

# ICO의 법적 개념 및 각국의 규제동향에 관한 연구

## A Study on the Legal Definition and Recent Regulations of ICO

김 병 연\*  
Kim, Byoung-Youn

### 목 차

- |                       |              |
|-----------------------|--------------|
| I. 들어가며               | IV. 각국의 규제동향 |
| II. ICO의 개념 및 규제필요성   | V. 나오며       |
| III. ICO의 특성 및 자금모집현황 |              |

가상화폐 자체의 법적 성격이 아직 명확히 규정되지 않은 상태에서 가상화폐 내지 토큰을 발행하여 자금을 모집하는 ICO에 대하여 각국 정부의 규제입장은 통일적이지 않다. 가상화폐는 특히 기존의 화폐와 달리 분산원장기술의 형태인 블록체인이라고 하는 새로운 기술을 기반으로 존재하고, 중앙집중적인 데이터의 보관이 아니라 개별 PC 간에 그 거래를 암호형태로 변환하여 보관하도록 함으로써 해킹에 강한 대응력을 가진다는 장점이 있다. 이러한 장점이 있는 반면에, 너무나 다양한 형태의 가상화폐로 인하여 어떠한 것이 증권의 성격을 가지는 것을 대상으로 하는 ICO의 범위에 두어야 하는지를 결정하는 것을 매우 힘들게 만든다는 어려움도 있다.

ICO를 통해 자금모집을 하는 프로젝트들의 내용을 살펴보면, 전문가들조차도 그 내용을 쉽게 이해하기 어려운 측면도 있다. ICO는 기존의 증권규제를 회피하여 자금을 조달하기 위한 수단의 성격이 강하다. 따라서 정확한 정보의 공시가 없으면 일반투자자들을 대상으로 한 사기적인 ICO가 발생할 가능성이 매우 높다. 일반투자자들이 합리적인 투자결정을 내리기는 쉽지 않다는 점을 감안할 때, 투자자보호의 차원에서도 ICO시장에 대한 적극적인 개입이 필요하다. 현재 정부는 ICO를 금지하겠다는 원칙만 세우고 있는데, 어떤 법률

DOI: 10.35148/ilsilr.2019.43.29

투고일: 2019. 5. 31. / 심사완료일: 2019. 6. 10. / 게재확정일: 2019. 6. 21.

\* 건국대학교 법학전문대학원 교수, 법학박사(S.J.D.)

Professor, Konkuk University Law School

에 근거하여 금지되는지에 대한 입장도 불분명한 상태이다.

결국 가상화폐의 ICO에 대하여는 자본시장법상 금융투자상품의 한 유형인 ‘투자계약증권’에 기초하여 규제하는 것을 적극적으로 검토하여야 한다. 금융투자상품에 대한 포괄적 개념정의 및 네거티브 규제시스템을 표방하며 시작했던 자본시장법의 입법취지를 감안한다면 당연히 자본시장법상 ‘투자계약증권’으로 ICO를 규제하는 것이 타당하다. 또 다른 한편으로는 불공정거래 규제의 관점에서 가상화폐를 기초자산으로 하는 파생상품의 거래를 허용함으로써 ICO에 대한 규제를 하는 방안도 고려할 만하다.

**[주제어]** 가상화폐, 암호화폐, 블록체인, 분산원장, 금융투자상품, 투자계약증권

## I. 들어가며

최근 십여 년 동안 2,000종 이상의 다양한 종류의 가상화폐(virtual currency)에 대한 투자금액은 2017년 말 기준으로 전 세계적으로 \$200 billion을 초과할 정도로 세계적인 투자열풍을 몰고 왔다.<sup>1)</sup> 가상화폐는 말 그대로 실물로 존재하지 아니하는 일종의 디지털 자산(digital assets)<sup>2)</sup>의 형태로 존재하는데, 이러한 가상화폐의 거래는 분산원장기술(distributed ledger technology)<sup>3)</sup>의 형태인 블록체인(blockchain)으로 기록된다.<sup>4)</sup> 블록체인이라고 하는 새로운 기술을 기반으로 금융거래 데이터를 처리하고 보관하는 가상화폐의 거래 네트워크는 거래의 과정과 내용을 신속하고 효율적으로 처리하는 것을 가능할

- 1) 2017년 11월 기준으로 대표적인 가상화폐인 비트코인(Bitcoin)과 이더리움(Ethereum)의 시장규모는 각각 \$107.5 billion과 \$30.2 billion 정도를 나타낸 바 있다. Perrie M. Weiner, Esq., Christopher C. Paci, Esq., and Kirby Hsu, Esq., “Cryptocurrencies and ICOs: An SEC enforcement perspective”, 2018WL1060487 (2018) 참조. 그리고 2018년 12월 기준으로 대표적인 가상화폐인 비트코인(Bitcoin)의 시장규모는 전체 가상화폐 시장의 64.5%를 차지하고 있다. <<http://news.kbs.co.kr/news/view.do?ncd=4093524&ref=A>> 참조, 검색일: 2018.12.13.
- 2) 암호형태로 존재하는 디지털자산의 형태는 비트코인과 같은 암호화폐(cryptocurrency) 내지 가상화폐(virtual currency)의 형태로부터 주로 ICO를 통해서 자금을 모집하는 과정에서 발행하는 소위 ‘디지털 토큰(digital tokens)’에 이르기까지 다양한 형태가 있다. ESMA, Advice on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets, Jan. 2019, p.4. 전체적으로 본다면 자금이 모집된다는 점에서는 유사한 면이 있으나, 발행되는 수량이 원칙적으로 제한되는지 또는 증가되는지, 교환가치를 통한 이익획득이 발행목적인지 아니면 자금조달 자체가 목적인지 여부 등에 따라서 차이를 나타낸다.
- 3) 분산원장기술(分散元帳技術)이라 함은 수많은 거래 정보를 기록한 원장을 특정 기관의 서버가 아닌 개별적 데이터 블록으로 만들고, 이를 체인처럼 차례차례 연결하는 블록체인기술을 말한다. 이러한 분산화된 네트워크에서는 참여자(peer)들이 서로 공동으로 기록하고 감시·관리하기 때문에 장부위조가 거의 불가능하다는 점에서 보안성이 매우 뛰어나다.
- 4) 서정호/이대기/최공필, “금융업의 블록체인 활용과 정책과제”, KIF금융리포트 2017-02, 한국금융연구원, 2017, 4쪽.

뿐만 아니라, 정보보관의 안전성과 보안성을 확보하는 장점도 보인다.<sup>5)</sup> 이러한 것을 가능하게 한 것은 가상화폐의 거래를 암호형태로 변환하여 중앙서버가 아닌 분산된 개인 PC에 보관함으로써 가능하게 했다는 특징을 보인다.<sup>6)</sup>

가상화폐(virtual currency)는 각 국가의 중앙은행에서 발행하는 실물형태의 전통적인 일반적인 화폐가 아니라 컴퓨터 등에 정보의 형태로 존재하면서 사이버상으로만 거래되는 일종의 전자화폐<sup>7)</sup>의 형태이다.<sup>8)</sup> 가상화폐에 대한 투자에 대하여 긍정적으로 본다면 또 하나의 투자상품의 등장이지만, 부정적으로 본다면 투기성이 매우 강한 규제받지 않은 시장의 존재라는 의미를 가진다. 문제는 이러한 성격을 가진 가상화폐의 발행과 유통이 아직 법의 규제영역에서 발견되고 있지 않고 그 가치의 변동도 심한 상황이기 때문에 투자자들의 피해가 우려된다는 점이다. 이러한 가상화폐의 발행과 유통에 대하여 각 국가들의 반응은 불법으로 규정하기도 하고, 적법한 규제영역을 설정하기도 하고, 규제하지 않고 있는 등 여러 가지로 나뉘고 있다. 이러한 차이는 가상화폐의 법적 성격에 대하여 아직 명확하게 정리가 되지 않았기 때문이기도 하다.

가상화폐의 발행을 통하여 자금을 모집하는 것이 주식시장에서의 기업공개(Initial Public Offering: IPO)에서의 자금모집 절차와 유사하다고 하여서 ICO(Initial Coin Offering)라고 하기도 하고, IPO와 유사한 방법으로 자금을 모집하는 벤처 캐피탈(venture capital), 크라우드 펀딩(crowdfunding)의 복합체(hybrid)라고 부르기도 한다.<sup>9)</sup> ICO는 실물이 아닌 가상화폐 또는 토큰을 매개로 인터넷상에서 일반 대중으로부터 자금을 조달하는 것이기 때문에 자금공급자인 투자자 입장에서 본다면 매우 높은 투자위험을 부담하는 것이다. 왜냐하면 기존 경제권에서 완전히 인정받지 못하고 있는 대상에 대하여 자신의 자금을 투자하는 것이므로 기존 법의 테두리에서 보호받지 못할 가능성이 크기 때문이다. 그럼에도 불구하고 ICO에 대한 투자자들의 관심은 식을 줄을 모르고 있다. 이하에서

5) Nareg Essaghoolian, "Initial Coin Offerings: Emerging Technology's Fundraising Innovation", *Vol.66 UCLA L. Rev.* 294, 296 (2019).

6) 최지은, "암호화폐 시장 현황 및 블록체인 활용 방안", 디지테크보고서, 2018.7.12., 2쪽.

7) 컴퓨터 상에서 존재한다고 하여 디지털화폐(digital currency)라고도 하며, 암호화기술을 사용한다고 하여 암호화폐(cryptocurrency)라고 불리기도 한다. 이원삼, "가상화폐의 의미와 법적지위", 상사판례연구 제31집 제2권, 한국상사판례학회, 2018, 281쪽; 김동섭, 분산원장기술과 디지털통화의 현황 및 시사점, 지급결제조사자료 2016-2, 한국은행 결제연구팀, 2016, 13쪽.

8) 가상화폐의 가치는 가상화폐를 고안한 사람이 정한 규칙과 당해 가상화폐에 대한 수요에 의해 매겨진다는 점에서 중앙은행이 발권하는 일반적인 화폐와는 차이가 있다.

9) Nate Crosser, "COMMENT: Initial Coin Offerings as Investment Contracts: Are Blockchain Utility Tokens Securities?", *Vol.67 Kan. L. Rev.* 379, 379. (2018).

는 ICO의 개념과 미국, 일본 등의 국가에서의 규제동향에 대하여 살펴본 다음 우리나라의 현황과 앞으로의 규제방향을 제시하여 보기로 한다.

## II. ICO의 개념 및 규제필요성

### 1. ICO의 개념 및 유형

#### 1.1 ICO의 개념

ICO(Initial Coin Offerings)는 새로운 기술 또는 서비스를 개발하기 위해서 블록체인(blockchain)을 기반으로 한 가상화폐(virtual currency) 또는 암호화폐(crypto currency)를 발행함으로써 온라인에서 자금을 모으는 방법을 말한다.<sup>10)</sup> 즉 실물이 아닌 가상화폐 형식의 “코인 또는 토큰(coin or token)”을 발행하는 것인데, 주식을 발행하고 상장하여 자금을 모집하는 것과 유사하기 때문에 주식을 상장하는 IPO(Initial Public Offering)에 비유하여 ICO라고 부르고 있다.<sup>11)</sup> 그러나 IPO에서의 투자자들과 달리, ICO의 경우에는 투자자들이 주주권 행사와 같은 투표권을 가지지는 못한다.<sup>12)</sup> 우리나라의 경우 유가증권시장이나 코스닥시장에 상장하기 위해서는 자기자본 등의 재무구조, 매출액 규모, 이익의 발생규모 등 여러 가지 요건이 요구되고 통상적으로 몇 개월의 시간이 소요되지만, ICO의 경우에는 아직까지 그러한 요건을 요구하는 현행법상 규정이 없고 온라인에서 비교적 단기간에 자금조달과정이 완료된다는 점에서 차이가 있다.<sup>13)</sup> 그리고 ICO는 주로 벤처기업이나 스타트업의 영역에서 이루어진다는 점에서도 차이가 있다.<sup>14)</sup>

ICO는 토큰판매(Token Sale), ITO(Initial Token Offering, 토큰공개), 크라우드세일(Crowd Sale) 등 여러 가지 용어로 불리고 있다.<sup>15)</sup> 이러한 단어적 조합에서 알 수 있듯이

10) Id.

11) 김준영/김계정/문준호, “ICO(Initial Coin Offering)에 대한 주요 이슈 및 시사점”, 증권법연구 제19권 제2호, 한국증권법학회, 2018, 203쪽.

12) Nareg Essaghoolian, 앞의 논문, p.294, 296 (2019).

13) 김준영/김계정/문준호, 앞의 논문, 206쪽.

14) Stan Higgins, “Japanese Billionaire: ICOs ‘Democratize Venture Financing’”, <<https://www.coindesk.com/japanese-billionaire-icosdemocratize-venture-financing>>, 검색일: 2018.12.13.

기업공개를 뜻하는 IPO와 같이 일반 대중으로부터 자금을 모집하지만, 자금공급의 대가로 투자자에게 통상적인 증권을 발행해 주는 것이 아니라 가상화폐나 이와 더불어 프로젝트와 관련된 권리들을 패키지화한 ‘토큰’을 지급한다는 점에서 IPO와 구분된다.<sup>16)</sup> 즉 ICO에 있어서는 가상화폐의 발행에 있어서 현금을 대신하여 비트코인(Bitcoin: BTC) 또는 이더리움(Ethereum: ETH)과 같이 이미 존재하는 디지털 쿠폰(즉, 자금)을 취득하는 대가로 후원자 또는 투자자는 ICO를 행하는 개발자의 제품이나 서비스를 사용할 수 있는 권리(동전 또는 토큰)를 받게 된다.<sup>17)</sup> 문제는 이러한 토큰의 발행이 일반적인 주식의 경우와 달리 블록체인의 네트워크에서의 알고리즘에 따라서 발행된 토큰이 계속 순환되는 경우도 있고 사용할 때마다 소각되기도 하는 등 일정하지 않다는 점이다. 이러한 점은 가치평가의 측면에서는 어려움을 안겨주는 요소이기도 하다. 물론 주식의 경우에도 발행된 후에 소각되는 경우도 있지만, 그러한 경우는 상법상 주주총회의 특별결의와 채권자보호절차를 거치는 등 법의 영역에서는 엄격한 규제가 따른다. 이에 반해, 토큰의 경우에는 본질적으로 채택하는 알고리즘에 따라서 달라지는 것이기 때문에 투자자의 보호에 문제가 발생할 수 있고, 어떠한 절차에 따라서 발행되느냐에 따라서 기존 증권규제의 영역에 포섭될 수도 있다.<sup>18)</sup>

## 1.2 ICO의 유형

법령에 따라 정형화되어 있는 기존의 증권발행과 달리, 현재 가상통화의 종류가 너무 많기도 하거나 ICO의 목적과 그에 따라 발행되는 토큰의 기능이 다양하기 때문에 ICO의 유형화는 매우 어렵다. 가상통화의 기능에 따라 유형화를 하고 있는 스위스의 경우를 예로 들어보면,<sup>19)</sup> 첫째 지급수단형 토큰(payment tokens)이 있는데, 이는 지불수

15) Usman W. Chohan, “Initial Coin Offerings (ICOs): Risks, Regulation, and Accountability”, *University of New South Wales, Canberra School of Business and Economics Discussion Paper*, Nov. 30, 2017, p.1; 백명훈/이규옥, “블록체인을 활용한 ICO의 이해와 금융법상 쟁점”, *금융법연구* 제14권 제2호, 한국금융법학회, 2017, 77쪽.

16) 천창민, “ICO(Initial Coin Offering)의 증권법적 평가와 함의”(이하 ‘천창민 ICO’(주16)이라고 함), *자본시장포커스* 2017-19호, 자본시장연구원, 2017, 1쪽.

17) 이러한 권리에는 단순히 제품 또는 서비스를 사용하거나 개발의 일부가 될 수 있는 능력이 포함될 수 있으며 경우에 따라 수익의 일부분까지도 포함될 수도 있다. Usman W. Chohan, “Initial Coin Offerings (ICOs): Risks, Regulation, and Accountability”, *University of New South Wales, Canberra School of Business and Economics Discussion Paper*, Nov. 30, 2017, p.1.

18) SEC, “Company Halts ICO After SEC Raises Registration Concerns”, <<https://www.sec.gov/news/press-release/2017-227>> 참조, 검색일: 2018.12.14.

단의 기능이기 때문에 발행자에 대하여 특별한 권리를 행사할 수 있는 것은 아니다. 화폐를 발권하는 중앙은행에 대하여 화폐의 소지인이 특별한 권리를 행사할 수 없는 것과 유사하다. 이런 형태의 토큰이 전형적인 가상화폐의 형태라고 할 수 있으며, 비트코인이 그 대표적인 예이다.<sup>20)</sup> 둘째는 서비스이용형 토큰(utility tokens)인데, 블록체인 기반의 인프라를 제공하는 플랫폼에 접근하여 서비스를 이용할 수 있도록 하는 것이다. 이러한 형태를 ‘플랫폼 토큰(platform tokens)’이라고 부르기도 하며, 이더리움이 그 대표적인 예이다. 마지막으로 자산형 토큰(asset tokens)인데, 지분이나 채권과 같이 자산에 대한 권리를 표시하는 것으로서 증권(securities)으로 취급되며, 따라서 이에 대한 ICO도 증권법의 규제대상이 되는 것이다. 이러한 3가지 유형들은 독립적으로 동떨어져서 존재하는 것이 아니다. 비트코인은 금융기관을 거치지 아니하고 개인간(P2P) 결제를 가능하도록 하기 위해 만들어졌지만, 현재는 결제서비스 뿐만 아니라, 다른 가상화폐와의 교환가치는 물론이고 블록체인을 바탕으로 한 서비스 이용에까지 그 이용영역이 확대되고 있다. 또한 서비스이용형 토큰이라 하더라도 투자목적을 가진다고 판단되면 증권으로 취급되며, 현실적으로는 대부분의 플랫폼 토큰이 발행될 때 서비스이용형 토큰보다는 자산형 토큰으로 취급되는 경우가 많다.<sup>21)</sup>

ICO를 행하는 진행주체적인 측면에서 분류하는 입장도 있다.<sup>22)</sup> 첫 번째 유형은 프로젝트의 운영진이 영리기업과 비영리기업을 설립하고, 비영리기업을 통해 자금을 모집하는 방식이다. 이러한 방식은 ICO의 대표적인 것이라고 할 수 있는데, 대규모의 자금모집을 계획하는 경우에 주로 이용되며, 스위스가 대표적인 사례이다. 스위스의 회계 관련 정책과 제도가 가상통화의 회계처리에 적합하고, 절세가 가능하기 때문에 주로 스위스에 비영리기업을 재단 형태로 설립하는 경우가 많은 것으로 알려져 있다.<sup>23)</sup> 비영리재단은 프로젝트의 수행자이면서 운영자인 영리기업과 서비스계약을 맺고 프로젝트를 운영

19) ESMA, Advice on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets, Jan. 2019, p.5.

20) 지급수단형 토큰에 대하여 완성되지 않은 상태에서 프리세일과 같이 미리 ICO를 하는 것에 대하여 이를 증권으로 볼 수 있다는 스위스의 가이드라인에 대하여, ‘수익의 기대’라는 요소가 없으므로 의문을 제기하는 견해도 있다. 성희환, “가상화폐의 공모(ICO)와 상장에 대한 적정 규제방안”, 상사법연구 제37권 제1호, 한국상사법학회, 2018, 70쪽 참조.

21) “FINMA publishes ICO guidelines”, <<https://www.finma.ch/en/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung/>> 참조.

22) 천창민, ICO(주16), 5쪽.

23) 천창민, “글로벌 ICO 규제동향과 시사점”, KCMF 이슈보고서 18-06(이하 ‘천창민 글로벌 ICO’(주23)라고 함), 7-8쪽. 스위스 외에 절세 및 ICO에 대한 우호적 규제환경을 가진 지역은 싱가포르, 홍콩, 지브롤터(영국령) 등이 있다.

하고 수익을 창출하기 때문에 사실상 동일인에 의해 운영되며, 이러한 특성으로 인해 투자계약과 같은 증권의 형태로 취급된다.<sup>24)</sup>

두 번째 유형은 프로젝트의 운영진이 인공지능기술로 가상의 공간에서 미리 설계된 ‘자동화된 프로그램코드’<sup>25)</sup>에 의해 작동되는 ‘탈중앙화된 비법인 가상자율조직 (Decentralized Autonomous Organization: DAO)’<sup>26)</sup>을 이용하여 ICO를 진행하는 방식을 말한다. DAO는 법인격이 없고, 실체가 없는 가상공간에서 프로그램화된 가상조직 내지 단체이기 때문에, 복잡한 사법적 쟁점을 발생시킨다. 즉, DAO는 법적 실체가 없는 존재이기 때문에 사법상 권리능력과 행위능력이 없고 계약의 주체가 될 수 없는 한계를 가지며, 따라서 투자자의 입장에서는 법적 실체가 없는 가상의 존재와 거래를 하는 것이어서 계약의 집행 등과 관련된 법적 책임을 부담할 주체가 누구인지에 대한 논란이 있다.<sup>27)</sup>

끝으로 프로젝트의 운영진이 직접 ICO 관련 웹사이트를 개설하여 자금을 모집하는 방식이다. 이러한 방식은 기존의 증권규제에서 보면 직접공모방식인데, 아직 자본시장에서 평판도가 형성되지 않은 신규회사가 취하기에는 쉽지 않은 방식이다.

## 2. 규제필요성

가상화폐의 발행과 거래가 문제되는 것은 가상화폐의 법적 성격에 대한 명확한 규정이 없는 상태에서 투자자들의 자금이 모집되고 있다는 점이다. 이러한 상황은 우리나라의 기존 금융규제에 비추어보면 일단 유사수신행위에 해당될 가능성이 높고, 자본시장법상 집합투자업 또는 크라우드펀딩 관련규제의 적용가능성도 있다.<sup>28)</sup> 만일 가상화폐의 성격이 자본시장법상 증권이라면<sup>29)</sup> 감독당국에 증권신고서를 제출하여야 하고(자본시

24) 천창민, 글로벌 ICO(주23), 8쪽. 국내기업이 스위스에서 비영리재단을 설립하여 ICO를 한 대표적인 경우가 Boscoin과 현대 BS&C이다. Boscoin은 2017년 8월 국내 최초로 성공한 ICO 사례이며, 5억 개의 코인을 발행하여 약 157억 원의 자금을 모집하였으며, 홍콩의 Kucoin과 영국의 HitBTC에 상장되어 거래되고 있다. 현대그룹 계열사인 현대 BS&C가 발행한 ‘에이치닥’은 2017년말 ICO를 시행하여 약 2,900억 원의 자금을 유치하였다.

25) 이를 ‘smart contract’이라고 한다. Nareg Essaghoolian, 앞의 논문, p.299.

26) 천창민, ICO(주16), 5쪽 참조.

27) 천창민, 글로벌 ICO(주23), 8쪽.

28) 유주선/강현구, “가상통화에 대한 입법적 방안과 법적 쟁점 연구”, 금융법연구 제15권 제1호, 한국금융법학회, 2018, 238쪽.

29) 유주선/강현구, 위의 논문, 239쪽. 자본시장법상 6개의 증권 중 투자계약증권에 해당될 것이다.

장법 제119조 제1항) 투자자들에게도 투자설명서가 교부되어야 하는(자본시장법 제124조 제1항) 등 현행법의 적용이 있어야 함에도 불구하고, 그 법적 성격과 규제 여부에 대한 정부의 입장이 아직 명확하지 않아서 규제영역의 밖에 있다.<sup>30)</sup>

IPO에서 주식을 발행하는 경우 감독당국에 증권신고서를 제출하게 하고 투자자들에게는 사업설명서를 교부하게 하고 있다. 이러한 제도적 장치가 필요한 이유는 검증되지 않은 회사에 투자함으로써 발생할 수 있는 투자위험으로부터 투자자를 보호하기 위함이다. 즉 투자자가 투자결정을 내릴 때 가장 필요한 것은 투자대상에 대한 정확한 정보이다. 현재 ICO에서 투자자들에게 정보제공의 역할을 하는 수단이 소위 ‘백서(white paper)’이다. 가상화폐에 대한 백서는 투자자들에게 유일한 정보제공수단이라고 할 수 있는데, 백서에는 암호화폐의 프로토콜<sup>31)</sup> 구조와 그에 기반하는 플랫폼<sup>32)</sup>의 종류 등 기술적인 내용과 발행하는 암호화폐의 수량과 이익의 분배방식 등 재무사항에 관한 내용을 담고 있다. 그런데, 실제로 이러한 백서의 작성과 그 내용에 대한 법적 기준이 없기 때문에 백서가 담고 있는 정보의 정확성에 대한 객관성을 담보할 수가 없다는 문제점이 있다. 이는 결과적으로 사기적인 ICO로 인하여 피해를 입는 투자자가 발생하는 경우 그에 대한 규제방안이 적절하지 않기 때문에 ICO 시장에 대한 불신으로 이어지게 된다.<sup>33)</sup>

ICO에 대한 규제에 있어서 한국과 중국은 금지형이고 미국은 1933년 증권법상 ‘투자계약(investment contract)’의 개념을 적용하여 적극적으로 개입하고 있고, 스위스, 일본, 싱가포르의 경우에는 가이드라인 정도만 제시하는 방법으로 합법적인 테두리 내에서 취급하고 있는 등 각국의 규제입장이 다르기 때문에 글로벌 ICO의 경우에는 투자자의 보호에 문제가 있는 실정이다. 최근 월스트리트 저널의 조사에 따르면, 2018년 1월부터 7월까지 이루어진 121개의 ICO 중에서 소위 ‘pump and dump’<sup>34)</sup>라고 불리는 시세조종(price manipulation)의 방법으로 인하여 투자자들이 피해를 본 경우가 175개에 달한다는 보도를 한 바 있다.<sup>35)</sup> 하나의 사기사건만 일어나도 충격을 받는 자본시장의 관점에서

30) 김준영/김계정/문준호, 앞의 논문, 208-216쪽; 백명훈/이규옥, 앞의 논문, 84-86쪽 참조

31) 프로토콜(protocol)은 컴퓨터 간에 데이터를 주고받는 통신방법에 대한 규칙을 말하며, 인터넷에서 사용하고 있는 TCP/IP가 대표적인 프로토콜이다.

32) 플랫폼(platform)은 컴퓨터 시스템의 기본이 되는 특정 운영체제를 말하는데, 대표적인 컴퓨터 플랫폼으로 DOS와 MS-Windows가 있다.

33) 김준영/김계정/문준호, 앞의 논문, 207쪽

34) 이것은 가격을 인위적으로 상승시킨 다음 많은 물량을 매각함으로써 이익을 보는 것이기 때문에 자본시장법상 금지되는 시세조종(제176조)의 한 유형이다.

보면, 단기간에 엄청난 수의 사기적 ICO가 발생했다는 사실은 현재의 ICO 시장이 비정상적인 상태로 움직이고 있다는 것을 말해주는 것이며, 투자자 보호를 위한 각국 정부의 적극적인 개입이 필요한 상황이다.<sup>36)</sup> 이러한 상황을 감안해 볼 때 ICO에 대하여 각국의 규제당국이 어떠한 입장을 취하든지 간에 명확한 입장과 법제를 정비하여야만 투자자들의 위험을 감소시키면서 긍정적인 측면에서 ICO 시장의 역동적인 성장을 계속 이어나갈 수 있을 것이다.<sup>37)</sup>

### III. ICO의 특성 및 자금모집현황

#### 1. ICO의 특성

##### 1.1 투자의 대가

기업공개(IPO)는 기업이 필요로 하는 자금을 모집하면서 그 대가로 주식을 발행하여 교부하는 것이다. IPO가 투자자에게 주식을 주는 방식이라면, ICO는 업체가 발행한 가상화폐를 주는 방식으로 진행된다. 실물증권을 발행하지 않고 가상화폐를 대신 주기 때문에 기존의 증권관련법령상 규제가 적용되는지에 관하여 논란이 있다. 결국 가상화폐에 대한 법적 해석에 따라 프로젝트 관련 가상통화 또는 토큰을 증권으로 볼 경우 공모(public offering)에 해당될 가능성이 매우 높다. 만일 그렇다면 자본시장법상 요구되는 증권신고서를 감독당국에 제출하여야 하고 투자자에 대하여도 투자설명서를 교부하여야 할 의무를 발생시킨다.

35) Michael McKee, Traders using “pump and dump” schemes to manipulate cryptocurrency prices, <<https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=b92e6b62-0159-450b-b1d2-bdc4cac08748>>; Sam Bourgi, “CFTC Warns Crypto Investors About Pump-and-Dumps”, <<https://hacked.com/cftc-warns-crypto-investors-pump-dumps/>> 참조, 검색일: 2018.12.14.

36) 정부개입이라고 하는 의미는 정부가 산업의 발전을 선도한다는 것을 의미하는 것이 아니라, 전문적인 금융투자업자에 의해 중개되도록 하는 것을 말한다고 보아야 한다.

37) Usman W. Chohan, “Initial Coin Offerings (ICOs): Risks, Regulation, and Accountability”, *University of New South Wales, Canberra School of Business and Economics Discussion Paper*, Nov. 30, 2017, p.5.

## 1.2 투자로부터의 기대수익

ICO는 형식면에서 증권을 매개로 하지 않는 자금조달 방법이라는 것 외에도, IPO의 경우 발행인이 회사의 실적이나 자금흐름 등을 기초로 하여 자금을 모집하지만, ICO는 아직 구상단계인 프로젝트 관련 사업계획 내지 아이디어만으로 자금을 조달한다는 점에서 차이가 있다. 그런데 어떠한 경우에는 ICO에서 발행되는 가상화폐가 비트코인과 같은 다른 종류의 가상화폐와 교환가치를 가지는 의미가 더 부각되기도 한다.<sup>38)</sup> ICO는 기존의 자본시장에서 자금조달상 어려움이 있는 벤처기업, 스타트업 등이 ICO를 활용하여 자신들의 아이디어를 제시함으로써 자본을 모을 수 있다는 장점을 가진다는 점에서 의미가 있다.

ICO를 통하여 발행되는 일명 ‘코인’에 대하여 주식과 같은 지분의 개념보다는 ‘가상화폐’라는 측면이 주목받고 있고, 투자자들은 가상화폐의 가치가 상승되는 것에 관심이 있을 뿐 정작 ‘코인’을 발행한 기업의 성장에는 무관심하다는 점에서 사모투자에 불과하다고 보기도 한다.<sup>39)</sup> IPO의 경우에도 기업의 성장으로 인한 이익배당에 관심을 갖기 보다는 시세차익에 더 치중하는 면이 있기는 하지만, 시세차익도 기업의 성장과 관련되어 발생하는 것이므로 다른 가상화폐와의 교환으로 인한 가치의 상승을 기대하는 ICO와는 차이가 있다.

## 1.3 모집방식의 차이

ICO에서는 실물증권의 발행을 매개로 하지 않고 증권회사와 같은 기존의 전통적인 중개기관을 통하지 않는다는 점에서 IPO와 차이가 있지만, 주로 ‘인터넷공모’를 통하여 자금조달을 한다는 점에서 크라우드펀딩(crowdfunding)이나 네티즌 펀드(netizen fund) 등의 방식과 본질적으로 유사한 측면이 있다. 크라우드펀딩은 인터넷 등 주로 IT 매체를 통하여 다수의 소액투자자들로부터 모집된 금액으로 창업을 지원하는 등 기업 활동에 필요한 자금을 조달하는 자금모집수단을 말하며 소셜 펀딩(social funding)이라고도 한다. 그러나 크라우드펀딩과 달리 ICO는 암호화폐라는 고도의 기술을 사용하여 자금을 모집

38) ICO에서 투자자는 현금 대신 비트코인이나 이더리움 같은 가상화폐를 업체에 투자하고, 해당 업체가 발행한 가상화폐를 받게 된다. 업체는 투자자로부터 받은 비트코인 등을 현금화해 블록체인 개발에 사용한다.

39) 물론 이러한 측면의 문제점은 현재의 자본시장에도 존재하는 것이기 때문에 가상화폐에 특유한 문제점이라고 보기는 어렵다. <[http://it.chosun.com/site/data/html\\_dir/2017/09/19/2017091985017.html](http://it.chosun.com/site/data/html_dir/2017/09/19/2017091985017.html)>, 검색일: 2018.12.14.

한다는 점에서 차이가 있다.<sup>40)</sup>

한편 기존의 후원형 크라우드펀딩도 주로 자기가 가진 아이디어로 후원금을 모집하고, 아이디어를 구체화한 경우 이를 보상으로 제공하는 형태라는 점에서 유사성이 있다. 그러나 기존의 후원형 크라우드펀딩은 그 대상이 주로 투자자가 이해하기 쉬운 실물 제품이고, 크라우드펀딩을 중개하는 전문중개업체도 존재한다는 점에서, 그리고 크라우드펀딩을 수행하여 자금을 모으는 주체가 명확하다는 점에서 실물에 대한 투자가 아닌 경우가 대부분의 경우인 ICO와는 차이가 있다.

## 2. ICO의 자금모집현황

ICO 전체 시장의 현황을 살펴보면, ICO 건수는 2015년의 경우 7건에 불과하였으나, 2016년 43회, 2017년 343회로 증가하였고, 2018년에는 650건으로 대폭 증가하였다. 금액 면에서도 2015년에는 8.61 million 달러, 2016년 256.41 million 달러, 2017년 5481.97 million 달러, 그리고 2018년의 경우 16,718.01 million 달러로 급격히 증가하였다.<sup>41)</sup> 2013년 중반 Mastercoin이 최초의 ICO를 실시하여 500만 달러의 자금을 조달한 바 있고, 2014년에는 블록체인 플랫폼의 선두주자 중 하나인 이더리움이 ‘이더’라는 암호화폐를 발행하여 1,800만 달러 이상의 자금을 모집하였다. 이 후 2016년 중반에

40) Mike Orcutt, “What the Hell Is an Initial Coin Offering?”, *Mit. Tech. Rev.* Sep. 6, 2017.

<<https://www.technologyreview.com/s/608799/what-the-hell-is-an-initial-coin-offering/>> 참조, 검색일: 2018.12.15.

41) <<https://www.coindesk.com/ico-tracker>> 참조, 검색일: 2019.5.4.



실시된 DAO토큰을 계기로 업계의 주목을 받기 시작하였으며, 2017년부터 급성장하게 되었다.

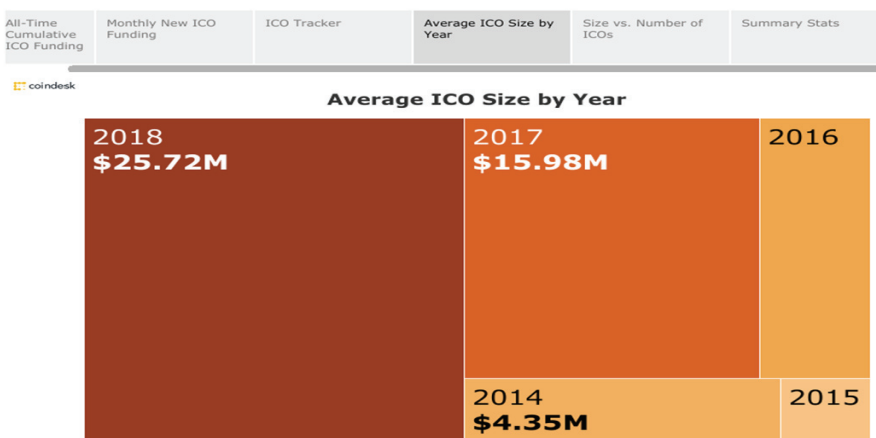
ICO의 평균규모를 보면 2014년에는 4.35 million 달러, 2015년에는 1.23 million 달러, 2016년에는 5.96 million 달러, 2017년에는 15.98 million 달러, 그리고 2018년에는 25.72 million 달러로 점차적으로 증가하고 있는 실정이다.<sup>42)</sup>

## IV. 각국의 규제동향

### 1. 미국의 ICO 규제동향

미국은 ICO에 대하여 기본적으로 허용하는 입장이지만, 연방증권법상 투자계약(investment contract)의 개념을 적용하여 규제하고 있다. 미국 증권거래위원회(The Securities and Exchange Commission: SEC)가 본격적으로 ICO를 규제하기 시작한 대표적인 사례는 2016년의 DAO의 ICO 사례<sup>43)</sup>와 2017년의 Muncie 사례<sup>44)</sup>이다. DAO는 2016년 4월 30일부터 5월 28일까지 ICO를 진행하여 약 1억 5천만 달러를 조달하였는데, SEC는 DAO가 ICO 당시 발행한 토큰이 1933년 증권법 및 1934년 증권거래법상 ‘증권

42) <<https://www.coindesk.com/ico-tracker>> 참조, 검색일: 2019.5.4.



43) Michael Mendelson, “From Initial Coin Offerings to Security Tokens: A U.S. Federal Securities Law Analysis”, 22 *Stan. Tech. L. Rev.* 2019, pp.66-67; 천창민, ICO(주16), 6-7쪽 참조.

44) Michael Mendelson, op. cit., p.71; 성희환, 앞의 논문, 75-76쪽 참조.

(securities)’에 해당됨에도 불구하고 증권신고서를 제출하지 않았기 때문에 연방 증권규제를 위반하였다고 한 사건이다. DAO 사건에서 SEC는 1946년 연방대법원이 SEC v. Howey 사건<sup>45)</sup>에서 확립한 소위 ‘Howey Test’에 근거하여 DAO가 발행한 토큰이 연방증권법상 투자계약(investment contract)<sup>46)</sup>에 해당한다고 보았다. 즉 미국 연방증권법상 투자계약은 형식적인 면에서는 일반적인 증권의 유형에는 속하지 않지만, 투자자 보호의 목적상 그 경제적 실질(economic reality)이 증권의 특성에 해당되면 증권의 범위에 포섭하기 위한 개념으로 이용되어 왔다. SEC는 DAO사건을 통하여 모든 토큰이 투자계약에 해당된다고 본 것이 아니라, 사안별로 검토하여 ICO 토큰이 투자계약에 해당할 수 있으므로 ICO 진행자가 범위반이 되지 않도록 주의하라는 입장을 보였다.<sup>47)</sup>

한편 2017년 12월 11일 SEC는 ICO를 통하여 ‘Munchee App’의 개선자금 천오백만 달러를 공모하려던 Munchee 회사에 대하여 ‘cease-and-desist order’를 발부하였다. 스타트업 회사인 Munchee 회사는 식당에 대한 평가의견을 작성하여 게재하는 ‘Munchee App’의 개선을 통하여 식당에게는 광고의 기회를 주고 ‘ecosystem’의 사용자들에게는 토큰을 이용하여 식당에서 음식과 음료를 살 수 있는 권리를 주고자 하였다. 그런데, 이러한 서비스이용권의 성격을 가지는 유틸리티 토큰(utility token)에 대하여 SEC는 다음의 여섯 가지 이유를 들어서 연방증권법상 증권으로 판단하였다. 즉 ① 토큰이 즉시 사용가능한지 여부, ② 토큰의 가치가 상승될 것이라는 구매자의 기대가 있는지 여부, ③ 기대되는 가치의 상승이 다른 사람의 노력으로부터 비롯되는지 여부, ④ 토큰의 유통시장이 존재하는지 여부, ⑤ ICO 공모가 어떻게 광고되는지 여부, 그리고 ⑥ ICO의 수익이 어떻게 사용되는지 여부이다.<sup>48)</sup> 이러한 기준에 따라 판단해 보면 Munchee가 발행한 유틸리티 토큰은 연방증권법상 투자계약에 해당된다는 것이 SEC의 결정이었다.

결국 미국의 경우 모든 ICO 절차에서 발행되는 토큰이 연방증권법상 당연히 증권의 범주에 포섭되는 것은 아니지만, 연방대법원이 Howey 사건에서 내린 투자계약의 판단기준에 비추어서 연방증권법상 규제가 적용될 수 있다는 입장을 취하고 있다.

45) SEC v. J. Howey Co., 328 U.S. p.293, 1946.

46) Howey Test에 의하면, 투자자들의 투자목적이 공동의 사업을 영위하기 위한 자금의 투자가 있고 오로지 사업자나 제3자의 노력에 의하여 투자된 금전으로부터 수익의 발생이 기대되는 경우에는 연방증권법상 투자계약(investment contract)에 해당한다는 것이다. 자세한 내용은 김병연/권재열/양기진, 자본시장법: 사례와 이론, 박영사, 2017, 54-58쪽 참조.

47) 천창민, ICO(주16), 7쪽.

48) Katherine Cooper, “SEC Munchee Order a Recipe for Securities Violations”, <<https://www.coindesk.com/secs-muncheeorder-recipe-securities-law-violations>> 참조, 검색일: 2019.5.4.

## 2. 스위스

스위스의 연방금융감독기구인 FINMA(Financial Market Supervisory Authority)는 2017년 9월 29일 ICO 규제지침을 발표한 바 있고, 2018년 2월 16일에는 ICO 관련 가이드라인<sup>49)</sup>을 발표하여 ICO에 대하여 투명한 규제지침을 마련하였다.<sup>50)</sup> FINMA 가이드라인에 따르면, 토큰의 경제적 기능과 목적에 따라 ICO를 ① 지급수단형 ICO(Payment ICOs), ② 서비스이용형 ICO(Utility ICOs), ③ 자산형 ICO(Asset ICOs)로 분류하였다. 지급수단형 ICO는 증권으로 보지 않는다고 하면서, 다만 지급수단형 ICO 토큰의 경우 자금세탁방지법상 규제(anti-money laundering regulations)를 받아야 한다고 보았다. 이에 반해 자산형 ICO의 경우 증권규제가 당연히 적용되어 투자설명서 제출요건(prospectus requirement)을 준수하여야 하며, 유틸리티 ICO의 경우 발행되는 토큰에서 부분적으로 또는 전체적으로 보아 경제적인 투자목적이 발견된다면 증권으로 간주한다고 판단하였다.<sup>51)</sup> 그런데, 이 세 가지 유형이 서로 중첩된 혼성형도 가능하며, 그 어느 경우에도 자산형의 특성이 있으면 증권규제가 적용될 수 있다는 입장을 밝혔다. 즉, 형식적으로는 서비스이용형이지만, 발행 시 투자목적を 가지고 있다면 자산형과 같이 증권규제를 적용할 수 있다는 점을 밝힘으로써 감독기관의 개입가능성을 높였다.<sup>52)</sup>

결론적으로 스위스의 경우 ICO를 규제하는 직접적인 법률은 없지만, 사안별로 검토하여 발행되는 토큰의 경제적 기능 및 목적에 따라 자금세탁방지법, 증권규제법 등의 적용을 받을 수 있다는 입장이다.

## 3. 일본

일본의 경우에도 ICO를 직접적으로 규제하는 법률은 없으나, 2017년 4월 자금결제법을 개정하여 가상통화교환업과 관련하여 가상화폐의 거래를 규제대상으로 수용하였다고 보기도 하고,<sup>53)</sup> ICO로 발행되는 토큰이 집단투자스킴(collective investment

49) Kasper Landolt & Matthias Kuert, "Switzerland: FINMA ICO Guidelines", <<http://www.mondaq.com/x/678608/fin+tech/FINMA+ICO+Guidelines>> 참조, 검색일: 2019.5.4.

50) 천창민, 글로벌 ICO(주23), 16쪽.

51) FINMA, "FINMA publishes ICO guidelines", <<https://www.finma.ch/en/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung/>> 참조, 검색일: 2019.5.4.

52) 성희활, 앞의 논문, 78쪽; 천창민, 글로벌 ICO(주23), 17쪽.

53) 김준영/김계정/문준호, 앞의 논문, 218-219쪽; 성희활, 위의 논문, 77쪽.

scheme)의 지분에 해당된다면 유가증권으로 보아 금융상품거래법의 적용대상이 된다고 보고 있다.<sup>54)</sup>

일본 금융청은 2017년 10월 27일 ICO의 구조에 따라 자금결제법상 가상통화규제 및 금융상품거래법상의 증권규제 등이 적용될 수 있다고 하면서, ICO에 대한 투자위험에 대하여 경고하였다.<sup>55)</sup> 즉 ICO를 통해 발행되는 ‘토큰’이 자금결제법상 ‘가상통화’에 해당되면 자금결제법이 적용되어 이러한 토큰의 발행을 업으로 하는 자는 주식회사 형태의 가상통화교환업자로 등록하여야 한다.<sup>56)</sup> 그리고 ICO에서 발행하는 ‘토큰’이 금융상품거래법상 투자로서의 성격을 가지는 경우에는 그 형식이 가상통화라고 하더라도 실질에 따라 금융상품거래법의 적용대상이 될 수도 있다고 보고 있다.<sup>57)</sup>

가상화폐에 대한 일본의 특징은 이중적인 접근을 시도하고 있다는 점이다. 즉 자금결제법의 개정을 통하여 가상통화를 규제하려는 측면과 금융상품거래법상 규제대상으로 규제하려는 측면을 동시에 고려하고 있다는 점이다. 이러한 입장은 시장의 입장에서는 규제당국의 입장 이해에 관한 혼란을 줄 수 있다는 점에서 바람직한지는 의문이다. 이러한 일본의 가상화폐에 대한 태도에 대하여, 자금결제법상 규제를 고려하였다는 점에서 의미가 있다고 보기도 하고,<sup>58)</sup> 자금결제법의 적용범위는 가상통화의 정의에 대한 해석 범위에 그칠 뿐이고, ICO를 염두에 둔 규제체계가 아니기 때문에 큰 의미를 부여할 필요는 없다고 보는 견해도 있다.<sup>59)</sup>

#### 4. 싱가포르

싱가포르 MAS(Monetary Authority of Singapore)는 2014년 3월 ICO에 해당되는 디지털 토큰의 공모에 대하여 통상적인 증권으로 보기 힘들기 때문에 규제대상으로 삼지 않는다고 한 바 있다. 그런데, 만일 디지털 토큰이 ① 회사에서 소유권을 나타내는 지분, 회사의

54) 김준영/김계정/문준호, 위의 논문, 221쪽.

55) 천창민, 글로벌 ICO(주24), 17쪽.

56) 권용수, “가상통화의 합리적 규제 방안에 관한 고찰”, 일감법학 제39호, 건국대학교법학연구소, 2018, 99쪽; 김준영/김계정/문준호, 앞의 논문, 218-219쪽; 천창민, 글로벌 ICO(주24), 17쪽. 이러한 일본의 태도는 미국이나 유럽 국가들과 같이 개별 사안별로 특정 토큰의 구조가 자금결제법상의 가상통화의 정의에 해당하면 가상통화교환업자 규제가 적용된다고 밝혔다는 점에서 의의가 있다. 천창민, 글로벌 ICO(주24), 18쪽 참조.

57) 천창민, 글로벌 ICO(주23), 18쪽.

58) 권용수, 앞의 논문, 98쪽.

59) 천창민, 글로벌 ICO(주23), 18쪽.

토큰 보유자의 책임 및 회사 내의 다른 토큰 소유자와의 상호 약정, ② 토큰 소지자가 발행인에게 빌려주는 돈과 관련하여 디지털 토큰 발행인의 채무를 구성하거나 부채의 증거가 되는 경우, 또는 ③ 집합투자기구(CIS)에서 CIS의 권리 또는 이익을 나타내는 단위 또는 그러한 권리 또는 이익을 취득할 수 있는 옵션에 해당하는 경우에는 증권법의 규제대상이 될 수 있다고 하였다.<sup>60)</sup> 즉 ICO가 싱가포르에서 활성화되기 이전의 경우에는 싱가포르 감독당국의 태도는 시장에서의 ICO를 다소 관망하는 태도였다.<sup>61)</sup>

한편 디지털 토큰에 대한 거래가 점차적으로 증가되고 가상화폐 거래와 관련하여 글로벌 자금이 몰려들자, 싱가포르 MAS는 2017년 8월 1일 디지털 토큰에 대한 가이드라인을 발표하였다. 이에 따르면 디지털 토큰이 증권법<sup>62)</sup>상 금융투자상품에 해당된다면 디지털 토큰의 공모발행은 증권법의 규제를 준수하여야 한다는 것이다.<sup>63)</sup> 물론 기존의 증권법상 면제는 디지털 토큰의 공모에도 그대로 적용된다. 즉 지난 12개월 동안의 모집 금액이 500만 싱가포르 달러를 초과하지 않거나, 지난 12개월 동안 50인을 초과하지 않거나 또는 기관투자자나 자위능력 있는 투자자(accredited investors)에 대한 사모인 경우에는 신고서 면제가 해당된다.<sup>64)</sup> 2019년 1월 25일 MAS는 한 건의 ICO에 대하여 증권법상 면제가 적용되지 않는다고 결정하고, 따라서 투자설명서를 제출하지 않았다고 하여 모집절차를 중지한 바 있다.<sup>65)</sup>

## 5. 한국

한국의 경우 2017년 12월 금융위원회와 법무부는 가상화폐의 ICO거래에 대하여 사행성 투기거래가 과열되고 있다고 하면서 ICO에 대하여 부정적인 입장을 표명하였다.<sup>66)</sup>

60) Charltons Quantum, "Regulation of Cryptocurrency and Initial Coin Offerings (ICOs) in Singapore", <<https://charltonsquantum.com/regulation-cryptocurrency-initial-coin-offerings-ico-singapore/>>, 검색일: 2019.5.4.

61) 천창민, 글로벌 ICO(주23), 19쪽.

62) Securities and Futures Act (Cap. 289)와 Financial Adviers Act (Cap. 110)을 말한다.

63) MAS, A Guide to Digital Token Offerings, 30 November 2018, p.2.

64) Fintechnews Singapore, "Singapore Financial Regulator Releases Updated Guide for ICOs", <<http://fintechnews.sg/26757/blockchain/singapore-guide-ico/>>, 검색일: 2019.5.4.

65) Jamie Lee, "MAS halts ICO over public LinkedIn advertisement", <[https://www.businesstimes.com.sg/companies-markets/mas-halts-ico-overpublic-linkedin-advertisement-0?utm\\_source=emarsys&utm\\_medium=email&utm\\_campaign=BT\\_Breakfast\\_Brief&utm\\_term=MAS+halts+ICO+over+public+LinkedIn+advertisement&utm\\_content=25%2F01%2F2019](https://www.businesstimes.com.sg/companies-markets/mas-halts-ico-overpublic-linkedin-advertisement-0?utm_source=emarsys&utm_medium=email&utm_campaign=BT_Breakfast_Brief&utm_term=MAS+halts+ICO+over+public+LinkedIn+advertisement&utm_content=25%2F01%2F2019)>, 검색일: 2019.5.4.

66) 금융위원회 보도참고자료 및 법무부 보도자료, 2017년 12월 4일 금융위원회 보도참고자료 및 법무부 보도자

그럼에도 불구하고 가상통화 가격 상승 및 거래가 급증한 2017년 하반기부터 2018년 상반기에 19건의 ICO 사례가 발견되었고, 평균 조달금액은 333억 원에 달하였는데, ICO를 완료한 모든 회사의 가상화폐의 가격은 하락하였다.<sup>67)</sup> ICO에 대한 정부의 부정적인 태도 표명이 있음에도 불구하고 가상화폐에 대한 투자자들의 관심이 지속되고 ICO 사례가 있는 이유는 정부의 입장 발표 이후 후속적인 규제조치가 없기 때문이다.

정부의 규제정책이 명확하게 나오지 않는 상황에서 일어나는 ICO에 있어서는 투자자의 권리가 제대로 보호받지 못하게 될 우려가 존재한다. 실제로 과거 실시된 ICO와 관련하여, 신규 가상화폐의 증권성 여부를 판단하기 위해 ICO를 실시하는 회사들에 대하여 이익배당 및 의결권의 행사 등의 권리가 투자자에게 부여되는지 질의한 바 있는데, 답변서를 제출한 13개사 모두 가상화폐 투자자에게 부여된 권리는 없다는 취지로 답변하였다.<sup>68)</sup> 그리고 ICO와 관련하여 발행된 백서(white paper)의 내용에도 일부 발행회사(22사중 7사)는 투자자에게 어떠한 권리도 부여되지 않는다고 백서에 기재하였고, 발행회사가 ICO 과정에서 선채굴 보유하고 있거나, 수수료 명목으로 수취한 신규 가상화폐를 플랫폼 참여자에게 지급한다고 기재한 사례는 다수 있었다.<sup>69)</sup>

금융감독원은 2018년 9월부터 11월까지 국내의 블록체인기술개발을 하는 22개의 회사를 대상으로 실태점검을 실시한 바 있다. 이에 따르면 국내 기업들은 정부의 ICO 금지방침을 우회하여 싱가포르 등 해외에 페이퍼 컴퍼니를 설립하여 형식만 해외 ICO 구조로 진행하였다.<sup>70)</sup> 이러한 현실은 해외에서 실시한 ICO이지만, 사실상 국내 투자자를 통한 변칙적인 자금모집이라고 할 수 있다.<sup>71)</sup> 이렇듯 규제가 미비한 현재의 상황은 ICO와 관련된 회사들에 대한 중요한 정보<sup>72)</sup>가 공개되지 않아 투자자들이 정확한 투자판

료, “향후 대응방향 점검을 위한 가상통화 관계기관 합동 TF 개최”, 2017.12.4, 참고.

67) 2018년말 기준 18사의 가상화폐 가격은 평균 67.7% 하락하였다.

| 하락율 | △10%~△30% | △40%~△60% | △60%~△80% | △80%~△100% |
|-----|-----------|-----------|-----------|------------|
| 회사수 | 3사        | 3사        | 4사        | 8사         |

출처: 2019년 1월 31일 국무조정실 및 국무총리비서실 보도자료, “ICO 실태조사 결과 및 향후 대응방향”, 7쪽.

68) 국무조정실 및 국무총리비서실 보도자료, “ICO 실태조사 결과 및 향후 대응방향”, 2019.1.31., 8쪽.

69) 위의 국무조정실 및 국무총리비서실 보도자료 8쪽.

70) 위의 국무조정실 및 국무총리비서실 보도자료 2쪽.

71) ICO를 통한 자금모집은 모두 2017년 하반기 이후 진행되었고, 총 규모는 약 5,664억 원, 1개사 평균 330억 원 수준으로 나타났다. 300억 원 이상은 4개 회사, 300억 원~100억 원은 8개 회사, 100억 원 미만은 5개 회사이다.

72) 회사 개발진 현황과 프로필, 프로젝트 진행경과, 모집자금 사용내역 등에 대한 정보가 제대로 공개되지 않는

단을 내리기 어려운 현실이고, 이는 결국 투자자들의 피해가 우려되는 상황을 초래하게 될 위험성이 있다.

## V. 나오며

이상에서 ICO의 법적 개념과 주요국의 규제동향에 대하여 살펴보았다. 현재 ICO를 명시적으로 금지하는 입장은 우리나라와 중국<sup>73)</sup>의 경우이다. 다른 나라들의 경우 규제 정도의 차이만 있을 뿐 기본적으로 ICO를 통해 발행하는 가상화폐나 토큰의 경제적 기능을 사안별로 분석하여 증권으로서의 성질이 있는 경우에는 기존의 증권규제를 적용하고 있다.<sup>74)</sup>

ICO는 기존의 증권규제를 회피하여 자금을 조달하기 위한 수단의 성격이 강하기 때문에 정확한 정보의 공개가 이루어지지 않는다면 일반투자자들을 대상으로 한 사기적인 ICO가 발생할 가능성이 매우 높다.<sup>75)</sup> ICO를 금지하는 정부의 방침으로 인하여 국내 기업들은 ICO에 우호적인 국가에 재단이나 법인을 설립하고 있는 실정인데, 이러한 상황이 지속된다면 국내자금의 해외유출로 인하여 국내 자본시장에 부정적인 영향을 끼칠 수 있고, 해외에서 모금된 투자자금을 실제 가상화폐 개발을 진행하기 위하여 국내로 들여올 때 외환규제 및 세법상 문제를 야기할 수도 있다.<sup>76)</sup>

한편 현재 정부는 ICO를 금지하겠다는 원칙만 세우고 있고 어떤 법률에 근거하여 금지되는지에 대한 입장도 불분명한 상태인데,<sup>77)</sup> 이는 바람직하지 않다. 그런데 ICO를 통해 자금모집을 하는 프로젝트들의 내용을 살펴보면, 전문가들조차도 그 내용을 쉽게 이해하기 어려운 측면도 있기 때문에 일반투자자들이 합리적인 투자결정을 내리기는 쉽지 않다는 점을 감안할 때, 투자자보호의 차원에서도 ICO시장에 대한 적극적인 개입이

---

경우가 많았다. 앞의 2019년 1월 31일 국무조정실 및 국무총리비서실 보도자료 10쪽.

73) 중국의 경우에도 2017년 인민중앙은행을 비롯하여 규제당국은 토큰발행의 자금조달 위험방지에 관한 공고(关于防范代币发行融资风险的公告)를 발표하여 중국 내의 ICO를 전면 금지하는 명령을 발표한 바 있다.

74) 가상화폐는 금융규제적 측면에서도 접근되는데, 자금세탁방지의 면에서 접근하여 규제하고 있다. MAS, A Guide to Digital Token Offerings, 30 November 2018, p.7.

75) 천창민, 글로벌 ICO(주23), 21쪽.

76) 김준영/김계정/문준호, 앞의 논문, 225쪽.

77) 김준영/김계정/문준호, 위의 논문, 225쪽.

필요하다.<sup>78)</sup>

결국 금융투자상품인 증권의 성격을 가지는 가상화폐의 ICO에 대하여는 자본시장법상 ‘투자계약증권’에 기초하여 규제하는 것을 적극적으로 검토하여야 한다. 금융투자상품에 대한 포괄적 개념정의 및 네거티브 규제시스템을 표방하며 시작했던 자본시장법의 입법취지<sup>79)</sup>를 감안한다면 당연히 자본시장법상 ‘투자계약증권’으로 ICO를 규제하여야 한다고 본다. 또 다른 한편으로는 불공정거래 규제의 관점에서 가상화폐를 기초자산으로 하는 파생상품의 거래를 허용함으로써 ICO에 대한 규제를 하는 방안도 고려할 만하다. 이러한 방법은 특별히 제한이 없는 기초자산의 범위를 생각한다면, 가상화폐의 파생상품거래에 대한 불공정거래 규제를 가능하게 하기 때문에 규제당국의 적절한 대처가 적시에 가능하다는 장점이 있기 때문이다.<sup>80)</sup>

78) 천창민, 글로벌 ICO(주24), 21쪽.

79) 김병연/권재열/양기진, 자본시장법: 사례와 이론, 박영사, 2017, 33쪽. 즉 현재 자본시장법상 해석으로도 투자가 지급하는 것이 금전이 아닌 가상화폐이고 그것이 재산적 가치를 가지는 이상 ICO로 발행하는 토큰은 금융투자상품에 해당된다고 보아야 한다.

80) 성희환, 앞의 논문, 94쪽.

## 참고문헌

### 1. 단행본

- 김동섭, 분산원장기술과 디지털통화의 현황 및 시사점, 지급결제조사자료 2016-2, 한국은행 결제연구팀, 2016.
- 김병연/권재열/양기진, 자본시장법: 사례와 이론, 박영사, 2017.
- 서정호/이대기/최공필, 금융업의 블록체인 활용과 정책과제, 한국금융연구원, 2017.
- 천창민, 글로벌 ICO 규제동향과 시사점, KCMi 이슈보고서 18-06, 2018.
- 최지은, 암호화폐 시장 현황 및 블록체인 활용 방안, 디지에코보고서, 2018.

### 2. 학술지

- 권용수, “가상통화의 합리적 규제 방안에 관한 고찰”, 일감법학 제39호, 건국대학교 법학연구소, 2018, 83-126쪽.
- 김준영/김계정/문준호, “ICO(Initial Coin Offering)에 대한 주요 이슈 및 시사점”, 증권법연구 제19권 제2호, 한국증권법학회, 2018, 199-231쪽.
- 백명훈/이규옥, “블록체인을 활용한 ICO의 이해와 금융법상 쟁점”, 금융법연구 제14권 제2호, 한국금융법학회, 2017, 73-118쪽.
- 성희환, “가상화폐의 공모(ICO)와 상장에 대한 적정 규제방안”, 상사법연구 제37권 제1호, 한국상사법학회, 2018, 63-103쪽.
- 유주선/강현구, “가상통화에 대한 입법적 방안과 법적 쟁점 연구”, 금융법연구 제15권 제1호, 한국금융법학회, 2018, 213-243쪽.
- 이원삼, “가상화폐의 의미와 법적지위”, 상사판례연구 제31집 제2권, 한국상사판례학회, 2018, 279-308쪽.
- 천창민, “ICO(Initial Coin Offering)의 증권법적 평가와 함의”, 자본시장포커스 2017-19호, 1-9쪽.
- Nareg Essaghoolian, “Initial Coin Offerings: Emerging Technology’s Fundraising Innovation”, *Vol.66 UCLA L. Rev.*294 (2019), pp.296-343.

- Nate Crosser, “COMMENT: Initial Coin Offerings as Investment Contracts: Are Blockchain Utility Tokens Securities?”, *Vol.67 Kan. L. Rev.* 379, (2018), pp.379-422.
- Michael Mendelson, “From Initial Coin Offerings to Security Tokens: A U.S. Federal Securities Law Analysis”, *22 Stan. Tech. L. Rev.* (2019), pp.52-94.
- Usman W. Chohan, “Initial Coin Offerings (ICOs): Risks, Regulation, and Accountability”, *University of New South Wales, Canberra School of Business and Economics Discussion Paper* (Nov. 30, 2017), pp.1-6.

### 3. 기타자료

- 국무조정실 및 국무총리비서실 보도자료, “ICO 실태조사 결과 및 향후 대응방향”, 2019.1.31.
- 금융위원회 보도참고자료 및 법무부 보도자료, “향후 대응방향 점검을 위한 가상통화 관계기관 합동 TF 개최”, 2017.12.4.
- ESMA, Advice on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets (Jan. 2019).
- MAS, A Guide to Digital Token Offerings, 30 November 2018.
- Mike Orcutt, “What the Hell Is an Initial Coin Offering?”, *Mit. Tech. Rev.* (Sep. 6, 2017), <<https://www.technologyreview.com/s/608799/what-the-hell-is-an-initial-coin-offering/>>, 검색일: 2019.5.4.
- Perrie M. Weiner, Esq., Christopher C. Paci, Esq., and Kirby Hsu, Esq., “Cryptocurrencies and ICOs: An SEC enforcement perspective”, 2018WL1060487.

## [ Abstract ]

## A Study on the Legal Definition and Recent Regulations of ICO

Kim, Byoung-Youn\*

ICO is a means to raise funds by avoiding existing securities regulations, so it is highly probable that fraudulent ICOs for general investors will occur unless accurate information disclosure is made. Due to the government's policy to prohibit ICOs, domestic companies have established foundations or corporations in countries that are friendly to ICO. If this situation persists, it could have a negative impact on domestic capital markets due to the outflow of domestic funds, it may cause foreign exchange regulation and taxation problems when foreign invested funds are brought into the country to proceed with actual virtual currency development. Given the fact that it is difficult for experts to make a reasonable investment decision because it is difficult to understand the content easily, it is not easy for the experts to understand the contents of projects that are funded through ICO.

In the end, the ICO should actively review the regulations on the basis of “investment contract securities” in the Capital Markets Act. Considering the legislative intent of the Capital Markets Act which started out as a comprehensive concept definition of financial investment products and a negative regulatory system, it should be regulated as ‘investment contract securities’ under the Capital Markets Act. On the other hand, from the viewpoint of regulation of unfair trade, it is also possible to consider the regulation of ICO by permitting the trading of derivatives with virtual currency as an underlying asset. In other words, this method is advantageous because it can regulate the unfair transaction of the derivative of the virtual currency if the scope of the underlying asset is not limited.

[Key Words] virtual currency, cryptocurrency, blockchain, distributed ledger technology, financial investment product, investment contract

---

\* Professor, Konkuk University Law School