

## ICO(Initial Coin Offering)의 증권법적 평가와 함의\*

연구위원 천창민

최근 분산원장기술을 기반으로 한 가상통화(virtual currency) 관련 프로젝트를 소셜미디어 등의 인터넷 상에 게시하여 자금을 모집하는 이른바, ICO(Initial Coin Offering)가 전 세계적인 주목을 받고 있다. 올 7월에만 34건의 ICO를 통해 6억 6,500만달러 상당의 자금이 모집되는 등 과열 양상마저 목격되고 있다.

이런 가운데 지난 7월 25일 미국 SEC가 ICO를 통해 발행하는 ‘토큰’이 증권에 해당할 수 있다는 판단을 내린 바 있고, 뒤이어 싱가포르도 유사한 내용의 경고를 발표하였다. 9월 4일 중국은 여기서 한걸음 더 나아가 모든 ICO를 중지시키는 조치를 취하는 등 각국 금융감독당국의 개입이 보다 선명해지고 있다. 우리 금융감독당국도 미국과 유사한 입장을 취한 바 있어, 향후 ICO 시장과 투자자보호를 위한 금융감독당국의 행보를 지켜볼 필요가 있다.

최근 분산원장(distributed ledger) 기술을 기반으로 한 가상통화(virtual currency) 관련 프로젝트를 소셜미디어 등의 인터넷 상에 게시하여 자금을 모집하는 이른바, ‘ICO’(Initial Coin Offering)가 전 세계적인 주목을 받고 있다. 토큰판매(Token Sale)<sup>1)</sup>, ITO(Initial Token Offering, 토큰공개), 크라우드세일(Crowd Sale)이라고도 불리는 ICO는 그 단어적 조합에서 알 수 있듯이 기업공개를 뜻하는 IPO(Initial Public Offering)와 같이 일반 대중으로 자금을 모집하지만, 자금공급의 대가로 투자자에게 증권을 발행해 주는 대신 가상통화나 가상통화와 더불어 프로젝트와 관련한 권리들을 패키지로화한 ‘토큰’을 지급한다는 점에서 IPO와 구분된다. 이에 따라 ICO 시장은 그간 증권규제의 회색지대에서 급속한 성장을 지속하여 왔다. 특히, 올해 들어 ICO의 수와 모집금액이 급격히 증가하였고<sup>2)</sup>, 7월에만 34건의 ICO에서 6억 6,500만달러의 자금이 모집되는 등<sup>3)</sup>, 과열양상이 심화되어 투자자의 피해가 우려되는 상황이다. 실제, Chainalysis의 분석에 따르면 올해 들어 8월까지 ICO와 관련한 금융사기 피

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

- 1) ICO를 토큰판매라 부르는 이유는 투자자에게 자금제공의 대가로 거의 대부분 토큰이라는 권리패키지를 제공하기 때문이다.
- 2) 이에 따라, 9월 15일 현재까지 발행된 가상통화의 종류만도 1,090개에 달한다(CryptoCompare 기준), 코인마켓에 따르면 이보다 더 많은 1,110종의 가상통화가 발행되었는데, 이는 통계청 기준 전 세계 국가수인 224개국의 거의 5배에 이르는 수준이다.
- 3) New York Times/Nathaniel Popper, Despite S.E.C. Warning, Wave of Initial Coin Offerings Grows, August. 7, 2017(Tokendata.io의 자료에 근거한 규모이다).

해금액만 2억 2,500만달러에 달하고 피해를 입은 투자자수만도 30,260명에 달한다고 한다.<sup>4)</sup>

이처럼 ICO 시장의 과열양상이 심각한 상황에 이르자, 미국과 싱가포르 등의 금융감독당국은 ICO에 대한 증권규제의 적용 가능성과 함께 투자경고를 발표하기에 이르렀다. 즉, 지난 7월 25일 미국 SEC는 DAO 사례를 분석하며, DAO가 발행한 토큰이 투자계약증권이라는 분석보고서(이하 ‘DAO보고서’라 한다)<sup>5)</sup>와 함께, 시장과 투자자에 대한 주의를 요구하는 경고문<sup>6)</sup>을 발표하였다. 그리고 8월 1일 싱가포르 금융감독당국인 MAS도 SEC의 입장과 유사하게, 토큰은 싱가포르의 자본시장법상 집합투자증권 또는 채무증권으로 볼 수 있다는 입장을 표명하였다.<sup>7)</sup> 가장 최근 입장을 표명한 중국의 조치는 보다 적극적이다. 9월 4일 중국인민은행은 중국에서의 ICO는 불법이라는 점을 명확히 하며, ICO 관련 모든 행위를 즉시 중지하도록 하고, 가상통화를 법정화폐로 전환하는 것 등의 행위 등을 금지하였다. 나아가 ICO를 통해 모집한 금전 내지 수익을 투자자에게 반환하도록 하였다. 이는 7월 18일 현재 중국에서만 43개의 ICO 플랫폼이 있고, 이들을 통해 65건의 프로젝트에서 약 4억달러에 달하는 자금이 모집됨에 따라, 자칫 금융사기로 인한 대규모의 투자자 피해를 우려한 때문인 것으로 보인다.<sup>8)</sup> 그러나 이 같은 발표 이후에도 시장의 열기는 식지 않고, 인터넷상에서는 지금도 상당수의 ICO가 진행되고 있기 때문에 투자자의 주의를 요구된다.<sup>9)</sup> 무엇보다 외국 프로젝트에서 한국어로 된 웹페이지를 제공하며, 우리나라 투자자를 향한 자금모집 행위가 일어나고 있기 때문에<sup>10)</sup>, 우리 금융감독당국에서도 보다 적극적인 감독집행이 이루어질 필요성이 커 보인다.

이에, 이 글에서는 이해의 편의를 위해 우선, ICO의 개념과 자금모집 방법 및 현황을 살펴보고, DAO보고서를 기초로 SEC가 분석한 증권법 적용법리를 소개한 후, 우리 시장에 미치는 영향과 함의를 살펴보기로 한다.

---

4) Chainalysis, The Rise of Cybercrime on Ethereum(<https://blog.chainalysis.com/the-rise-of-cybercrime-on-ethereum/>).

5) SEC, Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO, Release No. 81207, July 25, 2017(<https://www.sec.gov/litigation/investreport/34-81207.pdf>).

6) <https://www.sec.gov/news/public-statement/corpfin-enforcement-statement-report-investigation-dao>.

7) MAS, mas clarifies regulatory position on the offer of digital tokens in singapore, August 1, 2017, (<http://www.mas.gov.sg/News-and-Publications/Media-Releases/2017/MAS-clarifies-regulatory-position-on-the-offer-of-digital-tokens-in-Singapore.aspx>).

8) 그러나 이러한 조치는 일시적인 것이며, 향후 관련 규제를 정비 후 시장이 재개될 수 있도록 한다는 것이 지배적인 분석이다. 이에 관하여는 <https://cointelgraph.com/news/china-ban-on-ico-is-temporary-licensing-to-be-introduced-official> 참조.

9) 9월 14일 현재 CryptoCompare에서 검색되는 진행 중인 ICO만도 40건이며, 가까운 시일 내에 ICO가 예정된 것도 37건에 달한다.

10) 예컨대, 9월 14일 현재 진행 중인 ICO 중, 학생들의 아르바이트를 연결하는 프로젝트 ICO인 <https://bitjob.io/>, VR 기술로 전쟁게임을 구현하는 프로젝트 ICO인 <https://reality-clash.com/>, 온라인 카지노 관련 플랫폼 개설 관련 프로젝트 ICO인 <https://ico.bitdice.me/>는 한국어로 된 웹사이트 서비스를 제공하고 있다.



ICO의 개념과 자금모집 방법 및 현황

앞서 간략히 살펴본 바와 같이, ICO는 비트코인(BTC)이나 이더(ETH)와 같은 가상통화 또는 새로 개발 예정인 프로젝트에서 사용될 가상통화를 제공하거나 해당 프로젝트 관련 권리와 가상통화를 묶은 토큰을 매개로 인터넷상에서 일반 대중으로부터 자금을 조달하는 행위를 말한다. 증권을 매개로 하지 않는다는 차이가 있을 뿐 그 실질은 '인터넷공모'를 통한 자금조달과 매우 유사하다. 해석에 따라 프로젝트 관련 가상통화 또는 토큰을 증권으로 볼 경우 이는 곧 공모(public offering)에 해당하기 때문이다. 그러나 ICO는 형식면에서 증권을 매개로 하지 않는 자금조달 방법이라는 것 외에도, 기존의 IPO나 증권공모와는 여러 점에서 차이가 있다. 가장 근본적으로는 기존의 IPO나 증권공모는 실체를 가진 발행인이 회사의 실적이나 자금흐름 등을 기초로 증권을 공모하며 자금을 모집하지만, ICO는 아직 구상단계인 분산원장 프로젝트 관련 사업계획 내지 아이디어만으로 자금을 조달한다는 점에서 차이가 있다. 이 때문에, 자금공급자인 투자자 입장에서는 매우 높은 투자위험을 부담하는 투자일 수밖에 없다. 그럼에도 불구하고 ICO 투자열풍이 쉽게 줄어들지 않는 이유는 무엇일까? 이는 프로젝트의 성공 가능성이라는 일반적인 투자 목적보다는 최근 급등하는 가상통화의 가치에서 그 해답을 찾을 수 있다. <그림 1>에서 보는 바와 같이, 가장 대표적인 가상통화인 비트코인과 이더의 올해 상반기 가격 추이를 보면 왜 투자자들이 ICO에 열광하는가를 알 수 있다. 2016년까지만 하더라도 완만한 상승세를 유지하던 두 가상통화의 가격이 2017년 5월과 7월을 기점으로 폭등하면서, 덩달아 가상통화와 관련한 ICO 건수 및 금액 또한 동반 상승하였다.<sup>11)</sup> 특히 이 두 가상통화 외에도 ICO를 통해 발행된 가상통화의 가치가 최대 1백만%까지 치솟고<sup>12)</sup>, 짧게는 하루나 이틀, 길게는 한 달 만에 1~3천%의 수익률을 보이는 가상통화<sup>13)</sup>가 등장하자, ICO에 투기적 수요가 계속 몰려들고 있는 추세다.

11) CryptoCompare에 따르면, 이더리움은 ICO 당시 0.3080달러였으나 3년만인 9월 14일 현재 273.43달러가 되어 무려 약 88,500%의 수익률을 보이고 있다.  
 12) 3년 전에 ICO를 진행한 NXT는 0.000006달러로 자금을 모집하였으나 9월 14일 현재 시장가는 0.07659달러이다.  
 13) 예컨대, PAquarium의 가상통화인 PQT는 21일만에 18,270%의 수익률을 보이고 있으며, COSS라는 가상통화는 8일만에 3,429%, RVT는 3일만에 3,039%의 수익률을 기록하고 있다.(9월 14일 CryptoCompare 자료 기준).

〈그림 1〉 코빗거래소에서의 비트코인(위) 및 이더(아래) 가격추이 차트



또한, ICO를 추진하는 프로젝트 진행자들은 증권규제를 피하기 위해, ICO를 토큰판매, 크라우드세일 또는 크라우드펀딩이라고 하고<sup>14)</sup>, 투자자의 자금제공 행위에 대해서도 기부 또는 기여 (contribution)라는 용어를 사용함으로써, 투자자들에게 ICO가 후원형 내지 선구매형 크라우드펀딩인 것과 같은 인상을 갖게 한다. 하지만 가상통화나 토큰이 증권이 아니라고 해석할 경우에도 이는 현재 일반적으로 알려진 크라우드펀딩과는 차이가 있다. 기존의 후원형 크라우드펀딩도 주로 자기가 가진 아이디어로 후원금을 모집하고 아이디어를 구체화한 경우 이를 보상으로 제공하는 형태라는 점에서 유사성을 가진다. 그러나 기존의 후원형 크라우드펀딩은 그 대상이 주로 자금제공자(투자자)가 이해하기 쉬운 실물 제품이 주 대상이고, 크라우드펀딩을 중개하는 전문 중개업체도 존재한다. 그리고 크라우드펀딩을 수행하여 자금을 모으는 주체가 명확하다. 그러나 ICO에서는, 자금모집의 목적물인 프로젝트가 새로운 가상통화를 개발하거나 분산원장 기술을 이용하여 새로운 서비스를 제공하는 형태의 추상적인 것이 대부분이다. 따라서 일반인들이 분산원장 기술을 주 내용으로 하는 프로젝트의 구조를 이해하기는 쉽지 않다. 또한 자금모집 자체도 전문적인 중개업체의 플랫폼을 통하지 않고 통상 자체적인 웹사이트를 통해 자금을 모집하고, 트위터, 레드잇, 슬랙, 비트코인톡과 같은 소셜미디어를 통해 자금모집(ICO)을 홍보한다는 점에서 차이가 있다. 그리고 어떤 경우에는 자금모집 주체(증권발행의 경우라면 발행인)가 누구인지 알기 힘들 정도로 매우 애매한 프로젝트도 있다. 예컨대 프로그래머 집단이 모여 회사 설립도 없이 일정한 프로젝트를 만들고, 그 프로젝트의 이름으로 웹사이트를 열어

14) 예컨대, 위 각주 10에서 소개한 한국어 제공 ICO의 백서(whitepaper: 프로젝트의 내용과 향후 개발일정 및 토큰의 내용 등을 소개하는 일종의 사업설명서)를 보면 크라우드펀딩이라는 단어를 사용한다.



ICO를 진행하는 경우를 들 수 있다. 그리고 모집주체가 명확한 경우에도, 웹사이트상 모집주체의 실 주소나 전화번호 등 추후 법적 관계를 명확히 하기 위해 필요한 정보조차 없는 경우가 대부분이다.

ICO의 진행 주체 측면에서 보면, ICO는 통상 다음의 세 가지 유형으로 진행된다. 첫째, 프로젝트 운영진이 영리기업과 비영리기업을 설립하고, 비영리기업을 통해 자금을 모집하는 유형이다. 통상 비영리기업은 재단 형태로 스위스에 설립하는 경우가 많은데, 이는 스위스가 가상통화 및 핀테크와 관련하여 우호적인데다가, 무엇보다 ICO 연혁상 이더리움 등 가상통화 관련 중요 프로젝트가 스위스에서 비영리재단을 설립하여 성공한 바 있고, 스위스에서 설립된 비영리재단이면 ICO 자금모집에 더욱 신뢰성을 줄 수 있기 때문이다. 특히, 투자자가 제공하는 자금의 형태가 주로 이더나 비트코인과 같은 가상통화인데<sup>15)</sup>, 스위스에서는 가상통화의 회계처리가 가능하기 때문에 스위스를 비영리재단의 설립지로 사용하는 경우가 많다.<sup>16)</sup> 둘째, 프로젝트 운영진이 가상의 공간에 미리 짜여진 프로그램코드에 의해 작동되는 탈중앙화된 비법인 가상자율조직(Decentralized Autonomous Organization, 이하 ‘가상자율조직’)<sup>17)</sup>을 이용하여 ICO를 진행하는 유형이다. 후술하는 ‘The DAO’가 대표적이다. 그러나 가상자율조직은 법인격도 없고, 실체가 없는 가상공간의 프로그램화된 가상조직 내지 단체이기 때문에, 매우 까다로운 법적 쟁점을 야기한다.<sup>18)</sup> 셋째, 프로젝트 운영진이 직접 ICO 관련 웹사이트를 개설하여 자금을 모집하는 유형이다. 세 가지 유형 중 투자자의 신뢰성 제고를 위해 대규모의 자금모집을 계획하는 운영진들은 통상 첫 번째 유형을 따르는 경우가 대부분이다.

한편, 2014년부터 ICO를 통해 조달된 자금의 규모를 살펴보면, 2014년에 2,600만달러, 2015년에 1,400만달러이다가, 2016년에는 2억 2,200만달러로 그 규모가 급증하였다.<sup>19)</sup> 2017년들어서는 모집금액의 규모가 더욱 급증하여 6월까지 8억 3,300만달러가 모집되었고 이 중 2분기에만 7억 9,700만달러가 모집되었을 정도로 5월 이후부터 자금모집 규모가 급격히 증가하였다.<sup>20)</sup>

15) 거의 대부분 가상통화를 ICO의 자금제공 대상으로 선택하는데 이는 가상통화의 이전이 매우 비용효율적일 뿐만 아니라 시간적으로나 법률적으로 간편하기 때문이다. 가상통화 외에 미국 달러나 중국 위안화를 받는 경우도 있으나, 선호하지 않는 것으로 보인다.

16) 백종찬, ICO에 대하여, <https://brunch.co.kr/@jeffpaik/30>. 비영리기업을 설립하는 보다 이념적인 이유는, 가상통화는 탈중앙화의 추구가 이상적 지향점이기 때문에 외관상 영리기업이 수익을 가져가지 않는 것처럼 보이도록 만들기 위함이다. 비영리재단은 ICO를 수행하고 관리하는 주체이며, 개발자 지갑의 개인키를 보관하고 최초의 블록인 제네시스 블록을 생성하는 주체이기도 하다. 그러나 비영리재단은 프로젝트 수행자이자 운영자인 영리기업과 서비스계약을 맺고 운영 및 수익을 창출하기 때문에 사실상 동일인에 의해 운영된다고 할 수 있다.

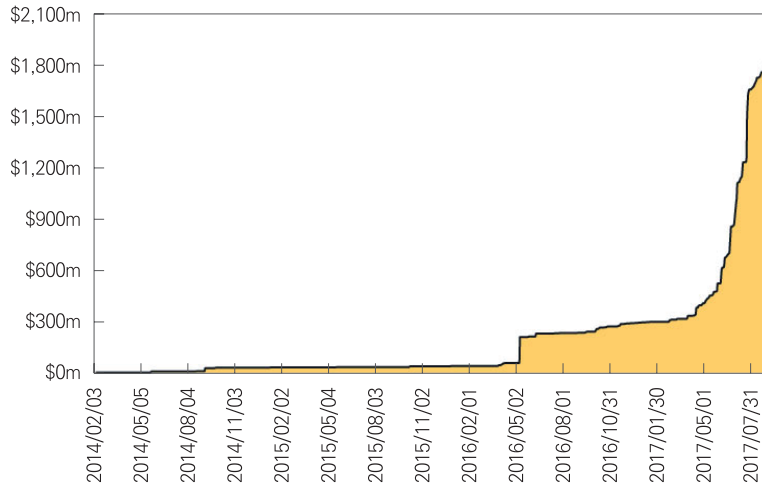
17) 이를 DAO라고 하나 SEC가 적발한 DAO 사례와 혼란을 일으킬 수 있으므로, 이 글에서는 일반적인 의미로 가상자율조직이라는 용어를 사용하고 SEC의 DAO 사례에서의 가상자율조직은 DAO라고 분리하여 사용한다.

18) 이 글에서는 지면계약상 다루지 못하나, 가상자율조직은 법적 실체가 없는 존재이기 때문에 민법상 권리능력·행위능력이 없어, 계약의 주체가 될 수도 없다. 따라서 투자자 입장에서 존재하지 아니하는 가상의 존재와 거래를 한 셈이어서 계약의 성립 문제, 법적 책임과 관련한 주체의 문제 등 다양한 법적 쟁점이 존재한다. 사건으로는, 결론적으로 가상자율조직은 법적 실체가 없으므로, 이를 설립하여 운영하는 운영진을 법적 주체로 보는 수밖에 없을 것으로 보인다. 즉, 가상자율조직은 이들 운영진이 추구하는 목적 달성을 위한 도구로 보는 것이다.

19) Autonomous Next, Token Mania, 17면. 금액의 규모가 2014년이 2015년보다 많은 이유는 2014년에 이더리움이 1,890만달러를 조달했기 때문이고, 2016년 그 규모가 급격히 증가한 것은 DAO가 약 1억 5천만달러 상당의 자금을 모집했기 때문이다.

20) Coindesk ICO Tracker (<https://www.coindesk.com/ico-tracker/>).

〈그림 2〉 ICO를 통한 자금모집 규모 누적추이 차트



자료: coindesk

### DAO ICO 사례

DAO는 Slock.it과 Slock.it의 공동설립자에 의해 만들어진 영리단체로서, 2016년 4월 30일부터 5월 28일 약 한달간 ICO를 진행하여 약 1,200만 이더(미화 약 1억 5천만달러 상당)를 조달하였다. 당시로서는 역대 최고의 액수였으며, 그 이후 진행된 ICO에 상당히 긍정적인 영향을 미쳤다. 그러나 SEC는 DAO가 판매한 토큰은 1933년 증권법 및 1934년 증권거래법상 '증권'에 해당하기 때문에, DAO가 증권신고서를 제출하지 않고 증권을 공모한 것이어서 증권규제를 위반한 것으로 판단하였다. 다만 SEC는 DAO와 Slock.it과 동사의 공동설립자에 대해 법률 위반과 관련한 과징금 등의 제재는 부과하지 않았다.<sup>21)</sup>

DAO 사례에서 SEC는 1946년 Howey 판례로 확립되고 이후 판례들로 그 내용이 확장·확립되어 온 투자계약증권(investment contract)<sup>22)</sup> 개념을 근거로 DAO가 발행한 토큰이 증권에 해당한다는 결론을 내렸다.<sup>23)</sup> 이러한 결론을 도출하는 과정에서 SEC가 실시한 법리는 향후 ICO 관련 토큰이 증권에 해당할 수 있는가를 판단하는데 상당히 중요한 의미를 가진다. 그 중 가장 중요한 의미를 가지는 것으로는 다음과 같다. 첫째, 증권모집에 투자자가 지급한 것이 금전이 아니어도 투자계약증권이 될 수 있다는 점이다. DAO 사건에서 투자자가 지급한 것은 금전이 아니고 이더였지만, SEC는 1991년

21) SEC가 왜 제재를 가하지 않은 것인지에 대해서는 밝혀진바 없다. 아마도, DAO 토큰의 투자자가 자신의 이더를 모두 돌려받았고, DAO 사건이 SEC가 처리한 첫 ICO 사례이기 때문에 제재보다는 시장에 경고 메시지를 보내고, 추후 시장 상황을 면밀히 주시하는 방식을 택한 것으로 보인다.

22) 미국법상 투자계약증권의 개념을 소개하는 국내문헌으로는 우선, 심인숙, 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 상 '투자계약증권' 개념에 대한 검토 - 미국연방증권법상 '투자계약'(investment contract)과의 비교법적 검토 -, 2008년, 비교사법 제15권 1호 참조.

23) 보다 상세한 분석은 DAO보고서, 11-16면 참조.

Useton 판례를 근거로 금전이 유일한 형태의 투자 또는 기여의 형태가 아니라는 점을 명확히 하였다. 둘째, DAO 투자자들은 투자계약에 의해 발생하는 잠재적 수익을 공유하는 방식이었기 때문에, 투자자들이 합리적 투자수익을 기대하고 있었다고 판단하였다. 셋째, 타인에 의한 경영상의 노력이 있었는가에 대해, SEC는 DAO 투자자들의 수익은 Slock.it과 동사의 공동설립자 및 DAO의 큐레이터에 의한 경영상 노력에 의해 발생하는 것으로 보았다. 특히, 토큰이 표창하는 권리 중 하나인 투자자의 의결권은 사실상 큐레이터가 먼저 결정한 사안에 대해서만 형식적으로 행사할 수 있는 수준이었다고 보았다. 그리고 무엇보다 투자자들의 익명성과 분산성 때문에 실제 투자자들이 DAO에 대한 지배를 할 수 없었기 때문에 투자자들은 타인에 의한 경영상의 노력에 의존하였다고 판단하였다. 넷째, 실체가 없는 가상자율조직인 DAO가 발행인에 해당하는가에 대해서도, 증권법상 발행인은 법인격 없는 조직도 포함하고 있고, DAO가 제공하는 정보가 투자판단에 중대한 영향을 미쳤으며, 이에 따라 수많은 미국 투자자가 해외에 개설된 ICO 웹사이트에 접속하여 투자를 하였기 때문에 DAO가 발행인에 해당한다고 보았다. DAO와 같이 현실 세계에 존재하는 않는 가상의 조직도 발행인에 해당한다고 적극적으로 해석한 점이 기존의 판단에서 진보한 것으로 보인다. 끝으로, SEC는 토큰이 증권에 해당한다면 토큰을 유통시키는 플랫폼에 대해서도 대체거래시설(ATS)로 등록하여야 함을 명확히 하였다.

미국 증권법상 투자계약증권은 통상, 구체적인 사안에서 일반적인 유형의 증권에 속하지는 않지만, 투자자보호의 목적상 그 경제적 실질(economic reality)이 증권에 해당하면 형식적으로는 증권으로 보이지 않더라도 증권으로 포섭하기 위한 도구적 개념으로 이용되어 왔다. DAO보고서에서 SEC가 밝힌 내용도 DAO토큰에 한정된 판단이다. 하지만 ICO를 통해 발행되는 다양한 유형의 토큰이 투자계약증권에 해당될 수 있고, 따라서 증권규제의 대상이 될 수 있다는 점을 주의시켰다는 점에서, DAO 사례에 대한 SEC의 분석이 의의를 가진다고 평가할 수 있다. 이는, 투자계약증권의 개념이 매우 포괄적이고 탄력적인 개념이어서 DAO 사례에 해당하지 않도록 토큰을 설계한다고 하더라도, 1990년 Reve 판례가 택한 동종유사성기준(family resemblance test)이나 캘리포니아 주가 택하고 있는 위험자본기준(risk capital test) 등에 해당하면 투자계약증권으로 포섭될 수 있는 가능성은 언제나 열려 있기 때문이다.

**평가와 함의**

SEC의 DAO보고서가 발표된 이후 실시된 ICO에서는 DAO 사례를 반면교사로 삼아 미국의 대표적인 사모발행 규정인 Regulation D 506(c)에 따라 사모로 ICO 토큰발행을 진행하는 사례도 등장하였다.<sup>24)</sup> 그리고 미국 투자자들은 투자(기여·기부)에 참여할 수 없다는 문구를 포함하거나, 미국에서 접

24) 예컨대, 2013년 중반 Mastercoin이 최초로 ICO를 시작한 이래 역대 최고의 금액을 모집한 Filecoin은 지난 8월 10일부터 한달간 약 2억 5백만 8천달러(ICO 전 벤처캐피탈 등으로부터 모집한 5,200만달러를 더하면 총 2억 5,700만달러)를 모집하였는데, ICO전문플랫폼인 Coinlist에서 전문투자자를 대상으로 토큰을 모집하였다. 참고로, Coinlist는 SAFT(Simple Agreement for Future Token)라는 표준형 토큰을 개발하여 중개하고 있다. SAFT는 미국의 대표적 액셀러레이터인 Y Combinator가 개발한

속하는 IP를 차단하고 ICO를 진행하는 경우도 있는 등 미국 증권규제의 적용을 회피하기 위한 조치를 취하고 있다. 그러나 단순히 경고 문구를 포함하거나, 미국발 IP주소를 차단한다고 하여 미국 증권법의 적용 대상이 되지 않는다고 단언할 수 있는 것은 아니다. 따라서 가까운 장래에 SEC의 적발 사례가 다시 나올 것으로 보인다.

한편, 우리나라의 자본시장법상 투자계약증권은 미국 증권법의 투자계약증권 개념을 기초로 설계된 것이기 때문에, 한국 투자자를 대상으로 한 ICO 또한 자본시장법의 적용대상이 될 가능성이 높다. 지난 9월 4일 금융위원회 외 10개 관계기관이 공동으로 발표한 가상통화 관련 보도자료<sup>25)</sup>에서도, 향후 지분증권·채무증권 등 증권발행 형식으로 가상통화를 이용하여 자금을 조달하는 행위(ICO)는 자본시장법 위반으로 처벌한다는 내용을 포함하고 있기 때문이다. 자본시장법은 금융투자상품을 투자자가 이익을 얻거나 손실회피를 목적으로 현재 또는 장래의 특정 시점에 금전, 그 밖의 재산적 가치가 있는 것을 지급하기로 약정함으로써 취득하는 권리로 정의한다.<sup>26)</sup> 따라서 미국과 같이 자본시장법상 해석으로도 투자자가 지급하는 것이 금전이 아닌 가상통화여도 가상통화가 재산적 가치를 가지는 이상 ICO로 발행하는 토큰이 금융투자상품 즉, 증권에 해당할 수 있다. 다만, 금융위원회와 금융감독원은 가상통화를 금융(투자)상품으로 보지 않는다.<sup>27)</sup> 따라서 ICO로 토큰 대신 가상통화만을 발행하는 경우에는 금융투자상품을 발행하지 않은 이상 자본시장법의 적용 대상이 아닌 것으로 해석되기 때문에, 별도의 법적 조치가 없는 한 규제의 사각지대가 발생할 우려가 없지 않다. 그러나 금융위원회와 금융감독원이 내린 가상통화에 대한 판단을 보다 긍정적으로 해석한다면, 금융감독당국의 의도는 현행 자본시장법의 해석상 단순한 통화 형태의 가상통화를 금융(투자)상품으로 보기 어렵다는 것이고, 형식적으로는 가상통화이나 그 실질은 DAO 사례의 토큰과 같은 형태의 권리를 포함한 것이라면 표면적으로는 가상통화를 표방하지만, 실질적인 내용을 검토한 후 이를 금융투자상품으로 볼 여지가 높다고 생각된다. 다시 말해, 금융투자상품 여부의 판단시 중요한 것은 용어가 아니라 실질이므로, 가상통화, 기부, 기여라는 단어를 사용한다고 하여 자본시장법의 적용이 배제되지 않는다는 점을 유의할 필요가 있다. 그리고 자본시장법 제2조는 외국에서 이루어진 행위라 할지라도 그 효과가 국내에 미치는 경우에는 자본시장법을 역외적용한다고 규정하므로<sup>28)</sup>, 비영리재단을 스위스 등에 설립하는 경우에도 자본시장법이 적용될 수 있다는 점도 아울러 유념하여야 할 것이다.

투자계약증권의 일종인 SAFE(Simple Agreement for Future Equity)를 모델로 설계한 토큰이다.

- 25) 금융위원회 외 10개 관계기관, 2017. 9. 4, 「가상통화 관계기관 합동 TF」 개최 - 가상통화 현황 및 대응방향, 금융위원회 보도자료.
- 26) 원래 금융투자상품의 정의에서 “재산적 가치가 있는 것”이라는 문구를 포함시킨 것은 파생상품거래에서 금전에 의한 차액결제 뿐만 아니라 현물인도에 의한 결제까지 포함시키기 위한 목적이었으나(김진식·정순섭, 자본시장법, 제3판, 두성사, 58면), 이를 반드시 파생상품거래의 현물인도만으로 한정하여 해석할 필요는 없다고 본다.
- 27) 금융위원회 외 10개 관계기관 보도자료 10면은 “가상통화는...현시점에서 화폐·통화나 금융상품으로 인정하기 어려움”이라고 하고, 금융감독원은 보다 단정적으로 가상통화는 금융투자상품이 아니라고 한 바 있다(금융감독원, 2017. 6. 23, 가상통화 투자 시 유의사항, 보도자료).
- 28) 자본시장법 제2조의 역외적용은 국제사법에 우선하는 특칙(연결점)을 규정하는 성격을 가진다. 따라서 자본시장법 제2조가 적용되지 않는 경우에도 국제사법의 연결원칙에 따라 손해발생지인 대한민국법이 적용될 수 있다.





우리나라 및 미국을 비롯한 세계 각국의 증권규제는 증권사기 등의 자본시장 범죄에 대응해오며 축적된 투자자보호 장치의 제도적 산물이다. 오늘날 빠른 IT 기술발전예 따라 다양한 유형의 자금조달 사례가 나오고 있다. 하지만, 건전한 자금조달 시장의 정착을 위해서는 투자자보호가 전제되어야 한다. 투자자보호 체계가 부재한 시장 즉, 투자자의 희생 위에 터잡은 시장은 지속될 수 없고, 결국은 경제질서에 심각한 영향을 미친다는 것이 지난 100년간의 자본시장이 걸어온 역사가 말해주는 교훈이다. 현재의 ICO 시장은 분산원장기술 체계의 발전을 도모하기 위한 사적 공동체의 단순한 자금모집 수단으로 보기에 는 힘든 수준이 되었고, 그 성격 측면에서도 투기적 시장으로 변질된 것으로 보인다. 건전한 ICO 시장의 형성을 위해 향후 우리 금융감독의 적극적인 대응이 요구되는 시점이다.