로, 암호자산 및 암호자산을 기초자산으로하는 파생상품 및 불공정거래행위에 대한 규제 및 전자기록이전권리에 대한 규제는 금융상품거래법으로 하는 이원적 규제체계가 정비되었다.

3. 국내 규제동향

우리나라는 2017. 9. 관계부처 합동으로 ‘가상통화 관계기관 합동 TF’

---

p33https://www.fsa.go.jp/news/30/singi/20181221-1.pdf ”(2023. 4.29. 최종 확인)
80) 김대홍, 전게논문. p47

를 구성하고 ICO(Initial Coin Offering)를 전면 금지하였다. 그 이후 정부는 특정금융정보법을 개정하여 디지털자산 및 동 사업자에 대한 정의 규정 및 신고 의무제도를 도입함으로써 디지털자산에 대한 규제를 도입하였다. 구체적으로 살펴보면 특정금융정보법에서는 디지털자산에 대하여 가상자산이라는 용어를 사용하면서 가상자산의 정의규정을 신설하였고, 정보보호 관리체계(ISMS) 인증 취득 및 실명확인입출금계정을 보유한 사업자에게 “가상자산사업자”로 신고할 수 있도록 하고 있다(특정금융정보법 제7조). 또한 특정금융정보법에서는 신고를 하지 않고 사업을 수행하는 경우 미신고영업행위로 처벌하고 있다. “가상자산사업자”의 경우 고객별로 거래내역을 분리하여 관리하고, 고객의 예치금을 고유재산과 구분하여 관리해야한다(특정금융정보법 제8조 및 동법 시행령제10의20).

정부는 토큰형태를 취하는 디지털자산을 증권과 비증권으로 분류해야 한다는 입장에 있다. 정부는 2022. 5. 110대 국정과제의 하나로 “디지털자산 인프라 및 규율체계 구축”을 선정하면서 (가칭)「디지털자산 기본법」제정과 디지털자산을 경제적 실질에 따라 ‘증권형’과 ‘비증권형’으로 구분하여 규제체계를 마련하기로 발표한 바 있다. 그리고 금융위원회는 2022. 8. 「디지털자산 민·관합동 TF」를 출범하여 비증권형 디지털자산의 법적 성격 및 관리관계를 규명하고 디지털자산의 발행·유통시장 규율체계 등을 검토할 것이라고 하였다.

이에 최근 국회에서는 비증권형 디지털자산에 대한 규제체계 정비를 목적으로 하는 “가상자산 이용자보호등에 관한 법률”(이하 “가상자산이용자보호법”)을 통과시켰고 위 법률이 2023. 7. 18. 공포되어 2024. 7. 19. 시행될 예정이다. 가상자산이용자보호법에서는 이용자보호(가상자산이용자보호법 제6조 내지 제9조), 불공정거래행위 금지(가상자산이용자보호법 제10조 내지 12조), 금융당국에 의한 감독 및 검사(가상자산이용자보호법 제13조 내지 제18조)를 규정하고 있다.

한편 금융위원회는 2023. 2. 6. 디지털자산 중 증권에 해당하는 것을 “토큰증권”이라고 명명하고 디지털자산 중 토큰증권과 비증권형 디지털자산을 분별하기 위한 기준으로서 “토큰증권 가이드라인”을 발표함과 동시에 토큰증권 정비방안을 발표하였다. 토큰증권가이드라인에서는 디지털자산에는 증권과 비증권이 혼재되어 있음을 확인하고 이중 증권에 해당하는 디지털자산을 토큰증권으로 분류하기 위한 기준을 제시하였다. 그러나 이번 토큰증권가이드라인의 내용은 자본시장법상 원칙을 언급한 것으로서 구체적이고 명확한 기준을 제시하지 않은 측면이 있어 좀 더 명확하고 실질적으로 토큰증권의 분류에 적합한 기준의 제시가 필요한 상황이다.

4. 소결

EU의 규제체계와 일본의 규제체계는 비증권형 디지털자산과 증권(또는 금융투자상품)에 해당하는 디지털자산을 별도로 규제하고 있다. 특히 증권에 해당하는 디지털자산은 금융투자상품에 관한 기존의 규제체계를 통해 규율한다. EU의 규제체계 정비방향에서 참고할 점은, MICAR의 제안문에서도 나타나 있듯이 디지털자산에 대한 규제체계와 금융투자상품의 거래 인프라로서 분산원장기술은 밀접한 관계를 갖는다는 것을 인식하고 있다는 점이다.

EU의 사례와 마찬가지로 우리나라에서도 비증권형 디지털자산에 대한 규제체계 정립의 필요성에 대한 논의와 함께 증권의 속성을 지닌 디지털자산 즉 토큰증권 규제에 관한 논의가 계속 진행되고 있고 토큰증권 가이드라인까지 발표된 상황이다. 이러한 토큰증권과 관련하여 현행 자본시장법상 규제 체계가 그대로 유지할 수 있을 것인지 아니면 변화될 필요성이 있는지. 변화될 필요성이 있다면 그 변화의 수준과 정도는 어느 정도여야 할 것인지 논의할 필요가 있다.

사견으로는 분산원장기술이 사용된 금융투자상품의 경우, 표창된 권리 내용이 기존의 금융투자상품과 다를 것이 없다는 전제하에서, 단순히 기술적 기반의 변경 만으로 기존 금융투자상품과 달리 취급할 이유는 없다고 본다. 그리고 내재적인 속성 자체가 다른 것인지 아니면 기술의 발전에 따라서 거래와 관련된 일부 절차의 변경이나 관련당사자의 수행 역할에 변화가 생기는 것인지를 판단하여야 한다.

과거 증권의 실물 보관에서 집중예탁방식으로 증권의 보관방식이 변경되었지만 증권의 성질 자체는 동일하였고 전자증권법상 전자 등록방식으로 변경되면서도 역시 증권의 성질 자체는 동일하였다. 이러한 과거 사례에 비추어 볼 때 표창하는 권리가 동일함에도 불구하고 발행형태(또는 기반기술)가 변경된다고 하여 규제체계를 달리해야하는지에 대해서는 의문이다.

결론적으로 디지털자산의 규제체계는 증권과 비증권으로 나눌 수 있고 규제체계 역시 다르게 정립되어야 한다. 그리고 제4절에서는 규제체계를 정립하기 위한 전제로서 디지털자산의 사법상 지위와 금융규제적 지위를 확인하고자 한다.

제4절 디지털자산의 사법상 지위와 거래의 효력

1. 서언

디지털자산의 출현 이래로 디지털자산의 사법상 거래의 효력을 인정하기 위한 법률적 논의가 여러 나라에서 이루어지고 있다. 영국과 미국에서는 민법이나 상법상의 법 개정을 통해 디지털자산 거래의 사법상 효력을 인정하기 위한 시도를 하고 있다. 독일은 전자증권법을 통해 일본은 금융상품거래법을 통해 금융상품으로서 발행된 디지털자산의 거래 효력을 인정하기 위한 법률적 기초를 마련하고 있다. 이하에서는 각국에서

디지털자산의 법적 지위 및 거래 효력을 인정하는 방식을 살펴 본 후 우리나라에서 디지털자산의 사법상 지위와 거래 효력의 인정 가능성을 살펴보고자 한다.

2. 영국

영국 정부에서는 디지털자산의 규제체계의 정비를 위하여 Law Commission에 법개정을 위한 사전제안(recommendation)을 요청했고 Law Commission은 2022. 7. 28. 결과물로서 2022년 자문보고서를 발간하였다.

위 자문보고서에서는 무형물인 디지털자산이 사실상 유형물처럼 소유의 대상으로 인정되고 배타적인 지배권이 행사되는 현상을 발견하고 이러한 현상과 현행 법률규정 사이에 공백이 있음을 인정한 뒤 이를 해결하기 위한 방안을 제시하고 있다. 즉 현행법 상으로는 디지털자산이 소유권의 대상으로 포섭될 수 없음을 확인하고 현행 법 체계의 변화를 촉구하고 있다.

현재 영국 민법 체계상 "소유권"이라는 용어는 "현존"하는 물건에 대한 이해관계를 분별하고 확인하기 위하여 사용되는 것으로서 이러한 이해관계에서 최우선 순위에 있는 자를 소유자로 본다. 무형물의 경우 최우선 순위자라는 개념의 설정이 어려우므로 소유권의 대상이 되는 것이 사실상 불가능하다는 것이다.[81] 하지만 이러한 개념들이 기술 발전을 통해 변화되고 있으며 제3의 동산을 인정함으로써 무형물이지만 소유권의 대상이 될 수 있는 자산군을 법률을 통해 인정해야한다고 기술하고 있다.[82]

---

81) Law Commission, Digital Assets, Consultation Paper 256, (2022. 7. 28.)., p65

82)Law Commission, Digital Assets, Consultation Paper 256, (2022. 7. 28.)., p67

특히 이러한 제3의 소유권 대상에 대한 새로운 인식은 디지털자산의 문제 뿐만 아니라 향후 새롭게 등장하게 될 자산군으로서 소유권의 보호를 받아야하는 경우에 유용한 개념으로 활용될수 있다고 제안한다. 83)

위원회는 제3의 소유권 대상에 대한 기준을 제시하고 있다. 우선 첫 번째 기준은 해당 사물이 컴퓨터 코드, 전자, 디지털 또는 아날로그 신호의 형태를 불문하고 전자 매체로 표현된 데이터로 구성되어 있을 것을 요건으로 한다. 그 이유는 우선 유형물에 대비되는 개념으로서의 데이터를 설정한 것이고, 데이터가 일반적으로 컴퓨터 처리에 최적화된 전자 매체로 표현된다는 점 때문이다.84)

두 번째 기준은 어떤 사물이 사람과 법률체계로부터 독립되어 존재해야한다는 것이다. 이 기준에는 두 가지 요소가 내포되어 있다: (1) 사람으로부터 독립적으로 존재해야 한다는 것(즉 사람의 신체의 일부여서는 아니됨); 그리고 (2) 법률상 다른 객체와 독립적으로 존재해야 한다는 것이다.85) 즉 부속물이나 종물이어서는 아니된다.

세 번째 기준은 경합성(Rivalrouseness)이다. 한 사람이 자원을 사용하면 다른 사람이 동시에 동등하게 자원을 활용할 수 없을 경우 해당 자원이 경합성을 갖는다고 한다.86) 영국의 2022년 자문보고서에서는

---

83)Law Commission, Digital Assets, Consultation Paper 256, (2022. 7. 28.)., p69

84)Law Commission, Digital Assets, Consultation Paper 256, (2022. 7. 28.)., p78-p81

85)Law Commission, Digital Assets, Consultation Paper 256, (2022. 7. 28.)., p81, “This criterion excludes from the distinct third category of personal property things which do not exist separately from any particular person (examples include personalities and unsevered body parts), and creatures of law (such as things in action as narrowly defined or statutorily-reified things)”라고 부연되어 있고 p85 5.38 “ A data object cannot be a thing which is reliant on the legal system for its existence”라고 되어 있는 것에 비추어 볼 때 법률체계를 통해서 생성된 것이 아니라 (법이 인정하기 전부터) 독립적으로 존재한다고 볼 수 있는 것을 의미한다고 해석된다.

86)

UNIDROIT 및 2022년에 개정된 통일상법전(Uniform Commercial Code, 이하 UCC)의 “지배(control)“와 경합성이 매우 유사한 측면이 있다고 한다.[87] 즉 UNIDROIT 및 UCC의 지배는 ”①디지털자산에 대한 자신의 지배를 타인의 지배로 변경할 수 있는 배타적인 능력(exclusive ability), ② 타인이 디지털자산으로부터 실질적으로 이익을 얻는 것을 금지할 수 있는 배타적인 능력(exclusive ability), ③ 디지털자산으로부터 모든 이익을 상당한 정도로 획득할 수 있는 능력을 의미하는데, 2022년 자문보고서의 경합성은 이 2번과 3번의 결합에 가깝다고 기술하고 있다.[88] 2022년 자문보고서에서는 배제성과 경합성은 매우 때로 혼재되어 사용되는 개념이지만 경합성이 인정되면 사실상 배제성이 있지만 배제성이 있다고 해서 반드시 경합적인 것은 아니며, 제3의 소유권 대상으로 인정하기 위한 요건은 “경합성”이라고 밝히고 있다. 또한 UCC와 UNIDROIT의 “지배”라는 개념은 보유자가 물건을 행사하는 방식에 대한 것인 반면 경합성이라는 것은 물건의 특성 그 자체에 대한 것이므로 소유권의 인정요건으로서 지배라는 개념 대신 경합성이라는 개념을 채택하였다고 설명한다.[89]

그 결과 2022년 자문보고서에서는 법 개정을 통하여 (1) 재산권의 대상으로 제3의 소유권 대상물을 명시적으로 인정해야 하고 (2) 어떤 사물이 (a) 컴퓨터 코드, 전자, 디지털 또는 아날로그 신호의 형태를 포함하여 전자 매체로 표현된 데이터로 구성되어 있는 경우; (b) 개인과 독립

---

https://eiec.kdi.re.kr/material/conceptList.do?depth01=00002000010000100008&idx=135

87) Law Commission, Digital Assets, Consultation Paper 256, (2022. 7. 28.)., p 90 5. 61. 항에서는 그러나 UNIDROIT 실무그룹이 사용하는 타인에 대한 배제 가능성은 “디지털자산이나 관련 프로토콜 또는 시스템이 개인에게 부여하는 권한”이 필요하다고 보는 점에서 경합성과는차이가 있다고 한다.

88)Law Commission, Digital Assets, Consultation Paper 256, (2022. 7. 28.)., p90

89)Law Commission, Digital Assets, Consultation Paper 256, (2022. 7. 28.)., p90

적으로 존재하며 법률 시스템과도 무관하게 그 자체로 독립적으로 존재하며; 그리고 (c)경합성이 인정됨을 요건으로 정해야한다고 기술한다.[90]

디지털자산의 경우 보유자 개인에게 종속되어 있는 것이 아니고 타인에게 양도 가능하며 규범 체계 내에서 탄생된 것이 아니라 그 이전부터 존재하는 것이므로 어떤 사람이나 법률 시스템과 무관하게 독립적으로 존재한다고 볼 수 있다. 중요한 것은 디지털자산이 경합성을 충족시킬수 있는가의 문제이다. 즉 자원의 희소성이 인정될 수 있는가의 문제이다. 이와 관련하여서 2022년 자문보고서에서도 상당한 부분을 할해하여 설명하고 있다. 우선 자문보고서에서는 디지털자산의 복제가능성과 관련하여 토큰을 구성하는 각 개별적인 데이터 요소를 복제할 수 있는지 여부를 살펴보고 있다. 만일 가정적으로 이러한 디지털자산의 복제가 발생하고 복제를 통해 동일한 디지털자산이 무한대로 생성된다면 경합성이 인정되기 어려울 것이다. 즉, 암호화토큰(디지털자산)[91]이 각각의 프로토콜 규칙 하에서 형성하는 데이터들은 단순한 수학적 정보를 넘어서 물리적 인프라, 인간과 기계의 작업에 따른 노력과 소비된 에너지, 네트워크 효과, 실제 물리적인 인프라와 존재하는 사회, 경제적 인프라와의 융합적 측면에서 살펴보아야 하는데 이러한 각각의 모든 요소를 복제할 수는 없고 실제 복제한다고 하더라도 존재하게 되는 네트워크상에서 복제된 암호화토큰(디지털자산)이 갖는 지위까지 복제할 수는 없으므로 결과적으로 복제를 통해 동일한 대상물이 생성될 수 없다고 판단하고 있다. 그 결과 디지털자산의 복제가 이루어지더라도 복제자가 동일한 디지털자산을 이용할 수 있는 권한까지 갖지 못한다. 따라서 디지털자산의 경우 재산권의 대상이 되기 위한 요건으로서의 경합성이 인정되기에 충분한 특성을 갖고 있는 것이다. 반면 일반적인 온라인상의 재산권은 무한 복제 가능한 특성으로 인해 경합성이 인정되기 어려운 구조였으므로 이러한 점에

90) Law Commission, Digital Assets, Consultation Paper 256, (2022. 7. 28.) p92

91) 보고서에서는 암호화토큰으로 표현되어 있다.

서 디지털자산의 차별성이 인정될 수 있다.

결론적으로 2022년 자문보고서의 내용을 종합하면 첫째, 디지털자산의 표현을 구성하는 일부데이터는 복제할 수 있지만, 프로토콜의 고유 규칙에 의해 통제되는 관련 디지털자산 시스템 내에서의 “기능”은 복제할 수 없다. 둘째, 한 사람이 디지털자산을 사용하거나 소비하면 기본 프로토콜 규칙의 작동으로 인해 다른 사람이 해당 디지털자산을 사용하거나 소비하는 것은 불가능하다.

이러한 방식으로 디지털자산의 공개키와 개인키를 알고 있는 사람은 다른 사람의 관여나 간섭없이 양도할 수 있고 권리를 행사할 수 있으며 한 사람의 디지털자산에 대한 보유는 다른 사람으로 하여금 이를 보유내지 사용할 수 없도록 하는 결과에 이르게 하므로 디지털자산은 경합성을 갖는다.[92] 이러한 연구 결과에 근거하여 2022년 자문보고서에서는 디지털자산이 현존하는 법률상 동산범주에 부합하지 아니하므로 자산에 대한 새로운 인식 방식을 고안하도록 제안하고 있다. 즉 디지털자산 중 위 3가지 요건을 충족하는 경우에는(암호화토큰을 예로 들고 있다) 새롭게 소유권의 대상으로 규정할 필요가 있다는 취지의 입법적 제안을 하고 있다.

3. 미국

(1) 통일상법전(Uniform Commercial Code, UCC)의 개정

미국에서는 통일주법위원회(Uniform Law Commission)가 2022. 4. UCC의 개정 초안을 마련하였고 이 개정 초안이 2022. 7. 통일주법 전국위원회 131차 총회를 통과하였다(이하 통과된 최종법률을“2022년 개정 UCC”라 한다).[93] 이번 2022년 개정 UCC의 통과를 통해 미국에서는 상

92) Law Commission, Digital Assets, Consultation Paper 256, (2022. 7. 28.) p178-p181

법상 인공지능이나 분산원장기술, 가상화폐 등의 새로운 기술의 수용 기반이 마련되었다고 평가한다.[94] 특히 제12장은 분산원장 기술에 기반한 새로운 전자상거래의 법률적 근거를 마련하기 위한 내용들이 추가 되었다. 이러한 법 개정은 새롭게 등장하는 기술적인 변화를 수용하기 위해서 "이전"과 "보관"의 방식에 대한 기본적인 개념을 변경하였다.[95] 2022년 개정 UCC는 "지배가능한 전자기록"과 "지배가능힌 지급청구권" 내지 "지배가능한 계좌"를 규정하고 있고 우리가 흔히 이해하는 비트코인등의 디지털자산은 "지배가능한 전자기록"으로 규정하고 있다. 이번 2022년 개정 UCC에 규정된 바에 따르면 누군가가 비트코인 등에 대하여 2022년 개정 UCC에서 정의하는 "지배"를 입증하면 비트코인(즉 "지배가능한 전자기록")에 대한 선의취득도 인정된다.

2022년 개정 UCC에서 "지배가능한 전자기록"의 개념을 도입한 이유를 살펴보면 전자상거래와 관련된 두가지의 중요한 경향성을 반영하기 위한 것이다. 우선 사람들은 외부적인 권리나 이익과 전혀 무관한 전자적 기록 그 자체에 대하여 경제적 가치를 부여하기 시작했다. 그 결과 사람들은 어떤 법이나 강제적인 합의 없이도 자발적으로 비트코인과 같은 디지털자산을 교환이나 가치저장의 수단으로 인정하고 있다. 두 번째로 사람들은 자신의 채권이나 채무를 이전할 때를 비롯하여 기타 재산권을 이전함에 있어 전자적인 기록을 전송하는 방식을 활용하고 있다. 즉 사람들은 법률 규정과 무관하게 디지털자산이라는 분산원장에 기반한 특

---

93) Uniform Law Commission and the American Law Institute, Uniform Commercial Code Amendments (2022) Prefatory Note and Comments, https://www.uniformlaws.org/viewdocument/final-act-164?CommunityKey=1457c422-ddb7-40b0-8c76-39a1991651ac&tab=librarydocuments; 2023. 4. 15. 최종확인

94) Uniform Law Commission and the American Law Institute, Uniform Commercial Code Amendments (2022) Prefatory Note and Comments, p1

95) Uniform Law Commission and the American Law Institute, Uniform Commercial Code Amendments (2022) Prefatory Note and Comments, p1

수한 자산의 이전과 전송을 제3의 중개자의 개입 없이 수신자 지갑주소와 송신자의 개인키의 입력만으로 수행하고 있다는 것이다.[96] 그렇지만 2022년 개정 UCC에서 “지배”라는 개념을 인정하기 전에는 사람들이 수행하고 있는 디지털자산의 전자적 전송행위의 효력을 인정할 법률적인 근거는 없었고 이와 관련된 아무런 규율체계가 마련되지 않는다면 언젠가 법적 분쟁이 발생될 위험이 있는 상태가 지속될 수밖에 없었던 것이다. 이러한 배경 하에서 미국의 통일주법위원회는 UCC에 Section 12를 새로 추가하여 실질적으로 이해관계자들 사이에서는 이루어지고 있는, 전자적기록의 경제적 가치 이전이라는 현상에 대하여 법률적인 효력을 부여하기로 한 것이다.

2022년 개정 UCC는 “지배가능한 전자기록”을 정의하면서, “지배가능한 전자기록”으로서 인정되기 위한 핵심적인 요건으로 “독점권”을 들고 있다. 즉 누군가가 “지배가능한 전자기록”이라는 것을 제3자의 간섭 없이 독점적으로 관리할 수 있고, 자유롭게 전송할수 있을 때 그 사람에게 독점권(exclusive power)이 있다고 보고 있으며 이러한 사람은 “지배가능한 전자기록”의 진정한 권리자에 해당한다. “지배가능한 전자기록”의 대표격인 비트코인이나 이더리움 등을 전송하기 위한 많은 시스템은 익명성을 그 특징으로 하고 있다. 그 결과 전송을 받는 당사자의 입장에서는 전자적 기록을 전송한 자의 신원을 확인할 수 없고 전송자의 권리가 유효한 것인지를 검증하기도 어렵다. 이처럼 진정한 권리자를 확인하기어려운 상황에서 유효한 전송인지 여부를 판단하기 위해서 전송자가 진정한 권리자로 인정되기 위한 요건을 정한 것이라고 볼 수 있다.[97]

2022년 개정 UCC에 대한 공식 코멘트에서는 분산원장과 다른 기록시스템 상의 전자적 기록이 경제적인 가치를 이전시킬수 있도록 하기 위

96) Uniform Law Commission and the American Law Institute, Uniform Commercial Code Amendments (2022) Prefatory Note and Comments, p229
97) Uniform Law Commission and the American Law Institute, Uniform Commercial Code Amendments (2022) Prefatory Note and Comments, p230

해서는 다음과 같은 것이 인정되어야 한다고 언급한다. (1) 전자적 기록은 반드시 어떤 사람이 사용하고 그 이익을 향유할 수 있으며 다른사람을 그러한 이용에서 배제할 수 있어야 한다. 예를 들어서 비트코인을 보내는 능력(정확히는 UTXO 즉 미사용 거래 출력을 통해 비트코인 프로토콜에 거래 기록을 남기도록 하는 능력)과 같은 것을 의미한다. (2) 어떤 사람은 다른 사람에게 이러한 독점적 능력을 양도할 수 있어야 하며 양도를 통해서 양도인의 권리는 소멸되어야 한다. (3) 어떤 사람은 그가 전자적 기록을 사용할 능력이 있고 그 지배권을 다른 사람에게 양도할 수 있다는 점을 (즉 자신이 적법한 권리자임을) 제3자에게 입증할 수 있어야 한다.[98]

또한 2022년 개정 UCC에서 “지배가능한 전자기록”의 선의취득을 규정하고 있다. 이는 “지배가능한 전자기록” 그 자체가 소유권의 대상으로서 지위를 갖는다는 것을 의미한다. “지배가능한 전자기록”이 상업적 효용성을 인정받으려면 제3자의 청구를 배제할 수 있어야 한다. 그리하여 적법한 거래를 통해서 즉, 선의로 지배가능한 전자적 권리를 유상으로 취득한 자는 해당 권리에 대하여 재산적 이익을 주장하는 제3자에 대해 우선권을 주장할 수 있다(section 12-104 (e).[99] 이러한 선의취득은 2022년 개정 UCC Section 12-102 정의 (2)에 규정되어 있는 "적격구매자"의 취득에 대해서만 인정된다.[100]

---

98) Uniform Law Commission and the American Law Institute, Uniform Commercial Code Amendments (2022) Prefatory Note and Comments, p230

99) Uniform Law Commission and the American Law Institute, Uniform Commercial Code Amendments (2022) Prefatory Note and Comments, p240, Section 12-102의 적격구매자란, “지배가능한 전자기록”의 구매자 또는 “지배가능한 전자기록”에 대한 이해관계자로서, 선의로 “지배가능한 전자기록”을 유상으로 취득한 자를 의미한다

100) Uniform Law Commission and the American Law Institute, Uniform Commercial Code Amendments (2022) Prefatory Note and Comments, p240

(2) 지배(Control)

2022년 개정 UCC Section 12-102에서 규정하는 지배가능한 전자기록이란, Section 12-105에 따른 지배의 대상이 될 수 있는 전자 매체에 저장된 기록을 의미한다. 이는 지배가능한 계정(controllable electronic account)이나 지배가능한 청구권(controllable payment intangibles)과는 구별되는 개념이다.[101]

여기서 지배의 의미는 무엇인지 살펴본다. 미국 UCC에서는 Section 12-105(a)에 따라 "지배가능한 전자기록"에서의 지배권을 인정하기 위한 요건을 규정하고 있다. 우선 ① 보유자가 실질적으로 모든 이익을 얻을 수 있어야 하고 ② 전자적인 시스템이나 프로토콜을 통하여 지배가능한 전자적 기록의 이익을 제3자가 이용하지 못하도록 하거나 제3자에게 양도할 수 있는 독점적 권한을 보유해야하며 ③ 지배자가 개인키나 계정번호, 개인식별번호 등 가능한 방법으로 자신의 신원을 입증할수 있어야 한다.

지배를 입증하기 위해서는 독점적으로 이익을 얻을 수 있어야 하는데 이때의 이익은 정해진 용도에 따라서 사용함으로써 향유하게 되는 편익을 의미하고, 해당 지배가능 전자기록에서 정하고 있는 용도대로 사용할 수 있는 것을 의미한다. 대표적으로 비트코인을 예로 들면 비트코인에 대한 지배권으로 이용할 수 있는 이익이란 비트코인에 대한 보유, 처분권을 의미한다.

지배가능한 전자기록에 대한 독점적인 권한을 행사할 수 있다는 점 역시 중요한 요건이다.[102] 만일 보유자가 타인의 간섭없이 독점적으로 이익을 얻을 수 있고, 타인은 그러한 이익을 동시에 얻을 수 없는 경우,

---

101) Uniform Law Commission and the American Law Institute, Uniform Commercial Code Amendments (2022) Prefatory Note and Comments, Section 12-102 p249

102) Uniform Law Commission and the American Law Institute, Uniform Commercial Code Amendments (2022) Prefatory Note and Comments, p249

그리고 타인의 간섭없이 자신이 보유한 독점적 이익을 제3자에게 양도할 수 있는 경우에 양도인은 지배권을 갖는 것으로 추정된다.[103] 마지막으로 신원을 입증할 수 있어야 한다. 이는 이름, 식별 번호, 개인암호키, 사무실 또는 계좌 번호를 포함하여 어떤 방식으로든 본인이 독점적 이용권이나 독점적인 양도권한을 갖고 있다는 점(즉 적법한 권한자라는 점)이 식별될 수 있어야 한다는 것을 의미한다. .

이러한 방법을 통해 지배가능한 전자기록에 대한 “지배”가 입증되면 마치 점유자에게 인정되는 것과 동일하게 재산적 권리에 대한 청구권을 갖게 된다. 다만 이때의 지배권은 타인과 공유도 가능하다(즉 지배권자는 다수일 수 있다). 예를 들면 다중서명방식[104]과 같이 여러사람이 서명을 할 수 있는 권한을 보유한 경우도 있다. 이 때 만일 4명 중 3명이 서명을 해야 하고 서명권자가 4명이라면 이때 4명 모두는 지배권을 갖는 것으로 해석이 가능하다.[105]

(3) 지배와 선의취득

지배가능한 전자지록에서도 선의취득이 인정된다. Section 12-104. “지배 가능한 계정, 지배 가능한 전자 기록 및 지배 가능한 결제 무형물에 대한 권리”라고 규정하면서 “가장 먼저 동조에서는 “디지털자산을 구매한자 또는 적격 구매자에 대하여 본 조에서 정하고 있는 권리를 인정한다(Section 12-104 a)”고 규정한다. 그리고 지배가능한 전자기록의 구매자는 양도인이 가지고 있거나 양도할 권한이 있었던 지배가능한 전자기록에 대한 모든 권리를 취득하지만, 지배가능한 전자기록의 제한적 지

103) Uniform Law Commission and the American Law Institute, Uniform Commercial Code Amendments (2022) Prefatory Note and Comments, p250
104) 멀티시그라고 하여 개인키를 다수가 보관하고 다수의 보관자가 동시에 서명하면 전송이 가능한 방식을 의미한다.
105) Uniform Law Commission and the American Law Institute, Uniform Commercial Code Amendments (2022) Prefatory Note and Comments, p250

분 구매자는 구매한 지분의 한도 내에서만 권리를 취득한다(Section 12-104. d). 또한 본 규정에서 규정하고 있는 적격 구매자는 지배 가능한 전자기록에 대한 재산권의 입증없이 지배 가능한 전자 기록에 대한 권리를 취득한다(Section 12-104. e). 그리고 지배 가능한 계정과 지배 가능한 청구권의 구매자와 적격 구매자는 지배 가능한 전자 기록에 의해 입증된 재산에 대한 지급 권리, 이행 권리 또는 기타 이해관계에 대한 청구권을 취득한다(Section 12-104. f). 그리고 우리 민법의 선의취득자에 해당하는 적격 구매자에 대한 소송 금지를 명문화 하고 있다. 해당 규정에서는 “실제 권리자는 적격구매자에 대하여 지배가능한 전자기록의 구매 기록과 상이한 내용의 재산권 주장을 소송을 통하여 주장할 수 없다((Section 12-104. g)”라고 규정하고 있다.[106] 예를 들면 다음과 같다. A가 B에게 비트코인을 판매하면 B는 구매자로서 A가 가지고 있던 지배가능한 권리를 획득한다. B와 P사이의 판매계약이 B와 P사이의 “지배가능한 전자기록”으로 입증이 된다고 가정하면 Section 12-104(d)에 따라서 전송자 B가 가지고 있던 “지배가능한 전자기록”의 모든 권리를 P가 획득한다. 이는 적법한 방법으로 거래를 통해 지배가능한 전자기록을 취득한 자의 배타적 권리를 인정하기 위한 것으로서, 동산 선의취득이 지배가능한 전자기록에서도 인정됨을 보여주는 대표적인 조항이다.

(4) 지배가능 전자기록과 중개자

2022년 개정 UCC는 금융투자상품 중 토큰형태로 이전 가능한 것을 금융투자상품의 정의에 포함시켰다. UCC 개정안에 따르면 증권의 중개자는 타인을 위하여 증권 계좌를 유지하고 자격을 보유하는 법인 또는 사람이다. 일반적인 예로는 증권회사와 같은 투자중개업자 등이 그에 해당한다. 하지만 반드시 투자중개업자에 국한되지 않고 제3자를 위하여

106) Uniform Law Commission and the American Law Institute, Uniform Commercial Code Amendments (2022) Prefatory Note and Comments, p239

금융자산이 입고되거나 입고될 수 있는 계좌를 보유하면 증권 중개인에 해당한다. 따라서 디지털자산 거래소 역시도 증권 중개인에 해당할 수있다.[107]

다만 2022년 개정 UCC의 코멘트에서는 “지배가능한 전자기록”이 금융자산이 될 수는 있으나 반드시 증권에 해당하는 것은 아니라고 한다. 하지만 토큰이나 코인이라고 불리는 “지배가능한 전자기록” 역시도 그 자체가 증권이 아니라고 주장되더라도 결과적으로 투자를 촉진시키는 매커니즘을 갖고 있다면 증권에 해당할 가능성에 대해서도 배제할 수 없을 것이라고 한다.[108]

결론적으로 “지배가능한 전자기록”(section12-102) 및 “지배가능한 전자기록 청구권” 역시도 중개자의 계좌에 입고되어 있을 경우에는 디지털자산이면서 동시에 금융상품으로 취급되고 권리관계는 section 8에 따라 이루어진다. 따라서 당사자가 디지털자산을 금융투자상품으로 취급하는데 동의하고 금융투자업자 또는 중개자에게 자신의 디지털자산의 보관 및 관리를 위탁한 경우에는 section 12가 아니라 section 8에 따라서 점유와 양도의 효력이 인정된다.[109]

(5) 소결

미국의 2022년 개정 UCC는 지배가능한 전자기록이라는 개념을 통해 디지털자산을 법의 규제체계 내로 편입시켰고 디지털자산에 대한 소

107) Uniform Law Commission and the American Law Institute, Uniform Commercial Code Amendments (2022) Section 8-102, official comment 18, p83
108) Uniform Law Commission and the American Law Institute, Uniform Commercial Code Amendments (2022) Section 8-102, official comment 18, p83
109) Uniform Law Commission and the American Law Institute, Uniform Commercial Code Amendments (2022)Section 8-102, official comment 9, p82

유권 주장의 근거로서 지배라는 개념을 도입하였다. 지배라는 개념은 기존에 동산에 대한 점유처럼 재산권의 행사를 위한 근거가 된다. 그리하여 디지털자산에 대한 지배가 인정되면 유체물이 아닌 단순한 전자적 기록임에도 불구하고 보유자에게 독점적 권리자로서 지위가 부여된다. 그렇다면 이러한 중요한 지배를 인정하기 위한 요건은 무엇인가? 우선 보유자가 전적으로 전자기록을 이용할 수 있어야 하고 제3자의 간섭없이 독점적으로 양도 가능해야 하며 당사자가 개인키 또는 계정 보유 등을 통해 외부에 그러한 독점적 권리를 보유한 자라는 것을 입증할수 있어야 한다. 반면 지배가능한 전자기록을 중개자에게 위탁하면 (즉 개인과 개인이 직접 거래하고 보관하는 것이 아니라 중개자를 통해서 보관하고 관리하게 되면) 이때 그 권리는 금융상품과 동일한 방식으로 즉 계좌간 대체 방식 또는 계좌상의 기록을 통해 점유와 권리의 이전에 대한 효력이 인정된다(section 8).

본 연구에서 2022년 개정 UCC의 section12는 상당한 의미를 갖는다. 우선 미국에서는 유체물에 대한 점유에 상응하는 개념으로서 “지배”라는 개념을 UCC에 규정함으로써 무형물에 대한 지배를 인정하고, 과거에는 인정되지 않던 무형물에 대한 독점적인 권리행사를 인정할 수 있게 되었다는 점이다. 이러한 미국의 대응은, 앞서 입법이 필요하다는 것을 확인한 영국의 수준을 넘어서 실제 입법까지 이행한 것으로서, 상당히 진일보한 것이다.

4. 독일

독일에도 디지털자산의 법적 지위에 대한 논의가 존재한다. 디지털자산의 경우 독일 민법(Bürgerliches Gesetzbuch - BGB) 제90조[110]에 규정된 물건에 해당하는지 여부가 논의되었으나, 민법 제90조의 물건이란

110) 독일 민법 제90조(물건의 개념) 이 법률에서 물건이라 함은 유체물만을 말한다.

유체물만을 의미하기 때문에 분산원장의 기록에 불과한 디지털자산의 유체성은 부정된다는 것이 다수설이다.[111] 또한 디지털자산이 개인키를 통해 통제가능하고 지배가능하지만 그렇다 하더라도 관리대상은 디지털자산 그자체가 아니므로 유체물로 볼 수 없다고 본다.

그렇다면 독일에서는 디지털자산을 무엇으로 보고 점유와 양도를 인정하는지 문제된다. 우선 비증권형 디지털자산은 발행인이 없는 것을 의미하고 네트워크에서 이용되더라도 이용자에게 법률적으로 의무를 부담하는 주체가 존재하지 않는다. 즉 비트코인으로 물건을 구매할 경우를 가정하면 매도자와 매수자 사이의 계약에 따라서 물건과 비트코인을 교환하는 것은 가능하지만 매도자가 물건 대금으로 받은 비트코인에 대해 청구권을 행사할 대상은 존재하지 않는다. 즉, 비트코인의 존재나 발행에 대한 법률적 책임을 부담하는 자는 없는 것이다. 이러한 이유로 인해 독일에서는 비트코인을 채권으로 볼 수 없다는 견해가 지배적이고,[112] 개인의 정신적 창작에도 해당하지 아니하여서 무체재산권으로도 볼 수 없다는 견해가 다수설이다.[113] 그리하여 독일에서는 디지털자산을 민법상 물건도 아니고 채권도 아닌, 무형의 이익으로 보는 입장이다.[114]

---

111) 이혜정/김정환/서용성, “가상자산에 대한 민사집행연구”, 사법정책연구원, (2022. 8), p81

112) Badstuber, Bitcoin und andere Kryptowährungen in der Zwangsvollstreckung, DGVZ 2019, 246 (248), (2019); Boehm/Bruns, in: Bräutigam/Rücker, E-Commerce, 2017, 13. Teil, Rn. 7, (2017); Effer-Uhe, Kryptowährungen in Zwangsvollstreckung und Insolvenz am Beispiel des Bitcoin, ZZP 2018, 513 (517) (2018); Spindler/Bille, Rechtsprobleme von Bitcoins als virtuelle Währung, WM 2014, 1357, (1359 f.).(2014)

113) Badstuber, Bitcoin und andere Kryptowährungen in der Zwangsvollstreckung, DGVZ 2019, 246 (248)(2019); Boehm/Bruns, in: Bräutigam/Rücker, E-Commerce, 2017, 13. Teil, Rn. 8 (2017); Spindler/Bille, Rechtsprobleme von Bitcoins als virtuelle Währung, WM 2014, 1357 (1360) (2014),이혜정/김정환/서용성, “가상자산에 대한 민사집행연구”, 사법정책연구원, (2022. 8), p83

114) Badstuber, Bitcoin und andere Kryptowährungen in der

다만 독일의 경우 전자증권법에서 규정하는 요건에 따라 발행된 암호증권에 대하여는 동산으로 간주하는 규정을 두고 있다.[115] 이는 디지털자산의 금융규제법적 지위에서 다시 살펴보겠다.

5. 일본

일본에서도 비트코인과 같은 비증권형 디지털자산의 성질에 대한 견해가 나누어진다. 우선 일본 민법의 체계는 우리와 상당히 유사하다. 물건을 동산과 부동산으로 나누고 부동산이 아닌 것은 동산이라고 규정하고 있다(일본 민법 제85조, 제86조). 일본 민법 제85조에서 물건을 규정하고 있는데 이때 물건이란 유체물을 말한다고 규정하고 있다. 이러한 일본 민법 규정에 따라 형체가 없는 기록에 불과한 비트코인은 물건이 되지 못한다는 견해가 존재한다. 반면 비트코인을 동산 유사의 물건으로 보아서 동산으로 보자는 견해가 있고, 목적물에 대한 독점적 이용권으로서 비록 형체가 없지만 소유권의 대상으로서의 지위를 인정해야 한다는 견해가 있다고 한다.[116] 관련하여 사례도 존재하는데, 일본에서는 마운트곡스(Mt.Gox)라는 디지털자산거래소가 파산하였는데 그 당시 이용자들이 거래소에 보관 중이던 비트코인이 환취권의 대상이되는지 문제되었다.[117] 재판부는 이용자들의 자기 보유 수량 비트코인에 대한 환취권을 부정하였는데, 그 근거로 비트코인은 공간의 일부를 점유하지 않아 유체성이 없고 트랜잭션에 송부자 이외의 자가 관여하여서 배타적인 지배

Zwangsvollstreckung, DGVZ 2019, 246 (2019)
(248); Kütük/Sorge, Bitcoin im deutschen Vollstreckungsrecht – Von der „Tulpenmanie“ zur „Bitcoinmanie“, MMR 2014, 643 (644).

115) 정대익, “독일 전자증권법의 주요내용에 대한 검토”, 금융법연구 18권 3호, 한국금융법학회, (2021. 12.), p12

116) 이혜정/김정환/서용성, “가상자산에 대한 민사집행연구”, 사법정책연구원, (2022. 8), p84

117) 東京地方裁判所 平成 27年 8月 5日 判決

를 인정할 수 없기 때문이라고 판시했다. 비트코인은 형체가 없으므로 우선 유체성이 부정된다는 점은 타당하다. 다만 배타적 지배를 인정할 수 없다는 판시 내용은 재판부에서 디지털자산 자체의 특성에 대한 오해에서 비롯된 것으로 판단된다. 왜냐하면 해당 사건의 경우 이용자들이 마운트곡스라는 디지털자산거래소에 보관 위탁을 하였던 상황이었으므로 자산을 이동하기 위해 거래소(제3자)의 관여가 필요했던 상황에 있었던 것에 불과하고, 디지털자산의 특성 자체는 전송에 제3자의 관여를 필요로 하는 것은 아니기 때문이다. 즉, 재판부에서는 환취권의 대상이 되는지 여부를 판단하기 위해서 대상이 되는 비트코인 그 자체의 속성을 살펴보았어야 하는데, 그 대신에 디지털자산 거래소와 이용자간의 관계에서 비롯된 거래관계의 속성을 판단함으로서 대상 사물인 비트코인의 속성을 잘못 판단한 것이다.이 판시내용은 비트코인의 배타적 지배가능성에 대한 판단 부분에서는 오류가 있었으나, 비트코인이 유형물에 해당하지 않는다는 측면을 강조해서 본다면 결국 환취권의 대상이 되기는 힘들었을 것으로 생각된다. 하지만 만일 재판부에서 배타적 지배가능성이 인정된다는 점을 인식했다면 이렇게 환취권 대상이 될 수 없다고 단순하게 판시하기는 어려웠을 것으로 생각된다.

2019년 자금결제법에 비트코인 등은 암호자산[118]이라는 용어로 정의되었지만 여전히 민법상 유형물로 보는 입장은 아니고 일본 역시 우리나라와 마찬가지로 개인간 비트코인 전송의 거래 효력을 인정할 법률적인 근거는 존재하지 않는다.

결론적으로 일본에서는 비트코인에 대한 물권적 지위는 판례상 부정되었다고 볼 수 있다. 하지만 앞서 본바와 같이 판결 내용 자체상 디지털자산에 대한 잘못된 이해가 포함되어 있고 디지털자산에 대하여 물건

118) 일본 자금결제법 제2조 14호에서 암호자산은 이때 “물품 등을 구입하거나 차입하거나 용역을 제공받는 경우 그 대가의 변제를 위하여 불특정인에게 사용할 수 있고, 불특정인을 상대방으로 하여 매매를 할 수 있는 재산적 가치”라고 규정하고 있다. 여전히 법적 지위는 해결되지 않은 상태이다.

과 유사한 지위를 부여하자는 견해도 존재하기 때문에 일본에서의 디지털자산의 사법적 지위는 모호한 상태에 있다고 평가할수 있다.

다만 금융상품거래법에 금융상품이 전자기록 이전권리로 발행될 수 있는 근거규정이 도입되었으므로 토큰형태의 금융상품에 대한 법률적 근거는 존재한다. 이는 디지털자산의 금융규제법적 지위에서 다시 살펴보겠다.

6. UNIDROIT - “PRINCIPLES ON DIGITAL ASSETS AND PRIVATE LAW”

(1) 개관

UNIDROIT(International Institute for the Unification of Private Law, 국제사법위원회)에서도 디지털자산에 대한 사법상 지위와 관련하여 원칙 및 입법지침을 마련하기 위한 워킹그룹을 결성하였고, 2023. 3. 8차 워킹그룹 회의까지 진행한 후 2023. 5. 10.부터 12일 사이에 개최된 관리위원회에서 논의되던 PRINCIPLES ON DIGITAL ASSETS AND PRIVATE LAW를 승인하였다.[119] UNIDROIT에서는 2023. 3. 8번째 회의 이후에 “DRAFT UNIDROIT PRINCIPLES ON DIGITAL ASSETS AND PRIVATE LAW”를 발표하였고 이를 2023. 5. 승인한 것이다(이하 “UNIDROIT 원칙”이라고 한다). UNIDROIT 원칙의 제1장에서는 범위와 정의, 제2장은 국제사법, 제3장은 지배, 제4장은 보관, 제5장은 담보 설정을 위한 거래. 제6장은 강제집행, 제7장은 파산에 대하여 규정하고 있다. UNIDROIT에서 이번 UNIDROIT 원칙을 발표한 이유와 관련하여 밝힌 내용에 따르면 디지털자산의 보유, 이전 및 담보로서의 사용과 관련하여

---

119) https://www.unidroit.org/work-in-progress/digital-assets-and-private-law/(2023. 7. 23. 최종확인)

지침 역할을 하기 위한 것으로서 개별 국가의 민사법 적용을 용이하게 하기 위해 실용적이고 기능적인 접근을 취하고 있다고 밝히고 있다.[120]

(2) 디지털자산과 지배

UNIDROIT 원칙에서는 '디지털자산'이란 지배가능한 경우의 전자기록(an electronic record only if it 'capable of being subject to control')이라고 정의한다(Principle 2). 여기서 지배의 의미가 중요한데 Principle 6에서 다음과 같이 규정하고 있다.[121] 즉, 지배란, "디지털자산 또는 관련 프로토콜 또는 시스템안에서 특정한 개인이 ① 다른 사람들이 디지털자산으로부터 실질적으로 모든 이익을 얻는 것을 방지할 수 있는 독점적 능력, ② 디지털자산으로부터 실질적으로 모든 이익을 얻을 수 있는 능력, ③ 위와 같은 능력을 다른 사람에게 양도할 수 있는 독점적 능력을 보유하면서, 이러한 프로토콜을 통해 자신이 위와 같은 독점적 능력을 보유한다는 사실을 입증할수 있는 경우"라는 것이다. 이는 앞서 살펴본 2022년 개정 UCC의 지배(control)와 크게 다르지 않음을 알 수 있다.[122] 여기서의 타인을 배제할 수 있는 독점적 능력은 결국 동산의 구성요소 중 배타적 지배가능성에 해당하는 개념이라고 보여진다.

퍼블릭 분산원장에서 발행된 디지털자산의 법적 성질과 지배가능한 전자기록의 정의 개념이 일맥상통한다. 구체적으로 살펴보면 퍼블릭 분산원장은 일정한 합의매커니즘에 기반한 프로토콜로서 개별 사용자가 프로토콜 자체에 대한 지배를 할 수는 없다. 하지만 퍼블릭 분산원장에서 발행된 디지털자산 보유자는 퍼블릭 분산원장 시스템에서 제공하는 수단

120) UNIDROIT, PRINCIPLES ON DIGITAL ASSETS AND PRIVATE LAW", UNIDROIT 2023 102nd session C.D. (102) 6 (2023. 4.) p6
121) UNIDROIT, PRINCIPLES ON DIGITAL ASSETS AND PRIVATE LAW", UNIDROIT 2023 102nd session C.D. (102) 6 (2023. 4.) pp38~40
122) UNIDROIT, PRINCIPLES ON DIGITAL ASSETS AND PRIVATE LAW", UNIDROIT 2023 102nd session C.D. (102) 6 (2023. 4.) pp11,13,14

인 개인키와 지갑주소를 통해서 자신의 신원을 입증할수 있고, 퍼블릭 분산원장 상에서 개인키를 입력함으로써 타인에게 디지털자산을 이전시킬수 있으며 개인키를 보유한 자가 아닌 제3자는 분산원장에서의 디지털자산 보관 및 양도를 할 수 없기 때문에 위에서 언급된 지배가능한 전자적기록의 모든 요건을 충족시킨다.

(3) 독점적 지배의 의미

지배의 개념적 요소인 독점적 능력이란, 제3자를 배제할 능력을 의미한다. 하지만 여기서 지배의 개념은 소유의 개념과는 다른 것이다. 디지털자산의 보유자가 아니더라도 현실적인 지배(control)는 가능하다. 예를 들면, 해킹을 통해서 디지털자산을 탈취한 자는 보유자가 아니지만 현실적인 지배는 가능하다. 따라서 지배는 실질적인 보유 권한과 분리될 수 있다. 그리고 다만 적법한 방식으로 거래소에서 구매한자는 선의취득이 인정되고, 적법한 지배로 추정된다. 점유와 기능적으로 유사하지만 지배하는 사람이 디지털자산에 대한 소유권을 가지는 경우도 있고 그렇지 않은 경우도 있을 수 있다는 점에서 중요한 차이가 존재한다.

(4) 디지털자산에서의 지배와 점유

지배가 인정될 경우에는 마치 물건의 점유자에게 선의취득이 인정되는 것과 동일하게 디지털자산에 대한 선의취득이 인정된다. Principle 8에서 선의취득(Innocent acquisition)라는 제목 하에 “디지털자산에 대한 지배권을 취득한 자가 다른 권리자의 존재를 알지 못한채 적법한 방법으로 취득하였다면 다른 권리자의 존재에도 불구하고 지배권을 유효하게 취득한다”고 규정하고 있다.[123] 따라서 동산에 대한 선의취득을 위해서

123)UNIDROIT, PRINCIPLES ON DIGITAL ASSETS AND PRIVATE LAW”, UNIDROIT 2023 102nd session C.D. (102) 6 (2023. 4.) p43

점유가 인정되어야 하는 것과 동일하게 디지털자산에 대해서는 지배가 인정되어야 한다.

UNIDROIT 원칙에서는 디지털자산사업자가 고객과 일정한 서비스 계약을 체결하면 수탁이 가능하다. 신탁계약이 인정될 수 있는 것도 기본적으로 디지털자산에 대한 지배를 근거로 한다. 지배자와 실질적인 보유자(proprietary right을 보유한자)가 분리된다는 전제하에서 실제 권리자가 지배권을 계약을 통해 수탁사업자(costodian)에게 이전하는 구조이다. 그리하여 수탁계약에 의해 디지털자산에 대한 지배권은 수탁사업자에게 양도되지만 디지털자산의 보유자는 여전히 위탁자인 고객이 된다. 그리고 이러한 구조에 따라서 수탁사업자가 파산하더라도 수탁계약에 따라 보관하는 고객의 디지털자산은 파산재산을 구성하지 않는다(Principle 13 (1).[124] 동산의 보관위탁계약을 체결하였을 경우 수탁자는 점유자로서 지위를 갖고 실제 권리자는 동산 소유권자인 것과 동일한 구조이다.

디지털자산에 대한 담보권을 설정하는 것 역시 “지배”를 근거로 한다. Principle 14에서는 디지털자산이 담보권의 대상이 될수 있다고 규정한다.[125] 그리고 이러한 디지털자산에 설정된 담보권이 제3자에게도 대항력을 갖기 위해서는 담보권자가 디지털자산을 유효하게 지배해야한다(Principle 15).[126] 이는 동산에 대한 담보권 설정을 위해서는 동산의 점유를 이전하는 즉 양도담보방식이 활용되는 것과 동일한 구조라고 할 수 있다.

결국 UNIDROIT 원칙에서 디지털자산에 대한 지배는, 물건에 대한 “점유”와 동일한 효과를 발생시킨다는 점을 알 수 있다. 결론적으로 UNIDROIT에서는 디지털자산에 대한 사법상 원칙으로서 무형물인 디지

---

124) UNIDROIT, PRINCIPLES ON DIGITAL ASSETS AND PRIVATE LAW”, UNIDROIT 2023 102nd session C.D. (102) 6 (2023. 4.) p59, principle 13

125) UNIDROIT, PRINCIPLES ON DIGITAL ASSETS AND PRIVATE LAW”, UNIDROIT 2023 102nd session C.D. (102) 6 (2023. 4.) p62

126) UNIDROIT, PRINCIPLES ON DIGITAL ASSETS AND PRIVATE LAW”, UNIDROIT 2023 102nd session C.D. (102) 6 (2023. 4.) p65 Principle 15

털자산에 대해 동산과 유사한 법적지위를 부여하면서 점유에 대비되는 개념으로 지배를 인정하고 있다는 평가를 내릴 수 있다.

7. 우리나라

(1) 서언

영국 자문보고서와 미국의 2022년 개정 UCC 그리고 UNIDROIT 원칙에서 우리가 확인한 것은 디지털자산을 동산과 같이 취급하면서 점유에 대비되는 개념으로 지배를 도입할 필요가 있고 실제 이를 법에 반영한 국가도 있다는 점이다. 그렇다면 우리나라의 경우는 디지털자산의 사법상 지위에 대해 어떻게 보고 있으며 디지털자산을 보유한 자는 어떤 권리를 획득하는지 확인하고자 한다. 우리나라에서도 디지털자산을 소유권의 대상으로 볼수 있는지에 대하여 다양한 논의가 있는바 이를 살펴보고자 한다.

(2) 디지털자산의 동산성

1) 긍정설

민법 제98조에서 규정하는 물건에 해당하기 위해서는 유체물 및 전기 기타 관리가능할 수 있는 자연력에 해당해야한다. 즉 유체물에 해당하거나 관리가능한 자연력에 해당하여야 한다. 디지털자산의 물건 해당 여부에 대한 견해를 살펴보면, 디지털자산 자체는 내재적 가치를 갖는 물질이므로 유체물에 해당하고 적어도 자연력에 해당한다고 보는 견해가 있다.[127] 다음으로 디지털자산은 유체물은 아니지만 배타적 지배가능성이

127)) 김이수, “비트코인(Bitcoin)의 사법상 지위에 관한 고찰”, 법학연구 제59권 제4호 통권98호 (2018), pp20, 21.

있으므로 관리가능성이 인정되고 자연력에는 데이터가 포함되기 때문에 관리가능한 자연력으로서 물건에 해당한다는 견하가 있다.[128] 그리고 디지털자산은 교환매체성을 가진 지급수단이지만 부분적 재화성을 가지는 특수한 전자정보에 해당하므로 물건으로서 성질이 인정된다는 견해도 있다.[129] 특히 이 견해는 현행 민법상 소유권의 대상이 되는 관리가능한 자연력은 기술이 급변하고 있는 현 상황에 맞지 아니하고 장래에 확장될 수 있는 소유의 대상을 포섭하지 못하는 문제점이 있다고 주장한다. 이러한 견해에 따르면 소유라는 개념은 결국 사회적 제도의 산물이며 과학의 발달에 따라서 배타적인 지배가능성이나 관리가능성에 대한 인식도 변화되어야 한다는 것이다.[130]

2) 부정설

디지털자산은 인터넷 상의 전자적 기록으로 특정한 형체가 존재하는 유체물에 해당하지 아니하고 특히 데이터의 경우 자연력으로 볼 수도 없으므로 물건에 포섭될 수 없다는 견해가 있다.[131] 그리고 디지털자산을 지갑에 보관하면 배타적 지배가능성이 존재한다고 주장하는 견해에 대하여 개인키의 경우에는 복제 가능하며 공유 가능한 측면이 있으므로 지갑에 보관하더라도 기술적으로 완전한 배타적 지배가능성은 보장될 수 없

128) 백대열, “데이터물권법시론”, 민사법학 제90호, 한국민사법학회, (2020. 3). p143
129) 홍은표, “암호자산에 대한 소유권 보호를 위한 시론”, 정보법학, 한국정보법학회,(2019), p126 정경영, “암호통화(cryptocurrency)의 본질과 스마트 컨트랙트(smart contract)에 관한 연구”, 상사법연구 제36권제4호, 한국상사법학회(2018), p123
130) 홍은표, 전게논문, p127
131) 김제완, “블록체인과 스마트 컨트랙트(Smart Contract) : 민사법 영역에서의 도전과 응전 - 탈중앙화 기술에 의한 거래에서 민사분쟁 해결 방안 에 관한 시론” 한국비교사법학회 2021년 하계학술대회 자료집, 한국비교사법학회(2021) pp38, 39

고, 따라서 물건으로 해석할 수 없다는 견해도 존재한다. 이러한 견해는 특수한 형태의 재산권 내지 준물권으로 보아야 한다고 주장한다.[132]

3) 판례의 태도

판례는 기본적으로 물리적 실체가 없어서 유체물에는 해당하지 않는다는 입장이다. 하지만 배타적인 관리가능성은 존재한다고 본다. 따라서 법원이 판결에서 디지털자산을 물건에 해당하지 않는다고 판시한 가장 큰 이유는 디지털자산은 유체물도 아니고 "자연력"에도 해당하지 않는다고 보았기 때문일 것으로 추정된다.

사례를 살펴보면 수원고등법원 2020. 7. 2. 선고 2020노171 판결[133]에서 법원은, 비트코인이 횡령죄의 객체인 재물에 해당하지 않는다고 판단하면서 "비트코인은 물리적 실체가 없으므로 유체물이 아니고, 또 사무적으로 관리되는 디지털 전자정보에 불과한 것이어서, 물리적으로 관리되는 자연력 이용에 의한 에너지를 의미하는 '관리할 수 있는 동력'에도 해당되지 않으며, 나아가 가상화폐는 가치 변동성이 크고, 법적 통화로서 강제 통용력이 부여되지 않은 상태이므로 예금채권처럼 일정한 화폐가치를 지닌 돈을 법률상 지배하고 있다고도 할 수 없어 횡령죄의 객체인 재물로 볼 수 없다"고 판시(수원고등법원 2020. 7. 2. 선고 2020노171 판결)하였다. 다음으로 대전지방법원 2018. 10. 29. 자 2018카단53308 결정에서는 신청인이 비트코인에 대하여 유체동산 강제집행신청을 하였는데 이에

132) 천창민. "가상자산 거래의 물권법적 측면에 관한 연구 - UNIDROIT의 디지털자산 프로젝트 논의를 중심으로-". 서울대학교 법학 63권 1호, 서울대학교 법학연구소,(2022). pp56, 57

133) 수원지법 판결에서는 횡령죄의 객체는 부정하고 다만 재산상 이익으로서 배임죄의 죄책은 인정하였으나 대법원 2021. 12. 16. 선고 2020도9789 판결에서는 배임죄의 구성요건인 "타인의 사무를 처리하는자"에 해당하지 않는다는 이유로 파기환송하였다. 이후 파기환송심인 수원고등법원 2022. 6. 8. 선고 2021노1056 판결에서는 배임죄에 대하여 무죄를 선고하였다.

대하여 법원은 “신청의 목적물인 ‘비트코인’은 ‘현물’이 존재하지 않는 ‘가상의 화폐’로서 유체동산으로 볼 수 없으므로, 그 집행이 가능한지 여부와는 무관하게 현행 법령상 유체동산 집행의 대상이 될 수 없다”는 이유로 유체동산 가압류 신청을 각하하였다. 또한 수원지방법원 2020. 3. 13. 자 2019카합10503 결정[134]에서는 신청인이 암호화폐 처분금지 가처분신청을 하면서 간접강제를 구하였는데 이에 대하여 법원은 “디지털자산(결정문의 암호화폐)에 대한 인도청구는 특정물을 대상으로 한 것이 아니어서 처분금지 가처분의 피보전권리가 된다고 보기 어렵다. 채무자 개인의 전자지갑에 보관된 것으로 현물이 존재하지 않는 가상의 화폐인 바, 부동산이나 유체동산이 될 수 없어 부동산 집행이나 유체동산 집행의 대상이 아니다. 이 사건 디지털자산(결정문에서는 암호화폐)은 분산원장 내에서 채무자가 배타적, 독립적으로 보관, 관리하기 때문에 제3채무자가 있을 수 없으므로 채권 내지 기타 재산권으로서의 집행도 어렵다.”고 결정하였다. 이처럼 법원에서는 디지털자산에 대하여 특정성이 인정되지 않고 현물이 존재하지 않는 것으로서 유체동산에 해당하지 않는다고 본다. 다만 배타적 독립적 보관 및 관리가능성의 존재를 인정한 점이 결정의 특이점으로 생각된다.

(3) 디지털자산의 사법상 지위와 배타적 관리가능성

그렇다면 과연 디지털자산의 사법상 지위를 무엇이라고 보아야 할 것인가 문제된다. 우리와 유사한 법률 체계를 갖고 있는 일본과 독일에서는 디지털자산에 대하여 물건으로서 지위를 부정하고 있다. 판례 역시 디지털자산을 유체물로 볼 수 없고, 관리가능한 자연력에도 해당하지 않기 때문에 물건에 해당하지 않는다는 입장이다.

사견으로는 디지털자산은 형체가 없고, 민법상 유체물은 형체가 있음

134) 이혜정/김정환/서용성, “가상자산에 대한 민사집행 연구”, 사법정책연구원, (2022.8), p184

을 전제로 하므로 디지털자산을 유체물로 포섭하기는 어렵다. 그렇다면 관리가능한 자연력으로 볼 수는 없는지 살펴보아야 한다. 하지만 디지털자산은 분명 “자연”에 의해서 발생되는 것은 아니고 오히려 암호 해독이나 복잡한 연산을 통해서 발생하므로 인간의 노력에 의한 것이라고 보는 것이 타당하다. 따라서 문언적 해석 원칙상 자연력에 해당한다고 보기는 어렵고 민법상 물건에 해당한다고 보기 어려울 것이다. 하지만 디지털자산은 물건 중에서 관리가능한 자연력, 그중에서도 전력과 매우 유사한 측면이 있다. 우선 디지털자산은 그 자체로 현실 세계에서 거래 대상이 됨으로써 재산적 가치가 인정되고, 재화의 구매수단으로서 기능하기도 하며 또한 생성하거나 보유하게 되는 과정에서 상당한 인적·물적 자원이 투입된다.[135] 전력 역시 거래 대상에 해당하고 재산적 가치가 인정되며 전력의 생성과정에 인적·물적 자원이 투입되는 등 완전한 자연력 그자체로 보기 어려운 측면이 있다. 따라서 디지털자산도 전력에 준하는 것으로서 물건에 해당한다고 주장할 여지도 있다.

나아가 디지털자산의 관리가능성을 부정하기는 어렵다고 본다. 2022년 개정 UCC의 section12의 규정이나 UNIDROIT 원칙에도 인정하고 있는 바와 같이 개인키 보유자는 프로토콜 내에서 자신이 권리자임을 입증할 수 있고, 개인키 보유자만이 디지털자산을 전송할 수 있으며, 개인키를 보유하지 않은 제3자는 개인키 보유자와 동일한 행위를 할 수 없다. 따라서 개인키의 보유자에게 배타적 관리가능성을 인정함이 타당하다. 물론 개인키의 공유도 가능하다. 여러 사람이 개인키를 알고 있는 경우 및 멀티시그 방식을 채택하는 경우에 그러하다. 하지만 이는 공유자들 모두가 동등하게 관리할 수 있음을 의미하는 것이지 관리가능성의 자체가 부정되는 근거가 될 수는 없을 것이다. 그리고 지금까지 데이터에 대한 소유권이 부정되었던 가장 중요한 이유 중 하나는 데이터의 특성상

135) 비트코인을 생성하기 위해서는 전력을 투입해서 채굴이라는 행위를 해야하고 이더리움을 얻기 위해서는 일정기간동안 스테이킹을 해야하는 등 디지털자산의 취득은 인적 물적자원의 투입을 전제로 하고 있다.

무한 복제가 가능하고 재화의 투입 없이도 (사실상) 무제한 생성이 가능하다는 것이었는데 분산원장의 기술은 복제 및 위변조를 어렵게 하는 기술이기 때문에 무한복제 가능성이나 위변조 가능성이 매우 낮다. 뿐만 아니라 새로운 디지털자산의 생성을 위해서는 채굴이라는 매우 고비용의 행위가 수반될 수밖에 없으므로 디지털자산은 과거 소유권의 대상이 되지 못하던 데이터와는 확연히 구별되는 특성을 갖는다. 따라서 분산원장 기술을 활용한 디지털자산의 경우에는 다른 일반적인 데이터와는 달리 취급할 이유가 충분하다.

하지만 여전히 유형물 또는 관리가능한 자연력으로 보기에는 한계가 있으므로 디지털자산을 현행 민법상 물건으로 보기는 어려울 것이다. 그렇다면 디지털자산의 법률상 지위는 무엇이라고 해야 하는가? 디지털자산은 청구권의 대상도 없으므로 그 자체를 채권으로 보기도 어렵다. 결국 배타적 관리가능성과 재산적 가치가 인정된다는 점에 기해 물건과 유사하지만 물건으로 볼 수는 없는, 광업권, 어업권 조망권 등과 같은 준물권으로밖에 볼 수 없을 것이다. 하지만 물건과 동등한 보호를 부여해야 할 필요성이 있으므로 향후에 물건의 대상을 확대함으로써 디지털자산을 물건으로 포섭할 필요성은 존재한다.

이러한 논의를 통해 확인한 것은 우선 디지털자산에 대해 물건의 지위에 상응하는 지위를 부여하는 법제가 생겨나고 있고, 이때 배타적 관리가능성을 근간으로 하는 “지배”라는 개념을 통해서 유형물에 대한 점유와 상응하는 효과를 인정하고 있다는 점이다. 그리고 이러한 지배가능성에 대한 확인은 디지털자산의 금융규제법상 지위를 확인함에 있어서도 의미가 있다. 만일 토큰 형태로 존재하는 디지털자산을 배타적으로 관리할 수 없다면 권리를 기록하는 수단으로서도 활용할 수 없고 교환이나 양도를 통한 거래 자체를 인정할 수 없기 때문이다.

(4) 소결

결론적으로 디지털자산의 지위를 민법상 물건으로 볼 수 있느냐에 대하여 논란이 있고 판례상 물건의 지위가 부정되고 있는 것은 사실이나 적어도 배타적인 관리가능성이 인정된다는 점을 확인한 것은 의미가 있다. 즉 배타적 관리가능성이 성질상 인정되는 이상 민법이 아닌 개별법상 법적지위를 부여하고 그에 따른 양도와 점유의 인정 방법을 별도로 규정함으로써 사법상 법적 지위가 인정되는 것과 동일한 효과를 필요한 범위 내에서 달성할 수 있을 것이다. 특히 분산원장에 기반한 금융상품이 출현할 경우 그 양도와 점유의 효력을 금융거래와 관련된 법률에서 규정함으로써 디지털자산의 점유와 양도·보관의 효력이 인정될 수 있을 것이다. 이하에서는 이러한 관점에서 디지털자산의 지위에 대한 금융규제법상 인정 가능성을 살펴보겠다.

제5절 디지털자산의 금융규제법적 지위에 대한 논의

1. 서언

앞서 디지털자산의 지배가능성이라는 특수성에 기하여 일반 거래법상 디지털자산의 법적 지위 변화 가능성 즉, 사법상 규제체계의 변화 가능성을 확인하였다. 하지만 디지털자산의 법적지위 확보를 위한 방법으로서 사법상 규제체계의 변화만이 유일한 방법인 것은 아니다. 제한적이긴 하나 개별 법률을 통해서 디지털자산의 법적지위를 확보할 수 있고 만일 디지털자산이 금융투자상품으로서 기능한다면 디지털자산을 금융규제 체계 내로의 편입시킴으로써 디지털자산의 법적 지위 및 거래 효력을 발생시킬수 있다. 이러한 전제 하에서 디지털자산의 금융규제법적 지위의 확보 가능성을 살펴보고 이를 위한 법체계 정비 방향을 살펴보고자 한다.

2. 디지털자산에 기초한 금융투자상품의 법적지위

(1) 디지털자산과 금융규제

디지털자산은 그 기능과 내재된 성질이 다양하기 때문에 표창하는 권리에 따라서 금융투자상품에 해당할수도 있고 금융투자상품과 전혀 무관한 경우도 존재한다. 그리고 금융투자상품에 해당하는 디지털자산의 경우에는 금융규제법의 규율 체계 하에 놓이게 된다. 기본적으로 우리나라의 자본시장법 뿐만 아니라 EU나 미국의 증권법제에서는 모두 성질상 금융투자상품에 해당하면 금융투자상품으로서 규제체계를 적용하고 있다.

우리나라의 경우 증권으로서의 권리를 표창하는 경우에는 그 형태가 무엇이든 증권에 해당한다고 규정하고 있으므로(자본시장법 제4조 제9항) 디지털자산의 형태를 취하더라도 투자자와 발행인 사이의 권리관계가 증권에서 규정하는 것과 동일한 경우에는 금융투자상품으로서 취급되어야 한다. 이는 EU의 경우도 마찬가지이다. MICAR에서는 금융투자상품을 제외한 나머지를 규율 대상으로 정하고 있고, 금융투자상품의 경우에는 형태가 디지털자산이라도 MIFID2의 규제를 받게된다. 미국에서는 이러한 입장이 더욱 분명하여서 디지털자산 중 미국 증권법상 증권으로 분류되는 것에 대해 SEC가 제재조치를 취하는 사례가 다수 나타나고 있다.

그렇다면 적어도 디지털자산 중에서 증권의 속성을 지닌 것은 금융규제법 체계 하에서 권리 발생과 양도 효력이 인정될수 있어야 하는 것은 아닌지 하는 의문이 제기될 수 있다.

한편 금융투자상품은 증권과 파생상품으로 구성되므로 디지털자산이 증권에 해당하지 않더라도 파생상품으로서 기능을 수행할 수 있는지도 문제될수 있다. 그러나 본 연구의 대상은 토큰증권으로서 디지털자산 중 증권에 국한되어 있으므로 파생상품에 대한 연구는 추후에 연구과제로 남겨두고, 본 연구에서는 증권에 해당하는 디지털자산의 권리 발생 및 양도 효력의 인정 가능성을 중심으로 살펴보겠다.

(2) 분산원장 기록의 법적 효과에 대한 논의

디지털자산중 토큰증권에 한정에서 볼 것이므로 토큰증권 거래기록이 법률상 어떤 효과를 갖게 되는가에 대한 논의를 살펴볼 것이다. 즉 분산원장 상 기록만으로 토큰증권의 양도 효력이 발생할 수 있는지에 대한 것이다.

이와 관련하여 일본에서는 전자기록이전권리가 금융상품거래법에 규정이 되어 있다. 또한 미국의 경우 앞에서 살펴본 2022년 개정 UCC 규정에 따라서 기반기술을 불문하고 “지배가능한 전자기록”의 이전에 대해서 법적 효력을 인정하고 있고 금융투자상품으로서 기능하더라도 개인간 거래시의 이전 효력은 원칙적으로 section 12의 규율을 따르게 된다. 다만 중개자가 존재할 경우에는 section8의 규정에 따라서 권리가 발생하고 양도 효력이 인정된다. 또한 독일의 경우에도 암호증권등록부 규정을 신설하여 분산원장에 기록된 증권거래 효력을 인정하고 있다. 미국의 2022년 UCC규정에 대해서는 이미 앞서 사법상 지위에서 살펴보았으므로 이하에서는 금융규제법상 디지털자산의 법적 지위를 일본과 독일 및 스위스를 중심으로 살펴보겠다.

(3) 디지털자산의 금융규제법적 지위와 금융거래인프라의 분산원장 활용 가능성

디지털자산이 금융규제법상 법적 지위를 인정받는다는 것은 다시 말해서 금융투자상품적 성격을 지닌 디지털자산을 거래하기 위한 금융거래인프라의 법적 기초가 마련된다는 의미를 갖는다. 금융투자상품이 디지털자산 형태로 발행 된 경우에도 점유와 양도의 효력이 인정되면 결제와 청산까지도 분산원장 방식을 활용할 수 있는 법적 근거가 마련되는 것이기 때문이다.

분산원장방식의 금융거래인프라의 경우 다수 당사자가 동일한 기록을 검증하고 보관한다는 구조적 특성에 기해 기능의 분리에 대한 필요성이 감소될 수 있고 즉시 결제도 가능해질수 있다고 한다. 즉 이론적으로는 한 개 기관 내에서 여러 기능을 수행함으로서 발생될 수 있는 문제를 분산원장이라는 기술이 해결할 수 있다는 점이 지적된다. 이러한 이론적 기반 위에서 분산원장 기반의 금융상품거래시스템이 결제와 청산까지 한번에 수행할수 있는지에 대한 논의가 진행되고 있는 상황이며 지금의 논의 즉, 디지털자산의 금융규제법상 법적 지위 확보 가능성은 이후 금융거래인프라의 법률적 기반이 되는 부분으로서 중요한 의미를 갖는다.

3. 독일 전자증권법상 분산원장 기록의 법적지위

(1) 독일 전자증권법상 전자유가증권의 법적 지위

독일 Gesetzes zur Einführung von elektronischen Wertpapieren (eWpG) 에서는 원칙적으로 이 법에 다른 규정이 없는 한, 전자적 유가증권은 문서에 의하여 발행된 유가증권과 동일한 법적 효력을 갖는다고 규정한다(제2조 제2항). 이에 따라 전자유가증권은 민법 제90조에서 규정하는 물건(Sachen)으로 분류된다(제2조 제3항). 따라서 전자유가증권의 양도는 일반적으로 재산에 관한 독일 민법(BGB) 조항의 적용을 계속 받게된다 그 결과 전자등록부 관리자가 파산하더라도 전자유가증권 소유자에게는 환취권이 인정될 수 있다.[136] 전자유가증권에는 중앙 전자등록부에 등록된 중앙 전자등록증권과 암호증권등록부에 등록된 암호전자등록증권으로 구분된다.[137] 전자등록증권의 법적 지위는 물건으로 분류되

136) 정대익, 전게논문, p12

137) 중앙등록부는 증권 중앙예탁기관(Wertpapiersammelbank) 또는 발행인이 명시적으로 승인한 경우 관리기관(Verwahrer)에서 보관할 수 있다. 중앙등록부 증권이 중앙예탁기관이 보관하는 중앙 전자등록부에 등록되는 경우 해당 증권은 자동으로 eWpG 제12조 (3)항에 따라 중앙전자등록 증권이 된다. 전자증권

므로 암호전자등록증권 역시 물건에 해당하여 일반적인 물권 법리가 그대로 적용된다.

(2) 암호화 증권 등록부

eWpG에서는 암호증권등록부에 등록된 암호전자등록증권으로 무기명채권을 발행하는 것도 가능하다.[138] 도입 취지에 따르면, 분산원장 기술을 활용하면 시스템적으로 변조가 불가능한 분산형 데이터베이스의 생성을 통해 증권거래를 할 수 있게 되고, 이 기술은 중앙 증권예탁 기관이나 수탁은행의 책임이었던 작업을 대신하게 될 것이라고 설명한다. 그리고 암호증권등록부 관리자는 중앙등록부를 관리하는 예탁기관이나 보관기관에 한정되지 않는다고 규정하고 있다.[139]

암호증권등록부의 요건이 eWpG 제16조에 규정되어 있다. 이에 따르면 암호증권등록부의 데이터는 시간 순서대로 기록되어야 하고, 변조방지 기록시스템에 의해 삭제 및 변경되지 않도록 보호되어야 한다. 또한 원칙적으로 발행인이 암호증권등록부의 관리자를 지정해야하고 만일 아무도 지정하지 않으면 발행인이 암호증권등록 관리자로 간주된다(제16조 제2항 제1문). 암호증권등록부의 관리자는 중앙예탁기관이나 보관기관이 아닌 자도 가능하다. 원칙적으로 발행인이 지명하는 기관이 되는데

의 보유자는 전자증권 또는 전체 발행된 총 주식의 특정 지분에 대한 보유자로 전자등록부에 등록되어 있는자를 의미한다(제3조 제1항). 그리고 수익자는 등록된 전자증권에 대하여 실질적으로 권리를 갖는 자이다(제3조 제2항).

138) https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2021/fa_bj_2107_eWpG_en.html

139) 이에 암호화된 증권의 거래는 현재 중앙화된 청산 및 결제를 의무화 하고 있는 EU의 Regulation(CSDR 3조)과 충돌되는 면이 있다고 지적되었으나 DLTR에서 이러한 중앙화된 청산 결제에 대한 특례에 대한 근거규정을 마련함으로써 독일의 eWpG와 EU의 규정의 충돌은 해소되었다고 볼 수 있다

(eWpG 제16조 제2항) 만일 발행인이 아무 기관도 지정하지 않는 경우에는 발행인이 암호증권등록 관리자로 간주된다. 암호증권등록 관리자는 암호증권등록부에 각종 정보 즉, 권리내용, 등록번호, 증권의 분류, 그리고 발행량, 액면가, 발행인 등을 기재한다(법 제17조 제1항). 또한 처분제한 요건이나 제3자의 권리도 등록할수 있다(법 제17조 제2항). 제18조에 따라 이러한 내용은 변경 등록될 수 있고, 제19조에 따라서 증권 소유자가 등록부 발췌본을 요청할 때 이를 제공해야 한다.

독일 전자증권법에서는 분산원장을 프라이빗 분산원장으로 한정하고 있지는 않다.[140] 하지만 퍼블릭 분산원장의 경우에는 어떠한 방식으로 권리이전이 가능한지에 대해서는 명확하게 규정되어 있지 않다. 또한 eWpG 규정 상 암호증권등록관리자가 지정되어야 하는데 이 역시 퍼블릭 분산원장 기술의 특성과 상충되는 면이 있으며 분산원장 기술의 내재적 특성에 배치된다는 비판도 존재한다.[141] 특히나 분산화된 자율조직인 DAO가 퍼블릭 분산원장을 기반으로 하여 발행한 디지털자산 중에서 증권성이 있는 것으로 판단된 경우와 같이 발행인을 특정할 수 없는 구조하에서는 (발행인이 지정하는) 암호증권등록부 관리자는 처음부터 존재할 수 없으므로 독일 전자증권법 규율체계에 부합하지 않는다. 또한 암호증권등록 관리자가 존재하지 않는 상황에서 퍼블릭 분산원장 상의 당사자 합의에 따른 디지털자산의 이전을 양도로 볼 수 있을 것인지 의문이다. 퍼블릭 분산원장에서 당사자의 이전에 대한 합의 및 전송 기록이 존재하더라도 이러한 기록을 eWpG의 (암호자산등록 관리자에 의한) 등록과 동일한 개념으로 볼 수는 없을 것이기 때문이다. 따라서 독일 전자증권법 상으로 퍼블릭 분산원장에서의 권리 발생 및 변동의 효력을 법률적으로 인정받기 어려울 것이다.

---

140) 최지웅, “디지털자산과 증권결제제도”, BFL 115호, 서울대학교 금융법센터 (2022.9.) p87

141) 정대익, 전게논문, p35

(3) 암호증권의 발행 및 처분

중앙전자등록부 방식과 암호증권등록부 방식으로 발행된 전자증권은 모두 등록부에 기재됨으로써 발행되고(제2조 제1항) 이 때 증서를 별도로 발행할 필요는 없다. 법률상 전자증권은 유가증권으로 간주하기 때문에 전자증권에 대하여 권면의 발행을 생략할수 있도록 법에 의해 특례를 부여하고 있다. 즉, 전자등록부에 발행으로 기재되면 권리 발생의 효력요건이 완성된 것이다. 중앙전자등록부에 기재되는 전자증권의 기재사항은 eWpG 제13조와 eWpG 제17조에 나열되어 있다. eWpG 제13조는 중앙전자등록부에 기록되는 전자증권에 대한 기재사항으로, 증권 식별 번호, 발행량, 액면가, 발행인, 개별등록 또는 혼장등록 여부 등이다. 암호증권등록부에 기록되는 암호전자증권의 기재사항 역시 대동소이 하다.

한편 전자증권 처분에 대해서는 제4절에서 규정하고 있다. 원칙적으로 전자증권은 eWpG 제2조 제3항에 따라 문서에 발행된 것으로 취급되므로 물건의 양도방식에 따르게 될 것이다. 이러한 내용이 전자증권법에 그대로 규정되어 있다. 즉 전자증권의 소유권 이전을 위해서는 권한있는 당사자의 지시에 의해 소유권이 양도되어야 하고 각 당사자가 이에 동의를 해야한다(eWpG 제25조 제1항). 양수인 명의로 등록이 이루어지기 전까지는 양도인이 권리자가 된다(eWpG 제25조 제1항 제2문).소유권 변동과 함께 담보권도 이전된다(제25조 제2항). 따라서 소유권 변동에 따라 양수인이 암호증권등록부에 소유자로 기재되면 그때 양도의 효력이 발생된다.

등록이 권리의 발생과 변동의 효력 요건이 되는 것과 마찬가지로 선의취득 역시 등록에 의해 가능하다. eWpG 제26조에서는 선의취득에 대하여 규정하고 있는데, 해당 조항에서는 전자증권등록부상의 기재사항이 완전하고 정확한 것으로 간주된다고 규정하고 있다. 또한 적법한 거래에 의해 전자증권등록부에 기재된 경우 등록부상 권리자로 기록되어 있는 자가 선의 무중과실이라면 권리자로 추정된다(eWpG 제26조). 암호증권

등록부에서의 양도 역시 이와 동일하므로 양수인 명의로 암호증권등록부에 기록이 완료되면 양도의 효력이 발생된다.

(4) 소결

결국 독일 전자증권법(eWpG)에서는 증권을 동산으로 취급하기 때문에 증권의 등록은 결국 점유와 동일한 효과를 발생시키는 행위로 볼 수 있다. 이를 명확하게 보여주는 것이 eWpG 제27조 규정이다. 해당 조항에서는 전자증권 소유자는 보유자로 등록되어 있는 동안 소유자로 추정된다고 규정하고 있는바, 증권은 동산에, 등록은 점유에 대비되며 등 점유자는 소유자로 추정된다는 물권법리가 증권법에도 그대로 반영되어 있다. 독일 전자증권법상 등록을 통해 점유가 인정되어 권리추정력이 발생된다. 이처럼 독일에서는 민법상 동산의 범위를 확대하지 않고도 전자증권법 규정을 통해 증권을 동산으로 간주하는 방식을 활용하여 사실상 동산의 범위가 확대된 것과 동일한 효과를 얻고 있다. 증권의 사법상 지위를 증권법제를 통해 명확하게 규정하였다는 측면에서는 장점이 있는 방식이라 할 것이다.

4. 일본의 금융상품거래법 상 분산원장 기록의 법적지위

(1) 전자기록이전권리 도입과 한계[142]

일본의 경우에는 2019년 금융상품거래법 개정을 통해서 전자기록이전권리를 추가함으로써 토큰증권의 법적 근거를 두고 있다. 금융상품거래법상 증권 또는 증서에 표시되지 않는 권리라고 하더라도 일정한 경우에

142) 본 연구의 p86부터 p92까지 내용은 (사)한국상사법학회 .2023. 7. 1. 개최된 2023년 하계국제학술대회 A세션의 제2주제 “디지털금융생태계 내에서의 토큰증권 규제의 과제” 발표문에서 발표된 내용과 중복되는 부분이 포함되어 있다.

는 유가증권으로 간주되고(금융상품거래법 제2조 제1항, 2항) 기타 권리 중 투자성이 있고 유통성이 존재하는 경우에도 정령으로 정하는 권리로서 간주 유가증권에 해당할 수 있다(금융상품거래법 제2조 제2항 제7호). 따라서 일본 금융상품거래법상 형태를 불문하고 권리의 내용에 따라서 유가증권에 해당할 수 있는 법률적 근거는 존재하였다. 그리고 이에 더하여 금융상품거래법 제2조 제3항으로 전자기록이전권리를 규정하면서 그에 대한 규제는 제2조 제1항의 유가증권과 동등한 규제를, 취급업자에 대해서는 제1종 금융상품거래업자와 동일하게 취급하도록 규정하였다. 다만 전자기록이전권리의 권리이전방식은 유가증권과 동일하지 않다. 금융상품거래법 가이드라인 2-2-2에서 규정하는바에 따르면 전자기록이전권리의 경우 일반 유가증권과 달리 권리이전을 위하여 당사자 합의 뿐만 아니라 제3자 대항요건이 요구된다고 본다. 그로 인하여 분산원장기반의 신탁수익증권 플랫폼의 경우 제3자에 대한 대항요건으로서 제3자에 대한 양도통지를 분산원장 기록으로 대체할 수 있도록 하는 특례가 적용되고 있다. 정리하면 일본의 경우 전자기록이전권리를 금융상품거래법에 규정함으로써 증권의 토큰화에 대한 법률적 기반은 마련이 되었으나 점유와 양도에 대한 효력 발생 요건이 명확하게 정리되지 않은 측면이 있다.[143]

일본에도 우리나라의 전자증권법에 해당하는 “사채주식 등의 대체에 관한 법률”(이하 ”사채등대체법“)이 존재하는데, 만일 전자기록이전권리가 사채등대체법상 대체기관에서 취급하는 주식등에 해당한다면 그에 따라 점유와 양도의 효력이 인정될 수 있을 것이다. 하지만 일본 금융청 해석에 따르면 전자기록이전권리는 사채등 대체법의 대상에 해당하지 아니한다.[144] 따라서 일본에서는 우리나라의 전자증권법에 해당하는 사채

143) 이효경, “일본 증권형 토큰 관련 규제방식과 시사점”, 기업법연구 제36권 제4호, 한국기업법학회 (2022. 12.), p245

144) https://www.fsa.go.jp/news/r1/sonota/20200403/01.pdf(2023. 5. 25. 최종 확인)

등대체법을 통해서도 전자기록이전권리의 양도 효력을 인정받을 수 없다..[145]

결론적으로 일본에서는 금융상품거래법상 전자기록이전권리를 도입하여 토큰증권의 법적근거를 만들었음에도 불구하고 별도의 권리이전 방식에 대해서 규정하지 아니하여 과거 신탁법에 규정되어 있는 방식인 합의와 제3자 대항요건으로서 수익증권원부기재가 필요한 상태이다. 합의는 계약을 통해 해결 가능했으나 제3자 대항요건인 수익증권 원부기재라는 요건 대문에 분산원장의 기재는 법률적 효력을 갖기 어려웠다. 이 문제를 해결하기 위하여 일본에서는 산업경쟁력강화법상 “분산원장 기술을 활용한 전자적 거래에 관한 제3자 대항 요건에 관한 실증”특례를 인정하였다. 위 특례에서는 권리이전시 해당 내역을 수익증권 원부에 기재하는 대신 분산원장에 기재하더라도 제3자 대항요건을 갖춘 것으로 인정되었다.[146] 이하에서는 이 사례를 중심으로 전자기록이전권리의 양도에 대한 효력 인정방식을 살펴보고자 한다.

(2) 「Progmat」 사례

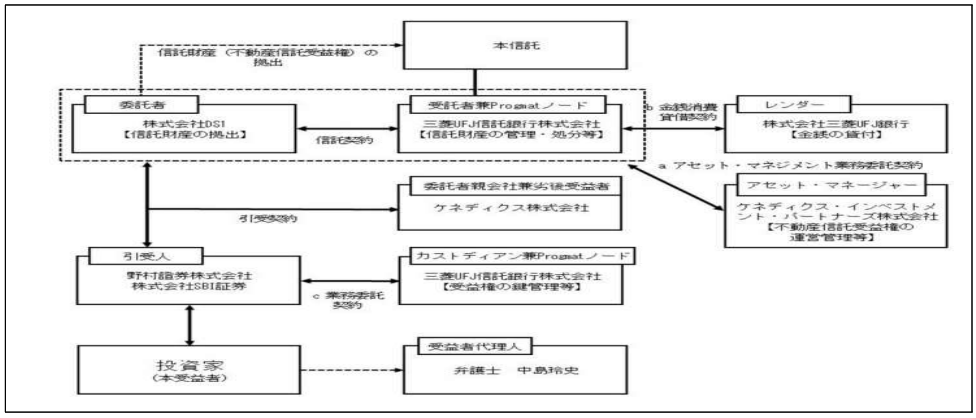
2021년 8월 11일 일본 최초의 공모형 부동산 토큰 증권이 발행되었다. 이 토큰증권이 발행된 플랫폼이 Progmat이다.[147] 사업자들인 주식회사 DSI, 미쓰비시 UFJ 신탁은행 주식회사(이하 “미쓰비시 UFJ 신탁은행”)등은 수익증권 발행신탁 구조를 활용하여 자산을 기초로한 자산 담보형 증권형 토큰을 발행하였다.

<그림3> Progmat 사업구조

145) 이효경, 전게논문, p241

146) https://www.meti.go.jp/policy/jigyou_saisei/kyousouryoku_kyouka/shinjigyo-kaitakuseidosuishin/result/sandbox.html

147) STO ビジネスにおける業種横斷での協業と資産裏付型セキュリティトークンの本邦初の公募について
https://www.nomuraholdings.com/jp/news/nr/nsc/20210709/20210709_a.pdf



출처 :STO 비즈니스における業種横斷での協業と資産裏付型セキュリティトークンの本邦初の公募について p2

https://www.nomuraholdings.com/jp/news/nr/nsc/20210709/20210709_a.pdf

1) 사업 구조

주식회사 DS1은 위탁자겸 수익자, 미쓰비시 UFJ 신탁은행은 수탁자이다. 위탁자 겸 당초 수익자인 DS1은 자기가 보유한 신탁 수익권(「본건 부동산 수익권」)을 수탁자인 미쓰비시 UFJ 신탁 은행에 신탁 양도하고, ①우선 수익권 ② 후순위 수익권 및 ③대출 수익권을 취득한다

이 중 우선 수익권(본 수익권)이 공모발행 대상 주식이다. 인수증권회사는 노무라 증권주식회사와 주식회사 SBI 증권이었다. 후순위 수익권은 케네딕스 주식회사에 양도되고, 대출 수익권은 수탁자인 주식회사 미쓰비시 UFJ 은행이 자금을 조달하여 상환하는 구조이다. Progmat의 부동산 수익권은 부동산 관리처분 신탁의 수익권이고, 이를 개인투자자에게 분할하여 판매하는 구조로서 신탁재산은 중간에 변경되지 아니한다.[148]

148) 河合 健／青木俊介／梅津公美, “本邦初の公募型不動産セキュリティ・トークンの發行”, CAPITAL MARKETS LEGAL UPDATE, Anderson Mori & Tomotsune 法律事務所, (2021.8) pp2, 3

https://www.amt-law.com/Asset/pdf/bulletins10_pdf/210812.pdf ; 2021. 7. 9.자 증권신고서에 기재된 내용을 TO ビジネスにおける業種横斷での協業と資産裏

수익자와 케네디쿠스 인베스트먼트 파트너스 주식회사(자산운용사)의 사이에서 투자일임계약을 체결함으로써 본 신탁(펀드)의 운용에 관한 실질적인 판단은 자산운용사(Asset Manager)가 수행한다. 각각의 역할을 정리하면 다음과 같다.[149]

<표2> Progmat 참여회사별 역할[150]

회사명	주된 역할
케네딕스 ケネディクス	· 기초자산이 되는 부동산의 발굴 · 대상 자산의 자산 운용(Asset Management) 업무 · 대상 자산과 관련된 투자자를 위한 정보 공시 업무
野村(노무라)	· 자산 담보형 ST의 취급 업무 · 자산 담보형 ST의 보관 업무
SBI	· 자산 담보형 ST의 취급 업무 · 자산 담보형 ST의 보관 업무
三菱 UFJ 信託銀行	· 분산원장 기반 Progmat의 시스템 제공 · 보수 · 수익증권 발행신탁의 수탁 업무(자산 담보형 ST의 명부 관리를 포함한다) · 자산 담보형 ST의 보관(Custody) 업무(비밀 키의 관리)

Progmat는 분산원장을 이용하여 증권과 자금의 결제를 자동화하는 프로젝트이며, 유가증권의 발행단계부터 유통까지 자동적이고 일괄적으로 할 수 있는 플랫폼으로서 개발이 진행되었다. 그리하여 Progmat는 분산원장을 활용함으로써 매매체결 이후의 사무무(수익자 원부 등록 등)를 자동화함으로써 업무 비용의 절감과 필요 기간의 단축화를 실현하고자 하였다.

付型セキュリティトークンの本邦初の公募について p2,3에서 재인용

149) STO ビジネスにおける業種横斷での協業と資産裏付型セキュリティトークンの本邦初の公募について
https://www.nomuraholdings.com/jp/news/nr/nsc/20210709/20210709_a.pdf P2

150) 河合 健／青木俊介／梅津公美, “本邦初の公募型不動産セキュリティ · トークンの發行”, CAPITAL MARKETS LEGAL UPDATE, Anderson Mori & Tomotsune 法律事務所, (2021.8,) p3
https://www.amt-law.com/Asset/pdf/bulletins10_pdf/210812.pdf (2023. 4. 15. 최종확인)

2) 거래구조

○매매체결에 따른 거래 기록

매매체결 결과에 따른 수익권의 이전 및 그에 따른 기록은 Progmat의 분산원장(블록체인)에 시스템을 통해 이루어진다. 그리고 이 기록을 수익자명부로 인정받는 특례를 받음으로써 제3자 대항요건으로서 수익자명부 기재를 대체할 수 있게 되었다. 즉 규제특례를 통하여 신탁법 제186조의 수익자 원부는 분산원장으로 대체된다.

○양도승낙의 대행

투자자가 Progmat 상에서 매매체결 후 양도 승낙을 요청하고 투자자로부터 수익자 원부상의 명의개서 요청을 받은 미쓰비시UFJ가 플랫폼에서 본 수익권의 양도를 승낙하는 의사표시를 한다. 즉, 투자자가 수탁자에게 의사표시를 하고 다시 수탁자가 투자자의 의사에 따라 양도 승낙을 하면 플랫폼이 분산원장에 양도사실이 기록된다.

○비밀키 관리 및 양도승낙 요청 및 명의개서 청구의 위탁

본 수익권의 수익자는 공모를 통해 수익증권을 매수한 투자자가 될 것이다. 수익자인 투자자는 금융상품거래업자(이하 "취급 금융상품거래업자"라 한다)와 중개를 위한 위탁계약을 체결하고, 본 수익권에 관한 재산적 가치(토큰)를 Progmat 상에서 이전하기 위해 필요한 비밀키 등 정보의 관리를 취급할 수 있는 권한과 본 수익권의 양도승낙 요청, 수익권의 본 수익권의 양도 승낙 요청 및 수익권원부의 명의개서 청구 등을 대행할 수 있는 권한을 취급 금융상품거래업자에게 위임하게 된다.

○ 양도승낙 요청 및 명의개서 청구 업무의 재위탁

프로그램 상에서의 양도 승낙 요청 및 수익권원부 명의개서 청구는 분산원장의 노드참여자만 할 수 있다. 따라서 노드를 보유하지 않은 취급 금융상품 거래업자는 본 수익자로부터 위탁받은 본 수익권 양도 승낙 요청 및 수익권원부 명의개서 청구 업무를 수행하기 위해 토큰의 보관업자이자 Progmat의 노드 보유자인 미쓰비시 UFJ 신탁은행과 업무위탁계약을 체결하고, Progmat에서의 본 수익권 양도 승낙 요청 및 수익권원부 명의변경 요청 업무를 재위탁한다.

○ 신탁재산 운용 관련

본 건에서는 개인투자자이자 다수인 본 수익자가 본 신탁의 운용에 관한 실질적인 판단을 하는 것은 현실적으로 불가능한 상황이다. 이러한 점을 고려하여 수익자와 케네딕스 인베스트먼트 파트너스 주식회사(이하 '자산운용사') 사이에 투자 일임계약을 체결하여 본 신탁의 운용에 관한 실질적 판단을 자산운용사에 일임하도록 한다. 수익자가 개별적인 판단을 할 가능성은 사실상 존재하지 않는다. 또한, 사무의 번거로움을 피하기 위해 본 수익권에 대한 권리행사는 원칙적으로 수익자 대리인이 수행하도록 하고 있다.

3) 관련된 법률적 쟁점

① 분산원장 기재를 통한 제3자 대항요건 발생 특례

토큰증권의 거래를 위해서는 먼저 권리양도의 절차를 전자적인 플랫폼에서 확정적으로 완결될수 있게 할 필요가 있다.[151] 수익증권의 경

151) 河合 健／青木俊介／梅津公美, “本邦初の公募型不動産セキュリティ・トークンの發行”, CAPITAL MARKETS LEGAL UPDATE, Anderson Mori & Tomotsune 法律事務所, (2021.8,), p3: “ セキュリティ・トークンのストラクチャリングにあたっては、まず權利讓渡の手續を電子的なプラットフォーム內で完結

우 양도시 해당 수익권에 관한 수익증권을 교부하는 것이 효력요건으로 규정되어 있다(신탁법 제194조). 그리고 수익증권은 증권의 권면을 발행해야 하는바 전자플랫폼을 활용한 양도방식을 채택하는 것은 불가능하다. 하지만 수익증권발행신탁에 있어서는 신탁법상 실물 수익증권을 발행하지 않는 방식을 채택할수 있고(신탁법 제185조 2항) 이 경우 당사자간 합의로 양도의 효력을 유효하게 발생시킬 수 있다. 다만 이 경우 제3자 대항력을 갖추기 위해서는신탁법 제195조 2항에 따라 수익권자 원부에 기재 또는 기록이 되어야 한다. 이에 Progmat의 경우 수탁자인 미쓰비시 UFJ가 관리하는 분산원장에 기재 또는 기록이 되면 제3자에 대한 대항력을 구비할 수 있도록 하기 위해(수익자 명부 기재와 동일한 효력이 발생되도록 하기 위해) 산업경쟁력강화법상 규제특례를 인정받았다. 이 경우에도 신탁법 제93조 제2항에 따라서 양도제한 특약을 체결할 경우 그에 대한 악의 또는 중과실 있는 제3자에 대한 양도 효력은 무효가 되는바, 본 플랫폼 이용자 이외의 자에 대한 양도제한 특약을 이용자와 체결함으로써 플랫폼 외부에서의 매매체결 행위를 금지하였다.[152]

②컨소시엄 분산원장 채택과 효율성

분산원장의 구성은 누구나 네트워크에 참여할수 있는 퍼블릭 분산원장과 네트워크 참여가 제한되어 있는 프라이빗 분산원장으로 구별되고 노드 참여자를 기준으로 누구나 노드가 될 수 있는 비허가형 분산원장과 노드 참여자가 허가에 기반한 허가형 분산원장으로 나누어진다. Progamat는 노드 참여자가 정해져 있고, 네트워크 참여자 역시 제한되어 있는 프라이빗/ 컨소시엄형 분산원장으로 구성되어 있다. 그리고 본

させることができるようにする必要がある。”

152) 河合 健／青木俊介／梅津公美, “本邦初の公募型不動産セキュリティ・トークンの發行”, CAPITAL MARKETS LEGAL UPDATE, Anderson Mori & Tomotsune 法律事務所, (2021.8,) p4

건 사업에서의 프라이빗형 분산원장의 경우 수탁자와 토큰증권 보관자에게만 노드 참여가 허가되어 있다.

이러한 구조로 설계된 분산원장은 고객자산의 보호 측면에서 퍼블릭 분산원장에 비하여 유리하고 해킹등으로 인하여 실체관계가 다른 거래가 기록된 경우에도 분산원장 일부를 제거하는 하드포크 또는 토큰의 강제 이전방식으로 거래 이력을 정정할수 있는 장점이 있다. 이와 같이 노드 참여자가 제한될 경우, 중앙화된 관리방식이 유지된다는 점에서 분산원장의 특수성을 제대로 활용하기는 어려운 점이 있으나 실제 운영단계에서는 증권 실물의 별도 보관의무가 강제되지 않는 등 중앙예탁방식이 강제되었던 기존 금융거래 시스템에 비하여 효율적이라고 평가된다.

③ 수익증권 발행신탁 스킴의 활용 이유

일본에서는 자산담보형 증권 토큰을 발행할 때, 일반적으로「합동회사와 익명조합을 결합하는 방법 」[153]이나 「특정목적회사 제도를 이용하는 방식」[154]을 활용하는 것을 생각할 수 있다. 그런데 익명조합에서 법적으로 유효한 권리 이전을 실현하려면 공증사무소에서 확정일자를 취득한 뒤, 합동회사의 영업자에 대한 통지 또는 승낙이 필요하다. 또한 특수목적기구를 활용한 경우에는 담보자산을 교체하는 등의 변경이 있을 때마다 자산유동화 계획을 변경하고 이해관계인의 사전 동의를 얻을 필요가 있다. 이러한 점 때문에 익명조합이 발행한 증권 또는 특정목적회

153) STO ビジネスにおける業種横断での協業と資産裏付型セキュリティトークンの本邦初の公募について
https://www.nomuraholdings.com/jp/news/nr/nsc/20210709/20210709_a.pdf , p2
원문에는 GK-TK SCHEME이라고 기재되어 있다
154) STO ビジネスにおける業種横断での協業と資産裏付型セキュリティトークンの本邦初の公募について
https://www.nomuraholdings.com/jp/news/nr/nsc/20210709/20210709_a.pdf , p2
원문에는 TMK SCHEME이라고 기재되어 있다.

사방식을 활용한 증권을 토큰증권의 형태로 발행하기 어려운 측면이 있었다. 이러한 이유에서 Progamt의 경우 수익증권 발행신탁제도를 활용하여 토큰증권을 발행하였다고 한다.

(3) 소결

일본의 경우 전자기록이전권리라는 새로운 형태의 증권형태를 금융상품거래법에 규정하였고 이를 통해 토큰 형태의 증권 발행이 가능해졌다. 하지만 법률상 발행의 근거가 생긴 것과 별개로 권리이전 효력의 인정방법에 대해 별도로 규정하지 아니하여 여전히 신탁법상 양도 방법을 활용해야하는 문제가 있었다. 그 결과 분산원장 거래 방식을 활용할 경우 제3자 대항요건을 충족시킬 수 없다는 문제가 존재하는 상황이다. 이에 몇개 업체가 토큰증권의 발행 및 유통을 위해 제3자 대향력 요건을 분산원장 기록으로 대체할 수 있도록 하는 산업경쟁력강화법상 특례를 인정받았다.

결론적으로 일본에서는 금융규제법적 차원에서 전자기록이전권리의 도입을 통해 토큰증권의 발행에 대한 근거는 마련되었으나 발행된 전자기록이전권리는 사채등 대체법상 대상 증권에도 해당하지 않고, 분산원장 거래를 통한 권리추정력의 인정 근거가 법률에 규정되어 있지 아니하다. 그 결과 분산원장에 기반한 금융투자상품이 발행되더라도 그 점유와 양도의 효력 발생을 위한 법률적 근거가 미흡한 상황이다. 그리고 이러한 문제 해결을 위해산업경쟁력강화법상 특례를 인정받음으로써 양도 효력 발생 요건을 분산원장기재로 대체하고 있다는 점도 일본의 특이한 점이다.

5. 스위스 DLT ACT상의 분산원장 기록의 법적지위

(1) 등록부증권의 등록 및 양도

스위스에서는 2021. 6. 18. 의회에서 분산원장에 대한 연방법 적용을 위한 의결을 통해 Bundesgesetz zur Anpassung des Bundesrechts an Entwicklungen der Technik verteilter elektronischer Register(전자적 분장등록부기술의 발전에 대한 연방법의 조정에 관한 연방법률, 이하 “DLT ACT”라고 한다)가 시행되고 있다.[155] 이 법에서는 등록부증권(제973d조)개념을 도입하였다. 이는 당사자간 합의에 따라 등록부에 등록되고 등록부를 통해서만 양도 가능한 권리를 의미한다고 규정한다(제973d조 제1항). 등록부의 요건을 4가지로 제시하는데 (1) 채무자가 아닌 채권자에게 기술적 절차를 통해 자신의 권리를 처분할 수 있는 권한을 부여할 것. (2) 무단 변경에 대해 여러 독립 당사자의 공동 관리와 같은 적절한 기술적 및 조직적 조치에 의해 무결성이 보호될 것, (3) 권리의 내용, 등록부의 운영 및 등록 계약이 등록부 또는 관련 증빙 데이터에 기록될 것, (4) 채권자는 제3자의 개입 없이 자신과 관련된 정보 및 등기부 항목을 조사하고 자신과 관련된 등록부 내용의 무결성을 확인할 수 있어야 할 것 이라고 규정하고 있다.

DLT ACT에서는 채권자로부터 권한을 부여받은 자가 처분에 대한 등록을 함으로써 양도의 효력이 발생되는바 DLT ACT에서도 등록을 증권의 소유와 동일한 개념으로 취급하는 것으로 볼 수 있다(제937d조 제1항). 다만 특이한 점은 분산원장 시스템 밖에서 등록부증권이 양도된 경우에는 등록 합의를 통해서 양도의 효력을 인정하고 있다(제937F조 제1항)는 점이다.

등록계약은 발행인과 등록증권을 최초로 적법하게 취득한 자("최초수취인") 사이에 체결하는 것을 원칙으로 한다(제973f조). 계약이 이루어

---

155) The Swiss Federal Council, Ordinance on the Adaptation of Federal Law to Developments in Distributed Ledger Technology,(2021. 6.) ; ,https://www.admin.ch/gov/en/start/documentation/media-releases.msg-id-84035.html (2023. 4. 28. 최종 확인)

지면 DLT 증권 역시 등록부 증권의 한 종류로서 기록될 수 있고 이때는 DLT 증권은 통일된 규칙과 절차에 따라 중앙에서 기록 및 거래되는 방식을 통해 유통된다.[156] 결국 스위스의 경우 토큰증권은 기존 증권시장에서도 거래 대상이 될 수 있다(Finanzmarktinfrastrukturgesetz (FinfraG) 제2조 제b호 및 제b의2호).[157]

(2) 운영사례

DLT ACT에서는 토큰 발행에 관하여 ① 주식·채권형 토큰의 발행시 투자설명서를 제출할 것(FinSA; Financial Service Act, 금융서비스법 Art. 37),[158] ② 발행조건이 동일하고 대량거래에 적합할 것(FMIA Art. 2. let. B), ③ 무증서증권일 경우 수량·액면가 및 소유자를 기록한 장부를 관리할 것(CO; Code of Obligations, 채무법시행령 Art.973 C) 등을 규정하고 있다.[159];

FINMA 지침의 토큰 유통에 관한 주요 규제로는 ① 토큰증권을 인수 및 공모하는 자는 주간사의 자격을 갖출 것(SESTO; Swiss Exchange Ordinance, 스위스 증권거래법 조례, Art. 3 para. 2), ② 고객을 위한 토큰의 거래·보관·결제를 위해서는 투자중개업자(client dealer) 자격을 취득할 것(SESTO Art. 3 para. 5), ③ 토큰의 거래를 위해서 증권거래 기구(Trading Venue)는 FINMA의 승인을 득할 것(SESTA; Swiss Exchange Act, 스위스 증권거래법, Art. 35) 등을 규정하고 있다.

---

156) https://www.finma.ch/de/bewilligung/fintech/dlt-handelssystem/(2023. 6. 11. 최종 확인)

157) 천창민, “스위스 간접보유증권법(Bucheffektengesetz)에 관한 고찰”, 증권법연구 제13권 제1호, 한국증권법학회, (2012. 5.); Zirkular 2021/01 Registerwertrechte Genehmigt von der Swiss Blockchain Federation am 29. (2021. 1.)

158) FinMIA 제73b조

159) FinMIA 제73d조

이러한 규제 하에서 FINMA는 SDX Trading AG를 DLT 금융거래인프라로 승인하였다.[160] 디지털자산 SDX AG는 스위스 주식거래소의 자회사로서 DLT 증권에 대한 통합된 거래, 정산 및 수탁 인프라로서 기능한다.[161] SDX는 분산원장상에서 즉시 청산 및 결제를 지원하고 따라서 담보 관리와 청산 필요성이 없는 형태로 운영된다.

(3) 소결

스위스 제도의 특수성은 분산원장기술(DLT) 기반의 증권 즉 토큰증권을 수용하고 등록부에 등록을 점유 및 양도 효력 인정요건으로 규정하고 있다는 점이다. 스위스의 이러한 제도적 특성은 독일의 전자증권법 방식과 유사하다. 하지만 차이점도 존재한다. 독일에서는 암호증권등록부 관리자의 역할이 명확하게 존재하여 퍼블릭 분산원장에서 발행된 토큰증권의 점유 및 양도 효력 발생 요건이 불명확 했던 반면 스위스에서는 퍼블릭 분산원장에서 발행된 토큰증권이라도 합의에 따른 등록을 인정하고 있어, 당사자간 합의만 존재하면 등록부에 등록이 가능하다는 점이다.

한편 인프라 관련하여서는 스위스에서는 토큰증권의 매매체결회사는 증권거래시스템에서 요구하는 예탁기관 및 청산기관으로서의 인허가를 취득하여야 하고 이러한 인허가를 취득하면 매매체결과 함께 예탁 및 청산까지 모두 한 개 기관에서 직접 수행할 수 있다는 특수성이 있다.

6. 국내 금융규제법상 분산원장 기록의 법적 지위

---

160) FINMA, FINMA issues first-ever approval for a stock exchange and a central securities depository for the trading of tokens ,(2021. 9. 10). p1; https://www.finma.ch/en/news/2021/09/finma-issues-first-ever-approval-for-a-stock-exchange-and-a-central-securities-depository-for-the-trading-of-tokens/ (2023. 4. 16. 최종 확인)

161) https://www.sdx.com/(2023. 4. 16. 최종 확인)

(1) 토큰증권 법적 지위 인정의 방법

앞서 본바와 같이 디지털자산은 물건이 아니고 채권도 아닌 상황이다. 그리하여 디지털자산은 민법상 준물권적 지위를 취득하고 있다는 전제하에서 이 논의를 시작할 필요가 있다. 준물권의 지위에 있다면 권리이전시 제3자 대항력을 구비하기 위하여 무엇이 필요한가? 저작권의 경우는 등록이 필요한 것과 마찬가지로 개별법상 대항요건을 정할 수 있을 것이다. 그리고 토큰증권의 권리추정력의 확보를 위하여 가장 합리적인 방법은 증권법제를 통한 권리관계의 명확화라고 생각된다. 따라서 금융규제적 방법을 통한 토큰증권 권리추정력 확보방안에 대해서 논의하고자 한다.

(2) 자본시장법상 토큰증권의 점유와 양도 효력

증권법제 하에서 증권의 점유와 권리이전 효력 인정 방식은 증권법제도 발전과도 밀접한 연관이 있다. 당초 증권의 경우에도 동산법리가 적용되었으나 증권사무위기 등을 겪으면서 실물증권제도는 점차적으로 부동화 및 무권화를 지향하게 되었다.[162] 지금은 전자증권법을 통한 완전한 무권화가 일부 달성되었다. 이러한 전제하에서 자본시장법을 통한 토큰증권의 권리추정력 확보 방안을 생각해보고자 한다.

구증권거래법에서는 열거주의를 채택하고 있었는바, 법상 열거되지 않은 경우에는 유가증권에 해당하지 않는 것으로 보았다. 이에 증권으로서의 속성을 지닌 경우라도 증권으로 포섭할 수 없는 문제가 있었다.[163] 이후 자본시장법은 증권의 속성을 6가지 종류로 나열하였고, 그 속성을 지닌 경우에는 그 형태가 무엇이든 권리의 성질로서 증권에 해당한다고 본다(자본시장법 제4조 제9항).

---

162) 한국예탁결제원, 「증권예탁결제제도 제4판」, 박영사, (2018. 1). p65
163) 한국예탁결제원, 전게서1. p84

자본시장법에서는 증권의 현실인도나 목적물반환청구권 양도방식에 따른 양도 효력을 인정하는 대신에 예탁된 증권에 대하여 점유 및 권리이전 방식의 특례를 규정하고 있다. 즉, 예탁된 증권의 경우 투자자계좌부와 예탁자계좌부에 기재된 자가 각각 그 증권을 점유하는 것으로 간주되고(자본시장법 제311조 제1항) 계좌간 대체기재를 통하여 권리이전효력이 인정되므로(자본시장법 제311조 제2항) 증서의 집중예탁 및 계좌부 기록을 통해 점유와 양도의 효력을 인정받게 된다.

한편 자본시장법상 예탁 대상 증권은 예탁결제원이 지정하도록 규정되어 있는데(자본시장법 제308조)[164] 예탁결제원이 지정하는 예탁대상 증권의 조건은 자본시장법상 증권의 성질을 갖는 것으로서 집중예탁 및 계좌간대체에 적합한 것이어야 하므로 성질성 증권으로 분류되면서 동시에 예탁에 적합하면 예탁결제원의 예탁대상 증권으로 지정될 수 있다.

그런데 분산원장 방식으로 발행된 토큰증권은 증권의 성질을 갖는 것으로 판별되더라도 개념상 분산된 장부에 기록된 권리로서 집중예탁 및 계좌간대체에 적합하지 아니함이 명백하고, 따라서 예탁결제원에 예탁대상 증권으로 지정할 수 없을 것이다. 그러므로 현재 자본시장법상 토큰증권은 예탁방식에 따른 점유의 효력이나 계좌간 대체기제에 따른 양도 효력을 인정받을 수 없다.

(3) 전자증권법상 토큰증권의 점유와 양도 효력

1) 예탁제도와 전자증권의 관계

예탁대상 증권으로서 인정될 수 없더라도 전자증권법상 등록대상 증

164) 한국예탁결제원, 전게서1, p85; 구증권거래법에서는 “예탁결제원에 예탁할 수 있는 유가증권은 예탁결제원이 지정한다”(구 증권거래법 제173조의 7 제1항)라고 되어 있기는 하였으나, 증권의 종류 자체가 나열된 유가증권에 한정되어 있었으므로 예탁대상 증권의 종류는 제한될 수 밖에 없었다.

권으로서 전자등록되면 그로부터 점유와 양도의 효력이 인정될 수 있다. 자본시장법 제308조 제1항에서도 전자증권법에 따라 전자등록된 경우에는 자본시장법 제6편 제2장 제2절 예탁관련제도의 적용을 받지 아니함을 규정하고 있으므로 자본시장법상 예탁대상 증권에 해당하지 않더라도 전자등록대상 증권이 된다면 이를 통해 증권의 점유와 양도 효력은 인정될 것이다.

2) 현행 전자증권법상 토큰증권의 점유 및 양도 효력

현행 전자증권법에서는 전자등록 주식의 종류와 효력 전반에 대하여 규정하고 있다.[165] 우선 토큰증권이 전자증권법상 전자등록 대상 주식이 될수 있는지 살펴볼 필요가 있다. 전자등록대상 주식은 전자증권법 제2조 제1호 및 동법 시행령 제2조에 규정되어 있다. 이에 따르면 자본시장법상 증권에 해당하는 것과 기타 금융위원회가 권리의 유통가능성과 대체가능성을 고려하여 금융위원회가 정하여 고시하는 권리이면 전자등록 “대상” 주식으로서의 지위를 취득한다. 즉, 자본시장법상 증권의 범주내에 있는 것으로서 유통가능성과 대체가능성이 존재한다면 전자등록의 대상이 될 수 있을 것이다. 토큰증권은 이후에서 보겠지만 성질분석 결과 자본시장법상 증권으로 분류된 것으로서 토큰의 형태를 취하고 있어 유통성이 높고, 대체가능성도 존재하는바 성질상 전자증권법상 “전자등록”대상 주식에는 포함될 수 있을 것이다.

하지만 현재 전자증권법상 규정하고 있는 전자등록방식으로는 토큰증

165) 전자증권법 제2조 제2호에서는 전자등록을 “주식등의 종류, 종목, 금액, 권리자 및 권리 내용 등 주식등에 관한 권리의 발생·변경·소멸에 관한 정보를 전자등록계좌부에 전자적 방식으로 기재하는 것”이라고 규정하고 있고 전자증권법 제2조 제3호에서 전자등록계좌부를 나열하고 있다. 그리고 전자증권법 제2조 제4호로 전자등록주식등을 규정하면서 “전자등록계좌부에 전자등록된 주식등”을 의미한다고 규정한다.

권을 등록할 수 없다. 현재 전자증권법상 전자등록은 전자등록기관이 중앙에서 전자등록계좌부를 관리하고 기록하는 방식을 취하고 있다. 또한 현행 전자증권법상 전자등록계좌부란 전자증권법 제2조 제3호에서 열거하는 장부만을 의미한다. 분산원장에 기록되는 토큰증권을(또는 분산원장에 존재하는 기록 그 자체인 토큰증권을) 양도하더라도 해당 기록이 전자증권법상 전자등록계좌부에 기록되지 않으므로 현재로서는 전자등록주식의 지위를 획득할 수는 없다.

그리고 전자증권법 제35조의 전자등록 효력에 관한 규정에 따르면 전자등록계좌부에 전자등록된 경우에만 전자등록된 권리의 효력이 발생되는 것으로 추정된다(전자증권법 제35조 제1항). 마찬가지로 “전자등록주식”의 양도에 따른 효력 역시 계좌간대체의 전자등록을 통해서 인정될 뿐이다(전자증권법 제35조 제2항). 전자증권법상 권리의 제3자에 대한 대항력은 전자등록계좌부상의 전자등록을 통해서 인정받을 수 밖에 없으므로 토큰증권을 양도하더라도 양도의 효력을 제3자에게 주장할 수 없다.

결국 현행 전자증권법상 등록제도와 자본시장법상 예탁제도를 통해서는 토큰증권의 점유와 양도 효력을 인정받을 수 없다.

이러한 법률적 한계에도 불구하고 토큰증권 거래 플랫폼이 혁신금융서비스 지정을 통해 운영되고 있다. 어떻게 토큰증권 거래의 효력이 발생되는지 사례를 통해 살펴본다.

(4) 혁신금융서비스에서의 토큰증권의 점유 및 양도 효력

앞서 본 법적 한계에도 불구하고 국내에서 금융상품거래 인프라로써 분산원장을 활용하는 시도가 이루어지고 있다. 우리나라에서는 혁신금융서비스 지정을 통해서 현재 토큰증권 발행 및 유통 플랫폼이 운영되고 있다. 혁신금융서비스로 지정될 경우 금융관련 법령에 존재하는 규제의 한시적 적용면제를 통해서 서비스의 효용성과 혁신성을 실험할 수 있게

되는데 현재 카사 코리아, 루센트 블록, 펀블, 에이판다 총 4개의 서비스가 혁신금융서비스로서 지정되어 운영되고 있다. 위 4개 서비스 모두 유사한 방식으로 운영이 되고 있으므로 대표적인 사례로 카사 코리아의 부동산 수익증권 거래 플랫폼 사례를 살펴봄으로써 토큰증권의 거래에 따른 권리추정력 확보 방법을 살펴보고자 한다.

1) 사업 구조

주식회사 카사코리아(이하 “카사”)[166]는 부동산 신탁에 기반한 수익증권을 발행하고 유통시키는 플랫폼을 운영하고 있다.[167] 카사는 당초 2019. 12. 18.부터 2년간 혁신금융서비스로 지정되어 서비스를 운영하였고 당국으로부터 2021. 12. 18.부터 2023. 12. 17.까지 다시 2년간 지정기간 연장 결정을 받았다. 카사는 초기 방식과 후기 방식으로 나누어진다.

초기방식은 다음과 같다. ⓐ플랫폼에서 고객 자금을 은행의 펌뱅킹서비스를 통해 수취하고 해당 은행에 개설된 회사명의의 신탁계좌에 보관한다. ⓑ회사 자금으로 사전에 매수한 부동산을 신탁한 후 신탁회사가 수익증권을 발행한다. 이때 위탁자는 회사이지만 신탁 수익권자는 토큰화된 수익증권을 매수한 투자자로 규정한다. ⓒ회사는 플랫폼에 가입된 고객을 상대로 토큰화 된 수익증권을 공모형태로 최초 판매한 후 분산원장에 증권 소유자 명부를 기재한다. ⓓ플랫폼을 통해서 토큰화된 수익증권의 매도·매수가 가능하고 매도·매수 결과에 따른 소유권변경 내역을 확정일자에 의한 공증을 수행함으로써 관리한다. ⓔ주기적으로 소유자 명부상 소유자에게 배당을 수행하고 일정 기간이 경과하면 부동산을 매각하여 수익권자인 투자자에게 매각에 따라 발생한 부동산 시세 차익을 배분한다.[168] 이후에 혁신금융서비스 지정 연장을 받았고 당시 금융당국

166) https://brand.kasa.co.kr/
167) 이영경, “조각투자의 거래구조와 투자자 보호”, 선진상사법률연구 통권 제99호, 법무부(2022.7.), p41
168) 이영경, 전게논문, p42

이 연장에 대한 부대조건으로 수익증권을 토큰과 매칭하여 거래이력을 전자등록을 하도록 하였다.[169] 이러한 부대조건의 이행을 위하여 카사는 수익증권 양수도에 따른 소유권 변동 내역을 전자등록계좌부에 중복 기재하는 방식으로 변경하였다. 즉, 사업 초기 단계에는 수익자 명부의 공증을 통한 소유권자 관리 방식을 취하였으나 이후 수익증권은 토큰 발행량과 동일한 수량만큼 발행하여 예탁결제원에 전자등록 한 후 수익증권과 토큰을 1:1 매칭하여 매매거래 결과를 전자등록하는 방식으로 변경되었다.

2) 전자등록부 병행 기록의 의의

현재 카사와 같은 분산원장기반의 부동산 수익증권거래플랫폼은 수익증권과 동수의 토큰을 발행한 후 토큰의 거래 이력을 전자등록계좌부상 거래이력과 일치시키고 있다. 혁신금융서비스 이러한 방식을 채택하도록 요구하는 것은 분산원장에서의 거래이력이 제3자 대항력을 갖추지 못하기 때문이다. 그리하여 토큰증권 거래이력과 전자등록계좌부상의 거래이력을 동일하게 만들고 실제 권리추정력은 전자등록계좌부상의 등록여부에 따라 발생될 수 있게 한 것이다[170].

3) 검토

혁신금융서비스에서 채택한 미러링방식은 토큰증권의 양도 효력을 전자증권법상 등록을 통해서 인정받는 방식이다. 이와 같이 거래 이력을 전자등록하도록 하더라도 여전히 권리관계에 있어서 해결되지 않은 문제가 존재한다. 왜냐하면 해당 플랫폼에서 거래를 한후 전자등록하는 방식

169) 금융위원회, 공고 제 2021-491호, “㈜카사코리아 및 ㈜국민은행 등 4개 신탁회사의 혁신금융서비스 지정기간 연장”, (2021. 12. 8.)
170) 이를“미러링”이라고도 한다.

을 운용하면서 실시간 전자등록을 하지 아니한다면 실제 권리관계가 공시될 수 없고 양도계약의 효력을 선의 제3자에게 대항하지 못하기 때문이다. 가령 플랫폼의 거래 이력이 실시간 전자등록되지 않고 1일 1회 최종 거래 이력만 등록된다면 그 사이에 동일한 수익증권에 대한 소유권 변동이 수차례 있을 경우 해당 수익증권에 대한 소유권 변동 내역이 완전하게 공시되지 못할 것이다. 이러한 방식을 채택할 경우 실제 권리관계는 전자등록을 기준으로 판단하게 될 것인데 플랫폼에서 최초 매도한 자가 여전히 전자등록부 상 소유자로 남아있는 상태에서 최초 매도자의 채권자가 전자등록부상 매도자 명의의 수익증권에 강제집행할 경우 플랫폼상 매수자는 최초 매도자의 채권자에게 대항할 수 없는 문제가 발생한다. 이러한 문제의 해결 및 토큰증권의 거래에 따른 권리관계의 명확화를 위해서는 결국 분산원장 자체에 기록된 내역에 권리추정력을 부여하는 법률 개정이 반드시 필요하다.

(5) 전자증권법 개정 논의에 따른 토큰증권의 점유 및 양도 효력

디지털자산의 사법상 지위의 인정이 불가능한 상황에서 토큰증권의 거래 효력 인정을 위해서는 전자증권법이나 자본시장법상 토큰증권 발행 및 양도의 법률적 근거가 필요하다. 이에 금융당국은 2023. 2. 6.자 토큰증권 발행 및 유통 규율체계정비방안을 통해 분산원장을 통한 계좌관리 방식 수용, 발행인계좌관리기관제도 신설, 장외거래중개업자 신설을 통한 토큰증권의 발행과 유통 체계를 마련하기로 발표하였다.

아직까지 구체화된 것은 아니지만 기본적으로 분산원장 방식의 계좌관리부가 전자증권법 제35조의 전자등록계좌부의 하나로 규정될 것으로 보인다, 그렇다면 권리자가 토큰증권을 매도하고 매수한 이력이 그 자체로 권리추정력을 갖게 될 것이다. 다만 전자증권법상 법적 공부로 인정받게될 분산원장은 가이드라인에서 제시한 분산원장 요건을 충족시키는 것에 한정된다. 따라서 전자증권법 개정을 통해 토큰증권의 점유 및 양

도에 대한 권리추정력을 인정받게 되더라도 전자증권법에서 규정하는 분산원장 방식을 취하지 않는 경우에는 여전히 그 점유와 양도의 효력을 인정받을 수 없게 될 가능성이 남게 된다.

(6) 개정 전자증권법과 규제의 공백 해결 방안 - 퍼블릭분산원장상의 토큰증권의 점유와 양도

디지털자산의 사법상 지위가 불명확하지만 적어도 토큰증권의 경우에는 향후 개정될 전자증권법을 통해 권리 발생 및 변동에 따른 효력이 인정될 수 있고 따라서 증권으로서 매매체결과 결제, 청산을 위한 법률적인 체계가 마련되었다. 하지만 법이 개정되기 전까지는 토큰증권 거래 플랫폼에서 여전히 미러링 방식이 활용될 것이므로 앞에서 본 것과 같은 한계가 존재한다. 또한 법이 개정되더라도 전자증권법에서 정의하는 방식의 분산원장이 아닌 퍼블릭 분산원장 방식으로 발행된 토큰증권의 경우에는 전자증권법 대상이 되지 못한다. 그 결과 퍼블릭 분산원장을 기반으로 하는 토큰증권의 거래에 대해서는 법률적 효력을 부여할 수 없으며 현재 디지털자산 시장에서 비증권형 디지털자산과 함께 거래되고 있는 다양한 종류의 토큰증권의 거래에 대한 법률적 효력을 인정할 근거는 여전히 존재하지 않는다.

이러한 법률적 공백상태를 해결하기 위해서는 두가지 방안이 존재한다. 즉 일반 법제로서 민법상 동산범위를 확대하여 거래 효력을 인정하는 방법이 그것이다. 하지만 금융규제법적 해결도 가능하기 때문에 본 연구에서는 오히려 전자증권법상 등록부의 대상을 확대하거나 등록의 대상을 확대하는 방식을 제안한다.

구체적으로 전자증권법상 등록부 대상을 확대하는 방법은, 전자증권법상 분산원장의 기술적 중립성을 인정하고 퍼블릭 분산원장의 거래이력에 대해서도 권리추정력을 부여하는 것이다.

또는 등록 대상 증권을 확대하는 방법으로서 스위스와 같이 당사자간

합의에 의해 퍼블릭 분산원장 기반의 토큰증권의 거래에 대해서도 등록을 인정하는 것이다. 즉 퍼블릭 분산원장에서 토큰증권이 개인지갑을 통해서 이전된 경우 당사자간 합의와 전송을 입증하면 퍼블릭 분산원장의 거래라도 거래 내역을 등록하거나 공시할 수있도록 하는 것이다.

7. 소결

디지털자산의 사법상 지위를 살펴보고 그 이후 금융규제법 한도 내에서 토큰증권 점유 및 양도에 대하여 권리추정력을 부여하기 위한 방법을 살펴보았다.

디지털자산은 형체가 없는 무형물로서, 보유자가 제3자 관여 없이 관리가능하고 시장에서 재산적 가치를 지니고 있다는 특수성을 지닌다. 형체가 없지만 관리가 가능하다는 측면에서 물권적 보호의 대상이 될 필요성은 있다. 하지만 형체가 있거나 자연력에 해당하지 않으므로 민법상 동산의 한 종류에 해당한다고 보기 어려운 측면이 있다. 그럼에도 불구하고 물권적 보호의 필요성이 인정되는 것은 부정할 수 없는 사실이다. 구체적으로 해킹이나 탈취 등이 발생한 경우 물권적 반환청구권이나 방해배제청구권의 대상이 되어야 할 필요성이 있으며, 보관위탁계약을 체결하였을 때 환취권의 대상이 되어야 하는 등 물권적 지위가 인정되어야 할 실질적인 필요성이 존재한다. 따라서 추후 이러한 디지털자산의 특수성을 반영하여 디지털자산을 물권과 같이 취급하는 법제도의 도입이 필요하다. 다만 현재 민법상 이러한 논의가 적극적으로 진행되는 것은 아니고 증권의 경우 증권법제를 통해서도 디지털자산의 법률적 지위 및 거래 효력을 인정받을 수 있으므로 본 연구에서는 금융규제법적 해결 방법을 제시하고자 한다.

현재 전자증권법이 증권의 무권화를 달성하기 위해 제정된 법률이므로 토큰증권은 무권화를 달성할 수 있다는 측면에서 전자증권의 한 종류로 포함시킬수 있을 것이다. 그리고 이를 위해서 전자등록계좌부에 분산

원장 방식의 계좌부를 포함시킬 필요가 있다. 이와 관련해서 현재 개정 논의가 진행중인데 지금까지 제시된 내용은 프라이빗 분산원장과 같이 폐쇄적인 형태의 분산원장만을 허용하는 방식이다. 물론 사고 발생시 책임을 묻거나 등록부 관리기관을 지정하기 용이하다는 측면에서 폐쇄적인 형태의 프라이빗 분산원장을 허용할 이유가 분명하다.

하지만 이처럼 분산원장의 종류를 제한할 경우 현재 디지털자산시장에서 거래되고 있는 퍼블릭 분산원장 기반의 토큰증권에 대하여 거래 효력을 인정할 수 있는 법적 근거가 확보되지 못할 우려도 있다. 만일 거래의 법률적 효력 발생의 근거를 확보할 수 없게되면 퍼블릭 기반의 토큰증권의 경우 증권거래 인프라 체계로의 편입도 어려울 수 있다.

결론적으로 디지털자산의 법적 지위에 대한 논의는 결과적으로 분산원장을 기반으로 하는 금융거래인프라에서 매매체결 및 결제와 청산까지 이어지는 논의이므로 중요한 의미를 갖는다. 전자증권법상 전자등록계좌부의 기술적 기반이 결국 분산원장 거래의 권리 추정력 뿐만 아니라 거래 인프라에서의 거래 가능성까지도 영향을 미치게 될수 있다는 점에 유의하면서 전자증권법 개정 논의가 진행되어야 할 것이다.

제3장 토큰증권의 발행 및 유통규제

제1절 서론

디지털자산 시장이 급속도로 성장한 것에 비해 규제체계의 발전 속도는 그에 부합하지 못한 측면이 있다. 그리하여 여러 성질과 기능의 디지털자산이 혼재된 채로 거래되고 규율되고 있으며 대표적으로 증권에 해당하는 디지털자산인 토큰증권과 비증권형 디지털자산이 혼재되어 거래되는 실정이다.

다만 현재 디지털자산에 관한 규제체계는 점차 정비되어 가는 중에 있다. 특히 비증권형 디지털자산에 대한 규제체계의 정비가 빠르게 이루어지고 있다. 반면, 토큰증권은 새로운 규제체계 정비를 시도하기 이전에 기존의 금융규제체계 내에서 규율이 가능한지 판단할 필요가 있다. 이를 위해서는 그 대상이되는 토큰증권을 분별하는 작업이 필요하다. 특히 디지털자산 중에서는 증권규제를 회피하기 위해 비증권형 디지털자산을 표방하여 발행된 것들이 존재하는 것으로 나타난다. 이러한 경우 디지털자산에 표창된 권리 분석을 통해 증권적 속성을 지닌 것이라면 금융규제체계 내에서 이를 취급함이 타당할 것이다.

그런데 디지털자산의 경우 디지털자산 하나에 여러가지 복합적인 권리가 표창되기도 하고 발행과 유통, 광고 규제가 일정하게 이루어지는 것이 아니기 때문에 디지털자산의 속성을 정확하게 파악하는데 어려움이 따른다. 이 때문에 디지털자산의 성질 분석을 위한 기준을 마련하는 작업이 중요하다. 이 장에서는 이를 위하여 각국의 입장과 증권법제를 살펴보고 우리나라에서는 증권성 판단 기준을 어떻게 정할것인지 그 기준을 정립하고자 한다.

증권성 판단 기준을 정함에 있어 특히 미국 판단 원칙과 사례를 자세히 살펴본다. 미국의 경우를 자세히 살펴보는 것은 두 가지 이유때문이다. 우선 SEC가 적극적으로 디지털자산을 증권으로 규제하고 있어 많은

관심이 집중되는 상황이지만 미국의 연방대법원의 입장은 아직 불분명하기 때문이다. 또 다른 한가지는 미국의 입장에 따라 우리나라 디지털자산의 증권성을 판단해야한다는 주장이 있기 때문이다. 이 장에서는 과연 미국 원칙과 우리나라 자본시장법상 증권 판단 원칙이 동일한지에 대한 의문점을 제시하고 특히 미국의 입장에 따라 판단하고자 하는 입장의 오류에 대해 지적한 후 향후 우리의 입법 방향에 대해서 제안하고자 한다.

디지털자산 중에서 증권으로 성질 분석이 완료되면 발행과 유통은 원칙적으로 증권의 발행 및 유통체계에 따라 이루어져야 한다. 하지만 분산원장 기술의 특성 및 현재 시장 구조적 특성상 자본시장법상 발행 및 유통체계와 잘 부합되지 않는 경우가 있다. 이러한 요소가 무엇인지 살펴보고 토큰증권에 대한 더 효율적이고 발전적인 규제를 위해 기존 증권 규제로 부터의 변화가 필요한 부분을 찾아내고 반영할 필요가 있다. 이러한 문제인식 하에 제3장에서는 디지털자산의 증권으로서 성질 분석을 위한 기준을 마련하고 증권으로 분류된 경우 발행과 유통 체계를 어떻게 정비해 나갈 것인지 살펴보기로 한다.[171]

제2절 디지털자산과 증권

1. 디지털자산의 증권성

증권성 판단 범위와 관련하여 각 국의 증권규제가 상이하므로 디지털자산 중에서 증권을 어느 범위까지로 확장할 것인가는 각 나라마다 상이할 수밖에 없다. 따라서 어떠한 국가에서는 A라는 디지털자산을 증권으로 보기도 하지만 반면 다른 국가 내지 관할권에서는 A라는 디지털자산을 증권으로 보지 않기도 한다.

---

171) 본장은 한서희, “디지털자산의 자본사징법상 규제- 증권성 판단원칙을 중심으로”, BF 제115호, ,서울대 금융법센터, (2022. 9.), pp6~22까지 내용을 심화, 발전 시킨 것이다.

실제로 미국 SEC는 ICO를 통해 발행된 디지털자산의 대부분은 성질상 증권이라는 입장을 표명하고 있다.[172] 하지만 SEC의 이러한 입장과는 달리 유럽이나 영국에서는 대부분의 디지털자산을 증권으로 분류하지는 않고 있다. 우리나라 역시 그 형태를 불문하고 법적 성격이 증권에 해당하면 자본시장법의 규제 대상이 되어야 한다는 원칙이 적용되고 있으나 아직까지 규제당국에 의해 증권으로 분류된 디지털자산이 존재하지는 않는다.

이하에서는 우선 미국을 중심으로 미국에서의 증권성 판단 원칙과 디지털자산에 대한 판단을 살펴보고, 다른 나라의 증권규제 및 디지털자산에 대한 입장을 살펴본 후 각 나라의 원칙이 우리나라에 적용될수 있는지, 우리나라 자본시장법 해석상 디지털자산과 증권의 관계를 어떻게 설정하는 것이 바람직한지 살펴보고자 한다. 특히 미국과 다른 나라에서 입장차이를 보이는 것은 발행인이 투자자에게 아무런 수익을 배분하지 않는 상황에서 투자자가 디지털자산의 유통시장 거래를 통해 전매차익만 취득할 수 있는 소위 전매차익형 디지털자산의 경우라 할 것이다. 이러한 점을 감안하여 우리나라에서 전매차익형 디지털자산에 대한 규제 방향성에 대해서도 살펴보고자한다.

2. 미국

(1) 1933년 증권법상 증권 개념 및 하우위 기준(Howey Test)

미국 1933년 증권법 규정에 따르면 증권이란 모든 어음(note), 채권(bond), 채무증서(evidence of indebtedness)를 비롯하여 지분증권과 투자계약 및 일반적으로 증권이라고 불리우는 모든 유가증권을 포함하는

172) SEC, speech, Gary Gensler, “Prepared Remarks of Gary Gensler On Crypto Markets Penn Law Capital Markets Association Annual Conference“ (2022. 4. 4.)

포괄적인 개념이다.[173] 미국의 경우, 증권법상 증권에 대한 개념의 범위는 SEC v. W.J. Howey Co. 328, U.S.293 (1946) 판결(이하 “Howey 판결”)을 통해 구체화되었는데 여기서 제시된 증권성 판단 원칙이 바로 하우위 기준(Howey Test)이다. 하우위 기준(Howey Test)은 투자계약증권 해당하기 위한 다음의 4가지 요건을 충족하면 투자계약증권에 해당한다는 것이다. 바로 ① 타인의 노력(solely from the efforts of others), ② 투자자의 금전 투자 ③ 이윤의 기대(expectation of profits), ④ 공동사업(common enterprise)의 존재이다.

1) 타인의 노력

투자계약의 성립을 위해서는 “타인의 노력”만이 존재하여야 한다. 처음 Howey 판결에서는 오로지(Soley)라는 요건을 언급했지만 그 이후 연방항소법원판결인 SEC v Koscot Interplanetary, Inc (497F.2d 473, 5th Cir. 1974) 판결과 또 다른 연방 항소법원의 SEC v. Glenn W. Turner Enterprises Inc. (474F 2d.476, 9th Cir 1973) 판결에서 터너 테스트(Turner Test)라는 심사기준을 제시하였다. 여기서는 “오로지”라는 요건이 완화되어야 한다고 판시하면서 “투자계약의 정의의 해석과 관련하여 형식적으로는 증권이 아니라도 실질적으로 증권에 해당할 수 있는 “계획”을 포섭할 수 있도록 하기 위해 현실적으로 해석되어야 할 필요가 있다“고 하였다. 그리고 법원은 타인의 노력 요건이 전적으로 사업자의 노력일 필요는 없고, 사업 수행에 있어서 투자자의 행위가 개입되더라도 투자계약으로 판단할 수 있어야 한다는 입장을 제시하였다.[174]

2) 공동사업의 존재-수평적 공동성과 수직적 공동성

---

173) 유진호, “미국연방법상의 포괄적 증권개념과 투자계약증권”, 최신외국법제정보, 2008 제7호, 한국법제연구원(2008), p22
174) 임재연, 「미국증권법」, 박영사(2009), pp77-86

미국의 판례 입장은 공동사업 요건과 관련하여 '수평적 공동성 기준'과 '수직적 공동성 기준' 두가지를 나눠서 보고 있다. '수평적 공동성 기준'에 의하면 공동사업성이 인정되기 위해서는 투자자금이 집합적으로 운용되고 손익 역시 투자자들간에 비율적으로 귀속되어야 한다.[175] 한편 이와 달리 '수직적 공동성 기준'을 적용한 판례도 있다. 수직적 공동성이 인정되는 경우란 투자자가 사업자의 능력과 노력에 의하여서 이익을 얻는 경우를 의미하고 좀더 구체적으로는 사업자와 투자자 사이의 견련성이 인정되는 경우 즉 사업자의 이해관계와 투자자의 이해관계가 일치하는 경우를 의미한다.[176] 다만 수직적 공동성이 인정되기 위해서는 사업자와 투자자가 상호간에 위험을 분담해야 하기 때문에 단순한 정액 수수료 약정을 체결한 것만으로는 수직적 공동성이 인정되기 어렵다.[177]

3) 이익의 기대

투자계약은 원칙적으로 이익의 취득을 요건으로 하기 때문에 이익 취득의 목적이 없는 경우에는 투자계약의 성립이 불가능하다. 그렇다면 이익의 기대가 단순한 상품 사용의 이익에 대한 기대라면 이때도 투자계약증권으로서의 "이익의 기대"라는 요건에 부합하는지가 문제될수 있다. 즉, 어떤 권리증표의 시세차익을 목적으로 한 경우에도 투자계약증권으로서의 이익의 기대가 있다고 볼 수 있는지 문제된다. 결론부터 내리자면 연방지방법원이 채택한 위험자본기준에 따르면 단순한 전매차익을 취득할 목적만 인정되면 투자계약증권으로서 요건에 부합하지만 United Housing Foundation, Inc. 대 Forman, 421 US 837(1975)(이하 "Forman

175) 임재연, 전게서 1, p72, SEC V SG Ltd., 265 F.3d 42(1st Cir, 2001) 재인용, "horizontal commonality requires more than pooling alon; it also requires that investors share in the profits and risks of the enterprise"
176) 임재연, 전게서 1, p73
177) 임재연, 전게서 1, pp73, 74

판결")에서는 단순한 전매차익 취득 목적만으로 증권에 해당할수 없음을 판시하였다. 이하에서 이익의 기대에 관한 상충되는 두 개 입장을 살펴보고자 한다.[178]

① Forman 판결

이 판결의 핵심은 뉴욕시의 대규모 주택협동조합인 코옵시티가 발행한 리버베이 주식(stock)이 증권에 해당하는지 여부였다. 리버베이 주식 취득자와 발행인인 주택협동조합의 계약관계를 투자계약으로 볼 수 있다면 리버베이주식은 증권에 해당할 것이었고 이것이 쟁점이 된 사안이었다.

관련된 사실관계를 먼저 살펴보면, 우선 협동조합원이 아파트를 취득하기 위해서는 리버베이 주식을 매수해야 했다. 구체적으로 조합원은 원하는 방의 개수당 리버베이 주식 18주를 반드시 매입해야 했다. 리버베이 주식 1개는 25 USD였고 따라서 방 1개를 얻기 위해 주식 18주를 매수해야 하므로 총 450 USD를 지불해야했다. 리버베이 주식은 매수인이 코옵시티의 아파트를 점유할 수 있도록 하는 권리를 부여하는 것이므로 주식 매입대금은 결국 아파트 보증금의 역할을 수행하는 것이었다. 이 주식은 임차인이 아닌 자에게 양도될 수 없고 담보로 제공될 수도 없었으며 아파트와 함께 생존 배우자에게만 물려줄 수 있을 뿐이었으며 주식에 부가된 의결권은 없었다. 따라서 리버베이 주식을 여러 개 갖더라도 조합원 지위에 있으면 1개의 투표권만 행사할 수 있었다.

1심 법원은 리버베이의 주식을 '주식(stock)'이라 표시한 것 자체만으로 해당 증서가 연방법에 따른 증권에 해당하게 되는 것은 아니라고 판단하면서 증권에 해당하지 않는다고 판단하였다. 법원은 나아가 SEC v. C. M. Joiner Leasing Corp., 320 U. S. 344 (1943) 판결 및 SEC v. W. J. Howey Co., 328 U. S. 293 (1946) 판결을 근거로 이 건 매입은 유형

178) 임재연, 전게서1, p92

의 중대한 이익에 관한 제안을 유인으로 하여 이루어졌거나 그러한 이익이 실제로 기대될 수 없었기 때문에 증권에 해당하지 않는다고 판결했다.

이와 달리 항소법원은 다음의 2가지 이유를 근거로 1심 판결을 변경했다. 우선, 법원은 매입 대상 주식을 "stock"이라 했기 때문에 명시적으로 "stock"을 정의 조항에 포함하고 있는 증권관련법이 적용될 수 있다고 판단했다. 둘째, 위 항소법원은 (i) 코옵시티 입주자의 이용을 위해 마련된 상업시설에서 창출하는 수입에 따른 임대료 감액, (ii) 모기지 지급 이자에 할당 가능한 월 청구임대료 부분에 대한 세금 공제, (iii) 코옵시티 아파트 비용이 보조를 받지 않는 주택 대비 현저히 낮다는 사실에 따른 절감비용 등 3가지 요소로부터 이익에 대한 기대가 있었기 때문에 해당 거래는 관계법의 의미에 속하고 하우위 판결(Howey 판결)에 의해 정의된 바에 따른 투자계약에 해당한다고 판단했다.

다시 미 연방대법원은 항소법원의 판단을 번복하면서 리버베이 주식을 증권이 아니라고 보았다. 법원은, 용어를 '주식(stock)'이라고 하였다는 이유 만으로 해당 거래를 투자계약 내지 증권거래로 볼 수는 없다고 판시하면서 "정부가 보조하는 협동조합의 거주용 아파트를 취득하고자 하는 사람들은 단지 해당 거래에서 주식이라는 용어를 사용한다는 사실만으로 실제로 자신이 투자 증권을 매입하고 있다고 생각하지는 않을 것이다"라고 판시하였다. 구체적으로 판시내용은 다음과 같다.

"위 주식은 법원이 Tcherepinin 사건에서 주식이 가지는 가장 공통적인 특징으로 인정한 '이익 분배에 따른 배당금' 수취권을 가지고 있지 않다. 389 U. S., 339 참조. 이 사건 주식은 전통적으로 주식과 연관된 다른 특징을 가지고 있지 않은데, 이 사건 주식은 교부성이 없고 담보로 제공할 수 없으며 소유 주식의 수에 비례한 의결권을 제공하지 않는다. 그리고 가치도 인상될 수 없다. 다시 말해 전적으로 보조금을 받는 저비용의 거주 공간 취득이 매입 유인 요인에 해당하여 이익 추구를 위한 투자가 아니었다."

또한 연방대법원은 비교되는 판결로 SEC v. C. M. Joiner Leasing Corp., 320 U. S. 344 (1943) 사건을 언급하면서 만약 발행인이 석유 시추기 임대차계약을 체결함에 있어 해당 임대차계약이 투자자금을 통해 얻게 될 "수익에 대한 참여"를 의미까지 내포한다면 투자계약에 해당할 수 있는 반면, 매수인이 매입하는 물품을 사용 또는 소비하고자 하는 욕구가 취득의 원인 내지 동기일 경우에는 증권법리를 적용할 수 없다고 판시했다.

② Silver hills판결의 위험투자자본테스트

앞서 본 Forman판결은 투자계약의 범위를 제한적으로 판단한 연방대법원의 입장을 대변한다면 이하에서는 그와 반대되는 입장 및 기준을 살펴보도록 한다. 투자계약증권을 해석하기 위해서 지방법원이 채택한바 있는 "위험투자자본테스트"이다.

위험투자자본테스트는 최초로 캘리포니아주 법원 판결인 Silver hills Country Club v sobieski 361 P 2d 906(cal 1961)(이하 "Silver hills판결")에서 인정된 바 있다. 캘리포니아주 대법원은 위 사건에서 골프클럽에서 판매한 골프장 회원권을 증권으로 판단하였다. 당시 법원은, 골프클럽이 사업의 운영을 위하여 투자자에게 위험투자자본의 제공을 권유했으며, 대상의 명칭이 (증권이 아니라) 회원권이라고 하여 투자자의 위험이 감소되는 것은 아니라고 판시하였다. 특히 법원은, 투자자(즉 회원권 구매자)의 회원권 구입 목적이 골프장 이용을 목적으로 한 경우라 할지라도, 투자자의 위험과 이익이 사업자의 사업성과에 연동되고 그와 동시에 해당 투자자가 그 위험을 지배할 수 없다면 이 때의 회원권 구입 계약은 투자계약에 해당한다고 판단하였다. 이러한 판시내용에 따라 위험투자자본테스트를 적용하면 투자자가 이익 취득을 목적으로 한 것이 아니라 (용역 또는 시설물의) 이용을 목적으로 계약을 체결하였더라도 해당 계약을 투자계약으로 볼 수 있다. 즉, 어떤 투자자가 자본을 투입함으로써

그 투자자에게 이익의 향유가 기대되고 이 때 투입된 자본의 성과가 사업의 결과에 영향을 받는다면 사업자와 투자자 사이에 체결된 계약은 투자계약이고 그 증표는 증권이라는 것이다.[179] 이는 Forman판결에서의 판시내용과는 다소 다른 입장을 표명한 것으로 볼 수 있다. 이러한 캘리포니아주 법원의 판단에 따르면 투자자가 이용을 목적으로 구매한 일반상품과 관련하여 전매가능성이 인정되면 금융상품으로 판단하여야 한다는 결론에 이르게 된다. 이러한 판단은 일반상품과 금융상품의 경계를 모호하게 함으로써 금융규제법의 적용 경계를 모호하게 만들 수 있으며 나아가 금융규제법의 대상을 과도하게 확대시킬 가능성도 있다는 점에서 바람직하지 않다.

결론적으로 미국의 연방대법원이 Forman판결에서 일반적인 이용권에 대한 증권성을 부정한 점에 비추어 볼 때 캘리포니아 법원에서 판시한 “Silver hills 판결”에서의 위험투자자본 테스트는 미국 증권법 판단의 기본 원칙에 해당한다고 보기는 어려워 보인다.

4) 소결

Forman 판결에서는 원칙적으로 증권에 해당하기 위한 이익의 기대란, 향후에 약정에 따라 취득하게 되는 이익(석유 시추시 기대 가능한 이익 및 그에 따른 자본금의 상승) 또는 실질적인 배당 수익에 대한 기대를 의미하는 것이고 실물 사용에 따른 이익은 배제되어야 한다는 입장에 있는 것으로 보인다. 그리고 수익에 대한 기대가 아닌 단순한 이용권으로서의 이익의 경우에는 투자계약증권의 요건으로서의 이익에 대한 기대에

179) 위험투자자본테스트를 반영한 것이 Hawii Market Test이다 .이는 (1) 투자자는 사업자에게 최초의 투자재산을 제공하고 (2) 이 최초의 투자재산의 일부가 사업의 위험에 영향을 받고 (3) 최초의 투자재산 제공은 사업 운영의 결과에 따라서 최초 투자재산을 상회하는 어떠한 종류의 혜택이 투자자에게 귀속될 것이라고 합리적인 이해를 불러일으키는 사업자의 약속 또는 표지에 따른 것이고 (4) 투자자는 사업의 경영상 결정에 대하여 실질적이고 실제의 지배를 할 권리를 부여받지 못한다는 등의 4가지를 투자계약의 요소로 보고 있다

해당하지 않는 것으로 볼 수 있다. 그렇다면 이용권의 가격이 시장에서 상승하여 전매차익을 취득할 수 있는 경우 즉 전매차익의 실현을 통해 투자자가 이익을 실현할 가능성이 존재하는 경우에는 어떠할 것인지 문제된다.

Forman 판결에서의 판시내용에 비추어 볼 때 투자자가 이용권을 취득하는 주된 목적이 특정물의 이용인지 아니면 투자수익인지 여부에 따라 증권성 판단은 달라질 것이다. 즉 미국에서는 이익에 대한 기대라는 주관적인 요건을 기준으로 증권성을 판단하고 있다. 그리고 미국 연방대법원은 Forman 판결에서 투자자들에게 일정한 수준의 위험과 수익 발생 가능성이 존재하였지만 그것은 부차적인 것이고 리버베이 주식 취득의 주된 목적이 주택의 사용이었음에 근거하여 리버베이 주식은 증권이 아니라고 판단하였다.[180]

이러한 판단은 일반 상거래와 금융투자계약을 구별하는 기준을 제시한다는 점에서도 매우 중요하다. 계약 당사자가 실질적으로 서비스를 이용하거나 대상물을 소유(또는 사용)할 목적으로 금전을 투입했다면 이를 통해 비록 전매차익을 취득할 가능성이 충분히 존재하더라도 이익의 기대를 인정할 수 없으므로 증권에 해당하지 않는다고 봄이 타당하다.

미국에서의 증권에 대한 판단이 명확하지 않게 여겨지는 것은 연방대법원의 입장과 캘리포니아주 대법원의 판시내용이 일치하지 않는다는 점에 있다. 캘리포니아 주대법원에서 제시한 위험투자자본테스트는 이용권 취득에 대한 반사적 이익으로서의 전매차익 취득가능성만으로도 투자계약을 인정할 수 있는 법리이다. 그렇기 때문에 법원의 판단에 따라 투자계약의 범위를 확장 해석할 수 있게 된다.

---

180) Forman판결에서도 언급되었던 SEC v. C. M. Joiner Leasing Corp., 320 U. S. 344 (1943) 에서는 투자자들이 토지 임대차계약을 체결하였지만 토지를 실제 이용하기 위한 목적으로 해당 계약을 체결한 것이 아니었기 때문에 투자자들과 사업주체 사이의 임대차계약은 그 실질이 투자계약인 것으로 판단되었다.

결론적으로 현재 미국에서 증권성을 판단하는 기본적 법리인 하우위 기준(Howey Test)과 관련하여 연방대법원의 판시내용에 비추어 볼 때 이용권 내지 이에 준하는 계약상 권리를 취득한 사실 만으로 해당 계약을 투자계약으로보기는 어렵다. 반면에 미국 캘리포니아 주대법원의 입장에 따르면 이러한 경우에는 증권성이 인정될 것이다. 이하에서는 SEC의 디지털자산에 관한 증권성 판단 기준을 이러한 법원의 판단 원칙과 비교하여 살펴기로한다.

(2) 디지털자산에 관한 “투자계약” 분석 프레임워크

1) 개관

미국 SEC에서 디지털자산에 관한 “투자계약” 분석 프레임워크(이하 “프레임워크”)를 발표하였는데 해당 프레임워크에서 역시 가장 주된 쟁점으로 삼는 것은 타인의 노력에 대한 의존 및 이익에 대한 합리적기대를 인정할 수 있는지 여부이다. SEC에서는 각 프레임워크를 하우위 기준(Howey Test) 요건을 기준으로 나열하고 있다.[181]

각 요건 별로 살펴보면, 우선 공동사업 요건의 경우에는 투자자 다수의 자금이 집합된다는 점에서 수평적 공동성이 존재하고 타인에 해당하는 적극적 참가자(“Active Participant”, 이하 “적극적 참가자”로 통일한다)[182]의 이익과 투자자의 이익 사이의 견련성이 존재한다는데에는 크게

---

181) SEC, Framework for “Investment Contract” Analysis of Digital Assets ;https://www.sec.gov/corpfin/framework-investment-contract-analysis-digital-assets#_ednref19 (2022. 8.18. 최종 확인)

182) SEC, Framework for “Investment Contract” Analysis of Digital Assets, p3 ;https://www.sec.gov/corpfin/framework-investment-contract-analysis-digital-assets#_ednref19 (2022. 8.18. 최종 확인), 적극적 참가자라는 개념은 SEC의 프레임워크에서 제시한 개념인데 발행인, 자금제공자 기타 관련자를 적극적 참가자(“Active Participant”)라고 명하면서 회사의 성공에 핵심적인 역할을

이견이 없을 것이다.

또한 투자자는 디지털자산의 취득에 대한 대가로 비트코인이나 이더리움을 지급하게 되는데 비트코인을 금전 대신 지급하더라도 금전의 지급 요건은 충족시키게 된다. 따라서 타인의 노력에 대한 의존, 이익에 대한 합리적 기대 이 두가지 요건이 중요하게 평가될 수 밖에 없다. 이 두가지를 중심으로 SEC 가이드라인 내용을 살펴보겠다.

2) 타인의 노력에 대한 의존

프레임워크에서는 타인의 노력에 의존하는지 여부를 판단하기 위해서 2가지를 중점적으로 분석하고 있다.[183] 첫째, 매수인이 발행인 내지 적극적 참가자의 노력에 의한 이익을 기대하는지, 그리고 둘째, 적극적 참가자의 노력이 "부인할 수 없을 정도로 상당한 노력"으로서 사업의 흥망성쇠에 영향을 미치는 중요한 경영상 노력에 해당하는지 여부이다. 프레임워크에서는 이를 판단하기 위한 요소로 다음과 같은 내용들을 그 예시로 들고 있다.

즉, ① 적극적 참가자가 네트워크의 개발, 개선(또는 증진), 운영이나 홍보 책임을 부담하는 경우로서 특히 디지털자산의 구매자들이 적극적 참가자에게 해당 네트워크나 디지털자산이 의도한 목적이나 기능을 달성 또는 유지하기 위해 필요한 업무의 수행 또는 감독을 기대하는 경우[184]

수행하는 자들로 규정하고 있다.

183) SEC, Framework for "Investment Contract" Analysis of Digital Assets, p3 ;https://www.sec.gov/corpfin/framework-investment-contract-analysis-digital-assets#_ednref19 (2022. 8.18. 최종 확인)

184) SEC, Framework for "Investment Contract" Analysis of Digital Assets, p3 ;https://www.sec.gov/corpfin/framework-investment-contract-analysis-digital-assets#_ednref19 (2022. 8.18. 최종 확인)

② 제휴 관계가 없는 분산된 네트워크 사용자들의 커뮤니티(흔히 “탈중화화한” 네트워크) 보다는 적극적 참가자가 수행하여야 하고 수행할 것으로 기대되는 중요 업무나 책임이 있는 경우[185] ③ 적극적 참가자가 디지털자산의 소각이나 바이백 등을 통해 해당 디지털자산에 관한 시장이나 가격을 생성·성립하거나 지원하는 것으로 볼 수 있는 경우 ④ 적극적 참가자가 네트워크나 디지털자산의 지속적인 개발 방향에서 주도적이거나 중심 역할을 담당하는 경우[186] ⑤ 적극적 참가자가 네트워크 또는 디지털자산이 나타내는 특징이나 권리에 관하여 결정을 내리거나 판단력을 행사하는데 있어 계속적으로 관리자로서 역할을 담당하는 경우와 같이 네트워크 내에서 적극적이고 주도적인 역할을 수행하는 경우에 타인의 노력 요건이 인정될 수 있다고 본다. [187]

다만 어떤 디지털자산이 처음 등장하였을 때에는 증권으로 평가될 여지가 많다 하더라도 점점 탈중앙화가 되어감에 따라 증권성을 재평가할 수 있다고 하면서 이를 위해서 적극적 참가자의 노력이 계속적으로 지속되는지 여부, 구매자들이 적극적 참가자의 노력에 대해 기대할 가능성이 없는지 여부, 적극적 참가자의 노력이 사업의 성공에 더 이상 결정적인 영향을 미칠 수 없는지 여부 등을 고려할수 있다고 한다.[188]

---

185) SEC, Framework for “Investment Contract” Analysis of Digital Assets, p4 ;https://www.sec.gov/corpfin/framework-investment-contract-analysis-digital-assets#_ednref19 (2022. 8.18. 최종 확인)

186) SEC, Framework for “Investment Contract” Analysis of Digital Assets, p4 ;https://www.sec.gov/corpfin/framework-investment-contract-analysis-digital-assets#_ednref19 (2022. 8.18. 최종 확인)

187) SEC, Framework for “Investment Contract” Analysis of Digital Assets, p5 ;https://www.sec.gov/corpfin/framework-investment-contract-analysis-digital-assets#_ednref19 (2022. 8.18. 최종 확인)

188) SEC, Framework for “Investment Contract” Analysis of Digital Assets, p5

3) 이익에 대한 합리적 기대

SEC는 디지털자산에 관한 평가에 있어 이익에 대한 합리적 기대가 존재하는지 여부도 고려되어야 한다고 언급하면서 “이익은 최초 투자나 사업의 발전에서 기인하는 가치상승이나 구매자의 자금을 이용한 결과 발생하는 이익에 대한 참여에서 발생할 수 있다”고 한다. 여기서의 이익에는 “기초자산에 관한 수요공급에 영향을 미치는 순전히 외부적 시장요소(인플레이션이나 경제상황)에서 초래되는 가격 상승”은 해당하지 않는다고 밝히고 있다.[189]

구체적으로 ① 디지털자산 보유자에게 해당 사업의 소득이나 이익이 공유되거나 디지털자산의 가치상승에서 발생하는 이익을 실현할 수 있는 권리를 제공하는 경우로서 특히 디지털자산 보유자들이 보유하는 디지털자산의 재판매와 이득 실현[190]이 가능한 유통거래시장이 존재하는 경우 ② 디지털자산 보유자에게 배당금이나 분배금을 받을 수 있는 기회를 제공되는 경우[191] ③ 디지털자산이 유통시장이나 플랫폼을 통해서 양도되거나 거래되거나 장래에 그렇게 될 것으로 기대되는 경우[192] ④ 적극적

;https://www.sec.gov/corpfin/framework-investment-contract-analysis-digital-assets#_ednref19 (2022. 8.18. 최종 확인)

189) SEC, Framework for “Investment Contract” Analysis of Digital Assets, p6 ;

;https://www.sec.gov/corpfin/framework-investment-contract-analysis-digital-assets#_ednref19 (2022. 8.18. 최종 확인)

190) 이 때의 이익 실현의 기회는 네트워크의 운영, 홍보, 개선이나 기타 긍정적인 발전에서 발생하는 디지털자산 가치의 상승으로부터 기인하는 경우를 포함한다.

191) SEC, Framework for “Investment Contract” Analysis of Digital Assets, p6 ;

https://www.sec.gov/corpfin/framework-investment-contract-analysis-digital-assets#_ednref19 (2022. 8.18. 최종 확인)

192) SEC, Framework for “Investment Contract” Analysis of Digital Assets,

참가자의 노력이 디지털자산의 가치상승을 초래하고 이에 기하여 디지털자산 보유자가 매수차익을 실현할 수 있을 것으로 합리적으로 기대되는 경우[193] ⑤ 적극적 참가자가 대중에게 분배되는 것과 동일한 종류의 디지털자산을 보유함으로써 자신의 노력에서 이익을 얻을 수 있는 경우 ⑥ 네트워크에서 예상되는 재화나 용역의 수요에 비하여 디지털자산을 광범위하게 매도 청약하거나 네트워크의 기능에 대한 수요가 있는 자들에게 제공하는 경우 등을 제시하고 있다.[194]

위 프레임워크에서 언급된 것처럼 디지털자산의 보유자에게 “사업소득이나 이익의 공유”를 약속하는 경우에는 투자자에게 “이익의 기대”가 존재한다고 보아야 할 것이다. 하지만 프레임워크에서는 사업의 발전에 따라서 투자자가 (직접적 이익을 제공받는 대신에) 반사적 이익을 취득할 수 있는 경우들까지도 포함하고 있다. 특히나 이 프레임워크에 따르면 “유통시장에서 양도 가능하거나 거래가능성이 존재하는 것” 만으로도 “이익의 기대”가 인정될 수 있다.

그러나 과연 유통시장의 존재가 투자자의 “이익의 기대”를 증명할 수 있는 요소인지는 의문이다. 단순히 유통시장의 존재만으로 투자자의 주된 의사가 이익 취득에 있었다고 단정할 수는 없기 때문이다.

---

p6 프레임워크 미주 19에서는 “Situations where the digital Asset is exchangeable or redeemable solely for goods or services within the network or on a platform, and may not otherwise be transferred or sold, may more likely be a payment for a good or service in which the purchaser is motivated to use or consume the digital Asset.”라고 추가 설명을 하고 있다.

193) SEC, Framework for “Investment Contract” Analysis of Digital Assets, p7;
https://www.sec.gov/corpfin/framework-investment-contract-analysis-digital-assets#_ednref19 (2022. 8.18. 최종 확인)

194) SEC, Framework for “Investment Contract” Analysis of Digital Assets, p7;
https://www.sec.gov/corpfin/framework-investment-contract-analysis-digital-assets#_ednref19 (2022. 8.18. 최종 확인)

4) 기타 관련 고려사항

SEC의 프레임워크에서는 “이익에 대한 합리적 기대 존재 여부를 평가할 때 구매자의 사용이나 소비 목적으로 제안되어 판매되는지도 고려“해야함을 인정하고 있다. 그 대표적인 사례로 언급한 것이 ① 분산원장 네트워크와 디지털자산이 완전히 개발되어 운영 가능한 상황을 전제로 할 때, 디지털자산 보유자가 네트워크에서 의도된 기능을 위해 해당 디지털자산을 즉시 사용할 수 있고 해당 디지털자산의 사용을 장려하기 위한 인센티브 제공 구조가 내재되어 있는 경우 ② 디지털자산의 생성과 구조가 디지털자산의 가치나 네트워크 개발에 대한 투기를 조장하기 보다는 사용자의 이용을 목적으로 설계 및 실행되는 경우 ③ 디지털자산의 가격 설계 매커니즘상 해당 디지털자산의 가치가 일정하게 유지되거나. 시간이 경과함에 따라 하락하는 방식으로 이루어져 합리적인 구매자의 입장에서 해당 디지털자산을 투자상품으로 장기간 동안 보유할 것으로 기대될 수 없는 경우 ④ 디지털자산이 지급결제 용도로 활용되거나 실질(또는 법정) 화폐 대용으로 기능하는 경우 등이다.[195]

하지만 위와 같이 “사용 목적에 대한 고려의 필요성”을 언급을 하면서도 “해당 디지털자산이 재화나 용역의 가격 대비 할인된 가격으로 구매자들에게 제공 또는 판매”되거나 “해당 디지털자산이 합리적인 용도를 초과하는 수량으로 구매자들에게 제안 또는 판매되는 경우” 내지는 “적극적 참가자가 해당 디지털자산의 가치 상승을 위하여 계속해서 노력하거나 유통시장을 촉진하는 경우” 등에 해당하여 해당 디지털자산의 재판매에 특별한 제한이 없는 경우에는 증권 거래에 해당할 수 있다고 보고

195) SEC, Framework for “Investment Contract” Analysis of Digital Assets, p9;
https://www.sec.gov/corpfin/framework-investment-contract-analysis-digital-assets#_ednref19 (2022. 8.18. 최종 확인)

있다.[196]

결국 이러한 프레임워크 내용을 종합하면 어떠한 디지털자산이 이용권으로서 성격이 강하더라도 유통시장이 존재하는 경우 및 투자자가 재판매를 자유롭게 할 수 있는 경우에는 증권에 해당할 가능성이 높을 것으로 평가될 수 있다. 만일 리조트운영자가 리조트 관리를 잘하여 리조트에 포함된 골프장 회원권이나 콘도 이용권의 가격이 상승할 가능성이 높은 경우에 있어서 골프장 회원권이나 콘도 이용권을 이용자끼리 자유롭게 거래할수 있다면 이를 증권으로 볼 수 있다는 것이 프레임워크의 논리이다. 결국 이에 따르면 골프장 회원권이나 콘도 이용권이 증권에 해당하므로 증권신고서를 제출해야할 수도 있다.

이러한 SEC의 프레임워크에 대해서는 다음과 같은 의문이 제기된다. 즉 당초에 증권이 아니었던 증표의 성격이 발행인의 사후적 행동에 따라 증권으로 변화할 수 있다는 것인지 아니면 모든 이용권은 처음부터 증권에 포섭될 수 있다는 것인지에 대한 의문이다. 그리고 이러한 SEC의 프레임워크 내용은 앞서 본 Forman판결에서 “투자자의 주된 목적이 어떤 상품이나 건물 등의 사용에 있을때에는 증권으로서 성질이 배제”된다는 내용과도 배치된다.

5) 소결

SEC의 프레임워크에서는 Forman 사건을 인용하고 있지만 실질적으로는 Forman 판결에서의 증권 범위보다 더 넓은 범위를 증권으로 인정하고 있다. 왜냐하면 프레임워크에 따르면 처음에 단순한 이용권으로 발행되었다 하더라도 적극적 참가자의 노력이나 유통시장의 개설과 같은

196) SEC, Framework for “Investment Contract” Analysis of Digital Assets, p11;
https://www.sec.gov/corpfin/framework-investment-contract-analysis-digital-assets#_ednref19 (2022. 8.18. 최종 확인)

사후적 사정에 기하여 그 성질이 변화하여 증권으로 변모할 수 있기 때문이다. 반면 Forman 사건에서 법원의 입장은 단순한 이용권의 전매차익은 하우위 기준(Howey Test)의 “이익에 대한 기대”로 볼 수 없다는 입장이다. SEC 프레임워크의 내용을 그대로 대입하면 주택 건설을 목적으로 결성된 조합이 건물 관리와 임대차 활성화를 위해서 지속적으로 건물 관리를 함으로써 (차임이 상승하거나) 임대차보증금이 상승할 경우에는 조합이 발행한 임대차계약증서도 증권이 될수 있다는 논리로 귀결된다.

또한 SEC 프레임워크 내용 중 이익실현 가능성이나 “유통시장에서의 양도가능성이나 거래가능성”이 존재할 경우 “이익의 기대”요건이 충족될 수 있다고 본 부분은 하우위 기준(Howey Test)에서 언급된 요건을 광범위하게 확대하는 것으로 볼 여지가 있다. 이익의 기대를 양도가능성만으로 판단한 것은 하우위 기준(Howey Test) 보다는 오히려 Silver Hills Country Club v. Sobieski, 55 Cal.2d 811사건에 나타난 위험투자자본테스트에 가까운 입장으로 보인다.[197]

이처럼 SEC의 프레임워크의 내용은 하우위 기준(Howey Test)에 따라 디지털자산의 증권성을 판단한 것이라고 보다는 위험투자자본테스트를 반영한 것으로 보인다. 또한 처음 개발자가 분산원장을 완성하여 출시한 경우에는 초기 단계에 상당한 유지보수가 필요한 상황이므로 분산

197) 이와 관련하여 “Howey-Glenn 테스트에 의해 증권인지 여부를 판단하는 것이 곤란하였다 (중략) 이에 따라 Howey-Glenn뿐만 아니라 Forman과 SilverHills등을 적용하는 것도 검토해볼만 하다.”라고 언급하는 견해가 있다. 김자봉. "ICO(Initial Coin Offering) 토큰은 자본시장법상 증권인가? - 비정형적 디지털자산에 대한 증권법리와 원칙중심 적극 규제의 필요성 -" 증권법연구 제20권 3호, 한국증권법학회(2019. 12.) pp176-177. 하지만 이러한 견해와 관련하여 우선 Forman판결은 Howey판결의 원칙에 입각한 것이고 Silver Hills판결은 하위테스트가 아니라 위험투자자본테스트가 적용된 것이라는 점에서 Forman 판결과 Silver Hills 판결을 동일한 원칙으로 범주화하는 것은 타당하지 않다고 보며, Silver Hills 판결의 입장까지 우리나라의 자본시장법상 증권 개념해석에 원용하는 것은 더욱 부적절하다고 본다. 미국법의 해석론을 자본시장법의 해석기준으로 어느 정도까지 도입할 수 있는지의 문제로서 미국의 해석론을 국내법 해석에 무차별적으로 도입하는 것은 법체계상 불가능하다.

원장 초기 단계에 SEC가 “적극적참가자”라고 명명하는 개발자들이 분산원장 운영에 관여하지 않는다는 것은 사실상 불가능하다. 디지털자산의 발행 초기 단계를 기준으로 증권성을 판단할 경우에는 항상 중앙집중화되어 있다는 평가를 피할수 없는 이유가 여기에 있다.[198]

즉, 최초에 플랫폼이 형성되고 참여자들이 적극적으로 활동하기 위한 기초적인 요소들이 정비되기 전까지는 적극적 참가자의 역할이 중요하고 그들이 아무런 노력을 수행하지 않는다면 플랫폼 자체는 제대로 작동하기 조차 힘든 구조이다. 또한 플랫폼이 확장되어 충분히 분산된 이후라도 스마트컨트랙트의 오류 발생시 이를 교정할 주체가 필요하고 디지털자산이 오송금 된 경우에도 이용자들의 불편을 해소해주는 역할을 수행하는 자가 필요하며. 주기적인 기술적 개선(업그레이드)도 필요한 점도 존재한다. 이러한 점은 사실상 비트코인이나 이더리움의 경우도 마찬가지라고 할 수 있다(물론 오픈소스 기반으로서 다양한 참여자들이 자발적으로 업그레이드를 하는 것도 사실이긴 하지만 주도적인 누군가의 노력이 필요하다는 점을 부정하기 어렵다).[199] 그렇기 때문에 적극적 참가자의 활동이 존재한다는 점을 근거로 증권성을 인정하거나, 투자자에게 “(금융투자상품으로서의)이익의 기대”요건이 존재한다고 보기는 어렵다. 디지털자산이 단순한 이용권에 불과하더라도 적극적 참가자의 개발 등의 네트워크 유지보수 활동이 필요하기 때문이다.

또한 SEC의 프레임워크에서는 2차 시장에서의 판매가능성을 공동사업의 지표로 보는 관점이 두드러지는데 이는 미국 연방대법원의 Forman 판결의 취지와도 부합하지 않는 측면이 있다. 이 경우에는 투자자의 주

198) 실제로 이러한 문제점을 SEC 위원 중 한명인 Pierce 위원이 안전항(safe habor)제도를 제안한 것도 동일한 취지이다. https://www.sec.gov/news/public-statement/peirce-statement-token-safe-harbor-proposal-2.0 (2023. 6. 18. 최종확인)

199) Williiam Hinman, “Digital Asset Transactions: When Howey Met Gary (Plastic)” (2018. 6. 4.) https://www.sec.gov/news/speech/speech-hinman-061418 (2023. 6. 18. 최종확인)

된 목적(즉, 상품의 소비나 이용 목적인지 아니면 투자 목적인지)이 무엇인지를 살펴보아야 할 것인데 이를 판단할 수 있는 적절한 매커니즘이 존재하지 않는 문제도 있다. 따라서 유통시장에서의 교환 가능성만을 기준으로 하우위 기준(Howey Test)의 이익의 기대요건을 충족한다고 보는 SEC 프레임워크의 기준은 부당한 측면이 있다.

그러나 현재 SEC는 앞서 본 프레임워크에 따라 디지털자산의 증권성을 판단하고 제재 조치를 취하고 있다. 이하에서는 사례를 통해 SEC의 이러한 입장을 확인해 보고자 한다.

(3) 디지털자산의 증권성

1) XRP에 대한 증권성 판단

SEC는 Ripple Labs, Inc(이하 “리플랩스”), 갈링하우스(Bradley Garlinghouse), 그리고 라슨(Christian A. Larsen)(리플, 갈링하우스 및 라슨을 함께 “피고들”이라고 함)을 상대로 미등록주식발행에 기한 손해배상청구소송을 제기하였다.[200] 사안은 피고들이 디지털자산 XRP[리플랩스가 발행한 것으로, 외화 송금결제 목적으로 발행된 디지털자산을 의미함][201]의 발행 및 판매와 관련하여 1933년 증권법 제5(a)조와 제5(c)조[15 U.S.C. §§77(e)(a) 및 77e(c)]에 위반하여 증권신고서 제출의무에 위반하고 미등록증권을 발행하였다는 것이다.

이 사건에서 SEC는 발행인 및 적극적 참자자인 “리플랩스와 리플랩스의 대표들”을 상대로 소송을 제기하였다. SEC는 XRP의 판매와 관련하여 리플랩스의 기관투자자에 대한 판매, 일반인에 대한 거래소에서의 프로그램방식의 판매, 기타 판매 그리고 대표이사들의 판매행위로 나누어

200) SEC v. Ripple Labs, Inc. et al Federal Civil LawsuitNew York Southern District Court, Case No. 1:20-cv-10832-AT-SN, complaint p1
201) https://xangle.io/project/XRP/profile (2023. 6. 18. 최종확인)

서 각각이 투자계약에 해당한다고 주장했다. 이때 SEC는 리플랩스 및 리플랩스의 대표들이 투기성 수요와 거래량을 증가시키기 위한 노력을 이행했고[202], XRP와 관련하여 특정 전문 기관들에 의해 장래에 사용될 것이라고 광고했지만 실제로는 그와 같은 실사용 사례가 전혀 존재하지 아니하였다는 점을 근거로 투자자들의 “이익의 기대”를 인정할 수 있다고 주장하였다[203]. 또한 SEC는 피고들이 선별적으로 정보를 공개하면서 XRP를 매각하여 자금을 조달하고 유동성을 관리하였으며[204] XRP 거래 가격과 수량을 포함한 XRP 거래 시장을 감시 및 관리하고 해당 시장에 영향을 미치기 위해 상당한 노력을 기울였다고 주장하였다.[205]

반면 피고들은 XRP 구매자는 XRP를 외화 송금 및 결제수단으로 활용할 수 있으므로 이용권에 해당하고 증권이 아니라고 주장하였고, 따라서 투자자들에게 이익의 기대가 존재하지 않는다고 항변하였다.

그리고 SEC의 리플랩스 소송에 대한 약식판결이 2023. 7. 13. 선고되었는데 기관투자자에 대한 XRP판매는 투자계약이지만 일반인에 대한 XRP판매는 투자계약에 해당하지 않는다고 판시하였다. 판결의 쟁점은 XRP의 판매와 관련하여 하우위 기준(Howey Test)의 요건 중 “타인의 노력으로 부터의 이익의 기대”가 인정될 수 있는지 여부였다. 우선 기관투자자에 대한 판매와 관련하여, 투자자들의 (리플랩스사의 활동에 대한) 이익의 기대를 인정할 수 있으므로 하우위 기준(Howey Test)에 따라 투자계약에 해당한다고 판단했다.[206] 반면 일반인에 대한 프로그램 방식

---

202) SEC v. Ripple Labs, Inc. et al Federal Civil LawsuitNew York Southern District Court, Case No. 1:20-cv-10832-AT-SN, complaint p12
203) SEC v. Ripple Labs, Inc. et al Federal Civil LawsuitNew York Southern District Court, Case No. 1:20-cv-10832-AT-SN, complaint p13
204) SEC v. Ripple Labs, Inc. et al Federal Civil LawsuitNew York Southern District Court, Case No. 1:20-cv-10832-AT-SN, complaint p29
205) SEC v. Ripple Labs, Inc. et al Federal Civil LawsuitNew York Southern District Court, Case No. 1:20-cv-10832-AT-SN, complaint p29
206) SEC v. Ripple Labs, Inc. et al Federal Civil LawsuitNew York Southern District Court, Case No. 1:20-cv-10832-AT-SN, 20 Civ. 10832 (AT) ORDER p18, p21

의 판매의 경우 Forman판결을 인용하면서[207] 투자자들은 거래 상대방이 리플랩스라는 것을 알지도 못하였기 때문에, 그들이 리플랩스의 활동에 따른 이익의 기대를 갖고 있었다고 볼수 없어 투자계약에 해당하지 않는다고 판시하였다.[208] 다음으로 기타 판매의 경우에는 리플랩스가 거래 상대방에게 무상제공한 것에 불과하여 금전의 투자 요건이 충족되지 아니하여 투자계약으로 볼 수 없다고 판단하였다.[209] 마지막으로 재판부에서는 갈링하우스 및 라슨의 판매 역시 투자계약에 해당하지 않는다고 보았다. 결론적으로 재판부는 리플랩스의 기관투자자에 대한 판매와 관련된 XRP만이 증권에 해당한다고 판단하였다.[210][211]

---

207) SEC v. Ripple Labs, Inc. et al Federal Civil LawsuitNew York Southern District Court, Case No. 1:20-cv-10832-AT-SN, 20 Civ. 10832 (AT) ORDER p24 재판부에서는 “Forman, 421 U.S. at 852”에서 언급된 문구 중에서 합리적인 이익의 기대는 타인의 사업적 또는 관리적 노력에서부터 비롯되는 이익의 기대를 의미한다”는 부분을 인용하면서 일반투자자의 프로그램방식 매수의 경우에는 이러한 요건이 존재한다고 보기 어렵다고 설명하고 있다.

208) SEC v. Ripple Labs, Inc. et al Federal Civil LawsuitNew York Southern District Court, Case No. 1:20-cv-10832-AT-SN, 20 Civ. 10832 (AT) ORDER p22, 23, 이와 더불어 재판부는 “이익의 기대”와 관련하여 판단할 것은 투자자에 대한 약속이 주로 무엇을 목적으로 하느냐에 관한 것이라고 하면서 투자자 개개인의 진정한 내심의 의사를 확인해야하는 것은 아니라고 언급하고 있다.

209) SEC v. Ripple Labs, Inc. et al Federal Civil LawsuitNew York Southern District Court, Case No. 1:20-cv-10832-AT-SN, 20 Civ. 10832 (AT) ORDER p27

210) SEC v. Ripple Labs, Inc. et al Federal Civil Lawsuit New York Southern District Court, Case No. 1:20-cv-10832-AT-SN, 20 Civ. 10832 (AT) ORDER p28

211) SEC v. TERRAFORM LABS PTE LTD, and DO HYEONG KWON(UNITED STATES DISTRICT COURT SOUTHERN DISTRICT OF NEW YORK Case 1:23-cv-01346-JSR OPINION and ORDER, p41 다만 테라폼랩스 사건의 재판부에서는 2023. 7. 31. 판매 대상에 따라 증권성이 다르게 판단될 수 있다는 리플랩스 판결의 결론에 동의할 수 없다는 취지의 판시를 내렸고, 피고들로부터 직접 매수하였거나 (거래소 등을 통해) 2차 판매를 통해 매수하였거나 이익의 기대를 달리볼 수 없다는 취지의 판시를 내렸다. 이처럼 테

한편 영국 FCA는 XRP를 유틸리티와 교환형의 혼합형으로 간주하였고 증권으로 보지 아니하였고 일본에서도 XRP는 증권에 해당하지 않고 암호자산으로 거래되고 있다.[212]

2) 디지털자산거래소에 상장된 디지털자산에 대한 증권성 판단

SEC는 디지털자산 거래소인 코인베이스 직원을 상대로 미공개 중요정보 이용행위를 이유로 손해배상 청구 소송을 제기하였다.[213] 이때 적용된 법률은 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934) 제10(b)조[15 U.S.C. § 78j(b)] 및 그에 따른 Rule 10b-5[17 C.F.R.§ 240.10b-5]이다. SEC는 이 소송의 전제로, 디지털자산 9개 종목(AMP, RLY, DDX, XYO, RGT, LCX, POWR, DFX, KROM)을 증권으로 보았다. 해당 디지털자산을 증권으로 본 이유는 대체로 향후 수익의 배분을 약속하거나 사업이 발전할수록 디지털자산의 가격이 상승할 것이라고 광고 마케팅하였다는 점 때문이었다. 구체적으로 SEC는 소장에서 “발행인 등은 타인의 노력을 기반으로 이러한 증권에 투자하여 얻을 수 있는 잠재적인 이익을 선전함으로써 투자자를 모집했다”는 점[214], “발행인은 광고를 함에 있어 문제가 된 디지털자산의 가치와 투자자가 2차 거래에 참여할 수 있다는 점에 초점을 맞춘 점[215]”, 그리고 “투자의 성공은 회사의 경영진과 다른

라폼랩스 사건의 재판부와 리플랩스 사건의 재판부가 상반된 판단을 내리고 있다.

212) SEC v. Ripple Labs, Inc. et al Federal Civil LawsuitNew York Southern District Court, Case No. 1:20-cv-10832-AT-SN, 20 Civ. 10832 (AT) ORDER p31에 따르면 싱가폴과 스위스에서도 XRP를 증권에 해당하지 않는다고 판단했음을 알 수 있다.

213) SEC v. ISHAN WAHI, NIKHIL WAHI, AND SAMEER RAMANI complaint ; https://www.sec.gov/news/press-release/2022-127(2022. 8. 8. 최종 확인)

214) SEC v. ISHAN WAHI, NIKHIL WAHI, AND SAMEER RAMANI. complaint p22 ; https://www.sec.gov/news/press-release/2022-127(2022. 8. 8. 최종 확인)

사람들의 노력에 달려 있었다."는 점을 언급하고 있다. 결국 SEC는 앞서 본 프레임워크에서 제시했던 기준들을 그대로 적용하면서 위 9가지 디지털자산을 증권이라고 주장하고 있다.[216]

다만 여기서 지목된 9개 디지털자산[217]의 경우 이용권으로서의 역할이 명확하게 드러나지 아니하고 일부 디지털자산의 경우에는 리워드를 제공하거나(DFX) 디지털자산을 추가로 지급하는 구조(RGT)도 존재하기 때

---

215) SEC v. ISHAN WAHI, NIKHIL WAHI, AND SAMEER RAMANI. complaint p22 ; https://www.sec.gov/news/press-release/2022-127(2022. 8. 8. 최종 확인)

216)SEC v. ISHAN WAHI, NIKHIL WAHI, AND SAMEER RAMANI. complaint p23 ; https://www.sec.gov/news/press-release/2022-127(2022. 8. 8. 최종 확인)

217) 소장에 언급된 디지털자산의 증권적 요소를 분석하면 다음과 같다.

토큰 종류	증권에 해당하는 사유	소장 위치 (para)
AMP	유동성풀을 제공하면서 유동성 풀을 통해 스테이킹하는 투자자에게 수익을 공유하였음	95~111
RLY	RLY는 투표권을 행사하는 거버넌스토큰임 백서에 토크노믹스의 발전을 약속하였고 유통시장에서의 RLY 활용 가능성에 대한 홍보	112~120
DDX	DerivaDEX가 설명한 모든 개발 계획은 전적으로 경영진과 계열사의 노력에 달려있으며 아직까지 완전히 작동하지 않음	121~134
XYO	토큰 공급량에 대한 공급, 생태계 성공을 통한 XYO 토큰의 수요 증대를 약속	135~144
RGT	구매자를 주주로 부르고 Rari 거래풀에 유동성을 공급하는 투자자에게 RGT를 추가로 지급	145~160
LCX	리히텐슈타인 소재 LCX Exchange에서 활용가능한 토큰으로 거래소 확장과 수요가 연계	161~168
POWR	거래소 상장을 약속	169~181
DFX	유동성풀에 디지털자산 추가시 DFX토큰을 리워드로 지급하며 일정기간 동안 스테이킹하여 토큰 리워드를 받는 구조	182~197
KROM	핵심 개발자가 프로젝트를 관리함. KROM은 Kromatika DEX 스왑의 수수료 지급수단으로 기능하며 투자자의 이익에 대한 기회를 강조함	198~206

문에 디지털자산의 증권성에 대한 논란은 XRP 보다 훨씬 적은 상황이다.

위 소송을 통해서도 SEC는 특정 디지털자산이 유통시장에서 양도 가능하고 이와 관련하여 발행인 등이 적극적으로 홍보하는 행위가 존재할 경우 해당 디지털자산을 증권으로 본다는 점을 확인할 수 있다.

3) UST 및 LUNA에 대한 증권성 판단

SEC는 2023. 2. 16. 테라폼랩스 Pte LTd 및 테라폼랩스의 CEO인 권도형을 상대로 1933년 증권법(Securities Act of 1933) 제5(a)조와 제5(c)조[15 U.S.C. §§77(e)(a) 및 77e(c)]에서 규정하고 있는 미등록증권발행 및 판매, 1934년 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934) 제6(l)조[15 U.S.C. §78f(l)]에 규정된 미등록증권기반 스왑상품 제조 및 판매 그리고 1933년 증권법 제10(b) [15 U.S.C. §78q(a) 및 §78j(b)]및 rule 10b-5에서 규정하고 있는 반사기적 행위 금지 규정에 위반하였다는 이유로 민사상 손해배상청구소송을 제기하였다.[218]

이 소송 역시 앞서 리플 사건과 같이 미등록증권발행 및 판매를 문제삼고 있다. SEC는 테라폼랩스 및 권도형(이하 피고들)을 상대로 본건 소송을 제기하였다. 소장에 따르면 테라폼랩스는 본건 소송에서 디지털자산 테라와 관련된 업무를 수행하고 발행하였으며 판매하였다. 또한 테라폼랩스는 미국에서도 접근할 수 있는 웹사이트를 운영하면서 미국 투자자들에게 디지털자산을 권유 하고 판매하였다.[219] 또 다른 피고 중 한 명인 권도형은 테라폼랩스의 최고의사결정자이자 유일한 CEO이며 92%

218) SEC v. TERRAFORM LABS PTE LTD, and DO HYEONG KWON(UNITED STATES DISTRICT COURT SOUTHERN DISTRICT OF NEW YORK Case 1:23-cv-01346, filed 02/16/23) (이하 테라폼랩스 사건)
219) SEC v. TERRAFORM LABS PTE LTD, and DO HYEONG KWON(UNITED STATES DISTRICT COURT SOUTHERN DISTRICT OF NEW YORK Case 1:23-cv-01346, filed 02/16/23), complaint, pp5,6

에 해당하는 지분을 보유한 자이다. 이처럼 SEC에서는 디지털자산의 발행에 관여한 “재단”과 재단의 대표에 해당하는 자를 발행인으로 보고 소송을 제기하고 있다. 즉 명시적인 발행인이 존재하지 않는 디지털자산의 경우라고 하더라도 규제당국의 입장에서는 발행인으로서의 의무 부담자를 정해야 하는데, SEC는 사실상 발행인이 수행하는 업무를 수행한 자들, 즉 투자자에게 디지털자산을 직접 판매한 회사와 개발회사, 그 회사들의 대표에게 발행인으로서의 책임을 부담시키고 있다.

소장에 따르면 피고들의 주된 행위사실은 다음과 같다. 우선 2018. 3. 피고들은 테라폼 생태계를 만들었다. 이들은 테라프로토콜과 LUNA에 대한 백서를 발표했다. 2019. 4. 테라폼랩스 자체의 알고리즘 스테이블코인인 UST에 대한 백서를 발표했다. 이때 LUNA와 UST의 교환 매커니즘도 발표되었다.[220] 2019. 4. 29. 피고들은 테라 블록체인(분산원장)을

220) 테라폼랩스의 1UST와 LUNA 교환 매커니즘과 관련해서 살펴보면, 테라폼랩스는 UST는 1USD를 추종하는 가치를 지닌 알고리즘 스테이블 코인으로서 1USD에 페그되었다고 발표했고 이 가치를 유지하기 위한 매커니즘으로 LUNA라는 디지털자산을 활용하였다. 기본적인 메커니즘은 투자자가 1UST를 테라폼랩스에 제시하면 테라폼랩스는 LUNA를 당시시가 대비 1USD에 해당하는 수량만큼 민팅하여 지급하기로 하는 것이었다. 그러면 실제 사례를 살펴보자. 만일 1UST의 가격이 1달러 이상으로 상승하면(예를 들면 1.1달러) 투자자들은 0.1 달러의 시세차익을 위해 거래소에서 1UST를 매도할 것이다. 그러면 매도 주문량이 많아져서 1UST 가격은 다시 1달러에 수렴하게 된다. 만일 1UST의 가격이 1달러 아래로 하락하게 되면 투자자들은 이를 테라폼랩스에 제시하게 된다. 테라폼랩스는 1UST의 현재가격과 상관없이 스마트컨트랙트에 의해서 당시 시점의 1USD 상당의 LUNA를 민팅해서 지급하게 된다. 지급되는 LUNA의 수량은 당시 LUNA 가격에 따라 상이할 것인데 투자자는 지급받은 LUNA를 즉시 거래소에서 매각하게 되면 1USD를 얻게 되므로 1UST의 가격이 하락되었음에도 불구하고 1USD라는 가격은 유지된다. 그리고 테라폼랩스는 투자자로부터 수취한 UST를 소각한다. 이러한 매커니즘을 활용하면 시장에 존재하는 UST의 수량이 다시 줄어들게 되므로 UST의 가격은 상승하게 된다. 이러한 매커니즘이 반복되면서 1UST의 가격은 1USD에 수렴하게 된다는 것이 그 기본 구조이다. 반면 이러한 가격 메커니즘상에는 위험도 존재하고 있었다. 만일 1UST와 1USD가 동일한 가치를 위지하지 않게 되고 투자자들이 너무나 급격하게 빠른 속도로 UST를 테라폼랩스에 제시하게 되면 LUNA를 민팅하는 숫자가 급격하게 늘어나게 될 수밖에 없다. 그리고 이렇게 되면 LUNA가 시장에 과도하게 풀리게 되고 LUNA의 가격이 하락하면서 1UST에 대한 신뢰는 더욱 무너져 투자자들이 테라폼랩스에 UST를 지급하고 LUNA로 바꿔가려는 수요가

출시하였고 10억개의 LUNA 토큰을 생성했다. 이때부터 피고들은 분산원장 등 암호자산을 개발하고 마케팅하였다. 이어 피고들은 2020. 12. 미러프로토콜을 출시하였다. 미러프로토콜은 미국의 주식시장에 존재하는 주가를 추종하는 방식으로 가격이 형성되는 디지털자산으로, 파생상품의 일종으로 볼 수있다. 피고들은 2021. 5. 앵커프로토콜을 출시하였고 투자자들이 UST를 예치하면 연 19~20% 수익률을 제공할 수 있다고 광고하였다.[221]

SEC는 이 사건에서 피고들이 발행한 LUNA, UST, wrapped LUNA, Mir Token이 증권에 해당한다고 보았는데 이때 각각에 대해 증권으로 판단하면서 제시한 근거는 조금씩 상이하다. 앞서 본 다른 디지털자산과 유사한 방식의 분석을 통해 증권성이 인정된 것은 LUNA이다. 소장에서는 LUNA의 경우에는 하우위 기준(Howey Test) 및 SEC의 프레임워크에서 제시한 공동사업성, 타인이 수행하는 사업, 이익의 기대 요건을 충족시킨다고 기술한다.[222] 다음으로 SEC는 wrapped LUNA(wLUNA)를 증권으로 판단하였다. wrapping이란 것은 상호간의 다른 종류의 프로토콜 간에 자산의 호완성을 위해서 취하는 기술적 조치를 의미한다.[223] 소

기하급수적으로 늘어날 수 있고 이는 LUNA의 급격한 가격하락으로 이어질 수 있는 위험이 있는 상태였다. 1UST를 투자자들이 급격하게 제시하면서 LUNA의 가격이 하락하게 되면 마치 펀드의 마진콜이나 은행에서의 뱅크런과 마찬가지로 투자자에게 반환해야 할 가치가 소실됨으로써 투자자에게 피해가 발생하게 되는 구조적 위험이 있었다.

221)SEC v. TERRAFORM LABS PTE LTD, and DO HYEONG KWON(UNITED STATES DISTRICT COURT SOUTHERN DISTRICT OF NEW YORK Case 1:23-cv-01346, filed 02/16/23), complaint, pp10-13

222)SEC v. TERRAFORM LABS PTE LTD, and DO HYEONG KWON(UNITED STATES DISTRICT COURT SOUTHERN DISTRICT OF NEW YORK Case 1:23-cv-01346, filed 02/16/23), complaint p14

223)브릿지 기술이란 예를 들면 bitcoin을 다른 기술기반의 분산원장에서 거래할 수 있도록 하기 위해서 스마트컨트랙트 상에 bitcooin을 맡겨둔 뒤 그 증표로서 wrapped BTC를 이용하여 거래에 사용하는 것을 의미한다. 이 과정에서 브릿지 프로토콜이라고 하는, 기술 기반이 다른 분산원장에서 상호호환 가능하도록 기술적으로 변환해주는 장치가 활용되는데 이 때 브릿지 프로토콜을 통해 변환하면서 특정 디지털자산을 스마트컨트랙트 상으로 움직일 수 없게 코딩하고 그 증표에 해당하는 다른 wrapping한 디지털자산을 생성하게 된다.

장에서는, 피고들이 분산원장의 기반기술과 무관하게 디지털자산의 상호 호환이 가능하도록 할 목적으로 “교차 체인” 및 “브릿지” 프로토콜을 만들었다고 한다. 투자자가 브릿지 프로토콜 용도로 개설된 특정 지갑 주소에 LUNA를 예치하면 자동으로 투자자의 지갑으로 wLUNA가 생성되어 전송된다. LUNA는 테라체인에서만 활용이 가능하지만 wrapping된 wLUNA는 이더리움과 같은 다른 분산원장의 스마트 컨트랙트에서도 활용이 가능하다. 따라서 투자자는 이더리움 기반의 다른 프로토콜에서도 wLUNA를 제시함으로서 LUNA 보유자로서 활동할 수 있게 된다. SEC는 이 wLUNA역시 투자자들에게 사업의 성공에 대한 기대를 부여하고 실제 LUNA의 가격 상승에 wLUNA의 가격 상승도 연동되어 있다는 점을 투자자들이 인지한 이상 wLUNA는 증권에 해당한다는 입장이다. 또한 소장에서 SEC는 wLUNA가 증권인 LUNA의 영수증으로서 기능하기 때문에 1933년 증권법 제2조 (a) (1) 및 1934년 증권거래법 제3조(a)(10)에 따라 증권에 해당한다고 주장한다.[224] 또한 소장에서는 UST[225] 역시 투자자에게 또 다른 증권을 “인수 또는 구매할 권리”를 부여했기 때문에 증권에 해당한다고 주장하고 있다. 즉, UST 투자자에게는 테라폼 분산원장을 통해 UST를 1달러 상당의 루나로 전환할 수 있는 권리가 보장되므로 UST를 매수한 투자자는 증권(즉, 루나)을 인수 또는 구매할 권리가 있었던 것이라고 한다.[226] 마지막으로 SEC는 소장에서 Mir 토큰도 증권이라고 주장한다. Mir토큰은 피고들이 제작한 미러프로토콜의 거버넌스토큰으로, 투자자들에게 미러프로토콜의 성공에 따라서 MIR

224) SEC v. TERRAFORM LABS PTE LTD, and DO HYEONG KWON(UNITED STATES DISTRICT COURT SOUTHERN DISTRICT OF NEW YORK Case 1:23-cv-01346, filed 02/16/23), complaint p20

225) UST는 테라폼랩스가 발행한 스테이블코인으로 1달러에 1UST가 페깅되는 것으로 설계되었다.

226) SEC v. TERRAFORM LABS PTE LTD, and DO HYEONG KWON(UNITED STATES DISTRICT COURT SOUTHERN DISTRICT OF NEW YORK Case 1:23-cv-01346, filed 02/16/23), complaint p24

토큰의 가격이 상승할 것이라는 기대를 제공했으므로 MIR 토큰도 투자계약 증권에 해당한다고 주장한다.[227]

4) 검토

앞서 디지털자산의 증권성이 쟁점이 된 소송들을 종합하여 보면, 우선 디지털자산의 발행인을 특정하는 것이 어렵다는 것을 알 수 있다. 그래서 SEC는 디지털자산을 판매(offer)한 집단적 존재(재단이라고 표시된다)와 그 집단의 대표자를 피고로 특정하고 있다. 이때 발행에 개입한 대표자, 개발자, 마케터 등을 적극적 참가자(Active Participant, AP)라고 보고 이들에게 발행인과 동일한 책임을 부담시켜야 한다고 주장한다.

다음으로 SEC가 제기한 소송에 비추어 볼 때 SEC가 기존에 발표한 디지털자산프레임워크에 따라서 증권성을 판단하고 있음을 보여준다. 이때 이용권적 성질은 크게 고려되지 않고 있음을 XRP소송을 통해서 확인할 수 있다. SEC의 주장을 하우위 기준(Howey Test)에 따라 분석해 보면 다음과 같다. 우선 ① 공동사업성과 관련하여, 투자자들의 자금이 모집된 점 및 리플랩스 사업의 진행이 XRP 가격에 영향을 미친 점에 비추어 볼 때 공동사업성은 인정될수 있을 것이다. ② 리플재단은 ICO를 실행한 적은 없지만 거래소 등에서 투자자들이 금전 등으로 이를 구매하였으므로 금전의 투입은 인정될 것이다. ③ SEC는 타인의 노력에 대한 기대 부분과 관련하여 XRP가격이 결국 투자 성패를 좌우하는 요소이며, 이는 리플랩스 노력에 의존할 수밖에 없었다는 점을 주된 근거로 들면서 타인 노력에 대한 기대가 인정된다고 주장한다.

가장 주목해서 볼 요건은 이익의 기대 요건이다. 적극적 참가자를 포함한 리플랩스는 송금용으로 발행된 이용권이라는 점을 들어 투자자에게

227) SEC v. TERRAFORM LABS PTE LTD, and DO HYEONG KWON(UNITED STATES DISTRICT COURT SOUTHERN DISTRICT OF NEW YORK Case 1:23-cv-01346, filed 02/16/23), complaint p25, 26

이익의 기대를 인정할 수 없다는 입장이다.[228] 반면 SEC는 유통시장이 존재하고 유통시장 활성화에 발행인이 기여하였으며 실제 유통시장이 존재하므로 투자자들의 이익의 기대는 이러한 유통시장 활성화에서 비롯되고 충분히 인정된다는 입장이다. 앞서 밝힌바와 같이 SEC는 이용권으로 발행된 XRP를 증권으로 봄으로서 앞서 Forman판결의 입장에 비해 증권성을 더 넓게 인정하고 있다.

이에 대하여 2023. 7. 13.에 내려진 법원의 약식판결에서는 일반투자자의 프로그램방식의 XRP 매수에 있어서 이익의 기대를 부정했다. 반면 기관투자자의 경우 리플랩스의 노력에 대한 기대가 인정되었다. 그 결과 법원은 일반투자자에게 판매된 XRP는 증권이 아니지만 기관투자자에게 판매된 XRP는 증권이라고 판단하였다.

또한 SEC는 테라폼랩스 사건이나 코인베이스 사건에서 증권성을 판단함에 있어서도 기존에 제시한 프레임워크 범위 내에서 증권성을 판단하고 있다. 이러한 SEC의 주장에도 불구하고 앞서 XRP판결의 판시내용에 비추어 볼때 위 사건에서 언급된 LUNA, UST 등의 디지털자산 역시 판매 대상 및 판매 방식에 따라서 증권성 인정 가능성이 달라질 수 있다. 하지만 테라폼랩스 사건에서 담당 재판부는 리플랩스 사건에서 재판부가 판매대상에 따라 이익의 기대 요건을 달리본 결론에 대하여 동의할 수 없다고 판시하면서 판매 방식 및 그 대상에 따라 투자계약 해당 여부를 달리 판단할 수 없다고 언급하였는바,[229] 두 사건에서 비증권형 디지털자산에 대한 증권성 판단이 상반될 가능성을 배제하기 어렵다.

과연 미국 SEC 및 법원의 입장을 우리나라에서 그대로 적용할 수 있을지는 의문이다. 미국은 하우위 기준(Howey Test)에 따라 투자계약 해

---

228) Perkins Coie LLP로부터 받은 2012.10.19.자 법률의견서(Case 1:20-cv-10832-AT-SN Document 108-2 Filed 04/12/21)에도 증권에 해당하지 않을 가능성에 대해서 언급하고 있다고 주장하였다.

229) SEC v. TERRAFORM LABS PTE LTD, and DO HYEONG KWON(UNITED STATES DISTRICT COURT SOUTHERN DISTRICT OF NEW YORK Case 1:23-cv-01346-JSR OPINION and ORDER, p41

당여부를 판단하고 그에 기해 증권성을 판단하는 구조이다. 따라서 특정한 디지털자산에 대한 법률적 평가가 이익의 기대라는 주관적 요건을 기준으로 달라질 수 있다. 그러한 논리 구조에 따라 리플사건의 담당 재판부가 XRP 매수자 및 매수 방식에 따라 증권성을 달리 판단하였던 것으로 보인다. 하지만 우리나라에서는 증권 해당 여부를 자본시장법 문언, 그 중에서도 제4조를 중심으로 판단해야하므로 이러한 미국의 기준을 그대로 적용할 수는 없을 것이다. 이하에서 좀 더 자세하게 살펴볼 예정이다.

3. EU

(1) MIFID 2의 양도증권과 디지털자산 증권성

유럽의 디지털자산 규제원칙에 해당하는 MICAR에서는 제2조를 통해 금융상품을 배제한 나머지만을 대상으로 한다고 명시적으로 선언하였고 성질 분류상 금융투자상품에 해당할 경우 MIFID2에 따라 규제하도록 하고 있다. 디지털자산의 경우에도 증권에 해당하는지 여부는 결국 MIFID2에서 정의하는 증권의 개념에 포섭되는지 여부에 달려있다.

한편, EU에서도 우리나라에서 논의되는 바와 유사하게 ICO 토큰이 MiFID 2의 금융투자상품 개념에 포섭되는지가 문제되었고 특히 양도증권 해당 여부가 문제되었다. 특징적인 것은 우라나라나 미국과는 달리 투자계약이라는 개념이 유럽에는 없다는 것이다.

즉, MIFID2에서의 증권의 개념은 제4조 1. (15)에 나타나 있는데 이 규정에 의하면 양도증권을 “지급수단을 제외하고 자본시장에서 유통가능한 것으로서 다음과 같은 것을 의미한다”라고 하면서 “양도증권의 취득이나 판매에 대한 권리를 부여하는 다른 증권 또는 양도 가능한 유가 증권, 통화, 이자율 또는 수익률, 상품 또는 기타 지수나 수단을 사용하여 현금결제를 발생시키는 것”이라고 규정하고 있다. 즉 양도증권의 범위가

포괄적으로 규정되어 있다.

FID2에서는 이처럼 투자계약증권이라는 개념을 사용하지는 않았으나 양도증권이라는 포괄적인 증권의 정의 규정이 존재하므로 미국이나 우리나라와 동일하게 디지털자산이 증권으로 포섭되는 범위가 어디까지인지에 대하여 논의될 필요가 있었다.

이러한 배경하에서 EU에서는 디지털자산의 증권성 판단 기준을 마련할 필요가 있다고 보고 유럽 증권시장청(European Securities and Markets Authority, ESMA)에서 디지털자산의 증권성 판단 기준을 연구한 뒤 “Annex 1 Legal qualification of crypto-assets – survey to NCAs”(이하 “ESMA 연구보고서”)를 발간하였다.[230] ESMA 연구보고서에서는 구체적인 사례 분석을 통해 각 디지털자산의 유형별 증권성 판단 사례를 확인할 수 있다.

(2) 디지털자산의 증권성

ESMA는 위 연구보고서에서 회원국의 NCA에 총 6개의 디지털자산 즉, FINOM(FIN), PolybiusBank(PLBT), Crypterium(CRPT), PAquarium(PQT), Filecoin (FIL), AlchemyBite(ALL)의 증권성에 대하여 조사를 시행했다. 그 결과 ESMA는 FINOM(FIN), PolybiusBank(PLBT)를 금융상품으로, Crypterium(CRPT)을 이용권(유틸리티형)이면서 금융상품의 혼합형으로, PAquarium(PQT)을 금융투자상품이자 이용권이자 동시에 지급형 디지털자산인 혼합형으로 판단하였고 FIlecoin(FIL)은 순수한 이용권적 성격만 존재하는 디지털자산으로서 금융상품에 해당하지 않는다고 결론지었다. 마지막으로 ESMA는 연구보고서에서 AlchemyBite(ALL)의 경우 지급형 디지털자산이면서 금융상

230) European Securities and Markets Authority(ESMA), Annex 1 Legal qualification of crypto-assets – survey to NCAs, ESMA 50-157-1384, (2019. 1), pp2-3.

품에 해당하는 혼합형 디지털자산으로 보았다.[231]

ESMA 연구보고서에서 위와 같은 결론을 내리게 된 근거를 구체적으로 살펴보면 다음과 같다. 우선 금융상품으로 분류된 FINOM(FIN)이라는 디지털자산은 회사로부터 배당을 받을 권리와 회사 자산에 대한 지분적 권리 및 커뮤니티 경영에 대한 참여권을 보장하는 내용이 백서에 기재되어 있었다. 그리고 PolybiusBank (PLBT) 역시 금융상품에 해당하는 것으로 판단되었는데 이는 백서상 연간 20%의 배분 가능한 이익을 지급받을 권리가 보장된다고 기재되어 있었다. 한편 Crypterium (CRPT)의 경우 백서에 언급된 내용에 따르면 해당 디지털자산은 은행수수료 지급 용도로 활용될 것이고 동시에 Crypterium (CRPT) 보유자에게 전체 거래전송 수수료로부터 발생되는 수익을 월단위로 정산받을 수 있는 권리를 부여할 것이라고 되어 있었다. 이 밖에 PAquarium (PQT)이라는 디지털자산은 금융상품과 이용권과 지급형 디지털자산의 혼합형태로 판단되었는데 구체적으로 아쿠아리움을 이용하기 위한 증표로서 기능함과 동시에 투자자들에게 연간 아쿠아리움 운영수익의 20%지급을 보장하도록 백서에 기재 되어 있었다. ESMA 연구보고서에서 금융상품으로 분류되거나 금융상품 혼합형으로 분류된 디지털자산은 모두 투자자가 발행인에게 특정한 수익의 배분을 청구할 수 있는 권리가 표창되어 있는 것들이었다.

반면 Filecoin (FIL)은 순수한 이용권으로 분류되었는데 이 디지털자산의 경우 자신이 활용하지 않는 저장공간을 제공하는 사람에게 위 Filecoin (FIL) 을 (저장공간의 제공에 대한) 보상으로 지급하는 구조이다. 백서에 따르면 Filecoin (FIL)의 보유자는 분산형 클라우드를 사용하기 위한 접근권한을 갖게 된다. 즉 Filecoin (FIL)의 경우 발행인에게 어떠한 청구권도 갖지 않는 전형적인 디지털자산이고 다만 보유자는 분산형클라우드에 대한 접근권한과 갖게되며 부수적으로 유통시장에서 이를

231) ESMA, Annex 1 Legal qualification of crypto-assets - survey to NCAs, ESMA 50-157-1384, (2019. 1), pp25-26.

판매해서 전매차익을 수취할 수도 있다. ESMA 연구보고서에서는 전매차익이 발생한다는 사실에도 불구하고 Filecoin(FIL)을 증권으로 보지 않았다. ESMA는 투자자가 발행인에게 청구권을 갖는지 여부를 기준으로 금융상품성을 판단하는 것으로 보여진다.

마지막 사례가 AlchemyBite (ALL)인데, 이는 다른 디지털자산을 담보로 하여 발행되는 스테이블 코인이었다. 이에 대해서는 지급형 디지털자산이자 금융상품에 해당한다고 보고 있다.

이 보고서에 따르면 ESMA의 조사 단계에서 각 회원국의 경쟁당국(National Competition Authorities, NCA) 입장을 취합한 결과 FINOM(FIN), Polybius Bank (PLBT)에 대하여 MiFID2의 양도증권 또는 기타 유형의 금융투자상품에 해당할 수 있다고 보았고, PAquarium (PQT)에 대해서는 견해가 다양했으며 Filecoin (FIL)에 대하여는 양도가능한 증권으로 보지 않았다고 한다.[232]

각국의 규제당국마다 증권성 여부에 대한 판단이 상이했지만, 유통시장에서 투자자들이 거래할 수 있는 Filecoin (FIL)에 대해서는 공통적으로 금융투자상품에 해당하지 않는다고 응답하였고 단순한 이용권적 성격의 디지털자산으로 분류였다는 점이 주목할만하다. 결국 이 보고서에 따르면 EU의 규제체계 하에서는 발행인이 투자자에게 수익 배분을 하는 디지털자산(“수익배분형 디지털자산”이라 하겠다)의 경우에는 증권으로 보지만 유통시장에서 양도를 통해 전매차익을 취득하는 형태의 디지털자산(“전매차익형 디지털자산”이라 하겠다)[233]에 대하여 증권성이 부정된다는 결론을 내릴 수 있다.

(3) 소결

---

232) ESMA, Annex 1 Legal qualification of crypto-assets - survey to NCAs, (2019. 1.) ESMA50-157-1384, p26.

233) 수익배분형과 전매차익형 디지털자산이라는 개념 분류 출처와 관련하여, 김건식/정순섭, 「자본시장법 제4판」, 박영사, (2023 발간예정), 제2장 금융투자상품 제2절 증권 Ⅳ. 증권의 종류 6. 투자계약증권

EU의 경우, 미국과는 달리 유통시장에서 매매 가능한 디지털자산의 경우에도 증권으로 보지 않고, 발행인이 투자자(토큰 보유자)에게 이익의 제공이나 수익의 배분을 약속한 경우에 증권 또는 금융투자상품에 해당한다는 입장으로 보인다. 그리하여 EU에서는 미국의 SEC와 달리 대부분의 디지털자산이 금융상품에 해당하지 않는다는 입장에 있다.[234] 이러한 연장선상에서 MICAR 역시 대부분의 디지털자산이 금융투자상품에 포섭되지 않는다는 것을 전제로 하여 디지털자산 전반에 대한 엄격하고 정밀한 규제체계를 정립하였다.

이를 통해 확인할 수 있는 것은 미국은 증권성 범위를 넓게 봄으로써 디지털자산을 증권으로서 규제하고 있는 반면 EU에서는 디지털자산에 대한 적극적인 규제를 통해 동일한 대상에 대해 법률적으로 다른 취급을 하고 있다는 점이다. 결국 각 나라마다 증권성 판단 범위와 연계하여 디지털자산에 대한 규제강도와 규제체계 정비방향이 달라지고 있음을 알 수 있다.[235]

4. 영국

---

234) EU MICA Explanatory Memorendum, “ Moreover, the advice noted that provisions in existing EU legislation may inhibit the use of DLT. At the same time, the EBA and ESMA underlined that – beyond EU legislation aimed at combating money laundering and terrorism financing – most crypto-assets fall outside the scope of EU financial services legislation and therefore are not subject to provisions on consumer and investor protection and market integrity, among others, although they give rise to these risks.” 라고 하여, 디지털자산 대부분이 금융상품에 해당하지 않는다고 하였다
.:https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52020PC0593, (2022. 8. 18. 최종 확인)

235) 증권의 범위를 좁게 보고 디지털자산의 범위를 넓게 본다면 결과적으로 디지털자산에 대한 전반적인 규제체계의 정립도 수반되어야 할 것이다. 이때 규제 강도 역시 증권의 경우 보다는 낮지만 일반 상품보다는 강화된 규제체계를 통해 디지털자산에 투자한 투자자를 보호할 필요가 있을 것이다.

(1) 디지털자산의 증권성

영국 FCA가 발간한 암호자산에 관한 가이던스 의견수렴 결과 요약 및 최종지침서(이하 “가이던스”라 한다)[236]에서 FCA의 기본적인 방향을 확인할 수 있다. 위 가이던스에서는 디지털자산의 종류를 규제대상 암호자산[237]과 비규제대상 암호자산으로 분류하고 유틸리티형 암호자산과 교환형 암호자산을 비규제대상 암호자산[238]으로, 토큰증권, 전자화폐형 암호자산, 스테이블 코인을 규제대상 암호자산으로 규정하고 있다. FCA의 가이던스에 따르면 Appendix1의 유틸리티형 암호자산[239]은, “현재 또는 장래의 서비스나 상품에 대한 접근권을 부여하는 것”이라고 정의하면서 유통시장에서 거래가능하고 투기성 목적으로 사용되기도 하나, 이들 암호자산의 내재적 특성상 특정투자(specified investments)상품으로서의 성격을 갖지 않는다면 금융상품으로 볼 수 없다는 입장을 명시하고 있다.[240]

예를들어, 어떤 회사가 네트워크 또는 생태계 내에서 제품과 서비스 접근에 사용될 디지털자산을 발행하였고, 이 디지털자산이 네트워크 내에서 제품이나 용역과의 교환을 목적으로 하며, 회사 또는 사업에 관한 권리를 배분하지는 아니한다면 해당 디지털자산은 단순한 이용권에 불과하고 금융투자상품에 해당하지 않을 것이다.

다른 예시로 어떤 회사가 충성 고객에 대한 보상을 위하여 디지털자

236) FCA, Guidance on Cryptoassets Feedback and Final Guidance to CP 19/3, Policy Statement PS19/22, (2019. 7.), p4
237) FCA 가이던스에서는 암호화 토큰이라는 용어를 사용하고 있어서 암호자산으로 명명했고 이는 본 연구의 디지털자산에 해당한다.
238) 원문에서는 토큰이라고 부르고 있다.
239) FCA, Guidance on Cryptoassets Feedback and Final Guidance to CP 19/3, Policy Statement PS19/22, (2019. 7.), pp36, 48
240) FCA, Guidance on Cryptoassets Feedback and Final Guidance to CP 19/3, Policy Statement PS19/22, (2019. 7.), pp36, 49

산을 발행한 경우를 가정해보기로 한다. 이용자는 주어진 횟수만큼 거래를 하면 거래에 대한 보상으로서 디지털자산을 수취할 수 있다고 가정하자. 이때 해당 다지털자산을 유통시장에서 매매할 수 없다면 이는 금융상품에 해당하지 않을 것이다. 다만 발행인이 디지털자산에 표창된 권리의 내용을 변경해서 디지털자산 보유자에게 회사의 수익을 배분한다면 그 때는 해당 디지털자산이 증권에 해당할 것이다.

반면 FCA는 가이던스에서 디지털자산의 금융상품 해당 여부에 대하여 디지털자산의 복잡성으로 인해 그 판단이 어렵다는 점을 인정하고 있다. 다만 디지털자산의 금융상품 해당 여부를 판단하기 위해서 주로 살펴보아야 할 것은 발행인 또는 발행인과 관련성이 있는 자들과 보유자 사이의 계약상 권리의 존재 여부라고 한다.[241] 그리하여 디지털자산 보유자가 디지털자산을 통해 갖게 되는 계약상 권리와 의무, 이익분배 가능성, 수익이나 각종 혜택에 대한 계약상 권리, 기타 발행인에 대한 계약상 권리의 존재 여부를 확인하여야 한다고 지적하고 있다.[242]

FCA는 디지털자산 보유자에게 관련 당사자나 발행인이 수익을 직접 지급하는 경우에는 이것이 바로 디지털자산의 증권성을 보여주는 지표라고 본다. 그리고 FCA는 동일한 선상에서 디지털자산의 보유자가 유통시장을 통해서만 이익을 취득한다는 사실만으로 해당 디지털자산을 증권으로 판단할 수는 없다는 입장이다. 다만 FCA는 디지털자산의 보유자가 유통시장을 통하여 이익을 취득한 경우라도, 그 이익이 발행인 기타 관련 당사자와 사이의 계약상 권리에 기인한 것이라면 해당 디지털자산을 증권으로 판단할 수 있다고 본다.[243]

---

241) FCA, Guidance on Cryptoassets Feedback and Final Guidance to CP 19/3, Policy Statement PS19/22, (2019. 7.), p33

242) FCA, Guidance on Cryptoassets Feedback and Final Guidance to CP 19/3, Policy Statement PS19/22, (2019. 7.), p33

243) FCA, Guidance on Cryptoassets Feedback and Final Guidance to CP 19/3, Policy Statement PS19/22, (2019. 7.), p33 기본적으로 The Financial Services and Markets Act 2000 (Regulated Activities) Order의 금융상품 분류

이러한 내용을 종합하면 FCA는 투자자에게 특정투자상품과 유사한 형태의 권리와 의무를 부여하는 디지털자산을 토큰증권으로 보고 있다. 즉, 보유자에게 또 다른 디지털자산에 대한 권리를 부여하는 디지털자산, 주주나 채권자가 부여받는 권리의 일부 또는 전부를 표창하는 디지털자산을 포함하며 법인에 대한 소유자로서의 지위, 법인과 채무자 관계, 또는 소유권이나 수익에 관련된 기타 권리를 표시하는 디지털자산이라면 증권에 해당한다는 입장이다.

증권에 해당하는 구체적 사례는 다음과 같다. ① 만일 회사가 운영자금 마련을 위하여 자본금에 대한 정기이자 수령권을 부여하는 디지털자산을 발행하였고 이 디지털자산이 유통시장에서 유통이 된다면, 증권에 해당할 것이다. ② 또한 투자자들로부터 자금을 모집하여 해당 자금으로 미술품을 매입한 후 투자자들에게 모집한 자금에 비례하여 디지털자산을 지급하고, 디지털자산의 수량에 비례하여 발생된 수익을 배분한다면 이 경우에 해당 디지털자산은 집합투자기구의 지분으로서 증권에 해당할 것이다.

반면 증권에 해당하지 않는 사례는 다음과 같다. ③ 어떤 회사가 플랫폼을 개발 및 구축하였고 플랫폼에서 사용 가능한 디지털자산도 함께 발행하였는데 이러한 디지털자산이 유통가능한 경우이다. FCA의 가이던스에 따르면 이러한 경우에는 해당 디지털자산은 증권으로 볼 수 없다. 다만 이 디지털자산 보유자에게 플랫폼의 수익을 배분하거나 플랫폼 소유권에 대한 지분을 나누어 준다면 이 경우의 디지털자산은 증권에 해당할 것이다.

(2) 소결

결론적으로 FCA의 가이던스에 따르면 사업자가 디지털자산 보유자에게 수익을 배분하기로 약속한 경우 등 디지털자산 보유자가 사업자에게

기준에 따라 판단해야 한다는 입장이다.

청구권을 갖는 경우에 해당 디지털자산을 증권으로 본다. 결국 디지털자산을 취득한 투자자가 유통시장에서 양도를 통해서 수익을 취득할 수 있다는 가능성만으로 증권성을 인정하지는 아니한다. 이러한 점에서 FCA 가이던스의 증권성 판단 원칙과 ESMA 보고서의 증권성 판단 원칙은 유사한 것으로 생각된다.

5. 일본

(1) 디지털자산의 종류와 분별기준

일본에서는 우선 디지털자산을 전자기록이전권리와 암호자산으로 구별하고 있다. 전자기록이전권리는 금융상품거래법 제2조 제3항에서 규정하고 있고 암호자산은 자금결제법 제2조 제5항에 규정하고 있다.

위 각 규정을 좀 더 자세히 살펴보면 금융상품거래법상 수익분배를 받을 권리 등 중 전자정보 처리조직을 이용하여 이전할 수 있는 재산적 가치(전자 기타의 물건에 전자적 방법으로 기록되는 것에 한한다)에 표시되는 것이 바로 전자기록 이전권리(금융상품거래법 제2조 제3항３)인데 이는 제2항의 유가증권에 해당하는 신탁수익권이나 집단투자스킴지분을 토큰화한 것이다. 이러한 전자기록이전권리는 제1항의 유가증권과 동일한 규제가 적용된다(금융상품거래법 제2조 제3항·제8항, 제3조, 제28조).[244] 그리고 금융상품거래법상 전자기록 이전권리는 아래표와 같이 1종 내지 2종금융상품거래업자만이 취급할수 있다.

반면 자금결제법상 암호자산교환업자는 암호자산의 관리를 업으로 하는 사업자인데 암호자산 교환업자는 금융상품거래법상 전자기록이전권리를 취급할 수 없다. 전자기록이전권리의 종류 및 관련 규제를 표로 분류하면 다음과[245] 같다.

---

244) 김대홍, “가상통화(仮想通貨)’에서 ‘암호자산(暗号資産)’으로: 일본 자금결제법 등 개정 법률안에 대해서”, 최신외국법제정보, 한국법제연구원, 2019. 48면.

<표3> 전자기록 이전권리 종류 및 금융상품거래법상 규제

	종류	규제
2조 1항 유가증권	주식, 사채, 투자신탁 수익증권	공시규제, 1종금융상품 거래업
2조 2항 유가증권	지분회사 사원권, 신탁수익권, 집단투자스킴지분	공시규제, 2종금융상품 거래업
2조 3항 전자기록이전권리	2항의 유가증권으로 간주되는 유가증권표시권리가 전자정보처리조직을 이용하여 이전할 수 있는 재산적 가치에 표시된 전자기록이전권리	1항유가증권과 동일한 규제

위와 같은 규제 및 분류 체계에 따르면 일본 금융상품거래법상 전자기록 이전권리는 본 연구에서 토큰증권에 대응되는 개념이고 일본 자금결제법상 암호자산은 본 연구에서 비증권형 디지털자산에 대응되는 개념임을 확인할 수 있다.

(2) 디지털자산의 증권성

일본에서도 디지털자산의 증권성 판단과 관련하여, 발행인은 암호자산으로 표시하였으나 성질상 전자기록이전권리에 해당할 경우 전자기록이전권리로 취급해야 한다는 논의가 존재한다. 이때 지금까지 본 것과 동일하게 금융상품거래법상의 전자기록이전권리와 암호자산의 분별기준이 문제된다.

앞서 본대로 전자기록이전권리는 금융투자상품 중 집합투자스킴의 한 종류이고 다만 발행 형태만 토큰형태를 취한 것을 의미한다(제2조 제2항

245) 이효경, 전게논문. p238, 239

제5호). 일본의 금융상품거래법 제2조 제2항 제5호에서 규정하고 있는 집합투자스킴은 출자자가 출연한 금전으로 사업에서 발생되는 수입을 배당하거나 출자대상 사업의 재산을 분배받을 권리로서, 집합투자스킴의 지분을 의미하는 것이다. 따라서 전자기록이전권리의 핵심적인 지표는 사업수익의 배당 또는 사업의 재산에 대한 분배청구권이다. 그렇다면 일본 금융상품거래법 해석상 유통시장에서의 재판매 이익만을 취득할 목적으로 투자하는 형태인 유틸리티형 디지털자산 즉 전매차익형 디지털자산의 경우, 현재 금융상품거래법상 증권에 해당하지 않는다고 보아야 한다. 즉 일본에서는 수익배분 여부 등을 기준으로 금융상품에 해당하는지 판단하고 있다.[246] 다만 이러한 논의와 함께 수익의 배분 없이 재판매를 통해 이익을 취득하는 전매차익형 디지털자산의 경우에도 전자기록이전권리의 한 형태로 포섭할 수 있게 하기 위한 법률 개정이 필요하다는 견해가 존재한다. 그러나 이는 입법론에 불과한 것으로서 현행법 해석에 따르면, 전매차익의 실현을 통해 이익을 실현할 수 있으나 수익배분 기능을 수행하지 않는 디지털자산(전매차익형 디지털자산)은 전자기록이전권리에 해당하지 아니한다.[247]

한편 사단법인 일본 암호자산거래업협회(Japan Virtual and Crypto Assets Exchange Association, JVCEA)에서는 “취급암호자산 및 암호자산 개요설명서”라는 명칭으로 암호자산교환업자가 취급하는 디지털자산을 공개하고 있다.[248] 해당 협회에서 발표하고 있는 “취급암호자산 및 암호자산 개요설명서”에 따르면 현재 일본의 암호자산교환업자는 ICO를 통해서 발행하고 자금을 모집한 ADA, ATOM, AVAX, XRP, SOL, Klaytn, Link, Matic 등을 취급하고 있다. 이러한 디지털자산은 투자자들이 가격상승을 통해서 전매차익을 수취하는 대표적인 형태의 디지털자산

246) /https://www.kokusen.go.jp/wko/pdf/wko-202108_16.pdf; p35
247) 柳, 明昌, 暗号資産の有価証券該当性 : SECの所説を中心として, 法學研究 : 法律·政治·社會, 慶應義塾大學法學研究會, 法學研究 : 法律·政治·社會 vol93, issue 6. (2020, 6.)p2 “從來の議論の整理·分析”
248) https://jvcea.or.jp/about/document/#gaiyo (2022. 9. 4. 최종 확인)

들로서, 수익배분기능을 수행하지 아니한다. 이러한 디지털자산들을 금융투자상품(전자기록이전권리)으로 보았다면 일본에서 암호자산교환업자는 해당 디지털자산을 취급할 수 없었을 것이다.[249] 그럼에도 이를 암호자산교환업자들이 취급하고 있다는 것은 위에서 언급된 디지털자산들이 일본의 금융규제체계상 증권에 해당하지 않음을 의미한다.

하지만 이러한 디지털자산은 여전히 미국 SEC 규제프레임워크의 해석상 증권에 해당할 수 있는 것들인바, 일본과 미국의 증권성 판단기준이 상이함을 알 수 있다[250]

(3) 소결

일본의 경우 역시 다른나라들과 동일하게 디지털자산과 금융투자상품의 경계에 대한 논의가 존재한다. 그리고 투자자자가 전매차익의 취득을 기대하고 디지털자산을 매수하는 전매차익형 디지털자산도 증권규제를 적용해야 한다는 취지의 입법론은 존재한다. 다만 이러한 견해는 현행법 해석상 증권 범위를 확대할 수 있다는 논의는 아니다. 결론적으로 일본 금융상품거래법 해석 상 발행인 등이 디지털자산 보유자에게 수익을 배분하는 경우만 해당 디지털자산을 증권으로 규제할 수 있을 것이다. 이러한 일본의 입장은 EU의 증권성 판단 원칙과 유사하고 미국 SEC의 입장과는 다른 것이다.

---

249) 미국 SEC는 ADA, MATIC, SOL 등의 디지털자산 역시 XRP와 동일하게 증권으로 보고 코인베이스에서 이들에 대한 거래를 지원한 행위가 증권거래법 위반이라는 이유로 소송을 제기하였다.
SEC v. COINBASE, INC et al, New York Southern District Court, Case No. 1:23-cv-04738;
https://www.sec.gov/litigation/complaints/2023/comp-pr2023-102.pdf (2023. 6. 25. 최종 확인)

250) 같은 취지로 이효경, 전게논문, p235 각주 64, 에서는 미국의 하위테스트에 따른 투자계약 범위와 집합투자스킴의 범위가 일치하지 않는다고 명시하고 있다.

6. 국내 자본시장법상 증권과 디지털자산

(1) 서언

지금까지 각국의 금융규제체계상 증권에 대한 정의규정이 상이하고 증권에 대한 규제 방식도 상이함을 확인하였다. 그리고 각국의 증권 규제체계가 디지털자산 규제체계의 정립에도 영향을 미치는 측면이 있다는 점도 알 수 있었다. 지금까지 각국의 디지털자산에 대한 증권성 판단 기준을 살펴본 것은 결국 우리의 규제체계를 정립하기 위한 것이다. 따라서 이하에서는 자본시장법상 디지털자산의 증권성 판단 기준은 어떻게 정립되어야 할지를 살펴보고자 한다.

한편으로 이러한 디지털자산의 증권성 범위를 정하는 것은 비증권형 디지털자산에 대한 별도의 규제체계를 정립한다는 전제 하에서 비증권형 디지털자산 규제체계의 규제 대상과 자본시장법상 규제대상을 분류하는 기준을 설정한다는 의미도 있다.

그리고 이러한 기준을 정함에 있어서 가장 중요한 것은 자본시장법 상 증권의 개념과 해석원칙이 될 것이다. 특히 디지털자산의 증권성을 판단함에 있어서 발행인이 투자자에게 이익을 배분하지 않는 전매차익형 디지털자산도 증권으로 볼수 있는지 살펴보아야 한다. 이는 앞서 본바와 같이 미국 SEC가 전매차익형 디지털자산을 증권으로 보는 입장에 있으나 EU 등의 국가에서는 그와 달리 보고 있는 상황에서 우리의 자본시장법 해석상으로는 어떻게 될 것인지 확인할 필요가 있기 때문이다.

특히 국내에도 전매차익형 디지털자산을 증권으로 규제해야한다는 주장이 있고 그 근거로 자본시장법상 포괄적 증권개념인 투자계약증권으로 포섭할 수 있다는 견해가 있다.[251] 그리하여 이하에서는 자본시장법상

---

251) 김갑래, “금융투자상품 포괄주의하에서 디지털자산의 증권성에 관한 소고”, 자본시장포커스, 자본시장연구원(2023. 5.), p5

증권성 판단 원칙과 함께 투자계약증권 개념을 통한 토큰증권 규제 가능성을 살펴보고자 한다.

(2) 투자계약증권과 디지털자산

1) 자본시장법상 투자계약증권의 개념과 도입취지

전매차익형 디지털자산이 투자계약증권에 해당하는지 여부를 살펴보기 위한 전제로 자본시장법상 투자계약증권의 의미와 대상 범위를 살펴보고자 한다.

자본시장법상 투자계약증권이란 “특정 투자자가 그 투자자와 타인 간의 공동 사업에 금전 등을 투자하고 주로 타인이 수행한 공동사업의 결과에 따른 손익을 귀속받는 계약상의 권리가 표시된 것”을 의미한다.[252] 자본시장법 제정 당시 발표된 재정경제부 설명자료에 따르면 “주식, 사채등과 같은 전통적인 증권은 채무증권, 지분증권 등 넓은 개념을 도입하고 추상적으로 정의하여 포괄주의로 전환하고 집합투자증권(CIS), 구조화증권(Structured Product)과 같은 신종 증권은 투자계약, 파생결합증권과 같이 새로운 추상적 개념을 도입하여 포괄주의로 전환”한다고 기재되어 있고[253] 구체적으로 투자계약증권 개념의 도입 이유 부분에서는 “투자계약증권은 주식, 수익증권 등 전통적인 증권과 자산운용업법상 간접투자증권 뿐만 아니라 현행 자산운용업법의 규율을 받지 않는 비정형 간접투자의 지분까지 포괄”이라고 명시하고 있다. 이 때 비정형 간접투자지분의 예시로 “인터넷으로 투자자를 모집하는 Netizen Fund에 대한 지분, 상법상 익명조합・민법상 조합을 활용한 간접투자기구에 대한 지

252) 자본시장법 제4조 제6항
253) 재정경제부, “「자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제정안」 설명자료”, (2006. 6. 30), p10
https://www.easylaw.go.kr/CSP/FlDownload.laf?flSeq=1581322897866 (2023. 6. 15. 최종 확인)

분”을 들고 있다.[254] 이러한 설명자료 내용을 통해서 자본시장법 제정 당시 투자계약증권을 도입한 취지를 파악해 보면, 변형된 집합투자기구의 출현으로 인해 비정형적인 간접투자지분에 대한 규제공백이 발생하지 않도록 할 목적으로 포괄적인 증권 규제 조항의 필요성이 대두되었고, 이러한 규제 필요성에 부흥하기 위해 투자계약증권이 도입되었을 것으로 추측된다. 따라서 여기서 의미하는 투자계약증권은 미국과 같은 광범위한 투자계약 그 자체를 그대로 도입하기 위한 조항이라기 보다는 “하우위 기준(Howey Test)” 요건을 차용함으로써 지분증권적 성격을 갖는 신종증권의 출현에 대비하기 위해 도입된 증권 종류라고 생각된다.[255] 왜냐하면 제정안 설명자료 내용의 전반적인 해석상 입법자의 의도는 “간접투자증권 뿐만 아니라 비정형 간접투자 지분까지 포괄한다”는 것에 방점이 있는 것이지 “하우위 기준(Howey Test)” 그 자체를 그대로 도입해서 미국의 증권 범위를 그대로 도입하겠다는 취지로 이해하기는 어렵기 때문이다.

결론적으로 투자계약증권이란 구 자산운용업법상 간접투자증권뿐만 아니라 구 자산운용업법의 규율을 받지 않는 비정형 간접투자의 지분을 규제하기 위한 증권 개념으로서 도입된 개념으로 해석함이 타당하다. 그리고 이러한 해석을 전제로 할 때 투자계약증권에 해당하는지 여부를 판단하기 위한 요건은 “특정 투자자가 그 투자자와 타인 간의 공동 사업에 금전 등을 투자하고, 주로 타인이 수행한 공동사업의 결과에 따른 손익을 귀속받는 계약상의 권리”에 해당하는지 여부이며 이때 특히 “손익을

---

254) 재정경제부, “「자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제정안」설명자료”, (2006. 6. 30) p11
https://www.easylaw.go.kr/CSP/FlDownload.laf?flSeq=1581322897866 (2023. 6. 15. 최종 확인)

255)재정경제부, “「자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제정안」설명자료”, (2006. 6. 30) p11에서는 “미국의 Howey기준을 원용하여 ‘이익을 얻을 목적으로 공동사업에 금전등을 투자하고 타인이 수행한 사업의 결과에 따른 손익을 귀속받는 계약상의 권리’로 정의”라고 기술되어 있다.

귀속받는 계약상 권리"의 핵심은 "계약상 권리로서 지분적 이익의 배분이 약속되어 있는지 여부"일 것이다.

2) 투자계약증권과 집합투자증권과의 관계

투자계약증권을 구 자산운용업법상 간접투자증권뿐만 아니라 구 자산운용업법의 규율을 받지 않는 비정형 간접투자의 지분까지 포괄하는 개념으로 설정한다면 사실 가장 문제되는 것이 집합투자증권과의 경계일 것이다. 이와 관련하여 금융위원회의 투자계약증권의 성격에 대한 질의에 대한 유권해석(2014.3.16)에 따르면 "자본시장법상 투자계약증권이 적용되는 것은 주로 집합투자적 성격을 가진 계약 가운데 자본시장법에 규정된 집합투자기구를 이용하지 않는 투자구조"라고 하면서 그 기준으로 " ① 투자자의 「이익획득 목적」이 있을 것, ② 금전 등의 투자가 있을 것, ③ 주로 타인이 수행하는 공동사업에 투자할 것, ④ 원본까지만 손실 발생 가능성이 있을 것, ⑤ 지분증권, 채무증권, 집합투자증권 등 정형적인 증권에 해당되지 않는 비정형증권일 것."이라는 기준을 제시하고 있다. 이러한 회신에 비추어 볼 때 집합투자적 성격이라 함은 투자자들의 자금을 모집하여 그 수익을 배분하는 계약 가운데 집합투자기구를 활용하지 않는 구조로 해석될 수 있을 것이다.

이러한 해석은, 투자계약증권의 범위와 관련하여, 주로 집합투자적 성격을 가진 계약 가운데 자본시장법상 규정되어 있는 집합투자기구를 이용하지 않는 투자구조를 그 적용대상으로 하는 것일 수 밖에 없"다는견해와 일치한다.[256] 또한 자본시장통합법상 투자계약증권 개념의 도입 당시 해석론 중 "Howey기준에 따르면 투자계약은 본질적으로 자산의 pooling을 전제로 하는 개념"이고, "pooling이 일어나는 투자상품에 대한

256) 정순섭, "금융규제법상 포괄개념 도입의 가능성과 타당성- 자본시장통합법상 금융투자상품의 개념을 중심으로", 서울대학교 법학 제49권 제1호, 서울대학교 법학연구소.(2008) p298

기본개념인 간접투자기구상의 권리의 개념을 포괄화하는 것으로 충분한 것으로 보지만, 현실적인 어려움이 있다면 미국의 투자계약 개념인 Howey 기준을 엄격하게 요건화하여 도입하는 것은 규제상 의미가 있을 것으로 판단"된다고 보는 견해[257]와 일치하는 것이다. 특히 위 견해에서 "Howey 기준을 엄격하게 요건화하여 도입한다"는 의미는 하우위 기준(Howey Test)에 따라 동일하게 증권의 범위를 판단하겠다는 의미가 아니라 하우위 기준(Howey Test)의 요건을 우리 법에 맞게 도입하고 해석해야 한다는 취지로 이해된다. 이러한 내용을 종합하면 투자계약증권은 투자수익의 발생과 배분이 계약상 권리로서 존재하는 경우를 전제하는 것으로 해석될 것이다.

이와 같은 투자계약증권의 도입취지 및 해석을 디지털자산의 증권성 판단기준에 대입시켜서 생각을 해볼 필요가 있다. 디지털자산 중 투자계약증권에 해당할 가능성이 존재하는 것으로는 집합투자기구의 정의규정에 포섭되지 않는 조직체가 수익을 배분하기 위해 발행한 디지털자산을 생각해볼 수 있다. 즉. 투자자가 해당 디지털자산을 매수한 후 이를 보유하고 있으면 수익을 배분받게 되는 경우를 상정해본다. 이때 해당 디지털자산의 발행인이 모든 투자자는 조직의 의사결정에 직접 참여 할 수 있다고 홍보 및 선전하였고 구조적·기능적으로도 투자자의 참여는 가능했으나 실질적으로는 정보비대칭성으로 인해 투자자가 자금의 운용에 개입할 여지는 거의 없다고 한다면, 해당 디지털자산은 집합투자기구와 유사한 조직체의 지분 또는 민법상 조합을 활용한 간접투자기구에 대한 지분으로서 투자계약증권에 해당할 수 있을 것이다.

결론적으로 투자계약증권의 도입취지는 비정형 집합투자기구 또는 유사 단체가 발행한 지분증권에 대한 규제를 위한 것이라고 볼 수 있다. 그러므로 투자계약증권에 해당하기 위해서는 수익배분에 대한 약속이 전제되어야 한다.

---

257) 정순섭, 전게논문1, p296, 정순섭, "자본시장 통합법 제정을 위한 쟁점별 의견" (2005. 9. 2), pp3, 4 재인용

3) 전매차익형 디지털자산의 투자계약증권성

앞서 자본시장법상 투자계약증권의 의미와 해석을 살펴보았다. 그렇다면 투자계약증권으로 전매차익형 디지털자산을 포섭할 수 있는지에 대해서 살펴보도록 한다. 이를 논의하는 것은 투자계약증권이 포괄주의원칙의 반영이라는 주장과 함께 전매차익형 디지털자산이 투자계약증권에 해당한다고 주장하는 견해가 존재하기 때문이다.[258] 그리고 이러한 주장에 따라 디지털자산의 증권성을 판단하게 되면 상당부분 미국 SEC의 증권성 판단 범위와도 일치할 것이다.

우선 전매차익형 디지털자산을 투자계약증권으로 포섭해야한다는 주장의 가장 주된 근거를 살펴보면, 투자계약증권은 자본시장법상 금융투자상품의 규정 방식을 포괄주의로 전환하였고 경제적 현실을 감안할 필요가 있다는 점이다.[259]

그러나 현행 투자계약증권의 포괄주의 원칙은 증권의 종류에 해당하는 것을 포섭하기 위한 것이지 증권에 해당하지 않는 일반 상품까지 포괄하기 위한 개념은 아니다. 특히 미국 하우위 기준(Howey Test)의 문언과

---

258) 김건식/정순섭, 전게서 1, 제2장 금융투자상품 제2절 증권 Ⅳ. 증권의 종류 6. 투자계약증권

259) 김갑래, “금융투자상품 포괄주의하에서 디지털자산의 증권성에 관한 소고”, 자본시장포커스, 자본시장연구원(2023. 5.), p5“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 것 이다. 이러한 원칙에 따라 투자계약증권을 해석하면, 디지털자산이 “(배당 등)수익 배분 없이 매매 차익만 실현할 경우 증권형으로 분류하지 않는다”고 주장하기 어렵다“고 하여 투자계약증권 개념의 확대 적용을 통해 디지털자산의 증권성을 인정할 수 있다고 한다.

자본시장법상 투자계약증권의 문언이 상이하므로 미국의 하우위 기준(Howey Test)에 따라 증권의 범위를 정할 수는 없다. 이를 표로 비교하면 다음과 같다.

<표4> 미국 하우위 기준(Howey Test)과 투자계약증권 요건 비교

요건	하우위 기준(Howey Test)	투자계약증권
	①주로 타인의 노력으로부터(solely from the efforts of others)	주로 타인이 수행
	② 투자자의 금전 투자 등을 투자	금전 등을 투자
	③ 이익의 기대(expectation of profits)	사업결과에 따른 손익의 귀속
	④ 공동사업(common enterprise)	공동사업

위 표에서 정리한 바와 같이 미국의 하우위 기준(Howey Test)의 “이익의 기대”와 투자계약증권 개념상 “사업결과에 따른 손익 귀속”을 같은 의미로 해석할 수 있느냐의 문제로 보인다.[260] 재정경제부 설명자료에서는 미국 판례에서 형성한 기준을 도입한다고 언급되어 있기는 하나 이때 개별사건에 관한 미국의 모든 판례 원칙(연방대법원이 아닌)이 자본시장법의 해석에 영향을 미칠 수는 없을 것이고 애초에 입법자가 참고하고자 하였던 미국 판례 원칙은 결국 미국 연방대법원의 판례에 국한되어야 할 것이다.

그런데 앞서 본 대로 미국 법원에서도 하우위 기준(Howey Test)의

260) 한편, 심인숙, “자본시장과 금융투자업에 관한 법률상 투자계약증권 개념에 대한 검토”, 비교사법 제15권 제1호, 한국비교사법학회(2008. 3.), p79에서는 개념요소를 비교하면서 다음과 같이 표를 제시하였다.

자본시장통합법상 요건	수정된 Howey 기준
-	이익을 기대
투자자와 타인간의 공동사업	공동사업
금전 등을 투자	재산적 가치 있는 것을 투자
주로타인이 수행한 사업의 결과에 따른 손익을 귀속받는	권유자 또는 제3자의 노력으로부터 비롯되는
계약상 권리를 표시하는 것	계약, 거래 또는 구조

범위와 관련하여 전매차익형 디지털자산까지 증권으로 볼 것인지는 현재로서는 명확하지 않다.[261] 뿐만 아니라 자본시장법에서 투자계약증권을 도입할 당시의 입법자의 의도가 자본시장법상 증권의 범위를 하우위 기준(Howey Test)과 동일하게 보겠다는 의도였는지도 의문이다. 앞에서 논증하였지만 기본적으로 비정형 간접투자 지분에 대한 포괄적인 규제를 목적으로 투자계약증권이라는 개념을 도입했고 그 문구를 작성함에 있어 하우위 기준(Howey Test) 요건을 참고한 것일 뿐, 우리의 증권성 판단 원칙을 미국의 증권성 판단 원칙과 동일하게 하겠다는 취지로 해석하기는 어려울 것이다.

따라서 우리의 논의는 다시 자본시장법상 투자계약증권의 법문언의 해석으로 귀결될 수밖에 없다. 투자계약증권의 적용범위를 정함에 있어서 중요한 핵심은 자본시장법에는 이익의 "기대"라는 개념 대신 "귀속"이라는 개념을 사용하였다는 점이다.

그렇다면 귀속의 의미를 해석하기 위하여 자본시장법상 귀속의 용례를 살펴볼 필요가 있다. 자본시장법상 귀속이라는 문언은 총 5번 등장한다. 제4조 제6항의 투자계약증권, 제6조 제4항과 제5항의 집합투자 정의 규정[262], 제97조 제1항 제5호의 투자자문업자 또는 투자일임업자의 계약

---

261) 캘리포니아주법원의 판결에서 도출된 위험투자자본테스트 및 Hawaii test는 우리나라 자본시장법 해석의 기준이 될 수 없을 것이며 하우위 기준(Howey Test)와 Forman판결을 기준으로 자본시장법상 투자계약증권을 해석할 수 밖에 없을 것이다. 이러한 판단 기준을 적용할 때 위험투자자본테스트가 반영되어 있는 SEC의 프레임워크를 그대로 디지털자산 증권성 판단에 적용하는 것은 부적절하다는 점은 앞에서 논증하였다.

262) 자본시장법 제6조 ⑤ 제4항에서 "집합투자"란 2인 이상의 투자자로부터 모은 금전등을 투자자로부터 일상적인 운용지시를 받지 아니하면서 재산적 가치가 있는 투자대상자산을 취득·처분, 그 밖의 방법으로 운용하고 그 결과를 투자자에게 배분하여 **귀속시키는 것을 말한다**. 다만, 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 경우를 제외한다. (중략)

⑥ 제5항 각 호 외의 부분 본문에도 불구하고 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 자로부터 위탁받은 금전등을 그 자로부터 일상적인 운용지시를 받지 아니하면서 재산적 가치가 있는 투자대상자산을 취득·처분, 그 밖의 방법으로 운용하고 그 결과를 그 자에게 **귀속시키는 행위는 집합투자로 본다**.

체결 관련 규정[263], 그리고 마지막으로 집합투자기구 관련하여 환매청구권 행사시 환매수수료의 부담 주체 및 귀속에 대하여 규정하고 있는 제236조[264] 규정이다.

이러한 각 규정의 문언을 종합하면 자본시장법상 “귀속”은 사업자가 사업수익 배분을 하는 행위를 전제로 하고 있다고 보아도 무리가 없다. 또한 투자자의 환매수수료 역시도 투자자가 집합투자업자에게 환매수수료를 “귀속시키다”라는 표현으로 사용됨으로써 결국 귀속이라는 단어는 어떠한 적극적 행위를 전제로 한다는 점을 알 수 있다. 이러한 전제하에서 자본시장법 제4조 제6항의 투자계약증권 개념을 해석한다면, 사업자의 이익 보장 행위 또는 사업자의 적극적 배분행위 없이 단순히 투자자가 사업에 따른 반사적 이익을 기대할 수 있는 경우는 제외되는 것으로 해석해야할 것이므로, 전매차익형 디지털자산의 경우에는 투자계약증권의 개념으로 포섭할 수 없다.[265]

만일 디지털자산의 특수성으로 인해 수익배분 없이 전매차익만 취득할 수 있는 경우라도 증권으로서 규제해야 한다고 주장할 수 있을 것이다. 그러나 이는 법 개정을 논의할 일인 것이지 적어도 현행법의 해석상으로는 어려울 것으로 생각된다. 투자계약증권이 포괄주의를 도입한 것이라고 하더라도 우리 법 해석하에서 적용되어야 할 것이며 입법자의 의도는 명백한 법문언 해석을 넘어설수도 없다.

자본시장법에서는 금융투자상품의 하위 개념으로서 증권을 규정하였고

---

263) 제97조(계약의 체결) ① 투자자문업자 또는 투자일임업자는 일반투자자와 투자자문계약 또는 투자일임계약을 체결하고자 하는 경우에는 다음 각 호의 사항을 기재한 서면자료를 미리 일반투자자에게 교부하여야 한다.
5. 투자자문계약 또는 투자일임계약과 관련하여 **투자결과가 투자자에게 귀속된다는 사실** 및 투자자가 부담하는 책임에 관한 사항

264) 제236조(환매가격 및 수수료) (중략) ② 집합투자증권을 환매하는 경우에 부과하는 환매수수료는 대통령령으로 정하는 방법에 따라 집합투자증권의 환매를 청구하는 해당 투자자가 부담하며, **투자자가 부담한 환매수수료는 집합투자재산에 귀속된다**.

265) 더군다나 사업자가 이익의 발생을 약속하거나 광고하지 않은 경우라면 더욱 인정하기 어려울 것으로 보인다.

증권 개념에서 포괄주의 원칙을 채택한 것이 투자계약증권인 반면 미국의 경우 투자계약이 성립하면 모두 증권에 해당한다는 입장인 바 애시당초 포괄주의를 채택하고 있는 그 전제가 상이한 이상 미국과 우리의 규제 범위가 동일할 수는 없을 것이다.

결론적으로 발행인의 직접적 수익배분 없이 투자자가 스스로 유통시장에서 양도할 수 있는 경우, 이러한 디지털자산은 전매차익형에 해당하고 전매차익형 디지털자산은 증권의 범위에서 배제하는 것이 타당할 것이다. 아울러 그것이 자본시장법상 “사업결과에 따른 손익의 귀속”이라는 문구의 해석에도 부합할 것이다. 만일 귀속이라는 단어를 간접적이고 우회적인 이익 실현까지 포함하도록 규정한다면 자본시장법상 증권의 범위를 과도하게 넓게 해석하는 결과를 초래할 수도 있다.

다만 디지털자산의 투자계약증권으로서의 성질을 분석할 때 수익배분적 요소와 전매차익적 요소가 함께 존재하는 경우에는 당연히 증권에 해당하는 것으로 보아야 한다.

4) 전매차익형 디지털자산의 규제 방향성

디지털자산은 표시하는 권리의 종류와 내용에 따라서 자본시장법상 지분증권이나 채무증권 등 다양한 유형의 증권에 해당할 수 있다. 물론 발행인과 투자자의 계약상 권리 관계에 따라 자본시장법상 투자계약증권에 해당할 가능성도 있다. 예를 들어, 발행인과 발행인 관련자의 관계가 모호한 상황에서 투자자인 디지털자산 보유자와 집단적 이익을 공유하는 것과 같은 외관을 형성한 경우가 존재할 수 있다. 이 경우 형식상으로 투자자가 집단의 의사결정(자금운용을 포함하여)에 전부 참여할 수 있는 것처럼 되어 있으나 개별 투자자는 실질적인 의사결정에는 관여할 수 없고 정보비대칭성이 심한 경우를 예정할 수 있다. 해당 조직이 발행한 디지털자산이 투자자 또는 보유자에게 사업 내지 비정형 간접투자기구의 이익을 지급한다면 이는 투자계약증권으로 볼 수 있을 것이다. 대표적으

로 요즘 흔히 언급되는 탈중앙화 자율조직(Decetralized Autonomous Organization, DAO)이라고 하는 DAO의 경우 형식적으로는 디지털자산 보유자가 운영에 참여할 수 있으나 사실상 대부분의 디지털자산이 발행인에게 집중되어 있어 일반 투자자는 실질적으로 운영에 참여하는 것은 불가능한 경우가 많다. 이처럼 DAO와 같은 조직체가 발행한 디지털자산이 있고, DAO가 보유자에게 DAO의 수익을 배분한다면 이 경우의 디지털자산을 투자계약증권으로 볼 여지가 있다.

반면 실제 수익을 배분하는 등의 약정이 존재하지 않는 경우, 전매차익형 디지털자산은 투자계약증권으로 볼 수 없고 우리 자본시장법 해석상 전매차익형 디지털자산에 대하여 증권규제를 적용할 수는 없을 것이다. 만일 디지털자산에 대한 미국의 SEC와 동일한 입장을 전면적으로 도입할 경우 투자자 입장에서 전매차익을 목적으로 취득한 자산은 모두 증권에 해당하게 될 가능성이 있다. 즉 전매차익을 취득할 수 있는 일반상품이 모두 증권의 범주에 포함되어야 할 수 있고, 미국 캘리포니아주 법원 Silver hills 사건과 같이 골프연습장 회원권도 증권에 해당한다는 논리도 가능할 것이다. 하지만 이는 지금까지 우리나라에서의 일반상품과 금융투자상품을 분별하는 기준에 부합하지 않는다. 만일 미국의 규제원칙이 우리나라에 그대로 도입될 경우 분양권 전매계약을 목적으로 분양권을 취득한 경우에서의 분양권, 게임아이템의 가격 상승을 목적으로 게임아이템을 거래한 경우의 게임아이템, 골프장회원권 등이 일반상품과 증권의 경계선상에서 증권으로 해석될 수 있게 된다. 따라서 증권의 범위 확장은 그 자체로 실물과 증권의 경계를 모호하게 만드는 결과를 야기할 수 있다.

이처럼 전매차익형 디지털자산에 대해 증권규제를 적용할 수 없다는 것이 본 연구의 결론이기는 하지만 전매차익형 디지털자산이 규제 자체로부터 배제되어야 한다는 것을 의미하는 것은 아니다. 전매차익형 디지털자산의 경우 실제 개발자 집단 내지 사업자들이 자금을 모집하는 수단으로 활용하는 경우가 다수 있고[266], 유통시장이 활성화되어 있으며 24

시간 거래되기 때문에 높은 유동성을 갖는 특성이 있다. 더군다나 발행인이 특정되지 않기 때문에 투자자 피해 발생 가능성은 증권에 비해 더 높을 수 있다. 따라서 전매차익형 디지털자산에 대하여 반드시 규제가 필요하고 다만 이를 증권 규제체계를 활용할 수는 없다는 것이다.

그렇다면 전매차익형 디지털자산에 대한 규제체계는 어떠해야 하는가에 대한 논의도 필요하다. 이는 디지털자산 고유의 규제체계를 만듦으로써 해결할수 있는 문제라고 생각한다. EU에서 디지털자산과 증권을 엄격하게 분류한 뒤 MICAR를 제정함으로써 디지털자산에 대한 진입규제를 비롯하여 정밀한 규제체계를 도입한 것이 참고가 될 수 있을 것이다. 우리 역시도 전매차익형 디지털자산의 발행과 유통, 공시, 거래사업자의 책임 및 불공정거래행위, 건전성 규제 등이 전면적으로 도입되어야 할 것이다. 이는 증권과 파생상품 규제체계를 별도로 마련한 것과 마찬가지로 성질상 다른 대상인 디지털자산에 대해서도 새로운 규제체계를 마련해야 한다는 논의로 귀결된다.

5) 소결

결론적으로 디지털자산 중 전매차익형은 투자계약증권에 해당하지 않고 별도의 규제체계를 통해서 규율해야 할 것으로 생각된다. 따라서 EU에서 MICAR를 제정한 것처럼 우리나라에서도 디지털자산을 증권과 분리하여 고유한 규제체계를 정립할 필요가 있다. 이러한 점에서 우리나라에서도 가상자산 이용자보호에 관한 법률 등 관련 법안 제정이 진행 중이고 이러한 법안 제정상황을 지켜볼 필요가 있다.[267]

---

266) 천창민, “글로벌 ICO 규제동향과 시사점,” 이슈보고서 18-06, 자본시장연구원(2018.) p5에서는 “ICO는 형식면에서 증권을 매개로 하지 않는 자금조달 방법”이라고 한다

267) 하지만 이러한 법안은 진입규제나 건전성 규제체계는 아직 완비되지 않은 상태라는 점이 아쉽다.

(3) 증권으로 분류되는 디지털자산에 대한 규제 정비 필요성

1) 투자계약증권 가이드라인에 대한 비판적 검토

전매차익형이 아닌 수익배분형 디지털자산은 결국 증권으로 판단될 수 있다. 증권으로 분류되는 디지털자산, 즉 토큰증권의 경우 특정 사업 수익으로부터 발생되는 수익이 배분되는 형태, 집합투자증권처럼 집합적인 투자결과를 배분하는 형태, 자산유동화 증권처럼 자산의 유동화를 통해 발생되는 수익을 배분하는 형태 등 증권의 다양한 형태가 존재할 수 있다. 이에 토큰증권을 증권의 6가지 종류를 기준으로 분류할 수 있을 것이며 디지털자산에 표창되어 있는 권리 종류에 따라 다음과 같이 증권 유형을 분류할 수 있을 것이다.

<표5> 토큰증권의 유형별 분류

구체적인 권리	증권의 유형
투자금에 대한 상환청구권	채무증권
사업 이익 발생시 지분적 비율로 배분받을 수 있는 권리	집합투자증권으로서 지분증권
실물자산, 금융상품, 다른 디지털자산 등에 대한 투자를 통해 투자자산의 가치상승에 따른 투자수익을 분배받을 수 있는 권리	집합투자증권 (또는 자산유동화증권)
기초자산의 가격변동에 따라 달라지는 회수금액을 지급받는 권리	파생결합증권

그리고 이러한 디지털자산은 자본시장법에서 흔히 정형증권이라고 하는 지분증권, 채무증권, 집합투자증권, 파생결합증권으로 분류될 것이다. 다음으로 투자계약증권으로 분류될 수 있는 토큰증권에는 어떠한 것이 일을지 상정해 보면, 발행인 또는 사업 운영 주체가 불분명하지만 투자자가 백서 기재 사항에 따라서 수익을 배분받을 권리를 갖는 경우(특히 일정한 금액을 지급하기로 약정한 경우로서 상법상 익명조합이나 합자조

합에 해당하지 않는 경우)[268], 형식적으로는 민법상 조합의 형태를 취하는 조직체에 대하여 투자자가 수익청구권을 갖지만 실질적으로 운영에 직접 관여하기 어려운 경우(즉, 형식은 민법상 조합의 형식이지만 실질적으로 상법상 익명조합처럼 운영되는 경우), 비등록 자산유동화 증권으로서 집합투자증권에 해당하지 아니하는 경우 (즉, 전체 사업수익이 배분되는 것이 아니라 일정 비율이 지속적으로 이자 내지 수익금 형태로 지급되는 경우) 등을 상정할 수 있을 것으로 보인다. 이러한 경우에는 투자계약증권으로서 그 법적 성질을 인정할 수 있는 경우도 존재할 것이라고 생각한다.

한편, 금융당국에서 발표한 토큰증권 가이드라인의 내용에 따르면 “투자계약증권은 다른 5가지 증권 유형에 해당하지 않는 경우 보충적으로 적용되는 자본시장법의 포괄주의 규제원칙에 기반한 개념으로 그 적용범위가 폭넓게 인정될 수 있”다고 한다. 그리고 토큰증권 가이드라인에서는 “자본시장법상 투자계약증권의 정의와 요건은 다음과 같이 구성되며, 디지털자산이 이에 해당하는지 여부를 면밀히 검토할 필요”가 있다고 하면서 투자계약증권의 구체적인 요건을 검토한다. 금융당국에서 제시한 내용에 따르더라도 증권에 표창된 권리의 핵심적인 요소는 수익분배 청구권으로 평가 될 수 있으므로 큰 틀에서 이러한 금융당국의 토큰증권

---

268) 당사자의 일방이 상대방의 영업을 위해 출자를 하는 경우라 할지라도 그 영업에서 이익이 발생하였는지의 여부를 따지지 않고 정기적으로 일정한 금액을 지급하기로 약정한 경우에는 가령 이익이라는 명칭을 사용했다 하더라도 그것은 익명조합계약이라고 할 수 없고(대법원 1962. 12. 27. 선고, 62다660 판결) 대외적으로 오로지 경영자만이 권리를 취득하고 채무를 부담했다 하더라도 이익여부와 관계없이 정기적으로 일정액을 지급할 것을 약정한 것은 「상법」상의 익명조합이나 「민법」상의 조합 어떤 것에도 해당되지 아니한다 (대법원 1983. 5. 10. 선고, 81다650 판결). 결국 자금 취득자와 자금 공여자인 투자자 사이에 일정한 이익의 지급이 약속되어 있어도 집합투자기구에 해당하지 않는다면 투자계약증권으로서 규제할 실익이 존재할 것이다. <https://easylaw.go.kr/CSP/CnpClsMain.laf?popMenu=ov&csmSeq=633&ccfNo=4&cciNo=3&cnpClsNo=1>

가이드라인 내용은 타당하다. 다만 토큰증권 가이드라인에서는 주로 토큰증권이 투자계약증권으로 해석될 것을 전제로 하고 있는데[269] 기존의 정형적인 증권종류로 분류할 수 있는 경우까지도 투자계약증권으로 해석될 여지가 있어 이러한 방향성에 대한 의문이 제기된다.

구체적인 의문점은 다음과 같다. 첫째, 이미 활용되던 지분증권이나 채무증권으로 해석될 수 있는 부분도 투자계약증권으로 포섭될 여지를 남겨 두었다는 점이다. 자본시장법 제9조 제18항의 집합투자기구는 주식회사 뿐만 아니라 다양한 종류의 조직체를 집합투자기구로 정하고 있는데 이러한 집합투자기구가 수익을 배분하는 경우 디지털자산은 지분증권에 해당할 수 있다. 그럼에도 현재 토큰증권 가이드라인에 따르면 투자계약증권에 해당할 가능성도 존재한다. 둘째, 투자계약증권으로 보기 위해서는 투자자와 사업자간의 공동사업이 존재해야한다. 공동사업의 존재는 공동사업 의사의 존재를 전제로 한다. 그런데 토큰증권 가이드라인에서는 토큰증권이 투자계약증권으로 판단되기 위해서 발행인과 투자자 사이의 공동사업이 무엇인지, 그들의 의사는 어떻게 형성되는지 구체적으로 제시되고 있지 아니하다.

즉, 토큰증권 보유자와 발행인 사이의 계약상 권리가 명확하다면 토큰증권을 정형증권으로 포섭할 수 있을 것이고 계약상 권리가 명확하지 않은 경우에만 투자계약증권 법리가 활용될 수 있는데 토큰증권 가이드라인에서는 토큰증권이 투자계약증권에 해당할 수 있다는 내용이 있을 뿐 투자계약증권의 요건을 어떤 방식으로 충족하는지에 대해서는 명확하게 제시되지 않고 있다.

이러한 점들을 고려할때 토큰증권이 자본시장법 제4조의 증권 중 어떤 종류에 해당하느냐와 관련하여서 투자계약증권을 전면적으로 적용하는 것은 정형증권과의 분별 문제 등에 있어서 혼란을 야기할 소지가 있다고

269) 금융위원회, “토큰증권 발행 및 유통 규율체계 정비방안”, (2023. 2. 6.) p6에서는 “자본시장법상 투자계약증권의 정의와 요건은 다음과 같이 구성되며, 디지털자산이 이에 해당하는지 여부를 면밀히 검토할 필요”라고 명시하고 있다.

본다. 디지털자산의 형태를 취한다고 하여서 디지털자산이 표창하는 권리 자체의 변동이 없는 이상 그 형태만으로 규제 체계를 달리 새롭게 만들 이유는 없다. 현존하는 규제체계 하에서 표창하는 권리의 성격을 분석하여 증권의 종류를 정하면 되는 문제이기 때문이다.

토큰증권 가이드라인을 보더라도 디지털자산이 표창하는 권리가 기존의 증권과 어떤 측면에서 상이한지 명백하게 밝히고 있는 것은 없고, 권리의 측면에서는 동일한 것을 전제로 하고 있다.

다만 투자계약증권으로 볼수 있는 경우가 전혀 없는 것은 아니다. 예를들어 앞서 언급한 DAO와 같이 발행인이 불분명하고 형식적으로 모든 참여자의 의사결정권이 보장되지만 실질적으로 참여자의 의사결정권 행사가 무의미하여 투자자와 운영자가 명확하게 분리되는 경우에는 발행인 불특정성과 증권적 권리의 비정형성에 기인해 투자계약증권으로 포섭할 여지가 있다. 그리고 이때 투자자와 발행인의 공동사업은 DAO가 운영하는 사업이 될 것이다.

결론적으로 디지털자산의 권리를 기존의 증권유형(지분증권, 채무증권, 수익증권, 증권예탁증권, 파생결합증권)에 따라 분석하는 것이 선제되어야 한다. 그리고 발행인이 불분명하고 여러 조직체로 분산되어 있는 경우로서 민법상 조합을 표방하는 사업체가 수익을 배분하기로 약정함으로써 간접투자의 지분으로서 기능하는 디지털자산의 경우에는 투자계약증권에 해당할 수 있을 것이다..

2) 토큰증권의 사후적 처리

마지막으로 토큰증권으로 분류된 디지털자산의 사후적 처리 문제를 살펴본다. 현행 자본시장법 규정에 따르면 투자계약증권으로 분류된 토큰증권은 발행 및 자본시장법 제178, 179조의 부정거래행위를 제외한 나머지 규제를 받지 않으므로 토큰증권을 취급한 유통업자는 제재대상에 해당하지 아니한다.[270] 이러한 측면을 인지하고 금융당국에서는 2023. 2.

6. 토큰증권 발행 및 유통방안을 통해 향후 투자계약증권으로 포섭되는 디지털자산을 규제하기 위해서 투자계약증권에 대하여 유통성이 인정되도록 자본시장법을 개정하겠다고 발표하였다.

자본시장법이 개정된 이후에는 디지털자산거래소에서 토큰증권으로 분류되는 디지털자산을 취급할 경우 자본시장법위반죄에 해당할 수 있고 이에 디지털자산 거래소에서는 더 이상 토큰증권을 취급하지 않을 가능

---

270) 투자계약증권의 경우 자본시장법 제4조 제1항 단서에 따라서 자본시장법 2편제5장, 제3편제1장(제8편부터 제10편까지의 규정 중 제2편제5장, 제3편제1장의 규정에 따른 의무 위반행위에 대한 부분을 포함한다) 및 제178조・제179조를 적용하는 경우에만 증권으로 보기 때문이다. 일반증권과 투자계약증권간 규제를 간단하게 표로 정리하면 다음과 같다.

구 분	일반증권	투자계약 증권
공시	(발행공시) 증권의 모집·매출 해당시 증권신고서 제출·수리 필요. 단, 50인 이하 사모 또는 소액공모의 경우 적용 제외	발행공시 규제 적용
	(유통공시) - 정기공시 매년 사업보고서 제출, 분·반기, 주요사항 보고서 제출 -수시공시 -조회공시	
업(業)	(업자 규제) 투자매매·중개·자문·일임업 등 해당시 인가·등록 필요 - 영업행위원칙 준수	적용 제외
	(시장개설 규제) 증권 거래 시장(거래소) 개설·운영시 허가 필요	
불공정거래 제한	(미공개정보) 상장법인 임·직원 등은 미공개 중요정보 이용행위 금지	부정거래 규제만 적용
	(시세조종) 상장증권의 경우 매매 유인 목적의 시세 변동 매매, 정보 유포 금지	
	(부정거래) 증권 매매와 관련한 부정한수단·계획·기교 사용	
	(시장교란행위)	

성이 높다.

그러나 디지털자산거래소에서 특정 디지털자산에 대한 거래 중개를 중단할 경우 투자자들에 대한 구제책이 마련되어야 한다. 증권으로서 성격이 확인되면 한국거래소나 장외의 증권시장을 통해서 거래가 가능해야 하는데 아직까지는 한국거래소 또는 장외시장에 별도로 토큰증권 시장이 개설된 상태가 아니고 토큰증권 유통시장이 장내 또는 장외에 개설되더라도 해당 시장에서 모든 토큰증권을 상장할 가능성은 거의 없기 때문에 사실상 다수의 토큰증권의 경우에는 거래 자체가 불가능할 수 있다. 그렇다면 이로 인해 투자자들은 그동안 보유하던 디지털자산을 현금화할 수 없게 된다.

이러한 문제를 해결하기 위해서 토큰증권이 투자계약증권으로 분류되는 사례가 나오는 시점에는 토큰증권이 거래될 수 있도록 장외시장에서의 취급대상 증권의 범위를 다양한 종류의 토큰증권까지로 확대할 필요가 있다.[271]

7. 소결

(1) 디지털자산의 증권성에 대한 각 국의 입장

앞서 디지털자산과 증권의 관계에 대한 미국과 영국, EU, 일본의 상황을 살펴보았다. 현재 미국 SEC의 입장은 미국 연방대법원의 입장과 일치하는 것은 아니라는 점을 확인하였다. 따라서 디지털자산 규제에 관한 미국 SEC의 입장이 계속 동일하게 유지될 수 있을지 주목해서 살펴볼

271) 디지털자산 중에서 토큰증권으로 분류되는 경우에 있어서 토큰증권의 인수주선인의 책임을 과도하게 무겁게 하거나 발행인에게 발행공시나 유통공시 책임을 과도하게 무겁게 규정할 경우에는 결과적으로 유통시장에서 거래가 불가능해질 것이므로 투자자에게 피해가 발생될 수 있을 것인바 이를 고려한 규제체계의 도입이 필요하다.

필요가 있다.[272]

미국을 제외한 나머지 국가의 경우 디지털자산의 증권성을 판단하는 범위가 어느정도 일치하고 있다. 미국을 제외한 EU와 영국, 일본의 경우에는 완전히 동일하지는 않지만 공통점이 있다. 우선 기본적으로 발행인 또는 그와 관련이 있는 자가 보유자에게 이익의 배분을 약속한 경우, 즉 수익배분형의 경우에는 증권으로 볼 수 있다는 입장이다. 반면 발행인이 보유자에게 어떤 수익의 배분을 수행하지 않는 구조의 전매차익형 디지털자산의 경우에는 증권에 해당하지 않는다고 본다. 나아가 단순한 유통시장의 개설만을 이유로 증권성을 판단하지 않는다. 발행인이 간접적으로라도 수익의 배분을 계약적으로 보장한 경우라야 증권성이 인정될 수 있을 것인데 단순히 유통시장이 개설되었다는 점만을 근거로 발행인이 보유자에게 수익배분을 약속했다고 볼 논리적 연관성을 찾기는 어렵다.

결국 미국과 다른 나라 사이에서 증권성 인정의 차이가 발생하는 지점은 전매차익형 디지털자산이라고 할 것이다. 즉 시장에서 보유자가 매매차익을 취득하는 경우에 있어서 증권으로 볼 것인지에 대한 입장 차이가 존재할 뿐이고 기타 수익 배분형에 대해서는 의문의 여지 없이 증권성이 인정된다.

(2) 전매차익형 디지털자산에 대한 규제 방향성

자본시장법 해석상 증권 규제의 대상이 되는 디지털자산은 보유자에게 수익을 배분하는 구조를 전제로 한다. 투자계약증권 개념을 통해 전매차익형 디지털자산을 규제해야한다는 주장도 제기되었으나 투자계약증권의 개념은 사업 수익의 귀속을 전제로 하는바, 발행인이 투자자에게

272) 즉 미국 연방대법원의 경우 Forman판결에 이용권적 성격에 주목하여 리버베이 주식을 증권으로 보지 않은 반면 SEC는 최근 이용권적 성격이 강한 Matic 이나 File Coin 까지도 증권으로 보고 있으므로 미국 SEC가 증권으로 보는 범위가 더 넓다.

수익을 배분하는 적극적 행위가 존재해야 한다. 그리고 이러한 논의를 기초로 증권의 종류를 정하면 다음과 같을 것이다.

첫째, 발행인이 보유자에게 지분적 이익을 제공하면 지분증권, 청구권적 이익을 제공하면 채무증권에 해당한다. 특히 집합투자기구에 해당하는 조직이 존재하며 해당 조직을 운영하는 사업자가 사업 수익을 배분할 경우, 집합투자기구의 성격에 따라 그 증권의 성격(지분증권 또는 수익증권)이 분류될 것이다.

둘째, 만일 집합투자기구가 존재하지 않는 경우라면 외생적 요인에 의해 권리가 정해지는 파생결합증권성 여부를 판단해보아야 한다.

셋째, 지분적 성격이 없고 채권적 성격도 없으며 외생적 권리와 무관하다면 결국에는 투자계약증권성이 문제될 수 있을 것이다.

넷째, 특히 발행인이 불분명하고 발행인이 회사의 형태를 취하지 아니하는 것으로서 민법상 조합과 유사한 형태를 취하나, 투자자가 직접적으로 조직의 의사결정에 참여할 수 없는 구조를 취하고 있다면 이 때 발행된 수익배분형 디지털자산은 투자계약증권에 해당할 가능성이 있다.

만일 발행인 등이 디지털자산 보유자에게 수익을 배분하지 않는다면 증권성 자체가 배제되며 이 때의 디저털자산은 일반 상거래적 성격(이익권 내지 사용권의 전매)이 강한 것으로서 증권 규제의 대상으로 보기 어렵다. 그리고 이에 대한 규제는 비증권형 디지털자산에 대한 규제체계 논의를 통해서 해결되어야 할 것이다. 2024. 7. 19. 시행 예정인 가상자산이용자보호법의 경우 발행 및 업자에 대한 규제는 없으나 최소한의 이용자보호 조항 및 불공정거래행위 규제체계의 도입을 예정하고 있다.

가상자산이용자보호법의 내용은 본 연구의 대상은 아니지만, 향후 전매차익형 디지털자산의 규제를 위해 업자 규제 및 발행인에 대한 규제를 신설해야할 것으로 생각한다. 특히 가상자산이용자보호법을 통해 비증권형 디지털자산에 대한 발행 규제를 하지 아니하면 발행인을 통제하는 것은 불가능할 것이다. 예를 들어 발행인이 임의로 디지털자산을 추가 발행하거나 소각하는 행위, 일부 물량의 흐름을 통제하는 행위를 방지하기

어렵고 이에 디지털자산 시장의 가격 변동성을 방지하기 어려우며, 발행인이 임의로 유통량을 조절함으로써 발생할 수 있는 불공정거래행위를 통제하기도 어렵다. 이러한 점을 고려할 때 현재 전매차익형 디지털자산을 포함하여 전반적인 비증권형 디지털자산의 규제체계 정립도 시급한 상황이다.

제 3 절 토큰증권의 발행

1. 자본시장법상 증권의 발행

(1) 자본시장법상 발행의 의미

자본시장법에서 증권 발행이란 기업이 자금조달을 목적으로 투자자에게 증권을 발행하고 판매하는 것을 의미한다.[273] 은행의 대출을 통한 자금조달을 간접 자금 조달 방식이라고 한다면 증권 발행을 통해 투자자로부터 자금을 조달하는 방식은 직접조달 방식이다. 결국 증권의 발행은 발행인의 자금조달을 전제로하는 것이다. 발행시장에 대한 규제는 내용규제와 공시 규제가 가능할 것이다. 내용규제는 발행대상의 적정성을 감독기관이 판단하는 것이다. 반면 공시규제는 투자자에게 투자 대상에 대한 정보를 충분히 제공함으로써 투자자가 스스로 판단하게끔하는 제도이며 감독기관에서는 공시의 적절성 내지 진실성만을 확인하게 된다.[274] 우리나라의 경우에는 내용규제 방식이 아닌 공시규제 방식을 취하고 있다. 이러한 공시규제를 도입한 것은 발행인과 투자자 사이의 정보비대칭성을 해소하기 위함이다.[275]

자본시장법상 발행규제의 한 축인 증권신고서 제출의무는 공모에 대해서만 적용된다. 자본시장법상 청약권유를 한 투자자 수가 50인 이상의 경우에는 공모로 간주된다. 이때 투자자에는 기관투자자등의 숫자는 제외된다. 한편 발행시 청약권유를 받는 자가 50인 미만이라도 과거 6개월 내 청약의 권유를 받은 자를 합산하여 50인 이상인 경우에는 증권신고서를 제출하여야 한다. 나아가 주주가 구주로서 보유중인 주식을 50인 이상에게 매출할 경우에도 발행인이 증권신고서를 제출하여야 한다. 예

273) 변제호/홍성기/김종훈/김성진/엄세용/김유석, 「자본시장법 2판」, 두성사 (2015) p364
274) 변제호/홍성기/김종훈/김성진/엄세용/김유석, 전게서, p365
275) 변제호/홍성기/김종훈/김성진/엄세용/김유석, 전게서, p365

를 들어 주식의 모집 당시에 청약 권유자가 49인이라고 하더라도 전매 가능성이 있는 경우 “전매제한조치”를 취해야 사모 발행으로 인정받을 수 있게 된다(자본시장법 시행령 제11조 제3항). 또한 공모와 사모의 기준이 되는 50인은 정보에 대한 접근가능성이 없는 사람들을 전제로 한다. 따라서 50인 산정에서 제외되는 투자자의 경우 정보에 대한 접근 가능성이 높고 보호의 필요성이 적은 자들을 의미한다고 볼 수 있다. 기본적으로 정보비대칭성의 관점에서 보호의 필요성이 적은 자들이 공모 산정 기준에서 제외된다. 한편 자본시장법 시행령 제120조에 따라서 청약의 권유 합계액이 1년간 10억 원 미만의 경우에는 자본시장법 시행령 제120조에 따라서 소액공모공시서류의 제출만으로 증권신고서 제출의무를 면하게 된다.

(2) 발행인의 증권신고서 제출

발행인은 증권의 모집 또는 매출을 위하여 금융당국에 증권신고서를 제출하여야 한다(자본시장법 제119조 제1항). 증권신고서 제출 의무를 부담하는 자는 발행인이다(자본시장법 제119조). 발행인의 대표이사 및 신고업무를 담당하는 이사가 증권신고서 기재사항을 검토하고 서명해야 하는바(자본시장법 제119조 제5항) 기본적으로 자본시장법에서 정하고 있는 증권신고서 제출 의무 부담자는 법인 및 그에 준하는 조직체(상법상 익명조합 등)에 한정된다. 즉 자본시장법상 발행인에는 개인이 포함되지 아니한다. 특히 민법상 조합이나 개인사업자는 증권 발행의 주체가 될수 없다.

자본시장법상 증권신고서 제출대상 증권은 원칙적으로 모든 증권이고 국채나 지방채 등 투자자 보호의 필요성이 낮은 경우 증권신고서 제출 의무가 면제된다(자본시장법 제118조 및 시행령 제119조). 한편 현재 공모예정 금액 및 1년간 증권신고서 제출 없이 공모한 금액이 총 10억

원 미만인 경우 소액공모 공시서류만을 제출하면 족하다(자본시장법 시행령 제120조).

증권신고서 기재사항은 기본적으로 증권과 발행인에 대한 설명이 주를 이룬다. 지분증권이라면 회사의 재무 및 사업내용, 지배구조 등의 정보가 제공되어야 할 것이다. 자본시장법 시행령 제125조 제1항 및 유가증권 발행 및 공시에 관한 규정 제2-6조에서 상세하게 규정하고 있는데 1부는 모집 또는 매출에 관한 사항으로서 증권의 권리 및 모집 자금 규모 등을 기재하여야 하고, 2부는 발행인에 관한 사항으로서 회사 개요 및 사업 내용, 재무관련 사항, 감사의견 등을 기재하여야 한다. 반면 집합투자증권의 증권신고서를 제출할 경우에는 집합투자기구 자체에 대한 설명이 중요하고 집합투자기구 운용실적이나 운용성과 산출을 위한 비교지수에 관한 사항등을 기재하게 된다(자본시장법 시행령 제127조 제1항 제3호 하목, 증권의 발행 및 공시등에 관한 규정 제2-7조). 이러한 증권신고서는 금융위원회에 수리되면 그 시점으로부터 일정한 기간이 경과한 후 효력이 발생된다(자본시장법 제120조 제1항).

2. 토큰증권 발행의 특수성

(1) 서언

토큰증권의 발행을 살펴보기 위해서 디지털자산 발행을 살펴보고자 한다. 지금까지의 토큰증권 발행 절차는 일반적인 디지털자산 발행절차와 동일하므로 토큰증권의 발행 절차를 살펴보기 위해서는 디지털자산의 발행을 살펴보는 것이 우선일 것이다. 현재까지 디지털자산의 경우 발행대상의 법률적 성질을 분석하기 위한 기준이 명확하게 정립되지 않았고 발행에 대한 규율체계가 정립되지 않은 상황이다.[276] 하지만 향후 토큰

276) 그 실례로 디지털자산의 발행인의 경우 일반적으로 자본시장법상 발행인으로 볼수 없는, 개인들의 연합체인 경우가 다수이다. 그리하여 가상자산이용자

증권 발행과 유통 규율체계는 이로부터 분리되어 자본시장법상 규제체계를 따라야 할 것인바 이하에서 이를 논의하겠다.

(2) 디지털자산 발행 구조 및 특수성

디지털자산 발행 절차를 살펴보면 다음과 같다. 처음에 발행주체가 형성된다. 그러나 발행주체는 특정되지 않는 것이 대부분이다. 대부분 여러 명의 개인이 모여서 발행을 하는데 이들은 대부분 자신들을 프로젝트라고 명명한다. 또는 여러 명의 사람들이 재단을 결성해서 발행을 한다. 다음으로 그들은 특정한 사업계획이나 장래 구축할 분산원장 방식의 플랫폼에 대한 사업계획서, 즉 백서를 작성한다. 이러한 백서의 내용에는 사업상 또는 플랫폼상 디지털자산의 역할이나 기능이 포함되어 있고 향후 배포될 자산의 규모, 총 모집금액, 모집금액의 사용처, 디지털자산의 유통과 관련된 계획 등이 포함되어 있다.[277] 다음으로 이러한 사업계획에 대한 백서가 완성되면 프로젝트 등 발행주체는 마케팅팀을 구성해서 프로젝트를 홍보한다. 이때 홍보는 SNS나 인터넷 홈페이지 등을 통해서 수행한다.[278] 그 다음 인터넷 홈페이지 상으로 재단의 지갑주소를 공개하고, 투자자가 이 지갑주소로 정해진 디지털자산(ETH 또는 BTC인 경우가 다수이다)을 전송하면 발행주체가 투자자의 지갑으로 자신들이 발행한 디지털자산을 다시 전송함으로써 디지털자산의 발행절차가 종료된다.

보호법에서는 동법 제10조 등에서 “발행하는 자”라고 규정하고 있고 본 연구에서는 디지털자산의 “발행주체”라는 용어를 함께 사용하도록 한다.

277) 천창민, “해외가상자산금융규제 현황과 과제”, 2019 한국은행 전자금융세미나 발표자료 (2019. 12. 18.), p6

278) Juan Batiz-Benet Jesse Clayburgh Marco Santori, The SAFT Project: Toward a Compliant Token Sale Framework (2017. 10. 2), p4; 천창민, “해외가상자산금융규제 현황과 과제”, 2019 한국은행 전자금융세미나 발표자료 (2019. 12. 18.), p9

지금 살펴 본 디지털자산의 공모절차가 우리가 ICO(Initial Coin Offering)라고 하는 절차이다. Cardano[279]나 Polygon[280]과 같은 메인넷 역시 ADA과 MATIC과 같은 디지털자산을 발행함으로써 위와 같은 방식으로 자금을 모집하였고 모집된 자금으로 메인넷을 구축하였다.[281] 이와 유사한 것으로 IEO(Initial Exchange Offering)가 있다. ICO의 경우 발행주체가 직접 디지털자산의 청약을 권유하는 것이라면 거래소가 최초 상장의 주체가 되어서 디지털자산에 대한 모집과 주선행위를 하는 것이 IEO에 해당한다.

디지털자산의 발행 절차와 증권 발행절차를 비교할 때 가장 큰 차이점은 우선 발행인을 특정하기 어렵다는 점이다. 다음으로 이미 존재하는 사업이 아니라 향후에 구축할 사업계획을 발표하고 그것의 구축 내지 실현을 위한 비용을 모집한다는 점이다. 그리고 ICO의 경우 백서의 작성 기준이나 대상 정보 등에 대한 아무런 기준이 없는 상태이다. 마지막으로 전반적인 절차에 있어서 규제당국의 통제를 받지 않는다는 점이다. 발행인 등은 플랫폼이나 소프트웨어 개발에 디지털자산의 판매를 통해 모집된 자금을 사용할 것이라고 광고 또는 홍보하지만 아무런 검증 절차도 수반되지 않는다.[282] 따라서 투자자들은 정확한 정보를 취득하지 못한 채 투자를 하게 되고 심지어 자신들이 디지털자산을 전송하는 지갑주소가 실제 발행주체의 지갑인지 여부도 검증된 바 없지만 발행주체가 광고하는 내용을 믿고 자신의 디지털자산을 전송하게 된다. 특히 디지털

---

279) https://cardano.org/

280) https://polygon.technology/

281) 김갑래, “국내 ICO 시장과 STO 시장의 당면 과제와 발전방향”, 이슈보고서22-13, 자본시장연구원 (2022. 7.) p2 에 따르면 “ICO란 “일정한 권리가 포함된 디지털 코인 또는 토큰을 발행하는 대가로 자금을 조달하는 수단”이라고 정의하고 있다.

282) FATF, UPDATED GUIDANCE: A RISK-BASED APPROACH TO VIRTUAL ASSETS AND VIRTUAL Asset SERVICE PROVIDER, (2010. 10), pp30~31 <https://www.fatf-gafi.org/publications/fatfrecommendations/documents/guidance-rba-virtual-assets-2021.html> (2022. 8. 18. 최종 확인)

자산과 관련하여 발행주체가 정보를 제공할 의무를 부담하는 것은 아니기 때문에 투자자들이 개별적으로 정보에 접근하여 스스로 특정 자산에 대하여 파악하기 위한 노력을 수행하는 구조이므로 디지털자산 발행에서의 정보비대칭성은 매우 심각하다고 할 수 있다.

(3) 토큰 발행과 공모와 사모의 구별 가능성

미국의 SEC 의장 게리 겐슬러는 ICO 토큰의 대부분은 증권이라고 보는 입장에 있고 SEC는 실제로 디지털자산을 증권으로 제재한 사례가 다수 있다. 이러한 금융당국의 제재를 피하기 위해 The SAFT Project의 SAFT(Simple Agreement for Future Tokens) 백서에서는 SAFT가 투자계약에 해당할 것을 전제로 면제규정을 활용한 발행 방식을 제안하고 있다.[283] 구체적으로 SAFT 백서에서는 토큰 발행자가 적격투자자만을 대상으로 토큰의 청약권유를 하는 방식을 제시한다. 적격투자자만을 대상을 청약권유할 경우 해당 증권 발행은 Regulation D의 Rule 506(c)에 기해 공모 발행에 따른 의무가 면제되기 때문이다.[284] 그런데 경우에 따라서는 발행인이 사모를 목적으로 증권을 판매하더라도 이후에 공모로 간주될 여지가 있다. 아래 소개할 텔레그램 그룹이 발행한 TON이라는 디지털자산 역시 미등록 증권 발행의 책임을 부담하지 않기 위해 초기에 사모 형태로 투자자를 모집했으나 이후 공모로 판단되어서 제재를 받았다. 이 사안을 통해 디지털자산 발행에 있어서 공모와 사모의 판단 기준에 대해 살펴보고자한다.

SEC v. Telegram Group Inc.[285]사건의 사실관계는 다음과 같다.

---

283) Juan Batiz-Benet Jesse Clayburgh Marco Santori, The SAFT Project: Toward a Compliant Token Sale Framework (2017. 10. 2), p1 https://saftproject.com/ (2022. 8. 18. 최종 확인)

284) Juan Batiz-Benet Jesse Clayburgh Marco Santori, The SAFT Project: Toward a Compliant Token Sale Framework (2017. 10. 2), p16, https://saftproject.com/ (2022. 8. 18. 최종 확인)

285)SEC v. Telegram Group Inc., 19-cv-09439-PKC (S.D.N.Y. 2019. 10. 11)

Telegam이 Ton이라는분산원장에서 활용될 수 있는 디지털자산 Gram을 2018. 1월부터 3월 사이에 미국인 39명을 포함하여 총 171명에게 판매하였다. 계약상 구매자들은 2019. 10월에 Ton이라는 분산원장이 완성될 때까지 GRAM의 인도를 받을 수 없었고 Telegram은 2019. 10. 31.까지 Ton을 완성한 후 GRAM을 인도해야 하는 상황이었다. 이 판매는 2번에 걸쳐 이루어졌는데 첫 번째 판매는 SAFT(Simple Agreement for Future Tokens)계약에 의하여 판매되었다. 디지털자산인 GRAM이 투자자들에게 인도된 후에 투자자들은 GRAM을 자유롭게 유통시장에서 양도할 수 있었다. 즉, 전매제한 조치가 되어 있는 상황은 아니었다. SEC는 2019. 10. 11. 발행주체인 Telegram의 1차와 2차 판매 모두 1933년 증권법 제5(a) 및 5(c) 조항에 위반한 것으로서 미등록 증권 판매행위에 해당한다고 판단하였다. 이에 SEC는 법원에 GRAM의 인도를 금지하는 예비적 금지명령을 청구하였다. SEC는, 1차 판매와 2차 판매 모두 Telegram이 GRAM을 판매했고 구매자는 양도받은 후에 자유롭게 매매할 수 있게 되는데 이러한 Telegram의 행위는 사실상 인수업무를 수행한 것(underwriter)이므로 전매제한조치를 위반한 것으로서 공모 발행의무의 면제 대상이 될 수 없다고 주장했다.[286] 법원은 이러한 SEC의 주장을 인용하여 GRAM의 배포를 금지하였다.[287]

위 사안에서 1차 판매는 미국인 39인을 대상으로 이루어졌으나, 위 매수자인 39인이 디지털자산을 유통시킬수 있는 가능성이 존재했다. 즉 투자자들은 GRAM을 받은 후에 거래소를 통해서 다시 매매할 수 있었으므로 사모로 간주될 수 없다는 것이 SEC의 주장 및 법원 판단의 핵심이다. 이러한 판단은 디지털자산의 경우 높은 유통성을 보유하는 것으로

---

complaint,

286) SEC v. Telegram Group Inc., 19-cv-09439-PKC (S.D.N.Y. 2019. 10. 11) complaint, p8 para 27,

287) SEC, press release, “Press Release ”SEC Halts Alleged $1.7 Billion Unregistered Digital Token Offering (2019. 10. 11.) https://www.sec.gov/news/press-release/2019-212; (2022. 8. 18. 최종 확인)

서 사모 형태로 발행되었다고 하더라도 증권신고서 제출이나 발행시 등록의무를 면제할 수 없다는 것에 기초한다.[288] 결국 증권에 해당하는 디지털자산을 사모를 목적으로 판매하였더라도 기본적으로 공모로 간주될 것으로 생각된다. 만일 발행주체가 공모 간주를 회피하기 위한 전매제한 조치를 취했다는 점을 입증하면 소규모 판매의 경우 사모로 인정될 수 있을 것이다. 참고로 2023. 2. 6자 금융위원회의 토큰증권 발행 및 유통 규율체계 정비방안에 따르면 토큰 형태로 발행된 증권은 공모로 간주된다고 언급하고 있다. 결국 원칙적으로 토큰의 전매제한 조치가 취해지지 않은 경우에 대해서는 공모로 본다는 점에서 우리나라 규제 당국도 앞서 본 미국 법원의 태도와 같은 입장에 있는 것으로 보인다.[289]

(4) 토큰증권의 발행인 불특정성

일반적인 증권의 경우 법인 또는 상법상 익명조합이나 합자조합이 발행하는 것으로서 발행인이 특정되어 있다. 반면 디지털자산의 경우 발행인이 특정되어 있지 않다는 특수성이 존재한다. 이러한 특수성은 토큰증권의 경우에도 동일하다. 특히 디지털자산의 발행인은 회사 형태로 존재하지 않는 경우가 많고 심지어 어떠한 조직체도 구성하지 않는 경우가 다수이다. 실례로 앞서 간단히 소개한 ADA는 Cardano Foundation이라고 하는 스위스를 기반으로 하는 비영리 법인이 발행한 디지털자산이다. CARDANO 재단은 자신들의 역할을 “블록체인(분산원장) 거버넌스를 형성하고, 상업적 표준을 설정하고 사용자 커뮤니티를 지원” 하는 것이라

288) EU, MICAR에서는 증권이 아닌 일반적인 디지털자산의 경우 제4조에서 150인 미만에 대한 소규모 디지털자산 공개와 투자설명서에 관한 규정(Regulation EU 2017/1129)에 정의된 적격 투자자를 대상으로 하는 소규모 디지털자산 공개에 대한 내용을 포함하면서 백서 발행 의무를 일부 면제하고 있다. ; https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52020PC0593 (2022. 8. 18. 최종 확인)

289) 금융위원회, “토큰증권 발행 및 유통 규율체계 정비방안”, (2023. 2. 6.) p6

고 표현하고 있다. 또한 Cardano홈페이지에는 협력사로 Emurgo라고 하는 회사 및 IOHK라고 하는 기술회사가 표시되어 있는데 이들은 디지털자산의 발행과 자금의 모집, 그리고 메인넷 구축에 깊이 관여하고 있다.[290] 그렇지만 위와 같은 협력사는 백서나 홈페이지에 발행주체로 표시되지는 않는다. 이처럼 분산원장 기술을 활용한 디지털자산의 경우 특정한 발행인이 명시적으로 드러나지 아니하는 경우가 매우 많고 발행인을 단일 주체 또는 단일한 회사로 특정할 수 없다는 어려움이 존재한다.[291] 사견으로는 Cardano Foundation이 발행인, Emurgo와 IOHK 및 각 대표이사는 간주 발행인으로 볼 수 있을 것이다. 이러한 발행인 관련 논의는 이하에서 자세하게 살펴보도록 하겠다.

(5) 토큰증권 발행 대상 증권

토큰증권으로 발행되는 증권이 어떤 종류의 증권인지는 결국 토큰증권이 투자자에게 부여하는 권리의 성질에 따라 정해질 것이다. 발행된 증권의 종류와 관련하여, 발행인이 투자자에게 부여하는 권리가 지분적이라면 지분증권으로, 채권적 성질을 갖는다면 채무증권으로, 신탁에 기반하여 발행되었다면 수익증권으로, 외생적 요소에 따라 가격이 결정된다면 파생결합증권으로, 한국예탁결제원에 원주를 예탁함으로서 발행되었다면 증권예탁증권으로, 그리고 이러한 증권 유형에 해당하지 않지만 발행인을 특정할 수 없거나 투자자와 발행인 간의 비정형 간접투자기구에서 발생하는 수익을 배분하기로 하는 약정이 존재하는 것으로 볼 수 있다면 투자계약증권으로 결정될 것이다.

한편 토큰증권 발행 및 유통체계 정비방안에 따르면 토큰증권으로 발

290) https://cardano.org/discover-cardano/
291) 한서희, “탈중앙화 자율조직(DAO)의 공모형 자금조달”, 탈중앙화 금융(DE-Fi)의 기업 금융 규제 법제 연구, 규제혁신법제연구 22-21-2-3, 한국법제연구원 (2022.8), p42

행하기에 적합한 증권을 투자계약증권과 비금전신탁형 수익증권으로 보고 있다. 또한 토큰증권 가이드라인에서는 기본적으로 투자계약증권에 기초하여 토큰증권의 증권성을 판단하고 있다. 하지만 토큰증권 발행대상 증권이 투자계약증권에 한정된다고 볼 수는 없을 것이다. 보유자와 발행주체 사이의 권리의 성질에 따라서 지분증권이나 채무증권, 파생결합증권 등도 충분히 가능할 수 있다. 특히 발행주체가 신탁을 활용하지 않고 투자된 디지털자산을 운용하여 디지털자산 보유자에게 운용 수익을 배분하는 형태의 디지털자산이라면 이는 집합투자증권으로서의 성격도 갖고 있는 것이다. 이러한 경우에는 증권의 6가지 종류 중 지분증권에 해당할 것으로 보인다.

결론적으로 토큰증권의 발행대상 증권의 종류는 자본시장법상 6가지 종류가 모두 가능할 것이며 특정한 증권으로 한정할 이유는 없을 것이다.

(6) 발행공시

디지털자산 시장의 특수성에서 본 바와 같이 토큰증권 역시 투자자와 발행주체 사이의 정보비대칭 정도가 매우 심한 측면이 있으므로 발행공시를 비롯한 공시제도 정비의 필요성이 매우 크다. 토큰증권의 경우에도 청약의 권유가 50인 이상에게 이루어지고 발행·판매, 재판매 등이 자본시장법상 모집 또는 매출에 해당하는 경우에는 발행인(또는 발행인으로 간주되는 자)이 증권신고서를 제출해야만 할 것이다. 다만 디지털자산 중에서 토큰증권으로 사후에 분류되는 경우에는 투자자에게 제공된 정보는 백서에 기재된 사항이 전부일 것이다. 사후적으로 증권성으로 판단된 경우에는 결국 발행인을 특정한 후 그에게 부족한 정보를 추가로 공시할 것을 요구하면서 이를 증권신고서 형태로 제출하도록 강제해야할 것이다. 따라서 규제당국의 제도 정비를 통해 발행주체에게 사후적으로라도 증권신고서의 제출을 강제할 수 있도록 제도가 개선되어

야 할 것이다. 이를 위해서 토큰증권의 정보공개에 필수적인 요소들이 정해질 필요가 있다. 기본적으로 증권신고서에는 발행주체에 관한 정보, 발행주체가 수행하려는 사업에 관한 정보, 모집된 자금의 활용처에 대해서 구체적으로 기술되어야 할 것이다. 이러한 구체적인 내용에 대해서는 이하에서 추가로 설명한다.

3. 토큰증권 발행 규제 방향

(1) 발행인

1) 원칙

발행인을 특정할 수 없다는 문제를 해결하기 위해서는 발행인으로 취급되어야 하는 범위를 먼저 정할 필요가 있다. 자본시장에서도 발행인은 자금의 조달 및 조달된 자금의 이용 주체를 의미하므로 토큰증권과 관련해서도 동일하게 볼 필요가 있다. 따라서 토큰증권의 발행을 통해 모집된 자금을 활용하게 되는 주체를 모두 발행인으로 보아야 할 것이다. 그렇다면 당초에 발행인으로 특정된 주체 뿐만 아니라 발행인이 모집한 자금을 주로 활용하는 자까지도 발행인으로 간주할 필요가 있다.

2) 간주 발행인 제도의 신설

디지털자산이 발행된 후 증권으로 판단된 경우, 즉 사후적인 판단에 의해 증권으로 판명된 경우에는 일반적인 증권과 다르게 발행인이 누구인지 특정하기 어려울 것이다. 이러한 경우에 있어서도 앞서 본대로 발행인으로서 책임을 부담해야 하는 주체는 단일 주체가 아닐 가능성이 크다. 토큰증권의 경우에는 발행인이 개인이거나 조합인 경우, 비영리 단체인 경우, 발행인과 개발자가 분리되어 있지만 실질적으로 대부분의 자금

은 개발자가 활용하는 경우 등 다양한 사례가 존재할 수 있다. 이 경우 그 주체가 법인인 경우 또는 자연인인 경우를 불문하여야 할 것이고, 해당 발행주체가 발행인과는 완전히 무관한 것처럼 표시되어 있더라도 만일 그 주체가 실제 백서를 작성하고 등록한 경우, 자금을 모집하여 사용한 경우, 주로 개발에 참여한 경우라면 그 주체를 모두 발행인으로 간주하여야 할 것이다. 나아가 발행인과 별개의 단체가 모집된 자금을 활용하여 주도적으로 시스템을 개발하거나 모집된 자금을 이용하여 DAO를 운영하고 프로토콜을 개발하는 경우도 존재할 수 있는데 이러한 경우 역시도 DAO가 간주 발행인으로서 규제대상이 되어야 한다.

따라서 이처럼 발행에 깊이 관여하거나 발행으로 모집된 자금을 주로 활용한 자들을 간주 발행인으로 보고 발행인과 동일하게 또는 발행인과 공동으로 증권신고서 제출의무 등을 부담하도록 해야 한다.[292]

다만 이와 같이 간주 발행인 제도를 도입하게 되면 단순하게 사업에 관여한 자와 실제 사업의 운영주체를 분별하기 어려운 점이 있다. 예를 들면 ICO 당시 백서 작성에 조언을 하고 디지털자산을 일부 지급받은 사람이나 발행인으로 간주될 수 있는 DAO라는 조직체에 참여하면서 디지털자산을 보유하여 투표에는 참여했지만 DAO의 실질적인 의사결정권한을 갖지 못하는 사람까지도 과연 발행인으로 책임을 부담해야 하는지 문제된다.

단순하게 발행에 참여한 자와 발행을 주도한 자를 구분하는 것은 발행인으로서의 책임 부담자가 과도하게 확대되지 않도록 하기 위해 반드시 필요하다. 그리하여 발행에 관여함으로써 간주 발행인의 지위에 있게 되더라도 해당 주체로 하여금 자신이 주된 결정권한이 없음을 입증하거나 특정 요건의 충족만으로 면책되도록 하는 safe harbor 제도를 도입할 필요가 있다. 예를 들면 조합체 또는 DAO 같은 조직에서 디지털자산의 발행에 참여하거나 DAO에서 진행하는 투표에 참여한 자라 하더라도 디

292) 만일 이 것이 현실적으로 어렵다면 차선책으로 증권신고서에 “공동사업자”로 표시하는 정도라도 이루어 져야 할 것이다.

지털자산의 보유 비율이 전체의 1% 미만이라거나 하는 등으로 소수 지분권자에 불과하다면 발행인으로서 책임을 부담하지 않도록 해야할 것이다.

결론적으로 발행인 책임을 부담할 자를 정해야 하는데 발행인이 특정되면 그 자를 발행인으로, 특정이 어려우면 백서 작성자, 주된 개발회사, 개발회사 대표이사, 재단의 대표 등을 간주 발행인으로서 책임을 부담하도록 하고, 사업 운영에 실질적인 영향력을 미칠수 없는 지위의 개인 또는 투자자는 발행인으로서 책임을 부담하지 않는 것으로 규제체계를 정비해야 한다.

참고로 디지털자산 대부분을 증권으로 보는 미국의 경우, SEC가 디지털자산들(XRP, LUNA 등)을 증권으로 판단하면서 해당 디지털자산의 발행에 관여한 재단과 대표이사 개인까지[293] 발행자로서의 책임을 지우고 있다. 또한 SEC의 프레임워크에서는 개발회사나 개발자까지도 적극적 참가자(AP)로 규정하고 이들에게 발행인 책임을 부담시킬수 있도록 하고 있다. 우리나라도 이러한 부분을 참고할 필요가 있다.

(2) 전매제한조치

토큰증권의 경우에는 토큰이라는 발행 형태의 특수성에 기해 유통성이 높은 특성이 있으므로 사모로 판매를 하더라도 이후에 재판매 가능성을 배제하기 어렵다. 따라서 기술적으로 전매제한조치를 취하지 않는

293) XRP와 관련된 SEC의 소장 p15(para84)에서는 발행인으로 지목된 Ripple Labs의 대표인 Larsen과 Garlinghouse가 ICO에 “직접적으로 참여”(“directly participated in the Offering by offering and selling their own holdings of XRP into the same market as Ripple’s Market Sales, typically following the same manner of sale.”)하였다고 하면서 발행인과 동일한 지위를 인정하고 있다. 또한 “Larsen”과 “Garlinghouse”가 특수관계인으로서 처벌받아야 하다는 주장도 하였다. 그러나 최근 인정된 법원의 판결에서는 Larsen과 Garlinghouse의 책임은 부정되었다.

이상 공모 간주를 회피하기 어려울 것이다.

그러나 일정한 기간동안 전매제한 조치가 유효하게 이루어질 수 있다면 사모로 판매된 경우라도 공모 간주제도의 적용을 받지 않을 수 있다. 따라서 이러한 전매제한 조치를 구현할 방법은 없는지에 대하여 논의할 필요가 있다.

기술적으로 전매제한조치를 구현하려면 스마트컨트랙트로 코딩을 하거나 배정된 토큰증권의 키관리를 투자자와 제3자가 공동으로 하는 방법(멀티시그 또는 MPC 방식으로 개인키를 관리)을 채택할 수 있다. 전매제한조치의 기술적 구현 가능성과 별개로 토큰증권 정비방안에서 규범적으로 전매제한조치를 누가 어떤 방식으로 할 것인가 문제된다. 현재 토큰증권정비방안에서는 전매제한조치 가능성을 열어두고 있다. 구체적으로 토큰증권의 결제기관에 해당하는 발행인계좌관리기관이 분산원장에 전매제한 사실을 등록하도록 해야 하고 기술적으로는 스마트컨트랙트 상으로 전매제한 기간동안 전송이 불가능하도록 설계해야 할 것이다.

(3) 거래소에서 거래지원 중인 토큰증권의 발행인 특정

1) 디지털자산이 이미 상장된 경우

이미 디지털자산 거래소 등을 통해 유통중인 디지털자산과 관련하여 성질 분석 결과 증권으로 판명되는 경우에는 발행에 대한 책임을 부담하는자가 누구인지 판단해야한다. 백서는 이미 공개된 상태일 것이므로 백서 공개 주체가 간주발행인이 될 수 있다. 만일 상장되어 거래중인 디지털자산이라면 상장 신청자도 간주발행인이 될 수 있다. 상장 신청자와 백서 공개 주체가 상이하다면 원칙적으로 모두 공동으로 간주발행인으로 책임을 부담해야 할 것이다. 다만 자신이 관여자가 아니라고 주장하는 자가 책임이 없음을 입증해야할 것이다.

2) 상장 신청인이 없는 경우

만일 백서를 등록한 자 또는 상장을 신청한 자를 확인할 수 없거나 이미 백서와 홈페이지 모두 소멸되었거나, 거래소에서 발행인과 협의 없이 일방적으로 상장 또는 거래지원을 개시한 경우(이를 비협의 상장이라고도 한다)에는 상장 신청자를 확정할 수 없고 백서 공개자를 확인할 수도 없을 가능성이 있다. 그렇다면 규제당국의 입장에서는 발행에 관한 의무 이행자를 확정할 수 없게 된다.

예를 들어 해외에서 발행된 디지털자산으로서 해외 거래소에서 거래되는 것을 국내 디지털자산 거래소에서 거래지원을 개시하였는데 이것이 사후에 증권으로 판명된 경우가 대표적일 것이다. 특히 디지털자산의 경우 발행인과 디지털자산 거래소가 반드시 상장(디지털자산 사업자들은 “거래지원”이라는 용어를 사용한다) 계약을 통해 상장을 하는 것이 아니고 디지털자산 거래소에서 해당 디지털자산에 적합하게 시스템을 개발하여 전송만 가능해지면 디지털자산 거래소 입장에서는 발행인과 협의 없이도 디지털자산을 취급할 수 있다. 그렇기 때문에 어떤 디지털자산이 거래소에서 유통되고 있다 하더라도 상장 신청인이 존재하지 않는 경우는 충분히 발생할 수 있다. 이 경우에는 상장(거래지원)을 수행한 디지털거래소가 사후적으로 정보공개책임을 부담하도록 하는 방법을 고려할 수 있다. 하지만 토큰증권으로 성질이 판명되면 디지털거래소에서도 더 이상 취급하지 못하게 될 것이므로 증권이라는 점이 확인된 이후에는 디지털자산 거래소에게 이러한 책임을 부담시킬수도 없다.

이러한 경우에는 해당 토큰증권을 유통시킬 의사가 있는 장외거래중개업자가 존재한다면 장외거래중개업자가 제한된 범위에서 정보 공시의무를 부담하도록 하는 방법을 생각해 볼 수 있다. 그러나 이러한 방법을 사용하더라도 결과적으로 투자자에게 제한적인 정보의 제공만 가능할 것이므로 투자자들에게 정보의 한계를 충분히 고지하고 동의 하에 거래를

하도록 하거나 이마저도 여의치 않다면 거래대상에서 제외될 수밖에 없을 것이다.

3) 발행인이 해외 사업자로 확인된 경우

이미 디지털자산 거래소에서 거래가 이루어지고 있는 해외 발행 디지털자산이 사후적으로 증권으로 판별된 경우 어떻게 처리할 것인지 문제될 수 있다. 특히 디지털자산 거래소가 발행인과 협의 없이 거래지원을 시작한 경우라고 가정하면 사후적으로 토큰증권으로 판명되더라도 해외 디지털자산 발행인들이 국내 자본시장법상 발행인으로 등록하는 절차를 이행하지 않을 가능성이 높기 때문이다.

금융규제적 관점에서는 사후적으로 증권으로 판별된 토큰증권의 발행인이 해외 사업자일 경우에는 국내에 영향을 미치는지 여부에 따라 국내법을 준수하도록 해야 한다. 만일 해외 발행 디지털자산이 국내 거주자에게 판매된 경우라면 자본시장법상 역외적용 조항에 따라서 국내 발행절차를 준수해야 한다. 그런데 만일 발행인이 애시당초 규제를 준수할 의사가 없거나 발행인이 확인되지 않는 경우에는 국내 규제당국이 해외사업자를 제재할 방법은 사실상 존재하지 않는다. 그렇지만 이러한 상황을 그대로 두면 투자자에게만 피해가 발생될 수 있으므로 발행인 책임을 누가 부담할 것인지 논의할 필요가 있다. 발행인이 해외사업자인 경우의 책임 부담 주체를 특정하기 어렵다는 점에서 상장 신청인이 없거나, 확인하기 어려운 경우와 유사한 측면이 있다.

해외사업자인 관계로 발행규제를 적용할 수 없을 때에는 일정부분의 책임을 거래지원업무를 수행하는 디지털자산 거래소에게 부담시킬수 있을 것이다. 이 때 디지털자산 거래소로 하여금 발행인과 동일한 책임을 부담시킬수는 없을 것이고, 자본시장에서 인수주선인이 발행과 관련하여 책임을 부담하는 정도의 책임을 부담할 수는 있을 것이다. 하지만 사후적으로 증권으로 판단된 디지털자산의 경우 디지털자산거래소에서 해당

토큰증권의 유통을 지원할 수 없게 될 가능성이 높기 때문에 결과적으로는 디지털자산 거래소에게 발행과 관련된 책임을 부담시키는 것은 어려울 것이다.

결론적으로 사후적으로 토큰증권으로 판별된 경우 발행인을 확인할 수 없다면 이를 금융규제 영역으로 편입시키는 것은 곤란할 가능성이 있다. 특히 발행인을 특정할 수 없는 증권을 KRX의 디지털증권시장에서 취급하는 것은 불가능할 것이다. 만일 장외거래중개업자로 하여금 이를 취급하게 한다면 취급을 원하는 장외거래중개업자로 하여금 거래 및 매매체결업무를 수행할 수 있도록 하되 발행 공시 등을 해당 사업자가 이행해야 할 것이다. 다만 장외거래중개업자가 발행인이나 디지털자산의 특성 등의 정보에 대한 접근가능성이 낮을 것으로 예상되므로 이를 감안하여 장외거래중개업자에게 적용되는 공시의무의 수준은 상당 부분 완화될 필요가 있을 것이다.[294]

(4) 증권신고서의 작성

1) 미등록간접투자형 토큰증권의 경우

토큰증권과 관련된 실제 사례를 살펴보면, 마치 집합투자증권 또는 벤

294) 만일 장외거래중개업자마저도 해외발행 토큰증권의 매매체결업무를 수행하고자 하지 않을 경우를 가정하면 결론적으로는 비규제영역의 토큰증권의 경우 유통시장이 소멸하는 결과에 이르게 된다. 그런데 거래 중이던 토큰증권의 유통이 더 이상 불가능하게 되는 상황은 투자자 보호 관점에서 바람직하지 아니하다. 그렇다면 토큰증권의 유통을 희망하는 사업자가 아무도 없는 경우에는 일정한 조건 하에서 (과거 매매체결업무를 수행하던) 디지털자산거래소가 계속에서 투자자 중개 및 매매체결 업무를 수행할 수 있도록 하는 방법을 모색하는 것도 필요할 것으로 생각한다. 물론 뒤에서도 언급하겠지만 이러한 방안은 제한적으로만 검토될 수 있을 것이고 원칙적으로 토큰증권 역시 자본시장법상 규제를 받는 것이 타당하다고 본다.

처투자조합의 수익권 증서와 유사한 기능을 수행하는 디지털자산이 존재한다. 예를 들면 갑이라는 발행인이 투자자에게 A라는 디지털자산을 발행하고 그 대가로 ETH를 수취한 후, 모집된 ETH를 다른 DAO에 투자하거나 다른 회사에 투자하는 것이다. 갑 발행인은 여러 개의 DAO에 ETH를 나누어 투자한 대가로 투자 대상 DAO로부터 해당 DAO가 발행한 디지털자산을 수취하는데 디지털자산의 가격 상승 구간에 이를 매각함으로서 수익을 취득한다. 이렇게 취득한 수익은 다시 갑이 A를 보유한 자들에게 배분하는 구조를 상정해보자. 이 경우의 A라는 디지털자산은 사실상 DAO를 집합투자기구로 하는 증권형 디지털자산 즉, 토큰증권에 해당할 수 있고 DAO는 자본시장법상 집합투자기구에 해당하지 않는 사실상의 간접투자기구이므로 A라는 디지털자산은 투자계약증권 중 집합투자증권에 유사한 토큰증권이 될 것이다. 실제로 Flamingo DAO의 경우 100인 이내의 투자자들로부터 ETH를 수취하고, 모집된 ETH로 다양한 종류의 NFT를 매수한 후 특정시점에 NFT를 매각하여 발생되는 수익을 투자자들에게 배분한다.[295] 이러한 경우에는 해당 디지털자산은 증권의 유형 중에서도 비정형 간접투자형 지분증권의 하나로서 간주될수 있을 것으로 보이고 따라서 투자계약증권형 토큰증권이 될 것으로 보인다. 다만 이 경우 증권신고서는 어떠한 형태를 취하게 될 것인지 문제된다. 가장 중요한 부분은 결국 운용대상 자산과 운용 방법일 것이 될 것이지만 이 뿐만 아니라 운영주체인 DAO를 발행인으로 기재할 수는 없을 것이므로 발행인을 어떻게 기재할지도 문제될 수 있다. 결론적으로 증권신고서 상에는 운용주체가 누구인지, 운용 방법과 기준은 무엇인지, 대상자산은 무엇인지 등이 자세하게 기술될 필요가 있고 집합투자증권에 준하는 증권신고서 양식이 마련되어야 할 것인바, 토큰증권을 위한 새로운 형태의 증권신고서가 필요하다.

2) 지분증권형 토큰증권의 경우

295) https://docs.flamingodao.xyz/(2023. 4. 28. 최종확인)

사후적으로 디지털자산에서 증권으로 분류된 토큰증권은, 기존에 발행된 다수의 디지털자산과 마찬가지로 장래사업 영위를 전제로 할 것이다. 따라서 발행인은 발행 시점에 실제로 사업을 영위하지 않는 경우도 다수 존재할 수 있다. 따라서 토큰증권을 발행하는 경우에는 현재 존재하는 증권신고서 양식에 맞춰서 증권신고서를 작성 및 제출할 수 없을 가능성이 크다. 그러므로 토큰증권의 발행과 관련하여 장래 현금흐름에 대한 평가 방식 및 증권신고서 제출 양식이 확정될 필요가 있다.

또한 발행인이 토큰증권을 발행하면서 제출하게될 증권신고서에는 분산원장 기술을 활용한다는 측면 및 디지털자산 발행의 특수성을 고려하여서 다음의 사항들이 포함될 필요가 있을 것으로 보인다.

<표6> 지분증권과 토큰증권의 발행시 공시 대상 정보 비교

지분증권 공시 사항	디지털자산으로서 증권으로 확인된 토큰증권
① 회사의 개요	발행인 및 협력사(AP)의 개요
② 사업의 내용	활용 가능한 Dapp 등에 대한 정보, 향후 사업 계획
③ 재무에 관한 사항	발행인 및 협력사(AP) 재무 상황
④ 감사인의 감사의견 등	재무감사 및 기술감사(기반기술)
⑤ 이사회 등 회사의 기관에 관한 사항	의사결정 구조(거버넌스)
⑥ 주주에 관한 사항	지갑의 토큰증권 분포 현황
⑦ 임원 및 직원 등에 관한 사항	발행인, 협력사 임원 및 직원
⑧ 계열회사 등에 관한 사항	-
⑨ 이해관계자와의 거래내용	주요 지갑 보유자의 거래 관계
⑩ 그 밖에 투자자보호를 위해 필요한 사항	보험, 보안상 조치 등

즉 회사 대신에 발행인과 협력사 개요를, 사업 내용 대신에 활용 가능한 Dapp의 정보 및 향후 사업계획의 내용을, 재무사항 대신 발행인과

협력사의 재무상황을, 감사보고서 대신에 재무감사(손익계산서, 재무제표 등) 및 기술감사 보고서를, 이사회 구성 대신에 거버넌스 구조를, 주주 대신 토큰 배포(보유) 상황을 증권신고서에 기재하도록 해야할 것이다. 또는 이러한 사항들을 기존의 증권신고서 기재내역에 추가하여 기재하도록 해야할 것이다.

3) 디지털자산 특성상 공시가 필요한 사항

디지털자산의 기반 기술(분산원장일 경우 발행 기반이 되는 블록체인 프로토콜), 스마트 컨트랙트에 대한 감사 보고서가 반드시 필요할 것이다.[296]

4) 해외발행인의 토큰증권 발행

마지막으로 해외 발행인이 토큰증권을 발행하여 국내에서 상장하고자 할 경우에는 어떻게 해야할 것인지 문제된다. 외국기업의 외국발행주식의 경우 자본시장법 제2조에 따라서 국내에 영향을 미쳤는지 여부로 판단하여 증권신고서 제출 여부를 판단할 필요가 있다.[297] 국내 투자자 50인 이상에게 청약의 권유가 이루어진 상태라면 국내에 영향을 미친 것으로 볼 수 있으므로 발행인이 발행공시 의무를 부담해야한다. 이미 발행된 해외 발행인의 토큰증권이 국내 디지털자산 거래소에서 거래가 되는 경우에는 매출에 해당할 수 있으므로 해외 발행인은 국내 금융당국에 증권신고서 제출의무를 부담하게 된다.

---

296) Securities Industry and Financial Markets Association (“SIFMA”) and PricewaterhouseCoopers, LLP, Security Tokens; Current Regulatory and Operatioal Cinsiderations for Broker-Dealers and a Look Towards th Future(2020.11), p10

297) 김건식/정순섭,「자본시장법 제3판」, 두성사(2013. 10), p182

4. 소결

토큰증권의 경우 발행인이 불특정하고 사업계획 역시 장래의 계획에 불과하다는 특수성이 있다. 또한 토큰증권의 종류 역시 지분증권을 비롯하여 다양한 종류의 증권이 모두 출현할 수 있고 투자계약증권도 그중 하나에 해당할 것으로 예상된다. 그런데 투자계약증권은 지분적 성격을 지닌 경우와 비정형 간접투자기구에서 발행한 집합투자증권에 유사한 경우 등 다양한 경우가 존재할 수 있으므로 증권신고서 양식의 다양화가 필요할 것이며 다양한 종류의 증권형 태에 대비한 증권신고서 제출 양식이 마련되어야 할 것이다.

또한 발행인이 불분명한 경우에는 증권신고서를 누가 제출해야하는가 관련하여 의무부담 주체가 논의되어야 한다. 모집된 자금을 실제로 사용하는 주체를 간주 발행인으로 보고 이들에게 부담시키는 방법이 있다.[298] 만일 간주 발행인도 명확하지 않은 경우 및 해외 발행 토큰증권의 경우에 발행공시 책임을 누가 부담할 것인지 문제될 수 있다. 장외거래중개업자에게 각종 공시의무를 부담시킨다면 완화된 범위에서 공시의무를 부담시킬 수밖에 없을 것이다. 하지만 이 때 투자자 보호 목적이 제대로 달성될 수 없고 어느정도 정보의 비대칭성이 해결되기 어렵다면 발행인이 불분명한 경우에는 금융투자업자의 취급 자체를 금지할 수 밖에 없을 것이며 취급 중단시 해당 토큰증권을 보유하고 있는 투자자의 보호를 위한 방안이 마련될 필요가 있을 것으로 보인다.

제4절 토큰증권 유통

298) 김갑래. “국내 ICO 시장과 STO 시장의 당면 과제와 발전 방향”, 이슈보고서 22-13, 자본시장연구원(2022. 7.), p7, “가상자산 발행, 개발, 자금조달 등에 적극적으로 참여하는 자(active participant)가 존재하며, 이러한 적극적 참여자를 발행인 개념에 포섭하여 발행공시의무를 부과할 수 있다”는 내용과도 일맥상통한다.

1. 자본시장법상 증권의 유통

(1) 증권의 유통시장과 규제

증권의 유통이란 투자자들이 발행된 증권을 매매거래하는 것을 의미한다.[299] 유통시장은 이러한 매매거래가 이루어지는 시장을 의미하는데 일반적으로 장외시장과 장내시장으로 구분한다. 자본시장법에서는 장내시장과 장외시장을 구분하고 있지 않다. 다만, 자본시장법 제8조의2 제1항에서“금융투자상품 시장 등”을 규정하면서 제3항 및 제4항에서는 거래소 시장을, 제5항에서는 다자간매매체결회사를 규정하고 있으므로 거래소 시장과 다자간매매체결회사를 장내시장이라고 볼수 있을 것이다. 그에 반해 거래소 시장 및 다자간매매체결회사 이외의 장소에서 증권의 매매거래가 이루어진다면 이 곳을 장외시장이라고 할 수 있고 K-OTC 등이 대표적인 사례로 들 수 있다. 구 증권거래법 하에서는 장외시장을 협의와 광의로 나누기도 했는데, 광의의 장외시장은 증권거래소 이외의 장소에서 유가증권이 거래되는 시장을, 협의의 장외시장은 일정한 시간과 규칙에 의하여 경쟁매매가 이루어지는 조직화된 시장 이외의 유가증권 거래시장을 의미한다고 보았다.[300] 이러한 구 증권거래법상 기준 중에서 협의의 장외시장 기준을 채택할 경우, 경쟁매매 방식으로 거래가 허용되는 거래소 시장과 다자간매매체결회사가 장내시장에 해당하고 그밖의 시장은 장외시장에 해당한다. 본 연구에서 장내시장은 거래소 시장과 다자간매매체결회사를, 장외시장은 그 밖의 시장을 의미한다.

유통 규제를 살펴보면 자본시장법상 금융투자상품의 매매 및 중개를

---

299) 한국증권업협회, 「증권시장의 이해」 (1999), p47 ; https://www.kofia.or.kr/brd/m_117/view.do?seq=83&srchFr=&srchTo=&srchWord=&srchTp=&multi_itm_seq=0&itm_seq_1=0&itm_seq_2=0&company_cd=&company_nm=&page=9 (2023. 4. 28. 최종확인)

300) 한국증권업협회, 전게서, pp6, 7

위해서는 금융투자업자로 인가를 받거나 필요한 등록을 수행해야 한다(자본시장법 제11조, 제17조). 그리고 금융투자업자들은 이해상충방지의무를 비롯하여 투자자 보호를 위한 각종 규제를 준수하여야 한다. 자본시장법 제4조 제1항 각호에서 규정하고 있는 특수한 경우를 제외한 나머지 증권은 원칙적으로 인가받은 금융투자업자만이 취급할수 있고, 매매체결 행위도 거래소 또는 다자간매매체결회사 등과 같이 허가된 곳에서만 가능하다.

또한 자본시장법에서는 증권 등의 금융투자상품의 불공정거래행위와 관련하여서는 미공개중요정보 이용행위, 시세조종행위, 부정거래행위, 시장교란행위를 규정하고 이를 금지하고 있다.

(2) 유통공시

증권의 경우 발행과정에서의 공시뿐만 아니라 유통과정에서의 공시도 중요하다. 투자자는 발행시 제출된 증권신고서를 통해 정보를 획득할 수 있으나 발행 후 시간이 경과하면 증권신고서 상의 정보는 즉시성을 상실하게 된다. 그 결과 투자자는 증권의 가치에 대한 정확한 평가를 하기 어렵게 된다. 따라서 증권시장에서 발행인은 발행시 뿐만 아니라 유통시점에도 지속적으로 정보비대칭성을 해소할 필요가 있다.[301] 이러한 이유에서 자본시장법에서는 유통시장에서 거래되는 증권에 대한 공시의무를 규정하고 있다. 이 의무를 부담하는 주체는 발행인으로서, 자신이 발행한 증권과 관련하여 정기공시의무와 수시공시의무를 부담한다. 결과적으로 발행공시 뿐만 아니라 유통공시 의무는 공정한 증권거래질서 형성, 합리적 투자판단 자료 제공을 통해 투자자 보호를 목적으로 하는 것이다.

유통공시는 대표적으로 정기공시, 수시공시, 조회공시가 있다. 발행인은 정기공시와 수시공시 의무를 부담한다. 정기공시의 경우 사업보고서와 반기보고서 제출의무가 규정되어 있다. 수시공시의 경우에는 직접공

301) 변제호/홍성기/김종훈/김성진/엄세용/김유석, 전게서, p449

시 대상과 간접공시 대상이 분류되어 규정되어 있다. 주로 회사경영에 중대한 영향을 미치거나 주가에 결정적인 영향을 주는 사항, 투자 판단 자료로서 유용한 사항을 수시공시 사항으로 규정하고 있다.

그밖에 조회공시가 있는데 이는 상장법인에 관한 풍문과 보도내용의 사실여부, 또는 주식의 가격 또는 거래량이 급변하는 경우 중요한 정보의 유무에 대하여 거래소가 상장법인에 사실여부, 중요정보 유무에 대한 공시를 요구하는 것이다. 상장법인은 조회공시요구를 받으면 그날로부터 1일 내에 직접 공시하여야 한다.

앞서 밝힌 바와 같이 공시의무는 발행인이 부담한다. 즉, 주권상장법인, 주권 외의 지분증권, 무보증사채권, 전환사채권 신주인수권부사채권, 이익 참가부사채권 또는 교환사채권, 신주인수권이 표시된 것, 증권예탁증권, 파생결합증권을 증권시장에 상장한 발행인, 주권 및 주권외의 상기 증권을 모집 또는 매출한 적이 있는 발행인(상장이 폐지된 발행인 포함), 외부감사대상 법인으로서 증권(주권 및 상기 증권)별로 그 증권의 소유자 수가 500인 이상인 발행인이 유통공시 의무를 부담한다(자본시장법 제159조 제1항 및 동법 시행령 제167조 1항). 코넥스시장 상장법인에 대하여는 특례가 존재하는데 코넥스시장에 상장된 주권을 발행한 법인은 분기 및 반기보고서 제출의무는 면제되고 있다(자본시장법 제165조 제2항).

정기공시와 관련하여 발행인이 제출해야하는 문서는 기본적으로 사업보고서와 분기 및 반기보고서이다. 제출 문서의 기재사항은 회사의 개요, 사업의 내용, 재무에 관한 사항, 이사의 경영진단 및 분석의견, 감사인의 감사의견 등, 이사회 등 회사의 기관 및 계열회사에 관한 사항, 주주에 관한 사항, 임원 및 직원에 관한 사항, 이해관계자와의 거래내용, 그 밖에 투자자 보호를 위하여 필요한 사항, 대표이사 등의 확인 서명, 전문가의 확인 등이다(자본시장법 제159조 제2항, 동법 시행령 제168조, 증권발행 및 공시에 관한 규정 제4-3조). 종속회사가 있는 법인은 기재사항 중 재무에 관한 사항과 그 부속 명세, 그 밖에 금융위가 정하여 고시하는

사항을 연결재무제표 기준으로 기재하되 별도(개별)재무제표를 포함하여야 하며, 연결재무제표 및 별도(개별)재무제표에 대한 감사의견을 기재하여야 한다.

만일 법인이 공시의무를 이행하지 않거나 번복하거나 변경하면 불성실공시에 해당하고 불성실공시에 대한 제재조치는 법인과 대표이사 개인 모두에게 취해질 수 있다. 또한 기재사항과 관련하여 거짓기재 또는 중요사항의 기재 누락이 존재할 경우 발행공시 의무 위반과 동일하게 손해배상의무를 부담하게 된다(자본시장법 제162조). 이러한 자본시장법상 유통공시 관련 규제는 발행인의 의무 이행을 전제로하는 것이며, 이때의 발행인은 법인을 전제로 하고 있다.

2. 토큰증권 유통의 특수성

(1) 유통공시와 발행인 불특정

디지털자산의 경우 발행인을 특정하기 어렵고, 디지털자산으로서 거래되던 토큰증권의 경우에도 이러한 특성이 동일함은 앞서본 바와 같다. 토큰증권의 경우 유통공시제도를 도입하기 위해서는 앞서 발행공시제도의 도입과 관련하여 논의한바와 동일하게 발행인의 특정을 위한 제도적 개선이 필요하다.

(2) 거래 방식과 매매체결 장소

토큰증권은 토큰증권 발행 및 유통규율 체계 정비방안에 따라 발행될 토큰증권과 혁신금융서비스를 통해 발행된 토큰증권과 함께 기존의 디지털자산시장에서 거래 중인 성질상 증권인 디지털자산으로 구성된다. 그리고 앞의 2가지 경우는 향후 개설될 장외시장(장외거래중개업자) 및 장내 디지털증권시장을 통해서 거래될 것이다. 그런데 이와 같이 정비된

규제 체계 내에서 발행된 토큰증권이 아니라 현재 디지털자산시장에서 거래되고 있는 것으로서 성질상 증권에 해당하는 토큰증권(편의상 “비규제 영역의 토큰증권”이라고 한다)에 대한 유통체계는 불명확하다. 비규제 영역의 토큰증권은 개인간 거래가 가능하고, 실제 현재도 개인간 거래가 이루어지고 있으며, 국외의 디지털자산거래소에서 거래되는 경우도 다수 존재한다.

비규제 영역의 토큰증권이 지속적으로 디지털자산거래소에서 거래된다면 이는 자본시장법에 위반될 수 있다.[302] 특히 디지털자산거래소는 자본시장법상 개설된 시장이 아님에도 불구하고 투자자들에게 호가창을 제공하고 경쟁매매방식으로 매매체결을 주선한다. 따라서 디지털자산거래소가 토큰증권의 매매체결을 주선하는 행위는 자본시장법 제373조의 무허가 시장개설행위에 해당할 가능성도 존재한다.

(3) 유통량에 대한 정보비대칭

디지털자산 시장과 증권시장의 경우 가격에 영향을 미치는 요소가 상이하다. 증권시장과 디지털자산 시장 모두 대상이 되는 증권 또는 디지털자산의 수요와 공급이 가격결정에 가장 큰 영향을 미친다는 점은 부인할 수 없을 것이다. 하지만 디지털자산의 경우 발행인과 발행인이 수행하는 사업이 명확하지 아니하므로 그 내재가치를 정하기 어렵고 따라서 발행인과 관련된 사항에 더하여 발행된 디지털자산의 수급상황이 가격에 상당한 영향을 미치게 된다. 그리하여 최근 서울중앙지방법원은 디지털

302) 다만 투자계약증권에 해당하는 토큰증권의 경우에는 자본시장법 제4조 제1항 단서에 따라 유통시장에서 중개업을 영위하는 것 만으로는 자본시장법위반으로 볼 수는 없을 것이다. 하지만 금융당국에서는 현재 자본시장법 제4조 제1항 단서규정을 개정하여 투자계약증권의 유통에 대하여도 규제하겠다는 입장이므로 장래에는 자본시장법상 인가를 받은 사업자가 아니면서 투자계약증권에 해당하는 토큰증권의 중개 및 매매체결 업무를 수행한다면 해당 행위는 자본시장법 위반에 해당하게 될 것이다.

자산의 유통량과 관련하여 “가상자산(본 연구의 디지털자산)의 경우, 주식의 내재가치에 대응되는 개념을 상정하는 것이 쉽지 않아 그 가치를 객관적으로 평가하는 것이 매우 어렵고, 이에 수요·공급의 원칙에 크게 의존하여 가격이 결정될 수밖에 없기 때문에 '유통량'은 투자자들의 투자판단에 있어서 매우 중요한 정보 중 하나이다.”라고 지적하였다.[303]

그런데 이처럼 디지털자산의 가격에 영향을 미치는 매우 중요한 요소인 유통량은 발행인과 간주발행인들에 의해 통제되는 경우가 다수이다. 이것은 토큰증권의 경우에도 동일하다. 문제는 발행인이 초기에 백서 등에 표시한 유통량만이 투자자에게 고지될 뿐이고 그 이후 발행인이 유통량 계획을 변경하거나 추가 발행 또는 소각하는 등으로 가격에 영향을 미칠 수 있는 행위를 수행하더라도 발행인은 그에 대한 보고의무를 부담하지 아니하는바 투자자는 이러한 정보를 확인하기 어렵다는 점이다.

(4) 유통공시 현황

비규제 영역의 토큰증권의 경우, 현재까지 발행주체가 유통공시의무를 부담한 사례는 존재하지 아니한다. 다만 발행주체가 자체적으로 마케팅을 위하여 개설해 놓은 홈페이지 등에 자신들의 사업 진행 상황을 고지하거나, 디지털자산에 관한 종합정보 플랫폼(예를 들어 쟁글 https://xangle.io/ 이나 코인게코 https://www.coingecko.com/ko 등의 사업자)을 통해 디지털자산과 관련된 사업 계획을 공시하고 있다. 반면 혁신금융서비스로 지정된 사업자들은 자사 홈페이지를 통해 운용보고서를 게시함으로써 수시공시를 진행하고 있다.[304]

(5) 보고대상 사업의 특수성

---

303) 서울중앙지방법원 2022. 12. 7.자 2022카합21703 결정

304) https://kasa.co.kr/exchange?code=KR011A20000052 (2023. 4. 25. 최종 확인)

토큰증권의 경우 보고대상이 되는 사업도 증권과는 다른 특수성을 갖는다. 우선 발행인이나 간주 발행인이 운영하는 대상 사업이 존재하지 않는 경우가 있다. 즉 백서 작성 후 바로 자금을 모집할 경우에는 계획만으로 자금을 모집하기도 하므로 실제 사업이 존재하지 않거나 사업의 외형은 존재하더라도 영리목적으로 운영되고 있는 상태가 아닌 경우도 많다. 만약 발행인이 백서에 명시한 사업이 운영되고 있는 상태라고 하더라도 초기 단계에 불과할 것이므로 사업보고서를 제출하는 등의 정기공시의무를 이행하는 것이 불가능할 수 있다. 또한 만일 토큰증권이 투자계약증권 등의 성질을 갖는 것이라면 비정형 간접투자기구가 발행한 지분증권에 해당하는 경우도 존재할 수 있는데 이때는 보고대상이 사업에 대한 현황이 아니라 운용대상 자산 및 대상 자산의 가치평가액이 되어야 할 것이다.

3. 토큰증권 유통 규제방향

(1) 중개 및 매매체결에 대한 규제

토큰증권은 기본적으로 금융투자상품이다. 그러나 현재 투자계약증권의 경우에는 자본시장법 제4조 제1항 단서에 따라 일정한 경우에는 증권으로 취급되지 아니하므로, 금융투자업자가 아니라도 취급할 수 있다. 하지만 토큰 형태를 취하는 투자계약증권의 경우 유통성이 높을 것으로 쉽게 예상할 수 있으므로 향후 자본시장법의 개정을 통해 금융투자업자가 취급하도록 개정될 필요가 있다. 또한 이때 앞서 본바와 같이 발행과 유통에 있어서 디지털자산의 특수성을 반영한 공시방법등이 도입되어야 할 것이다. 이를 위하여 자본시장법 제4조 제1항 제1호의 투자계약증권을 삭제하거나 제1호의 투자계약증권을 “유통성이 없는 투자계약증권”이

라고 명시함으로써 토큰의 형태를 취하는 투자계약증권에 대하여 금융투자상품으로서의 규제를 전면적으로 도입할 필요가 있다.

토큰증권의 매매체결 역시 자본시장법상 규제 내에서 이루어져야 한다. 토큰증권의 매매체결과 관련하여 원칙적으로 다자간 경쟁매매방식은 장내 시장에서만 가능할 것이고 다자간 상대매매방식의 매매체결은 장외시장을 통해서도 가능할 것이다. 다만 장외시장에서의 거래와 관련하여 이미 발행된 증권이라고 하더라도 50인 이상에게 매수의 청약을 권유하면 매출에 해당할 수 있으므로 발행인은 증권신고서를 제출의무를 부담하게 된다. 따라서 매출시 증권신고서 제출의무가 면제되지 않는 이상 장외시장의 활성화는 불가능할 것이다. 토큰증권 발행 및 유통규율체계 정비방안에 따르면 장외거래중개업자가 신설되고 해당 업자가 매매체결을 주선할 경우에는 매출시 증권신고서 제출의무가 면제될 것으로 보이므로 향후 발행되는 토큰증권은 장외거래중개업자가 개설하는 시장을 통해 거래될 수 있을 것으로 보인다.

문제는 현재 디지털자산거래소에서 거래되는 디지털자산이 향후 증권으로 판별되었을 경우 즉, 비규제 영역의 토큰증권의 경우이다. 앞서 자본시장법 제4조 제1항 제1호 규정 삭제하면 금융투자업자가 아닌 디지털자산거래소가 해당 토큰증권의 매매를 중개하거나 매매체결 및 이를 위한 주선업무를 수행할 수 없을 것이므로 디지털자산 거래소는 거래지원을 중단하거나 상장폐지를 하고 투자자들의 토큰증권을 대신 보관하는 정도의 업무만 수행해 줄 수 있을 것으로 생각된다. 결국 투자자들이 디지털자산거래소를 통해 토큰증권을 거래하는 것은 금지될 것이다. 그런데 투자자들이 가진 자산이 그 가치를 유지하기 위해서는 유통시장이 반드시 필요하므로 투자자들의 보호를 위해서는 매매체결이 가능한 시장이 형성되어야 한다. 이러한 역할을 향후 장외거래중개업자가 수행하거나 한국거래소에 개설될 디지털증권거래소에서 수행해야 할 것이다. 이 중 토큰증권 발행 및 유통 규율체계 정비방안에 따르면 한국거래소에 개설될 디지털증권거래소에서는 토큰 성격이 배제된 형태의 투자계

약증권 및 비금전신탁형수익증권만 거래될 것이므로 결과적으로 장외거래중개업자만이 디지털자산거래소에서 거래되던 토큰증권에 대한 매매체결업무를 수행할 수 있을 것이다.

한편 현재 금융당국이 발표한 토큰증권 발행 및 유통 규율체계 정비방안 및 토큰증권 가이드라인에서는 비규제 영역의 토큰증권이 증권으로 분류된 이후 어떤 방식으로 유통될 것인지에 대한 언급이 없다. 디지털자산 중 증권을 판별하여 토큰증권으로 분류하는 작업은 기본적으로 투자자보호를 위한 것임을 고려할 때 비규제 영역의 토큰증권이 증권으로 분류된 이후의 방안(유통시장 개설 등)이 반드시 마련되어야 한다. 앞서 밝힌 바와 같이 장외거래중개업자 중 해당 토큰증권의 상장을 원하는 사업자로 하여금 매매체결을 주선할 수 있도록 하되 필요하다면 이들로 하여금 완화된 수준의 공시의무를 부담하게 할 필요가 있을 것이다.

(2) 유통과 매매체결의 겸영 가능성

디지털자산거래소는 동일한 사업자가 매수자와 매도자간 중개와 매매체결을 모두 수행하고 있다. 디지털자산 거래소에서의 개별 거래내역은 내부 장부에 기록될 뿐이고 분산원장에 기록되지 않는다. 반면 일반적인 증권시장은 유통 즉 중개와 매매체결, 결제와 청산 기관이 분리되어 있고 전자증권법 규정에 따라서 거래기록은 계좌관리기관이 기록 및 관리된다. 지금까지 혁신금융서비스로 지정되어 운영중인 토큰증권 플랫폼은 모두 발행과 유통을 동시에 수행하면서 거래기록을 분산원장과 전자증권법상 계좌등록부에 동시에 기록하고 있고, 거래의 법적 효력은 계좌등록부 상의 등록이 완료된 시점에 발생한다. 따라서 혁신금융서비스로 지정된 토큰증권 플랫폼의 경우 발행 및 유통 기능은 병합되어 있으나 결제기능은 분리되어 있다.

한편 디지털자산거래소와 관련하여서는 여러 기능을 동시에 수행하고 있기 때문에 이해상충 가능성등의 문제가 존재한다고 논의되고 있는

상황이다.[305] 유통과 매매체결이 한 기관 내에서 모두 이루어지고 그 거래 내역이 내부에서 관리하는 장부에만 기록된다면 모든 기능이 분화되어 있는 경우보다 내부통제적인 관점에서 바람직하지 못하다.

하지만 거래기록이 모두 분산원장에 기록되고 공개 가능한 경우에는 거래 기록의 조작이 불가능하다는 측면에서 유통과 매매체결의 겸영이 반드시 금지되어야 할지는 의문이다. 따라서 토큰증권의 유통사업자가 모든 거래기록을 분산원장에 기록하고 분산원장은 다수의 참여자에 의해 검증 가능한 구조라면 동일한 주체가 매매체결업무도 함께 수행해도 내부 통제관점에서 큰 문제가 발생하기 어려울 것이다. 따라서 향후 장외거래중개업자가 거래이력을 즉시 분산원장에 기록하는 구조를 구현하게 된다면 유통업자가 매매체결업무를 겸영하더라도 이해상충이나 내부통제관점에서의 문제 발생 가능성은 크지 않을 것이다.

(3) 유통공시

1) 토큰증권의 특수성과 공시의무

토큰증권의 경우에도 정보비대칭을 해소하고 투자자에게 적시에 정보를 제공해야 하므로 발행인은 공시의무를 모두 부담해야할 것이다. 다만 디지털자산시장에서 거래되던 비규제 영역의 토큰증권의 경우 발행인을 특정할 수 없고 사업형태도 불분명한 경우가 다수인바 실질적으로 공시가 이루어지기 어려운 측면이 있다. 이 경우에 유통공시규제를 어떻게 적용할 것인지에 대해서 논의가 필요하다. 공시제도의 취지 자체가 투자자에게 정확한 정보를 제공하기 위한 것이므로 정기공시 자체를 면제하거나 완화할 근거는 없다. 다만 공시의 부담을 완화하기 위한 공시 방식에 대해서는 토큰증권의 특수성을 고려할 필요가 있을 것이다.

---

305) 김갑래/김준석, “가상자산 거래자 보호를 위한 규제의 기본방향”, 이슈보고서 21-27, 자본시장연구원(2021. 11), p12

2) 정기공시

토큰증권의 경우에도 발행인이 특정되는 경우에는 원칙적으로 정기적으로 정기공시 사항에 해당하는 정보를 투자자들에게 제공해야 한다. 이때 간주발행인은 발행인과 공동하여 위 책임을 부담하여야 할 것이다. 다만 토큰증권 유통의 특수성 부분에서 전술한 바와 같이 초기기업의 경우 사업보고서 제출이 과중할 수 있으므로 초기기업의 경우에는 사업보고서 제출을 대체할 수 있는 방식으로 재무상태를 공개하도록 할 필요가 있다. 만일 사업을 시작하기 전 단계라면 발행인과 간주발행인의 자산과 부채 현황을 공시하도록 할 필요가 있을 것이다.

만일 발행인이 이러한 공시의무를 불이행하거나 사실상 발행인을 확인할 방법이 없을 경우에는 토큰증권에 대한 유통 또는 매매체결을 지원하는 거래소나 금융투자업자(장외거래중개업자가 될 수 있을 것이다)가 공시의무를 대신 이행하도록 규정할 수도 있을 것이다. 다만 매매체결을 지원하는 금융투자업자가 발행인에 대한 사항이나 진행 중인 사업 내용을 구체적으로 확인할 방법이 없다는 현실적인 문제점이 존재한다.

따라서 발행인으로부터 정보를 취득하기 어려운 경우에 장외거래중개업자가 공시의무를 부담하도록 규정하는 것은 과중한 규제에 해당하거나 준수 불가능한 규제일 가능성도 배제할 수 없다. 이러한 규제 체계를 도입할 경우 장기적으로 발행인을 특정할수 없는 토큰증권을 취급하는 금융투자업자(장외거래중개업자)는 존재하지 않을 가능성이 크다. 이와 같은 경우에 있어서 장외거래중개업자가 원천적으로 발행인에 대한 정보를 수집하기 어렵다면 취급대상 자산에서 제외하는 방안을 고려할 수도 있을 것이다.

한편 비정형간접투자기구가 발행한 지분권으로서의 토큰증권의 경우, 집합투자증권과 유사한 형태의 투자계약증권이므로 투자자에게 운용실적 등을 보고할 필요가 있다. 따라서 자산의 운용을 기초로 수익을 배분하

는 구조의 토큰증권의 경우에는 정기적으로 운용실적보고서를 제출하게 하거나 그와 유사하게 운용대상자산 및 대상자산의 운용현황, 대상자산의 평가액 등을 공시하도록 해야할 것이다. 이처럼 증권의 성질과 실제 사업의 형태에 따라서 유통공시의 방식이 다양해져야 할 것으로 보인다.

3) 수시공시

발행인은 중요한 변동이 발생한 경우 즉, 자본 증가·감소, 영업·자산 양수도 등 발생시에는 주요사항보고서(자본시장법 제161조)를 별도로 금융위원회에 제출해야하는데, 이에 대하여는 토큰증권 발행인에게도 마찬가지로 적용될 수 있을 것이다. 한편 비규제 영역의 토큰증권의 경우에는 유통량이 가격형성에 중요한 요소가 될 것이므로 토큰증권의 추가 발행 및 소각, 대규모 수량의 락업 해제, 에어드랍, 메인넷 변경 등도 수시공시 사항으로 정해야할 것이다.

4) 지분공시

한편 토큰증권의 경우 회사의 지분으로서 의결권을 갖는 등의 형태로 발행된 경우는 지금까지는 찾아보기 어렵다. 만일 주식 자체를 토큰화하여 발행하는 경우가 존재한다면 지배구조에 영향을 미칠수 있는 토큰증권의 대량 이동(전송) 역시도 공시할 필요가 있을 것이다.[306] 만일 장외에서 개인간 전송을 통해 토큰증권이 이동되었다면 이동 여부에 대한 공시만이 아니라 전송 대상 지갑 주소의 소유자를 명시적으로 밝힐 필요가

306) 일부 DAO에서는 보유자에게 수익을 배분하는 토큰증권과 투표에 활용되는 비증권형 디지털자산을 분리하여 발행하는 경우도 존재한다. 이러한 경우에는 토큰증권은 전체 지배구조에 미치는 영향은 미미하고 비증권형 디지털자산이 오히려 지배구조에 미치는 영향이 클 수 있다. 이 때는 토큰증권의 발행인이 비증권형 디지털자산의 대량 보유자에 대한 공시까지도 함께 해야할 필요가 있다.

있을 것이다. 비규제영역의 토큰증권의 경우, 증권으로서의 기능과 함께 거버넌스의 의사결정을 주도할 수 있는 토큰으로 기능하는 경우도 존재하므로[307] 이와 같이 증권의 성격과 거버넌스 투표권의 성격을 동시에 갖는 토큰증권에 한하여 대량 보유자 현황을 공시해야할 필요성이 있다.

5) 조회공시

자본시장법에서는 거래소가 주권상장법인에 대하여 해당 법인에 관한 풍문이나 보도 등의 사실 여부 및 그 법인이 발행한 증권의 가격이나 거래량의 현저한 변동의 원인등에 대하여 확인을 요구할 수 있도록 규정하고 있다(자본시장법 제391조 제2항 제3호). 다만 조회 공시 규정은 자본시장법 제4조 제1항 단서에 따라 현재 투자계약증권에 대하여는 적용되지 아니하므로, 투자계약증권 중 유통성을 갖는 경우에 대해서도 이를 적용할 수 있도록 개정될 필요가 있다. 또한 현재 자본시장법에는 거래소만 주체로 규정하고 있으나 향후 장외거래중개업자 역시도 주체에 포함시킴으로써 장외거래중개업자가 발행인에게 토큰증권의 거래량 변동이나 토큰증권과 관련된 풍문 보도의 사실여부 등에 대한 확인을 요구할 수 있도록 규정될 필요가 있다.

6) 부실공시에 대한 손해배상 책임 등

토큰증권의 발행인은 허위공시나 부실공시에 대하여도 자본시장법상 다른 증권과 동일하게 책임을 부담하여야 한다. 발행인이 특정될 경우에는 발행인에게 허위공시등에 대한 손해배상 책임을 부담시킬수 있다. 발행인이 불분명하더라도 간주발행인을 찾아서 그에게 손해배상책임을 추궁할 수 있다. 만일 간주발행인이 존재하지 아니하여 장외거래중개업자

307) 위 각주 306)에서 언급한 바와 같이 토큰증권이 DAO의 투표권 행사에 활용되는 경우를 의미한다(이러한 토큰을 거버넌스 토큰이라고도 한다).

가 공시 의무를 대신 부담하는 경우에는 어떠한가? 이 경우에는 정보에 대한 접근성이 제한적임을 고려하여서 장외거래중개업자의 공시의무 항목을 축소하고 법률적 책임 부담 역시 발행인에 대한 책임 범위에 비하여 낮출 필요가 있다. 따라서 장외거래중개업자가 해외 발행인이 발행한 토큰증권 또는 발행인 불명인 토큰증권의 매매중개를 하면서 부실공시를 하였다면 고의가 없는 한 책임을 면제하는 것이 타당할 것으로 생각된다. 다만 허위공시의 경우에는 허위공시에 대한 고의가 있음을 전제로 하므로 이 경우에는 손해배상 책임을 부담하도록 하고 다만 입증책임에 있어서 허위를 주장하는자가 입증하도록 해야할 것이다.

(4) 기존에 유통중인 토큰증권의 취급 관련 고려사항

발행공시나 유통공시, 조회공시 모두 의무이행자 즉 수범자는 발행인이다. 만일 발행인의 불명으로 인해 공시의무를 이행할 주체가 존재하지 않는다면 결과적으로 거래를 담당하고 있는 금융투자업자, 그 중에서도 특히 장외거래중개업자가 이러한 공시 대상 정보를 취합하여 공시할 수밖에 없을 것이다. 하지만 금융투자업자나 장외거래중개업자 입장에서도 접근 불가능한 정보가 다수일 것으로 상할 수 있다. 결과적으로 정보 공시에 대한 부담 때문에 장외거래중개업자등이 비규제 영역의 토큰증권, 그중에서도 발행인 불명의 토큰증권 내지 해외 발행 토큰증권의 취급을 시도하지 않을 가능성이 높다. 그렇다면 기존에 디지털자산 거래소에서 거래되고 있던 토큰증권을 보유한 투자자의 입장에서는 증권으로 판명되기 전에는 자산으로서 가치를 인정받던 것이 증권으로 판명됨으로 인해 손실을 보게되는 상황에 직면할 수 있다. 이러한 문제를 해결하기 위해서는 디지털자산이 증권으로 성질 분석되는 경우에도 장외시장에서 거래가 가능하도록 제도적으로 지원될 필요가 있다. 한편으로는 발행인을 확인할 수 없어 공시 등이 불가능한 토큰증권의 경우에는 투자자 보호 차원에서 전문투자자의 영역으로 남겨두거나 여러 가지 정책적인 판단을

통해 투자자보호 방안을 마련할 필요가 있을 것이다.

(5) 디지털자산 공시사례 1 - 유럽 MICAR의 백서 공시

MICAR는 비증권형 디지털자산에 대한 규제체계로서, 본 연구 대상인 토큰증권 규제체계와는 부합하지 않는 측면이 있다. 그렇지만 MICAR는 발행인에게 정보공개의무를 부여하고 있는데 이때 디지털자산의 특수성이 다수 반영된 정보를 공개하도록 함으로써 발행인에 대한 규제를 시도하고 있다. 이러한 측면에서 MICAR 규정은 토큰증권의 공시체계와 관련하여 참고할 만한 사항이 상당부분 존재한다. 이를 소개하면 다음과 같다.

1) 발행인

MICAR에서는 발행인으로 하여금 암호자산[308](본 연구의 비증권형 디지털자산)과 관련된 정보를 백서에 표시하도록 하고 있다, MICAR에서는 '암호자산 발행인'이란 어떠한 형태의 암호자산이든 이를 공개하거나 암호자산거래플랫폼을 통한 거래를 승인받는 법인으로 규정하고 있다(제3조 제1항 (6)). MICAR에서는 거래 승인을 받는 주체를 발행인으로 규정하고 있다는 점이 특징적이다. 발행인은 백서를 회원국 소재 관할 당국에 통지한 후(제7조 제2항) 암호자산 거래 플랫폼(특정금융정보법상의 가상자산거래소에 해당함)을 통한 거래 승인 전까지 자신의 웹사이트에 공표해야한다(제8조 제1항). 즉 발행인이 자기가 개설한 홈페이지에 백서를 공시하도록 하고 있으며 변경사항이 있으면 이 역시 홈페이지를 통해 변경 공시해야한다(제11조 제6항).

308) MICAR에서는 비증권형 디지털자산을 지칭하는 용어로 암호자산이라는 용어를 사용하므로 MICAR의 용어를 그대로 사용하여 암호자산이라는 용어로 설명하도록 한다.

2) 유틸리티형 암호자산 백서 기재 정보

MICAR 제5조에서는 백서에 표시되어야 하는 정보로 “(a) 재무정보의 요약을 포함하여 발행인에 대한 상세 설명과 프로젝트의 설계 및 개발과 관련된 주요 참가자에 대한 상세 설명 (b) 발행인의 프로젝트, 공개하거나 거래의 승인을 신청하려는 암호자산의 유형, 암호자산 공개나 거래의 승인 신청이 필요한 이유, 공개를 통해 조달한 명목화폐나 다른 암호자산의 사용 계획에 대한 상세 설명 (c) 발행 예정 암호자산의 수량, 거래 대상 자산으로 추가하고자 하는 암호자산의 수량, 암호자산의 발행가 및 청약조건 등 공개에 관한 상세 설명 (d) 암호자산에 첨부된 권리와 의무에 대한 상세 설명, 발행인, 공개자 및 소비자가 동 권리를 행사하기 위한 절차와 조건에 대한 상세 설명 (e) 암호자산의 보유, 저장 및 이전을 보장하기 위해 암호자산 발행인이 적용한 기반기술, 프로토콜 및 표준에 관한 정보 (f) 암호자산의 발행인, 암호자산의 공개, 암호자산 그 자체 그리고 프로젝트의 이행과 관련 된 리스크에 대한 상세 설명 (g) 부속서 I에 따른 공시 항목”을 규정하고 있다.

부속서 I에는 좀 더 구체적인 내용을 언급하고 있다. 우선 백서에는 발행인의 현재 수행 중인 사업이 아니라 프로젝트 즉 장래에 수행할 사업계획이 기재된다. 여기서 프로젝트에 관하여 공시할 사항은 “프로젝트 또는 암호자산의 명칭(발행인의 명칭과 다른 경우), 고문, 개발팀 및 암호자산서비스제공자 등 프로젝트 시행과 관련된 모든 자연인 또는 법인(회사의 주소 및/또는 등록주소 포함)에 대한 세부 정보, 암호자산 발행 목적, 암호자산의 공개가 유틸리티 암호자산과 관련된 경우 개발되었거나 개발될 상품 또는 서비스의 주요 특징, 프로젝트의 과거 및 미래의 주요 단계에 대한 설명과 프로젝트에 이미 할당된 자원(해당되는 경우)을 포함한 프로젝트 구조에 대한 정보, 자금사용 계획에 대한 정보(해당되는 경우), 암호자산의 공개와 관련된 비용” 등이다.

대상 사업이 완성된 사업이 아니라는 점을 고려하여서 프로젝트의 과거 및 미래의 주요 단계에 대한 설명 및 각 단계별 자원의 할당량을 공시하도록 하는 것이 특징적이다.

또 다른 주목할 점으로는 기반기술에 관한 정보를 공개하도록 한다는 점이다. 부속서에서는 분산원장기술, 프로토콜 및 기술표준 등 사용기술에 대한 정보, 자신의 기반 프로토콜과 다른 프로토콜의 상호운용성에 대한 설명, 합의 알고리즘(해당되는 경우), 거래의 안전성을 확보하기 위한 인센티브 메커니즘 및 수수료, 발행인 또는 발행인을 대신하는 제3자에 의해 운영되는 분산원장을 통해 암호자산이 발행, 전송 및 저장되는 경우 해당 분산원장의 기능에 대한 상세 설명, 사용기술에 대한 감사결과 정보(존재하는 경우)를 공개하도록 하고 있다.

그리고 이러한 백서 기재와 관련하여 공정하고 명확하며 오해의 소지가 있어서는 아니되고, 중대한 누락이 없어야 하며 간결하고 이해하기 쉬운 형식으로 작성되어야 한다(제5조 제2항). 그리고 발행인은 (a) 해당 암호자산은 가치의 일부 또는 전부를 상실할 수 있다는 점, (b) 해당 암호자산은 항상 이전 가능하지 않을 수 있다는 점, (c) 해당 암호자산은 유동성이 낮을 수 있다는 점, (d) 유틸리티 암호자산과 관련된 발행의 경우 프로젝트가 실패하거나 중단될 경우 유틸리티 암호자산이 백서에 명시된 재화 및 서비스와 교환되지 못할 수 있다는 점(Directive 97/9/EC에 따른 투자자보상제도와 Directive 2014/49/EU 에 따른 예금보험제도의 보호대상이 아니라는 명확한 경고문구 포함)을 고지해야하고 이러한 사항 이외의 미래 가치에 대한 주장을 포함해서는 안된다(제5조 제4항, 제5항).

3) 백서를 통한 발행공시

발행인은 암호자산 공개를 위하여 백서를 작성하여야하고(제4조, 제5조) 발행인은 백서의 사전 승인을 관할 당국에 요청할 수 있으며 공표

20일 전까지 관계 당국에 통지해야 한다(제7조 제1, 2항). 백서상의 공시 내용 중 변경된 사항이 있으면 플랫폼에 이를 공지해야하며 별도의 유통 공시제도는 존재하지 않는다(제11조).

(6) 디지털자산 공시사례 2 - 책임있는 금융혁신법안의 공시

책임있는 금융혁신법안 역시 디지털자산의 공시에 대해서 규정하고 있다. 책임있는 금융혁신법안에서는 디지털자산을 기본적으로 증권으로 분류하고 있다. 다만 디지털자산 중 보유자가 발행인에 대하여 청구권을 갖지 않는 경우에는 특수한 형태의 증권으로 보고 "보조자산(Ancillary Asset)"이라고 따로 규정하고 있다[309]. 그리고 이러한 보조자산에 해당하는 디지털자산에 대한 공시 규제를 자세하게 서술하고 있어 이를 참고하고자 한다.

우선 보조자산에 대한 공시는 발행인이 수행해야 하는데, 발행인은 발행시 분만 아니라 주기적으로 동일한 내용을 공시해야한다. 보조자산의 경우 발행시 공시사항과 유통시 공시사항이 나누어져 있는 것이 아니라 공시 대상 항목은 동일하고 주기적으로 동일한 사항을 공시하도록 되어 있다.[310]

공시대상 정보는 발행인에 대한 정보와 발행인의 보유현황에 대한 정보, 보조자산에 대한 정보로 나누어진다.[311] 발행인에 대한 정보로는 개발에 참여한 발행인의 경력과 개발자의 특정기술에 대한 기술 이용 경력과 함께 발행인의 자산과 부채 내역, 기타 발행인과 관련된 위험요소를

309) 책임있는 금융혁신법안(Lummis-Gillibrand Responsible Financial Innovation Act) TITLE III SEC. 301.SEC. 41 (a).
310) 책임있는 금융혁신법안(Lummis-Gillibrand Responsible Financial Innovation Act) TITLE III SEC. 301.SEC. 41 (b). 다만 SEC 302에 따라 충분히 탈중앙화된 것으로 인정되면 공시의무를 면제받는다.
311) 책임있는 금융혁신법안(Lummis-Gillibrand Responsible Financial Innovation Act) TITLE III SEC. 301.SEC. 41 (c).

공개하도록 하고 있다.

다음으로 발행인의 지배구조 및 디지털자산 보유현황을 공시해야한다. 발행인의 지분 10% 이상을 보유한자가 있으면 해당 보유자를 공시하고 발행인이나 계열사가 보조자산을 매매하거나 처분한 경우에도 이를 공시해야한다.

다음으로 해당 보조자산 그 자체에 대하여도 공시해야한다. 보조자산의 기능과 용도, 대상시장, 경쟁관계에 있을 수 있는 타 자산이나 서비스, 총 공급량 등에 대한 정보를 제공해야하고 보조자산의 무상제공 즉 에어드랍의 경우에도 총 금액의 5%를 초과하는 금액의 보조자산을 수취한 자의 신원을 공개하는 등 에어드랍 정보를 공시해야한다. 그 밖에도 보조자산의 거래가 가능한 시장 현황, 보조자산의 일일 평균가격와 12개월간 최고가 및 최저가, 외부감사 관련 정보, 외부가치평가보고서나 경제적 분석 및 분석, 법인에 대한 정보, 관련된 지식재산권, 기술관련사항, 세무 관련 고려사항을 공시하도록 규정하고 있다.

결국 이러한 토큰증권 관련 공시 대상 항목은 발행주체와 대상자산 이 두가지에 가장 집중이 된다는 점을 알 수 있고 미국의 책임있는 금융혁신법안에서 참고할 만한 점은 발행인에 대한 사업보고서의 제출을 요구하는 대신에 발행인의 자산과 부채내역을 요구하면서[312] 보조자산 그 자체에 대한 평가보고서 또는 경제적 분석 관련 보고서의 제출을 요청하고 있다는 점이다.[313]

이러한 공시대상 정보 목록은 토큰증권의 특수성 즉 발행인은 불분명하고 사업의 성숙도가 낮은 상태이며 토큰증권의 가치는 현재 시점이 아니라 장래 시점의 가치에 그 근거를 둔다는 점을 반영한 것으로서 자본시장법상 토큰증권 공시 대상 정보를 정함에 있어서도 참고할 필요가 있

312) 책임있는 금융혁신법안(Lummis-Gillibrand Responsible Financial Innovation Act) TITLE III SEC. 301.SEC. 41 (c) (1) (D), (G)
313) 책임있는 금융혁신법안(Lummis-Gillibrand Responsible Financial Innovation Act) TITLE III SEC. 301.SEC. 41 (c). (2) (K)

다.

제5절 소결

본 장에서는 디지털자산의 증권성을 판단하는 기준을 살펴봄으로써 자본시장법의 규율 대상이 되는 토큰증권과 2024. 7. 19. 시행 예정인 가상자산이용자보호법의 규율 대상이 될 비증권형 디지털자산을 분류하고자 하였다. 증권과 비증권을 분별하는 가장 핵심적인 지표는 수익배분 여부이다. 이러한 기준에 따르면 디지털자산 보유자가 발행인에게 청구권을 갖지 않고 유통시장에서 매매차익만 취득하는 형태의 전매차익형 디지털자산은 증권에 해당하지 않는다.

반면 수익배분형 디지털자산의 경우에는 자본시장법상 6가지 증권 종류에 따라 분류할수 있다. 이러한 분류 기준에 따라서 지분증권, 채무증권, 수익증권, 파생결합증권으로 분류할 수 있을 것이다. 그렇다면 투자계약증권은 언제 성립하는가? 민법상 조합을 활용하였으나 사실상 지분증권으로 기능하는 경우 또는 비정형 간접투자기구가 발행한 지분증권과 유사한 권리가 표창된 디지털자산은 투자계약증권에 해당할 여지가 있다.

전매차익형 디지털자산에 대해서도 규제가 필요한 것은 사실이나 현재 증권 법리로 이를 규제하기는 어렵다. 전매차익형 디지털자산을 금융투자상품으로 포섭하는 순간 골프장 회원권이나 분양권 등과 같이 유통시장이 형성되어 있어 투자자가 전매차익을 취득할 수 있는 투자성이 있는 “일반상품”과 “증권”의 경계가 무너질수 있게 된다. 하지만 전매차익형 디지털자산의 높은 가격 변동성과 유통성을 고려할 때 향후 가상자산이용자보호법을 통해 디지털자산의 발행에 대한 규제체계를 추가로 규정하면서 이에 맞춰 유통과 관련된 규제체계를 정립할 필요가 있다.[314] 다만

314) 2024. 7. 19. 시행 예정인 가상자산이용자보호법에는 발행 규제 및 유통 규제는 도입되지 아니하였고 이용자 보호 및 불공정거래행위 규제를 중심으로 한

규제의 필요성과 금융상품으로서의 전면적 규제 도입은 국면을 달리하는 논의이고, 본 연구에서는 전매차익형 디지털자산이 증권규제의 대상에 해당하지 아니함을 논증하였고 전매차익형 디지털자산은 비증권형 디지털자산에 대한 일반법제로 규율할 것을 제안하였다.

다음으로 발행규제와 유통규제에 대하여 살펴보았고 특히 공시의 필요성과 방법에 대해 논의하였다. 토큰증권의 발행공시와 유통공시에 있어서 공통적으로 고려할 요소는 의무 이행자인 발행인을 특정하기 어렵고 사업이 실질적으로 전개된 상황이 아니므로 공시대상 정보를 확정하기 어렵다는 점이다.

토큰증권 발행공시와 관련하여 조달된 자금을 활용하는 자를 발행인으로 간주하고 백서를 공시하는 자와 상장을 신청하는 자도 발행인으로 간주할 필요가 있다. 다음으로 백서 공시자와 상장신청자가 불분명할 경우[315] 조달된 자금을 주로 활용한 자들 중 주요 개발회사 및 개발회사 대표를 발행인으로 간주해야 할 것이다.

이와 더불어 현재 토큰증권의 발행 및 유통 규율체계 정비방안에서 논의되고 있는 비금전신탁형 수익증권이나 투자계약증권의 경우에는 어떤 방식으로 공시규제가 정해질 것인지 아직 명확하게 제시된 것은 없다. 하지만 지분적 권리가 표창된 투자계약증권의 경우, 비정형 간접투자기구형 투자계약증권의 경우, 그리고 비금전신탁형 수익증권의 경우에 있어서 각기 적용되어야 할 증권신고서 양식이 모두 상이해야 할 것이다. 예를 들면 비정형 간접투자기구형 투자계약증권은 자산유동화증권이나 집합투자증권에 유사한 방식으로 증권신고서가 작성되어야 할 것이고, 지분적 권리가 표창된 투자계약증권은 지분증권에 유사한 방식으로 증권신고서가 작성될 수 밖에 없을 것이다.

규제체계가 도입되었다.

315) 예를 들어 상장신청인은 존재하지만 역외 설립된 페이퍼 컴퍼니인 경우 등과 같이 특정이 곤란하거나 규제를 하기 어려운 경우, 그리고 백서 작성자가 다수로 구성되어 있으나 법률에서 규정하는 조직형태를 취하지 않는 경우를 의미한다.

토큰증권의 유통공시와 관련하여 정리하면 기본적으로 정기공시와 수시공시, 조회공시 등이 모두 제도적으로 마련되어야 한다. 다만 정기공시와 관련하여, 현실적으로 발행인이나 간주 발행인이 사업보고서를 제출할 수 없을 가능성이 크므로 사업보고서 제출 대신 재무제표나 손익계산서등의 제출을 의무화할 필요가 있다.

사업과 관련하여 장래 사업계획을 제출하고 이를 기반으로 투자금을 모집하는 경우에는 각 단계별 사업 이행계획표를 제출하도록 하고 단계별 투자금의 활용 용도를 기재하도록 한후 실제 분기별 자금 사용 내역 및 사업계획 이행 여부를 공시하도록 해야한다 참고로 MICAR에서는 백서에 사업계획을 단계별로 표시하도록고 각 단계별 재원 할당량을 표시하도록 한 부분을 참고할 수 있다.[316]

한편 미국의 책임있는 금융혁신법안에서는 소유권과 관련된 정보도 공시하도록 하면서 발행인의 종류를 불문하고 해당 발행인의 지분을 10% 이상 보유한자, 경영진, 발행인 계열사의 토큰증권 매매 및 거래 등의 기록을 공시하고 있는데 이러한 내용은 우리의 입법 과정에서 참고할 필요가 있을 것이다.

마지막으로 토큰증권의 경우 현재 사업자체가 명확하지 않은 경우가 다수이고, 성질상 장래 예측정보에 기초하고 있는 경우가 많다. 이러한 토큰증권의 특수성을 투자자들에게 사전 고지해야할 것이다.

결국 토큰증권의 경우 증권으로서의 규제가 전면적으로 도입됨이 타당하므로 발행공시와 유통공시 규제가 전면적으로 적용되어야 한다. 다만 그 특성상 발행인, 공시의 대상 정보와 제출 서류 등이 정형적인 증권에서의 공시와는 상이한 부분이 존재할수 있다. 이는 토큰증권의 특수한 성질을 고려해야 할 필요성 때문인 것으로 공시 규제를 완화하기 위한 것은 아니다. 따라서 발행인이 허위사실을 공시할 경우 그에 대한 법률적 책임을 부담하도록 해야한다는 원칙은 동일하게 적용되어야 한다.

---

316) MICAR 부속서 1. 파트 B 14.

제4장 토큰증권의 거래 및 인프라 규제

제1절 서론

토큰증권의 거래와 관련해서는 매매체결 및 그 과정에서의 불공정거래행위, 매매체결 결과를 반영하여 권리관계를 확정하는 청산 및 결제를 살펴볼 필요가 있다. 우선 토큰증권의 경우 앞서 본 바와 같이 발행인이 불분명하고 따라서 내부자를 특정하기 어려운 측면이 있다. 또한 장내시장과 장외시장의 경계도 불분명하다. 이러한 상황에서 불공정거래행위의 규제방향을 살펴볼 필요가 있다.

다음으로 토큰증권의 매매체결 및 청산·결제를 위한 금융거래 인프라 측면에서는 거래 기록 방식 등이 중요한 요소이다. 기존의 금융거래인프라의 구조상으로는 매매체결, 청산 및 결제가 분화되어 있다. 그런데 분산원장 거래 인프라를 활용할 경우 매매체결과 결제가 반드시 분리될 필요는 없다. 한편 청산의 경우 일방 당사자의 파산이 거래 전체에 영향을 미칠 수 있다는 점에서 거래 대상 상품의 구조에 따라 별도 청산의 필요성 역시 달라질 수 있다. 본 장에서는 매매체결 및 결제, 청산의 관점에서 분산원장 기반의 거래에 대한 전반적인 사항에 대하여 검토하고자 한다.

우선 분산원장 기반의 인프라 내부에서의 매매체결 과정을 살펴보면 가장 먼저 당사자간의 의사에 기한 매도 주문 제출과 매수 주문 체출 행위, 그리고 인프라를 통한 각 주문의 매칭과 매매체결, 그리고 그 이후 분산원장의 기록이 순차적으로 이루어지게 된다. 이러한 분산원장 방식을 활용한 매매체결과 결제시스템이 광범위하게 채택되어 활용되기 위해서는 중앙화된 시스템에 비하여 거래 시간을 단축시키거나 비용을 감소시키는 것과 같은 실질적인 효용이 입증되어야 한다.[317]

---

317) European Central Bank(ECB), Distributed ledger technologies in securities post-trading, Occasional Paper, n0172 (2016. 4.) p20

현재 거래 시스템에서는 다수의 당사자가 거래, 결제, 청산에 관여하게 되는데 만일 분산원장 거래 시스템을 활용하였을 때 다수 당사자 참여의 필요성이 현저히 낮아지거나 거래의 신속성이 입증된다거나 또는 비용적 효율성이 입증된다면 분산원장 거래 시스템의 효용성이 입증된 것으로 볼 수 있을 것이다. 일반적인 거래 시스템으로 광범위하게 채택되기 위해서는 위와 같은 효용성에 더하여 분산원장 거래시스템을 통한 금융상품거래 및 결제의 무결성 및 완결성도 입증되어야 한다.

분산원장 기반 거래시스템의 효율성을 증명하고 및 위 시스템의 광범위한 채택 가능성을 가늠하기 위해서는 기존 시스템과의 비교 분석이 필요하다. 우선 기존의 방식은 매매체결과 결제, 경우에 따라서는 청산까지 각 중앙화된 기관이 수행하는 구조이다. 이때 여러 기관이 정해진 기능만을 수행함으로써 기관 내 이해상충 가능성을 낮추고 결제의 완결성을 달성하는 구조이다.[318] 현재의 일반적인 (유럽 등) 방식은 다음과 같다. 우선 매도인과 매수인은 투자중개업자에게 거래 의사를 통지한다. 그리고 주문은 거래소로 라우팅된다. 만일 대체거래소가 있다면 투자중개업자는 최선집행의무에 따라서 주문을 라우팅하게 된다. 주문이 체결된 이후에는 미결제 위험을 낮추기 위해 제출된 다른 주문과 다자간 상계를 함으로써 청산소에서 청산이 이루어진다.[319]

이때의 청산소는 최종 투자자 모두에 대한 중앙거래 상대방인 중앙청산소가 된다. 우리나라는 청산소의 역할을 거래소에서 수행한다. 청산이 이루어짐과 동시에 투자중개업자는 결제를 위하여 매도인의 증권을 자신의 계좌로 받고 이를 결제하기 위해서 중앙예탁기관에 보낸다. 그런 다음 청산소는 매수인의 결제 대행사의 계정에 증권의 입고를 지시하고 지시를 받은 결제대행사는 매수인의 증권을 수탁하고 있는 기관에게 이를

318) European Central Bank(ECB), Distributed ledger technologies in securities post-trading, Occasional Paper, n0172 (2016. 4.) p19
319) European Central Bank(ECB), Distributed ledger technologies in securities post-trading, Occasional Paper, n0172 (2016. 4.) p20

입고시킨다. 중앙예탁기관에 집중예탁되어 있는 경우라면 계좌간대체를 통한 권리자 기록의 변경을 통해 실제 증권이 이동하는 과정을 대체하게 된다.[320]

이러한 중앙집중식 거래시스템은 필연적으로 다수 당사자가 참여하는 구조이고, 상호운용성이 부족하여서 결과적으로 다양한 금융 기관의 관여를 수반하게 된다. 결과적으로 각 참여 금융기관은 각자 맡은 역할에 관련된 정보를 제외하고는 어떠한 업무도 직접 처리할 수 없는 구조로 고착화되었다. 이러한 구조는 결제 주기의 연장을 초래하고 거래 후 처리 비용을 증가시킬 우려가 있다. 이외에도 시스템이나 관련 인력이 유발하는 오류에 대한 문제 및 유동성 부족에 따른 결제 실패 가능성과 같은 위험이 발생될 수 있다는 측면도 지적된다.[321]

반면 분산원장을 활용할 경우 결제를 위한 복잡한 구조를 필요로 하지 않는다는 장점이 있다. 즉, 한 개의 인프라에서 여러 개 기관이 동일한 장부를 노드로써 동시에 보유하는 구조가 가능해지므로 장부 위조나 인적 사고에 의한 거래 오류 등의 가능성이 낮아지며 사이버 공격이나 백오피스 비용이 절감될 수 있다는 장점이 존재한다고 한다.[322] 분산원장방식을 활용하면 새로운 거래가 발생할 때마다 노드로 참여하는 각 기관들이 이해당사자들에게 거래의 결과값을 보내고, 고객 계좌 내역이 동시에 동기화됨으로써 현재 상태를 즉시 반영할 수 있게 된다.[323] 그 결과 분산원장 방식을 도입하면 증권거래를 위한 수많은 중개자의 개입을 시스템으로 대체할 수 있게 될 것이다.

---

320) European Central Bank(ECB), Distributed ledger technologies in securities post-trading, Occasional Paper, n0172 (2016. 4.) p20
321) European Central Bank(ECB), Distributed ledger technologies in securities post-trading, Occasional Paper, n0172 (2016. 4.) p19
322) European Central Bank(ECB), Distributed ledger technologies in securities post-trading, Occasional Paper, n0172 (2016. 4.) p20
323) European Central Bank(ECB), Distributed ledger technologies in securities post-trading, Occasional Paper, n0172 (2016. 4.) p20

위와 같은 장점을 고려하여 각국에서 금융거래 인프라를 분산원장 방식으로 구축하고자 하는 논의가 시작되었고 실제 인프라가 구축된 사례도 존재한다. 이번 장에서는 분산원장에 의한 거래 및 결제 체계를 금융규제법 체계 하에서 도입하기 위하여 논의되어야 할 쟁점을 살펴보고자 한다. 그러한 쟁점들에는 불공정거래행위와 관련된 규정의 변화 필요성, 결제 제도의 변화 필요성 등에 대한 논의가 포함된다. 이에 더하여 외국의 분산원장 방식의 금융거래인프라 구축 사례 및 관련 규정을 살펴보고 향후 우리나라의 규제 방향성에 대한 제언까지 함께 하고자 한다.

제2절 자본시장법상 증권 매매체결

1. 자본시장법상 매매체결 인프라

(1) 한국거래소

2013년 자본시장법 개정 전에는 한국거래소만이 유일한 매매체결업무를 수행하는 기관이었다. 그 이후 2013년 자본시장법 개정과 함께 증권 및 파생상품의 매매는 금융투자 상품 시장에서 수행하는 것으로 변화되었고 이에 거래소란, 증권 및 장내파생상품의 공정한 가격 형성과 매매, 그 밖의 거래 안전성과 효율성을 도모할 목적으로 금융위원회의 허가를 받아 금융투자상품 시장을 개설하는 자를 의미하게 되었다. 한국거래소는 현재 자본시장법에 따라서 금융위원회로부터 허가를 받아 증권 및 장내파생상품의 매매체결 업무를 수행하고 있다. 거래소에서는 이뿐만 아니라 상장, 시장감시 등의 업무를 수행함으로써 투자자를 보호할 의무도 부담한다.

(2) 다자간매매체결회사

다자간매매체결회사는 2013년 자본시장법 개정과 함께 도입된 개념이다. 이는 증권의 상장 기능은 제공하지 않고 매매체결 업무만을 수행하는 회사를 의미한다.[324] 자본시장법 제8조의2 제5항에서 규정하고 있는데 “정보통신망이나 전자정보처리장치를 이용하여 동시에 다수의 자를 거래상대방 또는 각 당사자로 하여 경쟁매매 방법 등의 방식으로 증권시장에 상장된 주권, 증권예탁증권의 매매 또는 그 중개·주선이나 대리업무를 하는 투자매매업자 또는 투자중개업자”를 의미한다.

(3) 종합금융투자사업자의 내부주문집행

자본시장법 제77조의3과 동법 시행령 제77조의6에서는 종합금융투자사업자의 내부주문집행업무에 대하여 규정하고 있다. 대상증권은 상장증권과 비상장증권이고, 구체적인 거래 방식 등이 아직까지 정해지지 아니하여 실제 내부주문집행업무를 수행하는 종합금융투자사업자는 존재하지 않는다.

(4) 기타 장외시장에서의 거래

비상장증권의 경우 K-OTC에서 다자간상대매매 방식으로 매매체결을 수행한다. 그 밖에 금융혁신지원특별법에 따라 혁신금융서비스로 지정을 받아 운영되는 부동산신탁형 수익증권 거래 플랫폼 및 비상장주식거래소가 존재한다. 부동산신탁형 수익증권 거래 플랫폼은 다자간상대매매 방식을 채택하여 매매체결업무를 수행하고 있고 자본시장법 제373조의 무허가시장개설행위에 대한 처벌m규정의 특례가 적용되고 있다. 반면 비상장주식 거래소는 일대일 상대매매방식으로 비상장주식의 매매를 중개하므로 시장개설행위에는 해당하지 아니하나 자본시장법상 투자중개업

324) 금융투자협회, “다자간매매체결회사(ATS) 규제현황 및 개선방안” (2022, 9. 17.) p12

인가를 필요로 하는 업무이다. 그렇지만 비금융회사가 비상장주식 중개 업무를 혁신금융서비스 지정을 통해 수행하고 있다.

2. 자본시장법상 매매체결 절차

(1) 일반절차

증권의 매매 등 거래 절차를 살펴보도록한다. 가장 먼저 투자자가 증권회사에 계좌를 개설하는 것으로부터 시작된다. 그 다음 투자자는 개설된 계좌를 통해 주문을 제출한다.[325] 거래소 회원인 증권회사는 투자자로부터 접수된 주문을 접수 순서에 따라 거래소에 제출한다. 여기서 주문이란 투자자가 매도·매수의 의사표시를 이행하는 것을 의미하고, 증권회사인 회원이 투자자로부터 주문을 받아서 거래소에 매매의 의사표시를 하는 것을 호가라고 정의한다. 매매체결이 이루어지는 곳은 거래소 즉, 시장이다. 한국거래소가 매매체결원칙에 따라서 매매를 체결하고, 그 결과를 증권회사에게 통보한다. 그리고 이러한 결과를 통보받은 증권회사는 결과 내역을 다시 투자자에게 전달한다.

(2) 매매거래

주문의 유형은 지정가 주문, 시장가 주문 그리고 조건부 지정가주문으로 나누어진다. 매매체결은 크게 경쟁매매 방식과 상대매매 방식으로 나누어진다. 거래소에서 채택하는 방식은 경쟁매매방식인데 접속매매와 단일가 매매로 나누어진다. 접속매매란 실시간 매매거래를 체결하는 방식이고, 단일가매매란 체결시점을 사전에 정하고 해당 시점에 하나의 가격으로 매매거래를 체결하는 방식이다.

매도주문을 제출해서 체결된 투자자의 입장에서 살펴보면 투자자가 매

325) 한국거래소, “2021 주식시장매매제도의 이해”,(2021. 12.), p16

도증권을 증회권사에 납부하고, 투자자는 증권회사로부터 매매대금을 지급받는다. 반대로 매수 투자자의 입장에서는 증권회사에 매수대금을 납부하고 증권회사로부터 대상 증권의 입고를 받는다. 한편 증권회사와 거래소 사이에서는 매일 정산이 이루어지는데 결제대금이나 결재 대상 증권을 증권회사가 거래소에 납부하고 거래소는 이것을 상대방 증권회사에 지급함으로써 결제가 완결된다.

(3) 결제

매매체결이 이루어지고 나면 결제 절차가 진행된다. 결제란 매도와 매수 시점에 증권을 교부하고 대금을 지급 받는 과정을 통해 매도인과 매수인의 채권·채무관계를 해소하는 과정을 의미한다. 자본시장에서의 매매거래를 종결하기 위해서는 결제를 이행하여야 한다. 주식시장에서는 매매체결로부터 2일 이후에 매수자가 주권을 인도하고 매수자가 대금을 지급하는 결제행위를 통해 거래가 종결된다.[326]

증권시장에서는 매매방법에 따라서 그에 적합한 결제방식이 상이하다. 결제방법은 차감 유무에 따라서 총량결제와 차감결제로 나누어지고, 차감 방식에 따라서 양자간차감, 다자간차감, 상계차감, 경개차감, 일일차감, 연속차감 등으로 나누어 진다.[327] 총량결제는 각 거래건별로 전부결제하는 것 즉, 각 거래 건별로 매도증권 전량을 인도하고 매수대금 전액을 지급하는 방식을 의미한다.[328] 현물인도 여부를 기준으로 하여 현물로 직접결제하는 현물결제와 집중예탁된 현물을 계좌간 대체를 통해서 결제하는 대체결제가 있다. 결제에 사용되는 수량을 기준으로 한 방식은 전량결제와 차감결제로 나누어진다. 전량결제는 대금 전액을 결제하는 방식이고 차감결제는 매도금액과 매수금액을 환산하여 차감한 잔량 내지

326) 한국거래소, “KRX 청산 결제의 이해” (2021), p13
327) 한국예탁결제원, 「증권결제제도의 이론과 실무」, 박영사(2013. 3.), pp58, 59
328)한국예탁결제원, 전게서2, p60

잔액만 결제하는 방식이다. 한편 매매 당사자간 개별적으로 결제하는 방법은 개별결제이고 거래소 및 결제기구를 통하여 집중적으로 결제하는 방법은 집중결제이다. 집중결제 방식은 회원인 증권회사가 결제기관에 대금과 증권을 납부하고 결제기관이 증권회사에 증권과 대금을 지급하는 방식을 의미한다. 우리나라의 정규시장인 한국거래소에서 현재 채택하고 있는 방식은 대체결제, 차감결제, 집중결제 방식이다.

증권시장의 결제는 일반적으로 매매거래일로부터 2거래일이 지나야 가능하다. 이러한 매매거래 체결일부터 결제일까지의 기간을 결제주기라고 한다. 결제리스크는 결제주기 × 결제규모 × 결제불이행(도산 등) 확률의 산식으로 계산되므로, 결제주기가 길수록 결제 리스크는 커진다. 따라서 이러한 결제 리스크를 낮추기 위하여 결제기간을 단축시킬 필요가 있다. 하지만 인프라가 제대로 구축되지 않은 상태에서는 결제주기를 단축시킬 경우 오히려 결제 불이행 가능성을 높일 수 있는 문제도 존재한다.[329]

(4) 청산

청산이란 매매체결 이후의 결제시점까지 안정적인 결제이행을 보증하는 일련의 절차를 의미한다. 따라서 자본시장법상의 청산이란 매매거래에 따른 청산 대상을 확인하는 것, 매매 당사자 쌍방에 대한 거래 상대방이 되어서 채무인수를 함으로써 결제 이행에 대한 보증행위, 결제 증권과 결제 대금 사이의 상계에 따른 차감, 결제 기관에 대한 결제 지시, 그리고 마지막으로 결제 불이행에 따른 처리를 하는 것이다(자본시장법 제323조의3, 제323조의 10 제1항 및 제378조).

(5) 증권시장에서 매매, 청산, 결제 프로세스[330]

329) 심정훈, “주요증시의 매매거래제도 동향 및 시사점”, KRX Market, 한국거래소 (2015. 4.), p106

증권시장에서는 매매체결이 이루어지면 청산 대상을 확인하고, 이후 면책적 채무인수 및 차감 과정을 거침으로써 결제 내역이 확정된다. 청산은 거래소에서 수행하고 결제는 예탁결제원에서 수행한다. 청산이란 결국 거래 내역을 전달하고 확인하는 절차로서 매매거래 내역을 차감한 후 최종 포지션을 확정시키는 것이라고 할 수 있다.[331] 거래소에서는 채무인수와 차감, 결제지시 업무를 수행하고 증거금과 담보, 결제이행 재원 등의 리스크관리를 함으로써 결제이행을 보증하는 역할도 수행한다.[332] 예탁결제원은 결제기관으로서 증권인도의무 및 대금지급의무를 이행하고 이로써 최종적으로 결제를 완결시키는 업무를 수행한다.

(6) 전자증권법 도입 후 결제 및 권리이전 방식의 변화

전자증권제도는 증권 실물을 발행하지 않고 증권의 발행과 유통, 권리행사 등 증권 관련 모든 사무를 전자적인 방법으로 처리하는 제도인데, 우리나라는 증권의 무권화를 위하여 2019년 전자증권법을 시행하였다.[333] 기존의 예탁된 증권의 경우 실질주주명부를 통한 권리내역의 확인만 가능했던 것과 달리 전자등록계좌를 통하여 권리내역 확인이 가능해지게 되었다.[334] 그리하여 전자증권법의 시행을 통해 결제 업무는 결국 전자증권법상의 등록제도를 통해 수행되는 것으로 변형되었다. 따라서 전자증권법상 전자등록제도의 도입으로 인해 집중예탁에 따른 계좌간 대체 방식에서 전자등록부 상의 등록을 통한 증권결제 방식으로 전환되

330) 한국거래소, “KRX 청산 결제의 이해” (2021), pp43-47
331) 정순섭, “자본시장인프라에 관한 법적연구, 장외파생상품 청산의무화를 중심으로”, 증권법연구 제12권 제3호, 한국증권법학회 (2011), p1
332) 한국거래소, “KRX 청산 결제의 이해”, (2021), p43,
333) 금융위원회, 법무부 “전자증권제도 설명자료”, (2019. 6. 18.)
334) 박철영. “전자증권제도에 의한 주식제도의 변화와 주주명부의 기능 강화”, 기업법연구 제33권 2호, 한국기업법학회(2019), pp119-150.

었고, 대금결제 역시 전자등록기관에서 계좌관리기관을 통해서 직접 투자자에게 지급되는 구조가 실현되었다.

제3절 토큰증권의 불공정거래행위 규제

1. 서언

토큰증권의 매매체결과 관련하여서 불공정거래행위 가능성 및 자본시장법상 규제 방향성을 살펴보고자 한다. 특히 토큰증권은 기본적으로 장외시장에서의 거래를 전제로 하나[335] 자본시장법상 불공정거래행위 규제는 기본적으로 장내시장을 중심으로 이루어지고 있는바 토큰증권의 불공정거래행위에 대한 규제 공백이 발생할 수 있다.[336] 그리하여 토큰증권을 대상으로 하는 불공정거래행위를 규제하기 위한 방법 및 규제체계를 금융규제법적 관점에서 논의하고자 한다.

2. 자본시장법상 불공정거래행위 규제

자본시장법에서는 불공정거래행위 유형으로 미공개중요정보 이용행위(제174조), 시세조종행위(제176조), 부정거래행위(제178조) 및 시장질서교란행위(제178조의2)를 규정하고 있다. 자본시장법상 미공개중요정보 이용행위 금지규정 및 시세조종행위 금지규정 그리고 시장질서교란행위

---

335) 토큰증권 발행 및 유통 규율체계 정비방안에 따르면 디지털증권시장이 장내시장으로 개설될 예정이나 이는 토큰 성격은 배제한 전자증권으로 거래될 것이므로 기본적으로 토큰증권은 장외시장에서의 거래를 전제로 하는 것이 타당할 것이다.

336) 김갑래, “국내 ICO 시장과 STO 시장의 당면 과제와 발전 방향”,이슈보고서 22-13, 자본시장연구원 (2022), p8에서는 “국내 ICO 시장에 대한 법제 정비가 이루어지지 못하고 있어, ICO 배정 및 시장조성 관련 불공정 거래, 내부자거래, 기타 부정거래행위에 대한 규제 공백이 큰 실정이다.라고 지적하고 있다.

금지 규정은 상장법인 또는 상장증권에 국한하여 적용되는 반면 부정거래행위는 모든 증권에 대하여 적용된다. 특히 자본시장법 제178조 제2항의 '금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래를 할 목적이나 그 시세의 변동을 도모할 목적으로 풍문의 유포, 위계의 사용, 폭행 또는 협박을 하'는 행위는 부정거래행위에 해당하는바 행위태양이 광범위하게 규정되어 있다.

(1) 미공개중요정보 이용행위

미공개중요정보 이용행위에 해당하기 위해서는 ① 주체와 관련하여 내부자, 준내부자, 정보수령자일 것, ② 대상 증권에 해당할 것, ③ 중요한 정보로서 미공개 정보일 것, ④ 그리고 금지 대상 행위로서 매매 등 이용행위 또는 이용하게 하는 행위를 하였을 것을 요건으로 한다.[337] 자본시장법 제174조 제1항 규정상 대상증권은 상장 또는 상장예상 법인이 발행한 증권과 증권예탁증권, 교환사채권 및 위 각 증권을 기초자산으로 하는 금융투자상품에 국한된다. 이용대상이 된 내부정보는 상장법인의 업무 등과 관련된 미공개중요정보이다. 상장법인 또는 상장예정법인을 대상으로 하므로 상장 계획이 없는 비상장법인의 경우에는 규제 대상에서 제외될 것이다. 대상 정보의 경우 업무관련성이 있어야 하고 내부정보에 해당하여야 하므로 시장정보는 제외된다.[338] 다만 이러한 시장정보 등의 외부정보 이용행위는 시장질서교란행위로서 과징금 부과대상에 해당할 수 있을 것이다.

다음으로 중요한 정보에 대한 이용행위여야 한다. 중요정보라는 것은 투자 판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보를 의미하는데, 판례에 따르면 "합리적인 투자자라면 그 정보의 중대성과 사실이 발생할 개연성을 비교 평가하여 판단할 경우 유가증권의 거래에 관한 의사결정에서 중요한 가치를 지닌다고 생각하는 정보"(대법원 2020. 5. 13. 선고 2007도

337)변제호/홍성기/김종훈/김성진/엄세용/김유석, 전게서, p613
338) 김건식/정순섭, 전게서 2, p288

9769판결)를 의미한다.[339] 이 때의 정보는 명확하고 확실한 것에 한정되지 않으며(대법원 1994. 4. 26. 선고 93도695 판결) 일부 허위나 과장이 혼재되어 있더라도 중요정보로 인정될 수 있다(대법원 2010. 2. 25. 선고 2009도4662 판결).

또한 업무 관련성이 존재해야한다. 업무 관련성이란, 직접적 관련성 및 간접적 관련성 모두 해당할 것이다. 예컨대 A회사 임직원이 미공개 중요정보를 이용하여 A회사의 주식을 거래한 경우는 당연히 업무관련성이 인정될 것이다. 또한 업무관련성의 범위를 확장하여 A회사 임직원이 A회사의 자회사인 B회사의 정보를 이용하여 B회사 주식을 거래하는 경우에도 업무관련성이 인정될 것이다.[340]

중요정보 생성시기를 언제로 볼 것이냐와 관련하여 판례는 “여러 단계를 거치는 과정에서 구체화되는 것으로서, 중요정보의 생성 시기는 반드시 그러한 정보가 객관적으로 명확하고 확실하게 완성된 경우를 말하는 것이 아니라 합리적인 투자자의 입장에서 그 정보의 중대성과 사실이 발생할 개연성을 비교 평가하여 유가증권의 거래에 관한 의사결정에서 중요한 가치를 지닌다고 생각할 정도로 구체화되면 그 정보가 생성”된 것이라고 판시하였다(대법원 2008. 11. 27. 선고 2008도6219 판결). 따라서 중요정보의 생성시기는 어떤 중요정보와 관련된 사건의 발생에 대한 개연성이 생긴 시점부터 성립될 여지가 있다. 예를 들면 계약의 교섭 단계에서 중요부분에 대한 합의가 이루어진 경우, 경영진에 대한 사업보고시 등도 해당 사업이나 계약에 대한 중요정보가 생성된 것으로 볼 수 있게 된다.[341]

행위와 관련해서는 이러한 정보를 이용하여 거래하거나 다른사람으로 하여금 이용하게 하여야 한다. 정보 생성의 주체는 정보를 이용해서는

339) 안수현, “미공개중요정보 이용행위 규제 개관-성립요건을 중심으로-”, 정순섭/노혁준 편저, 증권 불공정거래의 쟁점(제1권), BFL 총서 14, 도서출판 소화(2019. 6.), p101
340) 안수현, 전게논문, pp103,104
341) 안수현, 전게논문, p105

아니되고, 정보를 제공하여서도 아니된다.[342] 자본시장법은 정보를 “이용”할 것을 요건으로 규정하고 있으므로 정보가 유일한 이유여야 하는 것은 아니고 다른 이유가 존재하더라도 범죄의 성립은 가능할 것이다.[343] 다만 내부자가 내부정보의 취득 전에 이미 매매거래를 결심한 경우에는 “정보를 이용”한 것으로 볼 수 없을 것이다(대법원 2008. 11. 27. 선고 2008도6219 판결).[344] 또한 타인으로 하여금 해당 정보를 이용하게 하는 행위 역시 규제 대상인데, 이때 타인에 대한 정보 제공행위와 수령자의 정보 이용행위 사이에는 인과관계가 필요하다[345].

(2) 시세조종행위

시세조종행위의 경우 자본시장법상 위장거래에 의한 시세조종(법 제176조 제1항), 현실거래에 의한 시세조종, 표시 등에 의한 시세조종(법 제176조 제2항 제2,3호), 시세고정 안정행위(법 제176조 제3항), 연계 시세조종행위(법 제176조 제4항)로 구분된다. 매매의 대상은 상장증권 또는 장내파생상품에 국한된다. 따라서 상장증권을 장외에서 거래할 경우에는 시세조종 규제대상에 해당하지 아니한다고 보는 것이 일반적인 견해이다.[346]

우선 위장거래에 해당하기 위해서는 주관적 요건이 필요하다. 즉, 매매가 성황을 이루는 것처럼 오인시키거나 타인으로 하여금 그릇된 판단을 하게 할 목적, 즉 오인 목적이 필요하다. 오인 목적이란 인위적인 통정매매에 의하여 거래가 일어났음에도 불구하고 투자자들에게는 유가증권시장에서 자연스러운 거래가 일어난 것처럼 오인하게 할 의사를 의미한다(대법원 2002. 7. 22. 선고 2002도1696 판결).[347]

---

342) 안수현, 전게논문, p109
343) 김건식/정순섭, 전게서2, p327
344) 안수현, 전게논문, p109
345) 안수현, 전게논문, p110
346) 안수현, 전게논문, p272

다음으로 통정매매란 매도인과 매수인이 같은 시기에 같은 가격 또는 약정 수치로 증권 또는 장내 파생상품을 매도·매수하기로 하고 실제 매도 및 매수에 이르는 것을 의미한다(자본시장법 제176조 제1항 제1호, 제2호). 행위자와 타인 사이에 사전적인 의사소통이 있어야 하는데 이때 타인이란 손익이 귀속되는 자를 의미한다. 같은 취지로 법원은 "계산주체가 다른 여러 계좌의 매매를 동일인이 위임받아 각 계좌 사이에 매매하는 경우에 있어서도 (생략) 타인과 통정한 경우에 해당"한다고 판시한 바 있다(서울고법 2009. 1. 6. 선고 2008노1506판결)".[348] 통정은 명시적일 필요는 없고 묵시적으로도 가능하며 상대방과 직접적인 협의가 필요한 것은 아니다. 따라서 상대방이 통모 사실을 몰랐어도 통모자들 사이의 통정이 존재하면 통정매매에 따른 시세조종행위가 성립할 수 있다. 통정매매에서의 "같은 시기"와 "같은 가격"이라 함은 반드시 동일할 것을 요구하는 개념이 아니라 쌍방이 거래시장에 대응하여 성립할 가능성이 있는 정도를 의미한다(서울고등법원 2009. 1. 6. 선고 20008노1506판결).[349]

다음으로 가장매매란 증권 또는 장내파생상품시장에서 권리 이전을 목적으로 하지 아니하는 매매를 의미한다. 정상적인 증권 매매와 달리 권리이전의 목적 없이 동일인이 매도와 매수를 반복하거나 동일한 계산주체가 거래를 반복하는 행위를 의미한다(대법원 2013. 7. 11. 선고 2011도15056 판결).[350] 동일인이 같은 증권을 같은 가격으로 동일 수량의 매도와 매수 주문을 내어 매매거래를 체결시키는 자전거래 및 계산을 달리하여 차명 계좌로 동일한 행위를 반복하는 경우(서울중앙지방법원 2010. 9. 3. 선고 2010고합280판결)는 가장매매에 해당한다. 위 각 행위의 위탁 및 수탁도 금지하고 있으므로 위와 같은 행위를 투자중개업자를 통해 수행

---

347) 박준, "시세조종행위의 성립요건과 유형", 정순섭/노혁준 편저, 증권 불공정거래의 쟁점(제1권), BFL 총서 14, 도서출판 소화(2019. 6.), p267
348) 박준, 전게논문, p273
349) 박준, 전게논문, p275
350) 박준, 전게논문, p277

하더라도 마찬가지로 시세조종에 해당한다.

또한 현실거래에 의한 시세조종도 성립할 수 있다. 판례에 따르면 매매의 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나 시세를 변동시키는 행위로서 매도호가를 지속적으로 높여 매수주문을 함으로써 성립하는 고가매매, 지속적으로 매도 1호가에 동 호가의 매도잔량 이상의 수량으로 매수 주문하여 매도 1호가를 없애거나 매도 1호가를 매수 1호가로 전환시키는 방법 등의 물량소진주문, 종가결정을 위한 오후 동시호가시간대 장종료직전 예상 체결가 및 예상 주문량 보다 높은 수량과 가격으로 매수주문을 제출하여 시가를 계속 높이는 방식의 주문을 제출하는 시종가관여주문 등은 대표적인 현실거래에 의한 시세조종행위에 해당한다(서울중앙지방법원 2010. 9. 3. 선고 2010 고합 280판결).

(3) 부정거래행위

자본시장법 제178조 제1항은 “금융투자상품의 매매 그밖의 거래와 관련된 부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 등의 행위”를 금지하고 있다. 부정거래행위는 상장 여부를 불문하고 금융투자상품의 매매나 거래와 관련하여 일련의 부정한 행위를 할 경우에 불공정거래행위로서 규제하며 시세조종이나 미공개중요정보 이용행위와 달리 장외거래와 장내거래 모두를 대상으로 한다. 거래는 매매 그밖의 거래를 의미하므로 담보설정계약, 합병계약, 교환 계약을 포함한다.[351]

부정거래행위는 “부정한 수단”의 사용을 금지하는 것이고, 반드시 사기적인 수단을 사용해야만 하는 것은 아니다. 대법원 역시 부정한 수단 등에 대하여 “사회통념상 부정하다고 인정되는 일체의 수단, 계획 또는 기교”를 말한다고 판시하여(대법원 2016. 8. 29. 선고 2016도6297판결) 기망을 요건으로 하지 않음을 명확히 했다. 어떠한 행위의 부정성을 인정

351) 임재연, “부정거래행위의 성립요건과 유형”, 정순섭/노혁준 편저, 증권 불공정거래의 쟁점(제1권), BFL 총서 14, 도서출판 소화(2019. 6.), p370

함에 있어서 판례는 “다른 투자자들로 하여금 잘못된 판단을 하게 함으로써 공정한 경쟁을 해치고 선의의 투자자에게 손해를 전가하여 자본시장의 공정성과 신뢰성 효율성을 해칠 위험이 있는지”를 고려해야한다고 판시하고 있다(대법원 2018. 4. 12. 선고 2103도662판결). 구체적으로 ① 인터넷 상에 어떤 회사에 대하여 호재성 기사를 기획 기사 형태로 보도한 후 해당 회사 주식을 매매하여 수익을 취득한 기자에 대하여 “정보생성과 유포 등에 있어 경제전문지 기자가 가지는 우월적 지위를 자신의 주식매매에 이용함으로써 시세 차익을 얻는 방법으로 부정한 기교를 사용”한 것으로 보아 자본시장법 제178조 제1항 제1호 및 제2항을 인정하였고(서울중앙지방법원 2012. 6. 25. 선고 2012고단2326 판결) ② 특정 증권을 추천하기 전에 자신의 계산으로 그 증권을 매수한 투자자문업자 등이 그 증권에 관한 자신의 이해관계를 공개하지 않고 추천하는 행위는 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제178조 제1항 제1호에서 말하는 ‘부정한 수단, 계획, 기교를 사용하는 행위’에 해당(대법원 2017. 3. 30. 선고 2014도6910 판결)할 수 있다. 한편 서울남부지방법원 2019. 4. 10. 선고 2018고단3255 판결[352]에서는 주식회사 직원이자 우리사주 조합원인 피고인이 우리사주 배당금 입금과정에서 전산착오로 1주당 1,000원의 현금배당이 아니라 1주당 1,000주의 주식이 추가로 입고된 사안에서 마치 정당한 권한이 있는 것처럼 매도주문을 제출하여 매매계약이 체결되게 한 행위를 부정한 수단을 사용하여 매매계약이 체결된 행위로서 자본시장법 제178조 제1항 제1호에 해당한다고 보았다.

또한 자본시장법 제178조 제2항은 누구든지 시세 변동의 도모 등을 목적으로 풍문의 유포 위계의 사용, 폭행 또는 협박을 사용할 수 없다고 규정하고 있다. 따라서 미래의 재무상태나 영업실적등에 대한 전망이나 예측과 관련하여 오인 착각 유발 가능성이 있는지, 실제 합리적 근거에 기초한 예측인지 여부 등을 고려하여 부정거래 해당 여부를 판단하게 된다. 풍문의 유포와 관련하여 우선 허위내용을 요건으로 하는 것은 아니

352) 대법원 2022. 3. 31. 선고 2020도11566 판결로 확정되었다

고 합리적인 근거가 없으면 족한 것으로 볼 수 있다.[353] 유포의 방법에는 아무런 제한이 없고(서울고등법원 2009. 1. 22. 선고 2008노2315판결) 유튜브나 트위터 등의 SNS를 통한 허위 사실이나 풍문의 유포 역시 이에 해당할 수 있을 것이며 아무런 근거 없는 예측 및 전망, 사업계획 등을 발표하는 것 역시 이에 해당할 수 있을 것이다. 앞서 대법원 2017. 3. 30. 선고 2014도6910 판결에서 법원은 투자자문업자가 증권에 관한 자신의 이해관계를 표시하지 않은 채 그 증권의 매수를 추천하는 행위는 자본시장법 제178조 제2항의 위계에도 해당한다고 보았다.

(4) 시장질서 교란행위

미공개정보와 관련하여 내부자나 준내부자가 아니라 여러 단계에 거쳐서 간접적으로 정보를 전달받은 경우 또는 해킹이나 절취 등의 부정한 방법을 통해 정보를 알게된 자가 미공개정보를 주식거래에 이용한 경우에는 자본시장법 제178조의 2 제1항에서 규정하는 정보이용형 시장질서 교란행위에 해당할 수 있다. 한편 어떠한 자가 타인의 매매를 유인하는 등 시세를 조종할 의도나 타인을 오인하도록 할 목적은 없었더라도 대량의 허수주문을 제출하거나 풍문을 유포함으로써 시세에 부당한 영향을 주거나 줄 우려가 있는 경우에는 이는 자본시장법 제178조의 2 제2항에서 규정하는 시세관여형 시장질서 교란행위에 해당할 여지가 있다.[354]

3. 토큰증권의 불공정거래행위 규제

이러한 각종 불공정거래행위는 토큰증권과 관련하여서도 발생할 수 있다. 다만 불공정거래행위 행위유형에 따라서 토큰증권이 자본시장법상 불공정거래행위 규제 대상 증권에 해당하지 않는 경우도 있다. 이러한

353) 임재연, 전게논문, p392
354) 박준, 전게논문, p270

전제 하에서 불공정거래행위 규제와 관련하여 실제 사례에 비추어서 규제 가능성을 판단해보고 향후 자본시장법상 규제 방향에 대하여 살펴보고자 한다.

(1) 미국

미국 SEC는 비트코인을 제외한 대부분의 디지털자산을 증권으로 보고 있기 때문에 디지털자산의 불공정거래행위를 적발하여 증권법상 규제를 적용하고 있다. 따라서 토큰증권에 대한 불공정거래행위와 관련하여 미국의 규제 사례를 살펴보는 것은 의미가 있다.

1) 규제원칙

우선 미국의 경우 1934년 증권거래법(Security Exchange Act, SEA) 제9조에서는 “증권가격의 조종”을 금지하면서 전국증권거래소에서 거래되는 상장증권에 대한 시세조종을 금지하고 있다. 그리하여 장외시장(Nasdaq등)에서 거래되는 증권의 경우 1934년 증권거래법(SEA) 제10조(b), Rule 10b-5에서 규정하고 있는 포괄적인 사기적 거래금지조항이 적용된다.[355] 위 조항은 미공개중요정보행위 및 부정거래행위의 규제에도 폭넓게 활용된다.

2) 미공개중요정보 이용행위

미국 SEC는 위와 같은 원칙 하에서 디지털자산거래소 코인베이스 직원의 미공개중요정보 이용행위에 대하여 손해배상청구소송을 제기하였는바 이를 살펴보도록 하겠다.

이 사건에서 Ishan은 코인베이스의 자산투자상품그룹 관리자로서 디지

355) 임재연, 「자본시장법과 불공정거래」, 박영사(2014. 11) p385

털자산의 상장 발표를 지원하고 조정하는 역할을 담당했다. 코인베이스의 글로벌거래방침(Global Trading Policy)과 디지털자산거래방침(Digital Trading Policy)상 거래소의 임직원은 거래소의 상장 정보 등에 대한 정보를 공개해서는 아니되는 의무를 부담하고 있었다.[356] 그런데 그는 2021. 6.부터 2022. 4. 사이에 상장정보에 대한 비밀유지의무에 위반하고 자신의 형제인 Nikhil Wahi와 친한 친구인 Sameer Ramani에게 상장 대상과 시점에 대한 정보를 제공하였다. 그는 각 디지털자산 상장 발표에 앞서 Nikhil과 Ramani에게 반복적으로 중요한 미공개 정보를 제공하였다. 해당 정보를 제공받은 Nikhil과 Ramani는 대상이 되는 디지털자산을 상장 전에 일정한 기간 동안 지속적으로 취득한뒤 코인베이스에서 ETH이나 USDT와 같은 디지털자산으로 교환하여 이익을 취득하였다. Ishan은 자신의 친구와 형제에게 총 25개에 해당하는 디지털자산에 대한 정보를 제공했고 거래하였다. 그리고 SEC는 총 9개의 디지털자산인 AMP, RLY, DDX, XYO, RGT, LCX, POWR, DFX, KROM를 증권으로 판단한 뒤 이에 대한 미공개중요정보 이용행위를 이유로 이 사건 손해배상청구 소송을 제기하였다.

코인베이스의 관리자 Ishan은 코인베이스의 방침을 위반하고 상장에 관한 정보와 관련하여 회사와의 신뢰 의무를 위반하여 Nikhil과 Ramani에게 상장 대상과 시기 등에 관한 내부정보를 제공함으로써 미공개 중요정보인 상장 관련 정보를 유용했고 형제인 Nikhil과 절친인 Ramani에게 반복적으로 중요한 미공개 정보를 전달함으로써 개인적인 이익을 얻었다. SEC는 Ishan, Nikhil 및 Ramani는 모두 기만, 조작 또는 사기 의도를 가지고 행동했거나, Ishan의 사기적 의도를 알지 못한데 중과실이 있으므로 미국증권거래소법(SEA) 제10(b)조[15 U.S.C. § 78j(b)] 및 Rule

356) UNITED STATES DISTRICT COURT WESTERN DISTRICT OF WASHINGTON SEATTLE DIVISION SEC, Plaintiff, v. ISHAN WAHI, NIKHIL WAHI, AND SAMEER RAMANI, Defendants. complaint pp8, 9 https://www.sec.gov/news/press-release/2022-127(2022. 8. 8. 최종 확인)

10b-5[17 C.F.R.§ 240.10b-5]를 위반했다고 보았다. 그리고 이 사건과 관련하여 뉴욕남부검찰청(Attorney's Office for the Southern District of New York)에서 위 각 사람을 기소하였다.

SEC는 디지털자산을 증권으로 보고 내부정보이용행위를 Rule 10b-5 규정을 통해 제재하였다. 디지털자산거래소 내부의 디지털자산에 관한 상장 정보는 미공개중요정보이고 미국에서는 증권의 미공개중요정보 이용행위에 대한 처벌을 Rule 10b-5 규정을 통해 한다는 점이 다시 한번 확인되었다. 한편 디지털자산을 증권으로 본다고 가정하더라도 우리나라의 경우라면 상장증권이 아닌 이상 때문에 관련 정보의 이용행위에 대한 처벌이 불가능하였을 것이다. 미국의 경우 미공개중요정보 이용행위의 대상증권 범위를 넓게 보고 규제하고 있다는 점 역시 확인할 수 있는 사례이다.

3) 사기적 부정거래 사건

SEC는 테라폼랩스를 상대로 미등록증권거래 혐의 뿐만 아니라 미국증권거래소법(SEA) 제10(b)조[15 U.S.C. § 78j(b)] 및 그에 따른 Rule 10b-5[17 C.F.R.§ 240.10b-5]를 위반을 이유로 소송을 제기하였다.[357] 디지털자산을 증권으로 보고 내부정보 이용행위를 Rule 10b-5 규정을 통해 제재하였다.[358] SEC는 테라폼랩스 및 테라폼랩스 지분의 92%를 보유한 대표이사를 상대로 소를 제기했다. 그리고 피고들이 2가지 측면에서 기만적 행위를 했다고 주장하였는데 첫 번째, 차이라는 모바일 전자결제앱이 테라폼 분산원장을 활용하여 정산된다고 계속적 반복적으로 주장하였으나 실제로는 테라폼의 분산원장이 사용되지 않았다는 점, 그리

357) SEC Press Release, SEC Charges Terraform and CEO Do Kwon with Defrauding Investors in Crypto Schemes (Feb. 16, 2023), https://www.sec.gov/news/press-release/2023-32.
358) SEC v. Terraform Labs Pte Ltd., No. 1:23-cv-1346 (S.D.N.Y. Feb. 16, 2023), ECF. No. 1 Complaint, p4

고 두 번째, UST라는 스테이블 코인의 가격안정 구조가 제대로 작동하지 않음을 알고 있었고 가격 구조가 작동하지 않는 문제가 발생하였을 때 외부의 도움을 받아서 해결하였음에도 계속해서 알고리즘이 안정적인 것처럼 외부에 지속적으로 발표했다는 점이다.[359]

SEC는 증권에 대한 불공정거래행위를 미국증권거래소법(SEA) 제10(b)조[15 U.S.C. § 78j(b)] 및 Rule 10b-5[17 C.F.R.§ 240.10b-5]로 규제하기 때문에 위 사건에서도 위 조항을 위반하였음에 근거하여 UST와 루나의 발행인에 해당하는 테라폼랩스 및 대표이사 개인을 상대로 소를 제기하였다.

SEC의 주장대로라면 테라폼랩스가 발행한 디지털자산인 UST와 루나의 매매와 관련하여 테라폼랩스 및 그 대표이사가 적극적으로 허위사실을 홍보하였고 이를 통해 UST와 루나의 가격 상승 현상이 상당기간 지속되었으며 테라폼랩스와 그 회사의 대표는 루나의 판매 등을 통해 상당한 이익을 취득하였을 것이므로 이는 Rule 10b-5[17 C.F.R.§ 240.10b-5]에 해당할 가능성이 있다는 것이다. 다만 이러한 모든 전제는 루나와 UST가 증권임을 전제로 하기 때문에 자본시장법 규제체계 하에서 같은 방식으로 규제하기는 어려울 것이다. 그럼에도 불구하고 이러한 사실관계를 살펴보는 것의 의미는 토큰증권 시장에서도 디지털자산시장에서와 동일한 유형의 불공정거래행위가 발생할 수 있기 때문이다. 특히 자본시장법 제178조의 경우 장내시장에서의 행위 뿐만 아니라 장외시장에서의 행위도 규제대상으로 하고 있고, 금융투자상품에 해당하면 상장 여부와 무관하게 사기 등 기만적 행위에 대한 처벌이 가능하도록 규정하고 있다. 따라서 자본시장법 제178조는 토큰증권의 불공정거래행위에 대하여 적용할 수 있는 조항이기 때문에 더욱 의미가 있다. 결론적으로 테라폼랩스 사건에서 SEC의 주장과 같이 발행인 및 간주발행인이 토큰증권과 관련하여 허위사실을 진실된 사실인 것처럼 적극적으로 광고하면서 투자

359) SEC v. Terraform Labs Pte Ltd., No. 1:23-cv-1346 (S.D.N.Y. Feb. 16, 2023), ECF. No. 1 Complaint, parpa 161, p47

자에 대한 기만적 행위를 하였다면 이러한 발행인들의 행위는 자본시장법 제178조에 해당할 수 있을 것이다.

(2) 일본

일본에서는 디지털자산을 전자기록이전권리와 암호자산으로 구별하고 있다. 전자기록이전권리는 금융상품거래법 제2조 제24항 제1호의 증권에 해당하므로 전자기록이전권리에 대한 불공정거래행위에 대하여 금융상품거래법 제157조 부정행위 금지, 제158조 풍설의 유포, 위계, 폭행·협박의 금지, 제159조 시세조종행위의 금지 규정이 적용된다. 그리고 미공개중요정보행위의 경우 금융상품거래법 제166조 회사관계자의 금지행위 및 제167조의2 미공표 중요사실 전달행위 금지 규정에 따라서 규제될 수 있다.[360] 특히 금융상품거래법 제157조는 부정한 수단이나 계획 등 광범위하게 부정한 수단을 사용할 경우에 적용되는 조항이다. 금융상품거래법 제157조는 유가증권 거래에 있어서 사기적인 행위를 규제하기 위한 것으로 자본시장법 제178조에 해당하는 조항이다.[361]

---

360) 한편 전자기록이전권리가 아닌, 일반적인 암호자산의 거래와 관련된 불공정거래행위의 경우, 그 행위 유형에 따라 금융상품거래법 제6장의 3 “암호자산의 거래등에 관한 규제” 장에서 “부정행위의 금지”에 규정된 제185조의 22 부정행위 금지 제185조의 23 풍설의 유포, 위계, 폭행 또는 협박의 금지, 185조의 24 시세조종행위 금지 규정에 따라 규제된다. 하지만 암호자산에 대해서는 미공개중요정보 이용행위에 대한 금지를 규정하지 않고 있고 암호자산 매매의 번성을 오인시키는 행위나 중요사항에 대한 허위 표시를 하는 행위 등과 가장매매 및 통정매매를 금지하고 있다. 일본에서는 증권에 해당하는 전자기록이전권리는 미공개중요정보 이용행위 및 시세조정행위 모두 처벌을 받는 반면, 증권에 해당하지 않는 암호자산의 거래와 관련하여 미공개중요정보 이용행위는 처벌되지 않는데 이는 내부자와 정보수령자의 범위 설정의 어려움과 디지털자산의 특수성을 반영한 미공개중요정보의 범위 내지 개념 설정의 어려움때문일 것으로 생각된다.

361) 임재연, 전게서 2, p460

그리고 금융상품거래법 제157조 및 제158조의 대상은 “유가증권”의 매매 기타 거래 및 파생상품 거래에 관한 것이므로 반드시 상장 증권일 것을 요하지 아니한다. 다만 동법 제159조의 경우, “금융상품거래소가 상장하는 유가증권, 장외매매 유가증권 또는 취급유가증권의 매매”에 대하여만 적용하도록 규정하고 있으므로 만일 전자기록 이전권리가 금융상품거래소에 상장되어 있지 아니하거나 장외매매 유가증권에 해당하지 않는다면 금융상품법 제159조의 적용대상이 되지 않을 것이다.[362] 이러한 금융상품거래법상 규정에 비추어 볼 때 일본의 경우 장외에서 거래되는 유가증권의 경우에도 시세조종규제의 대상증권에 해당한다. 다만 미공개중요정보 이용행위에 관하여 규정하고 있는 금융상품거래법 제166조 및 제167조의2에서는 대상 증권을 상장증권으로 제한하고 있다. 한편 암호자산의 경우에는 내부자를 특정하기 어려운 점을 고려하여 미공개중요정보 이용행위에 대한 금지규정을 두지 않고 있다.[363]

(3) EU

EU의 경우 토큰증권에 대한 불공정거래행위 처벌사례가 존재하지 않는다. 다만 EU에서는 불공정거래행위에 대한 규제 대상 증권을 매우 폭넓게 규정하고 있으므로 이를 확인함으로써 토큰증권의 규제 가능성을 살펴본다. REGULATION (EU) No 596/2014 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 16 April 2014 on market abuse(이하 “Market Abuse Regulation”)[364]에서는 규제대상이 되는 금

362) Anderson Mori & Tomotsune, FINANCIAL SERVICES & TRANSACTIONS GROUP NEWSLETTER, 弁護士 河合 健 /同 三宅 章仁 /同 青木 俊介 /同 田中 智之 /同 長瀬 威志 /同 林 敬祐, 暗号資産に關する改正資金決濟法等について ,(2019. 4). p17,

363) 임병화 "일본 암호자산 법제도와 그 시사점에 관한 연구" 금융감독연구 제7권 2호, 금융감독원 (2020), p113

364) REGULATION (EU) No 596/2014 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 16 April 2014 on market abuse Article 2

융투자상품을 정규시장에서 거래되는 금융상품, MTF에서 거래되는 금융상품, OTF에서 거래되는 금융상품(제2조 제1항) 뿐만 아니라 에너지 현물상품과 파생상품(제2조 제2항) 그리고 위 제1항 및 제2항에서 언급된 모든 금융상품으로 규정하고 있다. 따라서 정규거래소와 다자간매매체결회사 및 OTF[365]에서 거래되는 금융투자상품은 Market Abuse Regulation의 규제 대상상품에 해당한다. 또한 Market Abuse Regulation 제8조 및 제10조에서 규정하는 미공개중요정보 이용행위(내부정보의 불법공개 및 내부자 거래) 그리고 제12조에서 규정하는 시세조종(Market Manipulation) 행위의 규제 대상 상품을 "금융 상품, 관련 현물 상품 계약 또는 배출 허용량에 기반한 경매 상품"으로 규정하고 있다.

그리고 행위자의 행위는 장내시장에서의 행위와 장외시장에서의 행위를 불문한다(제2조 제3항). 따라서 의도적으로 시장 가격에 영향을 미치고자 하는 행위라면 장외에서의 행위라도 Market Abuse Regulation 제12조에서 금지하는 행위에 해당하게 된다. 특징적인 것은 유럽의 경우 Trading Venue 즉 거래소 개념에는 정규시장(RM)과 MTF인 다자간매매체결회사, 그리고 OTF(Organized Trading Facilities, OTF)[366]까지 모두 포함된다는 점이다. 그리하여 Trading Venue에서 거래되는 다양한 금융상품이 모두 시세조종 규제 대상 상품에 해당하게 된다.

---

365) Directive 2014/65/EU Article 4(1)항 23호 조직화된 거래 시설′ 또는 'OTF'는 규제 시장이나 MTF가 아닌 다자간 시스템으로, 채권, 구조화 금융 상품, 배출권 또는 파생상품에 대한 다수의 제3자 매수 및 매도 이해관계자가 본 지침 제2장에 따른 계약을 체결하는 방식으로 시스템에서 상호 작용할 수 있는 시스템을 의미한다.

366) 채권, 구조화금융상품, 배출권 또는 파생금융상품에 대하여, 복수의 제3자가 그 거래를 할 수 있는 거래시설을 의미한다. MTF는 지분형상품의 거래 시설이므로 상장증권을 취급하지만 OTF는 비지분형상품의 거래 시설에 해당한다는 점이 특징적이다.

(4) 자본시장법상 규제 방향성

토큰증권의 거래는 자본시장법상 규율대상에 해당할 것인바 자본시장법 규제 체계 하에서 토큰증권의 불공정거래행위에 대하여 검토하고자 한다.

1) 미공개중요정보 이용행위

우선 현행 자본시장법 제174조 규정에 따르면 토큰증권의 발행인은 상장 또는 상장예정법인이어야 한다. 그리고 대상증권은 해당 법인이 발행한 증권이어야 한다. 이 증권의 범위에서 투자계약증권은 제외되어 있다(자본시장법 제4조 제1항 단서). 현행법상 토큰증권의 발행인 등의 내부자가 관련 정보를 이용하여 매매거래를 하더라도 토큰증권과 관련하여 자본시장법 제174조 제1항 위반행위로 처벌할수 없다. 하지만 토큰증권이 투자계약증권이라 하더라도 내부자가 미공개중요정보 이용행위를 함으로써 부당한 이득을 취득하는 행위는 금지되어야 할 것이므로 자본시장법 제174조 대상 증권의 범위에 투자계약증권을 포함시켜야 한다.

그리고 토큰증권이 장외거래중개업자를 통해서 거래될 경우 토큰증권의 미공개중요정보를 통한 매매거래 및 그로 인한 가격 변동성은 투자자들의 투자손실로 연결될 우려가 크다. 또한 내부자가 사전에 자신이 업무와 관련하여 취득한 정보를 통해 이익을 취득할 수 있는 개연성 내지 가능성 측면에서 볼 때, 장외시장에서 거래 중인 토큰증권의 경우와 상장증권의 사이에 별다른 차이도 존재하지 않는다. 그러므로 토큰증권이 장외거래중개업자가 운영하는 시장에서 거래되는 경우에도 미공개중요정보 이용행위에 대한 처벌 및 규제의 필요성은 상장증권의 경우와 동일하게 존재한다. 따라서 증권이 거래되는 시장을 상장시장에서 장외거래중개업자가 개설한 장외시장으로까지 확대할 필요가 있고 행위 주체 역시 “장외거래중개업자가 운영하는 시장에 증권을 상장한 법인(또는 발행

인)” 등으로 확대되어야 할 것이다.

다만 비규제 영역의 토큰증권과 같이 발행인의 존재 및 범위가 불분명한 경우 내부자의 범위의 확정도 문제될 수 있다. 또한 비규제 영역의 토큰증권은 해외에서 거래되는 경우도 상당히 많을 것인데 장외시장에서의 거래행위가 장내시장의 가격에 영향을 미칠 경우에는 결과적으로 자본시장법 규정으로 처벌하기 어려운 측면도 존재한다. 특히 앞서 발행공시 부분에서 살펴본 것과 같이 발행인과 함께 자금을 활용한 자 등 간주발행인까지 내부자로 보고 규제해야할 것인지에 대한 추가적인 논의가 필요한 상황이다.

만일 토큰증권에 대한 미공개중요정보 이용행위와 관련하여 규제가 도입되고 발행인 및 간주 발행인 모두 내부자로 규정한다면 다음의 사례들이 처벌 대상이 될 것이다. ① 토큰증권이 상장되기 전에 상장정보를 이용하여 매매 거래한 발행인, 간주 발행인, 장외거래중개업자 관계자, ② 토큰증권 추가발행 또는 소각정보를 알고 있는 발행인, 간주발행인, 장외거래중개업자, ③ 토큰증권 상장폐지 정보를 알고 있는 발행인이나 간주발행인, 장외거래중개업자기 위 각 정보를 이용하여 매매거래를 하였다면 미공개중요정보 이용행위에 해당할 수 있을 것이다. ④ 한편 발행된 토큰증권을 다수 보유하고 있는 자가 매각할 경우 가격이 폭락할수 있는데 이러한 다수 보유자의 매각과 관련된 정보도 미공개 중요정보에 해당할 수 있을지 문제된다. 발행인도 아니고 발행인으로 간주되는 자도 아니고 단순히 초기에 거액을 투자한 자라면 이 자를 내부자로 볼 수 없을 것이고 이와 관련있는 자가 매각 정보를 제3자에게 알려주고 제3자가 이로 인해 이익을 취득한 경우라고 하더라도 이러한 행위를 미공개 중요정보 이용행위로 규제하기는 어려울 것이다.

2) 시세조종

투자계약증권은 자본시장법 제176조의 대상 증권에도 포함되지 아니하

므로 투자계약증권의 시세조종행위를 규제하기 위해서는 우선 자본시장법 제4조 제1항 제1호 규정의 개정이 필요하다. 또한 장외거래중개업자가 취급하는 토큰증권의 시세조종 행위 역시 처벌되어야 할 필요성이 존재하므로 자본시장법 제176조 규정에서 “장외거래중개업자가 개설하는 장외시장에서 거래되는 증권”까지도 규제 대상으로 포함시켜야 한다.

반면 자본시장법 제176조에서 규정하고 있는 바에 따르면 시세조종행위 금지대상은 상장증권 또는 장내파생상품에 국한된다. 그리고 상장증권을 장외에서 거래할 경우에는 시세조종 규제대상에 해당하지 아니한다고 보는 것이 일반적인 견해이다.[367] 결국 자본시장법상 시세조종행위에 대한 규제 범위는 장내에서 거래되는 상장증권 및 장내파생상품을 대상으로 함을 알 수 있다. 이와 같은 자본시장법상 규제 범위는 EU의 Market Abuse Regulation 규제 대상에 비하여 좁다. EU에서는 Trading Venue에서 거래되는 금융상품이면 모두 불공정거래행위 규제 대상에 해당하기 때문에 정규시장 및 MTF에서 거래되는 상장증권 뿐만 아니라 OTF에서 거래되는 상품까지도 시세조종 금지 규정의 대상이 된다. 또한 EU에서는 앞서본 바와 같이 대상 상품이 Trading Venue에서 거래되는 상품이라면 행위 자체는 장내에서 이루어진 행위이든, 장외에서 이루어진 행위든 불문하고 시세조종금지 대상에 해당한다. 따라서 규제 대상 증권의 범위와 행위의 장소 모두 넓다. 반면 우리나라는 대상증권은 상장 증권으로 제한되어 있고 장내에서 이루어지는 시세조종행위만이 규제 대상에 해당한다. 장외시장에서만 거래되는 금융투자상품은 배제되어 있으므로 장외거래중개업자가 취급하는 토큰증권 뿐만 아니라 K-OTC에서 거래되는 비상장주식 역시도 시세조종 대상에서 제외된다.

물론 EU의 경우 증권 거래 형태나 시장 분화 정도에 있어서 우리나라의 시장 상황과 상이한 측면이 있다. 또한 다자간경쟁매매 방식을 활용한 시장의 경우에 시세조종 가능성에 더욱 노출되어 있다는 점을 고려할 때 장외시장보다 장내시장에서의 불공정거래행위에 대한 규제 필요성이

367) 박준, 전게논문, p272

더욱 큰 것도 사실이다. 하지만 향후 다자간매매체결회사 및 장외거래중개업자 제도가 도입되는 상황에서 새로운 시장의 안착을 위해서는 해당 시장에서 발생할 수 있는 불공정거래행위에 대한 금지 및 처벌이 필요할 것으로 생각된다. 뿐만 아니라 매매체결 방법의 다양화 및 각종 트레이딩 알고리즘의 발전으로 인해 금융투자상품의 시세조종행위에 대한 규제 필요성이 더욱 커지고 있다. 따라서 장외거래중개업자가 취급하는 대상증권이라면 (토큰증권에 제한하지 않고) 그에 대한 시세조종행위는 금지되어야 할 필요가 있다. 이를 위해서는 대상증권을 상장증권 뿐만 아니라 장외거래중개업자가 취급하는 증권까지 확대하고, 규제의 장소적 범위도 거래소 시장 뿐만 아니라 다자간매매체결회사를 통해 형성되는 장내시장 및 장외거래중개업자가 개설한 장외시장까지 확장해서 규율할 필요가 있다.

과거 대법원 2020.8.27. 선고 2019도11294 판결[368]에서 디지털자산 거래소 대표가 거래시스템에 가공계정을 만들고, 디지털자산 포인트 및 KRW 포인트를 허위 입력한 후, 봇 프로그램을 통해 자동으로 다량의 매도·매수 주문을 제출하여 가공계정들 사이, 가공계정과 일반계정 사이에 거래가 체결되게 함으로써 마치 다수의 실제 이용자들에 의해 거래가 이루어져 시세와 거래량이 정상적으로 형성되는 것처럼 보이게 하는 방법을 사용한 사안에서 법원은 사기죄를 인정하였다(대법원 2020. 8. 27. 선고 2019도11294판결). 향후 토큰증권과 관련하여 이와 유사한 방법으로 허위의 주문을 제출하거나 봇 프로그램을 이용해서 자전거래를 할 경우에는 토큰증권에 대한 시세조종행위로서 처벌될 수 있어야 할 것이다. 이를 위해서 자본시장법 제176조의 대상 증권과 규제의 장소적 범위를 확대할 필요가 있다.

368) 서울남부지방법원 2019.1.17. 선고. 2018고합181 판결, 서울고등법원 2019.7.23. 선고 2019노396 판결

3) 부정거래행위

자본시장법 제178조의 부정거래 행위는 금융투자상품의 매매 등 거래와 관련하여 부정한 수단을 사용하는 행위를 규정하면서 구체적으로 중요표시 누락행위, 거래 유인목적의 거짓시세 이용행위를 금지하고 있다. 금융투자상품의 매매와 관련된 행위를 처벌대상으로 하므로 토큰증권의 매매와 관련하여 부정한 수단이나 계획등을 사용하거나 중요사항에 대하여 허위의 표시를 한다면 이 역시 자본시장법 제178조 위반으로 규제할 수 있을 것이다. 다만 부정거래 금지 조항의 경우 규제 대상이 되는 행위를 매우 포괄적으로 규정하고 있는데 법률의 명확성 원칙이나 죄형법정주의 원칙에 반할 수 있다는 비판도 존재한다.[369]

하지만 급격한 속도로 기술이 발전하고 있으며 이에 따른 각종 불공정거래행위 기법이 개발되고 있는 상황에서 규제수단은 제한되어 있는바, 이러한 포괄적인 규제 조항의 필요성을 부정하기는 어려울 것이다.

특히 디지털자산 시장에서 거래 중이던 토큰증권의 경우에는 더욱 다양한 형태의 부정거래행위 유형이 존재할 수 있으므로 부정거래행위 금지조항을 통해 시장의 불공정거래행위를 규제할 필요성이 존재한다. 가령 디지털자산 시장에서 유통량이 가격과 밀접한 관련성이 있음에도 불구하고 발행인이 임의로 유통량을 조절하거나 과소 발행, 과다 발행, 소각 등을 하는데 별다른 제한이 없다. 디지털자산 시장에서 성질상 증권으로서 존재하는 토큰증권이 사후적으로 증권으로 확인되는 경우에도 동일한 문제점에 노출되어 있다. 만일 토큰증권 발행인이 가격변동을 목적으로 토큰증권을 추가 발행하게 되면 토큰증권의 시세가 급격하게 하락

369) 신상훈 "자본시장법 제178조 '부정거래행위'의 유형화와 형벌의 적용범위－한계기업의 자금조달행위를 중심으로 －" 안암법학 제53호, 안암법학회 (2017. 1.) p222 ;"부정거래행위 금지 규정은 법정형이 결코 낮지 않으면서도 그 구성요건으로 '부정한'이라는 추상적 용어를 사용하기 때문에 명확성원칙을 위배하여 위헌이 아닌지 논란이 있어왔다"라고 언급하면서 비판론을 소개하고 있다.

할 수 있고, 토큰증권의 당초 유통계획과 다르게 추가 유통을 하면 마찬가지로 시세가 급락하게 된다. 그런데 만일 발행인이 발행권한을 남용하여 행사하고 추가발행한 물량을 제3자에게 몰래 매각하거나, 마음대로 토큰증권 물량 일부를 소각하여 가격이 상승되는 시점에 자신이 보유한 토큰증권을 매도한다면 발행인의 의도에 따라서 시장가격 조작이 가능해질 것이다. 그런데 이러한 발행인의 행위를 주문제출과 매매체결에 집중되어 있는 시세조종행위로는 포섭하기 어려운 측면이 있다. 이런 예측하기 어려운 부정행위의 발생에 대비하여 향후 토큰증권 불공정거래행위 규제에 부정거래행위 금지규정인 자본시장법 제178조를 활용할 수 있을 것이다.

4) 역외적용의 문제

향후 토큰증권의 경우, 국내에서는 토큰증권으로 규제되지만 외국에서는 일반 상품으로서 디지털자산거래소에서 거래되는 경우가 생길수 있다. 즉 규제차익이 존재하는 경우를 생각해볼 수 있다. 우선 국내에서 증권으로 규제되는 토큰증권은 당연히 자본시장법상 규제 대상이 되어야 한다. 반대로 우리나라에서 증권에 해당하지 않는 디지털자산이 해외에서 증권으로 간주된다면 해당 국가에서 증권규제를 받는 것을 피하기 어려울 것이다. 한편 해외 사업자가 디지털자산을 발행하여 해외에서 판매하더라도 해당 디지털자산이 성질상 증권으로 판명되고 국내 투자자 다수가 이를 매수한 경우라면 국내 시장에 영향을 미치는 경우로서 역외적용 조항이 적용되어야 할 것이다. 따라서 국내 거주자에게 영향을 미친 경우라면 해외에서 발행된 토큰증권이라도 자본시장법 제178조를 활용한 규제는 가능할 것으로 생각된다.

(5) 소결

현재 자본시장법상 미공개중요정보 이용행위 및 시세조종 행위의 대상증권은 상장증권이므로 토큰증권과 관련된 미공개중요정보 이용행위 및 시세조종 행위는 현행 법상 처벌 대상에 해당하지 않는다는 점이 아쉬운 지점이다.

물론 미공개중요정보 이용행위와 시세조종 행위의 대상증권을 상장증권으로 한정하고 불공정거래행위 규제체계를 장내시장 중심으로 설계한 것은 장내시장의 거래가 가장 활성화되어 있던 자본시장의 현실적인 상황을 반영한 것이라고 생각된다. 하지만 향후 토큰증권이 전면적으로 거래되고 장외거래중개업자가 직접 장외시장을 개설할수 있게 되는 시점에는 불공정거래행위 규제 대상 상품 및 장소적 범위도 그에 맞춰 확대될 필요가 있을 것이다. 다만 미공개중요정보이용행위의 경우 특히 비규제 영역에서 발행된 토큰증권과 관련하여, 발행인의 범위를 확정하기 어려운 측면이 있어 제도 설계에 있어서 많은 고민이 필요하다. 하지만 적어도 토큰증권에 대한 시세조종행위의 경우 투자자보호 및 시장에 대한 신뢰도를 상승시키기 위해서 규제대상이 되어야 할 것이다.[370]

또한 시대의 변화에 맞춰 고도화되는 불공정거래행위 기법에 개별적으로 대응하기 어려운 측면이 있다. 상품의 특성 뿐만 아니라 거래 기법이 다양화되고 고도화되고 있기 때문이다. 이러한 측면을 고려하여서 토큰증권의 규제에 있어서도 자본시장법 제178조의 적극적인 활용을 통해 불공정거래행위를 규제할 필요가 있다. 다만 자본시장법 제178조 규정은 행위 태양이 매우 넓게 규정되어 있는바, 죄형법정주의 등과의 균형을 고려하여 최대한 적용범위가 명확해질수 있도록 잘 운용될 필요가 있을 것이다.

---

370) 이러한 고민은 앞서 살펴본대로 일본의 규제체계에도 반영되어 있다. 일본의 금융상품거래법에는 디지털자산의 시세조종행위에 대한 처벌 규정은 존재하나 미공개중요정보이용행위에 대한 처벌 규정은 존재하지 아니한다. 동일한 문제가 가상자산이용자보호법의 미공개중요정보이용행위 규제와 관련해서도 나타날 수 있을 것으로 생각된다.

제4절 분산원장 기반 인프라의 거래구조

1. 분산원장 기반 인프라의 특수성

분산원장을 기반으로 금융상품 거래 인프라를 구축할 경우 별다른 충돌 없이 현재 금융거래시스템에 부합할 것인지 아니면 현재 금융거래시스템과 상충되는 부분이 존재하여 규제체계의 일부를 수정할 필요가 있는지를 확인하고 수정 가능성 내지 필요성에 대해 논의할 필요가 있다. 이러한 논의를 시작하기 전에 분산원장기반 인프라의 특수성을 살펴보고자 한다.

(1) 일반적인 논의

1) 분산원장 종류

금융거래인프라에서 활용되는 분산원장의 종류는 퍼블릭, 프라이빗, 허가형, 비허가형으로 나누어 진다. 퍼블릭 분산원장은 누구나 접근하여 검증과 합의 절차에 참여 가능한 것을 의미한다. 프라이빗 분산원장은 검증과 합의 프로세스에 대한 접근과 참여를 선별된 참여자로 제한하는 분산원장 네트워크이다. 허가형 분산원장은 접근에는 제한이 없으나 검증과 합의 과정에는 참여가 제한되는 네트워크를 의미한다. [371]

2) 장외거래와 장내거래의 구별

DLT 금융상품의 경우에도 마치 비트코인과 같이 개인간 장외거래가

371) Report on the DLT Pilot Regime On the Call for Evidence on measures on supervisory data the DLT Pilot Regime and compensatory September, ESMA 70 460 111 27, (2022. 9,) p12

가능할 것인지에 대한 논의가 있다. 토큰화된 금융투자상품의 개인간 거래는 기술적으로 구현가능하고 이와 관련해서 EU의 DLTR에 대한 의견조회에서도 분산원장기반 금융투자상품의 장외거래 가능성에 대한 논의가 존재한다. 이 경우에는 소위 개인지갑이라고 하는 비수탁형 지갑 즉 중앙의 관리기관이 통제하지 않고 개인이 개인키를 보유하고 직접 거래할 수 있도록 설계된 지갑을 활용할 것으로 전망된다. 개인간 거래를 장외거래로 본다면 이에 반대되는 개념으로서 장내거래의 개념도 존재한다. 여기서의 장내거래란, 금융투자업자나 특정한 인프라 구축 주체가 DLT 시장 인프라를 통해 두 거래 당사자 간의 중개 및 매매체결 주선을 통해 거래를 완성시키는 경우를 의미한다고 한다.[372] 다만 아직까지 장외거래 및 장내거래, 개인간 거래와 기관 중개에 의한 거래에 대해서 정리된 사항이나 규제가 존재하는 것은 아닌 것으로 보인다.

3) 분산원장기반 금융거래인프라의 장점

분산원장을 금융인프라에 활용할 경우의 장점은 다음과 같다.[373]

① 투명성

금융투자 상품 거래 인프라로 활용하는 경우 공개원장 즉 퍼블릭 분산원장의 경우 정보가 모두에게 공개되고 증권의 발행부터 결제까지 거래내역을 투명하게 추적할 수 있으므로 최종소유자가 누구이며 어떠한 권원에 따라 현재 소유자가 되었는지 명확하게 확인이 가능하다.

---

372) ESMA, Report on the DLT Pilot Regime On the Call for Evidence on measures on supervisory data the DLT Pilot Regime and compensatory (2022. 9. 27.), p17-p18

373) ESMA, Report on the DLT Pilot Regime On the Call for Evidence on measures on supervisory data the DLT Pilot Regime and compensatory (2022. 9. 27.), p14

② 데이터 통합

모든 데이터가 통합되어 지원되는 분산원장 기반의 솔루션들은 유통시장에서 결제기관이나 명의개서 등의 중간기관을 필요로 하지 아니하고, 개인간 직접 거래를 지원하는데 최적화되어 있다. 또한 중개자에 대한 필요성을 낮춤으로써 비용을 낮추고 결제 불이행의 위험도를 낮출 수 있다.

③ 효율성

분산원장 기술의 채택은 상장과 거래 그리고 결제에 있어서 효율성을 증대시키고 정보에 대한 접근도를 높이며, 자금과 증권의 전달 과정을 용이하게 함으로써 실시간 결제, 그리고 계약적 권리 행사의 편의성을 증대시킨다.

4) 분산원장기반 금융거래인프라의 제약 요소

분산원장을 금융시장에서 활용할 경우 제약 요소는 다음과 같다.[374]

① 디지털자산시장의 불안정성

대부분의 사람들이 가장 우려하는 부분은 디지털자산시장의 위험성과 불안정성이다. 특히 스테이블코인 및 이를 운영하는 자들의 준비금 부족에 기인할 수 있는 신용리스크 및 운영상 위험, 그리고 디지털자산을 기

374) ESMA, Report on the DLT Pilot Regime On the Call for Evidence on measures on supervisory data the DLT Pilot Regime and compensatory (2022. 9. 27.), p15

초자산으로 하는 금융투자상품의 높은 레버리지 비율, 디지털자산거래 플랫폼의 기능적 집중에 의해 발생될 수 있는 위험, 전반적으로 디지털 자산시장에 존재하고 있는 투명성 부족과 규제 측면의 위험도가 디지털 자산시장과 관련하여 자주 언급되는 위험요소이다. 그리고 디지털자산과 금융시장 사이의 연계성이 높아지면서 디지털자산 시장의 불안전성이 금융시장으로 전이될 수 있을텐데 특히나 단기 자금시장의 경우 그런 위험이 존재한다고 보고 있는 측면도 존재한다.[375]

② 분산원장 기술 자체의 불안정성

분산원장 기술의 불안정성에 대해 지적하는 사람들의 경우 운영상 위험과 보안상의 문제가 아직까지 분산원장기술에 남아있다고 본다. 예를 들면 사이버 보안 기술상의 위험이 존재하고 운영상 문제 발생시 책임소재가 불분명하다는 점 등을 언급하고 있다.

③ 상호운용성 부족과 시장 분화

다음으로 지적되는 문제는 시스템 상의 상호운용성 부족 및 시장 분화 문제이다. 우선 분산원장기반의 거래시스템은 전통 금융시장과의 호환이 불가능하다. 또한 분산원장 기반의 인프라는 제한적으로 존재하는 상황이다. 마지막으로 분산원장의 기반 기술이 다양하며 각각의 기술들이 상호간에 배타적이라는 점 역시 문제로 지적될 수 있다. 그리고 이러한 특성은 금융상품을 취급하는 시장으로 이어질 경우에는 기술에 의한 시장 분화 현상이 발생될 수도 있다.[376]

---

375) ESMA, Report on the DLT Pilot Regime On the Call for Evidence on measures on supervisory data the DLT Pilot Regime and compensatory (2022. 9. 27.), p15

376) ESMA, Report on the DLT Pilot Regime On the Call for Evidence on measures on supervisory data the DLT Pilot Regime and compensatory

④ 분산원장 기술 활용의 규제적 측면의 제한

분산원장기술을 적용할 경우 현재의 규제체계와의 괴리가 존재한다. 그리하여 투명성 요건이나 보고 요건, 그리고 디지털자산의 분류상의 불일치가 존재한다는 점을 언급하고 있다. 또한 기술적인 중립성으로 인하여 현재 제도하에서 존재하는 개념 (예를 들면 장부 기록 등)이 분산원장 기반의 기술과 부합하지 않는다는 점도 문제로 지적되고 있다.

(2)기능별 구체적 논의

1) 매매체결

분산원장기반으로 금융거래인프라를 구축할때 매매체결 기능도 분산원장을 통해 수행할 수 있도록 시스템을 설계할수 있는지의 문제가 있다. 분산원장기반의 매매체결 방식을 구현하기 위해서는 스마트컨트랙트를 통해서 자동적으로 조건성취에 의해 매도와 매수가 이루어져야 할 것이다. 즉 중앙에서 매매체결을 수행하는 자가 호가를 공표하고 공표된 호가를 정해진 조건에 따라 매칭(매매체결의 주선)하는 것이 아니라 스마트컨트랙트로 약속된 규칙에 따라서 주문이 나열되고, 나열된 주문 사이에서 당사자간 개별거래(P2P 거래)가 이루어지는 것을 의미한다. 컨트랙트를 코딩하는 방식에 따라 다르겠지만 개인이 원하는 매매체결 조건을 설정할수 있고 동일한 조건을 설정한 매도주문과 매수주문이 스마트컨트랙트에 의해 매칭되는 구조도 구현할 수 있다. 현재 이러한 구조로 매매체결이 이루어지는 것은 탈중앙화 거래소 즉 Decentralised Exchange인 소위 DEX[377]인데 현재 DEX를 통해서 매매체결까지 지원

(2022. 9. 27.), p15
377) DEX의 가장 대표적인 사례는 https://uniswap.org/이다.

하는 금융거래인프라에 대한 논의가 이루어지고 있지는 않다. DEX를 통한 거래가 가능해진다면 중앙집중화된 시스템 없이 개인들간의 거래를 의미하는 것이 될 것이다. 만일 분산원장 기술을 통한 거래의 안정성이 입증되고 분산원장을 통한 거래체결 속도가 현재 중앙화된 증권거래시스템과 유사한 수준에 이른다면 향후 분산원장기술을 통한 매매체결 인프라가 증권시장에 적용될수 있을 것이다. 그러나 처리 속도의 문제등으로 인해 아직까지는 매매체결 자체를 분산원장을 통해서 수행하는 것에 대한 논의까지 이루어지고 있지는 않다.

2) 결제

다음으로 분산원장 기반의 결제에 대해서 생각해볼 필요가 있다. 우선 분산원장 기반 결제를 수행하게 된다면 토큰증권(증권이 토큰화된 것)이 전송되고 동시에 그에 대한 반대급부로서 토큰화된 현금(토큰캐쉬 또는 캐쉬토큰, 현금토큰 등으로 명명할 수 있을 것이다)이 전송될 것이다. 토큰증권과 현금에 상응하는 토큰이 동시결제되면 이 기록을 밸리데이터가 검증한 후 각 노드에 정보가 동기화됨으로써 거래가 완료되는 구조가 실현될 것이다. 이러한 구조로 결제가 이루어진다면 현재와 같은 차감거래나 잔액정산이 필요 없이 전액, 직접 정산구조로 증권거래가 완결적으로 이루어질 수 있다. 따라서 직접·총액결제시스템이 도입되는 것으로서 집중예탁이나 계좌간 대체의 필요성이 현저히 줄어들게 된다.

다만 발행인의 장부에 소유자 변동이 이루어져야 하는데 이는 결제보다는 명의개서 문제에 가깝다. 분산원장에 매매체결주체와 발행인계좌관리기관이 모두 노드로 참여하고 있다면 매매체결 즉시 해당 결과값이 노드를 통해 발행인계좌관리기관에 동기화되면서 소유자명부작성까지도 사실상 동시에 가능해질 것이다. 또한 한 개의 분산원장에 매매체결주체와 발행인계좌관리기관이 함께 노드로 참여할 경우 발행내역과 거래내역의 일치성도 실시간으로 확인이 가능해진다. 현재 발표된 토큰증권 발행 및

유통 규율체계에서는 발행인계좌관리기관과 장외거래중개업자를 전제로 하므로 이를 기초로 설명하면, 순서상 발행인계좌관리기관이 발행후 청약공모 내역을 계좌관리부에 기재하면 그 다음 유통을 담당하는 장외거래중개업자가 토큰의 매매체결 결과값을 가장 먼저 확보하게될 것이다. 효율적인 시스템 구축을 위해서는 장외거래중개업자가 노드에 바로 거래기록을 등록할 수 있어야 할 것이다.

유통 및 결제를 생각해보면 분산원장에 장외거래중개업자 노드와 발행인 노드가 함께 존재하고 노드를 통한 정보의 즉시 공유가 가능하다면 "사실상의" 즉시결제가 이루어질 것이다. 즉, 매도자의 토큰증권과 매수자의 현금토큰(캐쉬토큰 등 단순한 결제용 토큰으로 외부에 노출되지 않는 것)이 스왑되면 그 결과를 장외거래중개업자가 분산원장에 기록하고 발행인계좌관리기관이 최종 서명하면 이때 분산원장의 등록절차가 완결되므로 결제가 완결될 것이라고 볼 수 있다. 이러한 일련의 과정을 위해 소요되는 시간을 최소화하면 할수록 결제에 소요되는 시간과 위험은 감축될 것이다. 특히 동일한 분산원장 내에서 이러한 일련의 과정에 소요되는 시간은 블록 생성에 소요되는 시간 정도일 것이므로 노드참여자의 자격이 제한되어 있는 폐쇄형 분산원장 구조에서는 사실상 이 모든 과정이 즉시 이루어진다고 말할 수 있을 것이다.

만일 유통구조에서 거래이력이 분산원장에 기록되는 순간 권리관계의 변동이 발생하는 것으로 본다면 발행인에게 결제 포지션을 전송하지 않더라도 유통 과정에서 매매체결과 동시에 정산이 이루어질 수 있을 것이다. 반면 앞서 본대로 유통업자가 수행한 매매체결 결과를 발행인이 계좌관리부에 모두 반영한 시점을 정산 완료시점으로 본다면 최종 정산까지 어느정도 시간차가 존재하는 것은 사실이다.[378]

---

378) Finra, Report on Distributed Ledger Technology, Distributed ledger technology: Implications of blockchain for the securities industry(2017) http://www.finara.org/sites/default/files/FINRA_Blockchain_Report.pdf (2023. 2. 27. 최종 확인), 이러한 점을 고려할 때 금융위원회에서 발표한 발행 및 유통규

3) 청산

DLT 거래인프라에서 DLT 금융상품이 거래되고 이와 관련하여 청산 및 결제과정이 진행될 때 중앙청산소와 중앙결제기관의 역할이 무엇인지는 현재 명확하지 않다. 예를들어 Société Générale과 같은 일부 금융 기관은 증권 발행인과 이를 구매하는 투자자가 공유 원장의 업데이트를 통해 서로 직접 거래할 수 있으므로 중앙결제기관이 더 이상 필요하지 않을 것으로 예상하고 있다.[379] 분산원장기술이 거래 상대방에 대한 위험을 줄일 수 있을 것으로 기대되고 있으며 이 때문에 이와 같은 예상이 가능한 것이다. 중앙결제기관 및 중앙청산소의 필요성은 거래 상대방의 결제 불이행 위험 때문이다. 특히 증권거래에서의 거래 상대방의 결제불이행의 위험은 결제이행시까지 소요되는 시간에 비례하여 커지는데 만일 결제 대기시간이 거의 없다면 사실상 결제불이행 위험이 매우 작아질 수 있을 것이다. 또한 증권거래가 발생될때마다 거래 내역이 자체 내부 시스템에 복사되어 노드참여자에게 공유된다는 점을 감안할 때 서로에 대해 사전 거래 투명성을 갖게 될 수 있다. 몇몇 시장 참여자들은 DLT 금융거래인프라의 경우 위와 같은 분산원장기술의 특성으로 인해 전통적

율체계는 투자자보호를 위한 측면에서 바람직하지 않다. 왜냐하면 발행인계좌관리기관이 등록하는 시점을 권리변동효력 발생시점으로 보고 있기 때문이다. 하지만 매매체결의 결과를 즉시반영하는 것이 투자자 보호에 더 바람직하고 따라서 발행인계좌관리기관이 등록하는 시점이 아니라 유통과정에서 장외거래중개업자가 매매체결 결과를 노드에 기록한 시점에 권리변동이 발생하는 것으로 보는 것이 선의취득자 보호 및 유통의 효력등의 관점에서 더 바람직할 것이다.

379) https://www.societegenerale.com/fr/actualites/communiques-de-presse/premier-produit-structure-sur-blockchain-publique, Oliver Wyman and Euroclear, Blockchain in capital markets: the price and the journey(2016. 2), p12, https://www.oliverwyman.com/our-expertise/insights/2016/jan/blockchain-in-capital-markets.html (2023. 4. 28. 최종확인)

인 역할의 중앙청산소가 더 이상 필요하지 않을 것이라고 있다.[380] 다만 다른 견해도 존재한다. 즉, 분산원장 환경에서는 거래 체결과 정산이 명확하게 구분되지 않을 가능성이 있다고 하면서도 거래 체결과 결제가 궁극적으로 어떻게 구조화되는지에 따라 금융투자업자를 비롯한 기타 시장참여자는 분산원장 환경에서의 활동이 청산 기관의 정의에 부합하는지 여부 및 청산기관으로 등록해야하는지 여부를 고려해야 한다고 언급하기도 한다.[381]

(3) 소결

이처럼 분산원장의 금융거래인프라 적용과 관련하여 중점적으로 논의되는 것은 결제시스템과 권리기록 장부로서의 분산원장이다. 이러한 흐름에 맞춰 최근 여러 국가 및 우리나라에서 중앙집중 방식의 예탁구조를 대체하는 인프라로서 분산원장의 기능에 대하여 논의하고 있다. 이는 제2장에서 살펴본바와 같이 법 규범적으로 토큰증권 점유와 양도의 효력 인정근거가 마련된 이후 이를 실제로 현실 세계에서 구현하기 위한 시스템 구축에 대한 논의로 이어진다. 즉 토큰증권의 점유와 양도를 가능하게 하기 위한 금융거래 시스템 구축이 논의되고 이를 위해서 필요한 전산인프라와 기반 기술의 채택을 위해 각 기술적 요소들이 현재의 금융거래시스템 및 금융규제에 부합하는지 살펴보는 단계로 넘어가게 된다.이러한 관점에서 금융거래 인프라 도입에 대한 논의가 진행되고 있는바 여러 나라에서의 논의 상황을 살펴보고자 한다.

2. 미국

---

380) Oliver Wyman and Euroclear, Blockchain in capital markets: the price and the journey(2016. 2), p7

381) Finra, Report on Distributed Ledger Technology, Distributed ledger technology: Implications of blockchain for the securities industry(2017), p14

미국의 경우 FINANCIAL INDUSTRY REGULATORY AUTHORITY, INC.(금융산업규제기구, Finra)가 2017. 1. Report on Distributed Ledger Technology, Distributed ledger technology: Implications of blockchain for the securities industry(이하 FINRA 2017년 리포트)라는 리포트를 발간하였다. Finra는 위 리포트에서 거버넌스, 보안, 규제 관련 사항 등 금융상품을 분산원장 기반인프라에서 거래할 때 예상되는 문제 및 관련 쟁점을 나열하고 이에 대하여 정리하였다. 이를 살펴보면 다음과 같다.

(1) 거버넌스

디지털자산 네트워크의 거버넌스는 특정한 운영자나 책임자가 존재하지 않는다. 개방된 환경에서 신뢰할만한 누군가를 필요로 하지 않는(trustless) 오픈 소스 환경을 구축한다는 것이다. 이러한 오픈소스의 개방형 시스템의 경우 구조적으로 특정한 책임자가 존재하지 아니하다. 문제는 구조적으로 이러한 시스템의 경우 운영상의 문제에 대한 책임소재 역시 불분명하다는 점에 있다. 그 결과 시스템의 책임 주체가 존재하지 않는 탈중앙화 기술을 기반의 네트워크를 인정하는 것은 시장과 투자자에게 위험을 초래할 수 있는 측면이 존재한다. 이러한 측면으로 인해 네트워크 참여자가 일반적으로 알려져 있고 신뢰할 수 있는 당사자로 구성되는 프라이빗 분산원장을 활용하는 경우가 보편화 될 수 있다고 한다.[382] 프라이빗 분산원장을 활용할 경우에는 업계 전반의 여러 조직이 참여할 가능성이 크다. 이 때 초기 거버넌스 관련하여 네트워크 운영과 네트워크에 대한 책임을 누가 부담할 것인지 결정해야 한다. 그리고 이러한 네트워크의 거버넌스 구조와 관련하여 다음을 고려해야한다고 지적한다.

382) Finra, Report on Distributed Ledger Technology, Distributed ledger technology: Implications of blockchain for the securities industry(2017) p7

- DLT 네트워크의 거버넌스 구조는 단일 기업 또는 기업 그룹에 의해 결정될 것인가?
- DLT 네트워크의 참여자들은 거버넌스를 형성하는 데 어떤 역할을 할 수 있는가?
- 네트워크 참여자가 아닌 최종 사용자의 이익은 어떻게 대변되는가?
- 참여자들이 DLT 네트워크에 대해 설정된 요구 사항을 준수하도록 보장하는 책임은 누가 지며, 이는 어떻게 수행되는가?
- 네트워크의 일상적인 운영과 네트워크의 기술적 문제 해결은 누가 책임지는가?
- 예상치 못한 비상 상황이나 중대한 비즈니스 중단을 해결하기 위해 네트워크에 대한 합리적인 비즈니스 연속성 계획(BCP)을 수립하고 유지할 책임은 누가 지는가?
- 네트워크 운영 또는 참여와 관련된 이해 상충은 어떻게 해결하는가?
- 분산원장의 오류나 누락은 어떻게 반영되거나 수정되는가?

(2) 운영 구조

분산원장방식으로 네트워크를 구현할 때 고려해야 할 핵심 사항은 네트워크의 운영 구조를 결정하는 것이고 다음의 프로세스가 수반된다: ① 네트워크 참여자 가입과 탈퇴 절차, ② 트랜잭션 검증, ③ 자산 표시 ④ 데이터와 투명성 요건이 바로 그것이다.

다음은 시장 참여자가 이러한 프레임워크를 개발할 때 고려할 수 있는 몇 가지를 영역별로 살펴보도록 한다.[383]

383) Finra, Report on Distributed Ledger Technology, Distributed ledger technology: Implications of blockchain for the securities industry(2017) , p8

① 회원의 가입과 탈퇴

분산원장 네트워크는 운영 인프라의 일부로서 참여 회원과 관련하여 가입과 자격 유지를 위한 기준과 절차를 수립하는 것이 중요할 것이다. 분산원장 네트워크를 개발할 때 참여자가 네트워크에 접근할 수 있는 자격 기준을 설정하고 참여 절차를 만들고 분산원장 참여 전에 적절한 사용자 계약을 체결하는 등 신규 참여자에 대한 심사 및 참여절차를 수립할 필요가 있으며 모든 참가자에게 요구되는 참여 조건과 행동 강령을 지정할 필요가 있다. 다시 말해서 분산원장 운영자는 노드에 참여하는 자와 관련된 참여규칙을 만들어야 하고 다양한 참여자 그룹(예를 들면 노드에 직접 참여하는 자와 노드에게 업무를 위탁하거나 노드를 통해서 간접 참여하는 자가 있을 수 있음)에 대해 다양한 수준의 액세스 권한을 설정해야한다. 특히 네트워크에 다른 국가의 참여자가 포함된다면 개인정보의 국외 이전 문제 등도 발생할 수 있으므로 개인정보 보호 및 정보공유와 관련하여 해당 관할권의 규제 요건에 특별한 주의를 기울일 필요가 있음도 언급하고 있다.[384]

② 트랜잭션 검증

네트워크 운영자는 트랜잭션 검증 방법론을 수립해야한다. 합의 알고리즘 방식에 따라서 거래 체결에 소요되는 시간 등이 달라질 수 있으므로 이러한 부분을 확인해야 한다.

그리고 검증에 필요한 노드[385]의 숫자와 노드의 검증 순서 등이 정해

384) Finra, Report on Distributed Ledger Technology, Distributed ledger technology: Implications of blockchain for the securities industry(2017) p8

385) https://upbitcare.com/academy/education/blockchain/66 참고 노드란 분산원장 네트워크 참여자를 의미하며 풀노드, 라이트노드. 채굴노드, 랜덤노드 등이 존재한다.

질 필요가 있다. 여러 노드의 합의를 기반으로 검증을 하는지 아니면 단일 노드가 검증하는지 결정되어야 한다. 단일 노드 검증자 구조라면 검증자는 누구로 할 것인지도 정해야 한다. 이 과정에서 네트워크가 다양한 노드의 잠재적 위험에 노출될 가능성도 있으므로 이러한 점도 사전에 검토할 필요가 있다. 또한 풀 노드가 어떤 이유로든 작동하지 않을 경우 어떤 절차에 따라 노드가 대체되고, 복구 작업은 어떤 방식으로 이루어지는지도 사전에 결정하여 절차를 마련해 두어야 한다.[386]

공유 원장에 기록될 수 있는 잘못된 항목을 수정하거나 정정하기 위해 네트워크는 어떤 방법을 사용할 것인지도 결정해야 한다.

③ 증권이나 현금의 자산화

자산이 직접 발행되어 네트워크에서 디지털 방식으로 표현될 것인지 아니면 전통적인 형태로 발행된 후 네트워크에서 토큰화될 것인지 네트워크에서 두 가지 유형의 자산 표현을 모두 고려할 것인지 등이 문제될 수 있다.[387] 자산을 직접 발행하고 네트워크에서 디지털 방식으로 표현되는 것은 기초자산의 존재 없이 디지털자산 그 자체가 가치를 갖는 경우를 의미한다. 증권은 아니지만 이더리움같은 디지털자산은 이에 해당한다. 반면 전통적인 형태로 발행된 후 네트워크에서 토큰화하는 것은 증권이나 현금 등 기초자산이 존재하고 그 기초자산의 표현방식을 토큰으로 하는 것을 의미한다. FINRA 2017년 리포트에서는 인프라 구축 전에 이러한 두 가지 자산의 형태 중에서 어떤 형태의 자산을 거래 대상으로 할 것인지 결정할 필요가 있음을 지적한다.[388]

---

386) Finra, Report on Distributed Ledger Technology, Distributed ledger technology: Implications of blockchain for the securities industry(2017) p9

387) Finra, Report on Distributed Ledger Technology, Distributed ledger technology: Implications of blockchain for the securities industry(2017) , p9

388) Finra, Report on Distributed Ledger Technology, Distributed ledger technology: Implications of blockchain for the securities industry(2017) pp9,

본 연구의 대상이 되는 토큰증권의 경우 현실 세계에 존재하는 증권을 토큰화 한 것과 디지털자산 중 증권의 성격이 존재하여 토큰증권으로 분류된 것(즉, 비규제 영역의 토큰증권) 두가지 모두 해당할 수 있다. 이때 전자는 기초자산의 존재를 전제로 하는 전통적 자산의 범주로 분류될 수 있고 후자는 네트워크 상으로 자산이 직접 발행되고 디지털 방식을 표현된 것의 범주에 포함될 것이다. 규제적 관점에서는 성질상 증권에 해당한다면 이 두 개를 달리 취급할 이유는 없을 것으로 생각된다.

④ 데이터 및 투명성 요건

분산원장 네트워크는 저장되는 데이터 요건과 투명성 수준을 미리 설정해야 할 것이다. 노드는 결국 분산원장 내에서 데이터를 저장하고 관리하는 개별 데이터베이스가 되는 것이므로 각 노드가 관리하는 데이터 중에서 어떤 요소가 기록되고 어떤 요소는 공유되지 않을 것인지 결정해야 한다.

따라서 이 중 어떤 데이터가 필수 데이터인지 모든 기록이 검증되기 전에 필수로 기록되어야 하는지, 그리고 참가자가 선택 사항으로 기록할 수 있는 추가 데이터는 무엇인지, 공유 원장의 데이터는 얼마나 투명하게 공개되는지, 특정 데이터 값(투자자의 이름이나 보유수량 등) 또는 기록 유형이 모든 네트워크 참여자에게 투명하게 공개되는지, 그리고 정보에 대한 접근 권한은 사용자 유형에 따라 결정되는지 등을 결정할 필요가 있다.[389]

(3) 네트워크 보안과 안전성

10

389) Finra, Report on Distributed Ledger Technology, Distributed ledger technology: Implications of blockchain for the securities industry(2017) p10

분산원장 네트워크 운영자는 보안과 관련된 잠재적 우려를 해결해야 한다. 예를 들어, 사이버 공격(예: 이메일 피싱 또는 멀웨어)을 받은 참여자를 통해 사기성 거래가 발생될 수 있고 사고로부터 시스템을 복구해야할 수 있다. FINRA 2017년 리포트에서는 이러한 관점에서 분산원장 네트워크를 개발, 운영 또는 참여할 때 고려해야할 몇 가지 질문을 하고 있다. [390]

① 개인키 관련

- 개인키는 수명 주기 동안 무단 액세스, 수정 또는 분실로부터 어떻게 보호되는지, 그리고 무차별 암호 대입 시도를 방지하기 위해 키가 정기적으로 교체되는지 여부
- 개인키의 길이는 어느정도여야 하고 어떤 방식의 암호화 알고리즘이 분산원장 네트워크의 암호화 보안에 대한 공격으로부터 네트워크를 보호할 수 있는지
- 그리고 개인키가 손상된 경우 사기 거래를 어떻게 식별하고 되돌릴 수 있는지 여부 및 키 손상 내지 분실에 대한 책임은 누가 부담하게 되는지 여부[391]

② 분산원장 네트워크의 무결성

분산원장 거래의 완전성, 무결성[392], 정확성을 보장하기 위한 방식은

390) Finra, Report on Distributed Ledger Technology, Distributed ledger technology: Implications of blockchain for the securities industry(2017) p10
391) Finra, Report on Distributed Ledger Technology, Distributed ledger technology: Implications of blockchain for the securities industry(2017) p10
392) 한국정보통신기술협회의 정보통신 용어사전에 따르면 무결성이란 무결성은 완전하고(complete), 일관되며(consistent), 정확하고(accurate), 믿을 수 있는(trustworthy) 데이터 또는 시스템 등을 표현하는 의미로 범용적으로 사용되는 용어이다.

무엇이며 사기적 거래의 발생을 해결하기 위한 비용 부담자는 누구인지, 고객들에 대한 보상 정책은 무엇인지 사전에 결정해야한다. 또한 분산원장 네트워크 상에 문제가 발생할 경우를 대비해 백업 기록의 유지 관리를 용이하게 할 방법도 사전에 정해야 한다. 즉 분산원장은 노드가 동일한 정보를 공유함으로써 시스템적 안전성과 무결성을 확보할 수 있다는 것이 기본적인 개념이자 장점이긴 하나 노드 중 일부에 문제가 발생하여 기록하지 못하게 되는 경우 등에 있어서 복구는 어떤 방식으로 할 것인지, 그리고 기록이 되지 않은 부분은 어떤 노드를 기준으로 복구할 것인지도 논의될 필요가 있다. 이러한 관점에서 분산원장이 현재 기록 보관 프레임워크와 어떻게 부합할 것인지 문제를 고민해야할 필요가 있다.[393] 그리하여 분산원장 네트워크의 안전한 운영과 관련된 사항을 포함하여 분산원장 네트워크의 사용 또는 참여를 문서화된 정책 및 절차에 반영하는 것이 바람직하며 위협의 탐지 및 적절한 대응, 복구 및 알림 프로세스와 관련된 정책과 절차를 문서화할 필요가 있다.[394]

(4) 규제 고려 사항

금융투자업자가 거래인프라를 구축하면 증권 발행 및 거래, 스마트컨트랙트의 활용, 분산원장 네트워크 상의 거래기록 유지 및 관리 등과 관련하여 운영 방식을 고민하게 된다. 그리고 이 과정에서 기존 금융거래 방식과 충돌이 발생하는 부분도 발생할 수 있다. 특히 각 규제기관과의 관계에 있어서 고려되어야 할 사항들이 있을 것으로 생각되는바 FINRA 2017년 리포트에서 언급된 부분을 확인해 보도록 한다.

---

http://terms.tta.or.kr/dictionary/dictionaryView.do?subject=%EB%AC%B4%EA%B2%B0%EC%84%B1

393) Finra, Report on Distributed Ledger Technology, Distributed ledger technology: Implications of blockchain for the securities industry(2017) p11

394) Finra, Report on Distributed Ledger Technology, Distributed ledger technology: Implications of blockchain for the securities industry(2017) p11

① 증권의 예탁

분산원장 네트워크는 자금과 증권을 보관하는 새로운 방법을 창출할 수 있으므로 현존하는 고객 자금과 증권의 보관 및 보호와 관련된 규정이 동일하게 적용되지 않을 수 있다.[395] 예를 들면 미국의 경우 고객 자금과 증권을 취급하는 브로커-딜러는 1934년 증권거래법(증권거래법)에 따른 규정 15c3-3을 비롯한 여러 요건에 부합해야한다. SEC는 15c3-3에 따라 "브로커-딜러는 고객의 전액 결제 및 초과 증거금 증권에 대한 물리적 소유 또는 지배권을 유지해야 한다."명시한 바 있다.[396] 그러나 분산원장 거래 인프라를 통해 이루어지는 증권 거래와 관련하여 반드시 이러한 물리적 소유나 지배권 유지 의무가 유지되어야 하는지 논의되어야 한다고 기술한다. 그리고 결제를 위한 수단으로서 현금화된 토큰 즉 스테이블 코인이나 CBDC가 활용된다면 규정 15c3-3에 따른 예금 잔액 및 증권 실물 보관의무를 어떻게 이행할 것인지 (또는 변경된 인프라 체계하에서 불필요한 규정은 아닌지를) 검토해야한다.[397]

② 고객자산 보호

증권과 현금의 보관·관리 의무라는 관점에서 살펴보면 분산원장기반의 거래인프라를 활용할 경우 보관 및 관리의 대상이 변경되는 결과가 발생한다. 과거에는 예탁기관이 증권 실물을 보관하였으나 증권실물이 분산원장의 기록으로 대체되기 때문에 기록의 변경수단인 개인키가 결국 보

395) Finra, Report on Distributed Ledger Technology, Distributed ledger technology: Implications of blockchain for the securities industry(2017) p12
396) SEC, 17 CFR Parts 240 and 249 Release No. 34-70073; File No. S7-23-11 RIN 3235-AK56 "Broker-Dealer Reports"(2013. 7. 30)
397) Finra, Report on Distributed Ledger Technology, Distributed ledger technology: Implications of blockchain for the securities industry(2017) p12

관 및 관리의 대상이 된다. 따라서 FINRA 2017년 리포트에서는 분산원장 네트워크에 참여하는 금융투자업자는 특정 활동(예: 고객 디지털자산의 개인키 보유)이 고객의 자산을 보관하는 행위로 간주될 수 있다고 언급하고 있다. 즉 고객 개인키를 보관하면 고객 자산을 보관한 것이므로 그에 따른 의무를 부담할 수 있다. 이 경우 다음을 함께 고려해야한다.

- 디지털자산, 현금화 토큰 또는 디지털 화폐에 액세스하는 데 필요한 분산원장 네트워크의 "개인 키" 보유자는 어떤 주체인지.
- 접근통제는 다중서명 방식의 채택한 멀티시그방식인지 단일키 방식인지.
- 자산이 보관된 분산원장 네트워크에 대한 접근 권한 자는 누구인지.
- 네트워크에서 (사기 또는 기술적 오작동으로 인해) 자산이 손실되거나 파괴되면 해당 자산을 어떤 프로세스로 보상하고 처리하는지
- 특정 사고 발생에 대비하여 백업키를 파트너사에게 보관하도록 한 경우 이 파트너사가 개인키에 대해 어떤 접근권한을 갖는지[398]

③ 장부 및 기록 요건

미국의 브로커딜러는 Exchange Act Rules 17a-3 및 17a-4에서 규정하는 기록 요건을 충족시켜야한다. 위 규정은 전자기록보관에 관한 규정으로서, 금융투자업자가 모든 거래기록을 보관하여야 하고 특정 저장장치에 보관하여야 하며 전자기록의 원본과 사본을 별도 보관해야하며 독립감사를 지정해야한다는 등에 관한 것이다. 분산원장 네트워크 및 그에

398) Finra, Report on Distributed Ledger Technology, Distributed ledger technology: Implications of blockchain for the securities industry(2017) p12

기반한 금융거래인프라의 구축을 통해 시장 참여자는 네트워크 자체에서 특정 기록을 개발하고 유지할 수 있게 되었다. 이러한 상황에서 투자중개 및 매매업자가 분산원장에 기록하는 행위만으로 Exchange Act Rules 17a-3 및 17a-4 의무를 충족시킬 수 있는지 확인해야한다 FINRA 2017년 리포트에서는 분산원장상의 기록의 유효성 여부를 판단하기 위하여 아래와 같은 요소를 검토하도록 하고 있다.

- 분산원장 네트워크를 통해 어떤 정보가 보관되는지
- 여러 국가에 걸쳐 있을 수 있는 분산원장 네트워크의 노드에 유지되는 회사 기록의 물리적 위치는 어디로 간주할 것인지
- 회사 기록에 대한 지배권 또는 액세스 권한을 갖는 주체는 누구인지. 그리고 해당 기록과 관련된 그들의 권리, 의무 및 책임은 무엇이며 어떻게 관리되는지
- 회사(및 다른 참여자)의 데이터 접근 수준은 어느 정도이며, 어떤 형식으로 데이터를 확인할 수 있는지
- 분산원장 네트워크는 기록 보관을 위해 기업의 자체 시스템과 어떻게 상호작용하는지 그리고 규제 당국이 기록을 어떻게 확인할 수 있는지 여부
- 회사는 필수 기록이 변조, 분실 또는 손상되지 않도록 어떻게 보호하는지 등이다.[399]

④ 청산 및 결제

분산원장 네트워크는 청산 및 결제 프로세스를 변화시킬수 있는 잠재력을 가지고 있다. 이와 관련하여 본 리포트에서는 분산원장 적용을 통해 야기될 거래 방식의 변화가 청산 및 결제에 관하여 규정되어 있는 현

399) Finra, Report on Distributed Ledger Technology, Distributed ledger technology: Implications of blockchain for the securities industry(2017) p13

행 규범체계에 부합할지를 확인해야한다고 지적한다. 분산원장 네트워크에서 이루어지는 증권의 매매체결과 결제 및 정산이 단계별로 명확하게 구분되지 않을 가능성이 있기 때문이다. 매매체결과 결제가 동시에 이루어지는 측면으로 인해 금융투자업자를 비롯한 기타 시장 참여자들이 청산이나 결제기관으로 등록해야 하는 상황이 발생할 수도 있다는 점을 지적하고 있다.[400]

⑤ 자금세탁 방지 및 고객 식별 프로그램

분산원장 네트워크에서 분산원장 개설 주체는 네트워크 상에서 다양한 당사자 및 고객과 연결될 수 있고 금융투자업자로서 자금세탁방지의무와 고객확인의무를 부담한다. 브로커-딜러는 은행비밀보장법(The Bank Secrecy Act of 1970, "BSA") 규정에 따라서 거래를 처리함에 있어 자금세탁방지 의무 및 고객확인 의무를 이행할 책임이 있다.[401] 분산원장의 사용이 기술적으로 자금세탁을 방지하는 것은 아니기 때문에 분산원장 기술의 사용 여부와 무관하게 금융투자업자로서 자금세탁방지의무를 당연히 준수해야 할 것이다.

⑥ 고객 데이터 보호

분산원장 네트워크 상에서는 네트워크의 모든 당사자가 특정 고객 정보 및 거래 기록을 포함한 데이터를 공유할 수 있다. 즉 분산원장의 노

400) Finra, Report on Distributed Ledger Technology, Distributed ledger technology: Implications of blockchain for the securities industry(2017) p14; 반면 EU의 분산원장 파일럿 규칙(DLTR)에서는 청산업무와 관련하여 규제의 면제를 적용하고 있다.

401) Finra, Report on Distributed Ledger Technology, Distributed ledger technology: Implications of blockchain for the securities industry(2017) p14

드로 참여하는 회사(또는 개인)는 원칙적으로 모든 검증 대상 데이터를 공유하게 된다. 그렇기 때문에 암호화된 데이터일지라도 고객 정보가 다른 노드 참여자에게 공개될 수 있다. 그렇기 때문에 공유대상 정보 목록을 정하고 고객 정보 및 기록 보호를 위한 절차를 마련할 필요가 있다.[402] 특히 금융투자업자는 고객 기록 및 정보의 보안과 기밀성을 보장해야 하며 고객 기록과 관련하여 예상되는 위협이나 위험으로부터 보호할 의무가 있다.

특히 금융투자업자는 분산원장 네트워크에서 유지 또는 공유되는 정보에 대하여 고객 데이터 프라이버시 보호의무에 부합할 정도로 보호해야 하며, 참여 고객에게는 노드간 데이터 공유가능성에 대하여 설명하고 동의를 구해야한다. 또한 분산원장 네트워크에 가입하는 기업을 선정함에 있어서 참여 기업이 고객 데이터 프라이버시와 관련된 의무를 충족할 수 있는지 평가해야 한다.[403]

(5) 검토

미국의 FINRA 2017년 리포트는 금융거래인프라를 활용하였을 때 고려해야할 사항을 중심으로 기술하고 있다. 금융투자업자가 분산원장을 만들면서 노드 참여자를 결정하고 거래를 개시함에 있어서 고려되어야 할 실무적인 쟁점들이 나열되어 있다. 그렇기 때문에 최대한 현재 존재하는 규제를 준수하면서 분산원장을 운영할 때 발생할수 있는 문제를 사전에 검토하고 방향을 제시하기 위한 노력이 담겨있는 문건이라고 생각된다. 다만 인프라 구축 및 운영시 고려요소는 나열되어 있으나 실질적인 해결 방안에 대해서는 제시되어 있지 아니하며 각 개별기업이 이를

402) Finra, Report on Distributed Ledger Technology, Distributed ledger technology: Implications of blockchain for the securities industry(2017) p16
403) Finra, Report on Distributed Ledger Technology, Distributed ledger technology: Implications of blockchain for the securities industry(2017) p16

고민하여서 분산원장 채택 여부를 결정하도록 하는 내용으로 이해할 수 있다.

분산원장을 구성할 때 다수의 노드가 참여하고 이들이 각자 기록검증을 담당하게 되는데, 이러한 구조하에서 만일 노드 한 개에서 문제가 발생하면 다른 노드에도 동일한 문제가 발생할 수 있다. 따라서 분산원장의 거버넌스와 운영 구조상 노드 참여자 자격요건, 데이터 공유 방식 및 공유대상 데이터의 확정이 가장 중요하고도 어려운 문제일 것으로 생각된다.

기타 현재 규제 준수에 필요한 사항들과 사이버 안전 및 개인키 관리, 고객 데이터 프라이버시(개인정보보호) 문제는 일본 사례에서도 동일하게 언급되는 문제이다. 즉, 실무적인 고려를 하는 나라들은 모두 동일하게 고민하는 지점으로 생각된다. 한편 이 리포트에서는 구체적으로 언급되지 않았지만 분산원장을 개설한 주체는 시스템만을 제공하고 금융투자업자가 이러한 시스템을 이용하는 방식으로도 운영될 수 있는 것인지에 대한 고민도 필요하다. 이러한 문제는 일본의 사례를 통해 살펴보도록 하겠다.

3. EU

(1) 개관

유럽에서는 분산원장 기반의 금융상품의 거래와 정산에 사용하기 위한 인프라 구축을 위하여 Regulation on a pilot regime for market infrastructures based on distributed ledger technology (“the DLT Pilot Regulation,, ”DLTR”)을 2022. 6.공식 발표하였고 2023. 3. 23.부터 시행하고 있다.

DLTR에서는 분산원장 인프라를 DLT 다자간거래시설(DLT MTF), DLT 결제시스템(DLT SS) 및 DLT 거래결제시스템(DLT TSS)으로 분

류하고 있다. 이때 DLT 거래결제시스템은 DLT 기반 거래시스템과 결제시스템이 결합된 것을 의미한다. 또한 다자간거래시스템이 결제를 함께하는 경우 또는 결제기관이 매매체결까지 수행하는 경우 모두 DLT 거래결제시스템(DLT TSS)로 정의하고 있다(제2조 제10항). DLTR에서는 분산원장을 활용한 인프라에서는 분산원장을 통해 모든 거래가 기록될 것이라는 점을 전제로 하고 있다. 그리고 분산원장은 실시간으로 거래와 정산이 이루어질 수 있다고 하면서 거래와 거래 후 서비스 활동 즉 결제와 청산이 결합할 수있다는 점에 주목하고 있다.[404] 다시 말해서 분산원장의 특성상 거래와 결제 나아가 청산까지도 동시에 가능함을 전제로 하고 있다. 이처럼 매매체결과 결제가 한 개 기관에서 이루어질 수 있도록 제도가 설계된 것은, 다수의 참여에 의한 기록 검증 및 복수 장부의 존재라는 기술적 특수성을 통해 신뢰성과 투명성을 확보하고 기능별 결합이 유발할 수 있는 이해상충 문제를 극복할 수 있을 것이라는 기대에 따른 것이다. 그리고 DLTR에서는 DLTR이 모든 금융투자상품 거래에 적용되는 것은 아니며 DLT 금융상품의 거래에 제한적으로 적용되는 것임을 명확히 하고 있다.[405]

(2) 분산원장기반 거래인프라 도입

1) 분산원장의 정의

DLTR에서는 기반 기술에 대한 정의규정을 두고 있다. DLTR에 따르면 '분산원장기술' 또는 'DLT'는 분산원장의 운영과 사용을 가능하게 하는 기술을 의미한다(2조 1항). 다만 이때 분산원장 기술의 종류에 대해서는

404) Regulation (EU) 2022/858 on a pilot regime for market infrastructures based on distributed ledger technology, p5, para14
405) Regulation (EU) 2022/858 on a pilot regime for market infrastructures based on distributed ledger technology, p5, para15

중립성을 지키고 있다. 따라서 그 기술이 어떠한 분산원장을 활용해야할지를 사전에 정하거나 규칙으로 가이드라인을 제시하지 않는다. '본 규칙에서 '분산원장'은 거래 기록을 보관하고 합의 메커니즘을 사용하여 일련의 DLT 네트워크 노드 간에 공유되고 동기화되는 정보 저장소를 의미한다(제2조 제2항). '합의 메커니즘'은 DLT 네트워크 노드 사이에서 거래가 유효하다는 합의에 도달하는 규칙과 절차를 의미한다(제2조 제3항)고 규정하고 있다. 그리고 'DLT 네트워크 노드'는 네트워크의 일부이며 분산원장에 있는 모든 거래 기록의 전체 또는 일부 복제본을 보유하는 장치 또는 프로세스를 의미한다(제2조 제4항).라고 규정하고 있다. 우리가 전자증권법에 분산원장을 정의하면 이러한 개념 정의도 추가될 필요가 있다.

2) 분산원장기반 인프라의 종류

DLTR에서는 앞서 살펴본 바와 같이 분산원장기반 인프라를 3가지 종류로 구분하였는데 DLT 다자간거래시설, DLT 결제시스템 또는 DLT 거래결제시스템 이 세가지이다(제2조 제5항).[406] 우리의 시장구조와 상이하기 때문에 인프라의 종류와 기능에 대해서 살펴볼 필요가 있다.

DLT 다자간거래시설은 DLT 금융상품만을 거래하는 다자간거래시설을 의미한다(제2조 6항).

DLT 결제시스템은 DLT 금융상품 거래를 위한 지급을 하거나 금융상품의 교부를 함으로써 정산 및 결제를 수행하는 시스템으로 DLT 금융상품의 기록을 제공하거나 DLT 금융상품과 관련된 예탁서비스를 제공을 시스템을 의미한다(제2조 제7항). DLT 결제시스템은 Regulation (EU) No 909/2014에 따라 승인된 중앙예탁기관이 운영하는 결제 시스템

406) 'DLT 거래결제시스템' 또는 'DLT TSS'는 DLT MTF와 DLT SS가 수행하는 서비스를 결합한 DLT MTF 또는 DLT SS를 의미한다(제2조 제10항).

이어야 하고, DLTR에 의해 면제받는 조항을 제외하고 Regulation (EU) No 909/2014 및 기타 EU의 금융 서비스 관계 법률에 따른 모든 관련 규제를 따라야 한다.

DLT 거래결제시스템은 DLT 다자간거래시설과 DLT 결제시스템이 수행하는 서비스를 결합한 것으로서, DLTR에 따라 DLT 거래결제시스템의 운영자격을 갖춘 투자회사 또는 시장운영자가 운영하는 DLT 다자간거래시설이거나, 또는 DLT 다자간거래시설과 DLT 결제시스템이 수행하는 서비스를 결합한 DLT 결제시스템이어야 한다.

DLTR의 특이한 요소가 바로 DLT 거래결제시스템을 둔 것이다. 거래시스템과 결제시스템이 하나의 시스템으로 운영될 가능성을 인정하고 분산원장 기반 인프라의 한 종류로 열거하고 있다.

이러한 분산원장기반 인프라의 거래기록과 관련하여 다음과 같이 규정되어 있다(DLTR 제5조 제2호).

<표7> DLTR 제5조 제2호

(i) 해당 DLT 금융상품은 분산원장에 기록된다. (ii) 한번에 발행된 DLT 증권의 수 또는 발행된 DLT 증권 중 DLT 결제시스템에서 결제되도록 승인된 증권의 수는 언제나 분산원장에 기록된 증권의 수와 일치한다 (iii) DLT 금융상품의 거래 기록과 관련하여 중앙예탁기관은 즉각적으로 이전 거래를 기록하여야 한다. (iv) 증권의 초과 인출, 지급초과잔액, 증권의 부적절한 생성이나 삭제를 허용하지 않는다.

3) 거래 대상상품

분산원장기반 거래 인프라에서는 분산원장 기반의 금융상품만 거래될 수 있다(제2조 제11항). DLT 금융상품은 분산원장기술을 사용하여 발행과 기록, 전송 및 저장되는 금융상품을 의미한다. DLTR에서는 투자자

보호 및 시장의 무결성과 금융안정성의 측면에서 거래 대상 또는 기록 대상 금융상품을 일부 주식, 채권, 및 집합투자증권으로 제한하고 있다.[407] 또한 DLT 금융인프라를 통한 거래 방식은 실험적인 측면이 있으므로 금융안정의 위험을 피하기 위해 거래 또는 기록되는 총 시장 가치의 제한이 필요하다고 언급하면서 총 거래금액을 제한하고 있다.

4) 간접거래 구조와 직접거래 구조

원칙적으로 전통적인 다자간거래시설은 금융투자업자등이 회원으로 가입하고 개인투자자는 회원인 금융투자업자들을 통해서 거래하는 2단계 구조 방식을 취하고 있다. 그러나 DLTR에서는 DLT 다자간거래시설을 통해 거래함에 있어서 금융투자업자를 통한 거래도 가능하지만 개인 투자자가 직접 거래할 수 있도록 규정하고 있다.[408] 또한 이때 DLT 다자간거래 시설에서 직접 거래에 참여한 투자자들은 직접 참가자라는 이유로 금융투자회사로 간주되어서는 안된다는 규정을 두고 있다.[409] 그리하여 DLTR에서는 DLT 다자간거래시설에서의 경우 회원사인 금융투자업자에 대한 중개의무를 면제해야한다고 규정한다. 분산원장기반 인프라의 경우 직접거래구조와 간접거래구조를 모두 실험해볼 수 있는 생긴 것으로 평가될 수 있다.

5) 결제 시스템상의 특수성의 반영

전통적인 결제시스템에서는 중앙예탁기관이 참가자의 증권계좌로부터

---

407) Regulation (EU) 2022/858 on a pilot regime for market infrastructures based on distributed ledger technology, p7, para23
408) Regulation (EU) 2022/858 on a pilot regime for market infrastructures based on distributed ledger technology, p8, para26
409) Regulation (EU) 2022/858 on a pilot regime for market infrastructures based on distributed ledger technology, p8, para26

증권을 직접 입금하고 출금함으로써 증권 결제를 수행한다. 실물을 교환하는 대신에 모든계좌의 증권을 혼장임치상태로 보관하고 거래시마다 각 계좌별 잔고만을 조정하는 것을 계좌간 대체거래라고 한다. 특히 Regulation (EU) No 909/2014 제3조에서는 장부작성방식(Book-entry form)을 규정하고 발행인은 거래가능한 양도증권을 장부에 기재함으로써 부동화 하거나 무권화해야한다고 규정하고 있다.

이와 관련하여 DLTR에서는 분산원장에서 매매체결을 하게 되면 결제 시스템 운영자가 직접 거래기록을 장부에 기입하는 방식으로 운영할 수 없으므로 Regulation (EU) No 909/2014에서 증권 기록, 발행의 무결성, 계정 분리에 관한 규정이 면제되어야 한다고 규정한다.[410]

따라서 DLT 결제시스템을 운영하는 중앙예탁기관[411]의 경우, Regulation (EU) No 909/2014의 증권 기록과 발행의 무결성 및 계정 분리 등의 특정 규정에 대한 면제를 받아야 한다. 또한 중앙예탁기관이 Directive 98/26/EC에 따라 지정된 증권결제시스템에 해당하지 않는 DLT 결제시스템을 운영할 수 있도록 허용해야 한다고 규정한다. 이에 DLT 결제시스템을 운영하는 중앙예탁기관이 관할 당국에 면제를 신청하면 해당 국가의 규제 당국이 Regulation (EU) No 909/2014 제2(1)조 제(4)호, 제(9)호 또는 제(28)호 내지는 제3조, 제37조 또는 제38조와 같이 증권결제를 위하여 마련된 조항의 면제를 승인하게 된다.

다만 이때 기존 예탁방식의 요건으로 규정 되어 있는 장부작성 양식의

---

410) Regulation (EU) 2022/858 on a pilot regime for market infrastructures based on distributed ledger technology, p8, para30

411) DLTR에서 '결제' 또는 '정산'은 Regulation (EU) No 909/2014의 제2(1)조 제(7)호에 정의된 결제/정산을 의미한다(제2조 제8항). '결제 실패'란 Regulation (EU) No 909/2014의 제2(1)조 제(15)호에 정의된 결제 실패를 의미하고 (제2조 제9항). '(증권)중앙예탁기관' 또는 'CSD'는 Regulation (EU) No 909/2014의 제2(1)조 제(1)호에 정의된 중앙예탁기관을 의미한다. '증권결제 시스템'은 Regulation (EU) No 909/2014의 제2(1)조 제(10)호에 정의된 증권 결제 시스템을 의미한다(Article 제2조 제15항).

면제를 위해서는 신청인이 분산원장 기술 사용과 장부 작성 방식이 상충됨을 입증해야하고 금융상품이 분산원장에 기록되어야 하며 분산원장에 기록된 금융상품의 수량과 발행 총량의 일치를 보장해야 한다. 그리고 기록을 담당하는 중앙예탁기관은 회원과 참가자, 발행인, 고객의 DLT 금융상품을 모두 구분해서 기록할 수 있어야 한다(제5조 제1항, 제2항).

또한 DLT 결제시스템을 운영하는 중앙예탁기관이 신청할 경우 Regulation (EU) No 909/2014 제39조의 결제 최종성[412]에 대한 규칙의 적용을 면제받을 수 있다. 따라서 DLT결제시스템은 Directive 98/26/EC 상의 시스템으로서 규제를 받지 않아도 된다.

한편 Regulation (EU) No 909/2014 제39조에서 인용하는 Directive 98/26/EC 제2조 (가)항 및 제3조와 제5조에 따르면 결제의 일방 당사자가 파산하더라도 그 전에 이루어진 상계효력은 여전히 유효하며 원칙적으로 번복이 금지된다는 내용이 규정되어 있다. DLT 결제시스템의 경우 위 지침에 따른 도산 보호 조치가 적용되지 않으므로 도산에서 발생하는 위험을 완화하는 구체적인 보상 조치를 포함하여 특정 보상 조치를 마련하여야 한다(제5조 제7항).[413] 즉, Directive 98/26/EC에서는 지급결제시스템에서 이미이루어진 청산과 결제의 효력이 번복되는 것을 방지하기 위해서 일방의 도산시 상계 효력이 원칙적으로 여전히 유효함을 규정하고 있다.[414] 그런데 DLT결제시스템은 Regulation (EU) No 909/2014 제39조의 규정의 적용을 전부 면제받으며 DLT결제시스템은 98/26/EC 제2조 (가)의 시스템에도 해당하지 않으므로 일방의 도산시 만약에 발생가능한 타방 당사자의 손해에 대해서는 구제 방법이 존재하지 않는다.

다만 DLT 시스템에서 즉시결제가 가능하여 모든 거래와 관련하여

412) Regulation (EU) No 909/2014 Article 제39조
413) Regulation (EU) 2022/858 on a pilot regime for market infrastructures based on distributed ledger technology Article 제5조 7gkd
414) DIRECTIVE 98/26/EC OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 19 May 1998 on settlement finality in payment and securities settlement systems Article 제3조

대금거래와 증권거래가 즉시에 동시이행관계로서 이루어진다고 가정하면 매건의 거래마다 완결성을 갖게 될 것이고 이러한 전제하에서 Regulation (EU) No 909/2014 제39조 규정에 대한 특례를 인정하더라도 거래 일방의 도산이 거래 효력에 영향을 미칠 가능성은 낮을 것이다.[415]

6) 토큰결제를 위한 현금결제에 대한 특례

DLT 결제시스템은 DVP 즉 자금 동시결제를 구현해야한다고 규정하면서(DLTR 제5조 제8호) 인프라 내의 지급결제를 위하여 중앙은행자금, 중앙예탁기관 계정 또는 상업은행자금을 활용한 스테이블코인이나 전자화폐 토큰을 사용할 수 있다고 규정하고 있다. 이를 위해 DLT결제시스템에 관하여 현금결제 요구 조항의 면제도 함께 규정하고 있다. 즉, 기존의 금융거래시스템에 관한 Regulation (EU) No 909/2014 제40조[416]에서는 원칙적으로 중앙은행 화폐로 거래를 결제할 것을 요구하고 있다. 그리고 만일 중앙은행계좌를 통한 정산이 현실적으로 불가능할 경우, 중앙예탁기관은 신용기관이 개설한 계좌 또는 자신의 계좌를 통하여 증권결제시스템의 전부 또는 일부에 대한 현금결제 대금을 정산할 것을 제안할 수 있다. 반면 DLTR에서는 현금정산을 원칙으로 규정하고 있는 Regulation (EU) No 909/2014 제40조의 적용에 대한 면제를 허용하면서 DLT 금융거래인프라에서는 상업은행의 자금을 스테이블 코인으로 발행하거나 유럽에서의 전자화폐 토큰을 활용할 수 있도록 규정하고 있다.[417]

---

415) REGULATION (EU) No 909/2014 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 23 July 2014 Article 제39조 7항
416) REGULATION (EU) No 909/2014 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 23 July 2014 제40조 .
417) Regulation (EU) 2022/858 on a pilot regime for market infrastructures based on distributed ledger technology, p9, para34

7) 분산원장기반 인프라의 사이버안전조치

분산원장기반 인프라 운영자는 IT 기반 시스템 운영을 위한 조치와 사이버 안전을 위한 조치를 취해야한다. 또한 분산원장기반 인프라 운영자가 분산원장에 내재되는 스마트 컨트랙트를 직접 생성한 경우든, 아웃소싱을 통해서 만든 경우든 사용되는 스마트컨트랙트의 신뢰성과 투명성, 가용성 등이 보장되어야 한다.[418]

그리고 분산원장기반 인프라 운영자가 고객의 자금이나 DLT 금융상품, 개인 암호키 등과 같은 DLT 금융상품에 대한 접근매체의 보관을 위해서는 별도의 보안조치가 마련되어야 한다고 규정하고 있다. 또한 고객자산 사용 금지, 고객 자산과 고유 자산의 분리보관을 규정하고 있다.[419]

DLTR에서는 DLT 결제시스템에서 상업은행자금을 활용한 스테이블코인이나 전자화폐토큰을 활용할 경우에도 발생가능한 위험에 대비해야하며, 운영주체는 해당 수단에서 발생할 수 있는 위험을 식별하고 최소화할 것을 규정하고 있다.

(3) 분산원장기반 인프라규제체계 대한 이해관계자 회신

ESMA는 DLTR 제정 과정에서 이해관계자들에게 의견제출을 요청했고 이들이 회신한 내용을 취합하여 2022. 9. “Report on the DLT Pilot Regime On the Call for Evidence on measures on supervisory data the DLT Pilot Regime and compensatory”(이하 “이해관계자 회신”)라는 이름으로 발표하였다. 이하에서는 이해관계자들의 회신 내용을 통해 DLTR에 한 다양한 견해를 추가로 살펴보도록 한다.

---

418) Regulation (EU) 2022/858 on a pilot regime for market infrastructures based on distributed ledger technology, p10, para41

419) Regulation (EU) 2022/858 on a pilot regime for market infrastructures based on distributed ledger technology, p11, para42

1) 장외거래 가능성

이해관계자의 회신[420]에 따르면 DLT 금융상품의 장외거래가 가능하며할 것이라는 답변이 다수였다. 이해관계자들은 DLTR 하에서도 DLT 기반의 금융투자상품의 장외거래가 가능할 것으로 판단하고 있으며 특히 비수탁형 지갑 즉 개인지갑을 사용한다면 개인간의 거래가 가능할 것이라고 답변하였다. 반면 시장인프라 운영자가 거래당사자에게 제공하는 지갑을 활용하고 시장인프라 운영자가 제공한 지갑을 활용하여 두 거래당사자 간에 자산을 교환하는 것은 장내 거래로 보게될 것이라는 의견이 존재하였다. 이러한 장내거래는 허가형을 기반으로 한 프라이빗 분산원장에서 이루어질 수 있을 것이고 이 때의 거래 검증은 DLT 시장 인프라가 수행하게 될 것이라는 답변도 존재하였다.[421]

2) 분산원장기반 인프라에 대한 특례 가능성

DLTR에서는 위에서 언급된 이해관계자 회신과 같이 분산원장기반의 인프라를 통하지 않고 직접 개인들이 개인지갑을 통해서 DLT 금융상품을 거래할 가능성을 배제하지 않고 있다.[422] 다만 이에 대비한 규제체계까지 마련하고 있는 상황은 아니고, 개인간 거래에 대비하여 향후 추가적인 지침을 마련할 필요가 있음을 인정하고 있다.[423]

---

420) Report on the DLT Pilot Regime On the Call for Evidence on measures on supervisory data the DLT Pilot Regime and compensatory September, ESMA 70 460 111 27 (2022. 9), p17

421) Report on the DLT Pilot Regime On the Call for Evidence on measures on supervisory data the DLT Pilot Regime and compensatory (2022. 9),p17-p18

422) Report on the DLT Pilot Regime On the Call for Evidence on measures on supervisory data the DLT Pilot Regime and compensatory (2022. 9), p22

423) Report on the DLT Pilot Regime On the Call for Evidence on measures

3) 분산원장기반 인프라 용어의 새로운 개념 정립 필요성

① 주문(order)

분산원장에서의 주문이란 무엇인지 논의가 되었다. 분산원장에 기록이 되기 때문에 주문이 제출되고 취소는 불가능하다는 견해가 있었고 당초 주문이라는 것은 분산원장에서의 거래시스템에 부합하지 않기 때문에 주문은 존재하지 않는다는 견해가 있다. 이 견해는 “주문”을 인정하지 않고 대신 일반 투자자가 매도를 위해서 청약한 것을 “체결 전 대기 중 거래”라고 본다. 이것은 과거 증권거래에서 “주문(order)”라는 용어의 해석과도 관련된 것이다. ESMA는 DLT 인프라에서의 주문 수정과 취소, 일부나 전부에 대한 집행 방식과 관련해 MiFir 제25조 (3)의 의무를 어떻게 이행해야 하는지에 대하여 Europe Commission에 설명을 요청한 상황이다. ESMA가 주문 취소에 대한 질의를 한 이상 주문은 이전과 동일한 법률적 개념으로 보되, 주문을 취소하기 위한 방법에 대한 질의를 한 것으로 해석된다. 즉, 주문 취소와 관련하여 분산원장기록을 덮어쓰기 할 것인지 아니면 다른 어떤 방식을 활용해서 정정하고 이를 주문의 취소로 간주할 것인지는 향후 추가적인 규정을 통해 구체화될 것으로 보인다.[424]

② 전송(transmission)

다음으로 분산원장 인프라에서 “전송”이란 무엇을 의미하는지 논의되었다. DLT 금융상품의 주문과 체결이 DLT 밖에서 이루어지고 정산을 위한 기록만 (즉 거래후 처리과정만) 분산원장에서 이루어진다면 금융상

---

on supervisory data the DLT Pilot Regime and compensatory (2022. 9), p31
424) Report on the DLT Pilot Regime On the Call for Evidence on measures on supervisory data the DLT Pilot Regime and compensatory (2022. 9), p44

품이 전송되는 과정은 현재 인프라 구조와 동일할 것이다.[425] 즉 금융투자업자를 통해서 개인이 주문을 제출하고 매매체결이 이루어지는 구조는 동일하지만 기록만 분산원장에 이루어지기 때문에 주문·전송 및 매매체결 등의 금융상품의 거래과정 자체는 동일할 것이다.[426] 하지만 주문 처리와 실행이 온체인에서 이루어지는 경우에는 DLT 네트워크에서 주문을 전송할 수 있도록 시스템을 설계해야한다는 의견이 존재하였다. 또한 주문 전송과 관련해서는 주문 전송 시점이란 “order”가 전송되는 시점이라는 의견과 주문의 검증을 위해 DLT 노드에 주문이 제출되고 검증이 완료된 시점을 “주문의 전송”이 이루어진 시점으로 보아야 한다는 견해가 존재했다.

③ 집행 및 거래

마지막으로 집행 및 거래와 관련된 이해관계자 회신이 존재한다.

거래 개념은 분산원장기반의 인프라에서 이루어지는 거래에 대해서도 동일하게 적용될수 있다. 즉 거래란 금융투자상품의 소유권을 양도하기 위한 절차적 개념이라는데 큰 이견이 없고 이것은 대상 상품의 기반기술과 무관한 개념이라고 해석할 수 있다.

반면 분산원장 하에서의 거래(transaction)는 일반적인 소유권 양도 절차와는 다른 개념이라고 보는 견해도 존재하였다. 왜냐하면 분산원장 하에서의 거래(transaction)가 성립하기 위해서는 유효성 검사기와 노드 등이 관여하면서 이들이 거래 당사자가 아니지만 거래 및 그 체결에 특정한 역할을 수행하기 때문이다. 문제는 만일 노드의 처리 지연으로 인해 거래 절차가 진행 중인 경우에 있어서 이를 어떻게 해결할 것인지,

425) Report on the DLT Pilot Regime On the Call for Evidence on measures on supervisory data the DLT Pilot Regime and compensatory (2022. 9), p45
426) Report on the DLT Pilot Regime On the Call for Evidence on measures on supervisory data the DLT Pilot Regime and compensatory (2022. 9), p47

처리 지연 중인 경우에도 이미 전송이 이루어진 것으로 보아야 하는지 아닌지에 대한 명확한 해석이 필요하다는 견해도 있었다. 하지만 이에 대하여 ESMA는 현재 집행(executions)과 거래(transacrtion)의 개념은 매우 광범위하고 유연하기 때문에 수정을 제안하지 않을 것이라고 표명했다. 다시말해서 ESMA는 집행과 거래는 기존 개념을 그대로 사용할 수 있다는 입장에 있다. 다만 ESMA는 DLTR의 적용 결과에 따라서 그 개념이 DLT MTF 상에서의 적용이 달리 판단될 여지가 있는지를 평가할 것이라고 한다.[427]

4) 분산원장기반 인프라에서 활용되는 통화

DLTR에서는 지급정산은 원칙적으로 중앙은행 자금을 통해서 이루어져야하고 그것이 불가능하면 상업은행 자금을 통해서 또는 이머니 토큰을 통해서 이루어져야 한다. 따라서 대부분의 시장참여자들은 DLT 증권의 결제를 위해서 법정화폐 가치를 참조하는 이머니(e-money) 토큰이 생성될 것이라고 생각하고 있다. 반면 일부의 경우 이러한 이머니(e-money) 토큰은 이론적으로 변동성이 높고 유동성이 낮을 수 있다는 점을 지적하기도 한다. 그리고 일부의 견해는 MICAR에서 규정하고 있는 자산담보토큰이나 중앙은행의 CBDC 발행 이후 이를 활용해야 한다고 주장하기도 하였다.

이머니(e-money) 토큰과 법정화폐 교환에 대해서는, 이머니(e-money) 토큰을 법정화폐로 다시 변경할 때 현실 거래가 발생하고 네트워크의 다른 노드에서 화폐 가격 변화를 증명하는 오라클 노드를 사용하고 그 이후 명령을 통해 이머니(e-money) 토큰과 법정화폐의 교환을 집행함으로써 온체인상 거래가 발생되는 것이라고 주장하며 그리고 이러한 각 거래

427) Report on the DLT Pilot Regime On the Call for Evidence on measures on supervisory data the DLT Pilot Regime and compensatory (2022. 9), pp44~51

는 ESMA 규정에 따라서 (교환 시점 마다) 별도 보고의무를 부담해야한다고 설명한다. 이때 금융투자업자 또는 DLT MTF 운영자는 가격, 가격통화 기준을 다시 유로화를 기준으로 변환하여 보고하여야 하므로 명목 통화 필드는 EUR, 명목 금액은 EUR로 전환된 채권의 명목 금액과 동일한 금액으로 설정되어야 한다고 한다.[428]

(4) 기타 보고서 상의 중앙청산기구의 필요성

ESMA가 2017. 2. 7.자로 발표한 Report The Distributed Ledger Technology Applied to Securities Market에 따르면 중앙청산제도의 필요성은 현물 거래와 특정 파생 거래와 같은 만기가 있는 거래를 구분해야 한다고 본다. 또한 장외파생상품거래의 청산과 관련하여 중앙청산소의 청산의무가 있는 장외파생상품거래와 중앙청산소의 청산의무가 없는 장외파생상품거래를 구별해서 판단할 필요가 있다고 한다.[429]

단일 청산 및 결제 지시가 있는 양 당사자간 현물 거래의 경우 거래가 완결되면 각 당사자의 의무는 거래완결 시점에 소멸되는 구조이므로 분산원장만으로도 중앙청산소와 중앙결제기관을 대체할 수 있다. 하지만 파생상품 거래의 경우에는 결제시점과 위험존속 시점이 상이하기 때문에 거래상대방의 입장에서 결제 불이행 위험성은 여전히 남아 있게 된다. 따라서 이와 같은 파생상품 거래 계약의 경우 분산원장은 상대방 위험을 완전히 제거하지 못할 가능성이 있다. 따라서 장외파생상품의 경우에 청산제도는 증권 또는 현금이 최종적이고 취소 불가능하게 교환될 때까지 발생 가능한 위험을 헤지하는 데 여전히 유용할 수 있다. 이러한 주장에 따르면 즉시청산과 결제는 현물시장에서만 가능할 것이다. 반면 파생상

428) Report on the DLT Pilot Regime On the Call for Evidence on measures on supervisory data the DLT Pilot Regime and compensatory (2022. 9), pp52, 53

429) ESMA, Report The Distributed Ledger Technology Applied to Securities Markets(2017. 2. 7.), p14

품시장에서는 분산원장거래 인프라 활용에도 불구하고 결제시점과 위험 존속 시점의 차이로 인해 여전히 중앙청산소나 중앙결제기관을 필요로 할 수 있다.

(5) 검토

EU는 MICAR의 시행과 함께 DLTR을 시행함으로써 비증권형 디지털자산의 규제체계와 DLT기반 금융상품 체계를 정비한 것으로 평가되고 있다. DLTR에서는 기존 금융거래시스템을 DLT기반으로 변경할 경우에 발생할 수 있는 규범적 상충지대의 해소를 위하여 여러 장치를 마련하고 있다.

앞서 미국의 FINRA 리포트가 다분히 실무적인 내용으로 구성되어 있었던 것과 다르게 DLTR 및 DLTR에 대한 이해관계자 보고서 내용은 용어의 해석 및 법규범, 기존 규범적 내용과의 비교 분석 등에 집중되어 있다. 우리나라와 규제체계가 유사한 측면이 있으므로 DLTR의 분산원장의 정의, 합의 알고리즘의 정의를 우리나라 전자증권법 개정시 참고할 수 있을 것으로 생각된다. 마찬가지로 이해관계자 회신 중에서 주문과 전송, 거래에 대해서 논의한 것이 매우 의미가 있다. 주문을 제출하더라도 수정할 수 없기 때문에 이를 어떻게 해결할 것인지 논의하고 있다. 이러한 주문 수정의 문제는 법률 규정으로 해결할수 있을 것으로 생각한다. 예를 들어 주문 제출 수정한 경우에는 수정 주문에만 주문으로서 법률적 효과를 부여하는 등의 방법을 활용할 수 있을 것이다.

그리고 주문이나 거래의 효력 발생시점은 주문이나 거래가 제출된 시점이 아니라 제출된 주문 또는 거래에 대하여 노드 검증이 완료된 시점을 보는 것이 바람직하다. 검증에 참여한 노드의 개수와 관련해서도 프라이빗 분산원장을 구성하는 전체노드가 검증을 완료한 시점을 검증 완료시점으로 볼수도 있겠으나 신속성을 고려하여 과반수 이상의 노드가 검증을 완료한 시점 등과 같이 일정한 수 이상의 노드가 검증을 완료한

시점을 거래 완료시점을 정의할 필요가 있을 것이다.

DLTR에서 규정하고 있는 인프라와 관련하여 거래와 결제시스템을 결합한 새로운 인프라를 허용한 점도 의미있다. 특히 기존 예탁결제기관에게 요구되던 현금결제 의무 조항에 대한 면제를 인정하여 시스템적으로 스테이블코인 내지 결제용 토큰의 활용을 인정한 점은 기술의 혁신을 수용함으로써 효율성을 최적화하기 위한 시도로 평가될수 있을 것이다.

4. 일본

(1) 개관

일본의 경우 금융상품거래법상 전자기록이전권리가 도입됨으로써 분산원산원장 기반의 금융투자상품 발행의 법적 근거는 갖추고 있다. 다만 운영을 위한 법제도적 기반이 완비된 것은 아닌 상황으로 분산원장기반의 거래인프라 도입 및 운영과 관련하여 현행 법률에 부합하지 않는 규제를 산업경쟁력강화법 상 개별 사업별 특례를 부여함으로써 극복하고 있다. 구체적 사례 및 일본 STO협회의 지침을 통해 현재 구축 및 운영중인 분산원장기반 거래 인프라에 대하여 살펴보고자 한다.

(2) 분산원장기반 거래인프라 도입

1) 분산원장기반 거래 인프라 운영의 법률적 기초

일본에서는 분산원장기반 부동산 수익증권 토큰 발행 및 거래 플랫폼이 운영되고 있는데. 이는 산업경쟁력 강화법에 따라서 운영되는 「규제 샌드박스 제도」「規制のサンドボックス制度」 또는 신기술등 실증제도를 통해 특례를 인정받은 사업들이다.[430] 현재 금융상품거래법상 전자

430)

기록이전권리의 양도 방법을 별도로 규정하고 있지 아니하므로 전자기록이전권리의 구체적인 권리 내용에 따라 양도방식은 달리 정해진다. 즉 신탁형 수익증권은 신탁법상 지명채권 양도 방식에 따라야 하는데 이 방식에 따르면 소유자가 양도를 할 경우 제3자 대항력 확보를 위해서 수익자 명부 기재가 필요하다. 그런데 매번 거래시마다 당사자간의 합의 및 수익자 명부의 기재를 필요로 한다면 신탁수익증권을 플랫폼에서 거래할 수는 없을 것이다. 이에 거래플랫폼 운영자들이 산업경쟁력강화법에 근거하는 규제샌드박스 제도를 통해서 제3자에 대한 대항력 확보 방법으로 수익자 명부의 기재 대신에 분산원장 기록 방식을 활용할 수 있도록 하는 특례를 신청하였다.[431] 그 결과 해당 서비스들은 “분산원장 기술을 활용한 전자적 거래에 관한 제3자 대항요건에 관한 실증”을 인정받았다.[432]

이러한 플랫폼 중 하나가 앞서 소개한 Progamat라는 플랫폼이고 이 사업 역시도 규제샌드박스 제도를 통해 수익자로부터 최종 수익자 까지의 권리이전 효력을 별도의 양도 통지 없이 분산원장 상 기록을 통해 인정받게 되었다[433].

Progamat에서는 결제의 대상이 되는 토큰증권(법률상의 명칭은 「전

---

https://www.meti.go.jp/policy/jigyou_saisei/kyousouryoku_kyouka/shinjigyo-kaitakuseidosuishin/result/sandbox.html, (2023. 4. 5. 최종 확인)

431) https://www.meti.go.jp/policy/jigyou_saisei/kyousouryoku_kyouka/shinjigyo-kaitakuseidosuishin/result/sandbox.html (2023. 4. 5. 최종 확인)

432) 三菱 UFJ 信託銀行株式會社, ブロックチェーン技術を活用した第三者對抗要件に係る課題の解決と 「Progmat を活用した實証計畫」の認定について,(2022. 3. 29.)

433) 實証期間中に發行される実際の ST 案件（複數）を對象とし、プライ マリー取引における当初受益者から最終受益者までの權利移轉について、「Progmat」を用いた移轉及び對抗要件の具備方法が、本特例上 の情報システムとしての要件を充足しているかを分析する

자기록이전유가증권표시권리 등」, 이하「ST」)을 허가형 분산원장에서 발행·유통하고 있다. 규제샌드박스를 받은 사업자가 여러 개이지만 Progamt에서는 DLT 확장 워킹그룹(DLT擴張WG)을 운영하면서 Progmat의 시스템 운영에 대한 보고서를 발간하고 있으므로 이를 참고하여 현재 Progmat 및 일본 분산원장기반 거래플랫폼 운영현황에 대한 논의를 살펴보고자 한다.[434]

2) 거버넌스

Progmat에서는 네트워크 운영자와 노드에 참여하는 금융상품거래업자가 분리되어 있다. Progmat는 R3가 만든 Corda라고 하는 분산원장을 기반으로 한다.

Corda에서는 분산원장 운영자 노드를 Nortary Node라고 하는데 이 노드는 검증에는 참여하지 않는다. Progmat 의 네트워크 노드참여자는 코어개발을 담당하는 “코어개발회사”와 개별 서비스를 개발하고 책임지는 노드인 “서비스개발회사”로 구성된다.

전체 시스템 개발과 관련하여 “코어개발회사”는 Progmat의 공통 사양과 기능 및 패키지 앱의 개발을 추진하고 노드별 개별 사업 운영과 관련된 고유 기능이나 고객용 서비스 개발에는 관여하지 않는다. 서비스개발회사는 각 노드에서 수행할 고유 기능의 개발이나 인터페이스의 개발을 주체적으로 수행한다.

각자 수행 역할이 나누어져 있는데 장애시 대응책임은 1차적으로 코어개발회사가 부담하지만 서비스개발회사 역시 개별적으로 자체 구축 노드 및 서비스의 장애요소를 확인하고 복구해야한다.

개인키 관리책임은 원칙적으로 서비스개발회사가 자사 개인키관리 및

434) ST研究コンソーシアム(SRC), セカンダリ・DLT擴張WG, https://www.tr.mufg.jp/ippan/pdf/sec-dlt2_report.pdf 에 전반적인 개요가 나와 있다 (2023. 4. 5. 최종 확인)

생성 ·유출방지의무를 부담하고 코어개발회사는 각 개인키 생성과 관리 절차에 연계하여 전체적인 책임을 부담한다. 개인정보와 관련해서는 코어개발회사가 전체 데이터보호조치 설계를 담당하고 나머지 서비스개발회사가 자사 데이터 보호조치를 운영한다. 지식재산권과 관련하여 관련하여 전체 네트워크에 대한 지식재산권은 코어개발회사에 귀속되고 개별 서비스 관련 지식재산권은 개별 서비스개발회사에 귀속된다.

마지막으로 자금세탁방지의무는 각 금융상품거래업자가 자사 고객의 자금세탁방지의무를 부담한다.[435]

Progmat 운영과 관련된 개발에 대한 제안은 퍼블릭 분산원장과 유사하게 관여 사업자 모두(노드 참여자 및 API 사용자)가 제안할 수 있고 제안된 내용은 홈페이지에 모두 공개된다. 그리고 제안에 대하여 전체의 참여자가 투표를 진행하여 제안 채택 여부를 결정한 후 채택된 것만 검토하여 반영한다.[436]

3) 고객 자산의 직접 보관과 제3자 보관 위탁

앞서 소개한 Progmat에서는 ST의 보관 시스템 운영과 관련하여 금융상품거래업자의 직접 보관과 위탁 보관 두가지를 모두 전제하여 시스템을 설계하고 있다.

만일 금융상품거래업자가 직접 관리한다면 고객 보관 토큰의 거래 데이터(트랜잭션 데이터, TX라고도 한다)에 대한 재해 복구 및 백업책임은 해당 금융상품거래업자가 직접 부담하지만 보관기관에 위탁하게 된다면 그러한 의무를 부담하지 않고 해당 의무의 부담자는 보관기관이 된

435) MUFG, ST研究コンソーシアム(SRC), セカンダリ·DLT擴張WG, 2期 報告書, ST研究コンソーシアム, (2022. 3.) p23 https://www.tr.mufg.jp/ippan/pdf/sec-dlt2_report.pdf

436) MUFG, ST研究コンソーシアム(SRC), セカンダリ·DLT擴張WG, 2期 報告書, ST研究コンソーシアム, (2022. 3.) p24 https://www.tr.mufg.jp/ippan/pdf/sec-dlt2_report.pdf

다.[437]

개인암호키 생성 및 해당 키의 유출을 방지할 책임은 금융상품거래업자 또는 보관기관이 부담하며 개인들이 이러한 비밀키를 보관하지는 않는 구조이다.

고객자산을 직접 보관하는 경우거나 제3자 보관 위탁을 수행하는 경우 모두 금융상품거래업자가 투자자의 고객확인의무를 부담하게 된다. 만일 금융상품거래업자가 직접 보관하지 않고 제3자에게 보관을 위탁시키면 이때는 제3자는 보관하게 되는 ST의 보유자를 확인할 필요는 없고 해당 업무는 위탁자인 금융상품거래업자가 수행하게 된다.

4) 개인키 보관을 위한 HSM 채택 논의

개인키 관리에 관하여는 각 서비스에 비밀키를 안전하게 보관하기 위한 하드웨어인 HSM(Hardware Security Module)가 필요한지 여부에 대한 논의가 진행되었다.[438] 이와 관련하여 우선 Progamat 시스템은 다음의 사항을 전제로 하였다. 즉 ① 프라이빗에 기반한 허가형 분산원장 거래 플랫폼으로, 분산원장에 기록할 수 있는 권한을 갖고 있는 기업은 노드 보유가 허용된 기업에 국한된다는 것이다. 유출이 되더라도 유출의 이전 가능한 장소는 한정적이고 유출 후에 누가 유용했는지를 확인할 수 있게 된다. ② 만일 비밀키(또는 개인키)가 유출된다고 하더라도 그것만으로는 자산의 이전이 불가능하고 노드에 침입하지 않는 이상 이전이 불가능하도록 설계해야한다. ③ 토큰마다 각 원부관리자 노드가 강제 복구

437) ST를 별도로 보관하는 회사는 것보다는 직접 보관하는 것이 시스템과 비용효율성에 있어서는 우월한 측면이 있다. 다만 보관을 직접할 경우 금융투자업자가 직접 보관에 따른 위험과 관리책임을 부담해야한다는 측면이 있을 것으로 보인다.

438) MUFG, ST研究コンソーシアム(SRC), セカンダリ・DLT擴張WG, 2期 報告書, ST研究コンソーシアム, (2022. 3.) p25 https://www.tr.mufg.jp/ippan/pdf/sec-dlt2_report.pdf

기능을 갖고 있어서 해킹이나 사기적인 이전행위가 발생해도 되돌릴 수 있어야 한다는 점이다.

사전에 시스템상 위와 같은 요건이 갖추어져 있다면 토큰증권이 외부로 유출 즉 해킹되더라도 노드에 잡입하지 않는 이상 기록변경은 불가능하기 때문에 실질적인 소유권 이전은 불가능하다. 또한 토큰에 내재된 강제복구 기능을 활용할 경우 무단 이전시 원 소유자에게 토큰이 강제적(시스템적으로) 원상복구될 수 있다. 따라서 일본에서는 HSM 이용을 필수로 정의하지는 않기로 하였다[439].

5) 분산원장 노드 공유 정보

다음 논의된 쟁점은 분산원장 내의 정보 공유와 관련하여 개인정보보호 원칙에 대한 내용이다. 토큰이 전송되면 분산원장의 노드 참여자들이 이전에 있었던 과거 트랜잭션의 적합성을 검증하게 되는데 이때 검증 대상 정보의 범위에 대한 합의가 필요하다는 점에 워킹그룹 참여자 모두가 동의하였다.

이때 시스템적 전제는 다음과 같다. ① 투자자는 직접 네트워크에 참여하지 않고 노드 참여자는 금융상품거래업자이므로 노드에 참여한 각 금융상품거래업자가 보유한 정보가 공유된다. ② 거래와 무관한 노드의 정보는 공유되지 않고 공유되는 거래 데이터는 거래와 관련된 노드 사이에서만 공유된다. ③ 공유 가능한 거래 데이터는 최근 과거 거래에 대한 정보중, a) 이전된 자산의 소스 및 대상 정보 즉 Progmat ID, 분산원장 지갑주소 b) 거래 시점 바로 이전에 남아있던 잔액 c) 이전된 금액 d)

439) MUFG, ST研究コンソーシアム(SRC), セカンダリ・DLT擴張WG, 2期 報告書, ST研究コンソーシアム, (2022. 3.) p25, https://www.tr.mufg.jp/ippan/pdf/sec-dlt2_report.pdf Progmat全体の方針として、HSM利用は必須としないことで合意。”

거래 일시로 제한된다. ④ a) 투자자 이름 b) 주소와 연락처 등 개인의 식별 정보는 공유되지 아니하고 공유되지 않는 데이터는 온체인이 아니라 오프체인에서 관리된다.[440]

이러한 전제 하에서 거래관련 정보 중 개인식별정보는 공유되지 않고 식별정보에 해당하지 않는 정보에 국한하여 이전 거래와 관련된 정보만이 관련 노드 사이에서 공유됨을 알 수 있다.[441]

6) 즉시결제 가능성

현재 일본의 통화 결제시스템은 2단계 구조이다. 즉 일본중앙은행이 시중은행에 법정화폐를 공급하면 시중은행이 일반 예금자에게 예금계좌를 통해 법정화폐를 공급한다. 만일 스테이블 코인 결제시스템을 채택하면 온체인에서 활용가능한 2단계 구조를 형성할 수 있는 기반으로서 의미를 갖게될 수 있다 즉, 스테이블코인 발행이 허용되면 2단계 구조 하에서 상업은행과 일반 사업자 내지 개인간 거래를 지원하는 수단으로 스테이블코인을 활용할 수 있을 것이다. 하지만 이와 달리 CBDC가 도입되면 현재의 2단계 구조가 1단계 구조로 통합될 가능성도 있음을 배제하지는 않고 있다.

이러한 기본적인 원칙 하에서 일본의 Progamat에서는 증권계좌나 은행거래를 월렛(unhosted wallet) 즉, 개인 지갑을 통해 수행하는 방식 및 지갑 내에서 스테이블 코인과 법정통화 사이의 교환업무를 지원하는 것까지 구상하고 있다.[442]

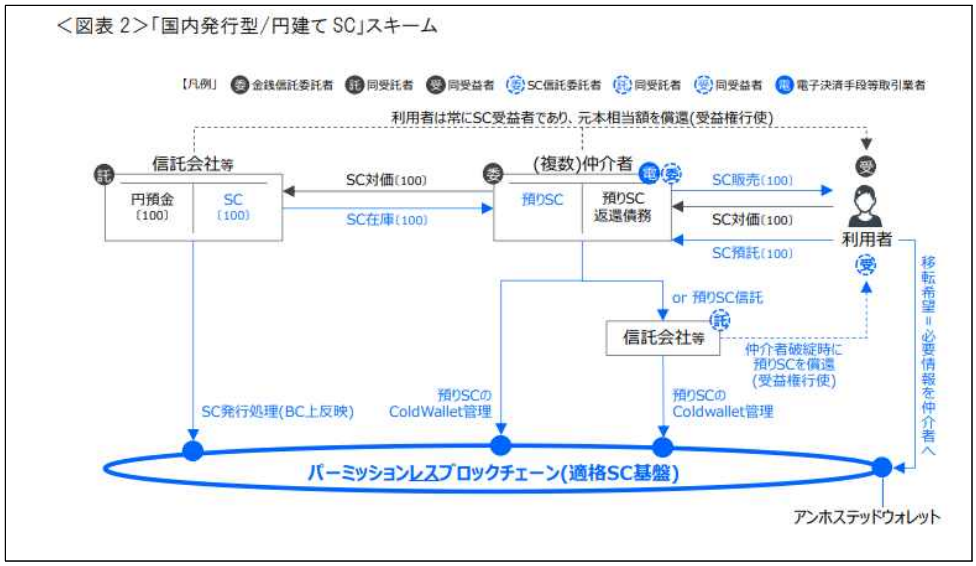
---

440) MUFG, ST研究コンソーシアム(SRC), セカンダリ・DLT擴張WG, 2期 報告書, 2022年3月 ST研究コンソーシアム, p26

441) 이와 관련하여 비식별정보라고 하더라도 우리나라의 경우에는 식별가능성만으로 개인정보로 취급될 수있으므로 동일한 방식이 우리나라에서도 구현 가능할지는 의문이고 적어도 일본과 같은 방식으로 구현될 수 있도록 개인정보보호법이나 신용정보보호법상의 규제가 완화될 필요는 있어 보인다.

현재 Progamat의 계획안에 나타나 있는 스테이블 코인 발행 프로세스를 살펴보면, 신탁회사는 특정금전수익증권을 발행하는 방식으로 신탁된 엔(¥)화예금의 수익자인 이용자를 위하여 수익증권을 발행하고 이 수익증권을 토큰화시켜 스테이블코인으로 발행할 것을 예정하고 있다.

<그림 4> Progmat 내 스테이블코인 발행 및 유통 구조



실제로 Progmat에서는 2023. 6. 2. 이더리움을 포함한 다양한 퍼블릭 체인에서 발행된 스테이블 코인을 활용하여 결제의 편의성을 도모할 예정이라고 발표하였다.[443]

7) 양도효력 발생을 위한 제3자 대항력 인정 요건

442)デジタルアセット共創コンソーシアム, パーミッションレス型ステーブルコインの 健全な導入・普及に向けた整理, (2022. 12). p3

443) 三菱UFJ信託銀行株式會社 株式會社Datachain TOKI FZCO パブリックブロックチェーン間のステーブルコイン利用取引を可能とする、「Progmat Coin」×「Datachain」×「TOKI」の技術提携について 보도자료 (2023. 6 .2.); https://www.tr.mufg.jp/progmat/#media (2023. 7. 8. 최종 확인)

스테이블코인 발행과 관련하여 Progmat의 내부 협의체인 디지털자산 공동 조성 컨소시엄(Digital Asset Co-Creation Consortium)에서는 특정 금전신탁형 수익증권의 양도 효력과 관련하여 기존에 수익증권의 이전방식에서 인정받은 특례를 그대로 적용할 수 있는지에 대하여 명확하지 않다고 지적하고 있다. 그리고 신탁법상 신탁수익권 양도의 대항요건이 규정되어 있는 신탁법 제94조 및 제195조의 내용과 충돌하지 않는 방식을 연구해야 한다고 언급하고 있다.

이와 관련하여 일본의 Progamat WG 보고서에서는 “퍼미션리스형 SC에(스테이블코인)에 대해 채권양도의 제3자 대항요건(수익자 명부 기재)이 필요한 경우, 산업경쟁력강화법을 통해 제3자 대항요건에 관한 특례를 활용하여 정보시스템을 이용한 통지를 인정하거나 승낙 그 자체로 제3자 대항요건을 대체할 수 없는지 검토할 필요가 있다.”고 정리하고 있다.

8) P2P 거래 허용 가능성 및 지갑거래의 고객확인의무 이행

Progmat는 이용자 개인이 개인키를 보관하는 비수탁형 개인지갑(unhosted wallet)에서 스테이블코인을 보관하면서 이용자가 직접 분산원장에서의 결제를 수행하는 모델을 구상하고 있다.[444]

결제수단으로 스테이블코인이 활용되면 이 스테이블코인을 수취하는 금융상품거래업자가 자금세탁방지의무를 이행해야 한다. 만일 퍼미션리스형 분산원장[445] 방식의 네트워크에서 비수탁형 개인지갑(unhosted wallet)으로 스테이블 코인의 이전을 가능하게 할 경우에는 금융상품거

444) デジタルアセット共創コンソーシアム, パーミッションレス型ステーブルコインの 健全な導入・普及に向けた整理, (2022. 12) .p3
445) 퍼미션리스형 분산원장이란 퍼미션드 분산원장의 반대 개념으로, 노드 참여에 허가를 필요로하지 않는 공개형 분산원장을 의미한다.

래업자의 입장에서는 신원 확인업무를 수행하기 어려울 수 있고 자금세탁방지 측면에서 규제 공백이 발생할 수 있다.

이를 위해서는 분산원장에 개인지갑 연동을 허용하면서 화이트리스팅 즉, 지갑주소와 개인의 신원을 연동하는 절차(개인의 신원을 확인하고 등록하는 절차로도 볼 수 있다)를 반드시 수행해야 할 것으로 보이고 신원확인이 불가능한 지갑에 대하여 거래를 중단하거나 종료하도록 시스템 설계가 이루어져야 할 것이다.[446]

(3) JSTO 협회 가이드라인의 분산원장거래방식

일본 STO협회[447]에서는 여러 가이드라인 및 지침을 마련하여 회원사들에게 기초적인 안내를 하고 있다. 기본적인 거래 시스템에 관련된 지침을 살펴봄으로써 분산원장 구축 및 운영방식에서 참고할 만한 점을 도출하고자한다.

1) 기간시스템 가이드라인[448]

일본 STO협회에서는 “전자기록이전권리 등의 발행시장을 담당하는 기간시스템 가이드라인(이하 ”기간시스템 가이드라인“)을 제공하여 각 회원사의 시스템에 대한 지침을 제공하고 있다. 본 가이드라인은 정회원들의 심사나 검증 기준 등의 참고자료로 만들어진 것으로 각 회원사가 해당 내용에 구속되지는 않는다.[449] 또한 여기서의 기간 시스템이란 단

446) デジタルアセット共創コンソーシアム, パーミッションレス型ステーブルコインの 健全な導入・普及に向けた整理, (2022. 12.) , p2
447) 일본 STO협회는 금융투자업자들이 주력이 되어서 전자기록이전권리를 활용한 사업을 목적으로 결성한 협회이다.
448) 電子記錄移轉權利等の發行市場を担う基幹システムのガイドライン, 一般社団法人日本 STO 協會, (2020. 4. 23.)
449) 電子記錄移轉權利等の發行市場を担う基幹システムのガイドライン, 一般社

일 시스템을 의미하는 것이 아니라, 전자기록 이전권리의 발행을 위하여 필요하다고 생각되는 시스템의 총체를 의미하는 것이라고 한다.[450] 따라서 단일 거래 플랫폼이나 앱이 아니라 분산원장 네트워크 자체에도 적용되는 기준이라고 볼 수 있다.

2) 기간시스템의 구성 및 각 기능

기간시스템은 우선 기본 기능을 주요기능, 부수기능, 그리고 연계기능 3가지로 나누고 있다. 그리고 주요기능은 토큰 거래를 위한 주요기능을 의미하는 것으로, 토큰의 기본적인 동작, 보관 및 결제기능을 정의하고 있다.

① 토큰의 기본적인 동작

- 발행 : 전자기록 이전권리 등에 의하여 자금조달을 실행하는 경우 발행인의 요청에 따라 토큰을 발행하는 기능
- 배포 : 토큰을 투자자에게 배포하는 기능
- 이전 : 기간 시스템 밖에서 소유권 이전이 발생한 경우 토큰을 배포받은 투자자로부터 시스템 밖의 다른 개인이나 법인에게 토큰을 이전하는 기능
- 상환 : 일정한 기간이 만료된 이후에 발행한 토큰의 개별적인 내용에 따라서 재산적 가치를 소실시키는 경우
- 추가발행 : 발행인이 추가 자금 조달을 실행하는 등의 경우 동일한 기간 시스템을 활용하여 동일한 토큰을 추가로 발행하는 경우
- 분할 : 발행한 토큰을 분할하는 경우, 자금조달 실행 이후에 토큰을 2

団法人日本 STO 協會, (2020. 4. 23.) p 5,
450) 電子記錄移轉權利等の發行市場を担う基幹システムのガイドライン, 一般社団法人日本 STO 協會, (2020. 4. 23.) p 5

이상의 수로 분할하는 경우 등

- 이전 제한 : 일부 또는 전부에 대하여 투자자로부터 다른 개인이나 법인으로의 이전을 제한하는 경우로, 예를 들면 적격기관투자자 E는 본인확인이 완료된 투자자 등의 제한된 투자자들간의 이전을 허용하고 그 이외의 투자자에게는 이전을 허용하지 않는 경우가 있을 수 있고, 또 다른 경우로는 보호예수 기간 중에 있는 등으로 처분이 제한될수 있으므로 이러한 경우에 활용하는 기능
- 강제이전 기능 : 담보로 제공된 투자자의 토큰이 청산되었거나 할 경우에는 투자자가 아니라 채권자에게 해당 토큰이 이전되어야 하고 이때에는 투자자의 동의 없이 토큰이 이전될 수 있음
- 재배포 : 발행된 토큰이 시스템상 오류로 사라진 경우 해당 투자자에게 동일한 수량과 가격의 토큰을 재차 배포할 수 있는 기능
- 역이전 : 발행된 토큰이 이전된 경우, 이전의 반대되는 방향으로 처리를 할 수 있는 기능. 토큰이 오전송, 해킹된 경우등 본래 토큰 수령자가 아닌 다른사람에게 전송된 경우에는 해당 거래를 취소하고 역 이전시킴.[451]
- 토큰 기본 동작의 정지 기능 : 발행된 모든 토큰에 대하여 기간시스템을 통해 토큰의 기본동작을 정지시키는 기능을 의미함

② 토큰의 보관

토큰의 보관은 두가지 방식이 가능하다. 우선 금융상품거래업자가 직접 보관할수 있고 제3자에게 위탁하여 보관할수 있다. STO협회에서는

451) 電子記錄移轉權利等の發行市場を担う基幹システムのガイドライン, 一般社団法人日本 STO 協會, (2020. 4. 23.) p6, STO협회에서 이러한 기능을 채택하는 것을 생각해보면 분산원장의 요건으로 삭제를 불가능하도록 하고 있으므로 대신 역이전 기능을 추가하여 오전송된 경우 그러한 사건의 발생을 무효화시키도록 하는 것으로 이해된다.

각 회사가 보관으로 인해 발생가능한 위험요소와 유출가능성으로 부터의 회피 등 장점과 단점을 비교 형량하여 결정하도록 권고하고 있다. 관련하여 1차 워킹그룹의 의견은 다음과 같다.[452]

<표8> 토큰(ST) 보관에 대한 1차 워킹그룹의견

1. 증권사가 보관기관으로서 토큰을 관리할 경우 기반 시스템이 여러 개이고 분산원장이 모두 상이할 경우 증권사가 다양한 규격의 토큰을 관리해야할 수 있음. 이러한 위험을 방지하기 위하여 보관계획에 대하여 공통된 접근도 필요할 것임
2. 유출의 관점에서 프라이빗이나 컨소시엄 분산원장을 활용하거나 지갑주소와 본인확인을 통한 신원정보를 연계하여 등록된 투자자만 토큰을 보유할 수 있는 기능이 구현되어야 할 것임
3. 전자기록이전권리등 자금결제법상 암호자산에서는 발행주체의 유무에 따라서 금융상품거래업자의 관리권한의 차이가 있을 수 있음. 즉, 발행주체가 없는 경우에는 해킹의 위험이 상당히 높겠지만 관리자가 존재하는 전자기록 이전권리의 경우 유출시에도 토큰의 기능을 소멸시키거나 역이전을 통해서 관리와 유출 위험을 줄일 수 있을 것임

우선 첫 번째 분산원장 기반기술에 따라서 발행되는 토큰의 종류가 상이할 수있다는 점을 언급하고 있고 이때 보관에 요구되는 고려 요소가 모두 다를 수 있다는 점을 지적하고 있다. 두 번째, 유출을 방지하기 위해서는 프라이빗 분산원장을 활용하는 것이 안전하며 신원정보를 연계하여 등록함으로써 고객확인의무를 충실하게 이행해야 한다는 점도 강조하고 있다. 세 번째로 발행인을 확인할 수 있는 경우에는 해킹시 발행인을 통해 토큰의 기능을 소멸시키면 되지만 발행인을 확인할 수 없는 경우에는 해킹시 토큰의 이전 등을 방지하기 어렵다는 점을 언급하고 있다. 따라서 프라이빗 분산원장을 활용하고 발행인의 존재가 명확한 토큰증권을

452) 電子記錄移轉權利等の發行市場を担う基幹システムのガイドライン, 一般社団法人日本 STO 協會, (2020. 4. 23.), pp7,8

취급하는 것이 보관 및 관리상 장점이 있음을 확인할 수 있다.

③토큰의 결제

결제 기능의 경우에는 기간시스템에 포함되어 구축됨으로써 전체 시스템과 일체화되는 것이 바람직한 측면이 있다. 결제의 편의를 위해서는 국내에서 이용가능한 스테이블코인이나 CBDC 활용에 대해서도 논의될 수 있다고 언급한다.

1. 현재 외국에서는 중앙은행이 발행한 디지털통화(CBDC)의 발행 논의가 이루어지고 있고 장래에 일본 내에서도 CBDC가 결제수단으로 이용될 가능성이 존재함 2. 만일 CBDC가 결제수단으로 활용된다면 전자기록이전권리의 유동성이 더 높아질 수 있음. 3. 또한 토큰의 보관수단과 결제 편이성도 함께 논의될 수 있는 부분임.

토큰의 발행과 배포, 이전과 관련해서는 토큰의 소유자, 내역, 투자자별 보유수량, 발행된 총 토큰 수량 등이 관리될 수 있어야 함을 추가로 언급하고 있다.[453] 그밖에도 자금세탁방지를 위한 위험탐지 시스템, 그리고 고객 확인서비스와 연계, 정보보안, 개인정보보호 등을 부수 기능으로 제시하고 있다.

3) 전자기록이전권리에 관한 분별관리가이드라인

금융상품거래업자는 금융상품거래법 제43조의2 제3항에 따라서 고객자산의 분별관리상황 및 전자기록이전권리 분별관리를 위한 내부통제지

453) 電子記錄移轉權利等の發行市場を担う基幹システムのガイドライン, 一般社団法人日本 STO 協會,(2020. 4. 23.) p9

침을 마련해야한다. 이에 일본 STO 협회에서는 이러한 내용을 담은 가이드라인을 제시하고 있다. 특히 이 가이드라인에서는 전자기록이전권리의 분별관리와 함께 고객이 예치한 금전에 대한 분별관리 및 보관방식에 대해서도 제시하고 있다[454]. 금융상품거래업자가 전자기록이전권리를 자체적으로 관리할 경우에는 이에 대한 현실보관의무, 분별관리의 상황에 대한 확인의무를 부담한다.[455] 그리고 금융상품거래업자는 전자기록 이전권리를 제3자에게 위탁해서 관리할수 있으나 이와 관련하여 위탁 전에 고객에게 사전 동의를 받아야 한다. 고객의 예치금을 보관할 경우 신탁은행에 보관업무를 위탁할 수 있으며 이 때 신탁은행은 고객의 예치금이라는 사실을 외부에 표명할 수 있을 정도로 소유자를 정확하게 공시해야 한다.[456]

(4) 검토

일본에서는 금융상품거래법상 전자기록이전권리에 근거규정을 통해 분산원장을 활용한 거래 인프라를 구축하고 있다. Progmat 사례에서 보듯이 일본에서는 하나의 분산원장 위에 여러 금융상품거래업자 및 수탁업자가 노드에 참여하고 각 노드별로 금융상품거래업자가 별도로 토큰을 발행하고 보관 관리하는 방식을 기획하고 있다. 이는 EU의 DLTR의 경우 매매체결 및 결제와 관련하여 인프라에 대한 규칙을 제정한 것과 매우 비교되는 부분이고 그렇기 때문에 전체적인 거래 시스템의 관점이 아니라 발행 기능을 중심으로한 시스템의 구축과 분산원장 운영에 관련된 지침이 다수 존재하는 것으로 생각된다.

---

454) 一般社団法人 日本ＳＴＯ協會, 電子記錄移轉權利に係る分別管理ガイドライン 제2-2, (2022. 1. 27)

455) 一般社団法人 日本ＳＴＯ協會, 電子記錄移轉權利に係る分別管理ガイドライン 제3-2-2 (2022. 1. 27)

456)一般社団法人 日本ＳＴＯ協會, 電子記錄移轉權利に係る分別管理ガイドライン 제3-2, (2022. 1. 27)

5. 국내 분산원장기반 금융거래인프라 규제 방향성[457]

(1) 서론

국내 분산원장기반 금융거래인프라의 규제 방향은 2023. 2. 6.자 토큰증권 발행 및 유통 규율 체계 정비 방안(이하 “토큰증권 정비방안”)을 통해 확인할 수 있다. 토큰증권 정비방안에 따르면 금융당국에서는 분산원장 형태로 전자증권법상 전자등록부 제도를 신설하고 분산원장 형태의 전자등록부를 기록 및 관리할 수 있는 발행인계좌관리기관을 신설하며 장외거래중개업자 제도를 신설하겠다는 내용을 발표하였다. 이러한 3가지 제도 개선안에 대하여 간단하게 살펴보고자 한다. 그리고 이에 더하여 앞서 살펴본 외국 사례에 비추어 우리나라 제도 및 분산원장기반 거래인프라에 대한 논의를 하고자 한다.

(2) 금융당국의 토큰증권 발행 및 유통 규율 체계

1) 토큰증권 개념

금융당국에서는 토큰증권이란, 분산원장 기술을 활용해 자본시장법상 증권을 디지털화한 것을 의미한다고 정의하면서 비증권형 디지털자산에 대비되는 개념이라고도 설명하고 있다. 증권 제도 측면에서는 증권의 새로운 발행 형태이고 특히 분산원장기술을 기반으로 하여 토큰형태로 발행된다는 측면에서 토큰증권으로 명칭을 정리하였다고 설명한다.[458]

---

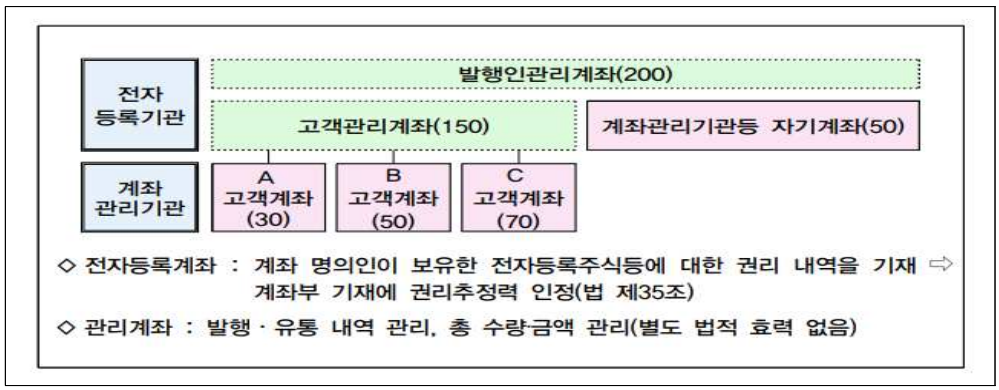
457) 이하 부분은.2023. 7. 1. 개최된 사)한국상사법학회 2023년 하계국제학술대회 A세션의 제2주제 “디지털금융생태계 내에서의 토큰증권 규제의 과제” 발표문을 기초로 작성되었음을 밝힌다.

458) 금융위원회, “토큰증권 발행 및 유통규율체계 정비방안”,(2023. 2. 6.) p2

2) 기존 증권 발행 및 유통 구조

자본시장법에서는 실물증권의 집중예탁 및 계좌간 대체를 통해 부동화를 달성하였다.[459] 그리고 2019년 전자증권법이 시행되면서 상장증권은 전자등록 방식으로 전환되면서 무권화가 완성되었다. 현재 전자증권법상 계좌체계는 전자등록기관과 계좌관리기관으로 구성된 2단계 계좌구조를 취하고 있다. 토큰증권의 발행 및 유통을 위하여 도입되는 분산원장 방식의 계좌 구조를 이해하기 위하여 전자증권법상 기존 계좌구조를 살펴볼 필요가 있다.

<그림 5> 전자증권법상 계좌구조[460]



전자등록계좌부에는 고객계좌부와 자기계좌부가 있는데 각 권리자가 해당 장부의 개설주체이다. 즉 고객계좌는 고객이 계좌관리기관에 개설하는 계좌이고 자기계좌는 계좌관리기관이 전자등록기관에 개설하는 계좌이며 각 기재 내역은 전자증권법 제35조에 따라 권리추정력이 인정된다. 발행인관리계좌란 발행인 자신이 발행한 전자증권 내역을 관리할 목적으로 전자등록기관에 개설하는 계좌로서, 계좌부 기재에 법률적 효력

459) 천창민, 「Cross-Border Transactions of Intermediated Securities, A Comparative Analysis in Substantive Lawand Private International Law」, Springer (2012) p257

460) 법무부, 금융위원회, 전자증권제도 및 법령 주요내용, (2019. 6.) p9

은 발생하지 않는다. 또한 고객관리계좌란 계좌관리기관이 고객계좌부에 등록된 증권을 관리하기 위하여 전자등록기관에 개설하는 계좌이며 이 역시 법률적 효력은 발생되지 않는다. 각 계좌의 경우 개설 주체와 입력 및 관리주체가 상이하다. 예를들어 발행인관리계좌부는 발행인이 개설하고 자기계좌부는 계좌관리기관이 개설하며 고객계좌부는 고객이 개설한다. 관리주체를 살펴보면 발행인관리계좌부와 자기계좌부, 고객관리계좌부의 기록관리 주체는 전자등록기관이고 고객계좌부의 기록관리주체는 계좌관리기관이다.

고객의 매도(매수)에 따른 기록 과정을 살펴보면 다음과 같다. 고객이 증권회사에 계좌를 개설하면 계좌관리기관인 증권회사가 개설되어 있는 고객계좌부에 고객의 이름과 보유주식, 종류 및 수량을 입력한다(전자증권법 제22조). 계좌관리기관인 증권회사는 고객이 주식을 매도(매수)하면 그 주식의 종목 및 수량의 감소(증가) 내역을 고객계좌부에 기록한다(전자증권법 제22조). 그리고 계좌관리기관은 종목 및 수량의 감소(증가) 사실을 전자등록기관에 통지하고 전자등록기관이 전자등록부상의 고객관리계좌부 상의 해당 주식 총량을 수정·기록하게 된다(전자증권법 제22조). 이후 전자등록기관은 주식양수자의 계좌관리기관 명의로 개설되어 있는 고객관리계좌부상에 주식 총량의 증가(감소) 내역을 기록한다. 다음 전자등록기관이 증가(감소) 기록 사실을 (매수자가 가입된) 다른 계좌관리기관에 통지하고 해당 계좌관리기관은 자신의 고객계좌부에 증액등록을 한다. 그리고 이때 양도의 효력이 발생된다.[461]

3) 분산원장 및 분산원장 기록방식의 추가

앞서 설명한 것이 현재까지의 전자증권법 체계상의 전자등록부 기재의 효력 및 권리 이전 시 효력 발생 과정이었다. 현행법상 증권의 보유에

461) 노혁준. “전자증권법의 상법상 쟁점에 관한 연구: 주식관련 법리를 중심으로”, 비교사법 제24권 4호, 한국비교사법학회 (2017. 11.) p1656

따른 권리가 인정이 되기 위해서는 증권 실물을 점유하거나, 또는 전자등록계좌부(일반 투자자라면 고객계좌부)에 권리자로 등록이 되어 있어야 한다. 그렇다면 토큰증권 보유자의 보유 현황 및 양도의 효력은 어떠한 방식으로 인정받을 수 있는지 문제된다. 토큰증권의 경우 실물이 존재한다고 보기 어렵고 보유자 개인이 개인지갑(디지털자산을 보관하는 지갑, 비수탁형 지갑, unhosted wallet이라고도 한다)에 보관하더라도 실물이 존재하지 않는 디지털자산에 대한 점유를 인정할 수 없다. 또한 전자등록계좌부에 토큰증권 보유현황을 등록할 방법도 없다. 그렇기 때문에 토큰증권의 보유자는 자신이 토큰증권 보유자라고 주장하더라도 발행인에게 그 권리를 주장할 수 없고, 다른 사람의 지갑으로 토큰을 전송함으로써 양도하더라도 양수인은 증권의 권리자로 추정될 수 없다.

이러한 상황에서 토큰증권 정비방안에 따르면 전자증권법상 전자등록부와 마찬가지로 분산원장 방식의 등록부 제도가 도입되고, 이에 따라 토큰증권 보유자는 일정한 요건 하에서 권리자로 추정되며 토큰증권 양도에 따른 권리추정력도 인정받게 된다.

이러한 전제하에서 분산원장 등록부가 어떠한 방식으로 제도화될 것인지를 생각해볼 필요가 있다. 향후 도입될 분산원장 방식의 등록부 제도가 현재 전자증권법상 2단 구조를 취할 것인지 단일 계좌부 형태가 될 것인지는 법개정 단계에서 구체화될 것이다. 하지만 분산원장을 활용할 경우에는 전자등록 방식과 달리 단일 계좌부 형태가 되더라도 무방할 것으로 생각된다. 전자증권법 하에서는 계좌관리기관이 직접 고객계좌부에 주식 수량 변동 내역을 기록하고 수시로 변화하는 수량을 고객계좌관리부에 보고하면 전자등록기관이 발행인관리계좌부와 고객계좌관리부의 총수량을 대조하여 총량관리를 하는 구조였다. 분산원장 등록부 제도를 도입하면 전자등록부를 대체하는 개념으로 분산원장 등록부가 활용될 것이다. 즉, 발행인 또는 발행인에 연계된 계좌관리기관이 직접 분산원장에 발행 내역을 기록하고 권리 주체 및 내역의 변동시마다 개별 거래에 대한 노드 검증을 거쳐 다시 분산원장에 기록될 것이다. 이러한 거래 기록

프로세스는 계좌관리기관의 기록 내역을 전자등록기관이 검증하던 과거의 2단 구조를 대체하는 단일 계좌부 형태로도 충분히 구현이 가능하다. 그렇다면 계좌관리기관이 전자등록기관에 권리변동 내역을 통지하는 등의 중간 과정은 불필요해지고 계좌관리기관이 거래내역을 분산원장에 기록하면 완결적으로 권리추정력이 발생되는 구조로 변화할 가능성도 존재한다.

이처럼 분산원장기술을 활용하면 단일 계좌부구조를 채택하더라도 과거의 2단 구조에서 목적하던바를 달성할 수 있다. 따라서 효율성 측면에서 단일 계좌부 구조를 채택하는 것이 바람직할 것이다.

4) 분산원장의 요건

이때 분산원장의 법적 공부로서 권리추정력 등 증권 기록의 효력을 발생시키기 위해서는 다음의 요건을 갖추어야 한다. 462)

<표9> 분산원장 요건

1. 권리자 정보 및 거래 정보가 시간 순서대로 기록되고, 사후적인 조작·변경이 방지될 것
2. 분산원장에 기록된 권리자 정보 및 거래정보와 실제거래내역 사이의 동일성이 계좌관리기관의 책임으로 입증 가능할 것
3. 권리자 정보 및 거래 정보가 복수의 분산된 장부에 동일하게 기록될 것
4. 전자등록기관, 금융기관 또는 발행인과 특수관계인에 해당하지 않는 계좌관리기관이 다수 참여하여 분산원장을 확인할 수 있을 것
5. 권리자 및 거래 정보 기록을 위해 별도의 가상자산을 필요로 하지 않을 것
6. 분산원장으로 기록하기 적합한 권리를 등록할 것 * 상장증권, 상장DR, 파생결합증권 제외
7. 개인정보보호법, 신용정보법 등 법령을 위반하지 않을 것

462) 금융위원회, “토큰증권 발행 및 유통규율체계 정비방안”,(2023. 2. 6.) p12

위의 분산원장 요건에 따르면 권리자의 정보와 거래정보가 시간순서대로 기록되어야 하고 사후적인 조작과 변경이 방지될 수 있어야 한다. 이는 독일의 전자증권법상 암호증권등록부 요건에도 언급된 바 있는 것으로서 기록의 무결성을 보장하기 위해 반드시 필요한 요건으로 생각된다. 또한 “분산원장으로 기록하기에 적합한 권리를 등록”해야 한다고 언급하고 있는데 이는 전체적인 정비방안의 취지 상 투자계약증권 또 비금전신탁형 수익증권과 같은 신종증권에 한정할 것으로 이해되고 있다.[463] 위와 같은 일곱가지 요건에 대해서는 토큰증권 발행 및 유통 관련 법적쟁점 부분에서 구체적으로 살펴보도록 하겠다.

5) 발행인계좌관리기관의 신설

현행 전자증권법상 계좌관리기관은 고객계좌부에 따른 주식등의 전자등록에 관한 업무, 고객계좌의 개설, 폐지 및 관리에 관한 업무, 고객계좌부의 작성 및 관리에 관한 업무를 수행하는 기관이다(전자증권법 제20조 제1항). 계좌관리기관이 될 수 있는 자와 관련하여 자본시장법상 투자매매업자나 투자중개업자, 은행이나 보험회사 등은 계좌관리기관이 될 수 있도록 규정되어 있다(전자증권법 제19조). 문언상 전자증권법상 제19조에 열거되어 있지 않는 법인이나 자연인의 경우 고객계좌부를 기록할 권리가 없고 기록을 하더라도 그에 따른 권리추정력이 발생하지 아니하다(전자증권법 제35조).

그런데 토큰증권 정비방안에 따르면 기존 전자증권과 달리 일정 요건을 갖춘 발행인이 직접 등록하는 것도 허용될 예정이다.[464] 즉, 전자증권

463) 이를 위해 금융위원회의 토큰증권 발행 및 유통체계 정비방안 p22에 따르면 투자계약증권의 경우에는 유통 관련 제도의 전면 적용이 가능하도록 법을 개정하겠다고 밝히고 있다.
464) 금융위원회, “토큰증권 발행 및 유통규율체계 정비방안”,(2023. 2. 6.) p6

법에 발행인계좌관리기관 제도를 신설하고, 요건을 규정할 것이며 해당 요건에 발행인은 분산원장에 자신이 발행하는 증권을 직접 등록할 수 있게 될 것이다. 다만, 외형적으로 증권의 형식을 갖추었는지, 발행총량이 얼마나 되는지 등에 대해서는 현재의 전자등록기관인 예탁결제원이 심사하게 될 것이다. 한편 요건을 갖추지 못한 발행인은 계좌관리기관의 지위를 취득할 수 없으므로 기존 전자증권과 동일하게 증권사 등 계좌관리기관을 통하여 토큰증권을 발행할 수 있게 된다.

따라서 전자증권법이 개정되면, 비금융회사도 발행인계좌관리기관으로서 계좌관리 업무 및 등록업무를 수행할 수 있게 되고, 발행된 토큰의 권리 변동 내역을 직접 분산원장에 기록하고 관리하게 될 것이다. 발행인이 발행인계좌관리기관으로서 요건을 갖추지 못하면 발행인은 기존 투자중개업자를 통해서 토큰증권을 발행하고 발행에 관여한 투자중개업자가 분산원장에 권리변동 내역을 기록하고 관리하는 역할을 수행할 것이다. 위와 같은 역할을 수행하는 발행인계좌관리기관이 되기 위해서는 다음의 요건을 충족시켜야할 것으로 전망된다.[465]

<표10> 발행인계좌관리기관 요건

1. (분산원장) 분산원장 요건을 충족할 것
2. (자기자본·물적설비·대주주·임원요건) 의견수렴을 거쳐 추후 확정 예정3.
3. (인력요건) 법조인, 증권사무 전문인력, 전산 전문인력 각 2인
4. (손해배상) 투자계약증권 발행량에 비례한 기금 적립
5. (총량관리) 최초 발행 발행수량 변동 일정 주기 시 암호화된 명세를 전자등록기관(KSD)에 통보 → 필요시 전자등록기관의 비교 검증

6) 장외거래중개업자를 통한 소규모 장외시장 형성

465) 금융위원회, “토큰증권 발행 및 유통규율체계 정비방안”,(2023. 2. 6.) p12

발행된 토큰증권의 거래를 위한 유통시장이 개설되지 아니하면 투자자의 자금 회수가 곤란해지고 투자자 보호에 심각한 문제가 발생될 수 있다. 따라서 토큰증권 정비방안에서는 이러한 문제를 해결하기 위해서 토큰증권의 유통을 위한 소규모 장외시장의 개설이 제도화될 예정이다. 이때 장외시장에서 다자간 상대매매방식으로 매매체결이 허용될 것이다. 이러한 장외거래중개업자가 원활하게 매매체결업무를 수행하기 위해서는 장외거래중개업자를 통한 주문제출 시 협회가 운영하는 장외시장에서의 주문제출과 마찬가지로 제119조 제6항의 증권신고서 제출의무대상에서 제외할 필요가 있다.[466] 이를 위하여 향후 자본시장법 시행령 제137조 제3항 제1호 규정에 장외거래중개업자가 수행하는 장외거래를 추가함으로써 장외거래중개업자의 매매체결행위에 대해서도 매출시 신고서 제출 특례를 부여하거나 자본시장법 시행령 제178조 제1호의 장외거래 방법에 협회 뿐만 아니라 신설되는 장외거래 중개업자를 통한 거래도 포함시킬 필요가 있을 것으로 생각된다.

이러한 장외거래중개업자 제도의 신설은 매우 바람직한 측면이 있으나 과연 유통시장의 활성화가 가능한 방향으로 제도가 설계되고 있는지에 대해서는 의문이다. 가령 발표된 토큰증권 정비방안에 따르면 일반투자자의 연간 투자한도를 일정한 금액으로 제한할 것으로 보인다.[467] 사실 금융당국의 입장에 따라 토큰증권을 증권의 발행형태만 변화한 것이고 그 실질은 동일하다는 전제하에서 생각할 때, 이러한 제한을 둘 이유를 찾기 어렵다. 자본시장법에서는 증권의 종류에 따라 투자금액한도를 규정하고 있지는 아니하기 때문이다. 일부 혁신금융서비스를 통해 시범적으로 운영되는 사업의 경우 및 온라인투자연계금융업자의 경우에는 투자금액한도를 두고 있지만 이들의 경우 발행공시 등의 자본시장법상 규제를 전면적으로 받고 있지 않다는 특수성이 있다. 대부분의 혁신금융서비스를 통해 운영되는 증권 발행 플랫폼은 완화된 공시의무의 적용을 받

466) 금융위원회, “토큰증권 발행 및 유통규율체계 정비방안”,(2023. 2. 6.) p10
467) 금융위원회, “토큰증권 발행 및 유통규율체계 정비방안”,(2023. 2. 6.) p10

고, 온라인투자연계금융업자는 자본시장법 적용을 받지 아니하므로 발행공시 규정을 적용받지 아니한다. 따라서 토큰증권과는 본질적으로 그 속성을 달리한다. 토큰증권의 본질을 증권으로 보고 전면적으로 자본시장법상 규제를 적용하면서 투자금액한도를 적용하는 것은 규제에 규제를 더하는 측면이 있다. 따라서 이 부분에 대하여는 제고가 필요하다. .

(3) 토큰증권 정비방안과 전자증권법

1) 토큰증권 분산원장의 정의

토큰증권 정비방안에서는 분산원장이 권리추정력을 발생시키기 위한 요건을 제시하고 있다. 향후 전자증권법에서는 토큰증권 정비방안에서 제시된 요건을 구체화함과 동시에 분산원장에 대한 정의 규정을 신설해야할 것이다.

참고로 EU DLTR에서는 'DLT'는 분산화된 장부의 운영과 사용을 가능하게 하는 기술을 의미한다(2조 1항)고 규정하고 있고, '분산원장'은 거래 기록을 보관하고 합의 메커니즘을 사용하여 일련의 DLT 네트워크 노드 간에 공유되고 동기화되는 정보 저장소를 의미한다(제2조 제2항)고 규정하고 있다. 그리고 '합의 메커니즘'은 DLT 네트워크 노드 사이에서 거래가 유효하다는 합의에 도달하는 규칙과 절차를 의미한다(제2조 제3항)고 규정하고 있으며 'DLT 네트워크 노드'는 네트워크의 일부이며 분산원장에 있는 모든 거래 기록의 전체 또는 일부 복제본을 보유하는 장치 또는 프로세스를 의미한다(제2조 제4항)고 규정하고 있다.

마찬가지로 전자증권법에 분산원장 방식의 전자등록이 도입되는 이상 분산원장이란 무엇인지, 분산원장에서의 전자등록은 무엇을 의미하고 어떤 요건을 충족해야하는지 규정될 필요가 있다.

생각건대 "분산원장'은 다수의 참여자가 사전에 약속된 검증 방식을 활용하여 검증된 정보를 공유하고 동기화하는 정보저장장치를 의미한

다.”고 정의할 수 있을 것이다. 다음으로 “합의 메커니즘은 네트워크 참여자 사이에서 거래가 유효하다는 합의에 도달하기위한 규칙과 절차를 의미한다.” 또는 “합의 메커니즘은 네트워크 참여자 사이에서 거래가 유효함을 검증하기 위한 규칙과 절차를 의미한다”고 정의하고 “네트워크 참여자(또는 네트워크 노드)는 네트워크의 일부를 구성하는 요소로서 분산원장에 있는 모든 거래 기록의 전체 또는 일부 복제본을 보유하는 장치 또는 프로세스를 의미한다.”와 같이 규정할 수 있을 것이다.

그리고 전자등록방식 중 분산원장 등록을 추가하고 “분산원장 등록이란 네트워크 참여자가 데이터를 입력하면 합의 메커니즘에 의해 검증된 데이터가 네트워크에 동기화됨으로써 거래의 효력을 발생시키는 행위를 의미한다와 같이 규정함으로써 분산원장 등록의 의미를 구체화할 필요가 있을 것이다.

2) 분산원장 요건

토큰증권 정비방안에서는 분산원장에 대하여 정의를 하지는 않았으나 법적 장부로서 분산원장의 요건을 제시하였다. 이하에서는 이를 구체적으로 검토하도록 한다.

① 권리자 정보 및 거래 정보가 시간 순서대로 기록되고, 사후적인 조작·변경이 방지될 것

토큰증권 정비방안에서는 “기술적으로 권리자의 정보와 거래 정보가 시간순서대로 기록되어야 하고 사후적인 조작과 변경이 금지되어야 한다”고 규정하고 있다. 이 요건과 유사한 규정은 EU의 DLTR 제5조 제2호에도 존재한다. DLTR에서는 다음과 같이 기록 방식에 대하여 규정하고 있다.

<표11> DLTR 제4조의 분산원장 기록 방식

(i) 해당 DLT 금융상품은 분산원장에 기록된다. (ii) 한번에 발행된 DLT 증권의 수 또는 발행된 DLT 증권 중 DLT 결제시스템에서 결제되도록 승인된 증권의 수는 언제나 분산원장에 기록된 증권의 수와 일치한다 (iii) DLT 금융상품의 거래 기록과 관련하여 중앙예탁기관은 즉각적으로 이전 거래를 기록하여야 한다. (iv) 증권의 초과 인출, 지급초과잔액, 증권의 부적절한 생성이나 삭제를 허용하지 않는다.

즉, DLTR에서도 결제시스템 운영자로 하여금 해당 시점의 유통수량과 발행수량을 동일하게 기록할 의무를 부담시키고 있으며 결제시스템운영자의 기록에 대한 부적절한 생성이나 삭제를 금지하고 있다. 결국 분산원장의 기록의 무결성이라는 목적을 달성하기 위해서 결제시스템운영자로 하여금 임의 삭제를 금지하고 변경을 불허하고 있는 것이다.

② 분산원장에 기록된 권리자 정보 및 거래정보와 실제거래내역 사이의 동일성이 계좌관리기관의 책임으로 입증 가능할 것

토큰증권 정비방안에서 제시된 분산원장의 두번째 요건은 분산원장의 기록과 실제 거래내역 사이의 동일성은 계좌관리기관이 입증할 수 있어야 한다는 것이다. 계좌관리기관이 기록을 수행하므로 그 기록의 진실성에 대한 입증책임은 기록을 수행한 자가 부담하는 것이 타당할 것이다. 토큰증권 정비방안에서는 계좌관리기관이 “동일성을 입증할 수 있어야 한다”고만 언급하고 있는데 발행에 관여한 계좌관리기관 내지 발행인계좌관리기관(이하 “발행인계좌관리기관 등”으로 통칭한다)을 의미하는 것인지 아니면 유통에 관여한 계좌관리기관에게까지 책임을 묻는 것인지 명확하게 나타나 있지는 아니하다. 만일 전자등록업무를 발행인계좌관리

기관만 수행할 수 있다면 동일성에 대한 입증책임 부담 주체 역시 동일하게 제한되어야 하고 단순하게 유통에 관여한 계좌관리기관은 책임을 부담해서는 안될 것이다.

③ 권리자 정보 및 거래 정보가 복수의 분산된 장부에 동일하게 기록될 것

세 번째 요건인 권리자 정보와 거래정보가 복수의 분산된 장부에 동일하게 기록되어야 한다는 요건은 다수의 노드 참여자가 동일한 기록에 대하여 유효성을 검증하고 기록해야함을 의미한다. 이는 다음 네 번째 요건과 함께 살펴보도록 하겠다.

④ 전자등록기관, 금융기관 또는 발행인과 특수관계인에 해당하지 않는 계좌관리기관이 다수 참여하여 분산원장을 확인할 수 있을 것

네 번째 요건은 분산원장의 기록 내역을 다수 금융기관이나 계좌관리기관이 참여하여 확인할 수 있어야 한다는 것이다. 이는 단순한 확인을 넘어서 다수의 네트워크 참여자가 함께 검증할 수 있어야 함을 의미한다.

셋째와 넷째 요건의 경우에는 노드 참여자와 관련된 요건이라는 점에서 함께 살펴볼 필요가 있다. 두 요건을 함께 해석하면, 분산원장에 다수의 계좌관리기관이 노드로 참여하여 거래내역을 등록하고 또한 분산원장에 대한 기록검증을 수행한다고 볼 수 있다. 이에 따르면 직접 등록하는 발행인계좌관리기관, 검증을 수행할 다른 계좌관리기관이 분산원장 네크워크에 참여해야하고 선택에 따라서 전자등록기관이 참여할 수도 있을 것이다. 이러한 구조는 발행이나 유통이 이루어지면 그에 따른 발행 이력 및 권리자 변동 내역이 노드로 전파되고 각 계좌관리기관이 노드로

참여하여 기록을 검증한 후에 최종적으로 발행인계좌관리기관이 등록하는 구조가 될 것이다.[468] 이러한 과정 중 증권의 수량이 잘못 기록되거나 권리변동 내역에 오기가 발생하는 등 기록에 대한 부적절한 생성이나 삭제가 있었을 경우 이와 같은 잘못된 기록에 대한 책임을 누가 부담하게 되는지 문제될 수 있다. 즉, 발행 및 등록의무를 부담하지는 아니하지만 기록의 유효성 검증에 참여한 노드도 기록의 무결성에 대한 책임을 부담하는지와 관련된 문제가 제기될 수있다. 일차적으로는 발행인계좌관리기관 등이 등록 및 관리자로서의 책임을 부담해야할 것이고, 내부적으로 다른 노드참여자에게 책임이 있음이 입증된다면 발행인계좌관리기관 등은 다른 노드참여자에게 구상권을 행사할 수 있을 것이다.

⑤ 권리자 및 거래 정보 기록을 위해 별도의 가상자산을 필요로 하지 않을 것

468) 이와 관련하여 매매체결주체도 전자증권법 규정상 투자중개업자로서 계좌관리기관의 지위를 갖게 된다. 그런데 현재 토큰증권 정비방안의 해석상 발행에 관여한 계좌관리기관만 등록을 수행할 수 있다고 보는 견해가 존재한다. 그러나 만일 발행에 관여한 계좌관리기관만 등록을 수행하면 매매체결주체는 그 결과를 분산원장에 입력함에도 불구하고 바로 법적 효력을 발생시킬수 없어 투자자 보호에 불리하다. 나아가 매매체결 주체가 분산원장에 입력하지 못하고 API로 거래 결과를 전송해야하면 전송하는데 소요되는 시간만큼 결제 불이행 리스크가 존재한다. 이는 투자자에게 불리한 결과를 야기할 수 있다. 따라서 같은 노드참여자로서 장외거래중개업자와 발행인계좌관리기관이 존재하는 상황에서 발행인계좌관리기관만이 전자등록을 수행할 수 있다고 보는 견해는 분산원장 기술의 활용 면에서도 부정적인 결과를 초래할 뿐만아니라 투자자 보호에도 미흡한 결과를 초래하는 주장을 하고 있다고 생각된다. 이러한 주장은 분산원장 구조를 잘 이해하지 못한데서 기인한 것으로 생각된다. 매매체결주체가 직접 노드참여자로서 기록을 수행하고 기록이 전파하는 구조로 설계하면 가장 효율적인 시스템이 될 수 있기 때문이다. 동일한 분산원장 내에서 발행인계좌관리기관만이 등록업무를 수행할 수 있다고 가정한다면 매매체결 결과값을 분산원장이 아니라 다시 API를 통해서 전달해야하므로 부정확하고 경제적이지 아니하며 분산원장 활용의 의미가 상실될 수 있다.

다음으로 토큰증권 정비방안에서는 권리자와 거래 정보기록을 위하여 별도의 가상자산을 필요로 하지 않아야 한다는 요건을 제시하고 있다. 이는 토큰증권의 전송(이전)을 위해서 가스비가 필요한 분산원장은 활용할 수 없다는 의미로 이해되고 있으며 기본적으로 프라이빗 분산원장의 활용을 권고하는 요건으로 이해될 수 있다. 우리나라와 달리 DLTR이나 독일의 전자증권법에서는 분산원장 요건과 관련하여 프라이빗 분산원장일 것을 요구하지는 않는다.

일반적으로 분산원장을 활용할 경우 다양한 주체의 노드 참여를 통한 기록검증이 가능하고 그에 기해 위·변조가 어렵다는 점이 장점으로 제시된다. 하지만 퍼블릭 기반으로 발행된 토큰증권의 경우 해킹에 의해 탈취될 가능성을 배제하기 어렵고, 해킹으로 인해 탈취된 자산의 복구가 어렵다는 현실적인 문제가 존재한다. 반면 프라이빗 기반의 분산원장을 활용할 경우 완전한 탈중앙화 시스템으로 볼 수 없으므로 분산원장 기술을 제한적으로 활용한 것으로 평가될 수 있으며 분산원장의 개방성이나 투명성을 완전하게 구현하기 어렵다는 단점이 있다. 그대신 프라이빗 기반의 분산원장을 활용할 경우 해킹시 스마트컨트랙트를 통해 토큰 기능을 소멸하는 방법등의 구현을 통해 해킹 등 침해 사고 발생시 시스템을 안정적으로 운영할 수 있고 이는 퍼블릭 분산원장 방식에 비하여 장점으로 평가될 수 있다. 퍼블릭 분산원장은 기술적으로 발전 속도가 높고 상호호환성 측면에서도 장점이 있기는 하나 현재까지 보안적 측면에서 취약성이 존재하는 이상 프라이빗 분산원장의 활용을 강제하는 것도 타당한 측면이 있다고 본다. 향후 퍼블릭 분산원장의 자유로운 활용이 가능해지기 위해서는 퍼블릭 분산원장에 대한 기술적인 보안 조치의 강화를 반드시 요구해야할 것이다.

⑥ 분산원장으로 기록하기 적합한 권리를 등록할 것

토큰증권 정비방안의 분산원장 요건 중 여섯번째는 분산원장으로 기록하기에 적합한 권리를 등록해야한다는 것이다. 이는 다음 목차에서 살펴보도록 하겠다.

⑦ 개인정보보호법, 신용정보법 등 법령을 위반하지 않을 것

일곱 번째로 개인정보보호법이나 신용정보법 등 법령을 위반하지 않을 것을 요건으로 하고 있다. 거래정보의 기록을 위해 노드에 개별 고객의 정보 등이 공유될 수 있을 것이므로 사전에 개인정보보호법이나 신용정보법상의 요건에 부합하게 시스템을 설계할 필요가 있을 것이라는 점에서 타당한 요건으로 생각된다. 다만 거래기록 유효성 검증을 위해서는 노드 간에 거래기록(이전 거래 기록 등)이 공유되어야 하는데 이 과정에서 불가피하게 이전 거래의 지갑주소 등이 공유될 수밖에 없는 측면이 있다. 그런데 지갑주소는 개인정보로 취급되며 그밖의 정보 역시 다른 정보와 결합되어 식별 가능한 경우에는 모두 개인정보로 해석되므로 사실상 노드간 공유대상 정보는 모두 식별가능한 정보일 가능성을 배제할 수 없다. 만일 지갑주소를 다시 암호화하는 등으로 모든 공유대상 정보를 암호화 해야한다면 분산원장기반 거래 인프라를 활용한 거래는 사실상 불가능해질 수 있다. 천편일률적으로 개인정보보호법과 신용정보법의 준수를 요구하기 보다는 일정한 정도로 익명화조치가 이루어진 정보를 활용하되 개인의 동의절차를 준수하고, 유출을 방지할 수 있도록 하는 별도의 조치를 취하도록 함으로써 개인정보보호와 시스템 운영의 효율성 사이에 조화를 추구할 필요가 있다.

결론적으로 거래기록 유효성 검증을 위한 데이터 공유에 있어서 개인정보보호법이나 신용정보보호법에 대한 특례를 인정할 필요가 있다. 이하에서 좀 더 자세히 설명하도록 하겠다.

3) 분산원장 기록에 적합한 증권

분산원장 요건의 6번째 요건이 분산원장에 기록하기에 적합한 권리를 등록해야한다는 것이다. 토큰증권 정비방안에서는 사실상 분산원장 등록 대상 증권으로 비금전신탁형 수익증권 및 투자계약증권으로 제한하고 있다. 특히 상장증권과 상장 DR, 파생결합증권은 제외되어 있다.

현재 전자증권법에서는 전자등록 대상 증권으로 “전자등록되는데에 적합한 것”으로 정의하고(전자증권법 제2조 제1호 거목) 유통가능성 및 대체가능성 등을 고려(전자증권법 시행령 제2조 제3항)해야 한다고 규정하고 있다. 전자등록에 적합한 성질을 위 조문상의 “대체가능성이나 유통가능성”으로 정의하고 분산원장 기록에 적합한 성질을 위와 동일하게 본다면 대상증권의 종류를 투자계약증권이나 비금전신탁형 수익증권으로 제한할 이유는 없을 것이다. 따라서 과연 분산원장에 기록하기에 적합한 특성은 무엇인지 논의될 필요가 있다. 한편 최근 금융위원회 공고 제2023-54호의 전자등록업규정 일부개정고시안에서는 “제119조제1항 공모 및 제130조 제1항 소액공모 방식으로 모집매출된 투자계약증권에 한정" 하는 것으로 규정하고 있는데 이에 비추어 볼 때 전자등록에 적합한 성질을 무엇으로 보는지에 대해 의문이 생긴다. 왜냐하면 투자계약증권의 경우에 반드시 공모발행 방식으로 모집매출된 경우에만 유통성을 갖는다고 볼 이유는 없기 때문이다. 그리고 이와 별개로 전자등록에 적합한 성질과 분산원장에 기록하기에 적합한 성질을 다르게 보고 있는 것인지, 만일 다르게 본다면 그 이유는 무엇인지에 대해서도 명확하지 않은 부분이 있다.

분명한 것은 기술적으로 분산원장에 기록하기에 적합한 권리가 별도로 존재하는 것은 아니라는 점이다. 기술적으로는 증권의 6가지 종류를 분산원장을 통해 거래하는 것이 불가능하지는 않다. 다만 주식이나 사채의 경우에는 명의개서등의 다른 부수적인 절차 등이 문제될 수 있고 거래량이 많고 거래관여자가 다수인 경우에는 처리 속도 등이 문제될 여지는

있을 것이다. 또한 EU의 DLTR에서도 거래 대상 또는 기록 대상 금융상품을 일부 주식, 채권, 및 집합투자 증권으로 제한하고 있는데(제2조 제11항)[469] 그 이유로 투자자 보호 및 시장의 무결성과 금융안정성의 측면을 제시하고 있다.

생각건대 분산원장 기록 대상 증권을 정함에 있어서 거래 빈도나 거래량 등을 감안하여 비정형증권인 비금전신탁형 수익증권과 투자계약증권으로 제한한 것이라면 일응 타당한 측면이 있다. 하지만 분산원장 방식 거래의 효용성이 입증된다면 장기적인 관점에서 대상 증권을 확장해야할 필요가 있을 것이다.

4) 거버넌스 및 운영 주체 관련 쟁점

우리나라는 분산원장에 다수의 계좌관리기관이 노드로 참여할 것을 요건으로 하고 있다. 한 개 분산원장에 다수의 계좌관리기관이 참여하고 각자 전자등록업무를 수행할 수 있는 구조를 예정하고 있다고 볼 수 있다. 만일 참여한 계좌관리기관이 직접 발행 및 등록업무를 수행할 수 없다면 모든 계좌관리기관이 발행을 위해 개별적으로 분산원장 네트워크를 구축해야한다는 것인데 이는 경제적이지 않을 뿐만 아니라 현실적이지 않다. 거래 인프라를 다수 개설할수 있도록 하는 것은 시장의 자율성을 고려한 것으로서 바람직하지만 반드시 모든 업자가 개별적으로 인프라를 구축하도록 하는 것 역시 사회적인 자원의 낭비일 수 있다. 따라서 다수 참여자가 한 개 분산원장을 활용하는 구조를 상정할수 있고 이때 각 노드로 참여하는 자들은 각기 금융투자업자로서 개별적으로 서비스를 제공할 수 있을 것이다. 그렇다면 이때 분산원장 개설 주체와 각 노드간의 관계가 문제될 수 있다. 따라서 앞서 Progmat 사례 등에서도 본바와 같이 분산원장의 거버넌스 구조가 매우 중요한 요소로 고려될 수 있을 것

469) Regulation (EU) 2022/858 on a pilot regime for market infrastructures based on distributed ledger technology, p7, para23

이다.

거버넌스 설계와 관련하여 가이드라인에 비추어서 다음을 고려해볼 필요가 있다.

① 네트워크 운영 주체 책임의 문제

우선 분산원장을 개설하고 운영하는 주체와 참여하는 금융투자업자의 역할 분리가 가능할지 논의가 필요하다. 토큰증권 정비방안에 따르면 분산원장에는 발행인계좌관리기관과 다수 계좌관리기관이 참여하게 된다. 이때 다수의 계좌관리기관이 노드로서 참여하면서 기술회사가 분산원장 운영자 또는 네트워크 관리자로서의 책임을 부담하는 구조도 가능할 것인가? 만일 이러한 구조가 가능하다면 분산원장 자체에서 발생된 문제는 네트워크운영자가 전반적인 책임을 부담하고 노드 참여자인 계좌관리기관은 각자 수행한 업무에 대한 책임 즉 증권 수량과 거래이력 관리에 대한 책임을 지는 구조로 운영될 수 있을 것이다. 그렇다면 네트워크의 일상적인 운영과 네트워크의 기술적 문제 해결 및 네트워크 자체의 영속적인 운영 책임은 분산원장의 운영주체가 부담하게 되고 개별 비즈니스에 대한 비즈니스 연속성 계획(BCP)의 수립 및 유지에 대한 책임은 개별 계좌관리기관이 부담하게 될 것이다. 이 경우 양자의 법률적 관계는 두 가지로 구성이 가능할 것이다. 첫 번째는 네트워크 운영자는 단순한 전산설비 제공자로서 역할을 수행하고 금융투자업자는 전산설비망의 운영에 대한 위·수탁 규정에 따라서 네트워크 운영을 위탁한 것으로 구성하는 방법이다. 또는 분산원장의 운영책임을 부담하는 기술회사가 기간통신사업자와 같이 분산원장 관리책임을 부담하고 각 금융투자업자가 부가통신사업자와 같이 해당 설비를 이용해 자신의 서비스를 제공하는 구조를 생각해볼 수 있다.

이에 대해서는 아직까지 전자증권법을 통해 구체화되기 전이므로 추후 법개정 내용을 보아야 알 수 있을 것이지만 분산원장 요건 중에서

“분산원장에 기록된 권리자 정보 및 거래정보와 실제거래내역 사이의 동일성이 계좌관리기관의 책임으로 입증 가능”해야한다는 점을 고려하면 계좌관리기관이 네트워크 운영주체와 분리된 상태에서 금융관련 서비스만 제공할 수 있을지에 대한 의문도 제기될 수 있다.

반면 일본의 Progmat의 경우에는 앞서 본바와 같이 Progmat라는 플랫폼이 네트워크 운영주체로서 책임을 부담하고 참여한 금융투자업자는 노드 참여자로서 자신들이 수행하는 금융서비스에 관련된 책임을 부담한다. 따라서 각 주체의 책임 범위도 상이하다.

다음으로 만일 책임과 역할의 분리가 가능한 구조라면 대외적인 책임주체는 누가 될 것인지 논의할 필요가 있다. 즉 네트워크 운영자와 서비스 제공 주체의 분리를 허용한다면 제3자에 대한 손해배상책임 등의 책임 부담 주체는 누가 되어야 할 것인가 문제될 수 있다. 이는 전자증권법상 초과 발행 시 책임부담 문제와 유사하게 원칙적으로 네트워크에서 발생된 문제에 대하여 네트워크 운영주체와 노드 참여자가 제3자에 대하여 연대책임을 부담하고 내부적으로 구상권 행사를 통해 각자 책임 부분을 부담하도록 해야할 것으로 생각한다.

② 분산원장의 노드 간 손해배상 책임 분담

토큰증권 정비방안에 따르면 분산원장에 다수의 노드가 참여하기로 되어 있으므로 각 노드간의 책임 분담에 대하여 논의 필요가 있다. 앞서 네트워크 운영자와 노드 참여자가 상이하고, 책임범위도 상이할 경우 그들 간의 손해배상책임 문제를 살펴보았다면 이 번에는 각 노드참여자 간의 손해배상책임을 어떻게 배분할 것인가에 관한 문제를 논의하고자 한다. 예를 들면 노드 중 발행인계좌관리기관과 다른 노드 즉, 단순하게 검증 업무만을 수행한 계좌관리기관의 책임 정도는 동일한 것인지 아니면 다른 것인지, 다르다면 어떻게 책임을 배분해야 할 것인지 등이 문제될 수 있을 것이다.

앞서 본 일본 Progmat의 경우에는 분산원장에 노드참여사와 API만 활용하는 회사로 구분되고 노드참여사도 코어개발회사와 서비스개발회사로 나누어진다. 다시말해서 노드참여사마다 수행하는 역할과 책임 범위가 상이하다. 코어개발회사는 전체 네트워크상의 관리책임을 부담하고 서비스개발회사는 개별 회사가 수행하는 업무에 관련된 개발사항에 대해서만 책임을 부담한다. 반면 독일의 경우에는 발행인이 암호유가증권 등록부의 관리자를 지정해야하고 만일 아무도 지정하지 않으면 발행인이 암호유가증권 등록부관리자로 간주된다(eWpG제16조 제2항 제1문). 발행인은 암호유가증권의 무결성과 진정성을 보장하기 위한 기술적·조직적 조치를 취해야하고 암호화유가증권등록부가 요건에 부합하지 않으면 이를 발행인이 시정해야 한다(eWpG 제21조).

우리나라에서도 향후 분산원장에서 사고가 발생할 경우 각 노드별로 책임소재를 어떻게 정할 것인지, 한 개 노드에 문제가 발생하여 전체 분산원장의 기록 프로세스가 일시 정지되었을 때의 손해배상 의무는 누구에게 부담시켜야 할 것인지 문제될 수 있다. 우선 독일처럼 발행인 또는 발행에 관여한 계좌관리기관이나 발행인계좌관리기관이 책임을 부담하도록 하는 방법이 있다. 하지만 발행인이 전체 분산원장의 일부분인 노드를 구성할 뿐이라면 발행인에게 분산원장 관리책임을 부담시키는 것은 부당한 측면이 있다. 다음으로 참여노드를 구성하는 모든 계좌관리기관이 외부적으로 투자자나 제3자에 대하여 연대책임을 부담하는 것으로 정하고 내부적으로 각자 책임을 부담하는 방법을 생각해볼 수 있다. 현재 전자증권법 제42조에서 초과발행분에 대한 해소의무는 연대하여 부담하되 내부적으로 초과분 발생에 책임있는 자에게 구상권을 행사하도록 규정하고 있는바(전자증권법 제42조 제3항, 제4항) 이와 유사한 책임 분배 방식을 분산원장의 경우에도 도입하는 것이다.

생각건대 분산원장의 운영의 책임을 특정 주체가 전부 부담하는 것은 불합리하고 더군다나 발행인계좌관리기관(또는 발행에 관여한 계좌관리기관)이 단독으로 분산원장 운영에 대한 책임을 부담할 수는 없을 것으

로 생각된다. 분산원장의 특성상 한 개 노드에서 발생된 문제가 전체에 영향을 미치는 것이 일반적이어서 제3자가 책임자를 분별하기 어려운 측면도 있음을 고려할 때 참여 노드 모두 외부적으로 연대책임을 부담하고 내부적으로 책임에 따라 구상하는 것이 합리적일 것으로 생각한다.

③ 네트워크 결함 복구 책임

노드가 정지하거나 거래기록의 오류가 발생하면 시스템에 대한 복구책임은 누가 부담하는지 문제될 수 있다. 앞서 살펴본 것은 대내·외적 손해배상 책임에 관한 논의였다면 이번에 논의할 부분은 네트워크의 결함이 존재하여 사고가 발생한 경우 그에 따른 조치의무는 누가 부담하는가에 관한 것이다. 사고 발생시 시스템의 복구 및 조치는 즉시성을 요하므로 신속한 처리를위하여 1차적인 의무 부담자를 정할 필요가 있다. 만일 사고 발생에 따른 복구 책임을 공동 책임으로 정할 경우 결함이 제때 해결되지 못하고 복구가 지연될 우려도 존재하기 때문이다. 그리하여 분산원장의 네트워크 사용에 관련된 내부정책을 정하고 이때 사고발생시 책임이행 순위를 정할 필요가 있을 것이며 분산원장 참여자들 사이에서 위협의 탐지 및 적절한 대응, 복구 및 알림 프로세스와 관련된 정책과 절차를 문서화할 필요도 있을 것이다.

④ 거버넌스 협의 프로세스

분산원장에서는 네트워크 운영이나 기술적 사양의 변경 등을 결정하기 위한 의사결정 시스템을 마련해야하는데 이를 거버넌스라고 한다. IOS TC 307에서는 거버넌스를 분산원장에서의 의사결정권 요소를 포함하는 접근방식으로 정의하고 있다. 이는 결국 포크(Fork)[470] 등과 같은

470) https://upbitcare.com/academy/education/blockchain/69; 업비트 투자자 보호센터 용어설명에 따르면 “블록체인 내에서 발생하는 포크(fork)란 새로운 규

네트워크의 운영 전반에 관한 사항 및 운영상 결정해야 할 사항들 즉 참여자를 누구로 할 것인가, 접근권한은 어떻게 설정할 것인가 등을 결정하는 방식이라고 정의할 수 있다. 일반적으로 퍼블릭 분산원장에서는 이러한 의사결정 방식을 자신의 웹사이트나 블로그, 백서 등을 통해 사전에 공개한다. [471] 반면 프라이빗 분산원장에서는 참여자가 제한적이므로 초기에 당사자간의 합의를 통해 결정할 수 있을 것이다. 만일 사전에 결정된 거버넌스 운영 방식이 존재한다면 이러한 거버넌스와 관련된 운영규칙을 변경하기 위해서도 각 참여 노드 간의 합의가 필요하다. 분산원장의 기술적 요소 뿐만 아니라 의사결정 방식이나 운영 방식을 변경하는 것은 각 노드의 운영에 영향을 미치기 때문에 이를 한 개 주체가 일방적으로 결정할 수 없다. 따라서 분산원장의 경우 노드들의 합의 방법이 사전에 정해져야 하는 것이 일반적인 분산원장의 원칙이다.[472]

따라서 이러한 분산원장 운영상 합의를 도출하기 위한 규칙 즉 거버넌스와 관련된 운영규칙을 사전에 정하는 것이 바람직할 것이다. 이때 거버넌스 운영방식을 분산원장 개설 주체 또는 노드 참여자들이 자율적으로 합의를 통해 정하도록 하는 방법이 있을 것이고 전자증권법 등에서 분산원장의 운영을 위한 일정한 기준을 제시할 수도 있을 것이다. 앞서 일본 Progmat 사례의 경우 네트워크에 관여하는 사람이면 누구나 개

칙, 신규 기능, 시스템 업데이트 등이 필요할 때 업데이트하는 것을 의미하며 하드 포크(hard fork)와 소프트 포크(soft fork)가 있다"고 한다. (2023. 7. 3. 최종 확인)

471) A41, "[Investment] 거버넌스의 탈중앙화를 위해 쏘아 올린 작은 공" 2021. 12. 19. https://medium.com/a41-ventures/investment-%EA%B1%B0%EB%B2%84%EB%84%8C%EC%8A%A4%EC%9D%98-%ED%83%88%EC%A4%91%EC%95%99%ED%99%94%EB%A5%BC-%EC%9C%84%ED%95%B4-%EC%8F%98%EC%95%84-%EC%98%AC%EB%A6%B0-%EC%9E%91%EC%9D%80-%EA%B3%B5-c19355e3fb73(2023. 7. 8. 최종 확인)

472) 나재훈, "ISO TC 307 블록체인 정보보호 표준기술 동향", 정보보호학회지 제31권 제4호, 한국정보보호학회(2021. 8). pp56,57

발에 대한 제안을 할 수 있고 이러한 제안은 투표를 통해 실행여부가 결정된다. 사견으로는 거버넌스의 운영방식과 관련하여 참여자들이 자체적으로 정할 수 있도록 하되 이사회 구성원같이 협의체를 만들어서 결정하도록 하는 것이 효율적인 운영을 위하여 바람직할 것으로 보인다.

한편 이러한 거버넌스 운영을 위해 합의절차를 이행할 경우, 다른 법률의 규제 대상이 될 수도 있다. 가령, 토큰증권 정비방안에서 제안한 분산원장 요건에 따르면 노드 참여자들은 계좌관리기관이 될 것이므로 모두 동종 시장 내의 경쟁관계에 있는 자들로 구성될 것이다. 따라서 이들이 분산원장에서의 특수한 운영방식이나 거래조건을 합의한다면 이것이 부당한 공동행위에 해당할 여지도 있다. 대표적으로 각 계좌관리기관은 분산원장 내부에서 거래시간이나 거래 조건, 결제시간 등을 공통으로 정하기 위한 합의를 할 필요도 있을 것이다. 만일 이러한 합의만으로 경쟁자간의 수평적 공동행위에 해당할 가능성이 있다면 사실상 분산원장 구조를 통한 운영은 불가능할 수 있다. 따라서 분산원장을 법에 규정할 경우 노드간 합의를 통한 분산원장 운영방식을 결정하는 행위 및 그에 따라 동일 내지 유사하게 운영하는 것이 독점규제 및 공정거래에 관한 법률(이하 “공정거래법”)에 저촉되지 않는다는 점이 명확히 규정될 필요가 있다. 즉 노드간 분산원장 운영관련 합의를 하는 것, 그리고 합의절차를 준수하는 행위는 독점규제법의 적용대상에 해당하지 않는다는 등의 법률상 확인이 필요하다. 노드 참여자인 계좌관리기관 간의 운영을 위한 합의가 법적으로 정당화되지 않는다면 토큰증권 정비방안에서 제시되어 있는 “다수의 계좌관리기관이 노드로 참여할 것”이라는 분산원장 요건과 상충될 수 있을 것이다.

5) 분산원장 운영주체와 장외거래중개업자의 관계

토큰증권 정비방안에 따르면 장외거래중개업자는 매매체결 업무를 수행하고 발행인계좌관리기관 등이 분산원장에 기록하는 구조로 설명되고

있다.[473]

현재 금융당국이 제시하는 방안에 따르면 발행인은 자신이 발행하거나 인수한 토큰증권을 자신이나 자신의 특수관계인이 운영하는 장외거래중개업자를 통해 유통시킬 수 없으므로 발행인계좌관리기관과 장외거래중개업자는 반드시 분리되어 존재해야한다. 다만 이때 분리의 의미는 동일주체 내지는 특수관계인이 운영할 수 없다는 것을 의미하고 동일한 분산원장에 각자 노드로 참여하는 것을 의미하는 것으로 해석되지는 않는다.

분산원장에 장외거래중개업자와 발행인계좌관리기관이 각자 노드로 참여하고 장외거래중개업자가 매매체결을 수행하였다고 가정하면 매매체결 데이터를 보유하고 있는 장외거래중개업자가 최신 데이터의 보유자일 것이다. 한편 매매체결의 주체인 장외거래중개업자는 토큰증권의 중개업자이기도 할 것이므로 자체적으로 고객계좌부를 작성할 수 있을 것이다.

그렇다면 장외거래중개업자가 해당 매매체결 결과값을 반영한 신규 블록을 생성하면 그것으로 등록의 효력이 발생되는 것으로 볼 수 있어야 타당할 것이다. 그런데 현재 토큰증권 정비방안에 따르면 발행인계좌관리기관 등이 등록의 주체가 될 것이라고는 되어 있으나 장외거래중개업자가 계좌관리기관으로서 지위를 겸업할 경우에 대해서는 언급하지 않고 있다. 노드 참여자로서 장외거래중개업자가 매매체결 즉시 트랜잭션을 생성하고 노드를 통해 기록이 전파되면 사실 가장 간명하고 신속하게 거래 결과가 등록될 수 있다. 그런데 만일 장외거래중개업자가 계좌관리기관으로서 전자등록 업무를 수행할 수 없고 발행인계좌관리기관(또는 발행에 관여한 계좌관리기관)만이 전자등록 업무를 수행할 수 있다고 한다면 매매체결 데이터가 실제 법률적 효력을 발생시키기 까지 상당한 시간 격차가 발생되므로 투자자 보호에 불리할 수 있고 거래 안정성을 확보하는데도 불리하다. 왜냐하면 결제 지연기간이 길면 길수록 결제 불이행의 확률은 높아지기 때문이다. 또한 장외거래중개업자가 노드로 참여할 수 없거나 트랜잭션 생성을 할 수 없다면 결국 매매체결 결과값을 API로

473) 금융위원회, “토큰증권 발행 및 유통규율체계 정비방안”,(2023. 2. 6.), p5

발행인계좌관리기관에게 전송해야 하는 것 말고는 달리 방법이 없을 것이다. 그렇다면 분산원장에 노드로 참여한 주체(장외거래중개업자)가 (연결된 분산원장을 두고) 다시 별도의 통신기술을 활용하여 API 방식으로 데이터를 전송해야한다는 이상한 결론에 이르게 된다. 따라서 장외거래중개업자가 노드로 참여하여 거래결과를 분산원장에 등록할수 있도록 제도를 설계할 필요가 있다.

만일 분산원장에서 발행인계좌관리기관만 전자등록주체가 되어야 한다고 가정하면 노드 참여 및 블록 생성을 전자증권법상 “등록”으로 볼 것이 아니라 발행인계좌관리기관에까지 데이터전파가 이루어지고 생성된 블록에서의 거래가 동기화된 경우에 “등록”이 된다고 보아야 할 것이다. 그렇다면 장외거래중개업자가 분산원장에서 트랜잭션을 생성하는 것 자체는 문제되지 않을 것이다.

결론적으로 장외거래중개업자도 권리추정력 발생의 근거가 되는 전자등록을 수행할 수 있어야 할 것이다. 그것이 거래의 완결성과 투자자 보호에 유리하다. 만일 발행인계좌관리기관만이 전자등록을 할 수 있다고 규정해야하는 이유가 있다면 등록과 기록을 별도로 규정함으로써 분산원장에서 트랜잭션을 생성함으로써 단순하게 데이터가 입력되는 것(또는 신규 블록 생성)과 법률적 효력의 발생요건으로서 등록이 되는 것을 달리 규정해야 할 것이다. 이때는 전자증권법상 분산원장에서의 “등록”을 “발행인계좌관리기관이 신규 거래에 대한 검증행위를 완료하고 기록의 동기화하는 것”으로 정의하거나 “데이터가 공유되고 동기화되는 것”이라고 간단하게 규정할 수도 있을 것이다.

이렇게 등록과 기록(또는 데이터 입력)을 따로 별도의 개념으로 정의하면 발행인계좌관리기관이 등록 의무 부담자라는 견해에 따르더라도 장외거래중개업자가 노드에 참여하여 기록을 전파할 수 있어 분산원장 구조를 어느정도 활용할 수 있을 것이다.

나아가 발행에 관여한 계좌관리기관과 유통에 관여한 계좌관리기관이 동일한 분산원장 내에 존재하더라도 발행과 유통의 분리는 실현된 것으

로 보아야 할 것이다.

6) 즉시결제 가능성

분산원장기반의 거래인프라에서 발생되는 거래 및 결제행위를 살펴보면 분산원장에서는 증권의 실시간 총액결제 방식을 통해 계좌간 대체가 즉시 이루어질 수 있다. 다만 지급결제와 관련해서 한국은행의 현금결제망을 통한 결제가 의무화된다면 즉시결제가 불가능할 수 있다. 따라서 현금 결제방식 때문에 발생할 수 있는 결제지연을 최소화 하기위해서는 증권회사 등이 보유하고 있는 CMA 계좌 등에 보관중인 현금을 토큰화 하여 결제할 수 있도록 내부 시스템의 설계를 허용할 필요가 있다. 이러한 시스템적 개선은 결제주기를 단축시키는 효과를 가져올 수 있을 것이다. 즉시결제를 위해서는 현금을 토큰화하여 활용한다는 것이 전제되는데 이러한 결제용 토큰의 경우에는 가상자산에 해당하지는 않을 것으로 판단된다. 왜냐하면 분산원장에서 증권의 실시간 총액 결제(RTGS)를 위해서는 당사자간의 즉시 결제를 위한 매개물이 필요한데 이를 위해서 교환의 매개물로서 결제용 토큰이 활용되는 것에 불과하기 때문이다. 이러한 결제용 토큰은 결제 이후에는 현금으로서의 가치를 보유하지 못한채 시스템상 기록만으로 존재하게 된다. 분산원장을 통해 매수자 계좌로 증권이 이전하면 장외거래중개업자는 분산원장에 기록된 결제용 토큰의 전송 이력에 따라 매도자의 CMA 통장에 현금을 입금하게 될 것이다. 즉 토큰증권이 먼저 매수자에게 교부되고 그에대한 교환물로 매도자는 결제용 토큰을 지급받음으로서 현금 입금에 대한 근거 자료만 보유하는 것으로 볼 수 있고 그 이후에 장외거래중개업자가 결제용 토큰 기록에 따라 실제 원화를 해당 매도자 계좌에 입금하는 구조가 될 것이므로 사실상 결제에 활용된 해당 토큰은 금전적가치를 갖는다고 보기 어렵다. 더군다나 외부에서 활용될 수도 없는 매개물이 금전적가치를 갖는다고 해석할 수는 없을 것이다. 이러한 구조 하에서는 결제에 활용되기 위한

목적으로 내부 시스템상 현금에 상응하는 토큰이 발행되더라도 실제 경제적가치를 지닌 것이라고 볼 수 없을 것이므로 특정금융정보법[474]상 가상자산에 해당한다고 보기 어렵다.

7) 청산 및 결제 제도의 변화 가능성

분산원장 적용을 통한 거래 방식이 증권 거래의 청산 및 결제 체계에 어떤 변화를 가져오게 될 것인지 신중하게 검토할 필요가 있다. 특히 여러나라 사례에서 본바와 같이 분산원장기반의 인프라에서 금융투자상품이 거래될 경우 매매체결과 결제를 위한 정산이 명확하게 구분되지 않을 가능성이 있고 특히 EU에서도 볼 수 있듯이 중앙예탁기관의 역할에 있어서 변화가 필요할 수 있다.[475] 청산 기능의 경우에는 대상 상품의 종류 및 공매도 가능 여부 등에 따라서 달리 볼 필요가 있을 것이며 분산원장에서 거래되는 파생상품의 경우에는 일방의 파산 위험을 방지하기 위해 중앙청산제도가 필요할 수 있다.[476]

다만 현재 장외거래중개업자가 운영하는 장외시장의 경우 다수 금융

474) 특정금융정보법 제2조 제3호에서는 “가상자산이란 경제적 가치를 지닌 것으로서 전자적으로 거래 또는 이전될 수 있는 전자적 증표(그에 관한 일체의 권리를 포함한다)를 말한다.”고 정의하고 있다.

475) Finra, Report on Distributed Ledger Technology, Distributed ledger technology: Implications of blockchain for the securities industry(2017)) p14

476) 우리나라는 금융투자상품 거래의 완결성을 위하여 채무자회생 및 파산에 관한 법률 제120조 제1항 및 제336조에서 일방 파산에도 불구하고 상계효력이 유지되기 위한 특례를 규정하고 있는데, 이는 결국 거래와 결제시점 사이의 일방 파산을 방지하기 위한 규정인바, 거래와 결제가 다수 당사자의 개입없이 양 당사자에서만 이루어지고 증권의전송과 자금의 전송, 그리고 이것의 기록이 동시에 이루어질수 있다면 일방 파산으로 인한 법률적인 문제가 발생될 가능성은 크지 않다. 다만 양 당사자간 거래가 아니라 다수 당사자간 거래의 경우에는 결과적으로는 일방 파산에 대비한 제도가 필요할 것으로 보이고 다수 당사자간 거래에 분산원장 기반 인프라가 활용된다면 이때는 중앙청산소의 필요성이 언급될 수 있을 것이다.

투자업자가 참여하는 시장이 아니라 개인들이 직접 참여하는 시장으로 매도자와 매수자의 일대일 매칭이 가능한 구조이다. 또한 매매체결 방식은 다자간 상대매매방식을 채택할 것인데 이 역시 제출된 가격이 동일한 경우에만 매매체결이 가능한 구조이므로 즉시결제와 실시간 총액 결제가 가능할 것으로 보인다. 따라서 결제 시점 이전에 결제포지션을 정하는 과정인 청산을 필요로 한다고 보기는 어렵다. 또한 즉시 결제가 이루어지는 이상 일방의 파산으로 인한 위험이 타방에게 전이되기는 어려울 것이다. 따라서 현재 발표된 토큰증권 정비방안 하에서는 별도의 청산제도가 필요하지는 않을 것으로 보인다. 다만 토큰증권의 거래와 관련하여 현재 거래소 운영방식과 같이 회원사가 참여하여 거래하는 방식으로 설계한다면 그 때는 청산이 필요할 수 있을 것이다.

8) 자금과 토큰증권의 분리보관

① 자금 및 증권의 보관 방식

분산원장 인프라의 경우 자금과 증권을 보관하는 새로운 방법이 적용되어야 한다는 점은 앞서 여러 외국 사례에서 언급되었다. 그리하여 DLTR에서도 고객 자금과 증권의 실물보관의무 등이 면제될 수 있다고 규정한다. 따라서 분산원장을 활용하여 청산, 결제되는 증권 거래와 관련하여 반드시 증권 실물에 대한 물리적 소유나 지배권 유지 의무를 부여할 필요는 없을 것이다. 다만 우리나라의 경우 이미 전자증권법을 통해 상장주식의 경우 무권화가 이루어졌고 다른 증권의 경우에도 전자등록이 가능한 이상 실물 보관의무를 부여하고 있지 아니하므로 증권 실물 보관의무에 대한 특례 등은 불필요할 것으로 보인다.

다만 토큰증권의 경우 보관의 대상은 실물 증권이 아닌 개인키가 될 수 있을 것이고 이를 금융투자업자가 직접 보관해야 하는지 아니면 고객이 보관할 것인지, 제3의 보관기관을 활용할 것인지 등이 논의될 수

있을 것이다. 일본은 금융투자업자가 직접 보관할 수있고 제3의 보관기관에 보관을 위탁할 수도 있다. 따라서 우리나라의 경우에도 사업자의 선택에 따라 토큰 보관에 대한 전문적인 기술을 보유한 업체에게 개인키의 보관위탁을 할수 있도록 선택권을 부여하는 방식으로 법률을 정비하는 방안에 대해 고려할 수 있을 것이다.

② 자산의 보관시 고려사항

한편 개인키 보관을 수행하는 금융투자업자 또는 수탁자는 고객자산에 대한 보호의무를 부담할 뿐만 아니라 보안정책을 별도로 마련하도록 할 필요가 있다. 특히 토큰증권은 토큰이라는 특성으로 인해 해킹의 위험에 노출되어 있으므로 보안정책의 수립이 중요할 수 있다. 한편 일본의 사례에서도 볼 수 있듯이 프라이빗 분산원장을 활용할 경우 스마트컨트랙트를 통해 해킹이나 오전송시 토큰 자체를 소멸시키고 재발행하는 것도 가능하기 때문에 이러한 방식을 채택함으로써 해킹 및 탈취에 대한 방지책을 마련하는 것도 가능할 것이다.

9) 전자등록기관의 역할

분산원장방식으로 전자등록부가 도입되면 이론적으로는 2단 계좌부 구조가 아니라 단일 계좌부 구조로 구성이 가능하다. 이와 함께 전자등록기관이 총량 관리 등을 위하여 관리하는 관리계좌부의 존재 의미가 소멸된다. 따라서 분산원장을 법적 장부로 활용할 경우 분산원장 기반 금융상품의 거래와 관련하여 전자등록기관의 역할은 상당히 축소될 수 있다. 그리하여 EU에서는 중앙청산소 및 중앙결제기관의 역할이 변화될 수 있을 것이라고 하면서 허가된 분산원장 네트워크의 업그레이드 및 네트워크 보안을 보장하기 위한 개인 키의 관리 및 보관, 원장에 대한 토큰의 도입 또는 취소. 또한 게이트키퍼 또는 유효성 검사자로서의 역할

을 수행할 수도 있을 것이라고 지적한다.[477]

토큰증권 정비방안에서는 전자등록기관이 총량관리업무를 수행할 것이라고 기술되어 있다. 그런데 분산원장 내에 발행인계좌관리기관과 장외거래중개업자가 한 개 분산원장에 각 노드로 참여한다면 발행인계좌관리기관이 매매체결 데이터를 소유자 명부에 반영할수 있을 것이므로 전자등록기관이 별도의 총량관리 기능을 수행할 필요가 있는지에 대해서는 의문이다. 결국 전자등록기관의 역할은 분산원장이 유효하게 작동하는지 여부를 확인하는 정도로 제한될 것으로 생각한다.

10) 운영을 위한 실무적 고려요소

① 토큰 기능

일본 사례에서는 해킹이나 오전송 등을 방지하기 위해 토큰의 작동방식에 관련된 기능을 규정하고 있다. 이러한 부분을 참고하여 국내에서도 향후 토큰의 기본적인 작동 방식에 대하여 규정할 필요가 있을 것으로 생각되는데 대표적으로 다음과 같은 요소들로 생각된다.

- 발행 : 스마트컨트랙트를 통한 발행 기능
- 배포 : 토큰을 투자자에게 배포하는 기능
- 이전 : 최초에 토큰을 보유한 자(청약공모를 통해 토큰을 보유한 투자자)의 발행인계좌관리기관으로부터 장외거래중개업자에게 토큰을 전송하는 기능.
- 상환 : 일정한 기간이 만료된 이후에 발행한 토큰의 개별적인 내용에 따라서 재산적 가치를 소멸시켜야 할 때 필요한 기능이다. 만일 기초자산이 존재하는 비금전신탁형 수익증권을 토큰화한 경우라면 부동산 등의 기초자산의 청산에 따라서 모든 수익이 배분되고 난 후에는 토큰

477) ESMA, Report The Distributed Ledger Technology Applied to Securities Markets(2017. 2. 7.), p27

상환이라는 기능이 필요하게 될 것으로 생각된다.

- 추가발행 : 발행인이 추가 자금 조달을 실행하는 등 동일한 기간 시스템을 활용하여 동일한 토큰을 추가로 발행하는 경우에 필요한 기능이다.
- 분할 : 발행한 토큰을 분할하는 경우, 자금조달 실행이후에 토큰을 2이상의 수로 분할하는 등의 경우를 상정한다면 필요한 기능이다.
- 이전 제한 : 이전 제한 기능은 반드시 필요할 것으로 생각되는 기능으로서, 전문투자자 사모 등을 전제로 할 때 이전제한 기능이 필수적으로 포함되어야 할 것이고, 전매제한 기간 동안의 이전 제한 역시 기술적으로 가능해야 할 것이다.
- 강제이전 기능 : 담보로 제공된 투자자의 토큰이 청산되었거나 할 경우에는 투자자가 아니라 채권자에게 해당 토큰이 이전되어야 하고 이때에는 투자자의 동의 없이 토큰이 이전될 수 있어야 한다.
- 재배포 : 발행된 토큰이 시스템상 오류로 사라진 경우 해당 투자자에게 동일한 수량과 가격의 토큰을 재차 배포할 수 있는 기능이 필요하다.
- 역이전 : 토큰이 오전송, 해킹된 경우등 본래 토큰 수령자가 아닌 다른사람에게 전송된 경우에는 해당 거래를 취소하고 원 소유자에게 다시 이전시키는 기능이 필요하다.[478]
- 토큰 기본 동작의 정지 기능 : 발행된 모든 토큰에 대하여 기간시스템을 통해 토큰의 기본동작을 정지시키는 기능을 의미한다. 만일 오전송되거나 해킹된 경우에는 해당 토큰의 기능 자체를 정지시키는 것을 의미한다.

---

478)電子記録移転権利等の発行市場を担う基幹システムのガイドライン, 一般社団法人日本 STO 協会, (2020. 4. 23.), p6, STO협회에서 이러한 기능을 채택하는 것을 생각해보면 분산원장의 요건으로 삭제를 불가능하도록 하고 있으므로 대신 역이전 기능을 추가하여 오전송된 경우 그러한 사건의 발생을 무효화시키도록 하는 것으로 이해된다.

② 개인정보 보호요건

노드에서 공유되어야 하는 정보를 결정해야하는데 일본의 Progamat에서도 동일하게 나오는 쟁점이 바로 노드간 개인정보 공유 문제이다. 분산원장 구조상 노드운영자가 분산원장에 기록되는 정보를 공유하게 된다. 그 중 고객의 이름과 보유 증권수량 등은 전부 신용정보인 상황에서 노드 참여자가 동일하게 모든 정보를 공유할 경우 개인정보보 보호법 및 신용정보보호법상의 문제가 발생될 수 있다.

따라서 이 중 어떤 데이터가 필수 데이터로서 모든 기록이 검증되기 전에 필수로 기록되고 동기화되어야 하는지, 그리고 참가자가 선택 사항으로 기록할 수 있는 추가 데이터는 무엇인지, 공유 원장의 데이터는 얼마나 투명하게 공개되는지, 특정 데이터 필드 또는 기록 유형이 모든 네트워크 참여자에게 투명하게 공개되는지, 그리고 정보에 대한 접근 권한은 사용자 유형에 따라 결정되는지 등에 대하여 결정되어야 한다.[479]

앞서 일본의 경우에는 노드 참여자인 금융상품거래업자에게 정보가 공유되고 일반적인 API 참가자에게는 정보가 공유되지 않는다. 이때 거래와 무관한 노드의 정보는 공유되지 않고 공유되는 거래 데이터는 거래와 관련된 노드 사이에서만 공유되는 것으로 정하였다. 이때 공유가능한 데이터는 최근 과거 거래에 대한 정보중 a) 이전된 자산의 소스 및 대상 정보 즉 progmat ID, 분산원장(Corda) 지갑주소 b) 거래 시점 바로 이전에 남아있던 잔액 c) 이전된 금액 d) 거래 일시로 제한하고 있다. 또한 공유되지 않는 데이터는 투자자의 이름과 주소 및 연락처이다. 이 경우 공유되지 않는 투자자 데이터는 온체인이 아니라 오프체인에서 관리된다.

이때 다만 우리나라의 경우 개인정보보호법의 해석상 지갑주소는 개인

479) Finra, Report on Distributed Ledger Technology, Distributed ledger technology: Implications of blockchain for the securities industry(2017) p10

정보에 해당하기 때문에 노드간 지갑주소만 공유되더라도 개인정보보호법상 개인정보제공 동의 등이 필요할 것으로 보이고 이것이 분산원장에서의 거래 편의를 저해할 수 있다. 만일 지갑주소가 공유대상 정보인데 노드 공유를 위해 지갑주소를 재암호화해야한다고 규정한다면 이미 해쉬함수를 통하여 암호화된 지갑주소를 다시 암호화하는 것으로서 거래 속도등의 측면에서 사실상 분산원장 거래인프라의 정상적인 작동을 저해하는 요소가 될 수 있다. 따라서 노드간 거래 검증을 위한 사업자의 정보보호의무를 강화하는 등 일정한 요건 하에서 정보 공유에 대하여 개인정보보호법 및 신용정보보호법상 특례를 인정할 필요가 있을 것이다.

③ 개인키 및 분산원장 보안을 위한 원칙

네트워크 운영자는 개인키 보안과 관련하여 개인키의 암호길이, 개인키의 보안 알고리즘, 개인키 손상이나 분실에 따른 손해배상 책임을 부담할 수 있다. 또한 네트워크 운영자는 분산원장 완전성, 무결성, 정확성을 보장하기 위한 방식을 정해야하며 보안의 강화를 위하여 채택하는 방식(멀티시그 즉 다중서명기술 등)을 확인하고 최신 기술 중 보안에 가장 뛰어난 방식을 채택할 필요가 있다.

6. 소결

본 연구에서는 세계 각국에서는 분산원장기술에 기반한 금융거래인프라를 구축하고 있고 실제 운영되고 있는 사례의 분석을 통해서 도출될 수 있는 법률적 쟁점도 살펴보았다.

우리나라의 경우 금융거래인프라에 분산원장 기술이 도입되고 토큰증권의 거래 효력이 인정되려면 토큰증권의 점유와 이전에 대한 권리추정력이 인정될 수 있어야 한다. 토큰증권의 점유와 이전이 권리추정력을 부여하기 위한 제도적 개선방안이 바로 2023. 2. 6.자 토큰증권 정비방안

이고 그 결과 분산원장 등록부(가칭) 제도가 도입되고 전자등록의 한 방법으로 분산원장 등록방법이 추가되며 발행인계좌관리기관 제도가 신설될 것이다.

한편 일본은 Progmat와 같은 플랫폼을 다수 사업자가 컨소시움 형태로 운영하기 때문에 우리나라의 구조에 비하여 중앙집중도가 더 낮은 편이다. 우리나라는 토큰증권 정비방안에서 분산원장 구축시 다수의 계좌관리기관이 노드로 참여할 것을 요건으로 하고 있기는 하나 노드 참여자의 역할이 불분명한 상황이고 전자등록업무를 수행하는 주체에 대해서도 명확하게 제시된바 없는 상황이다. 그리하여 토큰증권 정비방안의 면면을 살펴보면 여전히 중앙집중적인 시스템을 지향하는 것으로 보여지는 부분이 있다.

또한 위 정비방안에서는 여전히 전자등록기관의 존재를 예정하고 전자등록기관이 총량관리를 할 수 있도록 기술하고 있으므로, 현재의 전자증권법상 전자등록 구조와 별다른 차이를 찾아볼 수 없다. 이러한 측면을 고려할 때 토큰증권 정비방안을 통해 분산원장에 기반한 거래 및 등 전자등록이 가능해지더라도 과연 분산원장 기능이 갖는 장점과 효율성이 제대로 활용될 수 있을지에 대해서 의문이 있다. 우려되는 것은 토큰증권 정비방안에 따라 개정된 전자증권법이나 자본시장법이 분산원장 기술과 기존 거래시스템과의 기술적 차이에 대한 고려없이 설계됨으로써 분산원장기반 거래시스템에서 이루어지는 거래의 비효율성을 증대시키고 거래인프라의 활용가능성을 낮추게 되는 상황이 발생할 수도 있다는 점이다.

제5장 결론

본 연구를 통해 도출된 결론은 다음과 같다. 첫째, 분산원장기술은 데이터에 대한 지배를 가능하게 하였고 이를 인정하는 외국입법례도 등장하고 있으므로 자본시장법상 증권성을 인정하는 법적 기반인 지배가능성을 인정할 수 있다. 영국과 미국은 물론 대륙법계 국가가 포함된 UNIDROIT에서도 디지털자산에 대한 '지배'(control)라는 새로운 개념을 도입하고 있다. 그리고 이러한 특수성을 반영하여 증권으로서의 지위를 확보하기 위한 방법으로는 전자증권법 개정을 통해서 토큰증권의 점유와 양도 효력 인정이 가능한 측면이 있다.

둘째, 디지털자산은 자본시장법상 금융투자상품 중 증권으로 포섭될 수 있고 판단기준 역시 자본시장법에 근거해야 한다. 특히 투자계약증권에의 해당 여부를 판단할 때 토큰증권의 자본시장법상 구체적인 조문체계를 고려하여 판단할 수밖에 없다. 입법적 개선을 통한 금융투자상품으로의 편입 가능성은 논의할 수 있다고 본다.

셋째, 분산원장기술이 증권 규제에 미친 영향을 살펴본 결과 기술의 변화가 증권으로서의 성질에 근본적 변화를 가져오는 것은 아니며, 증권 규제의 기본적 원칙은 동일하게 적용되어야 한다. 토큰증권의 발행과 유통 규제 역시 동일기능 동일규제 원칙에 따라 자본시장법상 증권 규제를 그대로 적용하면 될 것이다. 다만 토큰증권의 경우 발행인이 불분명하고 고도의 유통성을 지닌다는 특성을 반영하여 규제 공백을 해소할 수 있도록 하는 일부 규제의 조정이 필요하다

마지막으로 분산원장에 기록되는 권리에 대해서도 지배가능성이라는 개념은 인정될 수 있으므로 토큰증권의 매매체결이나 청산, 결제제도를 분산원장을 활용하여 구축 및 설계할 수 있다. 이러한 기술적 기반을 활용한 금융거래인프라는 미국과 독일 그리고 스위스 등에서도 시작되고 있다. 다만 전면적으로 적용되지 않는 것은 효율성 문제와 위험성에 대한 예측가능성 부재 때문이다. 우리나라에서의 분산원장기술을 활용한

금융거래인프라 구축을 위해서는 불공정거래행위와 매매체결, 청산, 및 결제제도와 관련하여 자본시장법상 상충되는 지점을 확인하고 이를 수정하여 적용될 수 있도록 규제체계를 일부 정비해야 할 것이다.

결론적으로 이 연구는 다음 네 가지 관점에서 선행연구와 차별화된다. 첫째, 분산원장기술을 사용하더라도 증권으로서의 법적 지위는 동일하다는 점을 확인하였다. 둘째, 토큰증권은 종래의 증권과 형태는 달라도 실질은 동일하여 금융투자상품으로서의 법적 지위를 판단하는 기본법리에는 영향이 없으며, 자본시장법상 6가지 증권 유형에 기초하여 판단할 수 있다는 점을 증명하였다. 다만 투자계약증권의 개념은 입법에 의하여 일부 확대할 필요성도 확인하였다. 셋째, 토큰증권의 경우 동일기능 동일규제 원칙이 적용되어야 하고 자본시장법상 발행 및 유통 규제가 전면 도입되어야 함을 주장하였다. 넷째, 지배 개념을 기초로 분산원장기술에 기반한 매매체결, 청산, 결제 인프라 구축의 가능성을 확인하였고, EU의 입법례와 일본의 운영사례를 참고하여 기본방향을 제시하였다.

남은 연구과제는 다음과 같다. 비증권형 디지털자산을 금융규제의 영역에 포함시킬지 결정해야하는 문제가 있다. 전매차익형 디지털자산은 비증권형 디지털자산으로서 현재 증권의 범위에 포함되지 않는다. 그러나 일반투자자들은 비증권형 디지털자산을 투자적 의도로 거래하고 있으며 극초기 기업에 대한 금융적 기능도 수행한다. 향후 비증권형 디지털자산을 금융투자상품으로 규율할 것인지 논의가 필요하다. 또한 탈중앙화 거래소나 디파이를 통해 거래되는 비규제 영역의 토큰증권 및 비증권형 디지털자산에 대한 규제체계 정비도 필요하다. 거래인프라와 관련해서는 다수 당사자가 참여하는 방식의 즉 현재 거래소와 같은 회원사 참여 구조로 구현될 수 있는지, 아울러 이러한 구조 하에서는 즉시결제 가능성과 청산제도의 필요성과 관련되어 달리 보아야 하는 부분은 없는지 추후 연구를 통해 확인할 필요가 있다.

참 고 문 헌

1. 국내문헌

○ 단행본

김건식/정순섭, 「자본시장법 제3판」, 두성사(2013)

김건식/정순섭, 「자본시장법 제4판」, 박영사(2023)

닉 퍼노, 「암호화폐 수사」, 에이콘 (2019)

박삼철/차태진/ 박재현/ 김건/ 이화석, 「사모펀드해설 제3판」, 지원출판사(2021)

박영윤, 「유럽증권법」, 박영사(2021)

박준/한민, 「금융거래와 법」, 제3판 박영사(2022)

변제호/홍성기/김종훈/김성진/엄세용/김유석, 「자본시장법 2판」, 지원출판사(2015)

송옥렬, 「상법강의」, 제12판, 2022.

임재연, 「미국증권법」, 박영사(2009)

임재연, 「자본시장과 불공정거래」, 박영사(2014)

천창민, 「Cross-Border Transactions of Intermediated Securities, A Comparative Analysis in Substantive Lawand Private International Law」, Springer (2012)

한국예탁결제원, 「증권결제제도의 이론과 실무」, 박영사(2013. 3.)

한국예탁결제원, 「증권예탁결제제도 제4판」, 박영사, (2018. 1).

한국증권업협회, 「증권시장의 이해」(1999),

○ 국내 논문 및 자료

강민호/강재원, “블록체인기술 사업화의 규제 쟁점에 관한 연구 : 부산 블록체인 규제자유특구를 중심으로”, 정보통신정책연구 제27권 제2호, 정보통신정책연구원(2020)

강영기, “암호자산 관련 법적 쟁점과 암호자산의 향후 전망에 대한 소고 - 최근 일본의 법제도정비 내용을 중심으로 -”, 은행법연구 제12권 제2호, 은행법학회(2019)

고동원, “탈중앙화금융(Decentralized Finance: DeFi)의 진전과 불공정거래의 규제 방향”, 증권법연구 제23권 제1호,한국증권법학회 (2022)

고유강, “부동산 거래에의 스마트 컨트랙트 도입과 관련된 법적 문제들- 코드와 자연어 사이의 괴리, 블록체인과 현실세계 사이의 간극- ”, 법조 제69권 제4호(통권 제742호), 법조협회(2020)

국세청, “디지털자산 관련 세법개정 주요 내용”, (2022. 4. 8.)

권혁준/임민수/김협, “탈중앙화 디지털자산거래소(DEX)의 성장 가능성 및 한계점”, 지급결제학회지 제13권 제2호, 한국지급결제학회 (2021)

금융정보분석원·금융감독원, “가상자산사업자 신고 매뉴얼”, (2021. 2.)

금융위원회, “조각투자 등 신종증권 사업 관련 가이드라인,” 보도자료 별첨, (2022. 4. 29.)

금융위원회, “토큰증권 발행 및 유통규율체계 정비방안”, 보도자료 별첨, (2023. 2. 6.)

금융위원회/법무부 “전자증권제도 설명자료”, (2019. 6. 18.)

금융투자협회, “다자간매매체결회사(ATS) 규제현황 및 개선방안”, (2022, 9. 17.)
김가윤, “한국형 규제 샌드박스 제도의 주요 성과와 향후 법적 과제,” 정보통신방송정책 제32권 5호, 정보통신정책연구원, (2020. 5.)

김갑래, “국내 ICO 시장과 STO 시장의 당면 과제와 발전방향”, 이슈보고서22-13, 자본시장연구원 (2022. 7.)

김갑래/김준석, “가상자산 거래자 보호를 위한 규제의 기본방향”, 이슈보고서 21-27, 자본시장연구원, (2021. 11.)

김갑래, “금융투자상품 포괄주의하에서 디지털자산의 증권성에 관한

소고", 자본시장포커스, 자본시장연구원(2023. 5.)

김갑래, "미국과 EU의 가상자산거래자 보호제도의 시사점", 이슈보고서 21-13, 자본시장연구원, (2021. 6.)

김대홍, "가상통화에서 암호자산으로: 일본 자금결제법등 개정 법률안에 대해서", 최신외국법제정보, 한국법제연구원(2019)

김범준, "ICO 토큰발행인의 증권법상 책임과 임원배상책임보험의 역할-ICO 의 규제와 투자자 보호의 측면에서", 증권법연구 제22권 1호, 한국증권법학회, (2021. 4.)

김자봉. "ICO(Initial Coin Offering) 토큰은 자본시장법상 증권인가? - 비정형적 디지털자산에 대한 증권법리와 원칙중심 적극 규제의 필요성 -" 증권법연구 제20권 3호, 한국증권법학회(2019. 12.)

김제완, "블록체인 기술의 계약법 적용상의 쟁점-'스마트 컨트랙트(Smart Contract)'을 중심으로-", 법조 제67권 1호, 법조협회, (2018. 2.)

김제완, "블록체인과 스마트 컨트랙트(Smart Contract) : 민사법학과 법조실무에 던지는 도전과 응전 - 비가역적 · 탈중앙화 거래에 관한 민사법적 쟁점과 법률가의 역할-", 비교사법 제28권 4호, 한국비교사법학회, (2021)

김제완, "블록체인과 스마트 컨트랙트(Smart Contract) : 민사법 영역에서의 도전과 응전 - 탈중앙화 기술에 의한 거래에서 민사분쟁 해결 방안 에 관한 시론" 한국비교사법학회 2021년 하계학술대회

자료집, 한국비교사법학회(2021)

김이수, “비트코인(Bitcoin)의 사법상 지위에 관한 고찰”, 법학연구 제59권 제4호 통권98호 (2018)

김헌수/권혁준, “보험산업의 블록체인 활용”, 보험연구원 (2018. 11.)

김협/김민수/권혁준, “디파이(De-Fi), 탈중앙화 금융의 가능성과 한계점”, 한국전자거래학회지 제26권 제2호, 한국전자거래학회, (2021)

김협/권혁준, “디파이(De-Fi) 기술의 이해와 활용”, 지급결제학회지 제12권 제2호, 한국지급결제학회, (2020)

김형섭, “유럽의 블록체인 입법 및 정책 동향 - 독일, 스위스, 리히텐슈타인을 중심으로 -”, 글로벌법제전략 연구 연구보고서 19-17-11, 한국법제연구원, (2019. 11.)

나재훈, “ISO TC 307 블록체인 정보보호 표준기술 동향”, 정보보호학회지 제31권 제4호, 한국정보보호학회(2021. 8).

노혁준. “전자증권법의 상법상 쟁점에 관한 연구: 주식관련 법리를 중심으로”,. 비교사법 제24권 4호, 한국비교사법학회 (2017. 11.)

류경은, 가상자산거래소 관련 법적 쟁점 - 이용자의 권리 및 이용자 보호 방안을 중심으로-, 석사학위논문, 서울대학교(2022.8)

박기주, “스마트 계약과 부동산거래 시스템 - 블록체인 기술의 부동산거래 적용가능성을 중심으로-”, 은행법연구 제12권 제1호,

은행법학회 (2019)

박준, “시세조종행위의 성립요건과 유형”, 정순섭/노혁준 편저, 증권 불공정거래의 쟁점(제1권), BFL 총서 14, 도서출판 소화(2019. 6.)

박철영. “전자증권제도에 의한 주식제도의 변화와 주주명부의 기능 강화”, 기업법연구 제33권 2호, 한국기업법학회(2019)

백대열, “데이터물권법시론”, 민사법학 제90호, 한국민사법학회 (2020. 3)

서영희, “스마트 컨트랙트(Smart Contract)에 대한 동향과 현안”, SPRi-소프트웨어정책연구소: 연구자료, (2018. 2. 28.)

송인방/양영식, “부동산거래에서 블록체인 스마트 컨트랙트의 활용 가능성에 관한 연구”, 법학연구 제18권 제4호, 한국법학회, (2018.)

신상훈 ″자본시장법 제178조 ‘부정거래행위’의 유형화와 형벌의 적용범위－ 한계기업의 자금조달행위를 중심으로 －″ 안암법학 제53호, 안암법학회 (2017. 1.)

신용상, “일반투자자의 시장접근성 제고를 위한 공모·상장형 부동산 유동화시장 활성화 방안 연구 -공모형리츠 및 부동산 DABS 거래소를 중심으로-”, KIF VIP 리포트 2020-01, 한국금융연구원, (2020).

심인숙, “「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」상 ‘투자계약증권’ 개념에 대한 검토 - 미국연방증권법상 ‘투자계약’(investment contract)과의 비교법적 검토 -”, 비교사법 제15권 1호, 한국사법학회(2008. 3)

심인숙, “스테이블코인의 안정화 메카니즘에 관한 법규제적 관점에서의 고찰”, 중앙법학 제23권 제4호, 중앙법학회, (2021. 12.)

심정훈, “주요증시의 매매거래제도 동향 및 시사점”, KRX Market, 한국거래소 (2015. 4.)

안명구·박용석, “블록체인의 법률체계와 국내외 블록체인 법제 현황 - 산업 활성화를 중심으로”-, 디지털융복합연구 제17권 제10호, 한국디지털정책학회, (2019. 10.)

안수현, “미공개중요정보 이용행위 규제 개관-성립요건을 중심으로-”, 정순섭/노혁준 편저, 증권 불공정거래의 쟁점(제1권), BFL 총서 14, 도서출판 소화(2019. 6.)

양기진, “수익형 부동산 분양의 자본시장법상 규제 모색”, 증권법연구 제17권 제1호, 한국증권법학회, (2016. 4)

유진호, “미국연방법상의 포괄적 증권개념과 투자계약증권”, 최신외국법제정보, 2008 제7호, 한국법제연구원(2008)

윤주호, “전자문서와 블록체인, 블록체인 규제개선 연구반 결과보고서”, 한국인터넷진흥원, 2018. 12.

윤태영, “블록체인 플랫폼에서의 토큰(token) 거래에 대한 민법상 쟁점”, 외법논집 제45권 제3호, 법학연구소, (2021. 8.)

이규옥, “블록체인 기술 기반 스마트 컨트랙트에 관한 법적 연구”,

박사학위 논문, 성균관대학교 (2019)

이혜정/김정환/서용성, “가상자산에 대한 민사집행연구”, 사법정책연구원, (2022. 8)

이효경, “일본 증권형 토큰 관련 규제방식과 시사점”, 기업법연구 제36권 제4호, 한국기업법학회 (2022. 12.)

이후빈, “부동산 유동화 수단으로 블록체인 기술의 활용 가능성 연구”, wp-19-14. 국토연구원, (2020. 1.)

임병화, “디파이(DeFi)의 이해와 시사점”, 글로벌금융리뷰 제2권 제1호, 글로벌금융학회 (2021. 3.)

임병화 "일본 암호자산 법제도와 그 시사점에 관한 연구" 금융감독연구 제7권 2호, 금융감독원 (2020)

임재연, “부정거래행위의 성립요건과 유형”, 정순섭/노혁준 편저, 증권 불공정거래의 쟁점(제1권), BFL 총서 14, 도서출판 소화(2019. 6.)

재정경제부, “「자본시장과 금융투자에 관한 법률안」설명자료”, 차관회의 설명자료, (2006. 12. 28.)

정경영/백명훈, “블록체인 기반의 스마트 컨트랙트 관련 법제 연구”, 한국법제연구원 현안분석 17-18-1, (2017. 8. 31.)

정경영, “암호통화(cryptocurrency)의 본질과 스마트 컨트랙트(smart contract)에 관한 연구”, 상사법연구 제36권 제4호, 한국상사법학회,

(2018. 12.)

정대익, “독일 전자증권법의 주요내용에 대한 검토”, 금융법연구 18권 3호, 한국금융법학회, (2021. 12.),

정순섭, 자본시장 통합법 제정을 위한 쟁점별 의견 (2005. 9. 2),

정순섭, 금융규제법상 포괄개념 도입의 가능성과 타당성 - 자본시장통합법상 금융투자상품의 개념을 중심으로, 서울대학교 법학 제49권 1호, 서울대학교 법학연구소, (2008. 3.)

정순섭, “자본시장인프라에 관한 법적연구, 장외파생상품 청산의무화를 중심으로”, 증권법연구 제12권 제3호, 한국증권법학회 (2011. 12.)

조영은, “일본의 가상자산(Virtual Assets)이용자 보호 규율 강화”, 외국입법 동향과 분석 제38호, 국회입법조사처(2020. 4.),

천창민, “글로벌 스테이블코인 규제 흐름과 감독기구의 역할에 대한 연구 - 유럽 암호자산시장규정(MICA)안을 중심으로 -”, 금융법연구 제18권 제3호, 한국금융법학회, (2021. 12)

천창민, “디지털자산 거래의 물권법적 측면에 관한 연구 - UNIDROIT의 디지털자산 프로젝트 논의를 중심으로 -”, 서울대학교 법학, 제63권 제1호, 서울대학교 법학연구소, (2022. 3.)

천창민, “스위스 간접보유증권법(Bucheffektengesetz)에 관한 고찰”, 증권법연구 제13권 제1호, 한국증권법학회, (2012. 5.)

천창민, “크라우드세일의 증권법적 쟁점에 대한 고찰 - DAO 사례와

관련하여 -", 경제법연구 제16권 제3호, 한국경제법학회, (2017. 12.)

천창민, "해외가상자산금융규제 현황과 과제", 2019 한국은행
전자금융세미나 발표자료 (2019. 12. 18.),

최지웅, "증권형 토큰 발행·유통 현황 및 합리적 규제방안", 경제법연구
제19권 2호, 한국경제법학회, (2020. 8.)

최지웅, "디지털자산과 증권결제제도", BFL 115호, 서울대학교
금융법센터 (2022.9.)

한국거래소, 2021 주식시장매매제도의 이해(2021. 12.)

한국거래소, KRX 청산 결제의 이해, (2021)

한서희, "디지털자산의 자본사징법상 규제- 증권성 판단원칙을
중심으로", BFL 제115호, 서울대 금융법센터(2022. 9.)

한서희, "탈중앙화 자율조직(DAO)의 공모형 자금조달", 탈중앙화
금융(DE-Fi)의 기업 금융 규제 법제 연구, 규제혁신법제연구 22-21-2-3,
한국법제연구원 (2022.8)

한아름, "국내 부동산 DABS 거래 플랫폼 현황 및 시사점",
자본시장포커스 Zoom-in 2021. 01호, 자본시장연구원, (2021. 1.)

홍은표, "암호자산에 대한 소유권 보호를 위한 시론", 정보법학,
한국정보법학회 (2019)

2. 해외문헌

○ 해외 단행본

黑沼悦郎, 「金融商品取引法」, 有斐閣, (2016)

神崎克郎/志谷匡史/川口恭弘, 「金融商品取引法,」 青林書院, (2012)

○ 해외 논문 및 자료

-A-

Adrian, T., M. Fleming/J. Goldberg, M. Lewis, F. Natalucci/ J. Wu , Dealer balance sheet capacity and market liquidity during the 2013 sell-off in fixed income markets, (2013) www.federalreserve.gov/econresdata/notes/feds-notes/2013/dealer-balance-sheet-capacity-andmarket-liquidity-during-the-2013-selloff-in-fixed-income-markets-20131016.html

Allen & Overy Press Release: Nivaura executes world's first automated cryptocurrency bond issuance supported by Allen & Overy, (2018), http://www.allenovery.com/news/en-gb/articles/Pages/Nivauraexecutes-worlds-first-automated-cryptocurrency-bond-issuance-supported-by-Allen-Overy.aspx

AMF, EC Directorate-General for Financial Stability, Financial

Services and Capital Markets Union AMF response to EC Consultation Document On an EU framework for markets in crypto-assets, (2020)

AMF, Review and analysis of the application of financial regulations to security tokens. (2020)

AMF, Prestataires de services sur actifs numeriques, (2019), https://www.amffrance.org/en_US/Acteurs-et-produits/Prestataires-financiers/Prestataires-de-services-suractifs-numeriques-PSAN?langSwitch=true

Anderson Mori & Tomotsune, FINANCIAL SERVICES & TRANSACTIONS GROUP NEWSLETTER, 弁護士 河合 健 /同 三宅 章仁 /同 青木 俊介 /同 田中 智之 /同 長瀬 威志 /同 林 敬祐, 暗号資産に關する改正資金決濟法等について, (2019. 4).

Andrea Pinna Wiebe Ruttenberg , Distributed ledger technologies in securities post-trading Revolution or evolution?, European Central Bank, Occasional Paper Series, (2016.4.)

Australian Securities Exchange, ASX selects distributed ledger technology to replace CHESS, (2017) https://www.asx.com.au/documents/investor-relations/ASX-selects-distributed-ledger-technology-toreplace-CHESS.pdf

-B-

Bank for International Settlements(BIS) and Swiss National Bank,

SNB and BIS sign operational agreement on BIS Innovation Hub Centre in Switzerland, Press Release, (2019. 10.) https://www.bis.org/press/p191008.htm

BIS, Distributed ledger technology in payment, clearing and settlement: An analytical framework, Committee on Payments and Market Infrastructures, (2017) https://www.bis.org/cpmi/publ/d157.pdf

BIS, Committee on Payments and Market Infrastructures Distributed ledger technology in payment, clearing and settlement An analytical framework, (2017. 2)

BIS, BIS Annual Economic Report 2022

BIS Innovation Hub, Project Helvetia – Settling tokenised assets in central bank money, (2020) http://www.bis.org

Badstuber, Bitcoin und andere Kryptowährungen in der Zwangsvollstreckung, DGVZ 2019, 246 (248) (2019)

BaFin, BaFin Expert Articles: Tokenisation, (2019) https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2019/fa_bj_1904_Toke nisierung_en.html

Banque de France , Avancement de la démarche d'expérimentations de monnaie digitale de banque centrale lancée par la Banque de France, (2020) https://www.banquefrance.fr/communique-de-presse/avancement-de-la

-demarche-dexperimentations-demonnaie-digitale-de-banque-centrale-lancee-par-la

Boehm/Bruns, in: Bräutigam/Rücker, E-Commerce, 13. Teil, Rn. 7, (2017)

-C-

Carla L. Reyes/Nizan Geslevich/Benjamin P. Edwards, Distributed Governance, 59 WM. & MARY L.REV. ONLINE 1, 1, 31 (2017)

Code monétaire et financier, Section 2 : Les minibons (Articles L223-6 à L223-13) - Légifrance, (2016) https://www.legifrance.gouv.fr/codes/id/LEGIARTI000032468412/2016-10-01/

-D-

Dossa, A., ERC 2258: Custodial Ownership Standard · Issue #2258 · ethereum/EIPs · GitHub. (2019)

David Kerr/ Miles Jennings, A Legal Framework for Decentralized Autonomous Organization, (2021. 12. 29.), (https://a16zcrypto.com/wp-content/uploads/2022/06/dao-legal-framework-part-1.pdf

-E-

European Banking Authority (EBA), Report with advice for the European Commission on crypto-assets, (2019)

Effer-Uhe, Kryptowährungen in Zwangsvollstreckung und Insolvenz am Beispiel des Bitcoin, ZZP 2018, 513 (517) (2018)

Ethereum Foundation Blog, https://blog.ethereum.org/2016/05/09/on-settlement-finality/

European Central Bank(ECB), Distributed ledger technologies in securities post-trading, Occasional Paper, n0172 (2016. 4.)

European Commission(EC), Draft regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Crypto-Assets (MiCA),(2020)

EC, Legal and regulatory framework for blockchain | Shaping Europe's digital future, (2020), https://ec.europa.eu/digital-single-market/en/legal-and-regulatoryframework-blockchain

EC, Proposal for a REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on digital operational resilience for the financial sector and amending Regulations (EC) No 1060/2009, (EU) No 648/2012, (EU) No 600/2014 and (EU) No 909/2014, (2020) https://oeil.secure.europarl.europa.eu/oeil/popups/ficheprocedure.do?reference=2020/2034

EC, Public consultation on FinTech: a more competitive and

innovative European financial sector, (2017)
https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro_en .

Eidgenössische Finanzmarktaufsicht(FINMA), FINMA Innovation and Supervision 2019, (2019)
https://finma.ch/en/documentation/dossier/dossier-fintech/innovation-und-aufsicht-2019/

Eidgenössische Finanzmarktaufsicht(FINMA), Financial Technology and digitalisation, (2016)
https://www.finma.ch/en/documentation/dossier/dossier-fintech/finanztechnologie-unddigitalisierung-2016/

European Securities and Markets Authority(ESMA), Advice on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets. ESMA50-157-1391, (2019)

ESMA, Annex 1 Legal qualification of crypto-assets - survey to NCAs, ESMA 50-157-1384, (2019. 1),

ESMA, Report on the DLT Pilot Regime On the Call for Evidence on measures on supervisory data the DLT Pilot Regime and compensatory (2022. 9. 27.)

ESMA, Report on the DLT Pilot Regime On the Call for Evidence on measures on supervisory data the DLT Pilot Regime and compensatory September, ESMA 70 460 111 27 (2022. 9)

ESMA, SMSG Advice - Own Initiative Report on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets, ESMA 22-106-1338, (2018. 10.)

EY releases third-generation zero-knowledge proof blockchain technology to the public domain, https://www.ey.com/en_ly/news/2019/12/ey-releases-third-generation-zeroknowledge-proof-blockchain-technology-to-the-public-domain

-F-

FATF, UPDATED GUIDANCE: A RISK-BASED APPROACH TO VIRTUAL ASSETS AND VIRTUAL Asset SERVICE PROVIDER, (2010. 10)

Financial Conduct Authority(FCA) Guidance on cryptoassets Consultation Paper CP19/3, (2019. 1.)

Financial Market Supervisory Authority(FINMA), Guidelines for enquiries regarding the regulatory framework for initial coin offering(ICOs), (2018. 2.)

FINANCIAL INDUSTRY REGULATORY AUTHORITY, INC.(FINRA) Distributed Ledger Technology: Implications of Blockchain for the Securities Industry, (2017. 1.)

Finanacial Stability Board(FSB), Decentralised financial technologies: Report on financial stability, regulatory and governance implications, (2019) http://www.fsb.org/emailalert

FSB, 『FinTech and market structure in financial services: Market developments and potential financial stability implications』, (2019. 2.) (https://www.fsb.org/ wp-content/uploads/P140219.pdf

FSB, Financial Stability Implications form FinTech-Supervisory and Regulatory Issues that Merit Authorities' Attention, (2017. 6.) https://www.fsb.org/wp-content/uploads/R270617.pdf

-H-

Haentjens, M., T. de Graaf and I. Kokorin , "The Failed Hopes of Disintermediation: Crypto-Custodian Insolvency, Legal Risks and How to Avoid Them", SSRN Electronic Journal, (2020) http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3589381.

-I-

IOSCO(International Organization of Securities Commissions) DECENTRALIZED FINANCE REPORT, OR01/2022, (2022. 3.) (https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/ IOSCOPD699.pdf)

IOSCOO, Global Stablecoin Initiatives, OR01/2020, (2020. 3.)

IOSCOO, Policy Recommendations for Crypto and Digital Asset Markets Consultation Report, CR01/2023, (2023. 3.)

IOSCO, Principles for Financial Market Infrastructures, (2012)

-J-

Juan Batiz-Benet Jesse Clayburgh Marco Santori, The SAFT Project: Toward a Compliant Token Sale Framework, (2017. 10. 2),

Jünemann, M. and J. Wirtz, eWpG: German Ministries publish draft for a new Electronic Securities Act, (2020) https://www.twobirds.com/en/news/articles/2020/germany/german-ministriespublish-draft-for-a-new-electronic-securities-act

-K-

Kütük/Sorge, Bitcoin im deutschen Vollstreckungsrecht - Von der „Tulpenmanie“ zur „Bitcoinmanie“, MMR 2014, 643 (644) (2014)

-L-

Law Commission, Digital Assets, Consultation Paper 256, (2022. 7. 28.)

-M-

Michele Finck, Blockchains and Data Protection in Eu, Max Planck Institute for Innovation and Competition Research Paper No. 18-01, (2018. 2.)

-N-

Naegele, T., Summary of the Leichtenstein Blockchain Act, (2019) https://www.naegele.law/files/Downloads/TTTL_Summary.pdf

-O-

OECD (2020), The Tokenisation of Assets and Potential Implications for Financial Markets, http://www.oecd.org/finance/The-Tokenisation-of-Assets-and-Potential-Implications-forFinancial-Markets.htm.

OECD , Crypto-Asset Reporting Framework and Amendments to the Common Reporting Standard, (2022), OECD, Paris, https://www.oecd.org/tax/exchange-of-tax-information/crypto-asset-reporting-framework-and-amendments-tothe-common-reporting-standard.htm.

OECD , Initial Coin Offerings (ICOs) for SME Financing, (2019) OECD, Paris, http://www.oecd.org/finance/ICOs-for-SME-Financing.pdf.

OECD, REGULATORY APPROACHES TO THE TOKENISATION OF ASSETS, (2021. 1.),OECD, Paris, https://www.oecd.org/finance/regulatory-approaches-to-the-tokenisation-of-assets.htm

OECD, Why Decentralised Finance (DeFi) Matters and the Policy Implications, (2020), OECD, Paris, https://www.oecd.org/finance/why-decentralised-finance-defi-matters-and-the-policy-implications.htm

Office of the Comptroller of the Currency(OCC), Interpretive Letter #1170, Re: Authority of a National Bank to Provide Cryptocurrency Custody Services for Customers. (2020)

OCC, Interpretive Letter #1172 OCC Chief Counsel's Interpretation on National Bank and Federal Savings Association Authority to Hold Stablecoin Reserves. (2020)

Oliver Wyman and Euroclear, Blockchain in capital markets: the price and the journey(2016. 2), https://www.oliverwyman.com/our-expertise/insights/2016/jan/blockchain-in-capital-markets.html

Oren, O. . ICO's, DAO's, and the SEC: A Partnership Solution. Columbia Business Law Review, 2018(2), (2019) https://doi.org/10.7916/cblr.v2018i2.1702

-P-

Azar/ Pablo D./ Garth Baughman/ Francesca Carapella/ Jacob Gerszten/ Arazi Lubis/ JP Perez-Sangimino/ David E. Rappoport/ Chiara Scotti/ Nathan Swem/ Alexandros Vardoulakis/ and Aurite Werman, The Financial Stability Implications of Digital Assets, Finance and Economics Discussion Series (FEDS), 2022-58 Federal Reserve Board, (2022. 8.) ,https://doi.org/10.17016/FEDS.2022.058.

-S-

Satoshi Nakamoto, Bitcoin : A Peer to Peer Electronic Cash

Systme(2008)

SDX , SDX Booklet Online, (2020)

Securities Exchange Commission(SEC), Framework for “Investment Contract” Analysis of Digital Assets, (2019) https://www.sec.gov/corpfin/framework-investment-contract-analysis-digital-assets

SEC Staff, ATS Role in the Settlement of Digital Asset Security Trades - No Action Letter.(2020)

SEC Staff and FINRA , Joint Staff Statement on Broker-Dealer Custody of Digital Asset Securities, (2019) https://www.sec.gov/news/public-statement/joint-staff-statement-broker-dealercustody-digital-Asset-securities

Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA)/ PricewaterhouseCoopers, LLP, Security Tokens; Current Regulatory and Operatioal Cinsiderations for Broker-Dealers and a Look Towards th Future (2020.11)

Société Générale, Societe Generale performs the first financial transaction settled with a central bank digital currency, (2020) https://www.societegenerale.com/sites/default/files/200023_pr_societe_generale_performs_the_first_financial_transaction_settled_with_a_central_bank_digital_currency.pdf

Spindler/Bille, Rechtsprobleme von Bitcoins als virtuelle Währung, WM 2014, 1357, (1359 f.).(2014)

State Secretariat for International Finance(SIF), Blockchain, (2020) ttps://www.sif.admin.ch/sif/en/home/finanzmarktpolitik/digit_finanzsektor/blockchain.html

-T-

Tang Hang Wu , “TRUSTEES’ INVESTMENT DUTIES AND CRYPTOASSETS”,Trusts & Trustees , Volume 26, Issue 2, (2020. 3)

The Federal Council, Legal Framework for Distributed Ledger Technology and Blockchain in Switzerland, Federal Council Reprot, 14 (2018. 12.)

Thomas Nägele , Patrick Bont, Tokenized structures and assets in Liechtenstein law, Trusts & Trustees, Volume 25, Issue 6, (2019. 7.), https://doi.org/10.1093/tandt/ttz037

Tiffany L. Minks, Comment, Ethereum and the SEC: Why Most Distributed Autonomous Organizations Are Subject to the Registration Requirement of the Securities Act of 1933 and a Proposal for New Regulation, 5 TEX. A&M L. REV. 405, 405 (2018).

-U-

UK Jurisdiction Taskforce, Public consultation: The status of

cryptoassets, distributed ledger technology, and smart contracts under English private law (2019)

UNIDROIT, PRINCIPLES ON DIGITAL ASSETS AND PRIVATE LAW", UNIDROIT 2023 102nd session C.D. (102) 6 (2023. 4.)

Uniform Law Commission and the American Law Institute, Uniform Commercial Code Amendments (2022)

-W-
Wyoming Secretary of State, Decentralized Autonomous Organization(DAO): Frequently Asked Questions (2022) [https://sos.wyo.gov/Business/Docs/DAOs_FAQs.pdf]

-기타-

河合 健／青木俊介／梅津公美,
"本邦初の公募型不動産セキュリティ・トークンの發行", CAPITAL MARKETS LEGAL UPDATE, Anderson Mori & Tomotsune 法律事務所, (2021.8.)

柳, 明昌, 暗号資産の有価証券該当性 : SECの所說を中心として, 法學硏究 : 法律·政治·社會, 慶應義塾大學法學硏究會 , 法學硏究 : 法律·政治·社會 vol93, issue 6.,(2020, 6.)

三菱 UFJ 信託銀行株式會社,
ブロックチェーン技術を活用した第三者對抗要件に係る課題の解決と「Progmat を活用した實証計畫」の認定について, (2022. 3.)

デジタルアセット共創コンソーシアム,
ーミッションレス型ステーブルコインの 健全な導入・普及に向けた整理,
(2022. 12)

青木俊介, STO (Security Token
offering) のルール明確化で金融商品開發にはずみ, The Finance
金融法務, (2020.6.18.)

石橋誠之/内津冬樹/寺井勝哉,
債權讓渡の第三者對抗要件に關する民法の特例措置案の公表とSTO及びセキュリティトークンの取引實務への影響"(速報), FINANCIAL
REGULATION BULLETIN 2021年2月号, Mori Hamada & Matsumoto
法律事務所, (2021)

[별첨 1]

Executive Order on Ensuring Responsible Development of Digital Assets 2022. 3. 9.

미합중국의 헌법과 법률에 의해 대통령으로서 저에게 부여된 권한에 따라 다음과 같이 명령한다:

섹션 1. 정책.

금융 서비스를 위한 디지털 및 분산원장 기술의 발전으로 디지털자산 시장이 급격히 성장했으며, 이는 데이터 프라이버시 및 보안, 금융 안정성 및 시스템적 위험, 범죄, 국가 안보, 인권 행사 능력, 금융 포용 및 형평성, 에너지 수요 및 기후 변화 등 소비자, 투자자 및 기업 보호에 중대한 영향을 미치고 있다. 국가에서 발행하지 않은, 디지털자산의 총 시가총액은 2016년 11월 초의 약 140억 달러에서 2021년 11월 3조 달러로 증가했다. 전 세계 통화 당국도 중앙은행 디지털 화폐(CBDC)를 검토하고 있으며, 경우에 따라 도입하는 경우도 있다.

디지털자산과 관련된 많은 활동이 기존 국내 법률 및 규정의 범위 내에 있다. 그런데 미국이 글로벌 리더 역할을 해오면서 디지털자산 및 관련 혁신의 개발과 채택이 증가함에 있어서 특정 주요 위험을 방어하기 위한 일관되지 않은 통제로 인해 디지털자산에 대한 미국 정부의 접근 방식을 발전시키고 조정할 필요가 있다. 미국은 책임감 있는 금융 혁신, 안전하고 저렴한 금융 서비스에 대한 접근성 확대, 공공 결제 시스템의 지속적인 현대화를 통한 국내 및 국경 간 자금 이체 및 결제 비용 절감에 관심을 가지고 있다. 우리는 디지털자산이 소비자, 투자자, 기업 보호, 금융 안정성 및 금융 시스템 무결성, 범죄 및 불법 금융 퇴치 및 예방, 국가 안보, 인권 행사 능력, 금융 포용성 및 형평성, 기후 변화 및 오염에 미

칠 수 있는 위험을 줄이기 위해 강력한 조치를 취해야 한다.

섹션 2. 목표.

디지털자산과 관련한 미국의 주요 정책 목표는 다음과 같습니다:

(a) 우리는 미국의 소비자, 투자자, 기업을 보호해야 한다. 디지털자산의 독특하고 다양한 특징은 적절한 보호 장치가 마련되지 않을 경우 소비자, 투자자 및 기업에 상당한 재정적 위험을 초래할 수 있다. 충분한 감독과 표준이 없는 경우, 디지털자산 서비스를 제공하는 기업은 민감한 금융 데이터, 고객 자산 및 자금과 관련된 수탁 및 기타 계약, 투자와 관련된 위험 공시에 대한 보호를 충분할만큰 제공하지 않을 가능성이 크다. 그리고 주요 디지털자산 거래소 및 거래 플랫폼의 사이버 보안 및 시장 실패로 인해 수십억 달러의 손실이 발생했다. 미국은 소비자, 투자자, 기업을 보호하고, 프라이버시를 유지하며, 인권 침해에 기여할 수 있는 자의적이거나 불법적인 감시로부터 보호하기 위해 안전장치를 마련하고 디지털자산의 책임감 있는 개발을 촉진해야 한다.

(b) 미국과 글로벌 금융 안정성을 보호하고 시스템적 위험을 완화해야 한다. 일부 디지털자산 거래 플랫폼과 서비스 제공업체는 그 규모가 급격히 성장하였고 복잡성도 더 커져서 적절한 규제나 감독을 받지 않거나 준수하지 않을 수 있다. 디지털자산 발행인, 거래소 및 거래 플랫폼, 금융 안정성에 대한 위험을 증가시킬 수 있는 활동을 하는 중개자는 "동일 사업, 동일 위험, 동일 규칙"이라는 일반 원칙에 따라 전통 시장 인프라와 금융 회사에 적용되는 규제 및 감독 기준을 적절히 적용받고 준수해야 한다. 디지털자산이 촉진할 수 있는 새롭고 독특한 사용과 기능으로 인해 추가적인 경제적 및 재무적 위험이 발생할 수 있으며, 이러한 위험을 적절히 다루는 규제 접근 방식으로의 진화가 필요할 수 있다.

(c) 우리는 디지털자산의 오용으로 인한 불법 금융 및 국가 안보 위

험을 완화해야 한다. 디지털자산은 자금 세탁, 사이버 범죄 및 랜섬웨어, 마약 및 인신매매, 테러 및 확산 자금 조달 등 중대한 불법 금융 위험을 초래할 수 있다. 디지털자산은 또한 미국과 외국의 금융 제재 체제 및 기타 도구와 당국을 우회하는 도구로 사용될 수 있다. 또한, 미국은 자금 세탁 방지 및 테러 자금 조달 방지(AML/CFT)를 위한 디지털자산 규제 및 감독에 관한 국제 표준을 수립하는 데 앞장서 왔지만, 해외 일부 관할권에서 이러한 표준이 제대로 이행되지 않거나 존재하지 않는 경우 미국과 글로벌 금융 시스템에 심각한 불법 자금 조달 위험을 초래할 수 있다. FATF가 정한 국제 표준을 아직 이행하지 않은 관할권에 위치하고 있는 디지털자산 서비스 제공업체를 통해 랜섬웨어나 사이버 범죄의 가해자를 포함한 불법 행위자들이 불법 수익금을 세탁하고 현금화하는 경우가 많다. 이러한 국제 자금세탁방지/자금세탁방지 표준이 효과적으로 이행되지 않는 관할권에서 운영되는 서비스업자를 계속 이용할 수 있게 되면 불법적인 금융활동을 아무런 통제 없이 할 수 있다. 탈중앙화된 금융 생태계의 성장, P2P 결제 활동, 불법금융에대한 규제가 모호한 블록체인 원장의 경우 향후 시장 및 국가 안보에 추가적인 위험을 초래할 수 있다. 미국은 현재와 미래의 디지털자산 시스템에 대한 적절한 통제와 책임을 보장하여 규제, 거버넌스 및 기술적 조치를 포함하여 투명성, 개인정보 보호 및 보안에 대한 높은 기준을 촉진함으로써 불법 활동에 대응하고 국가 안보 도구의 효율성을 보존하거나 강화해야 한다. 디지털자산이 불법적인 방식으로 남용되거나 사용되거나 국가 안보를 약화시키는 경우, 규제, 감독, 법 집행 조치 또는 기타 미국 정부 당국의 사용을 통해 이러한 불법 금융 및 국가 안보 위험을 완화하기 위한 조치를 취하는 것이 국익에 부합한다.

(d) 우리는 결제 혁신과 디지털자산의 책임 있는 개발을 포함하여 글로벌 금융 시스템과 기술 및 경제 경쟁력에서 미국의 리더십을 강화해야 한다. 미국은 국제 금융 시스템에서 새로운 형태의 결제와 자본 흐름을 뒷받침하는 디지털자산과 기술의 책임 있는 개발과 설계, 특히 민주적

가치, 법치, 개인정보 보호, 소비자, 투자자, 기업 보호, 디지털 플랫폼, 레거시 아키텍처, 국제 결제 시스템과의 상호운용성을 촉진하는 표준을 수립하는 데 있어 선두를 유지하는 데 관심을 갖고 있다. 미국은 글로벌 금융 시스템에서 미국 달러와 미국 금융 기관 및 시장이 수행하는 중심적인 역할로부터 상당한 경제적 및 국가 안보적 이익을 얻는다. 글로벌 금융 시스템에서 미국의 지속적인 리더십은 미국의 금융 파워를 유지하고 미국의 경제적 이익을 증진할 것이다.

(섹션 3, 4, 생략)

섹션 5. 소비자, 투자자 및 기업 보호를 위한 조치. (a) 디지털자산과 디지털자산 거래소 및 거래 플랫폼의 사용 증가는 사기 및 도난, 기타 법률 및 규제 위반, 개인정보 및 데이터 침해, 불공정하고 악의적인 행위 또는 관행, 기타 사이버 사고와 같은 범죄의 위험을 증가시켜 소비자, 투자자 및 기업이 직면할 수 있다. 디지털자산의 사용 증가와 커뮤니티 간의 차이로 인해 정보에 취약한 시장 참여자에게는 불균등한 금융 리스크가 발생하거나 불평등이 악화될 수 있다. 디지털자산이 소비자, 투자자 또는 기업에 과도한 위험을 초래하지 않도록 하고, 안전하고 저렴한 금융 서비스에 대한 접근성을 확대하기 위한 노력의 일환으로 보호 장치를 마련하는 것이 중요하다. (중략)

섹션 6. 금융 안정성을 증진하고, 시스템 리스크를 완화하며, 시장 무결성을 강화하기 위한 조치. (a) 증권거래위원회(SEC), 상품선물거래위원회(CFTC), 금융소비자보호국(CFPB) 및 연방 은행 기관을 포함한 금융 규제기관은 금융 시스템의 무결성을 보호하고 안정성을 증진하는 보호 장치를 수립하고 감독하는 데 중요한 역할을 담당한다. 2017년부터 재무부 장관은 디지털자산의 지속적인 도입으로 인해 발생하는 금융 안정성 위험과 규제 공백을 평가하기 위해 금융안정감독위원회(FSOC)를 소집했다. 미국은 디지털자산이 금융 안정성과 금융 시장 무결성에 미치

는 위험을 평가하고 이를 해결하기 위한 조치를 취해야 한다.

섹션 7. 불법 금융 및 관련 국가 안보 위험을 제한하기 위한 조치. (a) 디지털자산은 랜섬웨어 활동을 포함하여 정교한 사이버 범죄 관련 금융 네트워크와 활동을 촉진했다. 금융 활동에서 디지털자산의 사용이 증가함에 따라 자금 세탁, 테러 및 확산 자금 조달, 사기 및 절도 계획, 부패와 같은 범죄의 위험이 높아집니다. 이러한 불법 활동은 디지털자산 사용에 대한 지속적인 조사, 기술 혁신이 이러한 활동에 영향을 미칠 수 있는 정도, 규제, 감독, 민관 참여, 감독 및 법 집행을 통해 이러한 위험을 완화할 수 있는 기회를 모색해야 할 필요성을 강조한다.

섹션 8. 국제 협력 및 미국 경쟁력 육성과 관련된 정책 및 조치. (a) 디지털자산 및 금융 혁신과 관련하여 국제 협력 및 미국 경쟁력 육성에 관한 우리 행정부의 정책은 다음과 같습니다:(생략)

[별첨2] MICAR 제5조 (g) 부속서 I

파트 A : 발행인에 관한 일반 정보

1. 발행인 명칭
2. 등록 주소
3. 등록일
4. 기관식별코드
5. 발행인이 속한 사업체의 그룹(해당되는 경우)
6. 경영진의 신원, 주소 및 역할
7. 제5조제5항의 내용[480]
8. 발생가능한 이해상충
9. 발행인의 최근 3년간 세부 재무실적. 설립된지 3년이 되지 않은 경우 등록일 이후의 세부 재무실적. 다만, 발행 즉시 상품이나 서비스로의 교환이 가능한 유틸리티토큰 공개와 관련해서는 이 규정의 적용이 면제된다.

파트 B : 프로젝트에 관한 정보

10. 프로젝트 또는 암호자산의 명칭(발행인의 명칭과 다른 경우)

---

480) 암호자산백서는 다음 각 호의 내용을 명확하고 모호하지 않게 기술해야 한다.
(a) 해당 암호자산은 가치의 일부 또는 전부를 상실할 수 있다.
(b) 해당 암호자산은 항상 이전 가능하지 않을 수 있다.
(c) 해당 암호자산은 유동성이 낮을 수 있다.
(d) 유틸리티토큰과 관련된 공개의 경우 프로젝트가 실패하거나 중단될 경우 유틸리티토큰
이 암호자산백서에 명시된 재화 및 서비스와 교환되지 못할 수 있다.
(da) 해당되는 경우, Directive 97/9/EC에 따른 투자자보상제도와 Directive 2014/49/EU
에 따른 예금보험제도의 보호대상이 아니라는 명확한 경고문구

11. 고문, 개발팀 및 암호자산서비스제공자 등 프로젝트 시행과 관련된 모든 자연인 또는 법인(회사의 주소 및/또는 등록주소 포함)에 대한 세부 정보
12. 암호자산 발행 목적
13. 암호자산의 공개가 유틸리티토큰과 관련된 경우 개발되었거나 개발될 상품 또는 서비스의 주요 특징
14. 프로젝트의 과거 및 미래의 주요 단계에 대한 설명과 프로젝트에 이미 할당된 자원(해당되는 경우)을 포함한 프로젝트 구조에 대한 정보
15. 자금사용 계획에 대한 정보(해당되는 경우)
16. 암호자산의 공개와 관련된 비용. 유틸리티토큰은 제외한다.

파트 C : 암호자산의 공개 또는 암호자산거래플랫폼을 통한 거래의 승인에 관한 정보

17. 백서가 암호자산의 공개 및/또는 암호자산거래플랫폼을 통한 거래의 승인과 관련되어 있는지에 대한 표시
18. 공개를 통해 조달하고자 하는 명목화폐 또는 기타 암호자산의 금액(해당되는 경우). 암호자산 공개에 설정된 소프트캡(프로젝트 수행에 필요한 최소금액) 또는 하드캡(공개의 최대금액)(해당되는 경우)
19. 공개된 암호자산의 발행가(명목화폐 또는 다른 암호자산으로 표시)
20. 공개된 암호자산 및/또는 암호자산거래플랫폼을 통한 거래가 승인된 암호자산의 총 수량(해당되는 경우)
21. 암호자산의 공개 및/또는 거래 승인이 목표로 하는 보유자/매수자. 해당 암호자산의 매수자 또는 보유자 유형을 제한하는 경우 동 제한사항을 포함한다.
22. 공개 종료시점에 소프트캡(프로젝트 수행에 필요한 최소금액)에 도

달하지 않거나 공개가 취소된 경우 암호자산 공개에 참여한 매수자가 그들의 청약금액을 돌려받을 수 있다는 명확한 안내 또는 환불이 완료되기까지 예상되는 일정을 포함한 환불 메커니즘에 대한 상세 설명

23. 암호자산 공개 기간에 대한 정보. 암호자산의 조기 매수자(사전 공개 판매)를 위한 매수 할인가에 대한 정보를 포함한다.
24. 기간 한정 공개의 경우, 공개가 이루어지는 청약기간 및 제9조에 따라 자금 또는 다른 암호자산을 보호하기 위한 조치
25. 공개된 암호자산 매수 시 지불 방법
26. 자산준거토큰 및 전자화폐토큰 이외의 암호자산의 경우, 제12조에 따른 철회권에 관한 정보
27. 매수된 암호자산을 보유자에게 이전하는 방식 및 일정에 관한 정보
28. 암호자산의 사모발행 업무를 수행하는 암호자산서비스제공자의 명칭 및 사모발행의 형태(보증 여부)(해당되는 경우)
29. 거래를 승인받고자 하는 암호자산거래플랫폼의 명칭(해당되는 경우)
30. 암호자산의 공개에 적용되는 법률 및 관할 법원

파트 D : 암호자산에 대한 권리와 의무

31. 제5조제6항의 내용[481]
32. 공개되거나 암호자산거래플랫폼을 통한 거래가 승인된 암호자산의 특성 및 기능에 대한 설명. 해당 기능의 적용 예상 시기에 대한 정보를 포함한다.
33. 매수자에게 부여된 권리와 의무, 그리고 권리 행사를 위한 절차 및

481) 암호자산백서는 암호자산 발행인의 경영진 진술을 포함해야 한다. 동 진술은 암호자산백서가 이 편의 요건을 준수하며, 경영진이 아는 한 암호자산백서에 제시된 정보가 정확하며 중대한 누락이 없다는 점을 확인해 주어야 한다

조건에 대한 설명(존재하는 경우)

34. 발행인의 향후 암호자산 공개와 관련한 정보 및 발행인의 자체 암호자산 보유수량에 대한 정보(해당되는 경우)
35. 암호자산의 공개 또는 암호자산거래플랫폼을 통한 거래의 승인이 유틸리티토큰과 관련된경우, 유틸리티토큰을 통해 접근할 수 있는 상품 및/또는 서비스의 질과 양에 대한 정보
36. 암호자산의 공개 또는 암호자산거래플랫폼을 통한 거래의 승인이 유틸리티토큰과 관련된경우, 유틸리티토큰을 관련 상품 또는 서비스로 교환하는 방법에 대한 정보
37. 암호자산거래플랫폼을 통한 거래의 승인을 신청하지 않는 경우, 암호자산의 공개 이후 이를 획득하거나 판매할 수 있는 방법 및 장소에 대한 정보
38. 공개된 암호자산 또는 암호자산거래플랫폼을 통한 거래가 승인된 암호자산의 무상 양도를제한하는 사항
39. 암호자산이 수요 변화에 대응하여 공급을 증가 및 감소시키는 프로토콜을 통해 가치를 안정적으로 유지한다고 주장하는 경우, 해당 프로토콜의 기능에 대한 설명

파트 E : 기반기술에 관한 정보

40. 분산원장기술, 프로토콜 및 기술표준 등 사용기술에 대한 정보
41. 자신의 기반 프로토콜과 다른 프로토콜의 상호운용성에 대한 설명
42. 합의 알고리즘(해당되는 경우)
43. 거래의 안전성을 확보하기 위한 인센티브 메커니즘 및 수수료
44. 발행인 또는 발행인을 대신하는 제3자에 의해 운영되는 분산원장을 통해 암호자산이 발행, 전송 및 저장되는 경우 해당 분산원장의 기능에 대한 상세 설명

45. 사용기술에 대한 감사결과 정보(존재하는 경우)

파트 F : 리스크

46. 암호자산 발행인과 관련된 리스크에 대한 설명

47. 암호자산의 공개 및/또는 암호자산 교환소를 통한 거래의 승인과 관련된 리스크에 대한 설명

48. 암호자산과 관련된 리스크에 대한 설명

49. 프로젝트 시행과 관련된 리스크에 대한 설명

50. 사용기술과 관련된 리스크 및 동 리스크를 완화하기 위한 수단에 대한 설명(존재하는 경우)

Abstract

A Study on the Regulation of Digital Assets Under the Financial Investment Services and Capital Markets Act

- Focusing on Tokenized Securities -

Han, Suh-Hee

The Graduate School of Law
Seoul National University

This study aims to examine the legal status and institutional functions of digital assets and distributed ledgers from the perspective of financial regulation. Since the emergence of digital assets and distributed ledger technology (DLT), governments have been making continuous efforts to clarify their legal status and establish a regulatory system for digital assets. In Korea, the basic regulatory system for digital assets has been established, and discussions on institutionalization, including classification criteria for securities and non-securities, have begun in earnest. However, there is still a lack

of discussion on the criteria for judging digital assets as securities and the regulatory system when digital assets are recognized as securities. This study is based on these issues. The objectives of this study can be summarized as follows.

The first is to determine whether new technological foundations, such as distributed ledgers, may change the legal conclusions regarding financial instruments that have traditionally been recognized as securities. The key question is whether control or the possibility of control over tokens through distributed ledger technology can be achieved to the same extent as possession of physical securities, shareholdings in depositary receipts, or electronic registration in electronic securities, which have traditionally been recognized as means of securing rights. This discussion is a prerequisite for exploring the applicability to the trading infrastructure of financial instruments, including the issuance and settlement of securities.

Secondly, the purpose of this study is to examine the status of digital assets under securities laws. In this study, I sought to identify the criteria for distinguishing tokenized securities, which are classified as securities, from non-securities digital assets. In particular, it is a new challenge in securities law to determine the legal nature of digital assets that have been issued and are trading after the fact by analyzing their legal structure and characteristics. So far, there have been few precedents in which digital assets have been judged to be securities, but more discussions will be held as the regulatory system for securities and non-securities is established separately.

Thirdly, the purpose of this study is to examine the financial regulatory implications of tokenized securities. If digital assets are

classified as tokenized securities, how should the regulatory system for their issuance and distribution be organized? When the current Financial Investment Services and Capital Markets Act was enacted, tokenized securities did not exist. When financial regulators attempt to regulate tokenized securities as financial investment products, it is necessary to analyze (1) whether it is necessary to establish a fundamentally new regulatory system or whether the existing capital market law can be applied as it is, (2) whether the existing securities regulations can be applied without any changes or whether there is something to reflect the peculiarity of being issued as a token, and (3) if such a peculiarity is identified, in what areas the regulatory system needs to be changed.

Fourthly, the purpose of this study is to examine the direction of regulatory and institutional design for the trading of tokenized securities from a financial regulatory perspective. It is necessary to examine the areas that need to be changed in the current regulatory system to regulate unfair trading behavior for tokenized securities and to build a distributed ledger-based financial product trading infrastructure for issuance, settlement, and clearing.

The findings of this research are organized in the following sequence. Firstly, distributed ledger technology facilitates control over data, and with emerging foreign legislation acknowledging this aspect, it is feasible to recognize control as a legal basis for identifying securities under the Financial Investment Services and Capital Markets Act. Countries like the United Kingdom and the United States, as well as international organizations like UNIDROIT, are introducing a novel concept of "control" over digital assets. In order

to secure the status of securities that reflect these distinct characteristics, it is plausible to establish a system under the Financial Investment Services and Capital Markets Act, or the Act on Electronic Registration of Stocks, bonds, etc. Hence, in the context of Korea, it may be possible to acknowledge the effect of possession and transfer of tokenized securities through revisions to the Act on Electronic Registration of Stocks, Bonds, and similar assets.

Secondly, digital assets can be classified as securities among financial investment products, as stipulated by the Financial Investment Services and Capital Markets Act. Evaluation criteria should be based on the provisions of the same Act. Especially, when assessing if a digital asset qualifies as an investment contract security, it is essential to refer to the specific regulations outlined in the Financial Investment Services and Capital Markets Act. Furthermore, it is imperative to urgently amend the regulatory system for non-securities digital assets to address any legislative discrepancies.

Thirdly, an examination of the influence of distributed ledger technology on securities regulation reveals that even though the underlying technology for securities issuance may evolve, the fundamental nature of securities remains unchanged. Therefore, the basic tenets of securities regulation should be applied uniformly. The regulation concerning issuance and distribution of tokenized securities also falls under the same securities regulation principles outlined in the Financial Investment Services and Capital Markets Act. However, the findings of this study suggest that, given the characteristics of tokenized securities – notably the lack of clarity around issuers and

the high degree of circulation – there is a need to bridge the regulatory gap. For this to occur, certain regulatory amendments and enhancements are required.

Finally, the principle of "control" over rights inscribed on a distributed ledger is recognized, thus enabling the formulation and design of trading, clearing, and settlement systems for tokenized securities utilizing distributed ledgers. Efforts to construct trading infrastructures for financial investment instruments exploiting this technological foundation have been undertaken in jurisdictions such as the United States, Germany, and Switzerland. However, widespread adoption is hindered by concerns over efficiency and the unpredictability of associated risks. For the successful implementation of a trading infrastructure utilizing distributed ledger technology for financial investment instruments in Korea, it is imperative to identify and resolve conflicts within the Financial Investment Services and Capital Markets Act pertaining to unfair trade practices and trading execution, clearing, and settlement systems. Furthermore, it necessitates amendments in the regulatory framework to ensure its applicability.

This research augments existing jurisprudential literature via four distinct methodologies. Firstly, it ascertains that the deployment of distributed ledger technology does not alter the legal classification of securities. Secondly, it affirms that tokenized securities, while differing in presentation from traditional securities, retain an identical core essence. This does not impact the foundational legal theory employed to define the legal status of financial investment products, evaluated in accordance with the six categories of securities

delineated in the Financial Investment Services and Capital Markets Act. However, it also identifies a need for the legislative expansion of the concept of investment contract securities. Thirdly, this research posits that the principle of 'same function, same regulation' should be extended to tokenized securities, and advocates for the comprehensive implementation of issuance and distribution regulations within the framework of the Financial Investment Services and Capital Markets Act. Lastly, it demarcates the potentiality of developing a trading, clearing, and settlement infrastructure anchored by distributed ledger technology, predicated on the principle of control, while furnishing legislative guidance via the precedents set by the United States and Germany.

keywords : tokenized securities, digital assets, distributed ledger technology, the Financial Investment Services and Capital Markets Act, trading infrastructure

Student Number : 2015-30366