

IEO의 도입 필요성과 자율규제의 역할*

Introduction of IEO and Self Regulation

김 병 연**
Kim, Byoung Youn

목 차

- | | |
|---------------------------|-------------------------|
| I. 들어가며 | IV. IEO의 도입과 자율규제기관의 역할 |
| II. 가상자산과 가상자산을 통한 자금의 모집 | V. 나오며 |
| III. IEO의 의의 및 도입 필요성 | |

가상자산은 투자대상자산으로의 성격과 법정통화의 일부 기능을 대체하는 등 복합적인 특성이 있다. 따라서 투자 및 자금모집으로 본다면 자본시장법의 적용 대상이, 법정통화의 지급기능을 중심으로 본다면 한국은행법이나 특정금융정보법의 적용 대상이 될 것이다.

가상자산이 발행되고 거래되는 과정에서 발생하는 투자자의 이해관계를 보호하기 위해서는 여러 가지 점을 고려하여야 한다. 먼저 가상자산의 법적 성격에 대하여 국제적인 기준을 반영한 국내 관련 법령이 정비되어야 한다. IEO는 거래소가 어떠한 형태로든지 가상자산의 발행에 관여한다는 것을 의미한다. 시장이 존립하고 지속적인 성장을 위해서는 투자자 보호장치가 법 제도적으로 마련되는 것이 필수적이며, 이는 가상자산 시장에서도 마찬가지이다. 이것이 바로 IEO의 형태가 ICO의 대안으로 거론되는 이유일 것이다. 결국 ‘발행’과 ‘상장심사’의 2가지 절차에서 거래의 안정성을 높여줄 법 제도적 수단이 필요하다.

첫째, 가상자산 발행을 통한 자금모집에 있어서 법률전문가 또는 가상자산거래소의 의견을 첨부한 투자설명서를 공적 규제기관에 제출하여 수리되는 형식이 필요하다.

<https://doi.org/10.35148/ilsilr.2022..53.23>

투고일: 2022. 12. 5. / 심사완료일: 2022. 12. 21. / 게재확정일: 2022. 12. 25.

* 이 논문은 2020년도 건국대학교 KU학술연구비 지원에 의한 논문임

** 건국대학교 법학전문대학원 교수

Professor of Law, Konkuk University Law School

둘째, 가상자산거래소는 블록체인 프로젝트를 이용하여 자금모집을 하는 자가 백서(white paper)나 중요한 정보가 기재된 서류를 제출받아 심사함으로써 암호화폐의 발행·판매가 되도록 중개의 역할을 담당하고 동시에 상장심사 후 거래되도록 하는 IEO의 기능을 담당하는 방안을 제안한다. 여기서 가상자산거래소가 가상자산의 발행·판매를 동시에 한다는 것은 자본시장법의 경우로 보면 거래소와 금융투자업자의 지위를 겸하도록 하는 것인데, 이것은 특정금융정보법에서 가상자산사업자라고 하는 넓은 개념 속에 가상자산업 모두를 담고 있는 상황에서 선택할 수 있는 하나의 선택지이다. 한편 가상자산사업자 중에서 가상자산거래업자를 분리하여 별도의 인가나 등록제도를 통하여 판매와 주문 대행의 역할을 하도록 하는 것도 생각할 수 있을 것이다. 가상자산거래소와 가상자산거래업자를 구분하는 방식은 금융기관의 실명계좌를 취득하지 못한 기존의 가상자산거래소를 거래업자로 전환하는 효과를 가져올 수 있고, 이로써 전문성의 강화 내지 일반 투자자의 접근성을 높여 투자자 보호 효과도 가져올 수 있다.

셋째, 자율규제시스템을 마련하여 가상자산시장의 건전성을 높이는 방안이다. 가상자산시장에서 자율규제의 마련은 크게 2가지 측면에서 접근할 수 있다. (1) 금융기관의 실명계좌를 취득한 가상자산거래소가 공동으로 규제 전담 기관을 설립하면서, 기존의 가상자산거래소와는 독립성을 가지도록 하는 방법이고, (2) 가상자산거래소와 가상자산거래업자를 구분하고 양자 간에 회원제 거래소 형식을 취하도록 하면서 거래소는 시장개설자와 규제자의 입장에서, 거래업자는 발행과 판매를 대행하는 형식이다. 전자는 가상자산거래소로부터의 독립성 확보가 매우 중요한 관건이며, 생각해 볼 수 있는 모델로는 미국의 FINRA(과거 NASD)와 같은 규제 전담 기관이 있다. 가상자산거래소와 거래업자를 분리하는 후자의 형식은 자본시장법상 시장구조와 유사하여 안정적인 제도로 보일 수 있지만, 난립하고 있는 군소 가상자산거래소의 실정을 생각한다면 현재 채택할 수 있는 대안이 되기는 힘든 측면이 있다. 오히려 특정금융정보법상 금융거래정보의 확인을 통한 시장의 건전성 확보라는 목적을 달성하기 위해서는 전자의 방법으로 운영하는 것이 현재 시점에서는 더 적절하다고 본다. 금융기관의 실명계좌를 취득하지 못한 군소 가상자산거래소는 단순 거래업자로 전환하여 판매 대행의 역할을 하도록 하는 방법은 가능할 것이다.

【주제어】 가상자산, 암호화폐, 블록체인, 분산원장, 자율규제, 비트코인, 이더리움, 토큰, IEO, ICO, IDO

I. 들어가며

경제환경의 변화와 더불어 권리의 표현방식과 그 권리의 거래관계를 둘러싼 법리에도 큰 변화가 일어나고 있다. 권리의 표현방식은 권리가 객관적으로 인식되는 것에서 시작하여 무형의 권리를 유형의 종이에 화체(化體)하는 소위 유가증권¹⁾의 법리로 발전하였

다. 유가증권의 유통이 급속도로 증가하면서 유가증권의 도난·훼손을 비롯한 관리비용이 증가하자, 이를 해결하기 위하여 증권집중예탁제도를 통한 무권화(無權化) 제도가 생겨났다. 그러나 집중예탁제도의 운영도 결국은 실물증권의 존재를 전제로 하는 것이기 때문에 잠재적인 비용 지출의 가능성은 여전히 있었다. 이와는 별개로 금융실명제로 시작된 투명한 금융거래사회의 출발은 무기명증권이 존재하는 자본시장에서의 거래 투명성을 높임으로써 완전한 의미의 금융실명제 완성 필요성도 있었다. 이러한 변화의 마침표는 2019년 소위 ‘전자증권제도’의 도입을 통한 완전한 무권화²⁾로 달성되었다고 할 수 있다.

한편 증권상 권리의 발생과 이전 등의 권리의 변동을 효율적으로 관리하기 위해서는 중앙집중시스템이 필요한데, 거래 체결을 위한 증권거래소(exchange)와 청산·결제 위한 중앙예탁기관의 존재가 대표적이다. 그런데, 전산시스템에 대한 해킹기술이 발달하면서 거래정보 보관의 안정성을 높이기 위해서 소위 분산원장기술(distributed ledger technology: DLT)³⁾을 이용하는 독립된 플랫폼⁴⁾이 나타나게 되었다.

실물로 존재하는 재산권을 근거로 이야기되던 유가증권 내지 ‘증권등’⁵⁾에서 더 나아가 경제적 가치의 존재 유무를 기준으로 하여 실물의 이동이 아닌 가상의 공간에서

- 1) 유가증권은 권리의 발생·행사·이전의 전부 또는 일부에 증권 소지를 필요로 하는 것을 말하며, 그 전부에 증권 소지가 필요한 완전유가증권(어음과 수표가 대표적인 예)과 일부에 증권 소지가 필요한 불완전유가증권(주권이 대표적인 예)으로 나누어진다.
- 2) 완전한 무권화는 2019년부터 시행되고 있는 주식·사채등의 전자등록에 관한 법률에 따라 달성되었는데, ‘전자증권’ 제도는 실물증권의 존재로 오해할 여지가 있으므로 ‘증권등의 전자적 등록제도’라고 하는 것이 더 정확한 표현이라고 본다.
- 3) 분산원장기술(分散元帳技術)이라 함은 수많은 거래정보를 기록한 원장을 특정한 중앙등록기관의 서버가 아닌 개별적인 데이터 블록으로 만들고, 이를 체인처럼 차례차례 연결하는 블록체인기술을 말한다. 김병연, “ICO의 법적 개념 및 각국의 규제동향에 관한 연구”, 일감법학 제43호, 건국대학교 법학연구소, 2019, 30쪽 각주 3).
- 4) 이러한 독립된 플랫폼을 운영하는 사업자를 ‘암호화폐거래소’, ‘가상자산거래소’, ‘가상자산거래업자’, ‘코인거래소’, ‘가상자산사업자’ 등으로 불리고 있다. 여기에서는 각 파트별 적절한 용어를 불규칙적으로 선택하여 사용하였고, 이에 대하여 그 구체적 의미에 차이가 있는 것은 아니다. 특정 금융거래정보의 보고 및 이용 등에 관한 법률(이하 ‘특정금융정보법’이라 함)에서는 ‘가상자산거래업자’로 명하고 있으며, IEO에 있어서 ‘Exchange’의 의미로서는 가상자산거래업자보다는 거래소의 의미를 살려 ‘암호화폐거래소’ 또는 ‘가상자산거래소’로 부르는 것이 이해를 돕기에 용이하다. 포괄적인 의미에서 특별히 구별할 경우가 아니라면 여기에서는 가상자산거래소로 칭하기로 한다.
- 5) 기존의 증권거래법, 선물거래법, 간접투자자산운용업법, 신탁업법, 종합금융회사에 관한 법률, 한국증권선물거래소법을 통합하여 2007년 8월에 제정, 2009년 2월부터 시행되고 있는 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 ‘자본시장법’이라 함)은 기존의 유가증권이라는 개념에서 발전하여 다양한 권리형태를 포함한다는 의미에서 ‘증권등’이라는 표현을 사용하고 있다.

존재하고 거래되는 가상자산⁶⁾시장이 등장하였다. 기존의 법정화폐의 지불기능을 대체하는 현상으로 나타난 비트코인(BitCoin), 이더리움(Ethereum)과 같은 소위 가상자산시장의 폭발적인 성장은 가상자산의 재산적 가치의 평가 기준, 가상자산의 안정적인 관리 및 보관의 문제도 촉발시킨 반면, 가상자산의 매도·매수, 교환, 이전, 보관 또는 관리와 이를 중개, 알선하거나 대행하는 것을 영업으로 하는 가상자산사업자⁷⁾라고 하는 새로운 영역도 출현하게 하였다. 블록체인(Blockchain) 기술과 분산원장(DLT) 기술로 대변되는 가상자산에 대한 중앙집중적인 관리와 통제가 가상자산시장의 성장을 따라가지 못하다 보니 루나사태,⁸⁾ FTX사태,⁹⁾ 위믹스의 폭락과 상장폐지 논란¹⁰⁾ 등의 혼란¹¹⁾을 가져오기도 한다. 이에 따라 각국의 금융감독당국은 가상자산을 통한 자금의 모집, 가상자산거래소의 규제에 집중하고 있다.¹²⁾

문제는 가상자산에 대한 규제법률도 정립되지 않은 상태라는 점이고, 이것은 가상자산에 대한 통일적인 법적 정의도 되어 있지 않다는 것과 가상자산의 특성상 국제간 거래가 많기 때문에 각국의 입장이 다른 탓이기도 하다.¹³⁾ 가상자산은 투자대상자산으로의 성격과 법정통화의 일부 기능을 대체하는 등 복합적인 특성을 가지고 있다. 국내적으로 본다면 투자 및 자금모집에 대한 규제법률인 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 ‘자본시장법’이라 함)의 적용 대상이 될 것이고, 법정통화의 지불기능을 중심으로 접근한다면 한국은행법이나 특정금융정보법의 적용이 검토될 것이다.¹⁴⁾

이하에서는 먼저 가상자산과 암호화폐를 둘러싼 개념 정의의 문제를 검토한다. 그리고 투자와 자금모집을 중심으로 투자자 보호가 문제가 되고 있는 바, 안정적인 가상자산

6) ‘가상자산’이란 경제적 가치를 지닌 것으로서 전자적으로 거래 또는 이전될 수 있는 전자적 증표(그에 관한 일체의 권리를 포함한다)를 말한다. 특정금융정보법 제2조 제3호 참조.

7) 특정금융정보법 제2조 제1호 하목 참조.

8) 한국경제신문, “역대급 ‘코인 붕괴’ 왜 발생했나…루나 사태 A to Z [각스]”, <<https://www.hankyung.com/it/article/202205259979i>>, 검색일: 2022. 11. 1.

9) 한국경제TV, “파산 신청 FTX 창업자 “이럴 줄 몰랐다” 사과”, <<https://www.wowtv.co.kr/NewsCenter/News/Read?articleId=A202211240209&t=NN>>, 검색일: 2022. 11. 24.

10) 국민일보, “8000억 위믹스 상폐 두고 위메이드·업비트 진실 공방”, <<https://news.kmib.co.kr/article/view.asp?arcid=0017710056&code=61141311&cp=nv>>, 검색일: 2022. 11. 25.

11) 최근 루나사태를 비롯하여 FTX의 폭락, 위믹스의 폭락 등이 대표적인 사례이다.

12) 박기령, 글로벌 법제논의의 현황과 전망-가상화폐 거래 활성화를 중심으로-, 한국법제연구원, 2018, 1쪽.

13) 지금까지는 가상자산을 통한 자금세탁 방지 및 마약 관련 규제에 국제적인 관심이 집중되어 있다.

14) 최근에는 ‘디지털자산기본법’이라는 명칭으로 국회와 정부 차원의 논의가 진행중이다. 뉴스1, “정무위 법안소위, 22일 디지털자산법 의제로 올린다… “여야 합의 완료””, <<https://www.news1.kr/articles/4871377>>, 검색일: 2022. 11. 22.

의 발행을 위한 제도적 장치로 거론되는 가상자산거래소에 의한 가상자산의 발행, 즉 IEO(Initial Exchange Offerings)의 장·단점과 도입방안에 대하여 살펴보고 가상자산거래소에 대한 규제와 관련하여 자율규제시스템의 역할과 정착 방안에 대하여도 이야기하고자 한다.

II. 가상자산과 가상자산을 통한 자금의 모집

1. 가상자산의 개념정의

‘가상자산(virtual assets)’은 디지털 기록의 일종이다. 전자적 기록의 형태이지만 블록체인이라고 하는 기술을 통하여 암호화되어 보안성을 획기적으로 높인 소위 분산원장기술(DLT)을 이용한다. 블록체인기술을 통하여 암호화되었는지 여부에 따라 암호자산(crypto assets)과 비암호자산(non-crypto assets)으로 나누어진다.¹⁵⁾

암호자산(crypto assets)¹⁶⁾은 그 기능에 따라 지불형 토큰, 유틸리티 토큰, 증권형 토큰으로 분류되는 것이 일반적이다. 지불형 토큰(payment token)은 법정통화¹⁷⁾의 지불기능을 대체하는 의미에서 암호화폐(cryptocurrency)¹⁸⁾라고 한다. 유틸리티 토큰(utility token)은 현재 또는 미래의 제품, 서비스 또는 앱에 대한 접근권한을 구매하는 것이다. 일종의 서비스 이용권이다. 증권형 토큰(securities token)의 경우 형식적인 측면에서는 암호화폐의 형태로 존재하는 것이 일반적이지만, 자금모집과 관련하여 그 경제적·법적 실질의 증권성에 대하여는 많은 논란이 있다. 증권형 토큰은 실물자산을 기반으로 존재하는지의 여부에 따라서 자산 기반(asset-backed) 증권형 토큰과 디지털 기반(digital native) 증권

15) ISSA(International Securities Services Association)는 디지털자산(digital assets)을 암호기술이 적용된 암호자산과 비암호자산으로 구분하고 있다. ISSA, Crypto Assets: Moving from Theory to Practice, 2019, p. 12.

16) 현재 시장에서 거래되고 있는 가상화폐는 블록체인 기술을 이용하여 암호화된 형태로 기록되어 있어서 암호화폐(cryptocurrency)라고 통용되기도 한다. 서정호/이대기/최공필, “금융업의 블록체인 활용과 정책과제”, KIF 금융리포트 제2017권 제2호, 한국금융연구원, 2017, 4쪽; 김병연, 앞의 논문, 30쪽.

17) 암호화폐는 그 성격상 가치의 변동성이 크기 때문에 법정통화와 연결하여 암호화폐의 가치 변동성을 최소화함으로써 디지털을 기반으로 한 통화의 유통성을 높일 목적으로 설계된 암호화폐인 스테이블 코인(Stable Coins)이 있다.

18) 중앙은행이 아닌 자가 비트코인과 같은 암호화폐를 발행하여 지불수단으로 사용하는 민간암호화폐 시장의 폭발적 성장은 결국 최근 중앙은행에 의한 디지털 화폐(Central Bank Digital Currency: CBDC)의 발행을 검토하는 상황에 이르렀다.

형 토큰으로 나눌 수 있다.¹⁹⁾

2. 가상자산의 자본시장법상 금융투자상품 해당 여부

2.1 가상자산의 의의

가상자산에 대한 규제법률은 현재 명확하지 않은 상태이다. 가상자산은 투자라는 측면이 매우 강하기 때문에 먼저 자본시장법상 금융투자상품에 해당하는지 살펴보는 것이 첫 번째 단계일 것이다.²⁰⁾ 금융투자상품의 거래동기 요건과 비교하여 본다면, 투자자들이 이익을 얻거나 손실을 회피하기 위함을 주된 목적으로 가상자산을 거래한다면 금융투자상품과 동일하다. 물론 가상자산 특히 화폐기능을 하는 암호화폐의 발행자들은 자신들이 발행하는 가상자산이 결제 수단의 목적인다고 주장하지만, 암호화폐 소유자들이 이익의 획득 또는 손실 회피 목적으로 활용하고 있는 것이 현실이다. 다만, 가상자산이 실물 재화로서 기능한다면 이익의 획득 또는 손실 회피의 목적이 다소 있다 하더라도 금융투자상품으로서의 거래동기가 있다고 단정 짓기는 어렵다.²¹⁾

둘째, 금융투자상품의 요건인 금전 등의 이전은 가상자산을 취득하기 위하여 금전을 지급하였다면 쉽게 달성된다. 금전을 지급하는 대신 다른 가상자산을 교부하더라도 재산적 가치가 있다면 마찬가지로 본 요건은 충족된다.

세 번째 요건인 ‘약정함으로써 취득하는 권리’와 관련하여, 가상자산은 약정함으로써 취득하는 ‘권리’라고 하기는 어렵다. 왜냐하면 가상자산은 블록체인기술을 이용하여 작성된 전자적 정보 내지 표시에 불과하기 때문이다. 그러나 가상자산이 단순한 정보를

19) 자산 기반 증권형 토큰은 주식, 채권, 파생상품, 펀드와 같은 기존 상품을 새로운 디지털 형식으로 나타내며 DLT 네트워크에서 거래·보관·결제되도록 한 것이다. 이에 반해 디지털 기반 증권형 토큰은 DLT 네트워크에서 직접 발행되고 DLT 네트워크에만 존재하는 새로운 디지털자산이다. ISSA, *Ibid.*, p. 12.

20) 자본시장법 제3조 제1항에서는 금융투자상품의 개념 정의를 규정(“금융투자상품”이란 이익을 얻거나 손실을 회피할 목적으로 현재 또는 장래의 특정(特定) 시점에 금전, 그 밖의 재산적 가치가 있는 것을 지급하기로 약정함으로써 취득하는 권리로서, 그 권리를 취득하기 위하여 지급하였거나 지급하여야 할 금전등의 총액이 그 권리로부터 회수하였거나 회수할 수 있는 금전등의 총액을 초과하게 될 위험이 있는 것을 말한다)하고 있는데 여기에서 4가지 요건을 생각할 수 있다.

21) 예를 들어 가상자산 중 하나인 이더리움을 기반으로 하는 각종 토큰을 발행하고 전송하기 위해서는 유저가 플랫폼 이용 수수료로 이더리움을 지급한다. 만약 유저가 이더리움 플랫폼의 활동을 위하여, 특히 수수료로 지급하기 위해 이더리움을 구입하고 비축해 놓는다면, 해당 유저는 이익 또는 손실 회피 목적으로 가상자산을 구입한 것이 아니라고 볼 여지가 있는 것이다.

넘어서서 권리를 표창할 수도 있다. 즉 블록체인에서 의결권을 부여하는 등 관리 권한이 내재된 거버넌스 토큰(Governance Token)이라든지, 블록체인 외부에서 발생하는 이익을 분배받을 권한이 있는 증권형 토큰(Security Token)이 그러하다. 최근 대두하고 있는 스테이블 코인(Stable Coin)은 통화나 자산 등을 담보로 한 가상자산임을 내세우고 있는데, 교환 대상이 무엇인가에 따라서 약정함으로써 취득하는 권리에 해당할 가능성이 있다.

넷째, 투자성과 관련하여, 만약 가상자산을 최초로 취득 후 양도하면서 획득하는 금전이 더 적을 가능성이 있다면, ‘위험성’ 요건도 충족된다. 가상자산시장은 주식 등의 실물 시장에 비해 비교적 가격변동성이 높기 때문에 이익도 기대되지만 시장 가격 변화에 따른 손실 또한 필연적으로 예상된다.

한편, 가상자산은 일반적으로 보유 자체만으로 손실이 나는 경우는 상정하기 어렵다. 가상자산은 그 내재적인 가치보다는 거래소의 시세에 따라 자산의 가치가 평가되기 때문이다. 가장 대중적인 가상자산인 비트코인은 결제를 목적으로 발행된 가상자산인데, 비트코인 자체는 블록체인상의 정보에 불과하고 추가적인 권리가 존재하지 않는다는 점을 고려해 볼 때, 자본시장법상 금융투자상품에 해당하지 않는다. 그러나 비트코인 외의 다른 가상자산의 경우 발행 조건 등에 따라 금융투자상품에 해당할 수 있는 여지가 있을 수 있다.

2.2 가상자산과 투자계약증권

가상자산은 그 형태와 성질에 따라 자본시장법상 각종 증권에 해당될 가능성이 매우 높다. 가상자산이 법인의 출자지분 또는 그것을 취득할 권리를 표시하는 경우에는 지분 증권에 해당될 가능성이 있고, 정해진 기일이 도래하거나 이용자의 청구가 있을 때 원금 또는 이자를 지급해야 하는 채무가 존재한다면 채무증권에 해당될 수도 있다. 또한 가상자산을 발행한 자가 신탁계약의 체결을 통하여 신탁을 설정하였다면 수익증권이 될 수도 있다. 기초자산의 종류에 따라 파생결합증권에, 예탁대상자산의 범위 설정에 따라 증권예탁증권에 해당할 여지도 있다.

금융위원회가 투자계약증권으로 판단한 뮤직카우 상품²²⁾과 투자계약증권 또는 수익증권 여부가 논란이 되고 있는 테라·루나사건²³⁾에서 보듯이 코인 내지 토큰은 자본시

22) MIN, “금융위, 혁신금융서비스 13건 신규지정…뮤직카우도 포함”, <<https://news.mtn.co.kr/news-detail/2022090716523521488>>, 검색일: 2022. 11. 5.

장법상 투자계약증권에 해당될 가능성이 높다. 투자계약증권은 자본시장법상 집합투자증권(법 제9조 제21항)과 구별되는데, 자본시장법상 허용된 투자기구(vehicle)를 활용하지 않아서 자본시장법상 투자자보호를 받지 못하는 경우에 투자계약증권의 개념으로 자본시장법을 적용받을 수 있는 포괄적인 개념이다. 따라서 어떠한 가상자산이 금융투자상품이라 한다면, 비교적 유형화된 다른 종류의 증권에는 해당하지 않는다고 할지라도, 투자계약증권에 해당되어 결국은 자본시장법의 규제영역에 놓일 가능성이 있다.

미국 SEC는 가상자산의 상당 부분을 투자계약(investment contract)²⁴⁾으로 규제하려는 입장을 취하고 있다. 미국에서는 특정한 가상자산의 증권여부를 검토함에 있어, 가상자산이 그 기반을 두고 있는 플랫폼인 블록체인의 탈중앙화 여부를 판단기준의 하나로 보고 있다. 투자계약에 관한 Howey 기준상 타인의 노력이 전제되어야 하는데, 탈중앙화된 블록체인에 기반을 둔 가상자산의 경우, 해당 가상자산을 운영하거나 활용 여부를 책임지는 특별한 주체가 없는 것이 일반적이기 때문이다. 미국의 Howey 기준상 타인의 노력 여부가 투자계약의 핵심인 것처럼, 가상자산의 투자계약증권성 여부를 판단함에 있어서 우리나라 자본시장법상 투자계약증권에서도 타인의 노력 여부, 또는 탈중앙화 여부가 검토될 필요가 있다. 만약 가상자산이 탈중앙화되지 않고 특정한 주체가 운영하는 블록체인상에서 작동한다면, 그러한 가상자산은 투자계약증권에 해당할 수 있다. 타인의 노력, 즉 중앙화된 운영 주체의 활동에 따라 가상자산의 성공 여부, 나아가 해당 가상자산을 투자한 투자자의 수익이 결정되기 때문이다. 다만 어떤 블록체인의 탈중앙화가 실제로 진행되었는지, 해당 가상자산이 투자계약증권이 아닌지에 대하여는 일률적으로 판단하기 어렵고, 가상자산 플랫폼인 블록체인의 성질을 개별적으로 따져볼 수밖에 없다. 더군다나 탈중앙화의 의미도 개별적인 블록체인 별로 상이한 경우도 있을 수 있다는 점에서 판단하기는 쉽지 않다.

2.3 코인과 토큰의 구분

통상적으로 코인과 토큰은 별 차이가 없다고 생각되기도 한다.²⁵⁾ 그런데 코인과 토큰

23) 뉴스토마토, “‘테라·루나’ 사태 검찰 수사, ‘투자계약증권’ 규명 관건”, <<http://www.newstomato.com/ReadNews.aspx?no=1152241&inflow=N>>, 검색일: 2022. 11. 5.

24) 자본시장법상 투자계약증권은 미국 연방증권법상 투자계약(investment contract)의 개념을 도입한 것으로, 타인의 노력으로 수익이 결정되는 모든 증권을 통합법상 증권으로 포괄하려는 개념이다.

25) 굳이 구분하자면, 코인(coin)은 동전이라고 번역되어 화폐를 생각하게 되고, 토큰은 화폐를 사용하여 구입하여

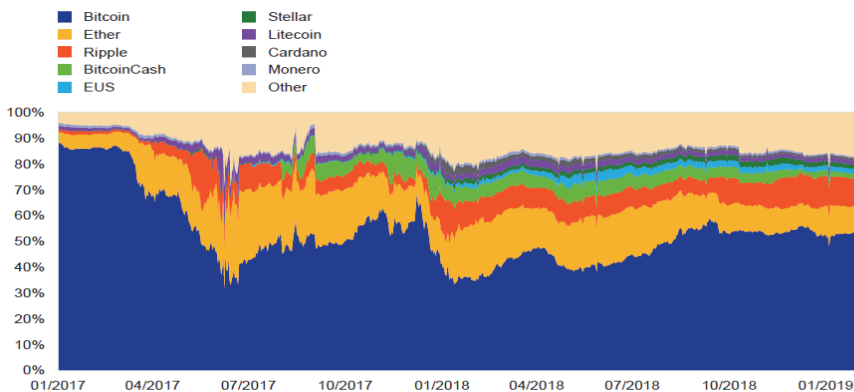
을 구분하는 경향이 강하므로 본 논문에서는 코인(coin)과 토큰(token)의 의미를 다음과 같이 구별하기로 한다. 디지털자산의 세계에서 코인(coin)은 독립된 블록체인 네트워크 즉 소위 ‘메인 넷(main net)’을 소유한 경우로서, 디지털 현금(digital cash)이라고 할 수 있는 비트코인(BTC), 이더리움(ETH), 퀴텀(QTUM), 등을 들 수 있다. 이에 반해 토큰(token)은 독립된 블록체인 네트워크를 소유하지 않은 경우로서 이오스(EOS)나 트론(TRX) 등을 들 수 있다.²⁶⁾

가상자산의 거래 활성화라는 측면을 중요시한다면 2가지 사이의 구분은 의미가 없다. 왜냐하면 거래의 활성화 자체를 제재하기에는 이미 우리나라는 물론이고 세계 경제에서 차지하는 전체 가상자산의 비중²⁷⁾이 너무 무거워졌기 때문이다.²⁸⁾ 그러나 투자자 보호라는 측면을 중요하게 본다면 적절한 규제의 틀을 설정하고 집행하는 것이 중요하므로

서비스를 이용하는 형태를 지칭하게 되는 것이 상식적이다.

- 26) 가상자산 가운데 비트코인이 압도적인 비중을 차지하고 있고 그 뒤를 이더리움이 차지하고 있다. EUROPEAN CENTRAL BANK, “Crypto-assets – trends and implications”, <https://www.ecb.europa.eu/paym/intro/mip-online/2019/html/1906_crypto_assets.en.html>, 검색일: 2022. 10. 8.

Percentage of total market capitalisation of crypto-assets



Sources: Cryptocompare, Coinmarketcap and ECB calculations.

Notes: "Other" incorporates the combined market share of all other actively traded crypto-assets listed in the source (total listings: 1,407 on 31 January 2019). Daily data from 1 January 2017 to 31 January 2019.

- 27) 2023년까지 가상자산 관련 글로벌 커스터디 시장 규모는 346억달러에 이를 것으로 예상되고 있다. POLYMATH, “Security Token Custody”, 2021 : <<https://info.polymath.network/hubfs/Landing%20Pages/Guides/Q1%202021%20-%20Custody%20Guide/Security-Token-Custody-An-Overview-by-Polymath-2021.pdf?hsCtaTracking=6450386f-d1e2-4461-a22e-39ecc02eda41%7C84cc6f24-ab79-477d-b173-c9ff2ddb6cba>>, 검색일: 2022. 10. 8.
- 28) 아래의 통계를 보면 2021년부터 2028년까지 예측이 나와 있다. DATA BRIDGE, “Global Crypto Asset Management Market – Industry Trends and Forecast to 2029”, <<https://www.databridgemarketresearch.com/reports/global-crypto-asset-management-market>>, 검색일: 2022. 10. 8.

그 구분은 실제로 의미가 적지 않다. 독립된 블록체인 네트워크를 소유하고 있다면 상대적으로 낮은 유통성으로 개별적인 사인간 계약의 차원에서 접근하는 것이 더 합리적이다. 이에 반해 독립된 네트워크를 소유하고 있지 않은 경우에는 독립된 네트워크가 존재하는 경우와 비교하여 다양한 투자자들이 더 많이 존재하는 것이 통상적일 것이므로 사인 간의 계약에 맡겨두는 것보다는 투자자에 대한 후원자적 지위에서 공적규제 감독기관의 존재가 필요할 것이다.

3. 가상자산의 발행을 통한 자금모집과 투자자 보호

가상자산을 발행하여 기업의 운영자금을 모집하는 경우가 증가하고 있다. 이러한 자금모집 형태가 기존의 기업공개(Initial Public Offering: IPO)와 유사하기 때문에 ICO(Initial Coin Offering) 또는 STO(Security Token Offering)라고 부르고 있다. ICO는 다양한 블록체인 네트워크상에서 코인의 발행을 통해 자금을 모집하는 것을 말하고,²⁹⁾ STO는 발행하는 토큰이 ‘증권성’을 가지는 경우가 많아서 미국의 경우 SEC가 연방증권법상 등록절차를 따르도록 함으로써 투자자 보호장치를 작동시키고 있다.³⁰⁾ 즉 ICO



29) ICO란 기업 등이 전자적으로 토큰(증표)을 발행하고, 공중으로부터 법정통화나 가상화폐의 조달을 실시하는 행위의 총칭이며, 토큰 설계의 자유도는 높고 다양한 성격의 토큰이 존재한다. ICO는 기업이 독자적으로 가상통화를 발행하여 자금을 조달하는 것인데 IPO(기업공개, Initial Public Offering)와 비슷하다. 최근 디지털 토큰을 발행하여 투자금을 가상통화 등으로 조달하는 ICO(Initial Coin Offering)가 전 세계적으로 증가함에 따라 우리나라의 금융위원회에서 이에 대한 부작용을 우려하여 모든 형태의 ICO를 금지한다고 밝혔다. 가상화폐 ICO의 법적 성격이 자본시장법상 금융투자상품이나 투자계약증권에 해당하는지에 대해서 정부의 명확한 입장을 정하지 못하고 있으므로, 증권형 토큰에 대해서 자본시장법 개정을 통해 금융상품의 거래에 대한 규정을 적용받도록 할 수 있을 것이다.

내지 STO 과정에서 투자자들에게 투자에 대한 대가로 지급하는 코인 또는 토큰이 증권성을 띠는 경우가 많기 때문에 이를 증권형 토큰(Security Token)으로 보고 연방증권법상 증권으로 규제하는 것이다. 따라서 형식적인 명칭 여부보다는 실제로 어떤 법률적 성격을 가지는지를 판단하고 연방증권법의 적용을 판단하고 있다. 증권형 토큰이라 함은 분산원장 기술을 기반으로 하여 토큰 발행자가 자금을 모집하는 대가로 투자자에게 지급하는 것이라고 할 수 있고, STO는 가상자산을 토큰과 연동해 배당과 이자, 의결권, 지분 등을 토큰의 소유자가 취득할 수 있도록 하는 것이다.³¹⁾ 결국 어떠한 코인 또는 토큰이 이러한 STO에 해당된다면 미국의 경우처럼 우리나라도 자본시장법상 투자계약증권에 해당된다고 보는 것이 맞기 때문에 자본시장법상 투자자보호 장치가 적용되어야 한다.

문제는 STO의 형태는 자본시장법상 투자자보호 장치가 작동된다는 점에서 STO와 관련된 가상자산시장 거래의 안정성을 제고한다는 장점을 가져다 주지만, 전체 ICO시장은 여전히 규제의 불명확성이 존재한다는 점이다. 즉 ICO에서 차지하는 STO의 비중이 상대적으로 낮다고 볼 수 있기 때문에 STO시장은 이미 정립된 자본시장법 관련 규제를 적용함으로써 안정적인 규제가 가능하지만, 여타의 가상자산시장, 특히 암호화폐 시장에서의 투자자 보호는 공백 상태에 있다는 점에서 개선의 필요성이 강하다. 이러한 문제점은 결국 가상자산의 발행에 따른 위험을 누가 부담할 것인가의 문제로 귀결된다.

기존 자본시장에서는 발행시장과 유통시장에 적절한 규제가 존재함으로써 투자자 보호를 비롯한 시장의 건전성을 확보하는데 큰 문제가 없다. 이에 반해 암호화폐를 비롯한 가상자산시장에서는 발행의 위험을 누가 부담할 것인가가 불분명하다. 이러한 문제점에 대한 대안으로서 최근 대두되는 것이 IEO(Initial Exchange Offerings)이다. 일반적으로, IEO는 가상자산을 거래하는 플랫폼인 거래소가 가상자산 발행을 대행하는 경우를 의미한다. 이것은 가상자산거래소가 가상자산의 발행에 따른 위험을 담보한다는 취지이다. ICO가 디지털 암호화폐를 발행하여 투자금을 모집하는 형태를 의미한다면, 그 명칭을 ICO, STO, IEO 등으로 부른다고 하여 자금을 모집한다는 상황이 달라지는 것은 아닐 것이다. IEO도 발행인과 거래소 간 계약의 내용에 따라 다양한 형태가 가능할 것이지만, 통상적으로는 자금모집을 하려는 자가 블록체인을 이용하여 암호화폐를 발행하는 경우에 거래소와 위탁판매계약을 체결하여 기업을 대신하여 발행하는 형태가 될 것이다.³²⁾

30) 김갑래, “미국의 증권토큰발행(STO)에 관한 고찰”, 자본시장포커스 제2021-13호, 자본시장연구원, 2021, 3쪽.

31) 예컨대, STO로 구매한 증권형 토큰(Security Token)은 토큰 발행사에 대한 소유권을 의미하게 되며 일반적으로 주식과 비슷한 개념으로 사용자는 보유한 증권형 토큰의 개수에 따라 토큰 발행사가 창출한 이익의 일부를 배당금으로 받거나 발행사의 경영권의 일부를 가질 수 있게 된다.

이러한 IEO의 형태가 자본시장법의 규제 대상인지에 대하여 본격적인 논의도 있기 전에 가상자산시장이 IEO를 이용하여 이미 자금을 모집하기 시작한 상황은 투자자 보호와 시장의 건전성 확보라는 측면에서는 아쉬운 점이 많다. 미국 SEC는 가상자산거래소가 토큰의 발행인을 대신하여 수수료를 받고 토큰을 발행하고 상장하는 서비스를 제공하는 것에 대하여 증권중개인으로 간주하여 규제하는 입장을 취함으로써 IEO형태에 대하여 연방증권법 적용대상이 될 수 있음을 암시한 바 있다.³³⁾ 그러나 모든 암호화폐가 증권형 토큰으로 볼 수 있는 것은 아니므로 향후 어떤 방향으로 가상자산시장에 대한 규제가 이루어지게 될 것인지는 매우 주목되는 상황이다. 결국 IEO에 있어서 거래소가 발행 주체인지, 발행 주체를 대리하는지, 발행을 한다면 금융투자업자로서의 지위를 가진다고 보아야 하는지 등 다양한 측면에서 검토가 요구된다.

III. IEO의 의의 및 도입 필요성

1. IEO, ICO, IDO의 의의

1.1 ICO와 IEO의 개념 및 특징

IEO(Initial Exchange Offerings)는 자금조달을 목적으로 가상자산거래업자의 관리하에 이루어지는 분산원장 네트워크상의 코인 또는 토큰의 발행행위를 의미한다.³⁴⁾ 즉, 가상자산거래업자가 가상자산의 신규 상장을 위한 절차를 주도함으로써 판매하는 가상자산의 인증 효과를 높인 ICO라고 할 수 있다. 이러한 ICO는 코인 프로젝트팀이 가상자산을

32) 암호화폐거래소인 Binance가 Launchpad 시스템을 이용하여 자금을 모집하고 코인을 상장시키기도 하였는데, 이것이 IEO의 대표적인 형태이다. BINANCE, “Binance Launchpad: The Last 6 Months of Token Launches”, <<https://www.binance.com/en/blog/launchpad/binance-launchpad-the-last-6-months-of-token-launches-421499824684903829>>, 검색일: 2022. 10. 10.; BINANCE, “Binance Launchpad: New Projects Coming Soon”, <<https://www.binance.com/en/blog/launchpad/binance-launchpad-new-projects-coming-soon-287512671268392960>>, 검색일: 2022. 10. 10.

33) NFT Games, “Behind the Scenes with SEC’s ‘Crypto Czar’ | Consensus 2019”, <<https://bedeksmermer.com/behind-the-scenes-with-sec-s-crypto-czar-consensus-2019>>, 검색일: 2022. 10. 5.; COINTELEGRAPH, “SEC Crypto Czar: Platforms Listing IEOs May Face Regulatory Trouble”, <<https://cointelegraph.com/news/sec-crypto-czar-platforms-listing-ieos-may-face-regulatory-trouble>>, 검색일: 2022. 10. 5.

34) 김갑래, 앞의 논문, 4쪽.

발행한 후 가상자산거래소와 위탁판매계약을 체결한 후 거래소가 가상자산을 대신 판매해 주는 방식으로 진행되는 형식이 통상적이다.

IEO는 ICO의 문제점을 보완하기 위해 등장한 것으로서 IEO 역시 가상자산을 통한 자금모집 내지 기업의 공개방법 중 하나라고 할 수 있지만, ICO와 달리 IEO는 자금을 모집할 때 가상자산거래소가 일종의 중개자의 역할을 한다는 점에서 차이가 있다. IEO에서는 거래소가 프로젝트를 일차적으로 선별하게 되기 때문에 거래소 차원에서 프로젝트를 검증할 수 있다는 장점이 있다. 따라서 IEO가 ICO에 비해 투자자가 부담해야 하는 리스크가 상대적으로 적은 것으로 볼 수 있기 때문에, IEO는 투자자 보호의 측면에서 ICO를 대체하는 방법으로 인식이 된다.

1.2 IDO의 개념 및 특징

IDO는 투자자로부터 자금을 조달하는 암호자산 프로젝트의 최신 방식에 해당한다. IDO(Initial DEX Offering)는 탈중앙화 거래소(Decentralized Exchange: DEX)를 통하여 프로젝트가 코인 혹은 토큰을 상장하는 것을 말하며, 중앙화된 거래소를 통한 자금조달 및 코인의 상장을 의미하는 IEO와 차별이 있다. 탈중앙화 거래소(DEX)는 P2P(peer to peer) 방식으로 운영되는³⁵⁾ 탈중앙화 가상자산거래소를 의미하고, 중개자 없이 스마트계약을 통해 거래가 이루어지는 것이다. 스마트계약이란 특정 조건이 모두 충족되면 자동으로 계약 내용이 실행되도록 프로그래밍한 시스템이다.

IDO는 중앙집중적인 거래소를 통하지 않고 발행하므로 일종의 허가 없이 코인의 발행이 가능하고 발행비용도 저렴하다는 특징을 가지고 있다. 그럼에도 불구하고 ICO의 초기만큼 급속한 확장성을 보여주고 있지는 않다. ICO와 IEO가 10억 달러 이상을 모금하는 것은 드문 일이 아니지만, IDO는 아직 이러한 모집의 사례를 찾기 힘들다. 이는 DeFi(Decentralized Finance)³⁶⁾ 플랫폼은 탈중앙화의 상태이므로 가상자산의 작동원리에 관한 지식이 부족한 일반투자자들에게는 진입장벽으로 작동할 수 있다.³⁷⁾

35) 김협/권혁준, “디파이(De-Fi) 기술의 이해와 활용-금융 서비스를 중심으로-”, 지급결제학회지 제12권 제2호, 한국지급결제학회, 2020, 2쪽.

36) DeFi는 비트코인, 이더리움과 같이 public blockchain 상에서 구축된 분산형 금융시스템을 의미한다. 김협/권혁준, 위의 논문, 4쪽.

37) COINTELEGRAPH, “Initial DEX offering (IDO): A beginner’s guide on launching a cryptocurrency on a decentralized exchange”, <<https://cointelegraph.com/funding-for-beginners/initial-dex-offering-ido-a-beginners-guide-on-launching-a-cryptocurrency-on-a-decentralized-exchange>>, 검색일: 2022. 10. 26.

IDO는 DEX가 즉각적인 토큰 유동성을 제공할 수 있기 때문에 작동한다. 프로젝트 출시와 함께 투자자는 프로젝트 토큰 거래를 즉시 시작할 수 있으며, 초기 투자자는 IDO가 활성화되면 토큰을 더 높은 가격에 판매할 수 있다. IDO에서는 토큰이 거래소에 상장되기까지 오랜 시간을 기다릴 필요가 없고³⁸⁾ 보통 IDO의 완료 즉시 이루어지기 때문에 투자자는 ICO에 비해 훨씬 빠르게 투자를 현금화할 수 있다.³⁹⁾

1.3 ICO와 IEO, IDO의 비교

ICO와 IEO, IDO를 간략히 비교하면 다음 표와 같다.

〈표 III-1〉 ICO, IEO, IDO의 비교

	ICO	IEO	IDO
정의	토큰 공급량의 일부를 대중에게 개인적으로 판매	토큰 공급량의 일부를 중앙화 거래소(CEX)를 통해 공개 판매	토큰 공급량의 일부를 탈중앙화 거래소(DEX) 런치패드를 통해 공개 판매
수행 주체	ICO를 발행하는 프로젝트	중앙화 거래소	탈중앙화 거래소 혹은 IDO 런치패드
공개판매 후 토큰 상장	토큰 상장을 위해 다양한 거래소에 연락	토큰이 중앙화 거래소에 자동으로 상장	토큰이 탈중앙화 거래소에 자동으로 상장
자격 심사 프로세스	프로젝트는 검증되지 않으며, 누구나 ICO를 발행할 수 있음	상장 전 엄격한 심사가 이루어짐	자격 심사를 통과하고 런치패드의 표준을 준수해야 함
토큰 가용성	즉시 거래할 수 없고, 투자자는 거래소 상장을 기다려야 함	토큰을 즉시 거래할 수 없음	토큰을 즉시 거래할 수 있거나 귀속 기간을 거침
smart contract 관리 주체	ICO를 발행하는 프로젝트	거래소	런치패드 및 ICO를 추진하는 프로젝트 공동 관리
마케팅	ICO를 발행하는 프로젝트가 ICO를 홍보하는데 상당한 금액을 지출해야 함	거래소가 IEO를 홍보 및 관리함	런치패드와 프로젝트가 함께 마케팅을 펼침

* 출처: phemex.com⁴⁰⁾

38) 실제 국내 원화마켓에 코인이나 토큰을 상장하기 위해서는 상당히 긴 시간을 거래지원 심사를 위하여 기다리고 보완하는 과정을 거치게 된다.

39) COINTELEGRAPH, “Initial DEX offering (IDO): A beginner’s guide on launching a cryptocurrency on a decentralized exchange”, <<https://cointelegraph.com/funding-for-beginners/initial-dex-offering-ido-a-beginners-guide-on-launching-a-cryptocurrency-on-a-decentralized-exchange>>, 검색일: 2022. 10. 26.

40) phemex, “What Is An IDO In Crypto: IDO vs ICO Explained”, <<https://phemex.com/blogs/what-is-a-dex-ido>>, 검색일: 2022. 11. 10.

위 표와 같이 프로젝트 수행주체의 유형 및 구조에 따라 토큰의 상장 방식과 자금조달 방식에 차이가 생기고 그에 따른 장단점이 필연적으로 드러나게 된다. 결국 이는 투자자 보호의 문제와 De-Fi금융의 본질적 특성 사이에서 발행 주체가 어떠한 방법을 택하느냐의 문제로 드러날 수 있다.

2. IEO 도입의 필요성

2.1 투자자보호 장치의 필요성

가상자산거래소 및 가상자산 전반에 대한 미흡한 규제제도와 ICO의 투자자 보호에 대한 구조적인 한계가 복합적으로 작용하여 수많은 사기성 ICO 프로젝트가 생겨났고, 이에 따른 피해는 온전히 투자자들의 몫이었다. 정부를 비롯하여 그 누구도 ICO 투자자들에게 대한 최소한의 제도적 안전장치를 제공하지 않았다. 거의 대부분의 ICO 프로젝트도 백서나 홈페이지 말미에 투자로 인한 책임은 온전히 본인의 몫이라는 간단한 경고 문구를 기재한 것으로 자신들의 책임을 회피하였다.

막대한 규모의 자본이 가상자산시장에 유입되어 블록체인 관련 산업은 지금도 빠른 속도로 성장 중이다. 이러한 시장의 성장을 가로막는 것은 사기적인 행태로 인한 시장의 무질서를 방치하는 규제의 미흡과 그로 인한 투자자 보호의 부재이다. 따라서 기존의 자본시장과 마찬가지로 가상자산 시장에서 정상적인 가격 형성을 통한 거래가 합리적으로 이루어지도록 하기 위해서는 투자자보호 장치의 구축이 필요하다.⁴¹⁾

현재 가상자산거래 시스템에서 이루어지는 대부분의 ICO 거래에서는 투자자 보호에 있어서 구조적인 한계가 존재한다는 점이 명백하다. 기본적으로 투자는 투자자의 궁극적인 책임임은 분명하지만, 투자에 필요한 중요한 정보가 충분하게 시장에 제공되고, 정보의 비대칭성이나 타인의 사기적인 행위로 인하여 투자자가 손해를 입게 되는 불공정 행위에 대한 규제시스템이 마련되었을 때의 이야기이다. 단순히 투자자의 정보수집 능력이나 가상자산업계 자율에 맡겨놓기에는 가상자산시장의 막대한 규모와 블록체인 산업의 성장 속도는 지나치다. 현재 기존의 자본시장의 경우에는 금융감독당국과 한국거래소가 발행시장 및 유통시장 공시제도의 실시, 의무보호예수제도, 투자 경보 조치,

41) 윤계섭, “투자자의 사전적 보호제도와 사후적 보호제도”, 경영논집 제44권, 서울대학교 경영대학 경영연구소, 2010, 99-100쪽.

불완전판매 금지, 불공정행위의 규제 등 투자자 보호를 위한 다양한 조치를 시행하고 있다. 따라서 가상자산시장의 건전한 성장을 도모하기 위해서는 더 늦기 전에 기존 자본시장의 규제 체계와 같이 정상적인 가격 형성을 통해 건전한 시장 질서가 확립되도록 합리적인 규제시스템이 갖추어져야 한다.⁴²⁾

가상자산의 발행에 관한 의무적인 정보공시제도가 정착되지 않은 상황이기 때문에 투자자 입장에서는 정확한 정보의 수집이 매우 힘들다. 더구나 가상자산 프로젝트의 상당수가 글로벌 프로젝트인 점을 감안하면, 내국인 투자자 입장에서는 외국에서 발행되는 가상자산 발행회사의 정보를 수집하기는 더욱 어렵다. 그리고 ICO 프로젝트에 참여하기 위해서는 투자할 때마다 별도의 가입절차를 거쳐야 하고, 고객확인의무(KYC) 및 자금세탁방지(AML)를 위해 여권 사진 등 민감한 개인정보를 전송해야 하는 번거로움이 있다. 따라서 투자자 보호의 수준을 높이고 가상자산거래소 시스템의 건전한 정착을 위해서 IEO를 조속히 도입하는 것이 필요하다. IEO가 도입된다면 국내 블록체인 생태계는 더욱 성장동력을 얻게 될 것이고, 투자자들도 가상자산거래소를 통한 가상자산의 발행에 대하여 신뢰성을 갖게 되어 가상자산시장의 건전한 성장에 많은 도움이 될 것이다.

IEO는 거래소가 가상자산의 발행에 관여하는 것이므로 가상자산거래소에서 한 번의 개인정보 인증을 통하여 향후 다른 투자에 참여하는 것이 용이하다. IEO는 시장에서의 신뢰도가 높은 거래소가 발행회사를 대신하여 하는 것이기 때문에 투자에 대한 안정성을 높일 수 있다는 장점도 있고, 무엇보다도 투자 결정에 필요한 중요한 정보에 접근하는 것이 쉽다는 장점이 있다. ICO는 그 규모에 비추어 보았을 때 많은 투자자들이 손해를 보는 경우가 많기 때문에 더욱 더 IEO의 필요성이 절실하다. 결국 IEO의 도입은 가상자산거래소를 통하여 가상자산 발행회사에 대한 1차적 검증이 가능하기 때문에 건전한 프로젝트에 자금이 집중될 수 있고, 이는 곧 투자자 보호의 측면에서도 큰 도움이 된다.

마지막으로 거래의 안정성을 확보하는 차원에서도 IEO는 ICO나 IDO에 비해 투자자 보호에 유리하다. 즉 프로젝트 또는 개인이 투자금을 관리하는 ICO나, IDO에 있어서는 거래소의 역할이 smart contract를 통한 개인들간의 거래조율에 머무르기 때문에 해킹에 취약한 면이 있다. 그러나 IEO의 경우에는 거래소가 능동적으로 거래상황을 파악하여 해킹 등에 대처하는 것이 훨씬 용이하여, 설령 해킹이 발생하더라도 피해를 최소화할 수 있다는 장점이 있고 거래소가 손해보전의 주체가 될 여지도 있기때문에 투자자 보호에 유리하다.

42) 윤계섭, 위의 논문, 99-100쪽.

2.2 블록체인 관련 산업의 진흥

IEO의 도입이 적절한 규제와 함께 허용된다면 블록체인 관련 산업을 진흥시키는 효과를 기대할 수 있다. 현재 블록체인 관련 산업은 전 세계적으로 폭발적인 성장을 보이고 있다. 올해를 기점으로 블록체인 시장이 연평균 약 50퍼센트를 넘는 성장률을 기록한다면, 2029년에는 전 세계 블록체인 시장 규모가 163억 8,300만 달러(약 22조 8,700억 원)에 달할 것으로 예상되기도 한다.⁴³⁾ 그러나 우리나라를 포함한 많은 국가가 블록체인의 성장 속도를 따라잡지 못하고 있고, 아직까지 가상자산 및 블록체인 산업에 대한 일관된 규제 체계를 확립하지 못하고 있다.

위와 같은 시장 외적인 상황으로 인하여 혁신적인 제품 및 서비스 개발, 비즈니스 모델 개선, 사업 확장에 집중되어야 할 블록체인 관련 산업 역량의 상당 부분을 규제 리스크 관리에 사용되고 있다. 따라서 IEO가 적절한 규제와 함께 제도적으로 도입된다면 블록체인 업계로서는 규제의 불확실성이 제거되어 프로젝트 역량을 사업 운영에 집중시킬 수 있다. 특히 대부분의 블록체인 관련 산업에서 가장 중요한 단계 중 하나가 바로 토큰의 상장이므로, IEO는 상장의 불확실성을 제거할 수 있는 가장 확실한 방법이기 때문에 이미 진행 중인 프로젝트들도 효율적인 진행이 가능해지고, 아직 진행이 예정된 사업들은 어느 정도의 안전성과 예측가능성이 확보되므로 적극적으로 신규 사업을 추진할 수 있다. 이외에도 IEO는 개별 투자자 모두와 프로젝트 사이에 각각 가상자산이 전송되는 ICO보다 토큰의 구매·거래가 단순화되므로, 토큰 분배에 필요한 불필요한 수수료(fee)를 줄일 수 있다는 점도 IEO의 큰 장점이다.

2.3 국내 가상자산거래소의 글로벌 경쟁력 제고

현재 금융위원회는 ICO에 대하여 긍정적인 입장이 아닌 것으로 보인다. 따라서 국내의 ICO 관련 블록체인 프로젝트⁴⁴⁾들은 해외법인을 설립하는 우회적인 통로를 통하여

43) fortune business insights, "Blockchain Market Size, Share & COVID-19 Impact Analysis, By Component (Platform/Solution and Blockchain as a Service), By Type (Public, Private, and Consortium), By Application (Digital Identity, Payments, Smart Contracts, Supply Chain Management, and Others), By Deployment (Proof of Concept, Pilot, and Production), By Industry (BFSI, Energy & Utilities, Government, Healthcare and Life Sciences, Manufacturing, Telecom, Media & Entertainment, Retail & Consumer Goods, Travel and Transportation, and Others), and Regional Forecast, 2022-2029", <<https://www.fortunebusinessinsights.com/industry-reports/blockchain-market-100072>>, 검색일: 2022. 10. 25.

사업을 추진해 왔다. 이는 불필요한 규제비용의 지출을 의미하고 사업성을 갖춘 혁신 벤처기업들이 법적 규제의 불확실성으로 인하여 해외에서 영업활동을 할 수밖에 없게 만들었다. 결국 ICO 및 블록체인 관련 산업 인프라를 국내에 구축할 기회를 상실하게 되어 국제적 경쟁력을 잃어버린 결과로 나타났다.

지금 단계에서 가상자산업계에 대한 규제체계의 방향이 ICO 또는 STO를 허용하는 것으로만 그친다면 여전히 국내 블록체인 산업은 국제적인 경쟁에서 뒤처지게 될 위험이 있다. ICO보다 더욱 안정적인 IEO를 제도적으로 수용하고 토큰 발행(STO) 가이드라인이 구축되어 토큰의 상장을 통하여 자금을 조달하려고 하는 블록체인 기업들이 이를 적극적으로 활용하게 된다면, 굳이 해외 가상자산거래소에 토큰을 상장하기 위한 노력과 비용을 지출할 이유가 없어진다. 그리고 이미 해외에 진출한 국내 블록체인 프로젝트들이 한국으로 돌아오는 일종의 리쇼어링(Re-Shoring) 효과⁴⁵⁾까지 기대할 수 있다는 점에서 IEO의 도입은 더 미룰 수 없다. 마지막으로 우리나라가 IEO의 도입을 선제적으로 법제화하고 표준화된 가이드라인을 조속히 확립한다면 전 세계 블록체인 산업의 보급자리로 거듭나는 등 글로벌 경쟁력을 기를 수 있을 것이다.

3. IEO도입과 규제법제 정비의 방향

3.1 가상자산에 대한 국내 규제 동향

가상자산업계의 발전을 위해 우리나라 금융감독당국도 2016년 11월부터 금융위원회 주도로 ‘디지털통화 제도화 TF’를 구성하여 비트코인의 본질, 법적 근거, 제도 등을 검토하였다. 가상자산을 이용한 각종 불법행위를 차단하는 한편, 가상자산사업자를 통한 거래의 점진적인 증가가 이루어지고 있다는 시장의 현실을 감안한 조치였다고

44) 여기서 블록체인 프로젝트(blockchain project)는 블록체인 기술을 활용한 코인 내지 토큰을 사용하여 자금을 조달하는 사업모델을 말한다. 가상자산과 관련한 본 연구에서는 코인(coin)과 토큰(token) 간의 의미를 다음과 같이 구별하기로 한다. 디지털자산의 세계에서 코인(coin)은 독립된 블록체인 네트워크 즉 소위 ‘메인 넷(main net)’을 소유한 경우로서, 디지털 현금(digital cash)이라고 할 수 있는 비트코인(BTC), 이더리움(ETH), 퀀텀(QTUM), 등을 들 수 있다. 이에 반해 토큰(token)은 독립된 블록체인 네트워크를 소유하지 않은 경우로서 이오스(EOS)나 트론(TRX) 등을 들 수 있다. 일반적으로 코인(coin)은 동전이라고 번역되어 화폐를 생각하게 되고, 토큰은 화폐를 사용하여 구입하여 서비스를 이용하는 형태를 지칭하게 되는 것이 상식적일 것이다.

45) ‘Reshoring’은 외국에서 활동하는 제조업이 본국으로 이전하는 것을 의미하는 용어이다. Investopedia, “Reshoring”, <<https://www.investopedia.com/terms/r/reshoring.asp>>, 검색일: 2022. 12. 23.

할 수 있다.⁴⁶⁾ 당시 TF는 가상자산 관련 제도가 없어 업계의 건전한 성장을 저해할 우려가 있다는 점과 규제 사각지대를 방치하면 불법행위 우려가 크다는 점을 고려한 것이다.⁴⁷⁾

2017년 9월 1일에는 ‘가상통화 관계기관 합동 TF’를 구성하고 가상통화의 거래현황을 파악하고 대응하기 위한 논의를 시작했다. 그러나 시장의 기대와는 반대로 본인확인 및 의심거래에 대한 보고를 강화하도록 함으로써 은행에 대한 규제가 강화되었고, 특히 지분증권과 채무증권 등 증권발행의 형식으로 가상통화를 이용해 자금조달하는 행위로서 ICO를 자본시장법 위반으로 강경하게 처벌하겠다고 밝힌 바 있다.⁴⁸⁾ 그리고 2017년 9월 29일에는 ‘기관별 추진현황 점검을 위한 가상통화 관계 기관 합동 TF’ 활동을 통하여 가상자산 거래가 제도화될 것이라는 기대를 전면 부인하고, 증권발행 형식에 한하지 않고 기술이나 용어에 관계없이 모든 형태의 ICO를 금지하였다.⁴⁹⁾ 이렇듯 국내 ICO가 전면 금지되면서, 해외에서 ICO를 한 후 가상자산을 발행하고, 그 가상자산을 국내 업체에 위탁·유통 대행 계약을 통해 국내 거래플랫폼에 상장하는 방식으로 신규 가상자산이 시장에 등장하는 우회적인 방법이 사용되었다.⁵⁰⁾

2018년 1월 11일 법무부 장관이 가상통화거래소 폐쇄 방침을 발표하였다가 하루도 못 가서 그 결정을 번복하기도 하였다. 2018년 1월 15일 국무조정실은 ‘가상통화에 대한 정부 입장’을 발표하였는데, 그 내용의 핵심은 2017년 12월 28일자 특별대책에서 밝힌 가상통화 실행명령을 차질 없이 추진하는 한편, 시세조작, 자금세탁, 탈세 등 거래 관련 불법행위에 대해서는 검찰, 경찰, 금융당국의 합동조사를 통해 엄정하게 대처한다는 것이었다. 2018년 1월 30일 금융위원회가 ‘가상통화 관련 자금세탁방지’ 가이드라인을 제정 및 시행하여 은행을 통해 간접적으로 가상자산 거래플랫폼에 대한 규제를 도입하기에 이르렀다.⁵¹⁾

46) 금융위원회, 디지털통화 제도화 TF 제1차 회의 개최, 2016. 11. 17.자 보도자료 (대한민국 정책브리핑, “디지털 통화 제도화 T/F 제1차 회의 개최”, <<https://www.korea.kr/news/pressReleaseView.do?newsId=156167722>>, 검색일: 2022. 8. 26.)

47) 김재진/최인석, 가상자산 법제의 이해, 박영사, 2022, 100쪽.

48) 금융위원회, 가상통화 관계기관 합동 TF 개최-가상통화 현황 및 대응방향, 2017. 9. 4.자 보도자료, 1쪽.

49) 금융위원회, 기관별 추진현황 점검을 위한 가상통화 관계기관 합동 TF 개최, 2017. 9. 29.자 보도자료, 2-5쪽(경제정보센터, “기관별 추진현황 점검을 위한 「가상통화 관계기관 합동TF」 개최”, <<https://eiec.kdi.re.kr/policy/materialView.do?num=169448>>, 검색일: 2022. 8. 17.)

50) 국무조정실/국무총리비서실 보도자료, ICO 실태조사 결과 및 향후 대응 방향, 2019, 8쪽; 김병연, 앞의 논문, 45쪽.

51) 이후 2018년 6월 27일 규제를 보완하는 1차 개정 이후, 2019년 6월 26일 연장하였다.

2019년 1월 31일 22개 국내기업의 ICO 실태조사 결과가 발표되었는데, 투명성이 부족하고, 사기적 성격 등 다양한 문제가 있기 때문에 ICO 투자에 신중할 것을 경고하는 것이었다.⁵²⁾ 왜냐하면 국내기업들은 ICO에 대한 정부의 부정적인 입장으로 인하여 우회적인 방법을 택하여⁵³⁾ 싱가포르 등 해외에 페이퍼컴퍼니를 설립하여 해외 ICO 구조로 진행하였기 때문에⁵⁴⁾ 투자자의 피해를 구제하는 것이 쉽지 않기 때문이었다.⁵⁵⁾ 이러한 현실은 해외에서 실시한 ICO이지만, 사실상 국내 투자자를 통한 변칙적 자금모집이라고 할 수 있다.

3.2 특정금융정보법의 개정

그동안 우리나라에서 진행된 논의의 중심은 국내적으로는 신기술을 악용한 신종 범죄 수법을 파악하여 불법행위에 대응하고, 국제적으로는 특히 가상자산의 익명성을 활용한 자금세탁 및 테러자금 조달행위에 대해 국제공조를 통한 방지제도를 마련하는 것이었다.⁵⁶⁾

2019년 6월 제3차 FATF⁵⁷⁾ 총회에서는 각 회원국에 대하여 가상자산 관련 FATF 권고 사항의 조속한 이행을 요청하고, 1년 후인 2020년 6월 총회에서 각국의 새로운 국제기준 이행상황을 점검할 계획임을 밝힌 바 있다. 따라서 FATF 회원국인 우리나라도 가상자산 사업자의 자금세탁방지 의무를 국내법에 반영하는 입법과제를 부담하게 되었고, 금융정보분석원(Financial Intelligence Unit: FIU)과 국회, 그리고 업계 전반에서 이를 위한 논의가 급속히 진행되었다. 그러나 정부의 가상자산 관련 정책은 가상자산을 이용한 자금세탁범죄 등 불법행위 방지 및 투기 억제를 위한 측면에 머물며 금융위원회 가이드라인에 기초하여 은행을 통한 간접규제 방식을 지속하였다. 또한 가상자산에 대한 규제와 블록

52) 국무조정실/국무총리비서실, 앞의 보도자료, 2019, 8쪽.

53) 김병연, 앞의 논문, 45쪽.

54) 이러한 방식으로 국내 가상자산거래소에서 거래되고 있는 가상자산을 소위 ‘김치코인’이라고 한다 표춘미, “블록체인 기반 가상통화(IEO)의 거래소상장 연구”, 관리회계연구 제21권 제3호, 한국관리회계학회, 2021, 93쪽.

55) 국무조정실/국무총리비서실, 앞의 보도자료, 2쪽.

56) 김재진/최인석, 앞의 책, 117쪽; 신석영, 글로벌 디지털자산 법제화 가속화와 금융업, 금융경영브리프, 하나금융경영연구원, 2022, 9쪽.

57) FATF(Financial Action Task Force)는 1989년 G-7 정상회의의 결과로 출범한 자금세탁방지를 위한 국제기구인데, 현재 200개 국가 이상이 참여하고 있다.

체인 기술의 발전은 별개라는 입장을 고수하였다.⁵⁸⁾

2020년 3월 특정금융정보법과 시행령이 개정되면서 가상자산 관련 자금세탁방지 위원회에 대하여 특정금융정보법에 의한 규제가 국내에 도입되었다. 금융위원회는 특정금융정보법 개정 이후에도 투자자 보호 등을 위해 ICO에 대한 기존의 사실상 금지 원칙을 유지한다고 확인하였다.⁵⁹⁾ 개정된 특정금융정보법에 따르면 기존에 영업 중인 가상자산 사업자들은 2021년 3월 24일부터 9월 24일까지 개정 특정금융정보법에 따른 신고를 완료하도록 하였다. 이를 통해 실명확인계정을 획득한 거래사업자 4개사, 실명확인계정 없이 ISMS 인증만을 획득한 거래사업자 25개사와 ISMS인증을 획득한 지갑사업자 및 보관관리업자 13개사, 도합 42개사가 신고를 접수하였고, 2021년 11월 12일자 기준으로 실명확인계정을 획득한 거래사업자 4개사⁶⁰⁾와 ISMS 인증만을 획득한 거래사업자 20개사, 보관관리업자 5개사의 신고가 수리되어 총 29개 사업자가 특정금융정보법상의 자금세탁방지 의무를 부담하게 되었다.⁶¹⁾ 이후 신고심사위원회를 운영하여 현재 26개 거래업자(원화마켓 5개사, 코인마켓 21개사), 8개 지갑·보관 업자 등 34개사가 심사를 통과하였고, 8개사는 신고를 자진 철회하였다.

〈표 III-2〉 가상자산업자 신고수리 현황(2022년 5월말 기준)

구분		신고접수 (’21.09.24.)	수리결정	철회
			’22.5월말	
거래업자	원화마켓	4	5(변경신고+1)	0
	코인마켓	25	21	3
기타업자(지갑·보관 등)		13	8	5
합계		42	34	8

* 출처: 금융정보분석원

58) 법무부, 가상통화 관련 범죄에 대해 지속적 엄정 대응 방침-가상통화사범 420여명 기소(총 피해액 2조 7천억원), 2019. 7. 19.자 보도자료.

59) 금융위원회, 가상자산 관련 ‘특정금융정보법 시행령’ 개정안 입법예고(11.3.~12.14.), 2020. 11. 3.자 보도자료, 10쪽.

60) 업비트((주)두나무), 코빗((주)코빗), 코인원((주)코인원), 빗썸((주)빗썸코리아). 금융위원회/금융감독원, 42개사 가상자산사업자에 대한 신고 심사 결과, 2021. 12. 23.자 보도자료, 6쪽.

61) 금융위원회/금융감독원 위의 보도자료, 1쪽.

IV. IEO의 도입과 자율규제기관의 역할

1. IEO의 도입에 필요한 규제

1.1 IEO와 가상자산거래소의 역할

블록체인 기술을 이용하여 자금을 모집하는 ICO의 문제점을 극복하기 위해서 나타난 것이 IEO이다.⁶²⁾ IEO는 2019년 초에 처음 도입되었으며, 그 이후 새로운 암호화 프로젝트를 시작함에 있어서 신뢰할 만한 방법으로 인식되고 있다. 왜냐하면 자금모집 프로세스에 있어서 거래의 활성화를 주도하는 거래소의 개입으로 인해 시장의 신뢰성이 제고되었기 때문이다. ICO와 마찬가지로 IEO를 통하여 투자자들에게 새로운 암호화 토큰을 발행함으로써 자금을 모으려는 자는 실제로 토큰 판매 및 배포를 촉진하는 역할을 하는 가상자산거래소와 파트너 관계를 맺어야 하기 때문에 거래소가 중요한 역할을 하는 IEO 블록체인 프로젝트에 대한 신뢰성이 높아질 수 밖에 없다.

IEO는 가상자산거래소가 토큰의 발행 절차의 전반적인 과정을 감독하는 형태로 이루어지게 된다. 자본시장법상 증권의 발행 절차⁶³⁾는 공적감독기관이 법령에 따라 발행 절차 전반을 감독하기 때문에 투자자들은 이를 신뢰하고 시장에 참여한다. 가상자산의 발행을 통하여 자금을 모집하려고 하는 블록체인 프로젝트는 발행과 관련된 중요한 정보들을 담고 있는 백서(white paper)를 투자자들에게 제공하는데, ICO의 경우에는 백서의 내용을 조사하는 공적인 과정이 없는 반면, IEO의 경우에는 거래소가 이 작업을 수행하기 때문에 투자자 보호의 측면에서 우월하다.⁶⁴⁾

가상자산거래소는 가상자산이 거래⁶⁵⁾되는 디지털 마켓 플레이스(market place)를 말

62) IEO가 넓은 의미로 사인 간의 직접 거래가 아닌 공공적인 시장인 거래소를 통하여 자금모집이 이루어지는 것을 말한다면, 좁은 의미로는 탈중앙화된 거래소인 decentralized exchange(DEX)를 통하여 코인이나 토큰을 발행하는 자금의 모금방식인 IDO에 반대되는 개념으로 중앙집중화된 거래소를 통하여 코인이나 토큰을 발행하는 자금모금방식을 의미한다.

63) 예를 들어 자본시장법상 증권의 발행시장을 말한다.

64) 예를 들어, Binance Launchpad는 혁신을 제공하고 가상자산 시장에 IEO를 제공하는 것을 목표로 하는 거래플랫폼 중 하나이다.

65) 가상자산거래소에서의 거래를 위해서는 달러(dollar)와 같은 법정화폐를 사용하여 암호화폐를 구매할 수도 있고, 암호화폐 간의 전환을 통하여 이루어지기도 한다. 투자자들은 암호화폐를 암호화폐거래소에서 달러 등의 법정통화로 변환하여 향후 암호화폐로의 교환을 위해 거래은행의 계정에 현금으로 남겨두기도 하고 일반 은행의 계좌로 인출할 수도 있다.

하며, 바이낸스(Binance), 코인에그(CoinEgg), 제미니(Gemini), 크라켄(Kraken)과 같은 것이 대표적이다. 투자자의 입장에서 본다면 자본시장에서 증권의 매도 또는 매수 주문이 금융투자회사를 통하고 거래소에서 거래가 체결되는 것과 달리, 가상자산은 기존의 금융투자회사나 은행 등의 금융기관에서 이루어질 수가 없다.

1.2 가상자산시장의 거래와 투자자 보호

가상자산시장에서 사기의 위험을 줄이기 위해서는 전통적인 자본시장에서 증권거래소(exchange)의 역할을 수행하는 기관이 필요하다. 증권거래소는 상장(listing) 과정을 통하여 증권의 발행회사와 당해 증권이 자신이 개설한 시장에서 거래될 수 있는 자격을 갖추었는지를 심사한다. 가상자산거래소도 시장의 평판을 위하여 신뢰할 수 있는 암호자산이 상장되어 거래되는 것을 원하기 때문에 자신의 플랫폼에서 거래하기 전에 여러 가지 검사를 수행한다. 그런데 가상자산거래소는 증권거래소와 달리 정부의 인가를 받는다거나 법제도적으로 특수한 지위에 기초한 규정의 제정 및 규정 위반에 대한 제재 권한을 가지지는 못한 상태이다. 결국 투자자들의 입장에서 본다면 가상자산거래소의 무분별한 난립으로 인한 거래소의 낮은 평판도는 투자단계에서 부딪히게 되는 첫 번째 위험이 될 수 있다.

자본시장에서 투자대상자산이 투자자들에게 인식되기 위해서는 증권의 발행과 거래소에 상장되는 절차가 필요한데, 자본시장법상 인가를 받은 금융투자업자에 의해 수행된다. 그리고 거래시장의 안전성을 제고함으로써 투자자들의 신뢰를 높이기 위해서는 공적감독기관과 거래소의 역할도 존재한다.⁶⁶⁾ 그렇다면 가상자산시장에서는 누구에게 이러한 역할을 기대할 것인가? 가상자산의 ‘발행’과 ‘거래시장 상장심사’의 2가지 절차에서 거래의 안정성을 높여줄 법제도적 수단이 필요하다. IEO는 거래소가 어떠한 형태로든지 가상자산의 발행에 관여한다는 것을 의미한다. 시장이 존립하고 지속적인 성장을 하기 위해서는 투자자 보호장치가 법제도적으로 마련되는 것이 필수적이며, 이는 가상자산시장에서도 마찬가지이다. 이것이 바로 IEO의 형태가 ICO의 대안으로 거론되는 이유일 것이다. 자본시장법에서는 거래소가 자신이 개설한 시장에서 이루어지는 매매거래에 대하여 일종의 채무인수방식인 “중앙집중당사자(Central counter-party: CCP)”의 역할을 하도록 함으로써 거래소는 체결된 거래의 집행에 대한 책임을 부담하기 때문에

66) 우리나라에서는 금융위원회와 금융감독원이 그 역할을 담당하고 있다.

투자자들은 안심하고 거래소시장에 참여하게 된다. 물론 거래소의 회원인 금융투자회사를 통하여 주문을 내고 거래가 체결되는 거래소의 매매체결시스템과 실물증권이 안전하게 보관되어 전자적 기록으로 보관되는 전자등록시스템⁶⁷⁾등이 결합되어 안정적인 자본시장시스템이 유지되고 있다. 따라서 가상자산시장에서도 이와 유사한 시스템이 정립되도록 법제도를 조속히 정비하여야 한다.

가상자산은 그 특성상 실물이 없고⁶⁸⁾ 가상공간에서 존재하는 것이 원칙이지만, 거래의 대상이 되고 재산적인 가치를 가지기 위해서는 어떠한 형태로든지 권리가 표시되는 것이 필요하다. 코인(coin)이나 토큰(token)의 형태가 대표적이지만, 현실적으로 코인이나 토큰의 형태가 발행되는 것이 아니라 암호화되어 전자지갑에 보관되는 형태가 된다. 이러한 암호화된 가상자산에 대한 매매가 이루어지게 되면 자산의 이전이 발생하게 되는데, 암호화된 가상자산에 접근할 수 있는 소위 “접근키(access key)”를 이전받는 형태로 거래가 마무리된다. 이러한 암호화된 전자지갑도 개인이 보관하는 형태가 있을 수도 있고 제3의 보관기관에 보관할 수도 있는데, 비용과 안전성의 측면에서 차이가 있게 될 것이다.

위와 같은 거래형태가 개인 간의 거래라면 제도적인 면에서 큰 문제점이 없지만, 시장이 형성되어 비대면 거래로 이루어지게 된다면 법제도적으로 안정적인 거래시스템이 정착되어야 한다. 그와 더불어 공적감독기관과 거래소의 역할, 그리고 중개의 역할을 하는 금융투자업자의 역할이 각각 설정되어야 한다. 그런데 현재 특정금융정보법에서는 가상자산거래소가 가상자산의 매도·매수, 교환, 이전, 보관 또는 관리하는 행위를 모두 하는 것이 가능하므로(법 제2조 제1호 하목) 이해상충에 대한 지적이 있을 수 있다. 더구나 거래소는 IEO의 중심이기 때문에 거래소의 역할은 가상자산시장의 안정적인 성장과 투자자 보호에 필수적이다.⁶⁹⁾

67) 2019년부터 시행되고 있는 “주식·사채등의 전자등록에 관한 법률”에 따라 거래상황이 전자적으로 기록되고 있으며, 그 이전의 경우에는 실물증권의 존재를 전제로 하는 장부의 대체기재를 통한 보관방법이 이용되었다.

68) 물론 기존의 실물증권도 이제는 전자등록시스템을 통하여 관리되기 때문에 실물증권의 존재로 분리하는 것은 다소 부적절하게 되었다.

69) 현재도 어떤 블록체인 프로젝트가 거래소 상장의 가치가 있다고 판단되는 경우 암호화폐거래소는 당해 프로젝트 관련 회사 내지 사업 뒤에 있는 소위 ‘팀(team)’에 대하여 조사하고, 암호화폐의 기술, 경제성이 있는 고유한 판매 포인트에 대한 평가, 지속적인 비즈니스에 대한 수요가 있는지 여부 등을 판단하고 있다. 성공적인 IEO를 위하여 실무에서 중요하게 이야기되는 것이 프로젝트를 지원하는 팀(team)이다. IEO와 블록체인 환경에 대한 전문가들이 프로젝트를 효과적으로 생성하고 지원하는 과정을 말한다. 투자자들은 유능한 team이 지원하는 블록체인 프로젝트를 선호하기 때문에 IEO의 성공에 큰 요소가 된다. appinventiv, “How to Launch an IEO Successfully?”, <<https://appinventiv.com/blog/how-to-launch-an-ieo>>, 검색일: 2022. 11. 6.

1.3 IEO와 가상자산업자(가상자산거래소)의 업무영역

IEO가 이루어지는 중심은 가상자산거래소이다. 가상자산거래소에서 매매거래가 된 후 결국 거래 결과는 법정화폐로 변환되어 기존 경제시스템에 들어오게 될 것이다. 왜냐하면 아직까지는 가상자산(암호화폐)이 법정화폐를 대체하는 것은 아니기 때문이다. 이러한 상황은 가상자산의 상태에서는 자금의 이동과 소유를 파악하기가 용이하지 않다는 것을 의미하며, 결국 불법적인 목적으로 이용될 가능성이 매우 높다. 이러한 이유 때문에 가상자산과 관련하여 KYC(Know Your Customer) 및 AML(Anti Money Laundering)(고객 알기 및 자금세탁 방지)와 관련된 확인 의무를 가상자산사업자에게 부과하고 있다.⁷⁰⁾ 가상자산의 거래가 불법행위에 이용되는 것을 방지하기 위해서는 가상자산사업자에게 이러한 의무를 부과하는 것도 하나의 방법이 되겠지만, 다른 하나의 방법은 가상자산이 거래되는 거래소에 상장되고 거래되는 과정에 공적 감독 기능을 적극적으로 접목하는 것도 유용한 방법이다. 이것은 흡사 일반적인 증권거래소에서 1차 시장(primary market)인 발행시장과 2차 시장(secondary market)인 유통시장에 대한 공적 규제와 거래소의 자율규제를 통하여 시장의 건전한 거래 질서를 확립하고 거래의 투명성을 제고하는 것과 유사하다.

미국의 경우 2020년 당시 암호화폐의 가치와 관련된 선물계약 및 파생상품을 거래하는 온라인 거래플랫폼인 BitMEX와 관련된 자들에 대하여 미국 뉴욕주 검찰(US Attorney's Office for the SDNY)과 상품선물거래위원회(CFTC)는 자금세탁 방지 프로그램과 절차를 마련하지 못한 것에 대한 제재 조치를 취한 바 있다.⁷¹⁾ 위 사건에서 뉴욕주 검찰은 BitMEX의 경영진들에 대하여 적절한 “KYC” 프로그램을 포함하여 적절한 “AML” 프로그램을 수립하고 적용하지 못했다는 이유로 은행비밀보호법(The Bank Secrecy Act: BSA) 위반으로 기소하였다. BSA는 FCM(futures commission merchant)⁷²⁾으로 하여금 AML 프로그램⁷³⁾의 수립을 통하여 거래의 안정성을 높이기 위한 조치를 취하

70) 우리나라 특정 금융거래정보의 보고 및 이용에 관한 법률 제5조의2에서도 금융회사등의 고객확인 의무의 부과를 통하여 고객의 신원은 물론이고 실제 소유자 여부, 자금세탁 행위의 가능성 등을 점검하고 있다.

71) NATIONAL LAW REVIEW, “Cryptocurrency Exchange and its Executives Face Allegations of Failing to Maintain an Adequate AML Program”, <<https://www.natlawreview.com/article/cryptocurrency-exchange-and-its-executives-face-allegations-failing-to-maintain>>, 검색일: 2022. 11. 5.

72) ‘Futures commission merchant’는 선물중개회사를 말하며, 개인이 직접 선물거래소에서 거래할 수 없기 때문에 선물중개회사를 통하여야 한다.

73) AML 프로그램은 (1) FCM이 자금세탁 또는 테러 자금조달에 사용되는 것을 방지하기 위한 정책, 절차 및

도록 요구하고 있다.

가상자산거래소 내지 온라인 플랫폼에서의 거래 과정에서 발생하는 위법행위를 예방·적발·규제하기 위해서는 가상자산의 발행 절차에서부터 시장에서의 거래 과정에서 누가 핵심적인 역할을 수행하는지를 확인할 필요가 있다. 가상자산의 발행을 통하여 자금을 모집하는 절차에서는 가상자산의 발행 절차를 대행하는 것을 영업으로 하는 일명 ‘가상자산투자업자’와 가상자산이 거래되는 시장을 개설하여 운영하는 ‘가상자산업자’인 가상자산거래소가 필수적이다. 현행 특정금융정보법에서는 ‘가상자산업자’의 항목 하에 가상자산의 매도·매수, 다른 가상자산과의 교환, 가상자산의 이전·보관·관리, 그리고 이러한 행위를 중개·알선·대행하는 행위를 모두 포함시키고 있다(법 제2조 제1호 하목). 따라서 기존 자본시장에서 거래소와 금융투자업자가 구분되는 시스템과는 다소 차이가 있다. 이것은 정책적인 선택의 문제이기도 하며, 가상자산업자의 업무단위 별로 인가 내지 등록제도를 운영할 수도 있을 것이다.

가상자산의 발행을 통하여 자금을 모집하는 자는 스스로 발행 절차를 진행할 수도 있지만, 시장리스크나 법률리스크와 같은 상황에 대처하기 위해서는 전문적인 가상자산업자를 통하는 것이 필요하다. 현재는 가상자산의 발행과 거래시스템은 자본시장의 경우처럼 분리되어 체계적으로 작동하는 단계가 아니다. 그리고 가상자산의 법적 지위와 성격에 대하여도 명확하게 입법으로 정리가 되지 않았고, 가상자산거래소도 증권법상 거래소로 인가되지 않은 상태이기 때문에 금융당국의 감독하에 있지도 않다. 결국 가상자산의 거래 절차는 가상자산거래소나 금융투자회사의 이른바 ‘지원’을 받지 못하고 있는 상태이고, 가상자산의 보유는 은행 계좌의 돈이나 증권법상 상품과는 달리 기존 투자상품과 같은 방식으로 보호되지 않는다.⁷⁴⁾ 가상자산을 보호하기 위해 일부 가상자산거래소에는 사용자가 거래소 내에서 보유한 디지털 통화를 해킹이나 사기로부터 보호하는 보험 정책이 있기는 하다. 예를 들어 Coinbase에는 2억 5,500만 달러 상당의 보험제도가 있는데, Coinbase의 보유고가 해킹되어 최대 2억 5,500만 달러의 암호화폐가 유출되더라도 계정 소유자는 보호된다. 이와 달리 크라켄(Kraken)의 경우에는 보험 정책을 통하여 고객을 보호하기보다는 보안시스템에 의존하고 있다.

결국 가상자산이 발행되고 거래되는 과정에서 발생하는 투자자의 이해관계를 보호하

내부통제, (2) 독립적인 테스트, (3) 내부통제의 실행 및 모니터링을 담당하는 자의 지정, (4) 지속적인 교육, 그리고 (5) 지속적인 고객 실사를 수행하기 위한 적절한 위험기반 절차를 포함하고 있다. 31 C.F.R. § 1026.210.

74) 코인베이스(Coinbase) 및 제미니(Gemini)와 같은 일부 암호화폐거래소는 투자자가 보유하고 있는 US달러 잔액을 FDIC 보험계좌에 보관하고 있지만, 이 경우에도 FDIC 보험은 암호화폐 잔액에는 적용되지 않는다.

기 위해서는 여러 가지 요소가 필요하다. 먼저 가상자산의 법적 성격에 대하여 국제적인 기준을 반영한 국내 관련 법령이 정비되어야 한다. 그리고 가상자산의 발행 절차에서 자본시장법상 금융투자회사의 역할에 해당되는 가상자산사업자의 법적 지위에 대한 명확한 규정이 마련되어야 하고⁷⁵⁾ 가상자산사업자와 가상자산거래소와의 관계가 기존 증권의 발행에 있어서 금융투자회사와 거래소의 관계와 유사한 것으로 가져갈 것인지, 아니면 분리할 것인지에 대하여도 논의가 필요하다. 마지막으로 가상자산거래소가 소위 IEO를 주도하는 주체가 되는 경우라고 한다면, 가상자산거래소가 IEO를 직접 행하는 경우와 가상자산거래소가 자율규제 차원에서 직접 IEO 절차를 감독하거나 공적감독기관의 직접적인 감독 또는 가상자산거래소에 대한 위임 등의 여러 가지 제도적 장치도 생각할 수 있다.

2. IEO와 자율규제

2.1 거래소의 IEO 적합성 문제

가상자산거래소가 IEO 절차에 있어서 중심적인 역할을 하는 것은 결국 가상자산이 거래되는 장소를 개설하는 주체이기 때문이다. 이 주제와 관련해서는 크게 나누어서 2가지 방향에서 접근할 수 있을 것인데, 첫째는 가상자산사업자는 가상자산을 발행하여 자금모집을 원하는 자를 중개하여 가상자산거래소와 연결해주는 말 그대로 중개역할만 수행하고, 가상자산거래소가 가상자산의 발행에 대한 관리 및 거래소에 상장되어 거래되는 모든 과정을 실질적으로 감독하는 기능을 수행하는 경우를 상정할 수 있다. 가상자산의 보관·예탁은 별도의 기관에서 할 수도 있겠지만, 거래소가 부수적으로 가상자산의 보관·예탁기능도 수행하는 것도 가능할 것이다. 첫 번째의 방법이 두 번째 방법에 비해 입법적으로나 실무적으로 더 빨리 안정적으로 제도적인 정착을 가져올 수 있다는 장점이 있다. 다만, 시장의 개설, 가상자산의 발행기능을 겸업함으로써 인한 이해상충의 가능성이 발생할 우려가 있는데, 이는 시장감시기능의 수행하는 기관을 어디에 둘 것인지의 문제이고, 내부에 두거나 외부에 두는 모든 방법이 가능하다.

둘째는 기존의 증권거래소의 경우처럼 가상자산거래소가 가상자산사업자(기존 증권

75) 여기에는 기존 증권업계 종사자들에게 주어지는 일종의 'ethics standard' 내지 내부통제(internal control) 또는 준법감시시스템(compliance system)의 정비도 필요할 것이다.

거래소의 경우라면 금융투자회사가 될 것임)와 파트너 관계, 즉 가상자산사업자가 가상 자산거래소에서 거래할 수 있는 자격을 가진 회원의 지위를 가지는 경우가 있다. 이러한 구조에서는 거래소는 시장개설기능과 시장감시기능에 치중하게 되고 거래소와 분리되는 가상자산사업자가 금융투자업자처럼 발행을 중개하거나 대리하는 기능을 수행하게 된다. 또한 별도의 자산보관기관의 존재도 있게 될 수 있으나, 가상자산거래소가 가상자산의 보관·예탁기능도 수행하여 안정적인 시장의 운영에 기여하는 것도 가능하다는 점에서 첫 번째 방법의 경우와 차이는 없다. 이러한 구조에서는 첫 번째 방법의 경우에서 우려되는 이해상충의 위험성은 없지만, 투자자의 입장에서는 가상자산의 거래를 위해서 가상사업자와 거래소에서의 거래, 자산의 보관 등의 분리로 인한 비용의 증가라는 반감지 않은 상황이 발생할 수도 있다.

이해상충의 가능성은 어떤 경우에서든지 발생할 가능성은 모두 상존하지만, 시장감시기구의 지위를 어디에 둘 것인가 하는 것은 시장 상황과 밀접한 관련이 있다. 즉 현행 한국거래소의 경우처럼 시장감시위원회를 거래소 내부에 두고 독립성을 최대한 확보하는 방법으로 운영할 수도 있고, 이와 달리 완전히 독립적인 법인으로 외부에 두는 방법이 있다. 한국거래소의 경우에는 사실상 단일의 독점적 거래소이므로 전자의 방법도 무난하지만, 가상자산거래소의 경우 다수이므로 후자의 방법이 시장의 건전성과 시장감시기능의 신뢰성을 높이는데 도움이 될 것이다. 미국의 경우 자본시장 증권거래소가 복수이므로 결국 NASD를 거쳐서 현재 FINRA가 독립적인 지위에서 자율규제를 수행하고 있다.

2.2 공적규제와 자율규제의 정비를 통한 IEO시장의 정착

현재 가상자산시장 구조에서 결여된 부분은 공적규제기관의 역할과 자율규제의 부재이다. 일반적으로 공적규제기관에 대하여 기대하는 것은 전문적인 금융업자에 대한 인가 내지 등록제도의 운영을 통하여 시장의 안정성을 확보하는 것과 시장에서의 불공정행위에 대한 규제이다. 블록체인 프로젝트를 통한 자금모집을 IEO의 형태를 이용하여 진행하고자 하는 경우 공적규제와 자율규제시스템의 완비를 하는 것이 필요하다고 판단되며, 그와 관련하여 다음의 사항을 제안하고자 한다.

첫째, 가상자산의 발행을 통하여 자금을 모집하려는 자가 있는 경우 법률전문가 내지 가상자산거래소⁷⁶⁾의 의견을 첨부한 투자설명서를 공적규제기관⁷⁷⁾에 제출하여 수리되

76) 신뢰할 수 있는 적격성의 측면에서 가상자산거래소는 금융기관에 실명계좌를 개설한 거래소로 제한하는

는 형식이 필요하다. 이것은 자본시장법상 발행시장에서 증권신고서를 금융위원회에 제출하고 투자설명서를 투자자들에게 교부하는 것과 유사하다고 할 수 있다. 투자설명서를 제출받은 공적규제기관은 투자설명서 기재 사항의 형식적 요건을 심사하고, 다만 증권성 여부를 판단하여 만일 투자계약증권에 해당한다면 자본시장법의 규제영역으로 이관하면 될 것이고, 특정금융정보법상 가상자산에 해당된다면 가상자산거래소를 통한 IEO로 진행이 되도록 하면 될 것이다. 법률전문가 내지 가상자산거래소의 의견을 첨부하도록 하는 것은 최소한 전문가의 평가를 받도록 함으로써 단순한 법규정을 준수하지 못하는 사소한 위반의 소지를 방지하는 의미이다. 가상자산의 형태는 매우 다양하여 업계의 전문가나 법률전문가의 사전적인 검토를 통하여 법규정 위반 소지를 방지하고 투자자의 이익을 보호하기 위함이다. 이 과정에서 통합적인 자율규제 기구를 통하여 적정한 절차가 진행되고 있는지를 상시 감독하도록 시스템을 정립할 필요가 있다.

둘째, 가상자산거래소는 블록체인 프로젝트를 진행하여 자금을 모집하려는 자로부터 소위 백서(white paper)나 필요한 중요정보가 기재된 서류를 제출받아 심사함으로써 가상자산의 발행·판매가 되도록 중개의 역할을 담당하고 동시에 상장기준에 따라 심사하여 상장되어 거래될 수 있도록 할 필요가 있다. 여기서 가상자산거래소가 가상자산의 발행·판매를 동시에 한다는 것은 자본시장법상 거래소와 금융투자업자의 지위를 겸하도록 하는 것인데, 이것은 특정금융정보법에서 가상자산사업자라고 하는 넓은 개념 속에 가상자산업 모두를 담고 있는 상황에서 선택할 수 있는 하나의 선택지이다. 만일 겸업으로 인하여 시장의 혼란 등의 문제점이 발생할 수 있다면 이해상충방지 시스템의 확립을 통하여 문제의 발생을 예방하도록 하는 방안을 수립하면 된다. 한편으로는 가상자산사업자 중에서 가상자산거래업자를 분리하여 별도의 인가나 등록제도를 통하여 판매와 주문 대행의 역할을 하도록 하는 것도 고려할 수 있다. 가상자산거래소와 가상자산거래업자를 구분하는 방식은 금융기관의 실명계좌를 취득하지 못한 기존의 가상자산거래소를 거래업자로 전환하는 효과를 가져올 수 있고, 이로써 전문성의 강화 내지 일반투자자의 접근성을 높이면서 투자자 보호의 효과도 가져올 수 있을 것이다.

셋째, 자율규제시스템을 마련하여 가상자산시장의 건전성을 제고하는 방안이다. 가상자산시장에서 자율규제를 마련하는 것은 크게 2가지 측면에서 접근할 수 있다. (1) 금융

것이 바람직하다.

77) 여기서 공적규제기관의 역할은 기존의 금융위원회와 금융감독원이 담당할 수도 있고 금융정보분석원의 정보와 함께 공유되는 새로운 규제기관을 창설하는 것도 고려할 수 있을 것이다.

기관의 실명계좌를 취득한 가상자산거래소가 공동으로 규제전담기관을 설립하고, 기존의 가상자산거래소와는 독립성을 가지도록 하는 방법이고, (2) 가상자산거래소와 가상자산거래업자를 구분하고 양자 간에 회원제 거래소 형식을 취하도록 하면서 거래소는 시장개설자와 규제자의 입장에서, 거래업자는 발행과 판매를 대행하는 형식이다. 전자는 가상자산거래소로부터의 독립성 확보가 매우 중요한 관건이며, 생각해 볼 수 있는 모델로는 미국의 FINRA(과거 NASD)와 같은 규제전담기관이 있다. NASD가 NASDAQ의 규제기관으로 존재하다가 복수거래소가 존재하는 미국에서 통합적인 규제기관으로 성장한 것을 보면, 현재 국내에서 금융기관으로부터 실명계좌를 취득한 가상자산거래소가 복수인 것을 고려해보면 충분히 고려해 볼 수 있는 방법이다. 그리고 가상자산거래소는 시장개설자로서 자율규제 규정의 제정과 시장에서의 불공정거래행위 모니터링을 통한 위반행위의 예방 및 적발에 특화된 기능을 발휘하도록 하면 효율적이다. 가상자산거래소와 거래업자를 분리하는 후자의 형식은 일견 자본시장법상 시장구조와 유사하여 안정적인 제도로 보일 수 있지만, 난립하고 있는 군소 가상자산거래소의 실정을 생각한다면 현재로서는 채택할 수 있는 대안이 되기는 힘든 측면이 있다. 오히려 특정금융정보법상 금융거래정보의 확인을 통한 시장의 건전성 확보라는 목적을 달성하기 위해서는 전자의 방법으로 운영하는 것이 현재 시점에서는 더 적절하다고 본다. 금융기관의 실명계좌를 취득하지 못한 군소 가상자산거래소는 단순 거래업자로 전환하여 판매 대행의 역할을 하도록 하는 방법은 가능할 것이다.

추가적으로 고려할 사항은, 가상자산 가격의 등락 폭을 고려한다면 투자자의 보호를 위해서 pre-sale 참여자격을 제한한다든지, 판매금액을 제한하는 것도 고려할 수 있는 방법이다. 그리고 법규정 위반행위에 대한 제재조치에는 민사·형사·행정적 제재가 모두 가능할 것이므로 자율규제기관에 의한 제재기능의 행사를 위해서는 법령상 공적규제기관으로부터 그 권한을 위임하는 제도적 장치도 필요하다. 마지막으로 공적규제기관에 제출되는 투자설명서에 대한 검토과정과 자율규제기관에 제출되는 백서 등의 공시서류를 검토하는 과정에서 법률전문가, 가상자산거래소, 그리고 공적규제기관 및 자율규제기관의 due diligence의 역량을 제고하는 것도 생략될 수 없는 중요한 요소이다.

한편 2022년 6월 13일 국내 가상자산사업자들은 공동협의체를 구성하여 자율적으로 시장상황을 개선해 나갈 것을 밝힌 바 있다.⁷⁸⁾ 이는 현재 가상자산의 상장에 있어서의

78) 국민의힘 정책위원회/가상자산특별위원회, 가상자산 시장의 공정성 회복과 투자자보호, 2차 당정간담회 발표 자료, 2022.

심사를 하고 있는 가상자산사업자들이 자율규제의 역할을 수행함으로써 가상자산업계의 건전성을 제고하고 투자자 보호를 위해 노력한다는 것으로 이해된다. 그간 가상자산 시장과 관련된 법제도가 미비되어 가상자산거래소마다 상장기준, 가상자산의 시세 그리고 투자자 보호조치 등의 기준이 상이하고, 무분별하게 코인을 상장시킨다는 지적도 있었다.⁷⁹⁾ 이러한 과정에서 국내 4대거래소의 상장·폐지 현황은 다음 표와 같다.

〈표 IV-1〉 국내 4대 거래소의 상장·상장폐지 현황

(단위: 개, %)

구분	총 상장코인	김치코인			
		김치코인	김치코인비중	상장폐지 (유의종목 포함)	상장폐지 비율
업비트	131	83	63	30	36
빗썸	178	107	60	14	13
코인원	188	119	63	1	1
코빗	43	1	2	0	0
합계	540	310	57	45	15

* 출처⁸⁰⁾

최근 원화거래시장에 가입한 고박스를 제외한 나머지 국내 4대 거래소의 거래지원 심사기준 및 상장폐지 심사기준을 간략히 요약하면 다음과 같다.

〈표 IV-2〉 국내 4대 거래소의 상장·상장폐지 기준

구분	업비트	빗썸	코인원	코빗
상장 기준	- 프로젝트 투명성 - 거래의 원활한 지원 가능성 - 투자자의 공정한 참여 가능성	- 비즈니스 연속성 - 기술기반 확장성 - 시장성	- 비즈니스모델의 지속가능성 - 지배구조의 투명도 - 토큰 분배계획 - 프로젝트팀의 가치와 비전 - 프로젝트가 대체가능한 시장규모 - 실제 사용성 - 팀 구성인력 - 백서의 로드맵 달성율 - 시장성	- 탐구성 - 지속성 - 투명성 - 확장성(시장 및 글로벌 응용력) - 사용성

79) 표춘미, 앞의 논문, 94쪽.

80) 표춘미, 위의 논문, 94쪽. 거래소의 무책임적인 상장과 상장폐지 피해는 고스란히 투자자가 부담해야 한다고 설명하고 있다. 반면, 상장부터 상장폐지까지의 과정에서 거래소가 보는 손해는 없으며 오히려 상장폐지를 예고한 후 정리매매 기간 동안의 매도와 출금 과정에서 더 많은 수수료를 실현한 것으로 나타나고 있어, 거래소의 횡포를 막고 투자자를 보호하기 위해서는 최소한의 상장기준과 법률 규제가 필요한 상황이라고 설명하고 있다.

상장 폐지 기준	• 법령에 위반되거나 정부 기관 또는 유관기관의 거래지원이 지속되기 어려운 경우 • 암호화폐의 사용사례가 부적절하거나 암호화폐에 대한 사용자들의 반응이 부정적인 경우 • 암호화폐의 기술기반의 취약성이 발견된 경우 • 해당 암호화폐가 개발팀 또는 다른팀의 기술지원을 받지 못하는 경우 • 거래소 상장시의 서비스 조건 및 협약서를 암호화폐 개발팀 또는 관계자들이 위반한 경우 • 암호화폐 사용자들의 지속적인 불만 접수	• 거래소에서 일거래량이 미미하고, 1개월이상 지속될 경우 • 기준시가 총액이 상당히 시가총액에 비해 크게 하락하고 1개월 이상 하락할 경우 • 암호화폐 개발자의 지원이 없거나 프로젝트 참여가 없는 경우 • 블록체인 또는 암호화폐 연관 기술의 효과성이 없거나 결함이 발견 • 암호화폐 재단에서 상장폐지 요청	• 범죄, 시세 조작 및 시장교란 등의 법적 문제 • 제품개발진행 미비, 블록체인 기술부족 등의 기술문제 • 최소거래량 미달, 거래지속성 부족 등의 시장문제 • 프로젝트팀 해산, 파산 등의 팀 영속성 문제	• 범죄, 시세 조작 등의 법적 문제 • 프로젝트의 기술적 문제 • 불성실공시 • 거래량 미달, 공정한 거래를 위한 시가총액 수준 미달
비고	• 2021.6.20. 기준 상장폐지 종목 최대(30개) • 상장폐지율 36%	• 2021.6.20. 기준 상장폐지 종목(14개) • 상장폐지율 13%	• 재단·프로젝트 수행사의 재무재표 검토 • 백서의 로드맵달성률 • 6개월마다 상장유지 심사 • 2021.6.20. 기준 상장폐지율 1%	• 거래소 중 상장절차 가장 엄격 • 외부기관의 사전심사 • 2021.6.20. 기준 상장폐지율 0%

* 출처⁸¹⁾

앞에서 살핀 바와 같이 ICO의 경우 IPO와의 유사성이 있는 반면, 투자자 보호에 있어서 어려움이 있는 이유는 IPO와 유사하거나 이에 준하는 보호수단 및 규제가 없기 때문이다. 투자자 보호의 문제는 특정금융정보법상 자금세탁방지제도와는 다른 차원의 문제이다. 현재 국내 가상자산거래업자를 통해 이루어지는 가상자산의 거래에 있어 투자자 보호의 기본적인 조치는 모두 가상자산거래업자의 상장심사가 전부라고 할 수 있다. 하지만 가상자산거래업자의 수익성과 상장심사기준의 강화는 서로 반비례하는 경향이 있으므로 이에 대하여 가상자산거래업자의 상장심사기준 강화에 대하여 필요성을 인정하면서도 부정적인 입장⁸²⁾이 있다. 따라서 이러한 상황에서 가상자산사업자 공동협의체를 통한 강화된 규율방안을 마련하겠다는 의견은 긍정적으로 보인다.⁸³⁾ 이러한 자율규제방안은 IEO를 함에 있어 거래소가 행하는 심사기준 수립의 기초가 될 수 있으므로 유의미하다. 특히 백서에 대한 검토, 자금세탁방지, 사업성 등의 심사기준에서 정보의

81) 표춘미, 위의 논문, 98쪽.

82) 표춘미, 위의 논문, 97쪽.

83) 국민의힘 정책위원회/가상자산특별위원회, 앞의 발표자료, 6쪽.

비대칭성 완화, 단순한 투자자 경고(investor alert)를 넘어서는 공시규제 및 불공정거래 규제, 가상자산사업계로의 진입규제, 거래소에 대한 공적규제, 청산결제규제 등의 제도를 도입하는 것은 투자자 보호를 위하여 매우 필요한 것이므로 IEO를 행하는 거래소가 이러한 점들을 선제적으로 자율규제한다면 시장에 대한 신뢰도는 매우 높아지고 공적규제의 부담을 완화하는 점으로도 작용할 것이다.

V. 나오며

경제적 가치의 존재 유무를 기준으로 하여 실물의 이동이 아닌 가상의 공간에서 존재하고 거래되는 가상자산시장의 등장은 기존의 법정화폐의 지불기능을 대체하는 상황으로까지 발전되었다. 이러한 시장의 발전은 가상자산의 재산적 가치에 대한 평가 기준, 가상자산의 안정적인 관리 및 보관의 문제는 물론, 가상자산의 매도·매수, 교환, 이전, 보관 또는 관리와 이를 중개, 알선하거나 대행하는 것을 영업으로 하는 가상자산사업자의 영역도 등장하였다. 블록체인(Blockchain) 기술과 분산원장(DLT) 기술로 대변되는 가상자산은 중앙집중적인 관리와 통제가 시장의 성장을 따라가지 못하다 보니 루나사태, FTX사태, 위믹스의 폭락과 상장폐지 논란 등의 혼란을 가져왔다. 이에 따라 각국의 금융감독당국은 가상자산을 통한 자금의 모집, 가상자산거래소의 규제에 집중하고 있다.

현재 가상자산 규제법률은 제대로 정립되지 않은 상태이다 보니 가상자산의 법적 정의에 대한 통일성도 당연히 결여되어 있다. 가상자산의 특성상 국제간 거래가 많기 때문에 더욱 혼란을 더해준다. 가상자산은 투자대상자산으로의 성격과 법정통화의 일부기능을 대체하는 등 복합적인 특성을 가지고 있으므로 자본시장법, 한국은행법, 특정금융정보법의 적용 대상으로 거론된다.

가상자산이 발행되고 거래되는 과정에서 발생하는 투자자의 이해관계를 보호하기 위해서는 여러 가지 요소가 필요하다. 먼저 암호화폐의 법적 성격에 대하여 국제적인 기준을 반영한 국내 관련 법령이 정비되어야 한다. 블록체인 프로젝트를 통한 자금모집을 IEO의 형태를 이용하여 진행하고자 하는 경우 공적규제와 자율규제시스템의 완비를 하는 것이 필요하다.

먼저 가상자산의 발행을 통한 자금모집에 있어서 법률전문가 내지 암호화폐거래소의 의견을 첨부한 투자설명서를 공적규제기관에 제출하여 수리되는 절차를 통하여 1차적으

로 공적규제기관이 투자설명서의 형식적 요건을 심사하고, 투자성이 강하여 투자계약증권에 해당한다면 자본시장법의 규제영역으로 이관하고, 특정금융정보법상 가상자산에 해당된다면 가상자산거래소를 통한 IEO로 진행이 되도록 하는 절차가 효율적이다. 둘째, 블록체인 프로젝트를 이용하여 자금모집을 하는 자가 백서(white paper)나 중요한 정보가 기재된 서류를 가상자산거래소에 제출하도록 함으로써 가상자산의 발행·판매가 되도록 중개의 역할을 담당하고 동시에 상장기준에 따라 심사하는 IEO의 기능을 수행하도록 하는 것이 필요하다. 가상자산거래소가 가상자산의 발행·판매업무를 겸하는 것은 자본시장법의 경우로 보면 거래소와 금융투자업자의 지위를 겸하도록 하는 것인데, 이것은 특정금융정보법에서 가상자산사업자라고 하는 넓은 개념 속에 가상자산업 모두를 담고 있는 현재의 법규정 하에서 선택할 수 있는 방법이다. 겸업의 문제가 우려되면 이해상충방지시스템을 확립하면 된다. 또한 가상자산사업자 중에서 가상자산거래업자를 분리하여 별도의 인가나 등록제도를 통하여 판매와 주문대행의 역할을 맡기는 방법은 현재 금융기관의 실명계좌를 취득하지 못한 기존의 가상자산거래소를 거래업자로 전환하여 전문성을 가진 업자를 통한 투자경로를 제공함으로써 투자자 보호의 효과를 가져올 수 있는 방법이다. 셋째, 자율규제시스템을 마련하여 가상자산시장의 건전성을 제고하여야 한다. 금융기관의 실명계좌를 취득한 암호화폐거래소가 공동으로 규제전담기관을 설립하고, 기존의 암호화폐거래소와는 독립성을 가지도록 하고, 가상자산거래소와 가상자산거래업자를 구분하고 양자 간에 회원제 거래소 형식을 취하도록 하면서 거래소는 시장개설자와 규제자의 입장에서, 거래업자는 발행과 판매를 대행하는 형식이 효율적인 방법이다.

참고문헌

1. 단행본

김재진/최인석, 가상자산 법제의 이해, 박영사, 2022.

2. 학술지

김갑래, “미국의 증권토큰발행(STO)에 관한 고찰”, 자본시장포커스 제2021-13호, 자본시장연구원, 2021, 1-7쪽.

김병연, “ICO의 법적 개념 및 각국의 규제동향에 관한 연구”, 일감법학 제43호, 건국대학교 법학연구소, 2019, 29-50쪽.

김협/권혁준, “디파이(De-Fi) 기술의 이해와 활용-금융 서비스를 중심으로-”, 지급결제학회지 제12권 제2호, 한국지급결제학회, 2020, 1-14쪽.

서정호/이대기/최공필, “금융업의 블록체인 활용과 정책과제”, KIF 금융리포트 제2017권 제2호, 한국금융연구원, 2017, 1-130쪽.

윤계섭, “투자자의 사전적 보호제도와 사후적 보호제도”, 경영논집 제44권, 서울대학교 경영대학 경영연구소, 2010, 99-125쪽.

표춘미, “블록체인 기반 가상통화(IEO)의 거래소상장 연구”, 관리회계연구 제21권 제3호, 한국관리회계학회, 2021, 91-120쪽.

3. 보고서

박기령, 글로벌 법제논의의 현황과 전망 - 가상화폐 거래 활성화를 중심으로 -, 한국법제연구원, 2018.

신석영, 글로벌 디지털자산 법제화 가속화와 금융업, 금융경영브리프, 하나금융경영연구원, 2022.

4. 기타자료

국무조정실/국무총리비서실 보도자료, ICO 실태조사 결과 및 향후 대응방향, 2019.

금융위원회, 디지털통화 제도화 TF 제1차 회의 개최, 2016. 11. 17. 보도자료.

금융위원회, 가상통화 관계기관 합동 TF 개최-가상통화 현황 및 대응방향, 2017. 9. 4. 보도자료.

금융위원회, 기관별 추진현황 점검을 위한 가상통화 관계기관 합동 TF 개최, 2017. 9.

29. 보도자료.

ISSA, Crypto Assets: Moving from Theory to Practice, 2019.

[Abstract]

Introduction of IEO and Self Regulation

Kim, Byoung Youn*

Virtual assets have complex characteristics, such as being an investment asset and substituting some functions of legal currency. It will be subject to the Capital Market Act, which is a regulatory law on investment and fundraising, and will be subject to the Bank of Korea Act or the Specified Financial Information Act, focusing on the payment function of legal currency.

In order to protect the interests of investors that arise in the process of issuing and trading cryptocurrency, several factors are required. First of all, relevant domestic laws and regulations that reflect international standards regarding the legal nature of cryptocurrency must be revised. IEO means that an exchange is involved in the issuance of cryptocurrency in any form. In the end, legal and institutional means are needed to increase the stability of transactions in the two procedures of 'issuance' and 'examination of listing on the trading market'. In order for the market to exist and continue to grow, it is essential that investor protection devices are legally prepared, and this is also the case in the cryptocurrency market. This is probably why the form of IEO is being discussed as an alternative to ICO.

First, in raising funds through the issuance of cryptocurrency, it is necessary to submit an investment prospectus with opinions from legal experts or cryptocurrency exchanges to the public regulatory body and accept it.

Second, the cryptocurrency exchange serves as an intermediary for the issuance and sale of cryptocurrency by submitting a white paper or documents with important information from those who raise funds using a block chain project, and at the same time fulfills the listing standards. We propose a plan to take charge of the function of IEO to be listed and traded according to the criteria. Here, the simultaneous issuance and sale of cryptocurrencies by a cryptocurrency exchange means that, in the case of the Capital Markets Act, it serves as

* Professor of Law, Konkuk University Law School

both an exchange and a financial investment business. It is one option that can be selected in a situation that includes all of the asset industries. On the other hand, it is also conceivable to separate cryptocurrency traders from among virtual asset operators and have them act as sales and order agents through a separate authorization or registration system. The method of distinguishing a cryptocurrency exchange from a cryptocurrency trader can have the effect of converting an existing cryptocurrency exchange that has not acquired a real-name account of a financial institution into a trader, thereby enhancing professionalism or increasing accessibility for ordinary investors. It can also bring about investor protection.

Third, it is a plan to improve the soundness of the cryptocurrency market by preparing a self-regulation system. The provision of self-regulation in the cryptocurrency market can be approached from two main aspects. (1) It is a method for cryptocurrency exchanges that have acquired real-name accounts of financial institutions to jointly establish an institution dedicated to regulation and to have independence from existing cryptocurrency exchanges, and (2) to ensure that cryptocurrency exchanges and cryptocurrency traders are While distinguishing and taking the form of a membership exchange between the two, the exchange is a form of market creator and regulator, and the trader issuing and selling as an agent. For the former, securing independence from cryptocurrency exchanges is a very important factor, and as a model that can be considered, there is a regulatory agency such as FINRA (formerly NASD) in the United States. The latter form of separating cryptocurrency exchanges and traders can be seen as a stable system as it is similar to the market structure under the Capital Markets Act. there is Rather, in order to achieve the purpose of securing market soundness through the confirmation of financial transaction information under the Specified Financial Information Act, it is more appropriate at this point to operate the former method. It would be possible for a small cryptocurrency exchange that has not acquired a real-name account of a financial institution to convert it into a simple trader and act as a sales agent.

[Key Words] Virtual assets, Cryptocurrency, Blockchain, Distributed Ledger, Virtual Currency, Self-regulation, Bitcoin, Ethereum, Token, IEO, ICO, IDO