

토큰 증권과 가상자산

지평 디지털혁신팀(심희정 변호사)

지난 6일 금융당국은 「토큰 증권 발행·유통 규율체계 정비방안」을 발표하였습니다[자세한 내용은 2월 7일자 디지털혁신 뉴스레터 참고([관련 링크](#))].

금융당국이 발표한 규율방안은 분산원장 기술을 활용하여 디지털자산 형태로 발행되는 다양한 투자 상품을 토큰 증권이라는 이름으로 자본시장법 체제에 편입하는 것입니다. 미술품, 저작권, 부동산 등 다양한 자산을 기반으로 한 조각투자가 새로운 투자수단으로 떠오른 이래 이제 그 제도적인 기반까지 갖추으로써 향후 조각투자 시장의 성장이 기대되고 있습니다. 또한 기존 증권회사들은 물론 발행인 계좌관리기관으로서 토큰 증권을 발행하게 될 조각투자사업자, 토큰 증권의 유통을 담당할 장외거래중개업자, 그리고 토큰 증권의 발행과 유통 단계에서 필요한 기술을 지원할 블록체인 기업에 이르기까지 다양한 신규 사업자들의 진출을 통하여 금융업의 외연은 더욱 확장될 것으로 예상됩니다.

이번 토큰 증권 규율방안의 핵심은 블록체인 기술을 공식적으로 법 테두리 내로 편입하여 탈중앙화 방식에 의한 증권 발행을 허용한다는 점에 있는데, 이는 새로운 투자시장을 연다는 측면이 있는 반면, 기존에 이미 블록체인 기술에 기반·발행되어 가상자산거래소를 통하여 거래되고 있는 디지털자산, 즉 가상자산(코인)들을 증권으로 보아야 하는지에 대한 이슈가 다시 제기되게끔 하는 측면도 있습니다.

자본시장법상 증권은 “내·외국인이 발행한 금융투자상품으로서 투자자가 취득과 동시에 지급한 금전등 외에 어떠한 명목으로든지 추가로 지급의무를 부담하지 아니하는 것”을 의미하고, 구체적으로는 채무증권, 지분증권, 수익증권, 투자계약증권, 파생결합증권, 증권예탁증권의 6가지로 구분됩니다. 그 중에서 특히 “투자계약증권”은 “특정 투자자가 그 투자자와 타인 간의 공동사업에 금전등을 투자하고 주로 타인이 수행한 공동사업의 결과에 따른 손익을 귀속받는 계약상의 권리가 표시된 것”을 말하는데, 그 자체가 정형적인 증권의 유형에 해당하지 않는 투자형태를 포괄적으로 규율하기 위하여 만들어진 개념입니다. 따라서 개별 가상자산의 내용

1

에 따라서는 투자계약증권에 해당할 가능성도 배제할 수 없습니다. 가상자산거래소에 상장되어 거래되고 있는 가상자산이 투자계약증권에 해당하는 것으로 판단된다면 관련 사업자들의 자본시장법 위반 책임과 상장 폐지에 따른 투자자의 피해가 발생할 수 있습니다.

이와 관련하여, 현재 미국에서 진행되고 있는 리플(XRP)을 둘러싼 소송에 많은 관심이 집중되고 있습니다. 이 소송은 미국 증권거래위원회(SEC)가 가상자산 리플이 증권에 해당한다는 이유로 발행사인 리플랩스를 미등록 증권 판매 혐의로 2020년 기소한 사건입니다.

SEC는 가상자산이 증권에 해당하는지를 판단할 때 하위 테스트(Howey Test)를 기준으로 하는데, 하위 테스트는 ① 금전을 ② 투자이익을 기대하고 ③ 공동의 사업에 투자하여 ④ 제3자의 노력으로 수익이 발생한다면 증권으로 보고 있습니다.

과거 SEC의 기업재무국장이 대표적인 가상자산인 이더리움이 증권에 해당하지 않는다는 입장을 밝힌 바 있는데, 이는 완전한 탈중앙화(Decentralized)된 가상자산의 경우 투자한 금전에 대하여 수익을 내기 위하여 노력하는 “제3자”가 존재할 수 없으므로 증권으로 볼 수 없다는 논리에 따른 것입니다. 리플의 발행사인 리플랩스는 리플 또한 탈중앙화 구조를 채택한 가상자산이므로 하위테스트에서의 “제3자의 노력” 요건을 충족하지 못한다고 주장하는 반면 SEC는 리플을 발행하고 운영하는 리플랩스가 그 제3자에 해당한다고 보고 있습니다.

또한 리플이 투자의 목적으로 하는 것인지에 대해서도 리플이 본래 국제 송금을 간편하게 하기 위한 수단으로 발행되었으며 투자 대상이 아닌 가상화폐이자 교환 매체(medium of exchange)로 기능한다는 주장과, 실제 구매자들은 송금을 위한 수단으로서가 아니라 투자 목적으로 리플을 구매하며 발행사 또한 이를 인지하고 있다는 주장이 대립하고 있습니다.

우리나라 자본시장법상 “투자계약증권”도 하위테스트와 상당 부분 유사한 기준을 채택하고 있으므로 리플 사건의 판결은 우리나라의 가상자산이 증권에 해당하는지를 판단함에 있어서도 영향을 미칠 수 있다는 점에서 그 귀추가 주목되고 있습니다.

다만 미국의 하위 테스트에 의하면 투자수익에 대한 합리적 “기대” 만으로도 증권에 해당하는 반면 자본시장법상 투자계약증권은 “발행인에 대한 계약상 권리”가 있을 것을 요건으로 하고 있어 미국 SEC의 판단기준보다는 투자계약증권의 범위가 제한적일 것으로 전망되고 있습니다. 금융당국도 자본시장법상 투자계약증권의 요건인 ‘공동사업의 결과에 따른 손익을 귀속 받은 계약상의 권리’에 해당되기 위해 투자자와 발행인 간 계약에 따른 수익 청구권이 인정되어야 하고, 투자자가 가진 권리에 상응하는 의무를 이행해야 하는 자가 없는 경우 또는 디지털자산에 표시된 권리가 없거나 사업 수익에 대한 투자자의 권리가 없는 경우 등을 증권성이 낮은 경우로 들고 있습니다. 금융당국은 현재 가상자산 거래소에서 거래되는 디지털자산 중 발행인이 투자자에게 증권에 해당하는 계약상 권리를 부여하는 경우가 일반적이지는 않아 증권에 해당될 경우가 많지 않을 것이라는 입장을 표명하였습니다.

한편 금융당국은 가상자산의 증권성 판단 지원을 위한 TF를 구성하며 가상자산거래소를 대상으로 하는 설명회를 개최하는 등 증권 해당 여부에 대한 불확실성을 해소하기 위한 방안을 내놓고 있습니다. 금융당국은 가상자산의 증권성 판단을 위한 체크리스트를 마련할 예정인데, 체크리스트 마련을 위해 위의 리플 소송, BUSD 사태 등 미국 사례를 살펴보고 있고, 스테이킹 서비스를 제공하는 국내 가상자산거래소로부터 관련 자료제출을 요구하기도 하였습니다.

어떠한 디지털자산이 증권에 해당하는지에 대한 판단 및 관련 규제의 준수 책임은 결국 이를 발행·유통한 당사자에게 있고 증권에 해당함에도 불구하고 자본시장법에 따른 발행 및 유통 절차를 따르지 않은 경우에는 제재를 받을 수 밖에 없는 상황입니다. 따라서 디지털자산을 발행·유통하는 사업자들은 증권 해당 여부에 대하여 신중하게 판단함과 동시에 국내외 규제동향을 늘 주시할 필요가 있습니다.