

가상자산의 증권성 판단 기준과 규제 방향에 대한 연구*

Virtual Assets as Securities: Criteria for Classification and Regulatory Directions

최 자 유**

JaYoo Choi

가상자산에 대한 1단계 입법으로 불공정거래 행위 금지의무 등을 부과하는 가상자산 이용자 보호법이 2024년 7월 시행되었다. 미국 증권거래위원회(SEC)는 Howey Test를 적용하여 투자계약증권(Investment Contract)으로 해석되는 토큰에 증권 규제를 부과하려 시도하지만 증권성에 대한 갈등이 지속되고 있다.

증권성에 대한 기준이 확립되지 않은 가상자산 규제의 초창기에는 토큰 증권과 기타 토큰에 동일한 규제를 부과하여 증권성으로 인한 규제 차이(Regulatory Arbitrage)을 해소해야 한다. 그리고 게이트 키퍼(Gate Keeper)인 가상자산사업자를 규제 포인트(Point of Control)로 지정하여 발행 재단의 규제 준수를 간접적으로 유도할 수 있다. 토큰 경제가 성숙하며 분류 기준이 정립되고 토큰 증권에 비해 기타 토큰에 대한 규제를 완화해도 된다는 사회적 공감대가 형성되면 이를 논의할 수 있으나, 현재는 강화된 규제가 요구된다.

국문 색인어: 가상자산, 토큰, 토큰 증권, 가상자산법, 하위 테스트, 투자계약증권

한국연구재단 분류 연구분야 코드: B130320

* 본 연구 내용은 저자의 개인 의견이며, 소속 기관의 공식 견해가 아님을 밝힙니다.
** 변호사·법학전문박사, 연세대학교 법학연구원 전문연구원(JY_Choi@yonsei.ac.kr)
논문 투고일: 2024. 5. 27, 논문 최종 수정일: 2024. 7. 19, 논문 게재 확정일: 2024. 8. 23

I. 서론

미국의 서부 무법지대(The Wild West)인 가상자산시장에서 시장의 건전성 유지와 이용자 보호를 목적으로 하는 세계적 규제 논의는 미국 증권거래위원회(The Securities and Exchange Commission, 이하 'SEC')의 적극적 시장 개입과 유럽연합의 암호자산 시장규정(Markets in Crypto-Assets Regulation, 이하 'MiCA') 제정 등으로 공적 규제를 부과하는 방향으로 합의되고 있다. 우리나라에서도 가상자산 이용자 보호 등에 관한 법률(이하 '가상자산 이용자 보호법')이 2024년 7월부터 시행되는 등 세계적 흐름에 부합하는 규제체계가 논의되고 있다. 가상자산에 공적 규제를 부과한다면 증권성 판단이 선행되어야 하며, 이는 특정 토큰¹⁾을 전통적 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 '자본시장법')이나 논의 중인 가상자산법으로 규율할지 문제와도 관련된다.²⁾

우리나라에서는 2024년 7월부터 가상자산 이용자 보호법에 따라 토큰 증권과 기타 토큰 모두를 대상으로 불공정거래 행위 금지의무가 적용되었다.³⁾ 가상자산은 한국거래소가 아닌 일반 가상자산거래소에서 유통되고 있기에 불공정거래 행위 방지체계가 미흡할 수 있다. 특히 외국 가상자산거래소에서의 불공정거래 행위는 금융당국의 조사가 어렵기에 효율적 조사를 담보할 수 있는 실무적 방안이 요구되지만 유사한 행위를 금지하므로 토큰 증권과 기타 토큰의 구분 실익이 적다. 그러나 발행·공시·유통 관련한 2단계 입법이 논의 중인 상황에서 토큰 증권과 기타 토큰에 대한 발행·공시·유통 규제는 상이하다. 가상자산법으로 기타 토큰을 규제하더라도 제도의 정착 후 토큰 증권보다 규제의 정도가 완화될 수 있기에 시장의 건전성 유지와 이용자 보호 등을 감안하여 증권성 판단 기준을 정립해야 한다.

SEC가 Howey Test에 근거하여 증권성을 판단하고 있으나 1946년 오렌지 농장의 운

-
- 1) 가상자산은 독자적 블록체인 네트워크인 메인넷(Mainnet)을 보유한 코인과 기존 블록체인에 기반한 토큰으로 구분된다. 그러나 금융당국이 토큰 증권이라는 용어를 공식적으로 사용하는 등 토큰이 코인을 포함하는 개념으로 이해될 여지가 있어, 이 연구에서는 코인과 토큰을 구분하지 않고 모두 토큰으로 지칭한다.
 - 2) 토큰 증권은 자본시장법으로, 기타 토큰은 가상자산법으로 규율할 수 있다.
 - 3) 토큰 증권은 투자계약증권이므로 부정거래 금지의무(자본시장법 §178)를 적용할 수 있으나, 사례는 발견되지 않는다. 가상자산 이용자 보호법의 시행으로 가상자산에 불공정거래 행위 금지의무가 전면 부과되는 것으로 볼 수 있다.

영과 관련하여 제시된 기준이기에 토큰의 다양한 기능과 기술적 복잡성 등을 감안하면 특정 토큰의 증권성 판단에 어려움이 있다. 실무적으로도 증권으로 지목되어 미등록 증권 발행으로 제재받을 수 있는 토큰의 발행 재단이나 거래지원⁴⁾을 중단해야 하는 가상자산사업자의 반발로 갈등이 장기화되어 규제 논의를 실기할 수 있다. SEC 등의 판단례를 토대로 토큰의 증권성 판단 기준을 고찰하고, 적절한 대안을 논의할 필요가 있다. 그러나 현재는 증권성을 명확히 판단하기 곤란한 측면이 있으므로 잠정적으로 토큰 증권과 기타 토큰에 대해 동일한 규제를 부과하여 규제 차이(Regulatory Arbitrage)을 해소하고 신속하고 효율적으로 시장의 건전성 유지와 이용자 보호를 도모해야 한다. 제도 도입 초창기에 강화된 규제를 부과하고 일정 기간이 경과하여 제도가 정착되면 규제를 완화하는 것은 일반적이다. 가상자산이 경제 시스템으로 진입하는 초창기에는 토큰 증권과 기타 토큰에 동일한 규제를 부과하며 시장의 건전성 유지와 이용자 보호에 집중하고 명확한 분류 기준을 논의해야 한다. 분류 기준에 대한 사회적 합의가 도출되면 기타 토큰에 부과할 필요가 있는 규제를 선별·검토하여 규제 방식을 구체화할 수 있다.

가상자산의 탈중앙성과 익명성으로 발행 재단에 대한 실효적 규제 방안이 미비하므로 게이트 키퍼(Gate Keeper)인 가상자산사업자의 역할에 주목해야 한다. 가치 있는 토큰을 선별·심사하여 이용자에게 제공하는 가상자산사업자를 규제 포인트(Point of Control)로 설정해 규제를 준수하는 토큰에 대해서만 거래지원을 실시하도록 권고한다면 발행 재단의 규제 준수를 간접적으로 유도할 수 있다.

이 연구는 가상자산시장의 발전 방향을 예상하기 어렵기에 증권성에 대한 논의가 시작된 초창기에 SEC 등의 논의를 참고하여 잠정적으로 가상자산시장의 건전성과 지속 가능성을 제고할 수 있는 방안에 주목하였다.

4) 가상자산사업자는 자사 가상자산거래소에서 유통되는 토큰이 증권으로 오해받을 수 있기에 주식시장의 '상장' 대신 '거래지원'이라는 용어를 사용하고 있다.

II. SEC의 가상자산시장에 대한 규제

1. 가상자산시장에 대한 증권법 적용

가상자산에 대한 SEC의 규제 접근 방식의 핵심은 증권 규제를 부과하는 것이다. 미국에서는 토큰이 증권(Security)에 해당하면 SEC, 상품(Commodity)에 해당하면 상품선물거래위원회(Commodity Futures Trading Commission, 이하 'CFTC')가 규제를 집행한다.⁵⁾ 토큰을 증권과 상품 중 하나에 해당하는 것, 모두에 해당하는 것과 모두에 해당하지 않는 것으로 분류할 수 있으나 증권과 상품의 기준이 모호하여 규제기관을 확정하기 어렵다.⁶⁾ SEC의 방식과 유사하게 토큰 증권에 증권 규제를 부과하면 발행과 유통이 전통적 증권과 유사한 가상자산에 별도의 규제체계를 도입할 필요가 없고 금융당국의 접근이 용이하다. 우리나라에서는 가상자산 유통시장(Secondary Market)에서 발생하는 가장·통정 매매 방식의 시세조종에 대해 자본시장법을 적용하지 못하고 형법상 업무방해나 사기 등으로 규율해야 하였고, 유통시장에 적합한 체계가 아니므로 규제 적용에 어려움이 발생하였다.⁷⁾ 자본시장법상 불공정거래 행위와 유사한 행위 양태를 금지하는 가상자산 이용자 보호법이 2023년 7월 제정(2024년 7월 시행)되어 전통적 증권 규제가 가상자산 규제에도 적절하다는 사회적 합의가 도출되었다. 토큰을 증권으로 해석하여 증권법을 적용하는 방안과 토큰 증권 외의 기타 토큰에도 증권과 동일한 규제체계를 수립하는 방안을 고려할 수 있으며, 후자는 증권성을 별도로 판단할 필요성이 적다는 장점이 있다.

5) 심인숙 (2022), “미국 디지털자산의 포괄적 규제를 위한 「책임있는 금융혁신법안」에 관한 소고”, 중앙법학, 제24권 제4호, 중앙법학회, 184면.

6) 위의 논문, 188면.

7) 최자유 (2023), “가상자산 유통 시장의 공정성 제고 방안 - 상장과 거래를 중심으로 -”, 지급결제학회지, 제15권 제1호, 지급결제학회, 15면.

2. SEC의 규제 연혁과 동향

가. SEC의 규제 연혁: 발행시장에 대한 규제

가상자산시장이 태동하는 초창기부터 SEC는 가상자산에 대해 증권법(The Securities Act of 1933)과 증권거래법(The Securities Exchange Act of 1934)에 근거한 강력한 규제를 부과할 필요성을 선언하였다. SEC 제이 클레이튼(Jay Clayton) 전 위원장은 2017년 12월 코인 발행(Initial Coin Offering, 이하 'ICO') 붐 당시 ICO가 증권 규제의 예외가 될 수 없다는 성명서를 발표하였고, 2018년 2월 상원 은행·주택·도시 문제 위원회(Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs)에서 "모든 ICO는 증권에 대한 것이라 생각합니다."⁸⁾라고 진술했다.⁹⁾

그러나 SEC가 가상자산시장의 초창기에 발행시장(Primary Market)에 대한 규제에 집중하였고, 유통시장에 대한 규제는 비교적 소홀하여 이미 발행된 토큰의 유통에 대한 규제에 공백이 발생하였다. 초(超) 국가적 가상자산시장의 특성상 싱가포르 등 ICO에 대한 규제가 완화된 국가에서 토큰을 공모하고 미국·미국인을 대상으로 영업하는 가상자산거래소에서 토큰을 거래지원 하여 유통한다면 ICO에 대한 규제를 실질적으로 우회할 수 있는 것이다. SEC는 최근 유통시장에 주목하여 2023년 6월 바이낸스(Binance)¹⁰⁾·코인베이스(Coinbase)¹¹⁾, 11월 크라켄(Kraken)¹²⁾ 가상자산사업자를 미등록 증권의 유통 혐의 등으로 기소하였다. 가상자산이 최초로 전문 이용자에게 모집·매출되는 발행시장에 대한 규제도 중요하지만, 일반 이용자가 가상자산에 실질적으로 접근할 수 있는 유통시장에 대한 규제의 중요성을 부인하기 어렵다. 토큰을 증권으로 판단하여 ICO에 증권 규제를 부과

8) I believe every ICO I've seen is a security.

9) U.S. Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs Hearing(2018.2.6), "Virtual Currencies: The Oversight Role of the U.S. Securities and Exchange Commission and the U.S. Commodity Futures Trading Commission".

10) SEC Press Release(2023.6.5.), "SEC Files 13 Charges Against Binance Entities and Founder Changpeng Zhao".

11) SEC Press Release(2023.6.6.), "SEC Charges Coinbase for Operating as an Unregistered Securities Exchange, Broker, and Clearing Agency".

12) SEC Press Release(2023.11.20.), "SEC Charges Kraken for Operating as an Unregistered Securities Exchange, Broker, Dealer, and Clearing Agency".

하더라도 타 관할권에 기반한 발행 재단이 토큰을 공모하고 이용자가 탈중앙성과 익명성 기반의 블록체인을 통해 이더리움(ETH)을 전송하므로 이를 기술적으로 제한할 수 없다. 가상자산거래소에서의 유통을 금지하면 관할권을 대상으로 영업하는 행위를 실질적으로 규제할 수 있으므로 증권성 판단 기준에 대한 사회적 합의가 시급하다.

나. 최근 SEC의 규제 동향과 난관

SEC 제리 겐슬러(Gary Gensler) 위원장은 2023년 2월 뉴욕 매거진(New York Magazine)과 인터뷰에서 상당수 토큰이 증권으로 분류될 수 있음을 시사하며 비트코인(BTC) 이외의 모든 토큰(Everything other than Bitcoin)이 SEC의 규제 범위에 해당한다고 선언하였다.¹³⁾ 제리 겐슬러 위원장은 2023년 4월 하원 금융서비스 위원회(House of Representatives Committee on Financial Services)에서 “일반적으로 이용자가 이익을 기대하고 밝은 미래를 희망하며 토큰을 매수합니다. 수천 종류의 토큰은 통상 웹사이트와 소셜미디어 계정에서 홍보되며 기업가의 지원을 받습니다. 대중은 일반적으로 투자 수익을 창출하기 위해 토큰 배후에 있는 타인의 노력에 의존하고 있습니다.”¹⁴⁾라고 증언하며 상당수 토큰이 증권이라는 사실을 재확인하였다.¹⁵⁾ SEC는 토큰의 가치를 상승시키기 위해 노력하는 중앙집중적 발행 재단의 존재를 증권의 특성을 추단하게 하는 요소로 해석한다. 이용자가 매수한 토큰의 가치 상승을 위해 발행 재단의 노력에 의존하며, 발행 재단의 성공에 따라 이익을 기대할 수 있기 때문이다. 타인의 노력에 의존하여 이익을 기대하는 투자계약은 증권성을 인정받을 수 있다.

가상자산시장에 대한 규제의 핵심은 증권성을 보유한 토큰을 자본시장법상 증권신고서 등을 제출하지 않고 발행하는 행위와 가상자산거래소에서의 유통 및 내부자거래·시세조

13) New York Magazine(2023.2.23.), “Can Gary Gensler Survive Crypto Winter? D.C.’s top financial cop on Bankman-Fried blowback”.

14) The investing public generally is buying crypto tokens because those investors are anticipating a profit and hoping for a better future. These thousands of tokens often are supported by websites and social media accounts, and generally there are entrepreneurs backing them. The public generally is counting on the efforts of other humans behind these tokens to generate profits on their investment.

15) SEC Testimony(2023.9.27.), “Testimony of Chair Gary Gensler before the United States House of Representatives Committee on Financial Services”.

종·부정거래 등 불공정거래 행위를 금지하는 것이다. 가상자산시장에 자본시장법이 적용되지 않으면 우리나라에서는 토큰을 채권증서로 규율해야 하지만, 증권이나 권리의 귀속과 토큰의 생성·이전·변동과의 일치성을 담보하기 곤란해 이용자 보호에 미흡하다.¹⁶⁾ 증권성에 대한 명확한 기준이 정립되지 않은 상황에서 증권 규제를 부과하기 곤란하고 규제를 회피하고자 하는 발행 재단과 규제를 부과하고자 하는 SEC의 갈등이 장기화되고 있다. 우리나라에서도 테라(Terra)-루나(Luna) 사건에서 검찰이 루나를 증권으로 해석¹⁷⁾하였으나 발행 재단은 이에 반발하는 등 유사한 상황이 반복될 수 있다. 개별 토큰의 증권성과 관련한 소송이 장기간 지속되면 사실상 규제의 공백이 우려된다.

3. 특정 토큰의 증권성 판단례

가. 비트코인

SEC는 Howey Test의 기준을 검토하여 비트코인이 증권이 아니라고 판단하였다.¹⁸⁾ Howey Test는 증권성 판단에서 투자의 기대 수익이 타인의 노력에 주로 의존하는지를 고려하지만, 비트코인은 중앙집중적 발행 재단의 노력에 의존하지 않고 운영되며 가상자산 시장의 수요와 공급에 의해 가치가 결정된다. 그리고 전통적 증권은 기업에 대한 소유권·수익 청구권·의결권 등의 권리를 부여하지만, 비트코인은 이를 제공하지 않는다. 비트코인의 가치는 블록체인 기술 활용·시장의 수요와 공급·이용자의 인식 등에 따라 결정되고 이는 특정한 발행 재단의 경영 성과나 수익에 직접 연결되지 않는다.

비트코인은 컴퓨터 연산을 통한 채굴에 의해서만 발행되고 중앙집중적 발행 재단이 아니라 개발자·채굴자·이용자 등이 참여하는 오픈 소스 커뮤니티를 통해 업데이트된다. 참여자가 비트코인 개선 제안(Bitcoin Improvement Proposals)¹⁹⁾을 커뮤니티에 제출

16) 윤태영 (2021), “블록체인 플랫폼에서의 토큰(token) 거래에 대한 민법상 쟁점”, 외법논집, 제45권 제3호, 한국외국어대학교 법학연구소, 296면.

17) 서울남부지방검찰청 보도자료(2023.4.25.), “테라 프로젝트’ 금융사기 사건 수사결과”.

18) CNBC(2018.6.14.), “Bitcoin and ether are not securities, but some initial coin offerings may be, SEC official says”.

19) 2011년에 도입되었다. Eihan Heilman·Armin Sabouri은 2023년 10월 스마트 계약(Smart Contracts)을 구현할 수 있도록 OP_CAT을 제도입할 것을 제안하였고, 2024년 4월 의안 번호 BIP-347을 부여받는다.

하여 토론·검토를 통해 합의가 성립되면 블록체인에 개선 제안이 구현되는 것이다. 이로 인해 비트코인은 중앙집중적 발행 재단에 의존하지 않고 발전할 수 있다.

SEC가 증권성을 명확히 부인한 토큰(2024년 8월 기준)은 비트코인이 유일하다. 채굴로만 획득할 수 있는 비트코인의 발행에 개입하거나 가치 상승을 위해 노력하는 특정한 집단이 존재하지 않기 때문이다. 비트코인은 CFTC의 규제 대상이며 이에 대해 SEC도 특별한 의미를 제기하지 않는 것으로 보인다. 그러나 가상자산시장이 성장한 현재는 비트코인과 유사하게 탈중앙적으로 운영되는 토큰이 개발되기는 어렵다.

나. 이더리움

SEC 윌리엄 힌만(William Hinman) 전 기업금융국장(Director, Division of Corporation Finance)은 2018년 6월 Yahoo Finance All Markets Summit: Crypto에서 Howey Test의 기준을 충족하지 않는 이더리움은 증권이 아니며 증권법을 통한 규제는 의미가 없다고 선언하였다.²⁰⁾ 이더리움은 투자의 기대 수익이 타인의 노력에 의존하지 않고, 가상자산시장의 수요와 공급에 의해 가치가 결정된다. 이더리움은 기업에 대한 소유권·수익 청구권·의결권 등의 권리를 제공하지 않고, 블록체인 참여자에 의해 운영되는 등 전통적 증권과 상이한 디지털 자산의 성격을 내재한다.

그러나 이더리움은 2022년 9월 작업증명(Proof of Work, 이하 'PoW')²¹⁾ 방식에서 지분증명(Proof of Stake, 이하 'PoS')²²⁾ 방식으로 전환되었다. PoS 방식은 참여자가 블록체인 보안과 트랜잭션 검증에 참여하고, 대가로 보상을 받는 메커니즘이다. PoS 방식은 증권성을 추단할 수 있는 요소로 이더리움의 증권성에 영향을 미칠 수 있으나 증권성을 결정하는 유일한 요소는 아니며, 증권성의 판단에는 운영 방식·이용자의 기대·수익의 근원 등이 종합적으로 고려된다.²³⁾

20) SEC Speech(2018.6.14.), "Digital Asset Transactions: When Howey Met Gary (Plastic)".

21) 채굴자가 경쟁적으로 연산을 수행하여 논스(Nonce) 값을 달성하는 경우 트랜잭션을 생성하는 권한을 부여받는 방식이다.

22) 별도의 연산 과정을 수행하지 않고 다수의 지분을 보유하면 트랜잭션을 생성하는 권한을 부여받는 방식이다.

23) CoinDesk(2022.9.16.), "SEC's Gensler Signals Extra Scrutiny for Proof-of-Stake Cryptocurrencies: Report".

SEC는 PoS 방식으로 발행되는 토큰이 증권법의 적용 대상이라고 시사하였다.²⁴⁾ 중앙 집중적 발행 재단이 가치를 상승시킨다고 보기 곤란한 이더리움이 증권으로 분류되면 실질적으로 비트코인을 제외한 모든 토큰이 증권으로 분류될 수 있다. SEC 거래 컨슬러 위원장은 2023년 3월 PoS 방식의 토큰에서 스테이킹(Staking)에 참여한다면 Howey Test의 요건을 충족하여 증권에 해당할 수 있다고 재확인하였다.²⁵⁾ 참여자가 블록체인 보안과 트랜잭션 검증에 기여하고 보상을 받기에 ① 참여자가 스테이킹을 위해 토큰을 매수하여 예치(금전 투자), ② 스테이킹 참여자는 공동으로 트랜잭션 검증에 기여(공동사업), ③ 스테이킹을 통해 보상을 획득하고 이로 인해 토큰의 가치가 상승(투자 이익의 기대), ④ 스테이킹 과정에서 다른 참여자의 노력에 의존하여 이익 발생(타인의 노력으로 인한 이익) 등의 요건을 충족할 수 있다. 그러나 SEC가 2024년 5월 이더리움 현물 ETF를 승인하고, 6월 이더리움의 증권성에 대한 조사를 중단하여 상품으로 인정받을 개연성도 있다.²⁶⁾

다. 테더 등 스테이블 코인

스테이블 코인(Stablecoin)은 가치가 안정적인 자산(법정화폐·금 등)에 연동되어 가치의 변동성이 낮은 디지털 자산이다. 테더(Tether, USDT)는 미국 달러(USD)와 1:1 비율로 연동되어 가상자산거래소에서 주요 거래 쌍(Pair)의 기본 통화로 사용되며, 가상자산과 전통적 금융 시스템을 연결하여 광범위하게 통용되는 스테이블 코인이다. 테더는 법정화폐인 미국 달러를 기준으로 가치가 결정되므로 전통적 증권의 개념과는 다소 상이하지만 SEC 등 규제기관이 테더의 증권성에 대해 구체적인 견해를 제시한 바는 없는 것으로 보인다.

스테이블 코인은 전통적 증권과는 다른 특성을 내재하지만, SEC 거래 컨슬러 위원장의 발언에 따르면 신세틱스(SNX) 등 증권에 기반한 가치를 보유한 스테이블 코인은 증권법의 적용 대상이 될 수 있다.²⁷⁾ 주식·채권·상품 등에 기반한 스테이블 코인은 해당 자산의

24) Wall Street Journal(2022.9.15.), "Ether's New 'Staking' Model Could Draw SEC Attention".

25) CoinTelegraph(2023.3.15.), "Gensler suggests staking token operators should 'seek to come into compliance'".

26) CoinTelegraph(2024.6.20.), "SEC drops Ethereum investigation to avoid 'embarrassing' court case".

27) CoinDesk(2021.7.22.), "SEC Chair Hints Some Stablecoins Are Securities".

가치 변동에 따라 가격이 결정되고 이용자가 가상자산시장에서 전통적 금융자산을 통해 이익을 획득할 수 있는 기회를 제공하므로 증권성을 인정할 여지가 있다. 그러나 스테이블 코인은 투자 수단보다 가치 저장 수단으로 기능하므로 증권성 여부와 무관하게 유럽연합의 MiCA가 주목하는 것과 같이 발행 재단의 투명성·건전성과 지급 준비율 등과 관련하여 강화된 이용자 보호가 요구된다.

라. 에이다·매틱·마나 등 기타 토큰

SEC는 바이낸스·코인베이스·크라켄 가상자산사업자를 기소하며 토큰 발전을 위한 중앙집중적 발행 재단의 노력에 주목하여 증권성을 판단하고 있다. 가상자산시장의 기축 통화로 시가총액이 1.22조 달러²⁸⁾인 비트코인은 이용자의 자발적 제안과 토큰으로 개선될 수 있으나 투자자 수가 적은 토큰은 중앙집중적 발행 재단의 역량이 토큰 발전에 핵심적이다. SEC의 해석을 고려하면 유틸리티성을 내재한 토큰이 다수 이용자를 모집하여 탈중앙적으로 운영되면 증권성이 부인될 수 있다. 그러나 탈중앙적 운영을 위해 중앙집중적 발행 재단이 토큰의 가치 상승에 대한 비전을 제시하여 다수 이용자를 모집해야 하므로 토큰의 증권성을 부인하기 어렵고 이를 힌만의 역설(Paradox of Hinman)이라 한다.²⁹⁾

Charles Hoskinson·Jeremy Wood가 개발한 에이다(ADA)의 블록체인 프로토콜은 Ouroboros로 지칭되는 PoS 방식으로 구현된다. 에이다는 카르다노(Cardano) 플랫폼에서 사용되며 법적 대표자인 카르다노 재단(The Cardano Foundation)과 카르다노 블록체인에 대한 디자인·구현·유지를 담당하는 IOHK(Input Output), 플랫폼의 기능을 발전시키고 상업적 기능을 향상시키는 에뮤고(Emurgo)가 운영하고 있다. 즉, 카르다노 재단은 에이다에 대한 감독과 기능 개선, IOHK는 기술 개발, 에뮤고는 상업적 이익 추구를 목적으로 한다. 카르다노 재단·IOHK·에뮤고가 홍보한 정보 등을 종합하면 에이다는 투자 수단이고 카르다노 플랫폼이 발전하며 시세 상승을 기대할 수 있다. IOHK·에뮤고는 트위터³⁰⁾ 등 소셜미디어를 통해 블록체인 네트워크를 발전시키고 카르다노 프로토콜을

28) 2024년 7월 말 기준.

29) James J. Park (2018), "When Are Tokens Securities? Some Questions from the Perplexed", Harvard Law School Forum on Corporate Governance, Harvard Law School.

개선하며 이용자를 지속적으로 유인하였다. IOHK는 2021년 9월 스마트 계약을 도입하여 블록체인 프로토콜에 대한 추가적 수요를 촉진할 수 있고, 2022년 11월 혁신을 촉진하고 신기능을 도입하기 위해 노력할 것이며, 에이다가 30개 이상의 가상자산거래소에서 거래지원 중인 상황에서 카르다노 블록체인의 발전을 위해 노력할 것임을 시사하였다.

매틱(MATIC)³¹⁾은 Jaynti Kanari · Sandeep Nailwal · Anurag Arjun이 개발한 폴리곤(Polygon) 블록체인의 네이티브 토큰이다. 백서(Whitepaper)에 폴리곤 재단의 노력을 통해 이익을 획득할 수 있다고 기재하였으며, Sandeep Nailwal은 2021년 2월 매틱을 슬럼프를 극복하고 챔피언에 등극한 격투기 선수 Dustin Poirier에 비교하며 시세가 상승할 것이라 주장하였고, Mihailo Bjelic는 2022년 5월 CNBC와의 인터뷰³²⁾에서 플랫폼 발전을 위해 폴리곤 재단이 열정적으로 헌신할 것임을 홍보하였다.³³⁾ 폴리곤 재단은 2022년 1월 960만 토큰을 소각(Burn)하며 디플레이션 효과(Deflationary Effect)를 통해 매틱의 시세가 상승할 수 있음을 암시하기도 하였다.

마나(MANA)는 Ariel Meilich · Esteban Ordano · Manuel Araoz · Yemel Jardi가 개발한 가상세계 플랫폼인 디센트럴랜드(Decentraland)에서 지급결제 수단 등으로 사용된다. 디센트럴랜드 재단은 이용자에게 마나를 투자상품으로 취급하도록 유도하였고, 재단의 노력으로 프로토콜이 발전하면 마나의 가치가 상승할 것이라고 역설하였다. 백서는 가상세계 플랫폼에서의 건축물 등이 디센트럴랜드의 성장을 촉진할 수 있다고 주장하며, 소각 가능성을 제시하기도 하였다.³⁴⁾

30) 2023년 7월 엑스(X)로 명칭을 변경하였다.

31) 2021년 2월 폴리곤(Polygon)으로 토큰명을 변경하였다.

32) Youtube(2022.5.25.), "CNBC Fireside Chat: Mihailo Bjelic, Co-Founder, Polygon".

33) "we are as a team very, very committed, we have a very hands on approach with all the projects out there, we are working around the clock on adoption and that is why we are currently the most adopted scaling infrastructure platform."

34) SEC Complaint(2023.6.5.), "SEC v. BINANCE HOLDINGS LIMITED, BAM TRADING SERVICES INC., BAM MANAGEMENT US HOLDINGS INC., AND CHANGPENG ZHAO."; SEC Complaint(2023.6.6.), "SEC v. COINBASE, INC. AND COINBASE GLOBAL, INC.".

Ⅲ. 가상자산시장의 건전성 제고를 위한 규제 방향

1. 미국의 Howey Test와 우리나라의 투자계약증권

SEC는 ICO에 주목한 가상자산시장에 대한 규제 초기부터 Howey Test에 기반하여 증권성을 판단하였다.³⁵⁾ 코인베이스 가상자산사업자가 2022년 7월 SEC에게 가상자산시장을 규율하는 특별한 규제 수단의 도입을 청원하였으나, SEC는 2023년 12월 전통적 증권법 체계로 규율이 가능하다는 이유로 거부하였다.³⁶⁾ 토큰을 증권으로 해석한다면 별도의 법체계를 도입할 필요가 없으나, 증권법 제정 당시 예상하지 못한 토큰을 투자계약증권 개념에 포섭하는 과정이 요구된다. SEC는 1946년 미국 대법원이 제시한 Howey Test를 적용하여 증권성을 판단할 수 있기에 가상자산시장에 적용할 별도의 기준을 도입할 필요가 없다고 선언하였다. 가상자산시장에 별도의 규제를 도입하면 SEC가 규제의 주도권을 상실할 수 있다는 우려가 일정 부분 영향을 미친 것으로 보인다. 그리고 장기간의 논의를 통해 형성된 강력한 증권 규제가 아닌 새로운 규제를 도입하는 과정에서 규제의 공백으로 이용자 피해가 발생할 수도 있다. 가상자산시장에 대한 규제가 시급한 상황에서 추가적 논의가 진행되며 규제가 지연되는 것은 곤란하다는 인식이 반영된 것이다. 미국에서는 토큰의 증권성 여부에 따라 SEC와 CFTC로 규제기관이 상이하여 증권성 판단이 필수적이지만 우리나라에서는 금융당국의 소관이므로 동일한 규제를 부과하면 증권성 판단 기준이 정립될 때까지 일관적 규제를 통해 규제의 공백을 해소할 수 있어 유리한 환경이다.

35) 원대성 (2023), “한국의 디지털자산법 제정방안에 관한 연구”, 연세대학교 박사학위논문, 연세대학교, 33면.

36) SEC Statement(2023.12.15.), “Statement on the Denial of a Rulemaking Petition Submitted on behalf of Coinbase Global, Inc.”.

가. 우리나라의 증권성 판단 기준과 이용자 보호

미국에서는 이익 분배를 직접·법적으로 요구할 수 있는 이익귀속형과 발행 재단의 노력에 의해 전매 과정에서 이익이 발생할 수 있으나 이익 분배를 직접·법적으로 요구할 수 없는 전매차익형을 모두 투자계약증권으로 인정한다. 그러나 우리나라에서는 이익귀속형만을 투자계약증권으로 인정³⁷⁾한다고 해석할 여지가 있어 증권성이 인정되는 토큰의 범위가 제한적일 수 있다. 이는 미국이 시장의 건전성 유지와 이용자 보호에 주목하는 정책적 고려로 증권의 유형화에 집중하지 않으나 우리나라는 시장의 발전에 주목하여 증권의 유형화에 집중하기 때문으로 볼 수 있다.³⁸⁾ 우리나라에서 전매차익형 토큰이 투자계약증권에 해당한다면 비트코인을 제외하고 중앙집중적 발행 재단이 토큰의 가치 상승을 위해 노력하는 모든 토큰에 증권성이 인정될 수 있다. 증권 규제를 회피하고자 백서 등을 통해 이익귀속형 토큰이 아니라고 선언하는 발행 재단의 해석에 따르면 이익귀속형 토큰은 종류가 제한적³⁹⁾일 수 있으나 상당수 토큰이 스테이킹 등의 방식으로 예치하여 수익을 획득할 수 있는 권리를 보장하므로 증권성을 인정할 여지가 있다. 실무적으로도 SEC가 증권성을 인정한 토큰을 우리나라 금융당국이 증권으로 분류하지 않는다면 미국에 비해 시장의 건전성 유지와 이용자 보호 수준이 완화되므로 증권성 판단 기준은 유사하게 정립되어야 한다. 그러나 SEC가 증권성을 인정한 토큰을 토큰 증권으로 판단하는 방식으로 SEC의 분류 기준을 적용할 수도 있으나 우리나라 가상자산거래소에서만 거래지원 중인 김치 코인을 고려하면 우리나라 금융당국이 해외 금융당국에서 판단하지 않은 토큰을 심사할 수도 있기에 독자적 판단 기준을 수립할 필요도 있다. 특히 김치 코인은 검증이 소홀하여 이용자 보호에 취약하므로 강화된 규제가 요구된다.

37) 이정수 (2023), "가상자산의 증권성 판단기준 - 서울남부지방법원 2020.3.25. 선고 2019가단225099 판결 -", 상사판례연구, 제36권 제2호, 한국상사판례학회, 151면.

38) 김자봉 (2018), "비트코인은 증권인가? — 증권에 대한 정의와 투자자보호 —", 증권법연구, 제19권 제2호, 한국증권법학회, 190면.

39) 전우정 (2023), "가상자산의 증권성에 관한 小考 - 테라·루나 사건을 중심으로 -", 법조, 제72권 제4호, 법조협회, 381면.

나. 우리나라의 투자계약증권

투자계약증권은 특정 이용자 본인이 타인과의 공동사업에 금전 등을 투자하고 주로 타인이 수행한 공동사업의 결과에 따른 손익을 귀속 받는 계약상의 권리가 표시된 것(자본시장법 §46)이다. 금융위원회는 2014년 유권해석(일련번호 140015)을 통해 투자계약증권의 기준으로 ① 투자자의 이익 획득 목적, ② 금전 등의 투자, ③ 주로 타인이 수행하는 공동사업에 투자, ④ 원본까지만 손실 발생 가능성, ⑤ 지분증권·채무증권·집합투자증권 등 정형적인 증권에 해당하지 않는 비정형증권을 제시하였으나 이는 자본시장법의 기준을 단순히 나열한 것에 불과해 실무에 참고하기는 어렵다. 투자계약증권의 기준은 2022년 4월까지 강화상의 논의였으나, 증권선물위원회가 뮤직카우의 음악 저작권료 참여 청구권에 대하여 투자계약증권으로서 증권성을 인정하며 논의가 본격화되었다.⁴⁰⁾ 증권선물위원회는 2022년 11월 조각 투자와 관련한 사안이지만 투자자의 수익에 사업자의 전문성이나 사업 활동이 중요한 영향을 미치면 증권에 해당할 수 있다고 의결⁴¹⁾하여 토큰에서도 중앙 집중적 발행 재단이 토큰의 가치 상승에 기여하는 경우 증권성의 판단 근거가 될 수 있을 것으로 보인다. 금융당국은 2023년 1월 증권을 음식으로 증권의 발행 형태를 그릇으로 비교하여 발행 형태와 무관하게 증권성을 충족하면 증권 규제를 부과할 것이라 선언하며 토큰 증권에 대한 기준을 제시하였다.⁴²⁾ 그러나 검찰이 테라-루나 사건에서 자본시장법상 부정거래 혐의를 적용하기 위해 루나의 증권성을 인정한 것 이외에 금융당국이 특정 토큰의 증권성을 인정한 사례는 발견되지 않는다.

우리나라에서 토큰을 유틸리티성과 증권성을 기준으로 분류하여 증권성을 보유하는 토큰을 투자계약증권으로 해석하는 접근법이 제시⁴³⁾되고 있으나, 상당수 토큰은 유틸리티성과 증권성을 모두 내재하므로 명확히 분류할 수 없는 문제가 있다. 유틸리티성을 내재하여 지급결제 수단으로 사용되지만, 동시에 증권성을 보유하여 투자 수단으로도 기능하는

40) 금융위원회 보도자료(2022.4.20.), “저작권료 참여청구권의 증권성 여부 판단 및 (주)뮤직카우에 대한 조치”.

41) 금융위원회 보도자료(2022.11.29.), “조각투자 시장의 규율을 지속적으로 확립해 나가겠습니다.”.

42) 금융위원회 보도자료(2023.2.6.), “토큰 증권(Security Token) 발행·유통 규율체계 정비방안 - 자본시장법 규율 내에서 STO를 허용하겠습니다. -”.

43) 권오훈·김병연 (2021), “가상자산의 법적 성질 - 미국과 한국의 증권규제를 중심으로 -”, 상사판례연구, 제34권 제3호, 한국상사판례학회, 412면.

토큰으로 바이낸스 가상자산거래소의 거래소 토큰인 바이낸스 코인(Binance Coin, 이하 'BNB')을 제시할 수 있다. 바이낸스 가상자산거래소의 이용자는 토큰의 거래 중개 수수료를 할인받기 위해 BNB를 사용하며, BNB는 거래·서비스에 대한 비용을 절감하는 수단이므로 유틸리티성을 내재한다. 그리고 바이낸스 가상자산사업자는 BNB를 정기적으로 소각하므로 공급이 감소하고 잠재적으로 가치가 상승하여 이용자에게 BNB의 가치 상승을 기대하게 하고 투자 수단으로 BNB를 보유하게 하는 동기를 제공하므로 증권성을 보유한다. 바이낸스 가상자산사업자는 BNB를 매수하는 것을 성공적인 가상자산 거래 플랫폼을 구축하려는 노력에 대한 투자로 홍보하였고 백서에 가상자산 금융의 미래를 선도하는 세계적인 수준의 가상자산거래소를 구현하여 BNB를 거래소 토큰으로 사용하겠다고 기재하였으며 SEC는 이를 토대로 증권성을 인정하였다. 그러나 바이낸스 가상자산사업자는 BNB가 플랫폼 내부 경제에 사용되는 토큰으로 유틸리티성을 내재하며, 이용자에 의해 가치가 발생하므로 증권성을 부인하였다.⁴⁴⁾

증권성을 보유하는 토큰은 증권 규제가 적용되기에 명확한 분류 기준이 요구되지만 다양한 형태의 토큰에 대해 단일한 판단 기준을 수립하기에는 한계가 있다. 토큰의 유틸리티성(지급결제 등에 사용되는 기능)과 증권성(수익 청구 등의 근거)을 기준으로 분류하는 접근법은 단순하고 직관적일 수 있으나, 상당수 토큰은 2가지 특성을 모두 내재하므로 모호한 측면이 있다. 발행 재단은 특정 플랫폼에서 사용되는 토큰의 기능을 발전시키며 가치 상승을 도모하기 때문이다. 토큰 증권과 기타 토큰의 구분과 관련하여 SEC는 증권성에 주목하여 상당수 토큰을 증권으로 분류하는 방안을 제시한 것으로 보인다. 우리나라에서도 자본시장법에 대한 논의를 통해 토큰에 유틸리티성이 내재하더라도 증권성이 발견된다면 원칙적으로 토큰 증권으로 분류하고, 전체 토큰의 구조에서 증권성이 무시할 수 있을 정도로 경미하다면 예외적으로 기타 토큰으로 분류해야 할 것이다.

44) Binance Square(2023.6.8.), "Latest Statement Release By Binance Regarding SEC Lawsuit".

2. 토큰 이용자 보호를 위한 대안

토큰에 증권 규제를 부과한다면 증권법에 근거해 시장의 건전성 유지와 이용자 보호를 도모할 수 있으므로 증권성을 명확히 부인할 수 있는 경우가 아니면 증권으로 판단하는 방안을 고려할 수 있다. 그러나 특정 토큰의 증권성을 인정하는 기준이 정립되지 않은 상황에서 증권으로 지목된 토큰의 발행 재단이 반발하며 금융당국이 가상자산시장의 공정성과 건전성 제고를 목적으로 접근하는 초창기에 규제의 실효성에 의문이 제기될 수 있다. 토큰의 증권성에 대한 논의를 지속하되 이로 인해 규제가 지연되지 않도록 토큰 발행 시 증권 신고서와 유사하게 토큰신고서 등을 제출하도록 하여 최소한의 이용자 보호를 도모할 필요가 있다. 증권성을 판단하고 규제를 준수할 의무를 부담하는 토큰의 발행 재단이 자사 발행 토큰이 증권이 아니라는 사실을 확약하는 경우 금융당국의 가이드라인과 무관하게 잠정적으로 증권성을 부인하여 토큰신고서로 대체하도록 하되 토큰신고서에 대한 규제를 증권신고서와 유사하게 부과하여 규제 차익을 차단할 수 있다.

가. 모호한 토큰에 대해 증권으로 분류

토큰의 증권성이 모호한 경우 시장의 건전성 유지와 이용자 보호를 위해 증권으로 분류하는 방안을 고려해야 한다. 상당수 토큰은 ① 중앙집중적 발행 재단이 ICO를 통해 자금을 조달(금전 투자)하고, ② 이용자는 발행 재단의 토큰 개선 프로젝트에 참여(공동사업)하며, ③ 토큰의 가치 상승을 기대(투자 이익의 기대)하고, ④ 발행 재단의 노력에 의한 가치 상승(타인의 노력으로 인한 이익)을 기대할 수 있기에 증권성을 인정할 수 있다. 발행 재단은 토큰을 자사 생태계에서 지급결제 수단으로 사용하도록 하여 유틸리티성을 구현하고 이를 토대로 증권 규제를 회피하기 위해 증권성을 부정하는 경향이 있다. 그러나 토큰이 유틸리티성과 증권성을 동시에 내재하고, 중앙집중적 발행 재단의 권한이 강하다면 증권으로 인정될 수도 있다.

모호한 경우 토큰을 증권으로 분류한다면 기존의 증권 규제를 통해 정확한 정보를 제공(공시의무 등)하며 공정한 투자 환경을 조성(불공정거래 행위 금지의무 등)하고 법적 불확실성을 제거하여 발행 재단이 규제 환경을 명확하게 이해하고 준수하도록 할 수 있다. 그

러나 SEC의 시도가 가상자산시장의 도전을 받는 상황에서 볼 수 있듯 법체계와 정합성이 부족하고 과도한 규제는 혁신을 억제하며 신기술과 비즈니스 모델의 개발을 저해하고 시장 진입 장벽을 높일 수 있다.

나. 기타 토큰에 대해 토큰신고서 제도 도입

SEC는 토큰이 투자계약증권으로 판단되면 증권사기에 대한 법리를 적용한다.⁴⁵⁾ 증권사기의 요건인 미국 증권거래법 §10(b) 및 SEC Rule 10b-5의 조작적 또는 사기적 수단(Manipulative or Deceptive Devices)을 사용(Employment)한 것인지 검토하기 위한 전제로 토큰의 증권성이 인정되어야 한다. 토큰 증권과 기타 토큰에 상이한 규제체계를 적용한다면 발행 재단에 증권 규제를 우회하기 위해 토큰의 증권성을 부인할 유인을 제공하므로 토큰의 증권성에 대한 논란이 해소되기 이전까지 증권성과 무관한 일관적 규제체계를 도입할 필요가 있다.

토큰을 가급적 증권으로 분류하는 방안은 우리나라와 미국의 법체계가 상이하므로 법적 정합성이 부족할 수 있고, 금융당국⁴⁶⁾이 토큰 증권과 기타 토큰을 모두 규제하는 우리나라에서 실무적 의미도 미미하다. 가상자산에 대한 발행·공시·유통을 규제하는 2단계 입법에서도 가상자산 이용자 보호법과 동일하게 토큰 증권과 기타 토큰을 구분하지 동일한 규제를 부과하는 방향으로 접근할 필요가 있다. 가상자산법에 대한 논의가 심화되며 기타 토큰의 발행에 대해서도 증권신고서와 유사한 토큰신고서를 제출하도록 하는 방안을 고려할 수 있다. SEC가 비트코인을 제외한 모든 토큰이 증권에 해당할 수 있다고 선언하였기에 토큰의 발행 재단이 대형 가상자산거래소에 거래지원을 신청할 것을 고려한다면 발행 과정에서 SEC에 증권신고서(Registration Statement)를 제출할 것이며, 이를 우리나라 금융당국에 제출해야 하는 토큰신고서에 같음할 수도 있다. 그러나 우리나라에서만 유통되는 김치 코인은 발행 재단이 별도의 토큰신고서를 제출해야 하며, 김치 코인에서 이용자 피해가 다수 발생한 사실을 고려하면 면밀히 심사할 필요가 있다.

45) SEC Press Release(2023.5.30.), "Former Coinbase Manager and His Brother Agree to Settle Insider Trading Charges Relating to Crypto Asset Securities".

46) 동일 기관이 토큰 증권과 기타 토큰을 모두 규제한다.

3. 일관적 규제 기준 설정을 통한 규제 차익의 해소

증권성에 대한 기준이 명확히 확립되지 않은 상황에서 토큰 증권과 기타 토큰에 상이한 규제체계를 적용하여 규제 차익이 발생한다면 토큰의 발행 재단은 자사의 토큰이 완화된 규제를 부과받는 기타 토큰에 해당한다고 주장하며 자사에 유리하도록 증권성을 부인할 수 있다. SEC가 바이낸스·코인베이스·크라켄 가상자산사업자를 기소하며 증권성을 보유한 토큰을 지목하자 발행 재단은 자사가 발행한 토큰의 증권성을 부인하였다.

토큰 증권과 기타 토큰을 구분할 필요성은 존재하지만, 초기 단계에서는 증권성에 대한 논란으로 발생할 수 있는 규제 차익을 해소하여 소모적 논란을 방지하고 효율적인 규제 집행이 가능하도록 유사한 규제체계를 적용하는 것이 바람직하다. 가상자산 이용자 보호법도 불공정거래 행위에 대해 자본시장법과 유사한 행위 양태를 금지⁴⁷⁾하므로 증권성에 대한 논란이 발생하지는 않을 것이다. 이는 규제의 일관성을 유지하고, 규제 차익의 발생 가능성을 감소시킬 수 있다.

별도의 기관이 토큰 증권과 기타 토큰을 규제한다면 규제기관 간 권한의 다툼⁴⁸⁾과 해석의 충돌로 논란이 발생할 수 있기에 일관적 규제 기준을 설정하기 위해 토큰 증권과 기타 토큰을 분류하고 규제하는 단일 기관이 요구된다. 그리고 불명확한 기준은 지속적인 법적 분쟁을 초래할 수 있고 모호한 기준으로 인해 발행 재단의 증권성 판단에 의도하지 않은 오류가 발생할 수 있기에 가상자산시장 참여자의 수용성을 제고할 수 있는 명확한 기준을 합의해야 한다. 발행 재단이 특정 토큰의 증권성을 판단할 책임을 부담하지만 이를 금융당국이 조사하여 증권 규제를 위반한 사실이 발견되면 제재 대상이다. 금융당국의 조치에 발행 재단이 불복⁴⁹⁾한다면 법원에서 증권성을 판단해야 하며, 이는 발행 재단과 이용자 모두에게 불확실성을 증가시킨다. 가상자산시장 참여자 간 논쟁으로 갈등이 장기화되면 규제의 일관성과 공정성에 부정적 영향을 미칠 수 있기에 규제기관은 토큰의 기능·목적을 기반으로 명확하고 공정한 기준을 확립해야 한다. 그러나 기준이 확립되기 이전에는 규제 차익을 최소화하여 토큰 경제의 건전한 발전과 시장의 신뢰를 유지해야 한다.

47) 가상자산 이용자 보호법은 시장질서 교란행위를 금지하지는 않기에 일부 상이하다.

48) 규제기관은 권한을 확장하기 위해 특정 토큰을 자신의 규제 영역에 포함하려는 경향이 있다.

49) 금융당국의 증권성 판단 자체를 반박하거나 자사의 오류에 고의가 없었다고 주장할 수 있다.

4. 기후 변화와 PoS 방식 토큰의 일반화

PoS 방식 토큰은 이용자가 보유량에 비례해 트랜잭션 검증에 영향력을 행사할 수 있어 중앙집중적 특성을 내재한다. 이용자는 보유한 토큰을 스테이킹하고 다른 이용자와 협력하여 블록체인의 운영과 유지에 직접 기여하며 블록체인의 성공에 따라 보상을 획득함으로써 토큰의 가치를 상승시킬 수 있다. 이로 인해 PoS 방식 토큰은 증권성이 인정될 가능성이 높다. 그러나 PoW 방식 토큰은 채굴 과정이 금전 투자보다는 에너지 소비와 관련되어 있고, 이용자는 상호 협력하기보다 개별적으로 채굴 작업을 수행하여 타인의 노력에 의존하지 않기에 탈중앙적 특성을 내재한다. 이로 인해 PoW 방식 토큰은 증권성이 인정될 가능성이 낮다. PoW와 PoS 방식의 특성·개별 토큰의 성질·운영 방식 등을 검토하여 토큰의 증권성이 결정될 것이다.

ESG가 주목받으며 탄소 발자국(Carbon Footprint)을 수반하는 PoW 방식은 기후 변화와 관련된 환경적 우려로 논란이 되고 있다. 이로 인해 PoS 방식 등의 친환경적 대안으로 전환하려는 움직임이 있으나 다수 토큰을 보유한 이용자가 토큰 생태계에서 과도한 권한을 보유하며 중앙집중적으로 운영될 수 있다는 우려로 PoW 방식 토큰이 완전히 대체될 것이라고 단언하기는 어렵다. 기후 변화로 인한 지속 가능성의 우려는 있지만, 비트코인·라이트코인(LTC)·모네로(XMR) 등 PoW 방식 토큰은 현재도 광범위하게 사용되고 있다.

SEC는 다량의 에너지 소비를 수반하여 기후 변화에 부정적인 PoW 방식 토큰의 발행·유통에 대응하기 위한 명확한 지침을 현재 공개하지 않았다. 그러나 기후 변화에 주목하고 있는 SEC가 향후 PoS 방식 토큰에 대한 발행·유통만을 허용하는 등 규제 정책에 영향을 미칠 가능성은 있다. PoS 방식 토큰은 증권성을 보유하기에 토큰에 증권 규제를 부과하려는 SEC의 정책 방향과도 부합한다.

IV. 규제에 대한 도전과 해결 방안

가상자산시장이 가상자산거래소를 중심으로 발전하고 있는 상황에서 가상자산사업자의 기득권 등을 부정하고 증권법을 기계적으로 적용하기는 어렵다. 토큰 증권을 유통하는 가상자산거래소의 지위를 잠정적으로 인정하고, 시장의 건전성 유지와 이용자 보호를 위해 가상자산거래소를 중심으로 증권 규제와 동일한 가상자산 규제를 부과할 필요가 있다. 가상자산의 탈중앙성과 익명성으로 가상자산 자체와 발행 재단에 대한 세밀하고 정교한 규제가 불가능하므로 게이트 키퍼인 가상자산사업자를 규제하는 방식으로 접근하는 것이다.

1. 탈중앙화거래소에 대한 조사의 곤란과 규제의 불요

중앙화거래소(Centralized Exchange, 이하 'CEX')와 다르게 거래를 중개하는 운영자들이 존재하지 않고 P2P(Peer to Peer) 방식으로 스마트 계약에 의해 거래가 성립⁵⁰⁾되는 유니스왑(UniSwap)·스시스왑(SushiSwap)·팬케이크스왑(PancakeSwap) 등 탈중앙화거래소(Decentralized Exchange, 이하 'DEX')는 규제할 수 있는 방안이 명확하지 않다. DEX의 특성상 증권법 위반에 가담한 가상자산사업자를 특정하여 제재하기 어렵기에 토큰 증권을 무분별하게 거래지원 하여 증권 규제를 잠탈하는 위법 사실이 발견되어도 거래지원 종료를 강제하는 것은 물론 시정명령을 부과하는 것도 곤란하다. DEX 웹사이트로의 접근을 차단하는 방식 등을 고려할 수도 있으나, VPN 등 우회 수단이 존재하므로 특별히 대안이 되기 어렵다. 그러나 시세 차익을 위해 토큰을 매수하는 이용자에게 시세 상승이 제한적⁵¹⁾인 DEX 외에서 거래될 수 없는 토큰은 매수의 유인이 미미하기에 DEX에 대한 규제 필요성에 의문이 제기된다. DEX에서 거래지원 하는 토큰의 발행 재단이 규제를 준수하지 않는다면 CEX에서는 거래지원을 거부할 것이므로 매수한 토큰을 DEX 계정이나 개인의 메타마스크(Metamask) 지갑 등에 보관하고 DEX에서나 장외(Over the

50) 권혁준·임민수·김협 (2021), "탈중앙화 가상자산거래소(DEX)의 성장 가능성 및 한계점 -중국 가상자산 규제 및 특정금융정보법 발효를 중심으로-", 지급결제학회지, 제13권 제2호, 지급결제학회, 4면.

51) 바이낸스·업비트 등 대형 가상자산거래소의 거래지원은 시세 상승에 유리하다. 가상자산 이용자는 대형 가상자산거래소에 거래지원이 개시되는 것을 호재로 인식한다.

Counter)거래 방식으로 매도하여 현금화하는 번거로운 절차가 요구된다. 그리고 DEX는 오더 북(Order Book) 등을 제공하지 않는 복잡한 인터페이스를 구현하며 거래량의 부족으로 주문 체결이 지연되어 슬리피지(Slippage)가 발생할 수도 있다. 이를 고려하면 일반 이용자가 아니라 자기 책임의 원칙을 수정할 필요가 없는 전문 이용자 중심으로 거래에 참여하기에 규제의 실효성에 의문이 제기되는 DEX에 대한 규제 필요성도 미미하고, CEX를 중심으로 규제하는 것이 타당하다.

2. 기존 가상자산사업자의 저항과 타협

가. 가상자산사업자와 금융당국의 갈등

토큰이 증권으로 분류된다면 기존 가상자산거래소에서 토큰 증권의 거래지원이 종료되어야 한다. 우리나라에서는 관련된 문제가 본격적으로 부각되지 않았으나 미국에서는 SEC가 바이낸스·코인베이스·크라켄 가상자산사업자를 기소하는 등 갈등이 지속되고 있다. 가상자산이 확산되기 시작한 초창기에 토큰의 증권성 판단 기준을 정립하여 규제를 부과하였다면 가상자산거래소에서의 유통을 금지할 수 있었을 것이지만 현재 가상자산사업자의 경제적 지위 등을 고려하면 토큰 증권에 대한 유통을 금지하는 방식만으로 접근하기는 곤란하다. 법·정책적으로 규제의 당위성이 인정되더라도 가상자산사업자가 소송을 제기하여 논란이 장기간 지속된다면 실효적 규제가 어렵기에 일정한 타협이 요구되는 것이다.

증권성이 인정되는 토큰을 일괄적으로 거래지원 종료하도록 한다면 가상자산거래소의 수익의 상당 부분을 차지하는 거래 중개 수수료 수익이 감소할 수 있으므로 기존 가상자산사업자의 저항이 예상된다. 디지털자산거래소 공동협의체(DAXA)는 증권성이 있는 토큰을 거래지원 하지 않는다고 발표⁵²⁾하였으나 기준이 합의되지 않은 상황에서 가상자산사업자의 공정하고 중립적 판단을 기대하기 어렵다. 에이다·메틱·마나 등을 유통하는 바이낸스·코인베이스·크라켄 가상자산사업자는 SEC가 아닌 발행 재단의 의견에 따라 증권성을 판단하는 것으로 보이며 우리나라의 두나무·빗썸·코인원 가상자산사업자 등도 유사하다. 발행 재단이 자사 토큰의 증권성을 인정할 이유가 없으므로 가상자산사업자도

52) DAXA 보도자료(2023.2.1.), “증권성 토큰 보도 관련 설명”.

이에 따라 토큰의 증권성을 부인하고 거래지원 하는 것이다. 금융당국이 증권성을 인정하였음에도 발행 재단의 해석에 전적으로 의존한다면 토큰 증권을 유통하지 않는다는 자율 규제는 의미가 없다.

가상자산시장이 태동하던 초창기에 규제를 시급하게 도입하여 증권성이 인정되는 토큰을 한국거래소 디지털증권시장 등에서 거래하도록 규제하는 방향이 타당하였을 수도 있다. 그러나 규제가 지연되며 성장한 가상자산거래소를 통한 가상자산 거래금액이 전통적 주식시장에 비견될 수 있는 상황⁵³⁾이므로 가상자산거래소에서 토큰 증권의 거래지원을 일괄적으로 중단하도록 하는 방식으로의 대응은 어렵다. 이상적으로는 가상자산거래소에서의 거래지원을 즉시 중단하고 한국거래소 디지털증권시장에서만 거래하도록 해야 하지만 세계적 전례가 없고 경제 시스템의 일부로 기능하는 가상자산 산업 전반을 위축시킬 수 있다. 현실적으로도 금융당국이 가상자산거래소를 폐쇄하기 위한 조치에 착수해도 가상자산 사업자의 반발로 갈등이 장기화될 것이기에 선택하기 어려운 방안이다.

나. 혁신금융서비스로 지정하여 규제의 특례 인정

SEC의 분류 기준을 참고하여 토큰 증권으로 분류하되 유통에 대한 규제만 완화하여 가상자산거래소에서 거래를 허용하는 대안을 고려할 수 있다. 투자계약증권에 대해 증권 규제를 제한적으로 부과하는 자본시장법 §4① 단서 조항을 삭제할 필요가 있다.⁵³⁾ 이를 통해 토큰 증권을 자본시장법 체계로 전면 규율하며 가상자산거래소에서 유통될 수 있도록 혁신금융서비스로 지정하여 무허가 시장개설 금지의무(자본시장법 §373)에 대한 특례를 부여하는 것이다. 가상자산거래소에서 토큰 증권의 유통을 허용하되 증권신고서 제출의무와 공시의무 등에는 특례를 부여하지 않는 방식으로 이용자 보호와 가상자산사업자에 대한 기득권 존중을 조율할 수 있다. 가상자산거래소에서의 토큰 증권 유통을 전면 금지하기 어렵기에 증권신고서가 수리된 경우로 제한⁵⁴⁾하여 게이트 키퍼 역할을 하는 가상자산사

53) 임기 만료로 폐기되었으나, 21대 국회에서 투자계약증권에 대해 자본시장법상 규제를 전면 적용하는 자본시장법 개정(안)이 발의(2023. 7. 28., 윤창현 의원 발의, 의안번호 2123531) 되었다. 투자계약증권은 권리 내용이 비정형적이고 유통 가능성이 적어 자본시장법상 규제를 일부만 적용하였으나, 온라인 플랫폼 등의 발전으로 유통시장이 형성될 수 있기에 규제 범위를 확대해야 한다는 취지이다.

업자는 증권신고서가 수리된 토큰 증권만을 유통하도록 하는 것이다. 이를 통해 발행 재단이 증권신고서를 제출하도록 유도한다면 시장의 건전성 유지와 이용자 보호를 위한 규제체계가 적절히 작동할 수 있다. 증권성 판단 기준을 논의 중인 현재 유통 규제 위반에 대하여 제재를 원칙으로 한다면 제재 처분에 대한 집행정지 이후 법정 공방으로 가상자산사업자와의 갈등이 장기화되어 규제가 지연될 수 있으므로 규제에 특례를 부여하며 수용성을 제고할 수 있다. 가상자산거래소에서의 토큰 증권 유통은 자본시장법 위반 소지가 있으므로 가상자산사업자에게 제재를 면제하고 일정한 의무를 부과하는 방안은 가상자산거래소에서 비트코인을 제외한 모든 토큰의 거래를 금지하는 방안에 비해 유연하게 적용될 수 있다.

3. 규제를 준수하지 않는 발행 재단의 토큰에 대한 접근 차단

물리적 장벽이 부재한 가상자산시장의 특성을 고려하면 관할권 외부에서의 ICO에 우리나라 이용자가 참여할 수 있으나 금융당국이 발행 재단의 실체를 확인할 수 없는 경우도 빈번해 시장의 건전성 유지와 이용자 보호에 한계가 있다. 이더리움 블록체인에서 스마트 계약에 사용되는 기술 표준인 ERC-20 기반 토큰은 전문 업체에 외주 개발을 의뢰하는 비용이 100만 원에 불과하여 검증할 수 없는 토큰이 무제한 발행·유통될 수 있는 현실적 문제도 있다. SEC도 발행 재단에 대한 조사는 Ripple Labs, Inc(리플의 발행 재단)이나 Terraform Labs Pte, Ltd(루나의 발행 재단) 등과 관련하여 진행 중으로 보이며, 다른 토큰 증권은 주로 가상자산거래소에서의 유통을 금지하는 방식으로 접근한다. 인적·물적 자원이 한정적인 금융당국이 발행 재단의 소재지를 특정하기도 어렵고 페이퍼컴퍼니인 경우 조치의 실효성도 문제된다. 가상자산거래소를 통해 유통되지 않는 토큰은 이용자의 주목을 받지 못할 것이기에 가상자산사업자가 거래지원을 거부하도록 권고하여 유통을 억제하는 방식으로 우리나라 이용자의 접근을 차단한다면 간접적으로 발행 재단이 규제를 준수하도록 유도할 수 있다. 세계적 사기 사건이 발생하면 발행 재단을 대상으로 조사를 진행할 수도 있으나, 테라-루나 사건에서 확인할 수 있듯 SEC가 적극 조사를 수행할 것이므로 우리나라 금융당국이 발행 재단을 주도적으로 조사할 가능성은 적다.

54) 가상자산법에 대한 논의 과정에서 토큰신고서 제도가 도입된다면, 토큰 증권과 기타 토큰에 대한 규제 차이가 해소될 수 있다.

4. 게이트 키퍼로서 가상자산사업자에 대한 규제

SEC는 ICO에 대해 증권 규제를 부과하였으나, 발행 재단은 싱가포르 등 ICO 규제가 완화된 국가에서 토큰을 발행하는 방식으로 증권 규제를 우회⁵⁵⁾하였고, 이용자는 이더리움 등을 전송하는 방식으로 ICO에 자유롭게 참여할 수 있었다. 유통시장에 대한 규제가 지연되었기에 금지된 ICO를 통해 발행된 토큰이 가상자산거래소에서 유통되었다. 가상자산시장의 특성상 모든 국가에서 ICO를 금지하지 않으면 규제가 완화된 국가에서 ICO가 급증하여 규제의 효과가 저하되는 풍선 효과가 나타날 것이다. ICO를 규제하는 국가와 규제하지 않는 국가 간 규제 차이로 가상자산 산업의 발전 등이 저하될 수도 있다. 전 세계에 분포하는 발행 재단의 실체를 특정하여 규제하기 어려운 현실적 문제도 있다.

그러나 가상자산거래소를 규제 포인트로 접근하면 증권신고서가 수리되지 않은 토큰 증권의 유통을 규제할 수 있어 간접적으로 발행 규제도 가능하다. 증권신고서가 수리되지 않은 토큰 증권을 유통하는 가상자산거래소에 대해 은행에 실명인증 계좌 발급 등을 중단하도록 권고하는 등의 방식으로 대응한다면 미등록 토큰 증권의 유통을 차단하며 동시에 발행 재단이 증권의 발행 규제를 준수하도록 유도할 수 있다. 발행 재단은 토큰의 가치 상승을 위해 가상자산거래소에서의 거래지원을 희망하므로 가상자산사업자가 증권신고서의 수리를 거래지원 조건으로 요구한다면 실효적 규제가 가능하다. 증권성에 대한 논란을 방지하기 위해 기타 토큰에는 토큰신고서 제출의무를 부과할 필요도 있다. 일반 이용자는 가상자산거래소의 거래 중개 서비스가 없다면 가상자산 거래가 사실상 불가능하고, 현금 입·출금이 가능한 가상자산거래소의 계정을 발급받기 위해 은행의 실명인증 계좌 등이 필요하므로 접근하기 어려운 발행 재단을 직접 제재하기보다 가상자산거래소 자체를 규제하는 방식으로 충분하다. SEC가 세계적 규모의 주요 가상자산거래소를 대상으로 강력한 규제를 부과할 것임을 선언하고 있기에, 우리나라 가상자산거래소에서 토큰 증권의 유통이 금지된 후 해외 가상자산거래소에서 해당 토큰을 거래지원 하기는 어려울 것이다. 대형 가상자산거래소에서 거래지원 하지 않는 토큰은 투자 가치가 낮아 이용자가 대량으로 거래하지는 않을 것이기에 위험을 최소화할 수 있다.

55) 신동우·고동원 (2021), "암호자산공개(ICO)의 규제 방향", 성균관법학, 제33권 제2호, 성균관대학교 법학연구원, 737면.

V. 결론

발행 형태는 토큰이지만 증권성을 보유한 토큰 증권을 투자계약증권으로 해석하여 증권 규제를 부과하는 방향으로 논의가 진행되고 있다. 가상자산시장에 대한 규제를 선도하는 SEC의 견해를 고려하면 이론적으로는 유틸리티성을 내재하며 탈중앙적으로 운영되는 토큰은 증권성이 부인될 수 있다. 그러나 탈중앙적 운영을 위해 이용자를 모집하는 과정에서 중앙집중적 발행 재단의 역량이 요구되는 한만의 역설로 인해 비트코인과 스테이블 코인을 제외한 상당수 토큰이 증권으로 분류될 가능성이 높다. 중앙집중적 발행 재단이 토큰의 가치 상승을 위해 노력하면 증권성을 인정할 수 있고, 발행 재단이 토큰에 개입하지 않는다면 시세 차익을 추구하는 이용자가 외면할 것이므로 토큰 증권이 아닌 기타 토큰이 확산 되기는 어렵다.

우리나라에서 전매차익형 토큰은 미국과 다르게 투자계약증권으로 해석하기 불명확하고, 전매차익형 토큰을 투자계약증권으로 해석하더라도 증권성 판단 기준이 정립되지 않았기에 논란이 발생할 수 있다. 증권성에 대한 논의로 규제가 지연될 수 있기에 실효적 규제를 위해 토큰 증권과 기타 토큰에 동일한 규제를 부과하여 규제 차익을 해소하는 대안을 고려해야 한다. 증권성에 대한 구체적 판단 기준이 정립되지 않은 상황에서 상이한 규제를 부과한다면 발행 재단과 가상자산사업자가 토큰의 증권성을 부인하며 소모적 논쟁이 지속될 수 있기에 잠정적으로 기타 토큰에도 전통적 증권과 동일한 규제체계를 적용할 필요가 있다. 토큰 증권과 기타 토큰에 대해 유사한 불공정거래 행위 금지의무를 부과하는 가상자산 이용자 보호법에 이어 논의될 발행·공시·유통 규제와 관련해서도 토큰 증권과 기타 토큰에 대해 동일한 규제를 부과해야 한다. 토큰 증권을 SEC, 기타 토큰을 CFTC가 관할하는 미국과 다르게 우리나라는 토큰 증권과 기타 토큰 모두 금융당국이 관할하므로 일관적 규제가 가능하다. 제도 도입 초기에는 동일한 규제를 부과하여 시장을 면밀히 감독하고 토큰 증권과 기타 토큰의 분류 기준이 정립되면 기타 토큰에 대해 완화할 필요가 있는 규제를 선별하여 제도 개선을 검토할 수 있다.

가상자산의 탈중앙성과 익명성으로 발행 재단을 직접 규제하기 어렵기에 게이트 키퍼인 가상자산사업자를 규제 포인트로 설정하여 규제를 준수하지 않는 발행 재단의 토큰에 대

한 거래지원을 거부하도록 권고할 필요가 있다. 발행 재단은 토큰의 가치 상승을 위해 가상자산거래소에서의 거래지원을 희망하기에 가상자산사업자가 제시하는 거래지원 조건은 실효적으로 기능할 것이다. 투자계약증권에 자본시장법을 전면 적용하며 무허가 시장개설 금지의무에 대한 특례를 인정할 필요가 있다. 이를 통해 가상자산거래소에서 토큰 증권의 유통을 허용하되 가상자산사업자에게 게이트 키퍼로서 규제를 준수하는 발행 재단의 토큰에 대해서만 거래지원을 실시하도록 권고한다면 규제의 수용성을 제고할 수 있다.

공정한 시장을 구현하기 위해 장기간의 논의와 시행착오를 통해 고도화된 주식시장의 규제체계는 유사한 특성을 내포한 가상자산시장에 적용될 수 있으며, 이는 가상자산시장의 발전에 필수불가결이다.

참고문헌

- 권오훈·김병연 (2021), “가상자산의 법적 성질 - 미국과 한국의 증권규제를 중심으로 -”, 상사판례연구, 제34권 제3호, 한국상사판례학회, pp 361-422.
- 권혁준·임민수·김협 (2021), “탈중앙화 가상자산거래소(DEX)의 성장 가능성 및 한계점 -중국 가상자산 규제 및 특정금융정보법 발효를 중심으로-”, 지급결제학회지, 제13권 제2호, 지급결제학회, pp 1-18.
- 김자봉 (2018), “비트코인은 증권인가? — 증권에 대한 정의와 투자자보호 —”, 증권법연구, 제19권 제2호, 한국증권법학회, pp 171-198.
- 신동우·고동원 (2021), “암호자산공개(ICO)의 규제 방향”, 성균관법학, 제33권 제2호, 성균관대학교 법학연구원, pp 731-767.
- 심인숙 (2022), “미국 디지털자산의 포괄적 규제를 위한 「책임있는 금융혁신법안」에 관한 소고”, 중앙법학, 제24권 제4호, 중앙법학회, pp 171-220.
- 원대성 (2023), “한국의 디지털자산법 제정방안에 관한 연구”, 연세대학교 박사학위논문, 연세대학교, pp 1-320.
- 윤태영 (2021), “블록체인 플랫폼에서의 토큰(token) 거래에 대한 민법상 쟁점”, 외법논집, 제45권 제3호, 한국외국어대학교 법학연구소, pp 283-300.
- 이정수 (2023), “가상자산의 증권성 판단기준 - 서울남부지방법원 2020.3.25. 선고 2019가단225099 판결 -”, 상사판례연구, 제36권 제2호, 한국상사판례학회, pp 135-172.
- 전우정 (2023), “가상자산의 증권성에 관한 小考 - 테라·루나 사건을 중심으로 -”, 법조, 제72권 제4호, 법조협회, pp 373-416.
- 최자유 (2023), “가상자산 유통 시장의 공정성 제고 방안 - 상장과 거래를 중심으로 -”, 지급결제학회지, 제15권 제1호, 지급결제학회, pp 1-18.

- 금융위원회 보도자료(2022.4.20.), “저작권료 참여청구권의 증권성 여부 판단 및
㈜뮤직카우에 대한 조치”.
- 금융위원회 보도자료(2022.11.29.), “조각투자 시장의 규율을 지속적으로 확립해
나가겠습니다.”.
- 금융위원회 보도자료(2023.2.6.), “토큰 증권(Security Token) 발행·유통 규율체계
정비방안 - 자본시장법 규율 내에서 STO를 허용하겠습니다. -”.
- 서울남부지방검찰청 보도자료(2023.4.25.), “‘테라 프로젝트’ 금융사기 사건 수사결과”.
- DAXA 보도자료(2023.2.1.), “증권성 토큰 보도 관련 설명”.
- James J. Park (2018), “When Are Tokens Securities? Some Questions from
the Perplexed”, Harvard Law School Forum on Corporate
Governance, Harvard Law School.
- Binance Square(2023.6.8.), “Latest Statement Release By Binance
Regarding SEC Lawsuit”.
- CNBC(2018.6.14.), “Bitcoin and ether are not securities, but some initial
coin offerings may be, SEC official says”.
- CoinDesk(2021.7.22.), “SEC Chair Hints Some Stablecoins Are Securities”.
- CoinDesk(2022.9.16.), “SEC’s Gensler Signals Extra Scrutiny for
Proof-of-Stake Cryptocurrencies: Report”.
- CoinTelegraph(2023.3.15.), “Gensler suggests staking token operators
should ‘seek to come into compliance’”.
- CoinTelegraph(2024.6.20.), “SEC drops Ethereum investigation to avoid
‘embarrassing’ court case”.
- New York Magazine(2023.2.23.), “Can Gary Gensler Survive Crypto Winter?
D.C.’s top financial cop on Bankman-Fried blowback”.
- SEC Complaint(2023.6.5.), “SEC v. BINANCE HOLDINGS LIMITED, BAM
TRADING SERVICES INC., BAM MANAGEMENT US HOLDINGS INC.,
AND CHANGPENG ZHAO.”.

- SEC Complaint(2023.6.6.), "SEC v. COINBASE, INC. AND COINBASE GLOBAL, INC.".
- SEC Press Release(2023.5.30.), "Former Coinbase Manager and His Brother Agree to Settle Insider Trading Charges Relating to Crypto Asset Securities".
- SEC Press Release(2023.6.5.), "SEC Files 13 Charges Against Binance Entities and Founder Changpeng Zhao".
- SEC Press Release(2023.6.6.), "SEC Charges Coinbase for Operating as an Unregistered Securities Exchange, Broker, and Clearing Agency".
- SEC Press Release(2023.11.20.), "SEC Charges Kraken for Operating as an Unregistered Securities Exchange, Broker, Dealer, and Clearing Agency".
- SEC Speech(2018.6.14.), "Digital Asset Transactions: When Howey Met Gary (Plastic)".
- SEC Statement(2023.12.15.), "Statement on the Denial of a Rulemaking Petition Submitted on behalf of Coinbase Global, Inc.".
- SEC Testimony(2023.9.27.), "Testimony of Chair Gary Gensler before the United States House of Representatives Committee on Financial Services".
- U.S. Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs Hearing(2018.2.6.), "Virtual Currencies: The Oversight Role of the U.S. Securities and Exchange Commission and the U.S. Commodity Futures Trading Commission".
- Wall Street Journal(2022.9.15.), "Ether's New 'Staking' Model Could Draw SEC Attention".
- Youtube(2022.5.25.), "CNBC Fireside Chat: Mihailo Bjelic, Co-Founder, Polygon".

Abstract

The Virtual Asset User Protection Act, which imposes obligations to prohibit unfair virtual assets trading as the first-stage legislation for virtual assets, was implemented in July 2024. In the United States, the Securities and Exchange Commission (SEC) applies the Howey Test to impose securities regulations on tokens interpreted as investment contracts. However, the issuing foundations and virtual asset service providers deny the nature of the securities, and the conflict continues.

In the early stages of regulating virtual assets, regulators should impose the same regulations on security tokens and other tokens to eliminate regulatory arbitrage related to the nature of the securities. In addition, designating virtual asset service providers, playing a part as gatekeepers, as points of control can indirectly induce regulatory compliance from issuing foundations. We can discuss deregulations on other tokens in the future when the token economy matures, classification criteria are established, and a social consensus about the deregulations is reached. However, currently, strengthened regulations are required.

※ **Key words:** Virtual Asset, Token, Security Tokens, Virtual Asset Law, Howey Test, Investment Contract