성균관대학교 법학연구원 『성균관법학』 10.17008/skklr.2021.33.2.021
제33권 제2호 (2021. 6.)
Sungkyunkwan Law Review Vol.33. No.2 (June 2021) pp 731 - 768

암호자산공개(ICO)의 규제 방향

신동우*
고동원**

【목 차】

Ⅰ. 머리말

Ⅱ. ICO 개관
1. 암호자산의 개념
2. ICO의 개념
3. ICO의 현황과 문제점

Ⅲ. 주요국 규제 사례
1. 미국
2. 스위스
3. 싱가포르
4. 소결

Ⅳ. ICO의 규제 방향
1. 서설
2. ICO 토큰의 투자계약증권 해당 여부
3. ICO의 자본시장법상 규제 방향

Ⅴ. 맺음말

【국 문 요 약】

금융기술(FinTech)과 블록체인(block chain) 기술이 발전하면서 비트코인이나 이더리움과 같은 암호자산(crypto asset)이 주목받고 있다. 더불어 자금 조달을 위해서 토큰(token)을 발행하여 새로운 암호자산을 공개하는 기업도 생겨나고 있다. 이처럼 기업 등이 자금을 조달받으면서 그 대가로 토큰을 제공하는 것을 암호자산공개(Initial Coin Offering:

* 제1저자, 신한금융투자, 변호사
** 교신저자, 성균관대학교 법학전문대학원 교수, 법학박사(SJD)

ICO)라고 한다. ICO에 대한 규제가 이루어지지 못하는 상황에서 ICO에 투자한 투자자들의 피해가 많이 발생하고 있다. 이러한 문제를 해결하기 위하여 ICO에 대한 적절한 규제가 이루어질 필요가 있는데, 금융당국은 이를 방치하고 있다. ICO에 대한 규제 방안을 적극적으로 모색하는 여러 다른 나라들과 달리 우리나라는 ICO를 전면적으로 금지하고 있다. 투자자 보호 측면과 커지고 있는 암호자산 시장에 대응하기 위해서는 ICO를 전면적으로 금지하기보다는 적절한 규제가 필요하다. 다양한 방식으로 진행되는 ICO에 의해서 발행되는 토큰은 포괄주의를 기본으로 하고 있는「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」('자본시장법')상 '증권'에 해당할 가능성이 높다. 즉, 미국 연방 대법원이 제시한 'Howey 기준'을 적용할 때 ICO 토큰 중 타인의 노력에 의한 이익이 기대되는 경우라면 자본시장법상 '투자계약증권'에 해당될 수 있다. 따라서 ICO 토큰을 증권으로 포섭함으로써 자본시장법에 의한 규율을 통하여 투자자를 보호할 수 있으며, 금융당국도 ICO에 대한 전면적 금지라는 입장보다는 적절한 규제 방안을 모색하는 것이 바람직하다.

Ⅰ. 머리말

비트코인이나 이더(ETH) 등은 우리에게 매우 익숙한 '암호자산'(crypto asset)이지만 그 이외에도 많은 암호자산이 새롭게 개발되고 있다. 또한 '블록체인'(block chain)[1] 기술을 기반으로 한 신생 창업기업이 사업 초기에 자금을 조달하기 위하여 새로운 암호자산을 개발하고 이를 일반에게 공개하여 자금을 조달하는 경우도 있는데, 이는 암호자산공개(Initial Coin Offering: ICO)(이하 "ICO")라고 일컬어진다. 투자자들은 신생 창업기업의 성장 가능성을 보고 ICO에 참여하여 자금, 즉 주로 비트코인이나 이더 등의 암호자산을 제공하고, 신생 창업기업은 투자자들

1) 블록체인은 중앙통제기관 없이 거래정보가 기록된 분산원장을 여러 참가자가 분산되어 각자 보관하고, 새로운 거래정보가 기록되는 경우에도 각자 보관하고 있는 분산원장에 해당 정보를 반영하는 작업을 공동으로 수행한다. Guadamuz, Andres, and Christopher Marsden, "Blockchains and Bitcoin: Regulatory responses to cryptocurrencies", First Monday 20.12-7(2015)

로부터 자금을 조달받는 대가로 자신들이 발행한 '토큰'(token)을 투자자들에게 제공한다. 여기서 토큰은 자산의 성격을 가질 수도 있고, 일정한 권리가 표창된 토큰인 경우도 있다. 조달된 자금은 주로 블록체인 관련 사업의 개발 등에 사용되는데,[2] 설립 초기 기업의 특성상 사업 실패로 인하여 투자자들이 손실을 보는 경우가 많다. 이러한 피해가 빈번하게 발생하면서 ICO를 부정적으로 바라보는 시각이 많아졌고, 실제로 ICO를 이용한 사기 사건도 다수 발생하고 있다.[3] 이와 같은 문제가 발생함에 따라 선의의 투자자들을 보호하기 위하여 ICO에 대한 규제의 필요성이 대두되고 있다. 따라서 이 글은 이런 점을 인식하고 ICO에 대하여 어떻게 규제를 하는 것이 투자자를 보호할 수 있는지에 대하여 그 방안을 모색해보고자 하는 것이다.

이 글은 ICO로 발행되는 토큰이「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(이하 "자본시장법"이라 한다)상의 '투자계약증권'에 해당하는지에 대한 검토를 하여, 만약 '투자계약증권'에 해당하는 경우에는 자본시장법을 적용하여 증권신고서 제출 의무 부과 등 투자자 보호를 위한 여러 규제를 적용할 것을 주장하고 있다. 이러한 목적을 위하여 이 글은 Ⅱ.에서는 ICO의 개념 및 ICO에 대한 규제의 필요성 등에 대하여 살펴보며, Ⅲ.에서는 미국, 스위스, 싱가포르 등 주요국의 규제 사례를 검토하여 규제 방안에 대한 시사점을 찾아보며, Ⅳ.에서는 ICO에 대한 바람직한 규제 방향을 모색해 본다.

Ⅱ. ICO 개관

1. 암호자산의 개념

ICO의 개념 설명에 앞서 암호자산의 개념을 살펴볼 필요가 있다. ICO는 암호자산을 일반 투자자들에게 공개하는 것이므로 암호자산에 대한 개념 정립이 먼저 이루어져야 한다. 흔히 우리가 부르는 비트코인이나

---

2) <https://cointelegraph.com/news/ico-market-2018-vs-2017-trends-capitalization-localization-industries-success-rate>, 2021년 3월 15일 검색.

3) 인도 몸바이의 One Coin의 ICO는 다단계 사기 업체로 밝혀졌으며, 미국의 센트라 코인, 국내의 카카오 코인 등도 모두 사기로 판명되었다. 원종현, "ICO의 현황과 과제", NARS 현안분석 vol. 10, 국회 입법조사처(2018) 10면.

이더 등을 지칭하는 용어들이 통일되어 있지 않고, 암호통화(crypto currency), 가상통화(virtual currency), 가상화폐(virtual money), 가상자산(virtual assets), 전자화폐(digital currency), 전자자산(digital assets) 등의 혼재된 용어가 사용된다. 그러나 이들이 화폐나 통화의 성격보다는 '자산'의 성격이 더 강하다는 점에서 '가상자산' 또는 '암호자산'[4]이라는 용어가 더 적절하다고 보며,[5] 이 글에서는 '암호자산'이라는 용어를 사용하기로 한다.

특히 암호자산은 비트코인과 같이 단순하게 자산으로서만 인정될 뿐 일정한 권리를 표창하지 않는 경우가 있는 반면에, 투자 이익의 기대 등 일정한 권리를 표창하는 암호자산도 있다.[6] 따라서 암호자산 중에서 자산만의 성격을 갖고 있는 암호자산의 경우에는 '증권'에 해당하는지 여부를 따져볼 필요가 없고 자본시장법 규제를 적용할 필요가 없으나, 일정한 권리가 표창되는 암호자산의 경우에는 '증권'에 해당하는지 여부를 검토하여 증권에 해당한다고 판단되는 경우에는 자본시장법에 따른 규제를 적용할 필요가 있다. 특히 ICO의 경우 일반 투자자들에게 암호자산을 공개하여 제공한다는 점에서 일반 투자자 보호를 위한 적절한 규제 설계가 필요하다고 할 것이다.

2. ICO의 개념

ICO는 '기업공개'인 IPO(Initial Public Offering)에서 유래된 용어로 판단된다.[7] ICO는 새로운 유형의 자금 조달 수단으로서 다양하게 정의

---

4) 2018년 G20 재무장관 및 중앙은행총재 회의 공동성명에서 Crypto-Assets(암호자산)이라는 용어가 쓰였으며, 2018년 7월 한국은행에서 발간한 "암호자산과 중앙은행"에서도 암호자산이라는 용어를 쓰고 있다. 또한, 2019년 개정된 일본의 「자금결제에 관한 법률」에서도 가상통화의 명칭을 암호자산(暗号資産)으로 변경하였다(법 제2조 제5항).

5) Deloitte, SECURITIES & EXCHANGE COMMISSION ISSUES GUIDELINES ON CRYPTO ASSETS, According to the Commission, "Crypto Asset" means a digital representation of value that can be digitally traded and functions as a medium of exchange, and/or a unit of account, and/or a store of value, but does not have legal tender status in any jurisdiction. (http://blog.deloitte.com.ng/securities-exchange-commission-issues-guidelines-on-crypto-assets/)

6) Blémus·Guégan, "Initial Crypto-asset Offerings (ICOs), tokenization and corporate governance", arXiv:1905.03340(2019), p. 2.

7) An initial coin offering (ICO) is the crypto currency industry's equivalent to an initial public

되고 있으나,[8] 공통되는 점을 종합하여 보면, ICO란 기업이 자금을 조달하기 위하여 일반 투자자들로부터 주로 비트코인이나 이더 등의 암호자산을 제공받고 이에 대한 대가로 암호자산에 해당하는 토큰(이하 “ICO 토큰”이라고 한다)을 제공하는 것이라고 할 수 있다.

ICO를 IPO와 비교해보면, IPO의 경우 기업이 최초로 자본시장에 주식을 공개하고 주식시장에 상장시켜 투자자들로부터 자금을 조달하게 된다. IPO는 지분증권을 발행하여 현금으로 자금을 조달받지만, ICO는 새로운 토큰을 발행하여 이를 제공하고 주로 비트코인이나 이더 등 이미 존재하는 암호자산으로 자금을 조달받는다. 또한, IPO는 투자자들에게 증권신고서나 기업 공시 제도를 활용하여 투자 정보를 제공하지만, ICO의 경우는 ’백서’(white paper)[9]를 통하여 투자자들에게 투자 정보를 제공한다. 이와 같이 ICO와 IPO는 유사한 측면이 있으면서도 그 특성에 따른 차이가 있다. ICO에 의해서 투자자에게 토큰이 배분될 때 토큰 개발이 이미 완료된 경우라면 개발된 토큰을 제공하지만, 사업 추진을 위하여 필요한 자금을 미리 조달받기 위하여 토큰이 개발되기 전에 투자자

---

offering (IPO). A company looking to raise money to create a new coin, app, or service la unches an ICO as a way to raise funds. Investopedia, <https://www.investopedia.com/terms/i/initial-coin- offering-ico.asp>, 2021. 2. 21. 검색.

8) ICO를 새로운 기술 또는 서비스를 개발하기 위하여 블록체인을 기반으로 한 암호자산을 공개함으로써 온라인에서 자금을 모으는 방법(김병연, "ICO 의 법적 개념 및 각국의 규제 동향에 관한 연구", 일감법학 제43권, 건국대학교 법학연구소(2019) 32면.), 일정한 주체가 참여자에게 가상통화, 대개 비트코인이나 이더 또는 법정통화를 교환대가로 하여 특유한 코인이나 토큰 또는 디지털 자산을 취득·권유하는 자금조달 행위(심인숙, "ICO (Initial Coin Offering) 에 대한 미국 연방증권법상 쟁점에 관한 고찰-연방증권규제당국 (SEC) 의 접근방법을 중심으로", 중앙법학 제20집 제4호, 중앙대학교 법학연구소(2018) 223면.), 디지털 토큰을 대중에게 판매하여 새로운 기술 플랫폼 및 서비스 개발에 필요한 자금을 조달하는 것(Jonathan Rohr, and Wright Aaron, "Blockchain-based token sales, initial coin offerings, and the democratization of public capital markets", Hastings LJ, 70(2018) p. 463.), 초기단계의 벤처를 위한 자본을 조달하는 새로운 방법으로 블록체인에 기반하여 토큰이라고 불리는 디지털 자산을 판매하여 자금을 모집하는 행위(Sabrina T. Howell, Niessner Marina, and Yermack David, "Initial coin offerings: Financing growth with cryptocurrency token sales", The Review of Financial Studies 33.9(2020) p. 3925-3926.), 특정 기업이 일반 투자자로부터 자금을 조달하기 위하여 기존 암호자산(주로 비트코인이나 이더)을 제공받는 대가로 새로 발행되는 토큰을 제공하는 것(Iris M Barsan, "Legal challenges of initial coin offerings (ICO)", Revue Trimestrielle de Droit Financier 3(2017) p. 1.) 등으로 정의되고 있다.

9) ICO 진행에 앞서 새로운 암호자산을 만들게 된 동기, 목적, 운영 방식, 전망 등의 내용을 담은 일종의 사업계획서를 말한다.

로부터 자금을 제공받고 미래에 개발될 토큰을 대한 권리를 부여하기도 한다.[10] 이 경우에는 개발이 완료되어 분배받게 될 암호자산을 취득할 수 있는 권리를 매입하게 되는 것이다.[11] 이러한 권리 매입에는 정형화된 절차나 형식이 존재하지 않으며 관련 법제가 정립되어 있지 않기 때문에 매우 다양한 모습으로 나타나기도 한다. 예컨대, 증표 등으로 표창되는 경우도 있지만 단순한 계약이나 합의만으로 부여되는 경우가 있다. ICO로 인한 투자자들의 피해가 빈번한 것도 이러한 이유 때문이다. 따라서 이러한 권리 자체도 후술하는 바와 같이 Howey 기준에 따라 투자계약증권에 해당될 수 있으며, 투자계약증권에 해당될 경우 기존의 증권과 같은 규제를 받아야 할 것이다.

3. ICO의 현황과 문제점

ICO 현황에 대하여 살펴보면서 그 문제점에 대하여 알아보기로 한다. Mastercoin (후에 OmniLayer로 변경됨)이 2013년 ICO를 처음 실시한 것으로 알려져 있으며[12], 2016년 DAO (Decentralized Autonomous Organization) 토큰[13]을 시작으로 ICO 건수는 급격하게 증가하였다.[14] 우리나라의 경우 2017년에 현대 BS&C가 스위스에 본사를 두고 ICO를 진행하여 HDac이라는 암호자산을 발행하였고, 1만 6,000여개의 비트코인(당시 시가 약 2억 5,800만 달러)을 모집하였다.[15] 그 이후에도 Mastercoin 프로토콜을 기반으로 하는 MaidSafe[16]와 2억 2,300만 달러를 조달한 Tezos가 있고,[17] 이더리움의 성공 이후 ICO 건수는 빠른

---

10) Michael Mendelson, "From initial coin offerings to security tokens: A US Federal Securities law analysis." *Stan. Tech. L. Rev.* Vol. 22(2019), p. 75.

11) Id., p. 75.

12) Marc Pilkington, "The emerging ICO landscape-somefinancial and regulatory standpoints", Available at SSRN 3120307(2018), p. 5.

13) "The DAO"라는 탈중앙화자율조직에서 발행한 'DAO 토큰'은 약 1억5천만 USD 상당의 자금을 조달하였다. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, "Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO"(2017. 6. 25.)

14) <https://smithandcrown.com/research/icos-and-crowdsales-over-270-million-raised-and-counting>, 2021. 2. 21. 검색.

15) <https://www.blockmedia.co.kr/archives/33500>, 2021. 3. 31. 검색.

16) <https://https://cointelegraph.com/news/a-tale-of-two-icos-how-maidsafe-tezos-endangered-own-projects-with-critical-mistakes>, 2021. 2. 24. 검색.

속도로 확산되었다.[18] 급속한 ICO의 성장에는 부작용이 따랐다. 2018년 5월 The Wall Street Journal이 1,450여 건의 ICO 현황을 조사한 바에 따르면, 271건의 ICO는 사기로 판명된 바 있고,[19] 투자자들을 위한 백서가 표절되었거나 허위로 드러났으며, 사업 책임자가 실제로 존재하지 않는 등의 사례가 나타났다.[20] 우리나라의 경우 싱가포르 등 해외에 법인을 설립하여 해외에서 ICO를 진행하면서[21] 국내에서 홍보하고 한글로 된 백서를 공개하는 등 국내 투자자를 대상으로 자금을 모집하는 경우가 많다.[22] 다만 대다수의 ICO가 투자 판단 정보나 개발진 현황 등의 기재가 부실하여 투자자들이 피해를 입을 가능성이 높은 것으로 조사되었으며, 사기를 당한 피해자의 수도 상당하다고 알려져 있다.[23]

새로운 유형의 자금 조달 수단에 대한 규제가 정립되어 있지 않은 상태에서 관련 규제를 피하여 자금을 손쉽게 조달할 수 있다는 점이 ICO가 확산되고 있는 주된 이유 중 하나라고 분석되고 있다.[24] 또한, ICO는 투자자들의 간섭을 받지 않고 비교적 짧은 시간 내에 대규모의 자금을 운용할 수 있다는 특징도 있다.[25] 그러나 규제가 없는 자금 조달은 투자자들의 피해로 귀결될 가능성이 매우 크며,[26] 장기적인 관점에서 볼 때 투자자들의 피해가 발생할수록 ICO의 건전한 성장은 불투명해질 수밖에 없다. 미국 증권감독당국인 증권거래위원회(Securities Exchange Commission: SEC)(이하 “SEC”라고 한다)는 ‘DAO 조사 보고서’를 통하

17) Id., 2021. 2. 24. 검색.

18) <https://www.skalex.io/why-ethereum-icos/>, 2021. 2. 24. 검색.

19) Shane Shifflett·Coulter Jones, “Buyer Beware: Hundreds of Bitcoin Wannabes Show Hallmarks of Fraud”, The WallStreet Journal(2018. 5. 17), p. 1.

20) Id., p. 1.

21)「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」제2조는 국외에서 이루어진 행위로서 그 효과가 국내에 미치는 경우에도 본 법률이 적용된다고 규정하고 있다. 따라서 해외에서 ICO를 진행하더라도 국내 자본시장법의 적용을 배제할 수는 없으나, 현재 우리 금융당국은 ICO를 원칙적으로 금지할뿐, 이와 관련한 규제가 적극적으로 이루어지고 있지 않다.

22) < http://news.heraldcorp.com/view.php?ud=20180502000500 >, 2021. 2. 21. 검색.

23) 금융위원회 보도자료, “ICO 실태조사 결과 및 향후 대응방향”(2019. 1. 31.)

24) 김병연, 앞의 논문, 46면.

25) 김준영, 김계정, 문준호. "ICO (Initial Coin Offering)에 대한 주요 이슈 및 시사점", 증권법연구, 제19권 제2호(2018), 206-207면.

26) 위의 논문, 46면.

여 ICO에 대하여 연방 증권법(Securities Act of 1933) 적용을 통한 규제 입장을 밝혔고,[27] 스위스나 싱가포르도 ICO에 대한 지침을 발표하여 규제 입장을 밝히고 있다. 우리나라 역시 금융당국이 ICO에 대한 입장을 표명하였으나, 다른 주요 국가와는 달리 ICO를 전면적으로 금지한다고 밝혔다.[28]

우리나라의 경우 ICO에 대한 관심이 매우 커 해외 기업들이 우리나라를 방문하여 국내 투자자들을 상대로 홍보 활동을 하고 있지만, 우리나라 기업은 ICO 금지라는 금융당국의 입장 때문에 어쩔 수 없이 해외로 진출하여 ICO를 진행하고 있으며, 스위스 등 해외 국가에서 인가를 받아 사업을 추진하고 있다. 또한, 시세 조종 등에 의하여 투자자들의 피해가 발생하고, 대부분의 ICO가 사기적 방법으로 진행되고 있어 문제가 되고 있다.[29] 많은 국내 투자자들이 ICO에 투자하고 있지만, 투자자 보호를 위한 법적 절차나 관련 규제는 이루어지지 않고 있어, ICO에 대한 대책이 필요한 상황이다. 이에 ICO에 대한 전면적인 금지보다는 건전한 투자 환경이 조성되도록 금융당국이 적극적으로 개입해야 할 필요성이 크다고 할 것이다.

Ⅲ. 주요국 규제 사례

ICO 규제에 대한 주요국의 사례를 살펴봄으로써 시사점을 알아보기로 한다. 우리나라와는 달리 미국, 스위스, 싱가포르 등 주요국은 ICO를 제도권 내로 적극적으로 포섭하여 규제하려는 움직임을 보이고 있다는 점에서 우리도 ICO에 대한 보다 긍정적인 입장에서 규제의 방향을 잡을 필요가 있다고 생각된다. 아래에서는 주요국이 ICO와 ICO로 인하여 공개되는 암호자산에 대하여 어떠한 규제 방향을 잡고 있는지에 관하여 살펴보기로 한다.

---

27) SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, "Report of Investigation Pursuant to Section 21 (a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO"(2017. 6. 25.)

28) 금융위원회 보도참고자료, "기관별 추진현황 점검을 위한「가상통화 관계기관 합동TF」 개최"(2017. 9. 29.), 1면.

29) 김병연, 앞의 논문, 36면.

1. 미국

미국은 스위스 및 싱가포르와 더불어 ICO가 가장 활발한 나라 중 하나이다. 특히 증권감독당국인 SEC가 ICO에 대하여 적극적으로 개입하려는 움직임을 보이고 있기 때문에 미국의 사례를 자세하게 살펴봄으로써 시사점을 찾을 수 있을 것이다. 또한, 아래에서 살펴볼 'The DAO (Decenturalized Autonomous Organization)'와 같은 대형 사건들이 문제되었기 때문에 이러한 사건들 대한 SEC의 대응 및 관련 지침(guideline) 등을 중심으로 하여 ICO에 대한 규제 사례를 살펴보기로 한다. 특히 SEC는 2017년 7월 25일 발표한 'DAO 조사 보고서'[30]를 통하여 ICO에 대한 첫 공식 입장을 밝혔고, 2019년 4월 3일 「전자자산의 투자계약 해당 여부에 관한 해석 지침」(Framework for 'Investment Contract' Analysis of Digital Assets)(이하 'SEC 지침'이라고 한다)을 발표하여 ICO에 대한 SEC의 입장을 보다 구체화하였다. 자본시장법이 미국의 증권법과 크게 다르지 않다는 점에서 미국의 사례 분석은 우리나라에 대한 시사점이 크다고 할 수 있다. 아래에서는 문제가 되었던 "The DAO" 사건과 SEC가 발표한 'DAO 조사 보고서'를 먼저 살펴본 뒤에 SEC 지침을 분석하여 증권감독당국의 ICO에 대한 규제 입장을 검토해 본다.

가. DAO 토큰의 '투자계약'에 해당 여부

1) "The DAO" 사건 개요

SEC는 "The DAO" 무단전산침입(hacking) 사건에 대한 보고서를 발표하였는데, 그 내용을 살펴 보면 ICO를 통하여 자금을 조달하기 위해 발행한 'DAO 토큰'과 같은 암호자산을 어떻게 바라보고 있는지 알 수 있다.

우선 DAO의 개념에 대하여 살펴보면, DAO는 '탈중앙화된 자율 조직'으로 미리 정해진 규칙에 의해 사람의 개입 없이 자율적으로 운영되며 누구나 자격을 갖추면 참여할 수 있다.[31] DAO는 자체 토큰을 발행하여

30) SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, op. cit., p. 2-10.
31) Michael Mendelson, op. cit., p. 66.

투자자들에게 제공하고 그에 대한 반대급부로 자금(주로 기존의 암호자산)을 조달받는다. 토큰을 제공받은 투자자는 DAO 운영에 참여할 권리를 갖게 된다. 이해 당사자들은 합의된 '코드'(code)에 따라 조직 운영에 참여하고 자신의 지분에 따른 투표권을 행사하여 의사 결정권을 행사한다. 이에 대한 보상은 스마트계약[32]에 따라 집행되고 그 누구도 이의를 제기하지 않게 된다.[33] 어떠한 국가의 관할권에도 구속되지 않으며, 스마트계약에 의해 의사결정이 이루어질 수 있음을 보여주는 대표적 사례이다.[34] "The DAO"는 위와 같은 DAO 개념을 실체화시킨 것으로서 2015년 9월 블록체인 관련 사업을 운영하는 Slock.it.이라는 독일 회사가 만든 가상 조직이다. "The DAO"는 2016년 4월 30일부터 5월 28일까지 약 1,200만 이더를 받고 약 11억 5천만 개의 DAO 토큰을 판매하였는데,[35] 1에서 1.5 이더 당 100개의 DAO 토큰을 제공하였다.[36] Slock.it.의 최고기술책임자에 의해 백서가 공개되었고, 여러 경로를 통하여 "The DAO"의 구조의 설명 및 투자 방법에 관한 안내가 이루어졌다.[37]

역대 최대 규모의 자금을 끌어 모은 DAO 토큰 판매가 완료되었으나, 2016년 6월 17일 무단전산침입자(hacker)의 공격을 받게 되었다. 반나절만에 총 243만 이상의 이더(당시 가치 약 750억 원)가 무단전산침입자의 '차일드 다오 지갑'으로 옮겨졌으나 DAO 코드에 의하여 공격자는 48일 동안 이더를 인출해갈 수 없었다. 이 공격으로 인하여 이더 및 DAO 토큰의 시가는 절반 이하로 폭락하게 되었다.[38]

---

32) 스마트계약에 대한 공식적 정의는 없으나, 일반적으로 계약 당사자 모두가 동의하는 코드가 있으며, 특정 조건이 발생하면 자체적으로 계약의 내용이 실행되는 것을 의미한다. 스마트계약을 음료 자판기에 비유하여 설명하기도 한다. Jonathan G. Rohr, "Smart Contracts and Traditional Contract Law: The Law of the Vending Machine", Clev. St. L. Rev. Vol. 67 (2019), p. 68.

33) Ori Oren, "ICO's, DAO's, and the SEC: A Partnership Solution", Colum. Bus. L. Rev. Vol. 2 018(2018), p. 20.

34) 정경영, "암호통화 (cryptocurrency) 의 본질과 스마트계약 (smart contract) 에 관한 연구", 상사법연구 제36권 제4호(2018), 140면.

35) 심인숙, 앞의 논문, 229면.

36) SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, op. cit., p. 6.

37) Quinn DuPont, "Experiments in algorithmic governance: A history and ethnography of "The DAO," a failed decentralized autonomous organization." Bitcoin and beyond(2017), p. 2.

2) 'Howey 기준'의 적용에 따른 증권성 판단 기준

SEC는 'DAO 조사 보고서'에서 1946년 연방 대법원 판결(SEC v. Howey Co. 사건)이 제시한 '투자계약(investment contract)' 해당 여부에 대한 소위 'Howey 기준'을 토대로 DAO 토큰이 증권에 해당하는지 여부를 검토하였다.[39] Howey 기준이 제시된 배경을 살펴보면 다음과 같다. 미국 증권법(Securities Act of 1933) 제2조 및 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934) 제3조는 '증권'(security)을 정의하고 있는데, "어음(note), 주식(stock), 금고주(treasure stock), 유가증권 선물(security future), 회사채(bond), 무보증사채(debenture), 채무증서(evidence of indebtedness), 투자계약 (investment contract)" 등을 열거하고 있다.[40] 최대한 많은 투자 수단을 증권에 포함시키기 위하여 다양한 유형의 증권을 열거하고 있는데, 여기서 해석의 여지가 많은 '투자계약'도 증권에 포함시켜 증권의 범위를 넓히고 있다.[41] 그런데 1933년 증권법과 1934년 증권거래법이 투자계약을 증권으로 규정하기는 했으나 투자계약을 정의하고 있지 않아 결국 그 해당 여부에 대한 기준을 연방 대법원이 제시한 것이고, 이것이 소위 'Howey 기준'이라고 일컬어진다. SEC는 DAO 토큰이 '투자계약' 증권에 해당한다고 판단하였고, 그 판단의 근거가 바로 Howey 기준이므로 Howey 기준은 투자계약 해당 여부 판단에 있어서 매우 중요한 요소가 된다.

---

38) <https://www.coindesk.com/understanding-dao-hack-journalists>, 20212. 2. 21. 검색.

39) SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, op. cit., p. 2-10.

40) 그 외에도 이익분배계약에 대한 지분 또는 참가증서, 담보부 신탁증서(collateral-trust certificate), 설립전 지분인수증서 (preorganization certificate or subscription) 또는 참가증서, 양도가능한 지분 (transferable share), 투자계약 (investment contract), 의결권 신탁증서(voting-trust certificate), 유가증권 예탁증서(certificate of deposit for a security), 석유, 가스, 기타 광물자원에 대한 부분적인 미배당 지분, 유가증권에 대한 매도선택권(put), 매입선택권(call), 지정가거래권(straddle), 주식매매선택권(option) 또는 유가증권에 대한 특권, 양도가능 예금증서(certificate of deposit) 또는 (그에 대한 지분 또는 그 가격에 기초한 지분을 포함한) 유가증권의 집합이나 지수 또는 외환과 관련하여 전국증권거래소(national securities exchange)에 상장된 매도선택권(put), 매입선택권 (call), 지정가거래권(straddle), 또는 일반적으로 "유가증권"으로 인식되는 지분 또는 증서, 전술한 것들에 대한 지분이나 참가증서(certificate of interest or participation) 또는 일시적으로든 잠정적으로든 전술한 것들에 대한 영수증서(receipt), 보증서 (guarantee) 또는 인수권리(warrant or right to subscribe) 또는 매수권리 등을 나열하고 있다.

41) 심인숙, 앞의 논문, 230면.

가) Howey 기준

연방 대법원은 Howey 사건[42]에서 투자계약 해당 여부 판단을 위한 4가지 기준을 다음과 같이 제시하였다.[43]

- 금전의 투자일 것(an investment of money)
- 공동사업일 것(in a common enterprise)
- 투자이익의 기대가 있을 것(with the expectation of profits)
- 오로지 타인의 노력에 의할 것(solely from the efforts of others)

나) DAO 사례의 경우

SEC는 연방대법원이 제시한 Howey 기준으로 DAO 토큰이 1933년 증권법 및 1934년 증권거래법에 따른 증권이라고 판단하였다. 그 근거를 살펴보면 다음과 같다. DAO 토큰의 경우 암호자산인 이더를 제공받은 것이므로 '금전'의 투자에 해당된다고 보았다.[44] SEC도 연방 대법원 판결[45]에서 금전 투자가 현금에 한정되지 않고 있다는 점을 근거로 하여 암호자산인 이더의 제공도 금전의 투자에 해당한다고 본 것이다.[46] 다음으로 공동사업(common enterprise)일 것의 요건과 관련해서 연방 대법원은 이를 투자계약의 요건으로 보고 있으나, SEC는 공동사업일 것

42) Howey (W. J. Howey Company와 Howey-in-the-Hills)는 플로리다주에 감귤 농장을 운영하고 있었다. Howey는 회사 영업 전략에 따라 농장 토지의 일부를 매도한 뒤 매수인을 임대인으로 하여 다시 그 토지를 임차하였다. 대다수의 매수인은 감귤 농장 운영에 대한 경험이 없었으며, Howey가 농장을 운영하면서 농산물을 재배 및 판매하였고 판매 수익금은 토지 임대인과 공유하는 구조였다. Howey는 이러한 구조의 계약을 증권으로 등록하지 않았고 SEC는 이를 문제 삼았다.

43) SEC v. Howey Co., 328 U.S. 293, 1946. 투자자들은 투자 이익의 기대를 갖고 농장 토지의 매수와 함께 Howey가 제공하는 감귤 재배 및 판매 서비스를 받기 위하여 금전을 투자하였고, 해당 사업은 공동의 사업에 해당된다. 또한, 농장 토지 매수자는 감귤 재배 등에 관한 경험이 없었고 오직 Howey의 의사 결정과 재량에 따를 뿐이었다. 즉 오로지 타인의 노력에 의하여 수익이 발생한 것이고, Howey는 수익이 발생하면 투자자들에게 이익을 분배한 것이다. 연방 대법원은 본 사안에서 투자자들이 취득한 권리는 증권이라고 판단하였다.

44) Michael Mendelson, op. cit., p. 11.

45) Uselton v. Comm. Lovelace Motor Freight, Inc., 940 F.2d 564, 574 (10th Cir. 1991).

46) SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, op. cit., p. 11. 구체적 사례로는, International Brotherhood of Teamsters v. Daniel, Tcherepnin v. Knight, Majors v. South Carolina Securities Commission.

을 투자계약의 요소로 보고 있지 않다.[47] SEC의 'DAO 조사 보고서'에도 공동사업에 관해서 DAO 토큰 구매자들이 공동 사업에 투자하고 있다고 서술하고 있을 뿐 이를 투자계약의 요건으로 적시하고 있지는 않다.[48] 오히려 공동사업을 '투자 이익의 기대가 있을 것'이라는 요건의 부차적인 측면으로 고려하고 있다.[49] 투자 이익의 기대에 관하여는 DAO 토큰을 구매한 투자자가 토큰 가치의 상승 등 장래에 수익을 올릴 것으로 기대하고 이더를 제공한 것이며, 합리적인 투자자라면 최소한의 투자 이익의 기대가 있다는 점을 인정할 수 있다고 보고 있다.[50]

Howey 기준에서 핵심 요소는 '오로지 타인의 노력에 의할 것'에 해당하는지 여부이다. 토큰 발행자의 노력이 투입되고 그에 따른 결과물로 투자자가 이익을 거둘 수 있을 것이라고 기대되는 경우 이러한 요건이 충족된다. 한편, 연방 대법원은 "오직(solely) 다른 타인의 노력에 의할 것"을 문자 그대로 받아들이지 않고, 타인(주로 기업)의 관리적 통제 정도에 초점을 맞추고 있기 때문에, 투자자의 노력이 일정 부분 가미되더라도 해당 요건은 충족될 수 있다고 보고 있다.[51] "The DAO"의 경우 DAO 토큰 구매자들은 Slock.it과 그 공동 설립자 등에 의지하여 수익을 기대하고, Slock.it은 블록체인과 관련된 사업을 제안하고 관리·감독하며 수익을 창출하기 위하여 노력을 기울였다. 비록 DAO 토큰 보유자들은 특정 계약이나 제안에 의결권을 행사할 수 있었지만 매우 제한적이었고 개개인이 실제 사업에 미치는 영향은 미미하였기 때문에 '오로지 타인의 노력에 의한 것'이라는 요건도 인정되었다.[52]

결국 DAO 보고서에서 DAO 토큰이 Howey 기준에 의하여 투자계약증권으로 인정되었고, 기존의 증권에 대하여 확립된 Howey 기준이 ICO의 경우에도 동일하게 적용되어 기존의 연방증권법 체계에 따른 증권등록의무와 거래소 등록의무 규정이 적용된다고 판단하였다.[53] 이에 따라

---

47) SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Framework for "Investment Contract" Analysis of Digital Assets, 2019. 4. 3.

48) SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, op. cit., p. 11-12.

49) Michael Mendelson, op. cit., p. 75.

50) SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, op. cit., p. 11-12.

51) SEC v. Glenn W. Turner Enters., 474 F.2d 476, 482-83 (9th Cir. 1973).

52) SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, op. cit., p. 12-13.

SEC는 “The DAO”가 ICO를 진행함에 있어 증권신고서를 등록하지 않았기 때문에 증권법을 위반한 것으로 판단하였다.[54]

나. SEC의 투자계약 해석 지침 분석

SEC는 2019년 ‘전자자산(digital asset)’이 투자계약에 해당하는지 여부에 대한 판단 기준을 제시한 해석 지침을 발표한 바 있는데,[55] 이를 검토하면 ICO 토큰이 투자계약에 해당하는지에 대하여 보다 구체적으로 알 수 있어 도움이 된다. SEC는 이 지침에서 기본적으로 암호자산을 ‘전자자산’이라는 용어로 사용하고 있으며, ICO는 전자자산을 제공·판매·분배하는 것이라고 하고 있다. ICO를 진행하기 위해서는 우선 연방 증권법이 적용되는지 여부를 검토해야 하며, 핵심 쟁점은 연방 증권법상 전자자산이 ‘증권’에 해당하는지 여부가 된다. SEC는 이 해석 지침에서 전자자산이 특정 유형의 증권, 즉 ‘투자계약’이라는 특성을 갖는지 여부를 분석하고 있다. 이 지침은 Howey 기준에 따라 “① 금전의 투자일 것(investment of money), ② 공동사업일 것(common enterprise), ③ 타인의 노력에서 창출되는 투자이익의 기대가 있을 것(reasonable expectation of profits derived from efforts of others)”이라는 구체적 요건을 분석하고 있다. 이하에서는 그 요건을 자세히 살펴보기로 한다.

1) 금전의 투자일 것

일반적으로 금전의 투자 요건은 충족되는 경우가 대부분이다. 여기서 ‘금전’에는 달러와 같은 실물 화폐는 물론이고 전자자산 등 경제적 가치가 있는 것도 포함된다고 하고 있다.[56]

2) 공동사업일 것

전자자산이 투자계약에 해당하는지 여부를 평가함에 있어서 연방 대법원은 공동사업 요건을 투자계약의 독립적 요건으로 취급하지만, SEC는

53) 심인숙, 앞의 논문, 239~240면.
54) Id., p. 15~16.
55) SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Framework for “Investment Contract” Analysis of Digital Assets 2019. 4. 3.
56) Id., p. 2.

공동사업의 요건은 당연히 인정되는 것으로 본다. 전자자산 투자자들은 투자자로서 서로 연결되어 있으며, 타인의 노력에 의한 이익과도 연결되어 있으므로 공동사업 요건은 충족된다고 보고 있다.[57]

3) 타인의 노력에서 창출되는 투자 이익의 기대가 있을 것

가) 타인의 노력에 의존

투자자가 타인, 즉 '적극적 참여자'(active participant)(이 지침은 '적극적 참여자'라는 새로운 용어를 사용하고 있지만 구체적으로 정의하고 있지는 않지 않다. 전자자산의 개발자 등을 지칭한다고 할 수 있다)의 노력에 의존하는지 여부에 대한 판단은 크게 투자자의 합리적인 기대가 존재하는지, 그리고 타인의 노력이 부인할 수 없을 정도로 중요한 것이어서 기업의 성패에 결정적 영향을 미치는지를 기준으로 하고 있다. 구체적으로는 다음의 기준이 충족될수록 전자자산에 대한 투자가 타인의 노력에 의존할 가능성이 커진다고 보고 있다.

- 적극적 참여자가 네트워크의 개발·운영 등을 책임지는 경우, 특히 적극적 참여자가 네트워크나 전자자산이 본래 목적대로 기능하고 있는지에 대하여 수행·관리할 것이라고 투자자가 기대하는 경우(네트워크나 전자자산이 아직 개발 중이고 완전하게 기능하지 못할 때 적극적 참여자가 계속하여 개발의 노력을 기울일 것이라고 기대되는 경우도 이에 포함된다).
- 탈중앙화된 네트워크에서 각 개인이 수행하는 작업이 아닌 적극적 참여자가가 필수적으로 수행하여야 하는 업무가 있는 경우
- 적극적 참여자가 전자자산의 개발과 발행을 주도하거나, 공급 제한 및 희소성 보장을 통하여 전자자산의 시장 가격을 지원하는 경우
- 적극적 참여자가 전자자산의 개발 방향, 의사 결정, 코드 개선(update) 등에 있어서 주도적 역할을 하는 경우
- 적극적 참여자가 네트워크와 관련된 의사 결정이나 전자자산에 대한 특성이나 권리에 관하여 지속적으로 관리하는 역할을 하는 경우[58]

---

57) Id., p. 2.

58) 예컨대 적극적 참여자가 네트워크 서비스 제공자나 감독자에 대한 보상을 결정하는 경우, 전자자산의 거래 및 거래 위치를 결정하는 경우, 어떠한 조건에서 어떠한 사람에게 추가

• 적극적 참여자가 자신의 이익을 증진하면서 네트워크 또는 전자자산의 가치를 높이기 위해 노력하는 경우[59] 등이다.

나) 합리적인 투자 이익의 기대

전자자산이 투자계약에 해당하는지 여부를 판단할 때 투자 이익의 기대가 있는지를 고려해야 한다. 여기서 투자 이익은 초기 투자 또는 기업의 성장 등으로 인한 자본 가치 상승을 말하는 것이고, 일반적인 물가 상승의 추세나 경제와 같이 외부 시장 요인으로 인한 가치 상승은 Howey 기준에서 말하는 '투자 이익의 기대'로 볼 수 없다고 한다.

4) 다른 고려 사항

마지막으로 경제적 현실을 고려하여 다음과 같은 사항들의 특성이 강하게 나타날수록 투자계약에 해당될 가능성이 낮아진다고 보고 있다.

• 탈중앙화된 네트워크와 전자자산이 완전하게 개발되어 기능하는 경우
• 전자자산 보유자가 해당 전자자산의 목적에 따른 기능을 바로 사용할 수 있는 경우[60]
• 네트워크의 가치나 발전에 대한 추측보다는 사용자의 요구에 맞게 전자자산이 설계되고 구현되는 경우
• 전자자산의 가치가 상승할 것이라는 예상이 제한적인 경우
• 전자자산이 여러 곳에서 즉시 결제에 사용될 수 있거나 실제 화폐를 대체할 수 있는 경우(예컨대 전자자산으로 직접 상품이나 용역에 대한 비용을 지급할 수 있는 경우나 전자자산이 가상화폐로서 기능하여

적으로 전자자산을 부여할지 결정하는 경우, 모집한 자금을 어떻게 배분할 것인지와 같은 사업적 결정을 내리는 경우, 네트워크상의 거래를 주도적으로 관장하거나 보안에 대하여 책임지는 경우, 네트워크의 성공이나 전자자산의 가치에 직간접적으로 판단이나 결정을 내리는 경우 등이다.

59) 예컨대 적극적 참여자가 전자자산에 대한 지분을 보유한 경우 전자자산의 가치를 높이기 위해 노력할 것이라는 합리적인 기대를 하는 경우 적극적 참여자가 전자자산을 경영진에 대한 보상으로 분배하면 보상을 받은 개인은 전자자산의 가치를 높이기 위하여 노력할 것이라는 기대를 가질 수 있다. 또한, 네트워크나 전자자산에 대한 지적재산권을 소유하거나 통제하는 경우, 전자자산의 가치로 수익을 창출(특히 전자자산의 기능이 한정적일 때)하는 경우 등이다.

60) '이용형 토큰'에 해당한다고 할 수 있다.

저장될 수 있고 다른 가치 있는 것들과 교환될 수 있는 경우 등)[61]이다.

다. SEC가 리플랩스를 상대로 제소한 사례

최근 SEC가 리플랩스(Ripple Labs Inc.)를 상대로 하여 제소한 사건도 주목할 만한 사건 중의 하나이다. SEC는 리플랩스와 관련자들을 상대로 하여 규제당국에 등록되지 않은 '전자자산'(digital asset)을 투자자들에게 제공하여 13억 달러 이상의 금액을 모집했다고 주장하며 연방증권법 위반으로 소송을 제기하였다.[62] SEC는 리플(XRP)이 Howey 기준에 따르면 투자계약증권에 해당하며, 리플랩스가 미등록 증권을 불법적으로 판매했다고 주장하였다. SEC는 다음과 같은 점에 근거하여 리플이 투자계약 증권에 해당한다는 입장을 취하였다. 리플랩스의 사업 수익의 대부분이 리플 판매로 이루어졌기 때문에 리플은 리플랩스로부터 독립된 상태가 아니어서 투자자는 타인(즉, 리플랩스)의 노력에 의한 수익을 기대한 것이라는 점을 근거로 제시하였다.[63] 이에 대하여 리플랩스는 ICO를 진행하지 않았고, 투자자들과 투자계약을 체결하지 않았으며, 리플 수익을 투자자들과 공유하지 않았다는 점 등을 근거로 리플이 증권에 해당하지 아니한다고 주장하였다.[64] 결국 법원의 판단이 나와야 하겠지만 여전히 ICO 토큰이 투자계약에 해당하는지 여부에 대한 논란은 계속 제기될 수 있다는 것을 의미한다고 볼 수 있다.

라. 평가

미국의 경우 증권당국인 SEC가 "The DAO" 사건에서 DAO 토큰이 '투자계약'에 해당하는지 여부에 대한 판단을 함으로써 ICO를 통한 자금 모집에서 발생할 수 있는 투자자들의 피해를 방지하고자 하고 있으

61) '결제형 토큰'에 해당한다고 할 수 있다.

62) SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (Press Release), "SEC Charges Ripple and Two Executives with Conducting $1.3 Billion Unregistered Securities Offering", 2020. 12. 22. <https://www.sec.gov/news/press-release/2020-338>, 2021. 5 .9. 검색.

63) Id.

64) RIPPLE LABS, INC., ANSWER OF DEFENDANT RIPPLE LABS, INC. TO PLAINTIFF'S COMPLAINT, 2021. 1. 29. <https://ripple.com/wp-content/uploads/2021/01/Ripple-Answer_Filed.pdf>, 2021. 5. 10. 검색.

며, 더 나아가 해석 지침을 통하여 전자자산이 투자계약에 해당하는지 여부에 대한 판단 기준을 제시함으로서 증권당국이 ICO에 대한 보다 적극적인 규제 입장을 보이고 있다는 점을 알 수 있다.

특히, 전자자산이 증권에 해당하는지 여부에 관하여 혼란이 있었고 이에 대한 기준이 명확하지 않았는데, SEC는 이러한 문제점을 해소하고자 증권에 해당하는지 여부에 대하여 상당히 구체적이고 여러 가지 예시를 들어가며 그 기준을 제시하고자 한 점이 눈에 띈다. 하지만 여전히 ICO를 진행하려는 기업 입장에서는 명확하지 않을 수 있다. 몇 가지 특성이나 경향성이 있으면 증권에 해당될 가능성이 높거나 낮을 수 있다는 방식으로 각 요소들을 나열하고 있어, 실제로 ICO를 진행할 때 어떠한 요건을 충족해야 하는지 구체적인 면이 드러나 있지 않다. 또한, 지침에서 '적극적 참가자'에 대한 정의가 명확하지 않고 지나치게 광범위하여 전자자산이 증권에 해당하는지 여부가 문제되었을 때 누가 관련된 소송의 피고가 되어야 하는지에 대한 문제가 발생할 수 있다는 비판도 있다.[65] 그러나 전자자산의 증권 해당 여부 기준을 최대한 구체화하였다는 점과 SEC가 ICO와 전자자산에 대하여 고민하고 ICO를 진행하려는 기업에게 방향을 제시하려는 노력을 하고 있다는 점에서 SEC가 ICO에 관한 문제를 적극적으로 해결하려는 의지를 보이고 있다고 평가할 수 있다. 특히 이러한 SEC의 해석 지침 제시는 향후 우리나라가 ICO 토큰의 성격을 규정할 때 좋은 참고가 될 수 있을 것이라고 본다.

2. 스위스

가. 개관

스위스의 금융규제당국인 금융시장감독원(Financial Market Supervisory Authority: FINMA)은 관련 법령에 따라 ICO를 규율하는 지침을 발표함으로써 법적 명확성을 확보하고자 하고 있다.[66] 금융시장감독원은 2017년 9월 29일 ICO가 금융 시장 규제의 적용을 받을 수 있음을 강조하는「ICO 규제에 관한 지침」(Regulatory treatment of initial coin

65) <https://www.eisneramper.com/digital-asset-security-cc-blog-0519/>, 2021. 3. 30. 검색.
66) FINMA, "Annual Report 2019"(2020. 4. 2.) p. 48.

offerings)을 발표하였고, 그 이후 2018년 2월 16일 「ICO에 관한 전반적인 지침」(ICO Guidelines for enquiries regarding the regulatory framework for initial coin offerings)을 발표하였다.

나. ICO 토큰의 유형 제시

금융시장감독원은 지침을 통해 ICO에 따라 발행되는 토큰을 세 가지 유형, 즉 ① 결제형 토큰(payment tokens), ② 이용형 토큰(utility tokens), ③ 자산형 토큰(asset tokens)으로 분류하여 규제를 달리 하고 있다.[67]

'결제형 토큰'은 상품이나 서비스를 구매할 때 지급하거나 금전이나 자산 등의 이전을 위하여 쓰이게 된다.[68] 즉 결제 수단으로서 이용되는 토큰이기 때문에 해당 토큰의 소유자는 발행자에게 일정한 권리를 갖는 것이 아니라는 점에서 증권으로 인정되기 어렵고, 따라서 증권으로서 규제를 받지 않는다. 금융시장감독원은 결제형 토큰이 판례나 관련 법률의 제·개정을 통하여 증권으로 분류되기 전까지는 증권성을 인정하지 않음을 분명히 하였다.[69]

'이용형 토큰'은 블록체인 기반을 통해 앱(App)이나 서비스에 접근할 수 있는 권한을 부여는 토큰을 말한다. 이용형 토큰은 이러한 방식으로 일정한 서비스 등을 사용하는 것이 유일한 목적이므로 증권이라고 볼 수 없다고 보고 있다.[70]

---

67) FINMA, "ICO Guidelines for enquiries regarding the regulatory framework for initial coin of ferings (ICOs)"(2018. 2.)
Payment tokens: Payment tokens (synonymous with cryptocurrencies) are tokens which are intended to be used, now or in the future, as a means of payment for acquiring goods or services or as a means of money or value transfer. Cryptocurrencies give rise to no claims on their issuer.
Utility tokens: Utility tokens are tokens which are intended to provide access digitally to an application or service by means of a blockchain-based infrastructure.
Asset tokens: Asset tokens represent assets such as a debt or equity claim on the issuer. Asset tokens promise, for example, a share in future company earnings or future capital flows. In terms of their economic function, therefore, these tokens are analogous to equities, bonds or derivatives. Tokens which enable physical assets to be traded on the blockchain also fall into this category.

68) Id., p. 3.

69) Id., p. 8.

자산형 토큰은 발행자에 대한 채권 또는 지분 청구권과 같은 권리, 예를 들어 미래의 회사 수익이나 현금 흐름에 대한 권리를 부여하며, 경제적·기능적 측면에서 주식, 채권 또는 파생상품과 유사하다고 보고 있다.[71] 따라서 자산형 토큰은 증권으로 취급되어 증권법의 규제를 받게 된다.[72]

이와 같은 분류는 토큰의 사용 목적과 양도가 가능한지 여부에 따른 것이며, 하나의 토큰이 두 가지 유형에 해당될 수도 있다.[73] 또한, 토큰 개발이 완료되기 전에 토큰이 거래되는 경우라면 향후 개발될 토큰에 대한 권리를 취득하는 것이므로 위 세 가지 유형의 토큰 모두 증권에 해당되고, 토큰 개발이 완료된 후에는 자산형 토큰의 경우에만 증권에 해당된다([표1] 참고).

<table>
<tr><th></th><th>토큰이 개발 완료 전에 거래되는 경우</th><th>토큰이 개발 완료 후에 거래되는 경우</th></tr>
<tr><td>결제형 토큰의 ICO</td><td rowspan="3">증권에 해당</td><td>증권에 해당되지 않음</td></tr>
<tr><td>이용형 토큰의 ICO</td><td>증권에 해당되지 않음[74]</td></tr>
<tr><td>자산형 토큰의 ICO</td><td>증권에 해당</td></tr>
</table>

[표1] 토큰 유형에 따른 분류[75]

다. 평가

이와 같이 스위스에서는 금융감독당국의 적극적인 ICO의 제도화 노력과 ICO에 대한 비교적 명확한 지침을 제공한 덕분에 ICO 규모는 매년 성장하고 있어서[76] ICO 시장이 안정적으로 정착되고 있다고 평가된다.

---

70) Id., p. 8.

71) Id., p. 3.

72) Id., p. 8.

73) Id., p. 3.

74) 다만 이용형 토큰의 경우에도 투자기능(investment function)이 있는 경우에는 증권에 해당될 수 있다.

75) Id., p. 8.

76) 코인텔레그래프에서 발표한 보고서에 의하면, 스위스는 2018년 기준으로 15개의 ICO로 총 3억8600만 달러가 조달되었고, 특히 엔비온(Envion)은 약 1억 달러를 모집하였고, 넥소(Nexo)는 52500만 달러를 모집하는 등 성공적으로 자금을 조달하였다. <https://cointelegraph.com/news/report-swiss-fintech-market-grew-by-62-percent-in-2018>, 2021. 4. 4. 검색.

즉 스위스에서는 금융감독당국이 ICO 토큰을 유형화하여 분류한 뒤에 자산형 토큰에 해당하게 되면 증권으로 취급하여 증권법이 적용된다고 명시함으로써 ICO에 있어서 명확하지 않은 부분을 최대한 해소해 주려는 노력을 하고 있으며, 자금 조달 수단으로서 ICO 활성화에 필요한 기준과 지침을 제공하고 있음을 알 수 있다. 이런 점에 비추어 보면, 우리 금융당국도 ICO 토큰에 대한 기준 제시를 통하여 증권형 토큰의 경우에는 투자자 보호 필요성이 있기 때문에 자본시장법의 적용을 받도록 하여 규제를 할 필요가 있을 것이다.

3. 싱가포르

가. 개관

싱가포르 금융감독당국인 싱가포르통화청(Monetary Authority of Singapore: MAS)은 ICO와 관련하여 2019년 12월(최근 2020년 5월 개정됨)「전자 토큰 공개에 관한 지침(A Guide to Digital Token Offerings)」을 발표하였다. 싱가포르통화청은 ICO를 통해 발행된 토큰이 증권선물법(Securities and Futures Act)상 집합투자증권 또는 채무증권으로 취급될 수 있다고 발표하며 증권선물법에 따른 규제 방향을 제시하였다.[77] 아시아 금융 중심지 국가로 불리고 있는 싱가포르는 ICO 유치에도 상당히 적극적인 태도를 보이고 있다. 아래에서는 싱가포르 통화청이 발표한 지침의 주요 내용을 살펴봄으로써 ICO에 대한 싱가포르의 규제 정책을 알아본다.

나. ICO 관련 지침

우선 지침의 목적을 제시하고 있다. 위 지침은 토큰의 발행과 관련한 법률의 적용 등에 관한 일반적인 지침을 제시하고 있는데, 증권선물법, 금융자문법(Financial Advisory Act), 결제업무법(Payment Services Act)을 법적 기반으로 하고 있다. 다만 지침의 내용은 완전하지 않고 법적 효력이 없다는 점을 전제로 하고 있다.[78] 그리고 ICO 토큰 발행

77) MAS, “MAS clarifies regulatory position on the offer of digital tokens in Singapore”, 2017. 8. 1. <https://www.mas.gov.sg/news/media-releases/2017/mas-clarifies-regulatory-position-on-the-offer-of-digital-tokens-in-singapore>, 2021. 5. 5. 검색.

시 적용되는 증권 관련법에 관한 내용을 규정하고 있다. 토큰이 증권선물법에 따른 '금융시장상품'(capital markets products)에 해당하는 경우에는 이러한 토큰의 발행은 증권 관련법의 규제 대상이 될 수 있음을 밝히고 있다.[79] 또한 지침은 ICO와 관련해서 자금세탁방지(AML) 및 테러자금조달방지(FCT)에 관한 싱가포르통화청이 정한 기준이 적용될 수 있음을 강조하면서 이러한 기준을 충족하지 않는 토큰에 해당되더라도 자금세탁 의심 거래에 대한 보고 의무는 준수되어야 한다고 규정하고 있다.[80] 더 나아가 지침은 구체적 사례를 통하여 어떠한 경우에 토큰이 증권에 해당하여 증권 관련법의 적용을 받을 수 있는지에 대한 싱가포르통화청의 해석을 제시하고 있다. 예를 들어, 토큰이 특정한 기능만을 제공하는 것이라면 증권에 해당하지 않으나, 기업에 대한 일정한 권리(interests)를 나타내는 것이라면 증권에 해당한다고 보고 있다. 이러한 사례는 하나의 예시에 불과하다고 하면서 구체적 사실관계 및 각 토큰의 특성에 따라 달라질 수 있다는 점을 강조하고 있다.[81]

싱가포르통화청은 지침을 통하여 ICO에 대한 입장을 비교적 명확히 밝히고 있다. 토큰이 증권선물법상 증권에 해당하면 증권선물법이 적용되어 규제를 받으며, 해당 토큰의 발행자는 싱가포르통화청에 투자설명서를 등록해야 할 의무가 생긴다.[82] 물론 일정한 경우(예를 들어, 사모발행)에는 투자설명서 등록이 면제되지만,[83] ICO는 사모 발행이 거의 이루어지지 않으므로 이러한 면제 혜택을 받는 토큰은 거의 없을 것으로 보인다. 2017년 미국 SEC가 DAO 조사 보고서를 발표한 이후 싱가포르통화청도 SEC와 사실상 유사한 입장의 지침을 발표한 것이라고 평가할

78) MAS, "A GUIDE TO DIGITAL TOKEN OFFERINGS"(2020. 5. 26), p. 2.

79) Id., p. 2-7.

80) Id., p. 7-9.

81) Id., p. 10-19.

82) MAS, "MAS clarifies regulatory position on the offer of digital tokens in Singapore", 2017. 8. 1. <https://www.mas.gov.sg/news/media-releases/2017/mas-clarifies-regulatory-position-on-the-offer-of-digital-tokens-in-singapore>, 2021. 5. 5. 검색.

83) MAS, "A GUIDE TO DIGITAL TOKEN OFFERINGS"(2020. 5. 26.)
① 12개월 내 5백만 싱가포르 달러(SGD)를 초과하지 않는 소규모 발행에 해당하고, ② 12개월 내에 50명 이하의 개인에게 발행하여야 하며, ③ 기관투자자(instituti-onal investors)에게 발행하는 경우이거나, ④ 적격 투자자(accredited investors)에게 발행하는 경우가 면제사유에 해당한다.

수 있다.

다. ICO에 대한 '한시적 규제 면제 제도'의 적용

더 나아가 싱가포르통화청은 일정한 유형의 ICO에 대하여는 '한시적 규제 면제 제도'(regulatory sandbox)가 적용될 수 있다는 점을 밝혀 ICO를 활성화 시키기 위한 노력을 하고 있다. 우선 토큰 발행 회사가 경영 성과의 배분을 약속하지 않는 ICO에 대하여는 정보 불균형으로 인한 투자자들의 피해를 차단할 수 있으므로 증권 관련 규제의 적용을 받지 않게 된다. 반면에 투자자들에게 경영 성과의 보상을 약속하는 ICO에 대하여는 토큰이 증권의 성격을 갖는 경우라고 하더라도 과도한 투기로 변질되지 않는 이상 ICO를 금기시할 필요가 없다는 시각에서 증권법 규제의 적용을 유예한다는 입장을 취하고 있다.[84]

라. 평가

싱가포르에서는 Digix나 TenX와 같은 성공적인 ICO가 이루어졌으며,[85] 앞으로도 계속하여 성공 사례의 ICO가 나올 것으로 기대되고 있다. 이처럼 싱가포르에서는 금융감독당국이 ICO에 대한 지침을 발표하여 ICO 토큰이 증권에 해당하는지 여부에 대한 기준을 제시하고 있다는 점에서 역시 규제당국이 보다 적극적인 입장에서 ICO에 대한 규제를 하고 있다는 점을 알 수 있다. 특히 싱가포르통화청은 ICO에 대한 한시적 규제 면제 제도의 적용을 통하여 ICO 산업을 육성하고자 하는 의지를 보이고 있다는 점도 주목할 만하다.

4. 소결

주요국 규제 사례를 통하여 각국의 금융감독당국이 ICO에 대한 규제 입장을 어떻게 취하고 있는지를 알 수 있었다. 미국 SEC는 DAO 보고서를 시작으로 투자계약에 관한 해석 지침을 발표하는 등 ICO 규제에 대

---

84) 이광상, "싱가포르의 ICO 규제샌드박스 설치 및 시사점", 주간금융브리프 제26권 제24호, (2017), 2면.

85) Fintechnews Singapore, "ICOs in Singapore an Overview"(2017. 6. 18.) <https://fintechnews.sg/10291/blockchain/icos-singapore-overview/>, 2021. 5. 5. 검색.

하여 적극적인 태도를 취하고 있으며, Howey 기준을 기초로 하여 ICO 토큰이 증권에 해당하는지 여부에 대한 판단을 하고 있다. 특히 미국의 Howey 기준은 우리 자본시장법상 투자계약증권의 요건과 유사하므로 SEC가 Howey 기준을 어떻게 적용하는지에 대한 입장은 우리에게 시사하는 바가 크다. 스위스 역시 금융감독당국이 ICO에 대한 규제를 하기 위해서 여러 차례 ICO 관련 지침을 발표하였고, ICO 토큰을 3가지 유형으로 분류하여 증권 해당 여부를 판단하고 있다. 토큰이 단순히 결제 목적으로 사용된다거나 특정 서비스 이용을 위한 목적을 위하여 사용되는 경우에는 증권으로 볼 수 없지만, 지분청구권과 같이 미래 회사 수익에 대한 권리를 표창하는 토큰이라면 증권에 해당한다고 보고 있다. 싱가포르에서도 금융감독당국이 ICO와 관련한 지침을 발표하여 ICO 토큰이 증권선물법상 증권에 해당하는 경우, 즉 토큰이 일정한 기업의 지분에 대한 권리 또는 수익에 대한 권리를 나타내는 경우에는 증권선물법의 규제를 받도록 하여 규제의 대상이 되도록 하고 있다. 위와 같이 ICO에 대한 주요국의 규제 사례를 살펴보면, 토큰을 일정한 기준에 따라 또는 유형화하여 증권 해당 여부를 판단한 뒤 증권에 해당하면 증권 관련 법제에 따라 규제함으로써 ICO를 제도화하고 투자자를 보호할 수 있도록 하고 있다. 우리나라도 이러한 사례를 토대로 하여 금융당국이 ICO 토큰에 대한 유형을 세분화하는 지침을 제정하여 증권에 해당하는지 여부 판단에 관한 기준을 제시할 필요가 있다.

Ⅳ. ICO의 규제 방향

1. 서설

우리의 경우 아직 ICO에 대한 규제가 이루어지지 않고 있다. 금융당국은 ICO 금지 원칙을 발표하였을 뿐 실제로 이루어진 ICO에 대한 규제 내지 처벌이 가해진 사례가 없어서 여전히 투자자 보호의 사각 지대가 되고 있는 것이 문제이다. 금융당국이 ICO를 금지했으면 이에 위반한 행위를 제재 내지 처벌하는 것이 당연한데도 그렇게 하지 않고 있다는 사실은 금융당국이 방향을 제대로 잡지 못하고 있다고 할 수 있다. 이런 점에서 ICO 투자자를 보호할 수 있는 방법은 ICO 토큰의 유형에 따라

증권에 해당하는 경우에는 자본시장법의 적용을 받게 하여 규제를 가하는 것이라고 본다. 그렇다면 금융당국이 ICO 토큰의 유형 구분 기준을 제시한 후에 증권에 해당하는 ICO 토큰에 대해서는 자본시장법 적용을 통해 규제를 하는 것이 바람직하다고 하겠다. 즉 ICO로 발행된 토큰이 자본시장법상 증권의 유형 중 '투자계약증권'에 해당하는지 여부를 판단하여 투자계약증권에 해당하는 토큰에 대해서는 자본시장법이 적용되도록 함으로써 투자자를 보호할 필요가 있다. 따라서 아래에서는 ICO 토큰이 투자계약증권에 해당하는지 여부에 대하여 검토해보기로 한다.

2. ICO 토큰의 투자계약증권 해당 여부

금융당국은 ICO를 전면적으로 금지하면서도 ICO 토큰의 성격에 대해서는 명확한 입장을 밝히고 있지 않다. ICO 토큰이 자본시장법상 투자계약증권에 해당하는지 여부에 대한 논의가 금융당국 차원에서 이루어지지 않고 있다. 금융당국이 자본시장법상 증권신고서 제출 의무 등을 요구하지 않은 점 등에 비추어 ICO 토큰은 증권에 해당하지 않는다고 판단했을 것이라는 분석도 있다.[86] 그러나 투기에 대한 우려를 강조한 점이나 "증권 발행 형식으로 암호자산을 이용한 자금조달"이라는 표현을 사용했다는 점[87] 등을 고려하면, 금융당국이 ICO 토큰이 투자계약증권에 해당할 수 있다는 것을 부정한 것은 아니라고 본다.

자본시장법상 '투자계약증권'에 해당하는지를 판단하기 위해서는 우선 '금융투자상품'에 해당하는지 여부를 살펴보아야 한다. 자본시장법상 증권은 금융투자상품의 한 유형이므로 금융투자상품에 해당하여야 증권에 해당하기 때문이다. 자본시장법상 '금융투자상품'이란 "이익을 얻거나 손실을 회피할 목적으로 현재 또는 장래의 특정 시점에 금전 등을 지급하기로 약정함으로써 취득하는 권리"로서 원금 손실의 위험이 있는 '투자성'이 있는 것을 말한다(제3조 제1항). 여기에서의 투자성은 시장 위험(market risk)에 따른 원금 손실 가능성을 말한다.[88] 이를 ICO 토큰에

86) 김자봉, "비트코인은 증권인가?: 증권에 대한 정의와 투자자보호", 증권법연구 제19권 제2호, 한국증권법학회(2018), 188면.

87) 금융위원회 보도참고자료, 앞의 보도자료(2017. 9. 29), 2면.

88) 임재연, 자본시장법(2021년판), 박영사(2021), 29면.

적용해보면, 투자자는 새로 개발되는 암호자산을 배분받을 수 있는 권리를 취득하기 위하여 기존의 암호자산이나 법정 화폐 등을 제공한다는 점에서 '금전 등을 지급하기로 약정함으로써 취득하는 권리'라는 요건이 충족된다고 볼 수 있다. '금전 등'이라 함은 반드시 법정 화폐만을 의미하는 것은 아니라고 볼 수 있기 때문이다.[89] 투자자가 ICO로 발행된 토큰의 가치 상승을 기대하고 암호자산이나 법정 화폐를 제공하는 경우에는 (대부분의 경우 이에 해당할 것이다) "이익을 얻을 목적"도 인정될 수 있을 것이다. 그리고 투자자가 암호자산이나 법정 화폐 등을 제공한 대가로 토큰을 보유하게 되는데, 이러한 토큰의 가치가 하락하게 되면 결국 원금 손실의 위험이 존재한다. 따라서 원금 손실의 위험이 있는 '투자성', 즉 "그 권리를 취득하기 위하여 지급하였거나 지급하여야 할 금전등의 총액이 그 권리로부터 회수하였거나 회수할 수 있는 금전등의 총액을 초과하게 될 위험이 있는 것"(자본시장법 제3조 제1항)에도 해당한다고 볼 수 있다. 결국 ICO 토큰은 자본시장법상 금융투자상품의 요건을 충족한다고 판단된다.

나아가 자본시장법은 금융투자상품을 증권과 파생상품으로 분류하고, 증권은 다시 채무증권 · 지분증권 · 수익증권 · 투자계약증권 · 파생결합증권 · 증권예탁증권으로 분류하고 있다(자본시장법 제3조 제2항). '증권'은 파생상품과 달리, "투자자가 취득과 동시에 지급한 금전 등 외에 어떠한 명목으로든지 추가로 지급의무를 부담하지 아니하는 것"(자본시장법 제4조 제1항), 즉 원금까지만 손실이 발생할 수 있는 것을 말한다. ICO 토큰이 자본시장법상 5가지 유형의 증권 중에서 채무증권, 지분증권, 수익증권, 파생결합증권, 증권예탁증권에는 해당되는지 여부를 먼저 살펴보고 이에 해당하지 않을 때 투자계약증권 해당 여부를 검토하게 된다.[90] 채무증권은 지급청구권이 표시된 증권으로서 채무증권 소지자가 채무증권 발행자에게 지급청구권을 행사할 수 있어야 하는데, ICO 토큰의 경우 토큰 보유자에게는 그러한 지급청구권이 인정되지 않는다. 또한, ICO 토큰

89) 같은 견해는 백명훈·이규옥, 블록체인을 활용한 ICO의 이해와 금융법상 쟁점, 금융법연구 제14권 제2호, 한국금융법학회(2017), 101면.

90) 금융위원회, 투자계약증권의 성격에 대한 질의(유권해석)(2014. 3. 16.) <https://www.fcsc.kr/C/fu_c_01_02_02.jsp?answer_seq=3931&idx=752>, 2021. 5. 9. 검색.

보유자에게 발행자에 대한 지분권이 인정되는 것이 아니므로 지분증권에도 해당한다고 보기 어렵다. 더 나아가 ICO 토큰은 수익증권, 파생결합증권, 증권예탁증권에도 해당한다고 보기도 어렵다. 따라서 ICO 토큰이 투자계약증권에 해당하는지 여부를 검토해보아야 한다.

'투자계약증권'은 "특정 투자자가 그 투자자와 타인 간의 공동사업에 금전 등을 투자하고 주로 타인이 수행한 공동사업의 결과에 따른 손익을 귀속 받는 계약상의 권리가 표시된 것"을 말한다(자본시장법 제3조 제6항). 여기서 타인은 다른 투자자도 포함된다.[91] ICO 토큰의 경우 지급수단으로 이용되는 '결제용' 토큰이나 어떤 물품이나 서비스를 이용할 수 권리를 부여하는 '이용형' 토큰의 경우에는 기본적으로 증권성을 갖고 있다고 보기는 어려울 것이다. 따라서 그렇지 않은 ICO 토큰의 경우에 투자계약증권에 해당되는지를 살펴볼 필요가 있다. 이러한 ICO 토큰이 투자계약증권에 해당하는지를 검토해보면, ICO 토큰을 배분받기 위한 권리를 취득하기 위하여 암호자산이나 법정 화폐 등을 제공하므로 공동사업에 '금전 등'을 투자하는 것에 해당한다고 볼 수 있다. 또한 기업의 경영성과, 즉 기업이 수행한 공동사업에 따라 투자자가 제공받은 토큰의 가치가 상승하는 등의 기대 이익이 존재하는 경우에는 '주로 타인이 수행한 공동사업의 결과에 따른 손익을 귀속받는 계약상의 권리'에도 해당된다고 볼 수 있다. 이런 점에 비추어 볼 때 ICO 토큰이 투자계약증권에 해당한다고 볼 수 있는 것이다. 아래에서는 투자계약증권에 대하여 미국의 Howey 기준과 비교하면서 보다 자세히 검토해본다.

3. ICO의 자본시장법상 규제 방향

투자계약증권에 해당하는지 여부에 관하여 가장 핵심적 요소이자 쟁점이 되는 부분은 투자자가 기대하는 수익이 '오로지 타인의 노력에 의한 것'인지 여부이다. Howey 기준에서는 '주로' 또는 '오로지'에 관하여 문자 그대로 받아들이지 않고 사업에 관한 타인의 관리 정도에 초점을 맞추고 있다.[92] 즉 타인이 수행한 노력이 부인할 수 없을 정도로 중요한

91) 백명훈·이규옥, 앞의 논문, 104면.
92) Michael Mendelson, op. cit., p. 80.

것인지 또는 필수적인 노력이나 관리에 해당하는지 여부를 기준으로 하고 있다.[93]

투자자는 타인이 수행한 결과물에 따라 손익의 귀속을 받기 때문에 타인이 수행하는 사업에 대하여 충분한 정보에 접근할 수 있어야 한다. 자금을 제공하는 자가 제공한 자금이 어떻게 운용되는지를 알 수 있어야 피해를 방지할 수 있다. ICO 토큰이 분배된 이후라도 타인이 수행한 결과물에 따라 그 가치가 변동한다면 여전히 투자계약증권으로 볼 수 있다. 반대로 타인이 수행한 결과물이 존재하지 않거나 그에 따른 가치의 변동이 없다면 투자계약증권으로 볼 수 없게 된다. 예컨대, 비트코인의 경우 타인이 수행하는 공동사업이 존재하지 않으며, 자금 조달을 목적으로 발행된 것이 아니고, 채굴자들의 노력으로 비트코인이 생성된 것이므로 증권에 해당하지 않게 된다. 이더의 경우에도 탈중앙화된 네트워크상에 존재하며, 최초 발행자가 수행하는 사업이나 그로부터 발생되는 결과물로부터 독립된 상태이므로 '타인의 노력에 의한 것'에 해당되지 않을 것이다.

Howey 기준이나 자본시장법상 투자계약증권 정의 규정에서 정한 기준에 따른다고 하더라도 여전히 이를 해석하거나 적용함에 있어서는 의견이 나누어질 수 있다. 따라서 이러한 혼란을 막기 위해서는 금융당국의 적극적인 입장이 중요하다고 본다. SEC는 'DAO 조사 보고서'를 통하여 Howey 기준을 구체적 사례에 어떻게 적용하였는지를 제시한 바 있고, 전자자산에 대해서도 투자계약 해당 여부에 대한 판단 기준을 제시함으로써 증권당국이 ICO 규제에 대한 보다 적극적인 입장을 보이고 있다.

앞서 언급했듯이 우리 금융당국은 모든 형태의 ICO를 전면적으로 금지하는 입장을 취하고 있다. 현실적으로 ICO를 전면적으로 금지하는 것은 투자자 보호의 측면에서 볼 때 바람직하지 못하다. ICO로 인하여 많은 투자자들이 피해를 입은 사실에 비추어볼 때 ICO에 대한 적절한 규제가 필요하다는 점을 알 수 있다. 우리 금융당국도 ICO를 전면적으로 부정할 것이 아니라, 이를 수용하고 기준을 세우는 작업을 해야 할 것이

93) Id., p. 82.

다. 지침의 형태로 최소한의 기준을 제시하는 것이 투자자의 보호를 위해서 바람직할 것으로 본다.

Ⅴ. 맺음말

암호자산공개(ICO)의 제도화에 대해서는 논란의 여지가 있을 것으로 예상되나, 앞서 살펴본 주요국의 규제 사례를 볼 때 우리 금융당국도 보다 적극적인 입장에서 ICO에 대한 규제 방향을 제시할 필요가 있다. 이를 위해서는 자본시장법이 포괄주의 입장에서 새로 도입한 '투자계약증권'에 대한 세밀한 검토를 통하여 ICO 토큰이 투자계약증권에 해당한다면 이에 따른 자본시장법의 규제 적용을 통하여 ICO에 대한 규제 조치를 취하는 것이 바람직하다고 하겠다. 따라서 금융당국은 미국 등 주요국의 사례를 참조하여 ICO 토큰이 '투자계약증권'에 해당하는지 여부에 관한 기준을 제시하는 지침을 제정하여 운영할 필요가 있다.

특히 자본시장법상의 투자계약증권이 미국의 Howey 기준에서 비롯된 점에 비추어 볼 때 미국 증권감독당국이 취하는 ICO에 대한 입장을 주시할 필요가 있다. 미국의 경우 Howey 기준을 적용하여 증권에 해당하는지 여부를 가려낸 판례들이 축적되었고, SEC도 이러한 판례와 Howey 기준을 토대로 하여 '투자계약'에 해당하는지 여부에 대한 결정을 내려왔다. SEC가 최근 리플랩스를 상대로 제소한 사건처럼 우리 금융당국도 보다 적극적으로 ICO 토큰이 증권에 해당하는지 여부를 가려내고 규제하는 입장을 취할 필요가 있다. 투자계약증권의 요건을 충족하는 사례가 누적되면, ICO를 진행하는 측과 투자자 입장에서도 예측가능성이 생길 수 있다. ICO 토큰의 유형을 불문하고 전면적으로 금지하는 것은 투자자들의 피해 발생을 방치하는 것과 다름 없다. 금융당국은 ICO에 대한 전면적 금지 입장을 견지할 뿐 이에 대하여 명확한 지침을 제시하지 않고 있으며, 이는 금융당국이 해야 할 일을 방치하고 있다고 할 것이다. ICO의 부정적인 요소만을 생각할 것이 아니라 긍정적인 측면을 보다 면밀하게 검토하여 보다 적극적인 입장에서 ICO의 폐해를 막으면서 건전하게 시장이 성장할 수 있도록 ICO 규제에 대한 명확한 방향을 제시하는 것이 필요할 것이다.

(논문투고일: 2021.5.28., 심사개시일: 2021.6.8., 게재확정일: 2021.6.23.)

신동우 · 고동원

ICO, 암호자산공개, 증권, 투자계약증권, Howey 기준

【참 고 문 헌】

Ⅰ. 단행본

임재연, 자본시장법(2021년판), 박영사 (2021)

Ⅱ. 논문

김병연, "ICO 의 법적 개념 및 각국의 규제동향에 관한 연구", 일감법학 제43권, 건국대학교 법학연구소 (2019)

김자봉, "비트코인은 증권인가?: 증권에 대한 정의와 투자자보호", 증권법연구 제19권 제2호, 한국증권법학회 (2018)

김준영, 김계정, 문준호. "ICO (Initial Coin Offering)에 대한 주요 이슈 및 시사점", 증권법연구, 제19권 제2호 (2018)

백명훈·이규옥, 블록체인을 활용한 ICO의 이해와 금융법상 쟁점, 금융법연구 제14권 제2호, 한국금융법학회 (2017)

심인숙, "ICO (Initial Coin Offering) 에 대한 미국 연방증권법상 쟁점에 관한 고찰-연방증권규제당국 (SEC) 의 접근방법을 중심으로", 중앙법학 제20집 제4호, 중앙대학교 법학연구소 (2018)

오성근, "가상통화 인정법제에 관한 연구: 일본의 가상통화법제를 중심으로", 증권법연구 제19권 제2호, 한국증권법학회 (2018)

원종현, “ICO의 현황과 과제”, NARS 현안분석 vol. 10, 국회 입법조사처 (2018)

이광상, "싱가포르의 ICO 규제샌드박스 설치 및 시사점", 주간금융브리프 제26권 제24호 (2017)

정경영, "암호통화 (cryptocurrency) 의 본질과 스마트계약 (smart contract) 에 관한 연구", 상사법연구 제36권 제4호 (2018)

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

조영은, “일본의 가상자산(Virtual Assets) 이용자 보호 규율 강화”, 국회 입법조사처 (2020, 4, 29.)

천창민, "글로벌 ICO 규제동향과 시사점", 자본시장연구원, 이슈보고서 6

(2018)
Blémus·Guégan, "Initial Crypto-asset Offerings (ICOs), tokenization and corporate governance", arXiv:1905.03340 (2019)
Guadamuz, Andres, and Christopher Marsden, "Blockchains and Bit coin: Regulatory responses to cryptocurrencies", First Mond ay 20.12-7 (2015)
Iris M Barsan, "Legal challenges of initial coin offerings (ICO)", Revue Trimestrielle de Droit Financier (RTDF) 3 (2017)
Jonathan G. Rohr, "Smart Contracts and Traditional Contract Law, or: The Law of the Vending Machine", Clev. St. L. Rev. 67 (2019)
Marc Pilkington, "The emerging ICO landscape-somefinancial and regulatory standpoints", Available at SSRN 3120307 (2018)
Michael Mendelson, "From initial coin offerings to security tokens: A US Federal Securities law analysis." Stan. Tech. L. Rev. 22 (2019)
Ori Oren, "ICO's, DAO's, and the SEC: A Partnership Solution." Co lum. Bus. L. Rev. (2018)
Quinn DuPont, "Experiments in algorithmic governance: A history and ethnography of "The DAO" a failed decentralized auton omous organization." Bitcoin and beyond (2017)

Ⅲ. 기타자료

금융감독원 보도자료, "가상통화 투자시 유의사항" (2017. 6. 23.)
금융위원회 보도참고자료, "기관별 추진현황 점검을 위한「가상통화 관계기관 합동TF」개최" (2017. 9. 29.)
금융위원회 보도자료, "ICO 실태조사 결과 및 향후 대응방향" (2019. 1. 31.)
FINMA, "Annual Report 2019" (2020. 4. 2.)
_____, "Regulatory treatment of initial coin offerings" (2017. 9.)
_____, "ICO Guidelines for enquiries regarding the regulatory

framework for initial coin offerings (ICOs)" (2018. 2. 16.)
MAS, "A GUIDE TO DIGITAL TOKEN OFFERINGS" (2019. 12. 23.)
MAS, "A GUIDE TO DIGITAL TOKEN OFFERINGS" (2020. 5. 26.)
RIPPLE LABS, INC., ANSWER OF DEFENDANT RIPPLE LABS, INC. TO PLAINTIFF'S COMPLAINT (2021. 1. 29.)
SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, "Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO" (2017. 6. 25.)
SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (Press Release), "SEC Charges Ripple and Two Executives with Conducting $1.3 Billion Unregistered Securities Offering" (2020. 12. 22.)
Shane Shifflett·Coulter Jones, "Buyer Beware: Hundreds of Bitcoin Wannabes Show Hallmarks of Fraud", The WallStreet Journal (2018. 5. 17)
U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Framework for "Investment Contract" Analysis of Digital Assets (2019. 4. 3.)

Ⅳ. 인터넷 자료

COINTELEGRAPH, "ICO Market 2018 vs 2017: Trends, Capitalization, Localization, Industries, Success Rate", https://cointelegraph.com/news/ico-market-2018-vs-2017-trends-capitalization-localization-industries-success-rate
Deloitte, "SECURITIES & EXCHANGE COMMISSION ISSUES GUIDELINES ON CRYPTO ASSETS", http://blog.deloitte.com.ng/securities-exchange-commission-issues-guidelines-on-crypto-assets
Investopedia, "Initial Coin Offering (ICO)", https://www.investopedia.com/terms/i/initial-coin-offering-ico.asp
SMITH+CROWN, "ICOs and crowdsales: Over $270 million raised

and counting", https://smithandcrown.com/research/icos-and-crowdsales-over-270-million-raised-and-counting

BLOCK MEDIA, "작년 최대 ICO 성공, 에이치닥(Hdac) 비결은?", https://www.blockmedia.co.kr/archives/33500

COINTELEGRAPH, "A Tale of Two ICOs: How Maidsafe, Tezos Endangered Own Projects With Critical Mistakes", https://cointelegraph.com/news/a-tale-of-two-icos-how-maidsafe-tezos-endangered-own-projects-with-critical-mistakes

Skalex, "Why Most New Tokens Are Ethereum ICOs", https://www.skalex.io/why-ethereum-icos

헤럴드경제, "국내 스타트업 ICO, 싱가포르로 몰린다", http://news.heraldcorp.com/view.php?ud=20180502000500

Coindesk, "Understanding The DAO Attack", https://www.coindesk.com/understanding-dao-hack-journalists

EISNERAMPER, "Is a Digital Asset a Security or … Is It Not?", https://www.eisneramper.com/digital-asset-security-cc-blog-0519

COINTELEGRAPH, "Report: Swiss Fintech Market Grew by 62 Percent in 2018", https://cointelegraph.com/news/report-swiss-fintech-market-grew-by-62-percent-in-2018

Monetary Authority of Singapore, "MAS clarifies regulatory position on the offer of digital tokens in Singapore", https://www.mas.gov.sg/news/media-releases/2017/mas-clarifies-regulatory-position-on-the-offer-of-digital-tokens-in-singapore

Fintechnews Singapore, "ICOs in Singapore: an Overview", https://fintechnews.sg/10291/blockchain/icos-singapore-overview

e-금융민원센터, "투자계약증권의 성격에 대한 질의", https://www.fcsc.kr/C/fu_c_01_02_02.jsp?answer_seq=3931&idx=752

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, "SEC Charges Ripple and Two Executives with Conducting $1.3 Billion Unregistered Securities Offering", https://www.sec.gov/news/pre

ss-release/2020-338
Ripple, “ANSWER OF DEFENDANT RIPPLE LABS, INC. TO PLAINTIFF’S COMPLAINT”, https://ripple.com/wp-content/uploads/2021/01/Ripple-Answer_Filed.pdf

Abstract

Legal Review of Regulations on Initial Coin Offerings in Korea

Shin, Dong Woo
Ko, Dong Won

As fintech and blockchain technology advance, crypto assets such as Bitcoin and Ethereum are attracting more attention from investors. In recent years, the number of companies issuing new crypto assets for financing is increasing exponentially. In this way, when a company seeks to raise funds from investors and provides tokens in return to them, it is called the initial coin offerings ("ICO"). Recently, the ICOs are rapidly spreading, and as funds are flowing into the ICO markets, however, damages to investors are also increasing. In order to solve this problem, it is necessary to review how the ICOs should be regulated.

In this relation, this article intends to analyze the regulatory measures taken in major foreign countries such as the United States, Switzerland and Singapore. Unlike other countries that actively seek regulatory measures, the Korean government has a position to completely ban the ICOs. However, this article argues that it is necessary for the regulator to take a position to regulate the ICOs in order to protect investors. Specifically, with reference to the 'Howey' test suggested by the United States' Supreme Court in relation to 'investment contract', this article reviews the standards of "investment contract securities" under the Korean Capital Market Act, and concludes that the tokens issued by the

ICOs can be classified as investment contract securities under the Capital Market Act, and then that the ICOs should be regulated under the Capital Market Act, in order to protect investors.

Shin, Dong Woo · Ko, Dong Won

ICO, crypto asset, securities, investment contract, Howey test