

가상자산시장의 공시 및 불공정거래행위 규제 Regulations on Disclosure and Unfair Trading of Virtual-Assets Market

정 응 채*
Ungchae, Jung

목 차

- | | |
|----------------------------------|-------------------------------|
| I. 서론: 가상자산 발행 및 유통과 투자자 보호의 필요성 | IV. 불공정거래행위 규제 필요성과 방안 |
| II. 가상자산의 개념과 규제 현황 | V. 결론: 공시 및 불공정거래 규제의 필요성과 방안 |
| III. 공시규제의 필요성과 방안 | |

최근 세계에서 가장 급속도로 발전 또는 확산되고 있는 산업은 단연코 가상자산 분야이다. 하지만 이에 대한 우리나라를 포함한 각국의 규제가 뒤따르지 못하고 있는 것 또한 사실이다. 이러한 흐름 속에서 가상자산에 대한 투자자가 그 피해를 보는 경우가 계속하여 발생하고 있다. 이러한 피해는 단순히 소액 투자자들뿐만 아니라, 가상자산 거래소 등 가상자산사업자의 파산, 가상자산 발행인의 형사처벌, 가상자산의 거래지원 정지 등 다양한 유형으로 피해가 발생하고 있다. 또한 가상자산의 발행인이 발표한 공시정보가 허위라거나, 발행된 가상자산의 유통량이 과장된다거나, 자전거래 등을 통하여 시세조종을 한다거나 하는 행위를 통하여 일반 투자자에게 피해를 가져오는 사례들이 자주 뉴스에 등장하고 있다.

이 과정 속에서 각 나라에서 가상자산에 대한 규제를 도입하기 위하여 노력하고 있으며 그 내용을 무엇으로 할 것인지에 대한 논의도 다양하다. 기존의 자본시장과 유사한 시스템을 취하고 있다는 점에서 가상자산의 규제의 틀 역시 자본시장의 규제시스템을 기반으로 하여 구성하는 방향으로 논의되고 있다. 이 과정에서 가장 중요한

<https://doi.org/10.35148/ilsilr.2022..53.61>

투고일: 2022. 12. 7. / 심사완료일: 2022. 12. 21. / 게재확정일: 2022. 12. 26.

* 법무법인 예현 변호사

Attorney at Law, Law Firm Yehyun

규제 쟁점으로 드러나는 것은 공시규제와 불공정거래행위 규제이다. 공시규제는 기본적으로 가상자산의 백서와 관련하여 이루어져야 한다. 백서에 가상자산의 의미, 범위, 권리, 의무를 종합적으로 포함시키는 방향으로 공시규제를 도입하는 시도들이 많이 있다. 또한 불공정거래행위규제에 관하여 보면, 다양한 불공정거래행위에 대하여 자본 시장도 아닌 가상자산시장에서 불공정거래행위에 대하여 어디까지 규제할 것인지도 통일되어 있지 않으며, 우리나라에는 아직 가상자산의 불공정거래행위에 관한 규제 입법안도 미비하다.

이 과정에서 확인하여야 할 몇 가지 쟁점이 있다. 우선 가상자산이 자본시장과 달리 가지고 있는 특성을 고려하여야 한다. 세계적인 단일 시장을 구성하면서도 다양한 거래소에 교차 상장되어 있으며, 24시간 거래가 이루어진다는 점을 규제 도입시에 고려하여야 한다. 또한 가상자산의 발행 이슈와 관련하여 가상자산의 발행인 및 거래소의 규제 범위에 관한 논의가 필요하다. 이러한 논의를 통해 가상자산거래소의 자율규제를 통해 투명성을 확보하는 것도 좋은 방법이다. 다만 이 과정에서 교차상장에 대응하는 상호간 공시 활용 등 국제적인 규제 단일화를 추진할 필요가 있다.

[주제어] 가상자산, 암호화폐, 공시규제, 불공정거래 규제, 가상자산 투자자 보호, IEO 규제, 자율규제

I. 서론: 가상자산 발행 및 유통과 투자자보호의 필요성

1. 가상자산 시장의 발전

가상자산, 흔히 말하는 토큰이 가지는 시대적 파급력은 다른 그 무엇보다 단시간에 크게 작용하였다고 할 수 있다. 중앙집중화된 정보에 대한 반향을 적극적으로 표현하는 방식으로서의 블록체인 시스템에 대한 관심은 지대하며, 이를 주된 바탕으로 만들어지는 암호화폐 등의 가상자산은 일반인에게 그 자체에 대한 정보로 다가가기보다는 투자의 수단으로 빠른 속도로 들어왔다.

가상자산의 본질에 대한 논의는 가상자산의 개념과 범위의 정의에 따라 달라질 수 있다. 다만, 가상자산 특히 암호화폐나 토큰의 경우에는 적어도 권리의 화체로서의 성격이 있다는 점이 주된 특징이라 할 수 있다.¹⁾

또한 가상자산이 권리의 화체로서 가지는 다른 유가증권과 구별되는 주된 부분은

1) 이러한 권리의 화체로서의 특징은 증권형 토큰이 가지는 유가증권으로서의 특징보다 넓은 의미로 받아들여져야 한다.

분산원장기술을 이용하는 독립된 플랫폼을 활용한다는 것이다. 이는 기존의 중앙집중적인 시스템이 가지는 거래정보 보호의 위험성을 벗어나기 위한 방법으로서 분산원장기술(distributed ledger technology: DLT)²⁾을 이용하는 독립된 플랫폼 또는 거래소가 나타나게 되었고, 가상자산은 이러한 분산원장기술을 사용하는 특징을 지닌다.

이렇듯 블록체인과 분산원장기술로 대변될 수 있는 가상자산은 기존의 중앙은행에 의해 운용되는 통화 제도의 지불기능을 일정 부분 대체하려는 시도들이 등장하였고, 비트코인, 이더리움과 같은 소위 암호화폐가 시장에서 폭발적인 성장을 이루었고, 기존 금융시장의 제도적 토대에 영향을 미칠 정도가 되었다. 이러한 관심에 부응하여 가상자산의 매도·매수, 교환, 이전, 보관 또는 관리와 이를 중개, 알선하거나 대행하는 행위를 영업으로 하는 가상자산사업자³⁾의 영역도 제도권에 자리 잡았다. 이러한 가상자산시장 중에서 특히 가상자산사업자를 중심으로 이루어지는 암호화폐가 거래되는 상업 플랫폼을 암호화폐거래소⁴⁾라고 부른다.

또한 가상자산은 중앙집중적인 관리와 통제가 존재하지 않다 보니, 그 가치의 변동이 안정적이지 않고 감당할 수준을 넘어선 극심한 변화를 보이고 있다. 그 결과 가상자산은 새로운 구매대상자산으로 떠올랐고 가상자산시장의 규모는 전 세계적으로 폭발적인 성장을 가져오고 있다. 이에 따라 각 국가의 금융감독당국은 최근 가상자산의 정의, 가상자산을 활용한 자금의 모집, 가상자산 거래소의 설립 등과 관련된 규제에 집중하고 있다.⁵⁾

2. 가상자산 구매자⁶⁾ 보호의 필요성

가상자산에 대하여 어떠한 법률을 적용할 것인지는 아직 정립되지 않은 상태이다.

- 2) 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).
- 3) 특정금융정보법 제2조 제1호 하목 참조.
- 4) 실무에서 암호화폐가 거래되는 상업 플랫폼 또는 이 상업 플랫폼을 운영하는 사업자를 ‘암호화폐거래소’, ‘가상자산거래소’, ‘가상자산거래업자’, ‘코인거래소’, ‘가상자산사업자’ 등으로 부른다. 본고에서는 각 파트별 적절한 용어를 불규칙적으로 선택하여 사용하였고, 이에 대하여 그 구체적 의미에 차이가 있는 것은 아니다. 특정금융정보법에서는 ‘가상자산거래업자’로 명하고 있으며, IEO에 있어서 ‘Exchange’의 의미로서는 가상자산거래업자보다는 거래소의 의미를 살려 ‘암호화폐거래소’, ‘가상자산거래소’로 부르는 것이 이해를 돕기에 용이하다.
- 5) 박기령, 글로벌 법제논의의 현황과 전망: 가상화폐 거래 활성화를 중심으로, 한국법제연구원, 2018, 1쪽.

또한 가상자산은 구매대상자산으로의 성격도 가지고 있고 통화의 기능도 가지고 있는 등 복합적인 특성을 가지고 있다. 따라서 가상자산을 구매대상으로 본다면 자금의 모집과 관련이 있으므로 현행 자본시장법의 적용 대상이 될 것이고, 지불기능과 같은 통화의 특성을 중심으로 본다면 한국은행법이나 특정금융정보법의 적용대상이 될 것인지 등 기존 금융 관련 법률들과의 관계가 문제되며, 나아가 특별법의 제정 필요성도 제기된다.

가상자산을 매개로 기업운영자금의 모집이 이루어지는 경우가 증가하고 있는데, 가상자산의 분류 즉 가상자산이 체화하는 권리의 종류와 상관없이 결국 법정화폐를 모집하는 방향성을 가진다는 점에서는 공통될 것이다. 이 과정에서 법정화폐 또는 가상자산을 다른 가상자산과 교환(거래)하기 위해서 가상자산을 발행하는 절차를 거치게 된다. 이 과정을 기존의 기업공개(Initial Public Offering: IPO)와 유사한 절차가 활용된다고 해서 ICO(Initial Coin Offering)라고 부른다. 즉 구매자들이 ICO 과정에서 법정화폐의 대가로 지급받는 것이 토큰⁷⁾인데, 결국 토큰의 유형을 불문하고 구매자는 중국적으로 법정화폐를 지급하는 방식으로 이루어지게 된다. 다만, STO의 경우에는 그 토큰을 증권으로 보아 현행 자본시장법의 적용대상이 되고 자본시장법상 투자자보호 장치가 적용되게 되어 STO와 관련된 가상자산시장 거래의 안정성을 제고한다는 장점을 가진다.

하지만 전체 ICO 시장은 여전히 규제의 불명확성이 존재한다. 즉 여타의 가상자산시장, 특히 암호화폐시장에서의 구매자 보호는 공백 상태에 있다는 점에서 개선의 필요성이 강하다. 최근의 가상자산거래소에 대한 해킹사태나, 테라루나 사태, 최근의 FTX의 파산신청까지 이러한 상황에 의해 발생하는 가상자산의 구매자의 보호는 전혀 이루어지지 않고 있다고 하여도 과언이 아니다.

이러한 과정에서 발생하는 구매자의 피해양상을 구별했을 때, 직접적인 사기행위의 경우에는 형사법적인 조치를 취해야 하는 것이지만, 기존의 자본시장에서 투자자보호의

6) 일반적으로 사용되는 용어는 ‘투자자’이다, 가상자산의 구매의 성격을 ‘투자’로 보는데서 기인하는 것이다. 하지만, 가상자산은 투자의 대상이 되는 증권성을 가지는 것뿐만 아니라 화폐의 성격을 가진다거나, 유틸리티로서의 성격을 가지는 것 등 다양한 성격을 가지고 있다. 단순히 ‘투자자’로 언급하는 것은 자칫 그 범위를 의도치 않게 증권형 토큰으로 축소하여 해석하거나, 오히려 투자자에 대하여 그 범위를 가상자산사업자에게 까지 확대해석할 여지도 있다. 이에 대하여 추가적인 연구가 필요할 것이나, 본고에서는 가상자산을 구매한 자로 범위를 한정하는 의미에서 ‘구매자’로 호칭하였다.

7) 물론 채굴 등을 통해 취득한 가상자산의 경우도 있다. 이러한 경우에도 결국 가상자산을 취득하여 거래하는 단계에서는 일정한 시스템을 이용하게 되므로 이 역시 결국에는 법정화폐나 다른 가상자산과 교환(거래)하는 방식으로 이루어지게 된다.

목적에서 실시되는 공시규제, 불공정거래행위 규제의 경우에는 단적으로 규제가 없기 때문에 이러한 행위들이 구매자에 대하여 부당성을 넘어서 (직접적인) 금전적 피해를 야기함에도 현재는 대책이 없다.

더구나 가상자산은 국내외 가상자산거래소에 교차하여 상장되어 있으므로 주식시장보다 글로벌화 되어 있다. 반면 각 국가의 규제 체계뿐만 아니라 글로벌 규제 협력 체계는 정립되어 있지 않다.⁸⁾ 따라서 발행인들이 각국의 규제쇼핑을 하거나 익명성을 활용하여 자금세탁 수단으로 사용하거나, 직접주문이 가능하여 구매자들이 쉽게 접근하는 반면 오히려 추적이 어렵고, 거래경험이 없는 구매자들로서는 정보중심이 아닌 단기간에 고수익만을 추구하는 경향을 드러낸다. 이러한 방향에서 가상자산 시장은 시세조종과 같은 불공정거래가 쉽게 발생할 수 있는 환경이며 실효성 있는 규제는 오히려 어렵다.⁹⁾ 또한 가상자산은 분산원장기술과 블록체인이 표방하는 탈중앙화의 기치에서 중앙화된 규제를 적용하는 것이 기본적인 가상자산 시장이 가지는 본질적 의의에 배치되는 측면도 있다. 그럼에도 불구하고 구매자를 보호할 필요성이 도출되어야 한다는 필요성을 도출하는 것도 중요한 연구 방향이 될 수 있다.

본 글에서는 이러한 가상자산의 구매자 보호의 필요성과 그 보호 방안의 방향성을 제시하고자 하였다. 구매자 보호를 위한 기본적인 방안으로서 정보의 비대칭성 완화를 위한 공시규제의 필요성 및 방안과 가상자산 시장에 있어서 공시규제가 가지는 특성과 의미를 살피고, 이러한 공시규제를 기반으로 불공정거래행위에 대한 규제의 측면에서 가상자산이 가지는 특성과 자본시장에서의 불공정거래행위 규제의 적용가능성 및 필요성에 대하여 살펴보았다. 특히 이러한 규제의 실효성 확보를 위해서는 가상자산거래소의 적극적인 자율규제의 토대 마련과 국제적 협력이 필요하다는 점을 도출할 수 있도록 하였다.

이 논문은 가상자산의 개념이 정립되어 가는 흐름을 정리하고, 이에 대한 규제 현황을 개관하고, 현재 자금세탁 방지 규제를 중심으로 이루어지는 가상자산에 대한 규제를 살핀 후 공시규제의 필요성과 주의하여야 할 특징, 불공정거래행위가 발생하는 현재 상황과 이에의 자본시장의 불공정거래행위 규제의 적용 가능성에 대하여 다루었다. 이러한 규제방안에 대한 방향성을 논의하였다.

8) 송화윤, “가상자산 시장 불공정거래 규제에 관한 법적 연구”, 은행법연구 제13권 제2호, 은행법학회, 2020, 325쪽.

9) Carol Alexander/Douglas Cumming, *Corruption and Fraud in Financial Markets: Malpractice, Misconduct and Manipulation*, Wiley, 2020, pp. 212-233.

II. 가상자산의 개념과 규제 현황

1. 가상자산의 개념과 발행 및 유통

1.1 가상자산의 개념

1.1.1 특정금융정보법상 가상자산의 정의

우선하여 보면 ‘특정 금융거래정보의 보고 및 이용 등에 관한 법률’(이하 ‘특정금융정보법’) 제2조에서는 가상자산을 ‘경제적 가치를 지닌 것으로서 전자적으로 거래 또는 이전될 수 있는 전자적 증표를 말한다.’고 정의하면서 다른 법령에 의해 정의되고 있는 것들은 제외하고 있다. 이와 관련하여 FATF의 2021년 가이드스¹⁰⁾에서는 ‘가상자산(virtual asset)이란 가치의 디지털표시로서 디지털 방식으로 거래될 수 있거나 이전(양도, 전송)될 수 있는 것, 그리고 지급(결제) 또는 투자 목적을 위해 사용될 수 있는 것을 말한다.’고 정의하고 있는 것과 유사하다.

1.1.2 개념 정의의 흐름

가상자산의 개념에 대해서는 다양한 정의가 존재한다. 다만 종래에는 ‘비트코인’의 ‘지급·결제기능’에 초점을 맞춘 가상통화(Virtual Currency), 암호화폐(Crypto Currency), 디지털 통화(Digital Currency) 등 화폐(Currency)의 성격을 드러내는 명칭이 주를 이루었다면,¹¹⁾ 비트코인을 비롯하여 시장에 등장한 다양한 가상자산의 ‘투자자산기능’이 부각되며 2018년 이후 국제자금세탁방지기구(FATF)의 정의규정 수립을 시작으로 국제기구 및 각국의 기관에서 암호자산(Crypto-Assets), 디지털자산(Digital Asset) 또는 가상자산(Virtual Asset) 등 자산(asset)으로서의 성격을 강조하는 명칭을 많이 사용하고 있다.¹²⁾¹³⁾

10) FATF, “Updated Guidance for a Risk-Based Approach to Virtual Assets and Virtual Asset Service Providers”, 2021. 8, <<https://www.fatf-gafi.org/publications/fatfrecommendations/documents/guidance-rba-virtual-assets-2021.html>>, 검색일: 2022. 9. 5.

11) 유럽중앙은행은 2012년 디지털 통화로, 2014년 유럽은행감독청은 가상통화로, 2016년 IMF는 가상통화로, 일본금융청은 가상통화로 정의하였다.

12) 2018년 G20 재무장관 및 중앙은행총재회의에서 자산성을 인정하여 암호자산으로 명명하였고, 이후 FATF는 가상자산으로 변경하고, 영국금융감독청(FCA)은 암호자산으로 명명하였고, 미국선물위원회(CFTC)와 미국 증권거래위원회(SEC)는 디지털자산(Digital Asset)으로 변경하였다. 일본금융청 역시 2019년 자금결제법과 금융상품거래법의 개정을 통해 암호자산으로 변경하였고, 프랑스 통화금융법에서 역시 디지털자산으로 정의

이러한 개념의 흐름은 가상자산이 이미 화폐성을 넘어선 자산성을 인정함으로써 그 의미가 확대되는 경향을 보인다.

우리나라의 경우를 보면 금융위원회는 2018년 1월 「가상통화 관련 자금세탁방지 가이드라인」에서 ‘가상통화’를 ‘거래상대방으로 하여금 교환의 매개 또는 가치의 저장 수단으로 인식되도록 하는 것으로서 전자적 방법으로 이전 가능한 증표 또는 그 증표에 관한 정보’로 정의하였다가, 이후 2020년 개정 특정금융정보법에서 ‘전자적으로 거래 또는 이전될 수 있는 전자적 증표(그에 관한 일체의 권리를 포함한다)’를 ‘가상자산’으로 정의하여 자산성을 갖춘 가상자산으로 정의하였다. 판례의 변화 역시 마찬가지이다.¹⁴⁾

1.1.3 가상자산의 개념 분류

특정금융정보법상의 정의는 국내 유일의 법률상의 정의라는 점에 의의가 있다. 경제적 가치를 지는 전자적 증표로서 전자적으로 거래되는 모든 것을 포괄하므로 가상자산의 유형이나 발행·사용의 목적, 용도 등에 따른 구별이 없는 광의의 개념으로 FATF의 가상자산의 정의와도 유사하다.

최근 논의의 흐름은 자산(assets) 개념으로 전체를 지칭하되, 그 특성에 따라 분류하여 금융규제와 같은 기존 규제의 적용 대상인지 여부를 판단하는 것을 주요 쟁점으로 하고 있다.¹⁵⁾ 이와 관련하여 가상자산을 공식적으로 유형화한 영국의 FCA는 가상자산을 교환토큰(exchange token), 유틸리티 토큰(utility token), 증권형 토큰(security token)으로 분류하고 다수의 기관과 국가들 역시 이러한 분류와 유사하다.¹⁶⁾ 이러한 토큰의 분류에 대하여 교환토큰은 지불형 토큰이라고도 부르며, 이에 대하여는 스테이블 코인(stable

하고 있다. 최근 중요한 규정이라 할 수 있는 EC의 MiCA에서 역시 ‘분산원장 기술 또는 이와 유사한 기술을 사용하여 전자적으로 양도 및 저장할 수 있는 가치 또는 권리의 디지털 표현’을 가리켜 ‘암호자산(Crypto-assets)’으로 정의하고 있다.

13) 김재진/최인석, 가상자산 법제의 이해, 박영사, 2022, 24쪽 참조.

14) 판례의 변화를 살펴보면, 2018년 5월 대법원은 ‘비트코인’에 대하여 경제적 가치를 디지털로 표상하여 전자적으로 이전, 저장 및 거래가 가능하도록 한 ‘가상화폐의 일종’으로 재산적 가치가 있는 무형의 재산이라고 판시한 바 있고(대법원 2018. 5. 30. 선고 2018도3619 판결), 이후 대법원 2021. 11. 11. 선고 2021도9855 판결에서는 ‘가상자산’은 ‘국가에 의하여 통제받지 않고 블록체인 등 암호화된 분산원장에 의하여 부여된 경제적인 가치가 디지털로 표상된 정보’라고 판시하였다.

15) 김재진/최인석, 위의 책, 24쪽 참조.

16) 경제협력개발기구(OECD), 국제증권관리자협회(ISSA), 국제증권감독기구(ISOCO), 스위스의 금융시장감독청(FINMA) 등.

coin)과 암호화폐(crypto currencies)로 세분하고, 증권형 토큰은 자산연계형 토큰(asset-backed token)과 네이티브형 토큰(digital native token)으로 구별하기도 한다.

교환토큰(exchange token)은 유통·교환을 목적으로 발행된 가상자산으로서 가상화폐(virtual currency)라고도 불린다. 대표적 교환토큰으로 비트코인을 들 수 있다. 유틸리티 토큰이란 네트워크상의 재화 또는 용역에 접근할 수 있게 하는 권한을 부여한 가상자산이다. 일반적으로 유틸리티토큰은 투자자산이 아니기 때문에, 해당 토큰의 보유자는 의결권이나 이익배당청구권을 가지지 않는다. 증권형 토큰은 자본시장 규제체계의 적용 대상이 되는 증권으로서, 특정 투자에 관련된 권리와 의무를 수반하는 가상자산이다. 일반적으로 증권형 토큰은 증권법상 주식 또는 채권에 해당되거나 투자 계약의 요건을 충족하는 가상자산이다. 투자자 보호의 필요성이 있는 가상자산이다. 이러한 규제 필요성으로 인해 증권형 토큰은 전형적인 규제대상 가상자산으로 자본시장법 및 자금세탁방지규제의 적용을 받는다.¹⁷⁾ 특히 미국의 SEC의 경우 Howey 기준에 따른 투자계약가이드라인을 증권형 토큰 해당 여부에 적용하였고, 이는 규제 논의에 있어서 중요하게 작용하고 있다.

증권형 토큰은 자본시장규제를 받아야 하고 이에 대한 규제 여부 및 방향성에 대하여 논의가 활발하다. 그리고 자본시장법상 규제를 받게 됨으로써 당연히 공시규제 및 발행규제, 불공정거래행위 규제 역시 모두 적용된다. 본고에서의 공시규제 및 불공정거래행위 규제의 적용과 방향성은 이러한 증권형 토큰에 대한 규제 논의를 제외한 나머지 가상자산에 대하여 적용되어야 하는 필요성과 방향성을 전제로 하였다.¹⁸⁾

1.2 가상자산의 발행과 발행단계에서의 규제 필요성

1.2.1 ICO의 개념과 현황

ICO(Initial Coin Offering, 이하 ‘ICO’)는 개발 초기단계의 프로젝트를 수행하기 위한 자금을 조달하기 위하여 토큰 세일 내지 코인 세일을 진행하는 사례가 늘어나고 있는데 이러한 자금조달 방식을 칭한다.¹⁹⁾²⁰⁾ 하지만 아직까지 ICO가 정확히 무엇을 의미하며

17) 김갑래, 미국과 EU의 가상자산거래자 보호제도의 시사점, 이슈보고서 21-13, 자본시장연구원, 2021, 4쪽.

18) 증권형 토큰의 경우에는 자본시장의 규제를 적용받음에 더하여 가상자산 특성에 맞는 규제가 중첩적으로 적용될 필요가 있고 이러한 이유로 증권형 토큰의 규제에 관하여는 그 연구가 활발하다.

19) 백명훈/이규옥, “블록체인을 활용한 ICO의 이해와 금융법상 쟁점”, 금융법연구 제14권 제2호, 한국금융법학회, 2017, 75쪽.

그 범위는 어디까지인지에 대한 일치된 정의는 없는 것으로 보인다.²¹⁾ 이에 대하여 ICO는 IPO 그리고 크라우드 펀딩과는 본질적으로 구별되는 개념이지만, IPO와 크라우드 펀딩, 양자의 성질을 혼재하여 가지고 있는 것으로 볼 수 있다.²²⁾

이러한 ICO에서 주목하여야 할 점은 가상자산의 ‘발행행위’에 있다. ICO 규제의 핵심은 가상자산의 생성행위(minting)에 있는 것이 아니라, 가상자산의 청약(offering)을 본질로 하는 발행행위(issuance)에 있다. 거래자 보호의 필요성은 발행인이 가상자산을 생성하는 시점이 아닌 가상자산을 다수의 일반구매자에게 청약 또는 청약의 권유를 하는 시점에서 발생하기 때문에, 가상자산의 생성행위보다 구매자에 대한 발행행위에 규제의 초점이 맞추어지는 것이다.²³⁾

한국의 경우 2017년 12월 금융위원회와 법무부는 가상화폐의 ICO 거래에 대하여 사행성 투기거래가 과열되고 있다고 하면서 ICO에 대하여 부정적인 입장을 표명하였다.²⁴⁾ 그럼에도 불구하고 가상통화 가격상승과 거래가 급증한 2017년 하반기부터 2018년 상반기에 19건의 ICO 사례가 발견되었고, 평균 조달금액은 333억 원에 달하였다. 하지만 ICO를 완료한 모든 회사의 가상화폐의 가격은 하락하기도 하였다.²⁵⁾ 이러한 상황 하에서도 가상화폐에 대한 구매자들의 관심이 지속되고 ICO 사례가 있는 이유는 정부의 입장 발표 이후 후속적인 규제조치가 없다는 점이 작용한 점도 있다.²⁶⁾

한국을 포함하여, 가상통화의 법적 지위의 모호성, 그리고 규제와 법의 적용이 이루어지는 것인지에 대한 불안정한 상황에도 불구하고 가상통화를 통한 기업의 자금조달 방식은 해당 자금의 수요자와 공급자 모두에게 매력적인 시장을 형성하고 있는 것으로 보인다.²⁷⁾ 통계에 따르면 연도별 ICO의 규모는 2014년에 약 435만 달러, 2015년에

20) 이는 가상화폐의 발행을 통하여 자금을 모집하는 것이 주식시장에서의 기업공개(Initial Public Offering: IPO)에서의 자금모집 절차와 유사하다고 하여 ICO라고 통상 칭하고 있다

21) 백명훈/이규욱, 위의 논문, 75쪽; 이제원, “가상통화의 적정 규제 방안에 관한 연구”, 고려대학교 법무대학원 석사학위논문, 2022, 21쪽.

22) Nate Crosser, “Initial Coin Offerings as Investment Contracts: Are Blockchain Utility Tokens Securities?”, *Kan L. Rev. Vol.67*, Kansas Law Review Inc., 2018, 379쪽; 김병연, 앞의 논문, 31쪽; 백명훈/이규욱, 앞의 논문, 77쪽.

23) 김갑래, 국내 ICO 시장과 STO 시장의 당면 과제와 발전 방향, 이슈보고서 22-13, 자본시장연구원, 2022, 2쪽.

24) 금융위원회, 향후 대응방향 점검을 위한 「가상통화 관계기관 합동 TF」 개최, 금융위원회 보도 참고자료, 2017.

25) 국무조정실/국무총리비서실, ICO 실태조사 결과 및 향후 대응 방향, 2019, 8쪽.

26) 김병연, 앞의 논문, 45쪽.

27) 백명훈/이규욱, 앞의 논문, 91쪽.

는 약 1,230만 달러,²⁸⁾ 2016년에는 약 2억 4,500만 달러²⁹⁾로 집계되었으며, 2017년 65억 7,637만 달러로 급격히 증가하였고, 2018년에는 215억 7,614만 달러로 증가하였다.³⁰⁾

또한 이와 관련하여 ICO의 발행주체도 다양한 변화를 보여주고 있는데, 과거에는 ICO를 통해 자금을 조달하는 업체가 주로 신생 소규모 스타트업기업들이 대부분이었으나, 최근에는 IT 기업이나 대기업들이 ICO를 통해 자금을 조달하는 것을 검토하거나 실행하고 있다. 텔레그램의 17억 달러 조달이나, 현대그룹 계열사의 에이치닥(HDAC) 등이 그 예이며, 카카오의 클레이튼이나 네이버의 비트박스 등 가상자산 거래소를 만들어 가상자산 관련 사업에 뛰어들고 있음이 이를 보여준다.³¹⁾

1.2.2 ICO와 IEO, IDO

최근 구매자 보호를 강화하는 측면에서 IEO(Initial Exchange Offering)를 하는 경우가 늘고 있다. IEO란 자금조달을 목적으로 가상자산거래업자의 관리하에 이루어지는 분산 원장 네트워크상의 코인 또는 토큰의 발행행위를 의미한다.³²⁾ 즉, 가상자산거래업자가 가상자산의 신규 거래지원(소위 ‘상장’)을 위한 절차를 주도함으로써 판매하는 가상자산의 인증 효과를 높인 ICO라고 할 수 있다. 이는 프로젝트팀이 가상자산을 발행한 후 가상자산 거래소와 위탁판매계약을 체결한 후 거래소가 가상자산을 대신 판매해 주는 방식으로 진행되게 된다. 이러한 IEO는 ICO의 문제점을 보완하기 위해 등장한 것으로서 IEO 역시 가상자산 공개 방법 중 하나이지만 ICO와 달리 IEO는 자금을 모집할 때 가상자산 거래소를 중개자로 둔다는 점이 가장 큰 차이점이다. IEO에서는 거래소가 프로젝트를 일차적으로 선별하게 되기 때문에 거래소 차원에서 프로젝트를 검증할 수 있다. 이에 IEO가 ICO에 비해 상대적으로 구매자가 부담해야 하는 리스크가 적은 것으로 판단한다. 그렇기 때문에 IEO는 국내에서 거래자 보호에 근간을 둔 ICO제도 도입의 일환으로

28) coindesk, Annika Feign, “What is an ICO?”, 2022. 12. 12, <<https://www.coindesk.com/learn/what-is-an-ico/>>, 검색일: 2022. 12. 13.

29) 이 금액에는 DAO의 토큰발행 금액이 포함되어있고, 이에는 1억 5천만 달러이다. 이 금액을 제외하면 9,500만 달러가량이 된다.

30) bitni, “Statistics for cryptocurrency, ICO, IEO and STO - Year-by-year - bitni.com CoinSchedule”, <<https://bitni.com/site/coin-schedule/stats>>, 검색일: 2022. 8. 17. 참조.

31) EBN 산업경제, “카카오·네이버, 국내 ICO 금지에 ‘해외로’”, 2018. 11. 22, <<https://www.ebn.co.kr/news/view/962757>>, 검색일: 2022. 8. 18.

32) 김갑래, 앞의 논문, 4쪽.

고려되었다.

IDO(Initial DEX Offering)는 탈중앙화 거래소(Decentralized Exchange, DEX)를 통하여 프로젝트가 코인 혹은 토큰을 상장하는 것으로, 허가 없이 발행 가능하기에 저렴하고 발행 즉시 거래가 가능하다는 대표적인 특징을 지니고 있다. 이러한 IDO는 구매자로부터 자금을 조달하는 암호자산 프로젝트의 최신 방식에 해당한다. 하지만 ICO 초기와 같은 급속한 확장성을 보여주고 있지는 않다. ICO와 IEO가 10억 달러 이상을 모금하는 것은 드문 일이 아니나, IDO는 이러한 모집의 전례가 없다. 이는 De-Fi 플랫폼은 가파른 학습 곡선을 가지므로 가상자산의 작동원리에 관한 지식의 부족은 일반적인 가상자산 구매자에 대한 진입장벽으로서 작동할 수 있다.³³⁾

위의 각 발행방식은 그 주체의 유형 및 구조에 따라 토큰의 상장 방식과 자금조달의 방식에 차이가 생기고 그에 따른 장단점이 필연적으로 드러나게 된다. 결국 기본적으로는 구매자보호의 문제와 De-Fi 금융의 본질적 특성 사이에서 발행주체가 어떠한 양식을 채택하느냐의 차이이다.

1.2.3 가상자산의 발행과 구매자의 보호

가상자산 구매자가 가상자산을 구매함에 있어 가장 많은 피해를 보는 시점은 가상자산의 발행 시점이다. 이 과정에서 조직적인 사기에 당하기도 하고, 사기가 아니더라도 정보의 비대칭성에 기반한 불공정거래행위를 통해 피해가 가중되기 때문이다. 최초 발행단계에서의 가상자산의 구매 방식은 금융시장에서의 발행과는 차이가 있다. 증권이 아닌 경우 명백한 액면금액이 설정되어 있지 않고, 사전 판매를 통해 구매자들이 서로 다른 가격으로 구매하는 경우가 많으며, 투자설명서 등의 정보제공은 거의 없는 상태이기 때문이다. 백서 등을 위시한 정보의 비대칭성이 가장 심화된 시점 역시 가상자산의 발행 절차가 진행되는 동안이다. 그렇기 때문에 가상자산의 구매자를 보호하기 위한 측면에서 규제를 도입함에 있어서는 발행에 대한 규제의 도입이 제일 우선시되어야 할 것이다. 이하에서의 공시규제와 불공정거래행위 규제에 관하여도 가상자산의 발행과 관련한 논의에 중점을 두고 논의한다.

33) 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. 8. 23.

2. 가상자산에 대한 현행 규제

2.1 해외의 가상자산 및 발행 규제 동향

최근 G20과 FATF(Financial Action Task Force)를 주축으로 자금세탁방지 분야에서 국제적인 가상자산 규제 논의의 진전이 있었으나, 아직까지 가상자산의 발행시장이나 유통시장에 대한 구체적인 국제공조체제에 대한 논의는 이루어지지 않고 있다. 이는 가상자산 시장에 대한 구체적인 공동 규제안을 도입하기에 아직 여건이 성숙되지 않았고, 상대적으로 시장규모가 크지 않아 금융안정에 악영향을 미치지 않을 것이라는 점을 고려한 것이다.

한편, 2018년 1월 30일 국제증권감독기구 IOSCO(International Organization of Securities Commissions)에서 ICO와 관련된 우려에 관한 이사회 보도문을 발표하였으며, 2019년 5월에는 거래플랫폼과 관련된 쟁점과 위험 및 규제적 고려사항에 대한 보고서를 발표하였다. 그러나 IOSCO의 위 보도문은 사실상 새로운 유형의 자금조달 방식인 ICO가 각국의 증권규제법을 위반할 가능성이 있다는 정도를 확인하는 데에 그쳤다.³⁴⁾

2.1.1 EU의 규제

현재 EU 차원에서 채택된 가상자산의 발행 및 유통과 관련한 독립된 규범 체계는 없으나, 자금세탁방지지침으로 ‘가상통화’를 기존의 KYC/AML 규제영역 내로 포섭하였다. 2020년 9월에는 EU 27개 회원국을 대상으로 하는 가상자산 포괄 규제안인 MiCA(Markets in Crypto Assets) 규제안을 입법예고 하였으며,³⁵⁾ 2022년 6월에는 그 합의가 완료되었고,³⁶⁾ 이는 세계적으로 주요한 자료로서 활용되고 있다.

ICO 및 구매자보호와 관련하여, MiCA에서는 발행인을 법인으로 제한하고, 발행인에게 백서 발간 의무, 신의성실 의무, 마케팅/커뮤니케이션 규제 등을 적용할 것으로 전망된다. 이후에는 EU 이사회 및 의회의 승인이 필요하다.³⁷⁾ 통과 후에도 충분한 적용 기간을

34) 천창민, 해외 가상자산금융 규제 현황과 과제, 2019 한국은행 전자금융세미나 발표자료, 2019, 22쪽.

35) 김갑래/김준석, 가상자산 거래자 보호를 위한 규제의 기본 방향, 이슈보고서 21-27, 자본시장연구원, 2021, 2쪽.

36) Council of the EU, “Digital finance: agreement reached on European crypto-assets regulation(MiCA)”, 2022. 6. 30, <<https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2022/06/30/digital-finance-agreement-reached-on-european-crypto-assets-regulation-mica>>, 검색일: 2022. 9. 6.

37) Council of the EU, op.cit.

거쳐 2024년은 되어야 발효될 것으로 예상된다.³⁸⁾

MiCA 제안에 따른 이번 규칙은 디지털자산에 관한 규제 프레임워크를 제공한다고 할 수 있다. MiFID 기관이 MiCA에 따라 혜택을 받는 이점을 고려할 때, 새로운 시장 참여자가 MiFID 기관으로서 인가를 신청하는 것이 필수이자 매력적인 옵션이 될 수 있다. MiCA가 발효되면, 이 기관들은 법의 새로운 시행이 필연적으로 수반하는 불확실성에 노출되지 않을 수 있기 때문이다. 조기에 이에 따른 구조를 준비하는 발행자나 업자들은 상대적으로 안정적인 업의 운영이 가능해질 수 있다.³⁹⁾

2.1.2 미국의 ICO 규제

미국의 경우, 모든 ICO 절차에서 발행되는 토큰이 연방증권법상 당연히 증권의 범주에 포섭되는 것은 아니나, 연방대법원이 투자계약의 판단기준에 비추어 연방증권법상 규제가 적용될 수 있다는 입장을 취하고 있다.⁴⁰⁾

미국증권거래위원회(이하 “SEC”)가 본격적으로 ICO 규제를 시작한 것은 2017년 7월 DAO의 ICO 사례를 분석한 보고서(이하 ‘DAO보고서’)를 발표하면서부터 ‘하위 테스트(Howey Test)’⁴¹⁾를 통해 개별 ICO 사안에 따라 토큰의 증권 해당 여부를 검토하고, 증권에 해당할 경우 연방 증권규제에 따라야 함을 분명하게 밝히고 있다.⁴²⁾

재무부 산하의 금융범죄단속반(FinCEN)은 2013년 “은행비밀보호법(Bank Secrecy Act)”의 개정을 통해 가상통화교환업자 및 관리자에 대해 이 법의 적용을 받으므로 자금서비스업자(Money Service Business)로 등록하도록 하였다.⁴³⁾ 이는 금융선진국 중 가장 빠르게 자금세탁방지과 관련한 입장을 정리하여 관련 규제에 들어간 것이다.⁴⁴⁾ 상품선물거래위원회(Commodity Futures Trading Commission, 이하 CFTC)는 2015년 9월 지침서

38) 주성철, 위기의 가상자산 시장: 해외 감독기관의 대응법은?-가상자산 관련 리스크와 주요국의 대응 방향, 디지털 인사이트, 우리금융경영연구소, 2022, 8쪽.

39) Michael Jünemann etc., *Road to MiCAR-The European Crypto-assets Regulation*, Bird&Bird, 2022, 8쪽.

40) 김병연, 앞의 논문, 40쪽.

41) (1) 공동사업, (2) 금전의 투자, (3) 권유자 또는 제3자의 노력으로부터 발생하는, (4) 이익에 대한 합리적인 기대라는 요건에 충족하는 경우 증권으로 보고 규제하겠다는 원칙

42) 성희환, “가상화폐의 공모(ICO)와 상장에 대한 적정 규제방안”, 상사법연구 제37권 제1호, 한국상사법학회, 2018, 75쪽.

43) FinCEN, “Application of FinCEN’s Regulation to Persons Administering, Exchanging, or Using Virtual Currencies”, 2013. 3. 18, <<https://www.fincen.gov/resources/statutes-regulations/guidance/application-fincens-regulations-persons-administering>>, 검색일: 2022. 12. 7.

44) 천창민, 앞의 자료, 29쪽.

를 발표하여 상품거래법상 상품의 정의에 가상통화를 포섭하여 상품으로서 해석 가능성을 밝혔고⁴⁵⁾ 이에 따라 선물거래가 수반되지 아니한 경우에도 CFTC가 가상통화의 불공정거래에 대해 규제할 수 있는 근거를 마련하였다는 의미가 있다.⁴⁶⁾ 연방준비제도이사회(FED)에서는 피감은행들에 대하여 은행이 암호자산활동을 관여할 경우, ① 사전보고, ② 법률상 허용가능성 확인, ③ 적절한 통제장치 마련 등의 조치사항을 담은 감독서한을 2022년 8월 16일 발표하였다.⁴⁷⁾

이러한 행보들에 이어 바이든 대통령의 2022년 3월 행정명령 발표⁴⁸⁾ 이후 범정부 차원에서 규제당국들이 디지털자산에 대한 광범위한 규제 도입을 위해 전력을 다하고 있으며, 의회에서도 다수 관련 법안⁴⁹⁾이 활발히 논의 중에 있다.

2.1.3 스위스의 ICO 규제

스위스⁵⁰⁾의 경우, ICO를 직접적으로 규제하는 법률은 없지만, 특정한 사안별로 검토 함으로써 발행되는 토큰의 경제적 기능 또는 목적에 따라 자금세탁방지법, 증권규제에 관한 법령 등의 적용을 받을 수 있다.⁵¹⁾ FINMA(Swiss Financial Market Supervisory Authority)는 2017년 9월, ICO 규제지침(guideline)을 처음 발표하였고, 2018년 2월, ICO 관련 가이드라인을 발표하여 2017년 9월의 규제지침을 보다 명확히 하였다. FINMA는 ICO와 관련한 별도의 법을 만들기보다는, 가상자산의 유형에 따라 ICO가 자금세탁방지법, 은행법, 증권거래법, 집합투자법 등의 적용을 받을 수도 있음을 밝혔다.⁵²⁾

45) CFTC, “CFTC Orders Bitcoin Options Trading Platform Operator and its CEO to Cease Illegally Offering Bitcoin Options and to Cease Operating a Facility for Trading or Processing of Swaps without Registering(Release Number 7231-15)”, 2015. 9. 17, <<https://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/7231-15>>, 검색일: 2022. 8. 25.

46) 천창민, 앞의 자료, 29쪽.

47) 김두경, “연준, 피감은행의 암호자산활동 관련 감독조치 발표”, 한국은행, 2022. 8. 16, <<https://www.bok.or.kr/portal/singl/office/view.do?nttlId=10072297&menuNo=200798&pageIndex=1>>, 검색일: 2022. 8. 26.

48) 가상자산의 책임있는 개발을 위한 행정명령(Executive Order on Ensuring Responsible Development of Digital Assets).

49) 대표적으로 미국 의회에서 2022. 6. 8. 발의 “책임 있는 금융혁신 법안(Responsible Financial Innovation Act, RFIA)”.

50) 스위스의 경우 앞에서 언급한 규제쇼핑의 일환으로 가상자산의 발행이 이루어지는 주요 국가 중에 하나라는 점에서 스위스의 가상자산에 대한 규제 여부는 가상자산발행인들에게 유의미하게 다가갈 수 있다.

51) 김병연, 앞의 논문, 42쪽.

52) 성희환, 앞의 논문, 78-79쪽.

2.1.4 일본의 ICO 규제

일본금융청은 2017년 10월 발표한 주의문에서 ICO의 구조에 따라 자금결제법상 가상통화 규제 및 금융상품거래법상의 증권규제 등이 적용될 수 있다고 밝히고 있다. 2019년 5월 31일 개정 금융상품거래법에 ‘전자기록이전권리’라는 개념을 도입하여 ICO(STO의 경우)를 규제할 수 있는 근거를 마련하였다. 전자기록이전권리는 금융상품거래법 제2조 제2항에 규정된 권리로써, 전자정보처리조직을 이용하여 이전할 수 있는 재산적 가치를 표시한 것을 의미하며, 주로 우리 법상 투자계약증권과 유사한 집단투자스킴(Scheme)에 해당하는 권리가 이에 속하고, 일부 불공정거래행위 규제를 포함하고 있다.

2.1.5 싱가포르의 ICO 규제

싱가포르의 금융감독당국 MAS(Monetary Authority of Singapore)는 2017년 11월 14일 가이드라인(2019년 4월 5일 갱신)을 통해, ICO 토큰은 일반적으로는 싱가포르 법으로 규제할 수 없지만, 토큰의 기능에 따라 싱가포르의 증권선물법상 집합투자증권, 채무증권 또는 파생계약으로 볼 수 있다는 입장을 표명하여, 사실상 나머지 주요국과 동일하게 사안별로 접근하겠다는 입장을 취하였다.⁵³⁾ 이와 같은 입장 표명에도 불구하고 소수의 사례 외에 아직까지 공식적으로 발표된 불법적인 ICO 적발사례는 없는 것으로 보인다.⁵⁴⁾

2.1.6 중국의 ICO 규제

중국은 ICO를 전면 금지하고 있다. 2017년 9월, 중국의 중앙은행인 인민은행(The People's Bank of China)은 ICO에 의한 자금조달이 국가의 경제 및 금융 질서를 문란하게 한다고 판단하여 ICO를 전면 금지하였으며,⁵⁵⁾ 심지어 이미 완료된 ICO에도 투자금을 투자자들에게 반환하도록 하였다.

2.2 국내 규제 현황 및 디지털자산기본법 추진

2.2.1 정부정책 동향

우리나라 정부 역시 지난 몇 년간의 불간섭, 무관심 기조에서 벗어나 2016년경부터

53) 김병연, 앞의 논문, 44쪽.

54) 천창민, 앞의 자료, 40쪽.

55) 손경한/김예지, “신규코인공모(ICO)의 법적 쟁점”, 법학논집 제23권 제1호, 이화여자대학교 법학연구소, 2018, 217쪽.

시장의 안정화와 구매자보호를 위해 적극적인 규제를 시도하려고 노력하고 있다. 2016년 11월부터 금융위원회 주도로 ‘디지털통화 제도화 TF’를 구성하여 비트코인의 본질, 법적 근거, 제도 등의 검토를 시작하였다. 이후 2017년 9월 29일 정부는 가상자산 거래가 제도화될 것이라는 기대를 전면 부인하고, 증권발행 형식에 한하지 않고 기술이나 용어에 관계없이 모든 형태의 ICO를 금지하였다.⁵⁶⁾

2020년 3월 특정금융정보법 개정안이 국회 본회의를 통과하고 동 시행령이 개정되면서, 국내 가상자산 관련 자금세탁방지 위협에 대하여 특정금융정보법에 의한 규제도 도입되었다. 금융위원회는 특정금융정보법 개정 이후에도 구매자 보호 등을 위해 ICO에 대한 기존의 사실상 금지 원칙을 유지함을 확인하였다.⁵⁷⁾ 개정된 특정금융정보법은 가상자산사업자를 등록하도록 하였고, 실명확인계정을 획득한 자들을 중심으로 가상자산 시장을 운영하려는 의지 하에 시행하고 있다.

2.2.2 특정금융정보법 개정과 자금세탁방지 규제

현재 우리나라의 가상자산에 대한 거의 유일한 규제는 자금세탁방지 규제이다. 자금세탁(Money Laundering)의 개념은 일반적으로 “자금의 위법한 출처를 숨겨 적법한 것처럼 위장하는 과정”을 의미하며, 각국의 법령이나 학자들의 연구목적에 따라 구체적인 개념은 다양하게 정의되고 있다. 우리나라의 경우 “불법재산의 취득·처분사실을 가장하거나 그 재산을 은닉하는 행위 및 탈세목적으로 재산의 취득·처분 사실을 가장하거나 그 재산을 은닉하는 행위”로 규정(특정금융정보법 제2조 제4호 참조)하고 있다.

반면, 자금세탁과 관련하여 가상자산 시장에 발생하고 있는 문제들이 있어 왔다. ① 김치프리미엄,⁵⁸⁾ ② 범죄수익 지급수단, ③ 믹서(Mixing and Tumbler, Mixer),⁵⁹⁾ ④ 가상

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

57) 금융위원회, 가상자산 관련 ‘특정금융정보법 시행령’개정안 입법예고(11.3.-12.14.), 2020, 10쪽.

58) 김치프리미엄에 관하여 보면, 국내의 가상자산 가격이 외국보다 높은 것에 대한 것으로서, 외국에서 가상자산을 구매해 온 공급자들이 수수료를 높게 불러도 구매하는 수요자가 있어, 2017년경에는 해외로 출국하여 해외에서 가상자산을 구매한 뒤 국내 지갑으로 전송 후 국내에서 비싼 가격에 되팔아 차익을 실현하는 경우도 발생하였고, 이에 대하여 2021년 5월 관세청의 자료에 따르면 이러한 차익거래가 5년간 약 2,200억원에 달한다고 밝힌 바 있다. 이는 외국환거래법 위반에 해당하고, 국부의 유출로 이어지며, 국내 수요에 따른 구매자들이 피해를 보게 되는 것이다.

59) 믹서 서비스는 가상자산은 블록체인 기술을 사용하기에 모든 코인에 지금까지의 거래내용이 기재되는 만큼, 누가 가상자산을 거래했는지에 대한 프라이버시(정보)가 지켜지지 않는다고 보아 만들어진 서비스로서 가상자산의 장부기록이 제3자의 가상자산 기록과 섞이도록 하여 초기 거래기록이 끊어져 원래 보낸 이에 대한

자산거래소 해킹 등의 문제가 바로 그것이다.

가상자산이 위와 같은 자금세탁 및 범죄수익의 지급수단으로 활용되는 것을 방지하기 위하여 FIU가 자금세탁방지제도를 운영하고 있으며, 이는 자금세탁 범죄화제도 (Criminalization of Money Laundering), ISMS인증제도, 금융기관을 통한 실명거래 계좌 의무등록 등을 통해 해킹방지 및 자금세탁 방지를 위해 노력하고 있다.

위반시에는 자금세탁의 범죄화를 범죄수익규제법과 마약류불법거래방지특례법에서 각각 규정하고 있으며, 자금세탁 범죄에 대해 전자의 법률은 5년 이하의 징역 또는 3천만 원 이하 벌금에, 후자의 법률은 7년 이하의 징역 또는 3천만 원 이하 벌금에 처하도록 규정하고 있다.

또한 실명계정을 통한 금융거래의무를 도입하고 있으며, 가상자산사업자가 송신 또는 수취를 하는 경우 가상자산 이전시 정보제공 의무(Travel Rule)를 도입하고 있고, 의심거래 및 고액현금거래 의무이행 등을 위한 조치를 규정하고 있다.

2.3 입법의 동향과 규제의 확장

이러한 국제적 입법 동향은 비증권의 범위를 유럽은 상당히 넓게 볼 것으로 생각되고, 미국은 증권규제 범위를 확대하려는 규제당국 목소리가 나오고 있다. 이러한 현황은 국제적으로 디지털자산 입법에 대한 다양한 헤게모니 수립의 과정 중에 있다고 할 수 있다.⁶⁰⁾ 이 과정에서 공통점은 가상자산 시장에 대한 초기 규제의 진입은 자금 세탁방지 및 고객확인제도 관련 규정의 준수에 집중되어 이루어졌다면,⁶¹⁾ 현재는 시장안정과 거래자 보호를 위한 규제에 대한 필요성을 기반으로 논의가 이루어지고 있다. 우선적으로는 STO에 대한 금융규제의 적용으로 시작하여 발행 및 공시규제와 불공정거래행위 규제를 도입하려는 시도들이 있으며, 이에 세부적인 사항의 입법을 추진하고 있다.

그동안 우리나라에서는 진행된 논의의 중심 역시 국내적으로는 신기술을 악용한 신종 범죄 수법을 파악하여 불법행위에 대응하고, 국제적으로는 특히 가상자산의 익명성을 활용한 자금세탁 및 테러자금 조달행위에 대해 국제공조를 통한 방지제도를 마련하는

고유식별번호를 알 수 없게 만드는 것이다. 전 세계적으로 유명한 자금세탁 방법의 하나로 널리 쓰이게 되어 문제가 되고 있다.

60) 한서희, 디지털자산 규제 동향 점검-해외 논의와 국내 전망-, 법무법인(유한)바른 웨비나: 디지털자산 규제 동향 및 법적 쟁점, 2022; 김재진/최인석, 앞의 책, 117쪽.

61) Deloitte, *Market Manipulation in Digital Assets*, Deloitte Development LLC., 2021, p. 4.

것이었던다면, 현재 우리나라에서 활발하게 논의되는 “디지털자산기본법” 제정 논의는 “관련 범죄 대응과 자금세탁방지”에서 “시장안정과 거래자 보호를 위한 적절한 규제 설계” 쪽으로 관점이 이동하는 취지에 해당하여 국제적인 흐름과 같이하고 있다.⁶²⁾

3. 가상자산에 있어서 공시 및 불공정거래행위 규제의 필요성

3.1 기존 가상자산 발행

ICO는 최초 판매라는 언어적 개념과 같이 최초 판매를 통해 자금을 조달하려는 노력을 말하는 것이고 이는 기본적으로 가상자산거래소에의 거래지원(소위 ‘상장’ 또는 ‘Listing’)의 개념을 포함하지 아니하게 된다.⁶³⁾

그 순서를 중심으로 이에 대하여 부연하면, 가상자산의 발행자는 일정 부분 초기 자금을 모집하기 위해 (가상자산이 생성되었는지 아니면 아직 계획 중인지와 상관없이) 최초 판매를 실시하게 되고, 이러한 경우 개인판매(Private sale)가 이루어지는 경우가 많다. 이는 증권발행에 있어서 사모보다 더 개인적인 형태에 가깝다고 할 수 있다.⁶⁴⁾ 이러한 경우 구매자들은 해당 가상자산의 상장과 사업의 계속에 대하여 가상자산의 발행자로부터 설명을 듣고 청약에 응하게 되며, 가상자산을 구매하는 계약을 체결하게 된다. 이러한 과정에서 발생하는 불공정거래가 있는 경우에는 심지어 백서를 확인하지 못하고 유사수신행위 또는 유사수신행위와 유사한 청약의 유인을 통해 구매계약을 체결하는 경우도 있다. 더구나 최초 구매자를 포함하는 구매자의 가상자산의 구매 목적이 ‘유력한 가상자산거래소에의 상장(Listing)을 통한 당해 가상자산의 가격의 급상승’인 경우가 많다. 이에 따라 이러한 구매자들의 구매 목적은 가상자산의 발행자들이 가상자산거래소에 가상자산을 상장시킴으로써 이윤을 남기는 것이고 이는 발행자의 대규모 자금 조달이라는 목적과 부합하게 되어 구매자들에게 강력한 구매의 권유요인이 된다.

이러한 과정에서 가상자산의 발행자와 가상자산의 구매자는 둘 모두 가상자산거래소에의 상장이 주된 목적이 되어 해당 가상자산이 체화한 권리 혹은 의무(증권성 여부를 떠나)에 대한 구체적인 검토를 거치지 않게 된다. 그렇기 때문에 구체적인 운영계획

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

63) 물론 최초 판매가 실질적으로 구매자의 모집과 구별이 되지 않는 경우도 있다.

64) 이러한 점에서 유사수신행위에 해당하는지에 대하여 많이 다루어지게 된다.

또는 이를 담은 백서의 중요성이 상대적으로 떨어지게 되고, 이는 구매자의 상품에 대한 이해 부족을 야기하고 정보 불균형을 더욱 가중시키게 된다.

하지만, 최근 원화마켓을 비롯한 가상자산거래업자들은 계속하여 자신들의 상장기준을 강화해 가는 추세이며, 이 과정에서 가장 기본적으로 여겨지는 것은 백서의 강화와 프로젝트팀에 대한 확인이다.

3.2 IPO를 참고한 IEO의 심사기준 도입

IPO(Initial Public Offering)는 기존의 유가증권 시장에서의 기업공개를 의미한다. IPO를 통해 기업은 외부 구매자들에게 공개되고 자금을 모집하는 대가로 주식을 발행하여 교부한다. IPO의 경우 일반적으로 증권사가 주관사를 맡아 개인 투자자로부터 자금을 모집하며, 주관사(증권사, Investment Bank)와 거래소(KRX)가 분리되어 각자 역할을 분담한다. 가상자산의 발행절차(ICO와 IEO를 포괄하고, 이하에서는 거래소 중심의 IEO를 논의의 대상으로 한다⁶⁵⁾)는 이러한 전통적인 IPO 절차의 대부분을 차용했지만, IPO에 적용되는 규제는 현재 전혀 없는 상황이다.

IPO에 있어서 각종 규제를 가상자산의 발행으로서 가상자산 시장과 비교하면 다음과 같다.

〈표 II-1〉 국내 장내거래시스템 비교: 증권시장 vs 가상자산시장

	증권 장내거래시스템	가상자산 장내거래시스템
공시	의무공시 체계 (법정공시, 자율규제공시)	의무공시체계 부재
불공정거래	세시조정, 내부자거래, 부정거래행위 등 자본시장 특성을 반영한 반사기 조항	형법상 사기죄
사업자의 신의성실의무	증권규제 법령상 신의성실의무 부과	가상자산거래업자와의 사적 계약 기반
거래시스템 조직·운영의 규정화	상장, 공시, 거래소운영, 예탁결제업무 등의 규정화 (금융당국의 승인, 일반에 공개)	관련 규정이 미비되어 있고, 이용자와의 계약 중심(일반에 공개 불충분)
매매거래	경쟁매매, 주문집행 및 거래정보의 투명성	경쟁매매, 주문집행 및 거래정보의 불투명성
예탁결제	매매거래와 청산결제의 기능성·조직적 분리, 위탁자 재산권 보장의 확실성	매매거래와 청산결제의 기능적·조직적 혼재 위탁자 재산권 보장의 불확실성

* 출처: 김갑래 외 166)

65) IEO에 대한 규제를 정립하는 경우 실제 IEO의 거래지원 심사기준으로 작용하게 되어 ICO의 경우에도 규제의 확장 가능성이 용이하게 되는 취지에서 IEO를 중심으로 논의를 전개하였다.

이상과 같이 증권 장내거래 시스템과 가상자산 장내거래 시스템을 비교하여 보면 공시규제, 불공정거래 규제, 신의성실의무의 법적 부과, 거래시스템의 체계화, 매매거래의 투명성, 예탁결제원의 확실성이 모두 결여되어 있다. 이러한 부분은 단순히 자금세탁방지법을 적용하는 취지를 넘어선 구매자보호에 있어서 기본적인 역할을 하는 시스템 자체가 결여되어 있다고 평가하여도 과언이 아니다.

예를 들어 최근의 법적 이슈와 관련하여 보면, 증권형 토큰의 경우에는 해당 토큰의 사업이 계속된다고 하더라도 추후 증권형 토큰에 대한 규제가능성을 배제할 수는 없는 것이다. 그리고 원칙적으로 증권형 토큰의 경우 발행이 불가능한 것이 한국의 법규현실이고, 그렇기에 증권형 토큰에 해당하는지 여부에 대하여 법률의견서를 발급하여 증권성 여부에 대한 검토를 거치고 있다. 특히 가상자산거래소에 상장하는 경우에는 거의 필수적으로 확인하는 서류 중에 하나이다. 하지만, 이러한 법률의견서가 구매자에 대한 ICO 당시에는 정보가 공개되지 않는다. 물론 백서에 이러한 증권성 여부에 대한 내용이 있을 수 있으나 이는 법률검토의 결과라고 보기는 어렵다. 결국 이러한 내용에 대하여 정보공개가 이루어지지 않는 경우에는 ICO 당시에 사기적인 토큰 발행 프로젝트가 아닌 정상적인 코인 발행에 해당한다고 하더라도 필요적으로 정보 불균형이 발생할 수밖에 없는 것이다. 이하에서는 증권의 장내거래시스템을 기본으로 하여 적절한 규제가 도입됨으로서 실질적인 구매자보호의 방안을 갖출 수 있게 될 것이다

III. 공시규제의 필요성과 방안

1. 가상자산시장에 있어서 정보비대칭과 공시규제

구매자 보호의 이유로서 구매자가 가지는 가장 큰 문제점은 바로 정보접근성 및 전문성의 차이에 따른 정보비대칭이다. 특히 국내 가상자산시장에서 발행인과 거래자 간에 정보접근성 및 전문성의 차이에 따른 정보격차는 매우 크다. 이러한 정보격차의 주요한 원인을 규제의 측면에서 보면 증권시장과 같은 의무공시제도가 도입되지 않았다는 점이다.⁶⁷⁾

66) 김갑래/김준석, 앞의 보고서, 10쪽.

67) 김갑래/김준석, 앞의 보고서, 10쪽.

앞에서 언급한 바와 같이 발행에 있어서 공개해야 하는 정보의 범위에 대하여 발행자는 소극적일 수밖에 없고, 발행자가 해당 가상자산을 가상자산거래소에 상장하는 경우 가상자산거래소에 제공하는 정보 및 자료와 발행자가 최초 발행 당시 구매하는 구매자에게 제공하는 정보의 차이를 어느 정도로 할 것인지에 대한 선택 권한 역시 발행자가 대부분을 가지고 있다. 증권시장에 비하여 공시규제라고 할 것도 없는 현재의 정보제공의 경우에도 그 기준조차 확립되어 있지 않아 더욱 정보 불균형이 확대되는 경향이 있다.

또한 공시규제에 있어서 발행공시의 측면과 유통공시의 측면에 있어서 모두 의무화가 되어 있지 않다. 발행공시의 측면은 가상자산 발행인이 제공하는 백서의 중요 내용에 대한 공시가 의무화되어 있지 않으므로, 잘못된(짜깁기되거나, 허위 과장된) 백서가 구매자를 현혹하고, 거래자가 큰 위험에 노출되도록 한다. 또한 유통공시의 측면에서 가상자산 관련 중요사항의 변화에 대한 계속 공시의무가 없기 때문에 이러한 공시가 이루어지지 않았다는 점이 구매자가 불측의 위험을 부담하도록 한다. 이는 규제의 부재가 결국에는 발행자의 자금모집에 대한 방임을 하는 결과로 드러나고, 오히려 발행자는 이에 대한 제도적인 문제점을 악용 또는 활용하는 경우가 발생한다. 이 경우에 구매자가 입는 피해는 (법정화폐로 환산한) 전액에 달하게 된다.

예를 들면 다음의 상황을 쉽게 예상할 수 있다. 가상자산의 초기 목표는 사업의 지속성에도 불구하고 구매자들(프리세일의 구매자 포함)은 가상자산거래소에서의 상장에 따른 가상자산 가격의 상승 및 구매수익의 1차 회수를 목표로 하고, 발행인 역시 대규모 자금모집을 위한 가상자산거래소에서의 상장을 목표로 하게 된다. 특히 소위 김치코인의 경우 해외 시장에서의 상장 이후 대한민국 소재 거래소에 상장하는 것, 특히 원화마켓에 상장을 하는 경우가 있는데, 이러한 원화마켓 상장 자체가 높은 가격상승요인이 될 수 있음에도 이를 기존의 구매자들(초기구매자 및 해외거래소의 거래자)에게 정보를 제공하지 아니하고, 기습적으로 국내 가상자산거래소에 상장하는 경우 구매자들은 상대적인 피해를 입고 발행인의 입장에서는 상대적으로 많은 수익을 남기는 경우가 발생할 수 있다. 이러한 상황은 기존의 구매자들에게는 기망행위로 받아들여질 수 있으나, 공시의무 특히 계속공시의무 즉 유통공시의 의무가 없으므로, 발행인이 기망을 하였다고 보기는 어려워 형사범죄에 있어 구성요건을 충족시킬만한 입증이 어렵게 되고, 이에 더하여 피해를 입증하는 것 역시 쉽지 않다. 더구나 이러한 공시를 계약상의 규제 즉 가상자산거래업자와 가상자산발행인 사이에서의 공시의무에 관한 내용을 근거로 계약의 범위를 벗어나는 구매자가 이러한 내용을 확인하기도 어려운 것이다.

2. 공시에 관한 규제 원칙과 관련 입법

2.1 공시의무의 도입

위와 같은 정보비대칭 해소를 위한 필요성은 결국 공시의무의 도입으로 드러나게 되고, 이러한 공시에 있어서 주체, 방식, 장소, 내용 등에 대한 전반적인 기준을 성립하고 이러한 시스템하에서 공시가 이루어질 수 있도록 구성하여야 한다.

그런데 이러한 과정에서 공시의무에 대한 주된 내용과 관련하여 국내 가상자산법안(기존의 가상자산에 대한 규제를 다루는 법안으로서 제안된 법안들)은 의무공시조항을 두고 있지만, 가상자산 발행인이 아닌 가상자산사업자에 대한 공시의무를 중심으로 규정하고 있다.⁶⁸⁾

2.2 백서 내용의 확정 및 공시의무

2.2.1 백서의 공시

가상자산의 발행과 관련된 정보의 의무공시체계에 있어서 백서는 가장 중요한 발행공시의 내용이 될 수 있다. 이에 따라 백서에 포함될 중요한 사항을 정하고 유통공시의 대상이 되는 공시의 중요성(Materiality) 기준을 정하는 것이 핵심이다. 어떠한 정보가 중요한 정보인가의 기준은 기존 증권규제법령을 참고하자면 ‘신중한(prudent) 구매자가 구매결정을 내림에 있어서 고려할 수도 있는(would consider) 개연성이 있는 정보’를 의미한다.⁶⁹⁾

백서는 가상자산 거래자에 대한 설명서로서 백서에는 발행인, 프로젝트, 청약·유통되는 가상자산 등에 관한 구체적 설명 및 구매위험요소가 설명되어야 한다. 국내 가상자산거래업자의 신규취급을 위한 기준(소위 ‘상장기준’)에 있어 백서 심사기준은 법령 또는 자율규제 기준을 통해 가상자산거래업자들 간 최소기준의 통일성을 확보할 필요가

68) 박종백, 가상자산법(안) 및 그에 따른 공시제도, 2022 bkl 가상자산/블록체인 시리즈 세미나: 바람직한 가상자산 공시제도와 투자자 보호방안, 2022. 참조. 이 발표자료에서는 현행 발의되어 있는 7개 법안을 비교하고 있는데, 이 중 공시주체에 발행인을 포함하고 있는 것은 윤창현안과 양경숙안으로 2개에 불과하였다. 또한 최근 심의 중인 ‘디지털자산기본법’안의 경우에도 공시규제는 포함하고 있지 않다.

69) 이는 미국과 우리나라 법원의 판결의 공통된 견해이다. TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438 (1976); 대법원 1994. 4. 26. 선고 93도695 판결 참조.

있다. 이는 구매자들에 대한 정보대칭성을 확보하는 중요한 수단이 될 수 있기 때문이다. 특히 이러한 백서의 내용 중 중요사항에 대한 정립과 이에 대한 공시의무를 부과하는 것은 가상자산의 발행에 있어서 필요적이라고 할 것이다. 특히 IEO의 경우에는 가상자산 거래소가 발행자로서의 역할을 하기 때문에 실제 발행인과 거래소 사이에서 이루어지는 공시내용으로서는 더욱 중요한 역할을 하게 된다.

2.2.2 백서의 발행과 관련 규제 사례

이와 관련하여 고려대학교 암호화폐연구센터, 한국블록체인산업진흥협회 및 한국블록체인스타트업협회가 공동으로 제작한 IEO 가이드라인에서는 정보의 공시와 관련하여 구매자보호와 관련하여 공시하여야 하는 사항을 체크리스트에 포함시키고 있다.⁷⁰⁾

- 기본 항목 내용을 공시하였는가?
- 경영진 및 주요 이해관계자에 대한 공시를 하였는가?
- 선별 정보 항목 및 차등 제공 대상에 대해 사전 공지를 하였는가?
- 구매자 이외 일반에 대해 정기적 공지를 하는가?
- 공시 방법 및 질의 소명 절차가 있는가?

또한 최근 유럽의 MiCA에서 정하는 가상자산발행인에 대하여 부여하는 백서의 공시 사항에 대한 내용은 이를 적절하게 보여주는 사례가 될 수 있다.

〈표 III-1〉 MiCA의 백서의 의무공시내용

항목	세부내용
내용	- 발행인과 프로젝트 개발의 주요 참가자 - 프로젝트에 대한 설명, 가상자산의 유형, 공모 또는 거래플랫폼에서의 거래가 필요한 이유, 조달한 자금의 사용계획 - 공모특성에 대한 정보, 공모되는 가상자산의 수, 가상자산 발행가와 청약조건 - 가상자산에 첨부된 권리와 의무, 권리행사의 조건과 절차 - 가상자산의 보유, 양도, 저장과 관련된 발행인의 기술기반 - 발행인, 가상자산, 공모, 프로젝트 이행과 관련된 위험
기술 방식	- 공정하고 명확하며, 오해가 없게 서술. 간결하고 이해하기 쉬운 형태로 중요정보의 누락이 없어야 함
의무 삽입 문구	- 발행인은 백서 내용에 대한 전적이 책임이 있음 - 백서의 내용은 권한당국에 의해 검토받거나 승인되지 않았음

70) 고려대학교 암호화폐연구센터, IEO 가이드라인, 2018.

미래 가치 관련	- 발행인이 가상자산의 미래가치를 보장하지 않는 한 관련 주장을 담을 수 없음 - 다음과 같은 내용을 명확히 포함하여야 함 · 가상자산은 일부 또는 전부 그 가치를 잃을 수 있음 · 가상자산은 항상 양도할 수 있는 것은 아님 · 가상자산은 유동적이지 않을 수 있음 · 유틸리티토큰의 경우 약속된 재화와 서비스와 교환되지 않을 수 있음
경영진 검토 의견	- 경영진의 검토에 따르면 백서의 내용은 MiCA의 규정을 준수하였으며, 사실만을 포함하고 중요정보의 누락이 없었음을 기재
요약	- 백서의 핵심 정보에 대한 비기술적인 언어로 요약을 제공해야 함: 가상자산의 구매자는 백서에 의해서만 구매 결정을 내려야 하며 가상자산은 금융상품이 아니라는 경고 문구를 포함해야 함
날짜, 포맷	- 날짜를 포함하여야 함 - Machine readable format

* 출처: MiCA(2020a)⁷¹⁾

위의 MiCA의 내용을 기초로 하여 국내 발행 특히 국내 IEO를 위한 가상자산거래소의 심사기준을 정립하는 것은 구매에 대한 정보비대칭성을 완화함으로써 구매자보호에 있어서 중요한 역할을 할 수 있을 것이다.

이러한 사항에 대하여 가상자산 공동협의회(예정)는 건전한 가상자산 구매 환경을 조성하기 위하여 가상자산에 대한 백서 및 평가보고서 등을 구매자에게 충분히 제공하여 정보의 비대칭성을 완화하고, 거래소 플랫폼 내 백서 관련 정보에 대한 접근 편의성을 개선하겠다는 언급을 한 바 있다.⁷²⁾ 더구나 IEO가 도입되고 행해지는 경우에 있어서 공시는 사전적 또는 동시에 이루어져야 하며, 이러한 사항에 대한 가상자산거래소의 플랫폼에 의무적으로 공시하면서도 그 IEO의 심사기준으로서 발행자의 홈페이지 등 공개된 장소에 공시하는 것을 의무화할 필요가 있다.

2.2.3 백서의 객관화

더 나아가 가상자산에 대한 실효성 있는 공시규제의 가장 중요한 목표로서의 정보의 비대칭의 실질적인 해소를 위한 방안의 핵심은 백서의 내용 구체화이다. 그리고 이는 결국 실제적 진실, 즉 백서의 사실 여부를 담보할 방안을 찾는 것이다. 이는 결국 백서의 내용에 대한 구체적인 입증방법의 첨부이 이루어질 수 있는지 여부에 달려 있다. ① 발행인 및 프로젝트팀에 관하여는 소속뿐만 아니라 법인인 경우의 법인의 실질을 보여줄 수 있는 등기부, 권리관계, 주주명부, 해외 비영리법인의 발행이 이미 이루어진 경우에는

71) MiCA의 내용을 금융감독원의 발표자료를 기반으로 재구성함. 국민의힘 정책위원회/가상자산특별위원회, 가상자산 시장의 공정성 회복과 투자자보호, 2차 당정간담회 발표자료, 2022, 15쪽.

72) 국민의힘 정책위원회/가상자산특별위원회, 위의 발표자료, 19쪽.

그 해외법인과 국내 구매자들과의 관계에 관한 서류 등을, ② 가상자산에 대하여는 보유에 관한 내역서, 채굴 등 생성된 가상자산의 내역 및 그 거래내역, 객관적 기관의 기술적 평가서류,⁷³⁾ 사업의 계속성 등 미래가치 관련하여 필요한 경우 회계법인의 사업타당성 평가서, 기존에 이루어지고 있는 실물 사업이 백서에 포함되는 경우 이를 입증할 수 있는 서류 및 사업 상대방과 이루어진 처분문서 등을 첨부하도록 할 수 있다. 특히 IEO의 경우에는 발행에 있어 가상자산거래소가 공시대상 정보에 대하여 형식적 심사를 넘어서는 실질적 심사까지는 아니더라도 이러한 사실을 확인할 수 있는 최선의 노력을 다한다는 측면에서 정보비대칭을 해소하는 기관으로서의 역할을 할 수 있는 수단이 될 것이다.

2.3 공시의무의 주체

이러한 공시의무의 주체가 가상자산거래업자, 가상자산거래소에 집중되어 있다는 점에서 가상자산의 발행인을 정의하는 것을 기본으로 하여 공시의무의 책임주체를 명확히 할 필요가 있다. 공시의무의 책임주체를 명확히 함으로써 가상자산발행인의 구매자 보호에 대한 의지를 고양할 수 있을 것이다.

가상자산의 발행인은 특성상 증권시장 발행인보다 복잡한 광의의 개념으로 보아야 한다. 즉 형식적인 가상자산의 발행자 이외에도 적극적인 참여자인, 네트워크의 개발자 및 관리자, 유통플랫폼 조성자 및 프로모터 등이 포함될 수 있는 개념이다. 특히 개발자 및 관리자를 포함하는 ‘프로젝트팀’ 또는 프로젝트팀이 소속된 법인⁷⁴⁾은 기술력과 사업 계속성을 평가함에 있어서 중요한 역할을 하므로 이에 관한 내용은 가상자산거래소에의 상장 심사기준에 있어서 매우 중요할 수밖에 없다. 따라서 실무적으로 가상자산거래업자에 대한 신규취급(상장)의 단계에서 더 나아가 IEO에 있어서도 역시 실질적인 공시의무의 주체로서 가상자산거래소뿐만 아니라 가상자산의 발행인을 포함시킬 필요가 있다.

이에 관하여 살펴보면, 가상자산거래소가 IEO가 아닌 이미 발행된 가상자산에 대한 거래지원을 할 때 이루어질 수 있는 공시를 유통공시라고 할 때, 공시대상정보의 제공 주체는 가상자산의 발행인이 되고, 해당 공시의 주체로서 가지는 가상자산거래소의 의미는 공시를 하는 주체로서의 역할을 하는 것으로 (실질적 심사를 할) 별도의 법적인

73) 현재는 코인인사이드의 등급평가 등을 거쳐 일정 점수 이상을 받도록 하고 있는 경우도 있다.

74) 이 소속된 법인에 대하여도 논의가 필요하다. 다만 일반적으로 해외에 설립하는 비영리 법인, 그리고 국내 가상자산거래소에의 거래지원 신청을 하는 신청자는 보통 법인이다.

권한 부여가 없는 이상 가상자산거래소는 형식적 심사를 원칙으로 할 수밖에 없다. 예를 들면, 백서를 공시하는 경우, 백서에 포함되어야 하는 내용에 관한 기준이 있더라도(법적 규제에 의한 것이든 가상자산거래소가 자체적으로 정하는 것이든 상관없이) 공시의 주체로서 가상자산거래소는 해당 백서가 기준에 부합하는 내용을 포함하고 있는지를 확인하는 형식적 검토를 할 수 있을 뿐, 해당 백서의 내용이 실체적 진실에 부합하는지를 검토할 권한이 없을뿐더러, 그러한 사항을 심사하는 것 역시 현 단계에서는 쉽지 않다.

이러한 점을 반영한다면 가상자산거래소가 IEO를 행하는 경우와 관련하여 법적인 규제를 정비함에 있어서, 특히 공시규제를 도입할 때, 가상자산의 발행인(프로젝트팀)과 IEO의 주체로서 가상자산거래소의 공시에 대한 책임과 의무의 적절한 분배가 필요하다. 가상자산거래소로서는 특별한 수권이 없는 이상 실질적 심사를 기대하기 어려우므로, 형식적 심사를 하는 것으로 그 의무의 충족 여부를 판단하는 것이 합리적이며, 그 공시의 무의 실체적 진실(기망이나 과장이 있는지)에 대한 책임은 가상자산발행인이 지는 것이 타당하다. 여하튼 가상자산의 발행인이 해당 가상자산에 대한 공시에 관한 최종 책임을 지는 것은 당연하다고 할 것이다. 다만, 가상자산거래소(또는 규제기관)의 입장에서 그 실체적 진실을 담보할 수 있을 만한 형식적 심사가 이루어질 수 있는 기준을 제시할 필요가 있고, 이는 우선적으로 백서의 내용 구체화 등 기준의 세부화와 입증 가능한 사실에 부합하는 백서의 제작이 이루어질 수 있도록 하는 것이 중요하다. 하나의 예로서는 프로젝트팀에 대한 검토에 있어 프로젝트팀, 해외 상장을 주도하는 법인 및 국내 법인과의 권리관계에 대한 설명 및 입증서류의 첨부 등을 요구할 수 있을 것이다.

2.4 공시의 시점

이러한 공시규제의 핵심 안건 중 하나는 시점이다. 가상자산시장에서의 중요정보의 공시는 적시에 이루어져야 하고 이는 중요한 사실 또는 결정이 발생한 당일 공시하도록 하는 것이 바람직하다는 의견도 이러한 공시의 시점에 관한 중요성을 보여준다.⁷⁵⁾ 하지만 단순히 당일 공시하는 것이 바람직한 것인지에 대하여는 증권시장과 달리 가상자산거래소는 24시간 운영되고 있다는 점과 세계적으로 복수의 가상자산거래소에서 거래가 이루어지고 있다는 현실에서 당일의 기준은 부정확할 수 있으며, 시간적 제약(해당 사건에 관한 사실이 확정된 시점으로부터 24시간 이내 등)을 하는 것을 생각해 볼 수 있다.

75) 김갑래/김준석, 앞의 논문, 17쪽.

하지만 이러한 시간적 제약 역시 해당 가상자산의 거래에 소요되는 일정 시간 및 해당 가상자산에 발행하는 이슈에 대한 전파의 시간이 소요된다는 점 등을 보면 시간적 기준을 두는 것은 바람직하지 못할 수 있다는 점에서 어려움이 있는 것이 사실이다.

세계적으로 형성된 가상자산 시장의 현실을 볼 때, 규제와 절차의 복잡성이 오히려 정보에 대한 접근성을 약화시키는 부작용을 발생시킬 수도 있다. 즉 기존의 증권시장에 존재하는 공시규제 구조를 그대로 가상자산시장에 대입하는 것이 실효성이 있는지는 미지수이다. 가상자산시장의 특성을 고려하여 공시규제 구조에 대한 새로운 접근이 필요할 수 있고, 이에 대하여는 지속적인 연구·검토가 필요하다. 다만 이러한 상황에서 구매자 보호의 측면에서는 즉각적인 공시가 이루어지도록 하는 것이 중요하고, 미이행에 대한 책임을 명확히 하는 것도 중요하다. 이슈가 발생하는 경우 즉시 공시하도록 하면서도, 이에 대하여 미공개정보의 이용행위 등 불공정거래가 발생하는 경우 이에 대한 책임으로서 즉각적인 거래정지 등 실효성 있는 제재 등이 이루어질 필요가 있다. 또한, 해당 가상자산이 거래되는 거래소가 많을 경우에는 거래소간 공시시스템의 연동 등이 원활하게 이루어질 필요도 있다.

3. 공시 규제의 필요성과 방안

3.1 공시 규제의 필요성

앞에서 살핀 바와 같이 구매자보호를 위한 방안으로서의 공시규제는 그 시스템을 구축하는 것과 그 공시대상 정보의 확정이라는 측면으로 나눌 수 있고, 이에 대하여 시스템을 구축하는 것은 공시의무의 주체가 누구인지에 대한 쟁점과 궤를 같이 한다. 공시대상정보의 확정은 기본적으로 백서에 넣을 정보를 특정하는 것으로 시작될 수 있는 반면, 공시시스템의 구축은 정책적 선택의 문제로써 이에 대하여는 많은 논의가 필요할 것으로 보인다. 현행 가상자산업권법으로서 발의된 다양한 법안들이 가상자산 공시시스템과 공시의무의 주체가 누구인지 통일되지 않고 있다는 점은 이러한 시스템의 형식화가 전제되어야 한다는 필요성을 단적으로 보여주는 것이다.

3.2 공시규제와 IEO

위와 같이 공시규제는 결국 공시의무의 도입으로 드러나게 되고, 그 공시의 주체, 공시의 방식, 공시의 장소, 공시의 내용까지 전반적인 기준을 성립하고 이러한 시스템을 구축하는 것을 그 전제로 한다. 그리고 이러한 공시시스템은 결국 구매자의 정보비대칭을 해소하는 핵심요소로 작용하고 구매자보호의 주요 수단이 된다.

이러한 구매자보호 수단으로서의 공시를 가장 명확히 확인할 수 있는 수단이 IEO가 될 수 있다. IEO는 가상자산의 발행 및 거래지원 단계에서 이루어질 수 있는 가상자산에 관한 사항을 가장 많은 능력을 가지고 감시할 수 있는 당사자로서 거래소의 역할을 증대하는 효과를 가지고 있다. 이러한 측면에서 가장 먼저 시도할 수 있는 부분이 IEO를 통한 공시규제의 도입이다. 현재 대한민국의 경우 ICO가 정책적으로 금지되어 있는 상황에서 해외 가상자산거래소를 통한 ICO를 행한 후 국내 거래소에서는 ICO를 진행하는 것이 아닌 가상자산거래소에서의 상장(거래지원의 획득)만을 하는 우회적인 절차가 이루어지고 있고 이러한 과정에서 역외적용이 어려운 이상 구매자를 보호하기 위한 조치는 없이 방치되고 있는 실정이다.

또한 국내 가상자산거래소에서의 상장을 추진하는 경우 국내 각 거래소의 자체 심사 기준을 통하여 심사가 이루어지고 있으나 이에 공시와 관련한 규정이 명확하게 규정되어 있지 않고, 국내 구매자(특히 원화마켓에 대하여)의 정보비대칭을 심화하는 결과를 방지하는 수단이 될 것이다.

또한 가상자산거래업자의 공시의무를 부여함에 더하여 가상자산발행인의 공시의무를 강화할 필요가 있다. 반면 IEO는 이러한 가상자산발행인의 공시를 강화하는 또 하나의 수단이 될 수 있다. 가상자산거래업자의 백서 등 공시가 의무화되면 상장으로서의 기준을 기본으로 할 뿐만 아니라, 최초 발행으로서 IEO 당시 가상자산거래소는 발행인에게 해당 공시자료를 제공할 것을 요청할 수 있는 법상·계약상 권한을 가지게 되고 이러한 공시자료가 가상자산거래소에서 공개되는 경우 이에 따라 구매한 구매자(거래자)는 최초 거래 당시부터 이전보다 객관적이고 명확한 정보를 얻을 수 있게 된다.

3.3 유통공시의 중요성

그리고 가상자산의 공시와 관련하여 수시공시와 같은 유통공시의 측면도 매우 중요하

다. 최초 판매 당시의 공시정보의 중요성은 IEO의 심사기준이 작동함으로서 구매자 보호조치로 적용되었다고 할 수 있는 반면, 유통공시의 측면에 있어서는 이러한 공시제도에 대한 지속적인 관리가 필요하다. 사업의 계속성에 있어서 발행인(프로젝트의 운영자⁷⁶⁾)이 계속적으로 사업을 운영하고 있는지, 소유구조 및 당해 가상자산에 관한 주요 사항에 변동이 있는지 등을 확인하여 가상자산에 대한 구매자를 계속하여 보호할 필요가 있기 때문이다.

실효성 있는 유통공시가 이루어지기 위해서는 유통공시의 주체와 그 주체가 지는 의무를 명확히 할 필요가 있다. 가상자산거래소는 공시시스템을 마련하여 모니터링을 강화하고, 사후적으로 발행인의 유통공시의무 불이행이 발생하는 경우 적절한 제재조치를 할 수 있는 법적 근거를 마련하는 것이 하나의 방법일 수 있다. 공시의무와 그와 관련된 책임은 가상자산의 발행인이 지는 것이 당연하다. 다만, 가상자산시장의 안정적이고 건전한 성장을 위해서는 가상자산거래소가 공시의 실효성을 확보하기 위한 절차적 노력으로서 가상자산거래소간 공시정보를 교환할 수 있는 체계를 구축하는 것도 필요하다고 본다. 이러한 노력은 비단 국내에서 뿐만 아니라 국제적인 유기체적 조직의 필요성이라는 측면에서 장기적으로 고려되어야 한다.

또한 현재 상장과 함께 해당 가상자산의 최대 보유자가 바뀜으로써 발행인 즉 프로젝트팀이 가상자산 프로젝트의 실제 소유주이자 운영자였다가 해당 가상자산 프로젝트의 운영자가 변동되는 경우도 있다. 이 경우 실제 발행인이 실질적인 회사의 소유주가 아닌 단순 위탁 운영자로 변동될 여지가 있다. 이러한 경우에는 유통공시 규제의 필요성이 증대된다고 할 것이다.

이러한 측면은 가상자산의 발행방식을 기준으로 살펴보아도 결국 최초 판매 당시에는 가상자산의 발행인에 대하여 공시의무를 부과하게 되고, IEO의 경우에는 공시 규제 준수 여부에 대한 감독을 감독기관이 직접 발행인⁷⁷⁾에 대하여 하여야 하는 번거로움을 줄일 수 있으며, 상대적으로 전문성을 갖춘 거래소가 구매자보호의 위험을 줄이기 위하여 발행공시에 이어 유통공시 규제의 실효성을 강화시킬 수 있다는 점에서 IEO에 있어 공시규제는 더욱 그 의미를 가지게 된다.

76) 발행인과 프로젝트의 운영자는 일치하지 않을 수도 있다.

77) IEO를 통해 가상자산을 발행하는 경우 Exchange 즉, 거래소가 발행인의 지위를 가질 것인지 아니면 주관사의 지위를 가질 것인지에 대하여 논의의 여지가 있다. 다만, 이에 대하여 거래소가 발행한다는 점에 대하여 발행인의 지위 또는 발행인과 유사한 지위를 가지는 경우 용어를 명확하게 하기 위해 실제 가상자산을 만든 자를 ‘직접 발행인’이라고 하였다.

IV. 불공정거래행위 규제 필요성과 방안

1. 가상자산에 있어서 불공정거래 규제 필요성

현재 가상자산시장을 대상으로 하는 불공정거래행위에 관한 규제가 없어 가상자산시장에서 조직적·체계적 감독이 이루어지지 못하고, 시장 참여자들의 준법 기준 또한 명확하지 않은 상황이다. 특히 가상자산 거래와 관련하여 발행할 수 있는 시세조종 행위 등 불공정거래행위에 대한 규제의 문제는 구매자에게 직접적으로 피해를 줄 수 있다는 점에서 우선적으로 규제되어야 하는 행위이다.⁷⁸⁾ 하지만 가상자산시장은 불특정 다수를 상대로 한 대량거래가 이루어지고 있기 때문에, 형법상 사기죄 입증 또한 용이하지 않다. 거래자 개인이 개별적으로 피해를 입증하여 손해를 보상받기에는 소수에 불과하고 익명성을 기본으로 하는 가상자산 시장에서의 집단행동 가능성이 낮다는 점에서 더욱 어려움이 있다.⁷⁹⁾

가상자산 거래는 주식과 유사하면서도 우리나라의 현상과는 전혀 별개로 교차상장이 많이 되어 차익거래가 빈번한 점, 소유권이 소수에게 집중되어 있다는 점과 발행인이 최초 발행에서 전부를 판매하지 않은 경우 등에서 가상자산 시장은 비교적 불공정거래행위가 일어나기 쉬운 메커니즘을 가지고 있다.⁸⁰⁾ 가상자산 시장에서 발생하는 불공정거래에는 통정·가장매매, 허수주문, 치고 빠지기 등이 있다. 가상자산 시장에서는 가상자산 거래소 또는 가상자산의 발행인이 통정·가장매매를 하여 가상자산 거래소의 거래량을 부풀리는 행위(Inflated trading volume)가 종종 일어나고 있다.⁸¹⁾

통정매매(Cross-Trading)란 매수(도)자가 사전에 매매 상대방과 협의하여 매매하는 것으로 매매가 서로 다른 계좌에서 일어나는 경우를 말한다. 가장매매(Wash Trade)는 매수(도)자가 동시에 매도(수)자가 되어 시세를 조작하는 방법이며, 매수(도)자는 매매를 하나의 계좌로 하게 된다. 가상자산 거래소가 거래량 순위에서 상위에 오르면 유동성이 높은 시장을 찾는 구매자들이 모여들고 거래소도 신규 가상자산 상장 유치를 위해서도 묵인하게 된다. 이때 가상자산 거래소는 관련 수수료 수익을 높일 수 있게 되고, 이는 가상자산 거래소에

78) 고동원, “탈중앙화금융(Decentralized Finance: DeFi)의 진전과 불공정거래의 규제 방향”, 증권법연구 제23권 제1호, 한국증권법학회, 2022, 148쪽.

79) 김갑래/김준석, 앞의 논문, 18쪽.

80) 송화윤, 앞의 논문, 331쪽.

81) Carol Alexander/Douglas Cumming, *op. cit.*, p.219; 송화윤, 위의 논문, 332쪽.

의해서 또는 이용하여 통정·가장매매가 일어나기 쉬운 구조가 형성되게 된다.⁸²⁾

허수주문(Spoofing)은 다른 사람들을 시장으로 끌어들이기 위해 시세보다 낮은 가격으로 매도주문을 한 후 취소하거나, 시세보다 높은 가격으로 매수 주문했다가 취소하여 구매자들을 유도하는 시세조종 행위이다. 이러한 허수주문 역시 가상자산 시장에서 성행하고 있다.

치고 빠지기(Pump and Dump, P&D)는 시세조종 세력이 구매자들에게 구매 권유 등을 통하여 주식을 가격을 상승시킨 후 해당 주식을 고가에 매도하는 전통적인 시세조종 전략이다. 가상자산시장에서의 P&D는 시세조종과 관련하여 수 분간 지속되며, 주식시장에서 보다는 가상자산시장에서 쉽게 적출이 가능하다.

이와 같은 불공정거래행위가 가상자산 시장에서 발생하고 있음에도, 규제가 없어 구매자들이 피해를 보고 있는 상황이 계속되고 있다. 가상자산업계에 있는 경우 자전거래를 통해 거래량을 부풀리고, 심지어는 가상자산거래소에 상장된 토큰의 거의 전량이 단일 소유자의 소유임에도 불구하고 일반구매자로 하여금 유동성을 보여주어 구매 유인 동기를 만들기 위해 해당 가상자산에 대한 일정 수준의 거래량을 유지하는 자전거래가 이루어지는 사례를 쉽게 접할 수 있다. 이렇듯 일반적인 금융시장에서 규제되고 심지어 엄격한 규제가 이루어지는 불공정거래행위들이 가상자산거래소에서는 쉽게 이루어지고 있고, 이는 가상자산에 대한 구매자들에게 고스란히 피해로 돌아가고 있다.

특히 2017년부터 국내 가상자산 시장이 이상 과열되면서 소위 ‘김치프리미엄’이라는 신조어가 형성될 정도로 가상자산 시세가 해외시장보다 높게 형성되었다.⁸³⁾ 구매자가 구매 판단을 하지 않고 구매하는 문지마시 구매도 만연하였다.⁸⁴⁾ 이에 우리나라 정부는 ICO를 전면 금지하는 등의 강력한 조치를 취하였지만, 가상자산의 특성상 해외에서 ICO를 하고 국내 거래소에 상장시키는 방식으로 국내 가상자산거래 시장에 들어오으로써 ICO 당시 오히려 구매자에 대한 정보불균형을 심화하기도 하였다. 이러한 과정에서 가상자산 발행인과 가상자산거래소를 포함하는 가상자산사업자에 대한 불공정거래행위를 규제할 필요성은 절실하다고 할 수 있다.

82) Bitwise Asset Management, “Presentation to the U.S. Securities Exchange Commission”, 2019. 3. 19, <<https://www.sec.gov/comments/sr-nysearca-2019-01/srnysearca201901-5164833-183434.pdf>>, 검색일: 2022. 9. 4.

83) 연성진/전현욱/김기범/신지호/최선희, 암호화폐 관련 범죄 및 형사정책 연구, 형사정책연구원, 2017, 106쪽; 표춘미, “블록체인 기반 가상통화(IEO)의 거래소상장 연구”, 관리회계연구 제21권 제3호, 한국관리회계학회, 2021, 93쪽.

84) 국무조정실, 정부, 가상통화 투기근절을 위한 특별대책 마련, 2017.

2. 가상자산시장에서의 불공정거래행위

불공정거래행위에 대한 규제는 불공정거래행위에 대한 규정과, 이에 대한 제재 및 집행에 관한 규정을 포함한다. 그리고 불공정거래행위는 자본시장법을 기준으로 좁은 의미로는 시세조종, 미공개정보의 이용, 부정거래를 지칭하며, 넓은 의미로는 시장 질서 교란 행위를 추가로 포함한다. 가상자산시장의 대규모·비대면 거래의 특성을 반영하여 피해자의 입증을 용이하게 하는 불공정거래 규제는 당연히 필요하다.⁸⁵⁾

2.1 시세조종 행위

시세조종 행위는 통정매매·가장매매, 고가주문, 저가주문, 허수주문, 허위사실 유포 등 특정 세력이 인위적으로 주가를 상승·하락시키는 행위를 의미한다. 특히 가상자산 시장에 있어서는 거래량 부풀리기가 만연한데, 시세고정·안정행위 등을 통하여도 거래량 부풀리기가 가능할 것이다.⁸⁶⁾

일본 및 유럽연합도 모든 유형의 암호자산 거래에 대하여 시세조종행위 금지 조항을 두고 있다는 점과 국내에서 제기된 법안들도 모두 시세조종행위를 포함하고 있다는 측면에서 가상자산에 대한 불공정거래에 있어 시세조종행위에 대한 규제를 포함하여야 한다는 당위성은 높다.⁸⁷⁾

2.2 미공개중요정보 이용행위

미공개중요정보의 이용행위는 주가에 큰 영향을 줄 수 있는 회사의 중요정보가 일반인에게 알려지기 전에 해당 회사의 주요주주, 임직원 및 회사와 일정한 관계가 있는 자가 이를 이용하여 해당 주식을 매매하는 행위를 의미한다. 미공개중요정보의 이용행위에 대하여 일본은 내부자의 정의 및 내부정보의 정의가 어려워 도입하지 않고 있으나, MiCA의 경우에는 미공개 중요정보의 이용행위 금지 조항을 두고 있다. 이 규정안은 내부자를 특정하지 않고 ‘누구든지’로 그 대상을 넓히고 있다.

85) 김갑래/김준석, 앞의 논문, 19쪽.

86) 송화윤, 앞의 논문, 351쪽.

87) 고동원, 앞의 논문, 173쪽.

미공개정보 관련 규제는 내부자 또는 그 관련자가 정보의 비대칭성을 악용하여 미공개정보를 접할 기회가 없는 일반 구매자에 비하여 불합리한 이익을 얻거나 얻을 가능성이 있는 것을 규제하기 위한 것이다. 가상자산의 경우에도 가상자산 상장 정보는 거래소 직원이 일반 구매자보다 더 빨리 알 수 있고, ICO 등을 정부가 승인하는 경우 공무원이 일반 구매자보다 더 빨리 알 수 있다.⁸⁸⁾ 이러한 상황에서 시세조종만을 규율하는 것은 가상자산거래의 내부자들이 시세조종행위를 하지 않고 정보이용만 했을 경우에 처벌할 수 없어 규제의 공백이 발생할 수 있다. 그렇기 때문에 미공개정보이용 관련 규제도 가상자산의 거래에 적용할 필요가 있다.

2.3 부정거래

부정거래는 증권시장에 발생하는 다양하고 새로운 유형의 불공정거래행위를 부정거래로 규정하여 포괄적으로 규제하는 것으로서, 금융투자상품의 매매 등의 거래와 관련하여 부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위, 중요사항이 부실기재 또는 누락된 문서 등을 사용하여 재산적 이익을 얻고자 하는 행위, 금융투자 상품 매매 등을 유인할 목적으로 거짓시세를 이용하는 행위 등을 금지하고, 금융투자상품의 매매 등을 할 목적이거나 시세변동을 도모할 목적으로 풍문의 유포, 위계의 사용, 폭행 또는 협박을 사용하는 행위를 금지한다.

그런데, P&D 등 가상자산 거래의 불공정거래는 짧은 시간에 SNS 등을 이용하여 조직화된 불공정거래가 많다. 또한 신종 불공정거래도 많이 일어날 수 있다. 이에 부정거래 규제와 같은 포괄적인 규제를 도입하여 규제 공백을 해소할 필요가 있다.

2.4 시장질서교란행위

시장질서교란행위 규제는 내부자·준내부자가 아니더라도 미공개정보를 이용하여 증권 등을 매매하거나 타인에게 이용하는 행위로서의 정보이용형 시장질서 교란행위와 허수주문 가장매매, 통정매매, 풍문유포 및 거짓 체결을 이용한 시세관여형 시장질서 교란행위를 규제하는 것이다. 미공개중요정보 이용행위를 규제함에 있어 누구든지 규제

88) Andrew Verstein, "Crypto Assets and Insider Trading Law's Domain", *IOWA LAW REVIEW* Vol 105 no.1, University of Iowa College of Law, 2019, p. 6.

의 대상으로 정하면 정보이용형 시장질서 교란행위는 해결이 되나, 가상자산에서도 시세조정 목적 없이 이루어지는 가장매매나 통정매매 등 시세조종의 목적이 없는 매매 유인 등의 목적으로만 이루어지는 거래량 부풀리기 등이 행해지므로 이를 규제하기 위한 규제가 필요하다.

2.5 임의적 입출금 차단 금지

또한, 불공정거래의 일환으로 가상자산시장에서 중요하게 도입되어야 하는 유형으로 가상자산의 임의적 입출금 차단을 금지하여야 한다는 점도 있다. 가상자산사업자는 고객의 가상자산에 관한 입금 및 출금을 정당한 사유 없이 차단하여서는 안 되며, 차단시에는 그에 관한 사유를 고객에게 통지하고 그 사실을 규제기관에게 보고하여야 한다는 규제이다.⁸⁹⁾

3. 가상자산에 있어 불공정거래행위 규제

3.1 가상자산 구매자 보호방안으로서의 불공정거래행위 규제

다만 이를 규제함에 있어 일괄적으로 한꺼번에 규제하는 경우 제도가 복잡해지고 시장을 위축할 수도 있다. 이에 따라 불공정거래행위 규제를 가상자산 시장에 도입함에 있어, 불법의 정도가 크고 명확한 것부터 단계적으로 감시 및 제재의 실효성을 확보해가면서 제도화할 필요가 있다는 견해도 있다.⁹⁰⁾ 이러한 의견에도 불구하고 가상자산사업자에 대한 공정거래질서 저해행위를 금지하고 관련 행위가 상시적 시장감시의 대상이 되도록 자율규제를 적극적으로 도입할 필요가 있다.⁹¹⁾ 자율규제를 보수적인 기준을 세우고 구매자보호수단을 최대한으로 갖추는 것이 가상자산사업자가 발행인의 사기적 불공정거래행위로부터 구매자를 보호할 수 있는 방안이 된다 할 것이다.

89) 이에 대하여 불공정거래행위 금지위반에 따른 손해배상책임 조항의 신설 및 형벌 및 과징금 부과 규제가 필요하다는 점에 대하여 고동원, 앞의 논문, 175쪽 이하 참조.

90) 김갑래/김준석, 앞의 논문, 19-20쪽.

91) 김갑래/김준석, 위의 논문, 20쪽; 송화운, 앞의 논문, 199쪽; 박선영, 가상자산 투자자 보호를 위한 추가 검토 과제, 가상자산 특별위원회 2차 당정간담회: 가상자산 시장의 공정성 회복과 투자자 보호, 2022. 한편, 불공정 거래 규제를 자율규제에만 맡겨서는 곤란하고 법적인 책임도 당연히 부과되어야 한다는 견해로는 성희환, 앞의 논문, 93쪽.

3.2 불공정거래 규제와 가상자산의 발행

위에서 살핀 바와 같이 가상자산 시장에서 불공정거래행위는 가상자산의 거래뿐만 아니라 ICO 과정에서 역시 발생하고 있다. 우리나라의 경우 가상자산거래업자가 거래지원 즉 소위 상장을 한다는 사실은 IPO 당시에는 중요한 미공개 정보에 해당함에도 불구하고 가상자산발행인 또는 가상자산거래소의 경우에 그 정보를 이용하여 수익을 창출하여도 현행 법제하에서는 이를 규제할 방법이 없다. 특히 ICO를 함에 있어 프리세일이나, 개인판매가 이루어진 경우 그 판매가액은 발행인의 의사에 의해 성립하는 경우가 많고, 그 가격이 각 구매자마다 상이한 경우가 많으며, 발행인만이 아는 경우가 많다.

이러한 경우 가상자산거래소에서의 거래지원을 준비하는 경우 재판매를 하거나 상장 이 되는 경우 구매자들은 수익을 남기게 되고, 이때 자전거래 즉 통정거래나 가장거래를 통해 거래량을 유지하거나 시세를 조정하여 이익을 남기는 행위가 이루어질 수 있다. 또한 소위 김치프리미엄이 발생하는 경우 역시 해외 가상자산거래소에의 상장이 이루어진 후 국내 원화마켓에서 상장이 이루어지는 경우 시세에 차이가 발생하게 되고 이 경우 해외에 상장하여 보유하고 있던 가상자산을 국내 거래소에서 매도하여 시세차익을 내는 것도 가능한 예시이다. 이때, 가장 많은 수익에의 욕구를 받을 자는 곧 발행인이며, 그다음은 이 상장의 정보를 이용할 수 있는 거래소일 수 있다. 그렇기때문에 불공정거래행위가 이루어지는 것은 유통단계뿐만 아니라 가상자산의 경우에는 특히 발행단계에서도 꼭 필요한 규제라 할 것이다.

3.3 IEO와 불공정거래행위 금지

IEO에 있어서 가상자산거래소가 가지는 발행인(또는 주관사)으로서의 역할은 ICO에 있어서 발행인이 가지는 도덕적 해이를 줄이는 측면에서도 중요하다. 가상자산의 발행인의 불공정거래를 방지하고 구매자보호를 하면서도 발행 대상 가상자산의 사업계속성을 확인하고 유지하는 좋은 수단이 될 수 있다.

우선 위에서 살핀 바와 같이 불공정거래에 있어서 자율규제가 가지는 필요성과 그 효과는 상당히 긍정적이다. 이러한 시스템 속에서 가상자산거래소로서는 IEO 및 거래지원 과정에서 불공정거래행위를 예방하고 색출할 수 있는 시스템을 갖추어야 할 필요성이 있고, 특히 이를 IEO 과정 속에서 구체화 하는 것은 가상자산 시장의 안정성과 구매자보

호를 실천함에 있어 효율적인 선택이 될 것이다. 또한 불공정거래를 확인하거나 색출할 수 있는 가장 좋은 주체가 가상자산거래소임은 두말할 나위 없다.

이렇듯 가상자산거래소가 불공정거래 정황을 포착하였을 경우, 대응하여야 하는 절차 및 방법에 대하여 정하여진 바는 없다. 또한 이러한 대응은 발행인의 입장에서든 구매자의 입장에서든 개인의 사적 재산권을 일정 부분 침범할 수밖에 없다는 점에서 가상자산거래소로서는 상당한 부담을 가질 수밖에 없다. 그렇기 때문에 불공정거래 행위에 대하여 실정법상 근거가 도입될 필요성이 있다. 그러나 구매자보호가 강조될 수밖에 없는 최근의 상황하에서는 잠정적인 방법으로 가상자산거래소 차원에서 적극적인 제재조치 시스템의 확립도 검토되어야 한다.

V. 결론: 공시 및 불공정거래 규제의 필요성과 방안

1. 가상자산과 구매자 보호

가상자산의 거래에 있어서 구매자를 보호하여야 한다는 논제는 이미 필요성을 넘어서는 당위적 요구에 이르렀다. 이러한 과정에서 가상자산거래업자인 가상자산거래소를 중심으로 한 가상자산의 발행과 유통을 규제하는 것이 가장 효율적인 방안일 수 있다. 이에 IEO에 대한 세간의 관심과 정책개발 역시 활발한 이유라 할 것이다.

이러한 과정에서 결국 추구하는 목표는 구매자 보호이며, 이를 위한 필요한 전제는 시스템의 구축이 될 것이고 이는 규제를 통해 이루어지게 될 것이다. 이러한 규제는 결국 자본시장의 체계를 활용하였다는 점에서 그리고 그 구조 및 특성의 유사성에 비추어 자본시장의 규제를 활용하는 것이 가장 실효성 높은 방안이라고 할 것이다. 또한 국제적인 측면에서 그 정합성이 높은, 즉 통일적으로 적용하기 쉬운 규제 역시 자본시장에 관한 규제라 할 것이다.

특히 불공정거래행위 규제의 경우에는 세계적으로 큰 틀에서 비슷한 규제를 가지고 있는 경우가 많고, 국제적인 금융거래로 인하여 각 나라에서 유사한 시스템을 가지고 있는 것 또한 가상자산시장에의 자본시장의 규제를 도입하는 것에 대한 당위성을 부여하고 있다.

가상자산시장은 특히 국제적으로 다수의 거래소에 교차 상장되어 있는 경우가 많으

며, 24시간 거래가 이루어지고 있어 이러한 특성에 맞는 규제가 이루어질 필요가 있어 국제적인 통일성 있으면서도 빈틈없는 규제시스템의 구축이 필요하다고 할 것이다.

2. 가상자산과 공시 및 불공정거래행위 규제

구매자 보호의 목적과 가상자산시장의 건전한 성장이라는 목적을 달성하기 위해서는 기존의 증권시장에서 이루어지는 감독기관에 의한 공적규제 및 자율규제, IEO 과정에 있어서 관리감독체계의 구축 및 발행 또는 상장과 관련된 심사기준의 설정이 이루어져야 할 것이다.

공시규제와 관련하여서는 가상자산시장에 있어서 구매자간 정보비대칭을 해소하기 위한 방법으로서 백서의 내용을 객관화하며, 특히 가상자산 발행인의 정보공개의무를 부과하여 구매자들에게 중요한 정보의 제공을 도모할 수 있도록 하여야 한다. 특히 소위 ‘묻지마식 구매’를 방지함으로써 구매자의 이익을 보호하기 위해서는 백서의 내용에 관한 기준 확정 및 공시의무를 핵심으로 한 공시규제를 할 필요가 있다.

불공정거래 규제와 관련하여서는 IEO에 있어서 가상자산거래소가 가지는 가상자산거래소 및 발행인으로서의 역할이 중첩되고 이해충돌의 가능성도 배제할 수 없기 때문에 이에 대한 시세조종, 미공개중요정보 이용행위, 부정거래, 시장교란행위의 발생가능성을 염두에 두어야 한다. IEO를 수행하는 경우 이러한 불공정행위가 발생하지 않도록 거래소는 그 신인의무를 다하도록 노력하여야 하며, 이를 위해 감독기관의 규제뿐만 아니라, 가상자산 거래소 자체적으로 신인의무의 충실한 이행, 이해상충 방지장치와 윤리기준의 마련, 거래소 상장기준의 정립과 이와 관련한 자율규제시스템의 확립이 필요하다.

3. 가상자산 시장에서의 자율규제와 국제 협력

더 나아가 가상자산시장은 동일한 가상자산이 해외 여러 시장에서 동시에 유통되며 불공정거래행위가 국제적으로 조직화되고 있다는 점에서, 이에 대한 대응방안으로서 효율적 국제공조체계의 구축이 필요하다.⁹²⁾ 이러한 국제공조체계의 원만한 시작 역시 가상자산거래소의 불공정거래행위 규제를 적용하기 위하여 국내·외 가상자산거래소 간 동일한 불공정거래행위 기준을 적용하는 것이 될 수 있다.

92) 김갑래/김준석, 앞의 논문, 20쪽.

이러한 방향성은 두 가지 측면에서 진행될 수 있을 것이다. 하나는 자율규제기관으로서의 국제적 가상자산거래소간 연합을 도모하는 것이다. 특히 공시정보 등을 함께 공유할 수 있는 연동 체계를 갖추는 것을 최우선 과제로 할 필요가 있다. 이를 바탕으로 자금세탁 및 불공정거래행위에 대한 기본적인 감시체계를 연계하여 갖출 필요가 있다.

또한 각국의 규제기관간의 협력이 필요하다. 가상자산거래소는 국제적인 시장으로 형성되어 있고 이러한 시장에 대한 접근성은 국가의 범주를 두지 않고 있다. 이에 따라 한 국가에서 이루어지는 규제행위가 다른 나라의 가상자산 시장에 영향을 끼칠 가능성이 기존의 증권시장에 비하여 월등히 높다. 이러한 상황에서 효율적인 규제가 이루어질 수 있도록 하고 전체 구매자에 대한 효율적인 보호가 이루어질 수 있도록 하기 위해서는 규제기관간의 연계가 매우 중요하다. 자금세탁 방지체계를 시작으로 하여 공시정보의 연동, 규제사실이 발생하는 경우 이에 대한 최초 공시 체계의 공통적인 구축 등이 이루어질 수 있는 방안도 고민하여야 한다. 이러한 가상자산거래소의 시장적(자율규제적) 접근과, 각국 규제기관간 연계를 통한 규제적 접근이 함께 이루어질 수 있는 국제적 노력이 필요하다.

참고문헌

1. 단행본

김재진/최인석, 가상자산 법제의 이해, 박영사, 2022.

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

연성진/전현욱/김기범/신지호/최선희, 암호화폐 관련 범죄 및 형사정책 연구, 형사정책연구원, 2017.

Carol Alexander/Douglas Cumming, *Corruption and Fraud in Financial Markets: Malpractice, Misconduct and Manipulation*, Wiley, 2020.

2. 학술지

고동원, “탈중앙화금융(Decentralized Finance: DeFi)의 진전과 불공정거래의 규제 방향”, 증권법연구 제23권 제1호, 한국증권법학회, 2022, 143-181쪽.

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

백명훈/이규옥, “블록체인을 활용한 ICO의 이해와 금융법상 쟁점”, 금융법연구 제14권 제2호, 한국금융법학회, 2017, 73-118쪽.

성희활, “가상화폐의 공모(ICO)와 상장에 대한 적정 규제방안”, 상사법연구 제37권 제1호, 한국상사법학회, 2018, 63-103쪽.

손경한/김예지, “신규코인공모(ICO)의 법적 쟁점”, 법학논집 제23권 제1호, 이화여자대학교 법학연구소, 2018, 203-230쪽.

송화윤, “가상자산 시장 불공정거래 규제에 관한 법적 연구”, 은행법연구 제13권 제2호, 은행법학회, 2020, 323-363쪽.

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

Andrew Verstein, “Crypto Assets and Insider Trading Law’s Domain”, *IOWA LAW REVIEW* Vol. 105 no.1, University of Iowa College of Law, 2019, pp. 1-59.

Nate Crosser, “Initial Coin Offerings as Investment Contracts: Are Blockchain Utility Tokens Securities?”, *Kan L. Rev. Vol.67*, Kansas Law Review Inc., 2018, pp. 379-422.

3. 학위논문

이제원, “가상통화의 적정 규제 방안에 관한 연구”, 고려대학교 법무대학원 석사학위논문, 2022.

4. 기타자료

고려대학교 암호화폐연구센터, IEO 가이드라인, 2018.

국민의힘 정책위원회/가상자산특별위원회, 가상자산 시장의 공정성 회복과 투자자 보호, 2차 당정간담회 발표자료, 2022.

금융위원회, 향후 대응방향 점검을 위한 「가상통화 관계기관 합동 TF」 개최, 금융위원회 보도참고자료, 2017.

국무조정실, 정부, 가상통화 투기근절을 위한 특별대책 마련, 2017.

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

김갑래, 미국과 EU의 가상자산거래자 보호제도의 시사점, 이슈보고서 21-13, 자본시장연구원, 2021.

_____, 국내 ICO 시장과 STO 시장의 당면 과제와 발전 방향, 이슈보고서 22-13, 자본시장연구원, 2022.

김갑래/김준석, 가상자산 거래자 보호를 위한 규제의 기본 방향, 이슈보고서 21-27, 자본시장연구원, 2021.

박선영, 가상자산 투자자 보호를 위한 추가 검토 과제, 가상자산 특별위원회 2차 당정간담회: 가상자산 시장의 공정성 회복과 투자자 보호, 2022.

박종백, 가상자산업권법(안) 및 그에 따른 공시제도, 2022 bkl 가상자산/블록체인 시리즈 세미나: 바람직한 가상자산 공시제도와 투자자 보호방안, 2022.

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

주성철, 위기의 가상자산 시장, 해외 감독기관의 대응법은? - 가상자산 관련 리스크와 주요국의 대응 방향, 디지털 인사이트, 우리금융경영연구소, 2022.

천창민, 해외 가상자산금융 규제 현황과 과제, 2019 한국은행 전자금융세미나 발표자료, 2019.

한서희, 디지털자산 규제 동향 점검-해외 논의와 국내 전망-, 법무법인(유한)바른 웨비나: 디지털자산 규제 동향 및 법적 쟁점, 2022.

Michael Jünemann etc., *Road to MiCAR: The European Crypto-assets Regulation*, Bird&Bird, 2022.

5. 신문기사

조재훈, “카카오·네이버, 국내 ICO 금지에 ‘해외로’”, EBN 산업경제, 2018. 11. 22, <<https://www.ebn.co.kr/news/view/962757>>, 검색일: 2022. 8. 18.

Annika Feign, “What is an ICO?”, coindesk, 2022. 12. 12, <<https://www.coindesk.com/learn/what-is-an-ico/>>, 검색일: 2022. 12. 13.

6. 웹자료

김두경, “연준, 피감은행의 암호자산활동 관련 감독조치 발표”, 한국은행, 2022. 8. 16, <<https://www.bok.or.kr/portal/singl/office/view.do?nttId=10072297&menuNo=200798&pageIndex=1>>, 검색일: 2022. 8. 26.

Bitwise Asset Management, “Presentation to the U.S. Securities Exchange Commission”, 2019. 3. 19, <<https://www.sec.gov/comments/sr-nysearca-2019-01/smysearca201901-5164833-183434.pdf>>, 검색일: 2022. 9. 4.

CFTC, “CFTC Orders Bitcoin Options Trading Platform Operator and its CEO to Cease Illegally Offering Bitcoin Options and to Cease Operating a Facility for Trading or Processing of Swaps without Registering(Release Number 7231-15)”, 2015. 9. 17, <<https://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/7231-15>>, 검색일: 2022. 8. 25.

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. 8. 23.

Council of the EU, “Digital finance: agreement reached on European crypto-assets regulation(MiCA)”, 2022. 6. 30, <<https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2022/06/30/digital-finance-agreement-reached-on-european-crypto-assets-regulation-mica>>, 검색일: 2022. 9. 6.

FATF, “Updated Guidance for a Risk-Based Approach to Virtual Assets and Virtual Asset Service Providers”, 2021. 8, <<https://www.fatf-gafi.org/publications/fatfrecommendations>>

tions/documents/guidance-rba-virtual-assets-2021.html>, 검색일: 2022. 9. 5.

FinCEN, “Application of FinCEN’s Regulation to Persons Administering, Exchanging, or Using Virtual Currencies”, 2013. 3. 18, <<https://www.fincen.gov/resources/statutes-regulations/guidance/application-fincens-regulations-persons-administering>>, 검색일: 2022. 12. 7.

[Abstract]

Regulations on Disclosure and Unfair Trading of Virtual-Assets Market

Ungchae, Jung*

The world's fastest-growing or spreading industry in recent years is by far the virtual asset sector. However, it is also true that regulations of each country, including Korea, are not following. In this trend, investors in virtual assets continue to suffer damage. These damages are not only revealed by small investors, but also by virtual asset exchanges, issuer. These cases are caused by false disclosure information, unfair Trading(manipulation of security prices, cross trading, etc).

Each country is trying to introduce regulations on virtual assets in this process. There are also various discussions on what should be included in this regulation. In this process, what turns out to be the most important regulatory issues are public disclosure regulations and regulations on unfair trade practices.

There are several issues to be identified in this process. First of all, it is necessary to consider the characteristics of virtual assets unlike the capital market. It should be considered in the introduction of regulations that it is cross-listed on various exchanges while forming a global single market, and that transactions are made 24 hours a day. In addition, it is necessary to discuss the scope of regulation of the issuer and exchange of virtual assets in relation to the issue of virtual assets. It is also a good way to secure transparency through the self-regulation of virtual asset exchanges. In this process, it is necessary to promote international regulatory unification, such as the system of using other exchanges's disclosures.

[Key Words] Virtual assets, crypto currency, disclosure regulations, unfair trade regulations, protection of virtual asset investors, IEO regulations, self-imposed control

* Attorney at Law, Law Firm Yehyun