

# 가상자산기본법의 입법방향에 관한 연구

-MiCA의 시사점을 중심으로-

## Legislative Direction for the Basic Act on Virtual Assets: Focusing on the Implications of MiCA

김 보 민\*

Kim, Bomin

박 선 중\*\*

Park, Sun Jong

### 목 차

- |                    |                                 |
|--------------------|---------------------------------|
| I. 서론              | IV. MiCA 입법의 함의 분석과 가상자산<br>기본법 |
| II. 미국의 규제방향과 우리나라 | V. 세부원칙 적용의 예시: 비트코인            |
| III. EU의 규제방향      | VI. 결론                          |

유럽연합에서는 가상자산을 위한 입법인 MiCA가 최종 통과되었고, 미국도 기존 증권 및 상품 규제를 가상자산에 적용함과 동시에 체계화된 가상자산 입법을 준비하고 있다. 한국도 불공정거래와 이용자자산 보호에 중점을 둔 가상자산 이용자 보호 등에 관한 법률이 통과되었고, 후속조치인 가상자산기본법에 대한 2단계 입법이 추진 중이다. 이에 따라 본고는 한국의 가상자산 입법이 나아가야 할 방향성에 대해 검토하였다.

먼저, 본고는 가상자산에 대한 미국의 규제방식이 한국의 법체계에 적합하지 않다는 점을 지적하고, EU의 MiCA 방식의 규제가 적합함을 설명하였다. 이를 위해 MiCA의

<https://doi.org/10.35148/ilsilr.2023..56.159>

투고일: 2023. 11. 30. / 심사완료일: 2023. 12. 26. / 게재확정일: 2023. 12. 27.

\* 주저자: 고려대학교 법학전문대학원 법학전문석사과정

Lead Author: J.D. Candidate, School of Law, Korea University

\*\* 교신저자: 숭실대학교 법학과 교수

Co-Author: Professor, Dept. of Law, Soongsil University

주요내용을 개괄하였고, 더 나아가 ‘동일 업무, 동일 리스크, 동일 규제’의 입법원칙을 분석하여 세 가지 세부원칙을 제시하였다. 이를 바탕으로, 본고는 가상자산 규제에 대한 구체적 입법판단 모델을 제시하였다. 1) 금융규제에 준하는 규제를 받을 필요성이 있는지 판단하여 2) 기존의 금융 관계 법률로 포섭될 수 있는지를 검토하고 3) 포섭 불가한 경우에만 해당 가상자산의 성질과 양태에 맞춰 세 가지 세부입법원칙을 선택 적용하여 구체적 규제방안을 이끌어내야 한다는 것이다. 마지막으로 본고가 제시한 입법모델의 활용 예시로 비트코인에 대한 규제 방안을 제안하였다.

**[주제어]** 가상자산법, 가상자산, 디지털 자산, MiCA, 스테이블코인, 유틸리티토큰, 비트코인

## I. 서론

2023년 2월 6일 금융위원회(이하 ‘금융위’)는 “토큰 증권(Security Token) 발행 · 유통 규율체계 정비방안”(이하 토큰 증권 가이드라인)을 발표하였다.<sup>1)</sup> 또한, 지난 7월 18일에 가상자산에 대한 1단계 입법인 가상자산 이용자 보호 등에 관한 법률이 공포되었고, 2단계 입법인 기본법 입법이 추진될 예정이다.<sup>2)</sup> 이렇듯 우리나라도 가상자산에 대한 체계적 입법으로 나아가고 있다.

또한, 우리나라의 입법방향은 만약 금융위가 토큰 증권 가이드라인의 정책방향을 이어나간다면 2023년 4월 20일 EU 의회에서 의결되고 5월 16일 EU 이사회에서 승인되어 2024년 7월부터 시행된 MiCA(Regulation(EU) 2023/1114)<sup>3)</sup>의 방침과 유사할 것으로 판단된다.

금융위는 토큰 증권 가이드라인에서 토큰 증권이란 “분산원장 기술(Distributed Ledger Technology)을 활용해 자본시장법상 증권을 디지털화(Digitalization)한 것”이라고 규정하였다.<sup>4)</sup> 이는 “실물 증권과 전자 증권에 이은 증권의 새로운 발행 형태”이고, “토큰 증권은 디지털 자산 형태로 발행되었을 뿐 증권이므로, 당연히 자본시장법의 규율 대상”이라고 정책 방향을 제시하였다.<sup>5)</sup> 즉, 전자증권법에 따른 전자 증권과

1) 금융위원회/금융감독원/한국거래소/예탁결제원, 토큰 증권(Security Token) 발행 · 유통 규율체계 정비방안, 2023.

2) 금융위원회, [보도참고] 가상자산법 제정안 국회 본회의 통과, 2023.

3) 정식명칭: Regulation (EU) 2023/1114 on markets in crypto-assets, and amending Regulations (EU) No 1093/2010 and (EU) No 1095/2010 and Directive 2013/36/EU and (EU) 2019/1937.

4) 금융위원회 외, 앞의 문서, 2쪽.

유사하게, 토큰 증권은 블록체인을 발행형태(vehicle)로 삼은 증권일 뿐이며, 그렇기 때문에 기존의 법제인 자본시장법에 의해 규율되는 대상이라는 것을 선언한 것이다.

뿐만 아니라, “증권이 아닌 디지털 자산은 자본시장법이 적용되지 않고, 국회에서 입법이 추진되고 있는 디지털 자산 기본법에 따라 규율체계가 마련될 것”이라고 명시하였다.<sup>6)</sup> 다시 말해, 가상자산 중 그 법적 성질이 기존 법체계에 포섭가능한 것들은 기존 법체계에 따라 규율하고, 그 법적 성질이 새로운 것이어서 기존 법체계에 포섭할 수 없는 가상자산들은 가상자산법 2단계 입법(이하 ‘가상자산기본법’)에서 새로운 법 개념을 만들어 규율하겠다는 것으로 판단된다.

EU의 MiCA 역시 MiFIDII(제2차 금융상품시장지침)<sup>7)</sup>등 기존 금융규제에 포섭될 수 있는 금융상품, 예금, 구조화예금, 유동화증권 및 전자화폐토큰에 해당하지 않는 전자화폐, 보험 상품, 연금 상품 등은 적용범위에서 제외하고 있는데(제2조 제4항), 이는 가상자산 중 기존의 금융 관련 법률로 포섭될 수 있는 것은 이에 따라 규율하고, 이를 제외한 가상자산에 대해서만 MiCA를 통해 규제하겠다는 정책방향성의 표명이다.

이에 본고는 금융위가 취하는 정책방향의 타당성과 EU의 MiCA와 관련한 입법정책적 함의, 그리고 향후 입법이 추진될 ‘가상자산기본법’(2단계 입법)이 추구해야할 입법방향에 대해 살피고자 한다. 특히, EU의 MiCA에 대한 기존 연구들은 올해의 최종입법안이 아닌 유럽 집행위원회의 의회 제출안을 기준으로 수행된 바,<sup>8)</sup> 최종 시행안을 기준으로 최신화하여 MiCA의 주요사항을 검토할 것이다.

이를 위해 구체적으로 우선 1) 미국의 규제방향과 우리나라의 법체계가 부합하지 않고 오히려 EU 방식의 규제가 우리나라의 현행 법체계와 부합함을 알아보고 2) MiCA의 주요사항을 살핀 다음, 3) 우리가 모델로 삼아야하는 MiCA가 가지는 입법 정책적 함의와 그 입법원칙을 분석하고 4) 이를 바탕으로 우리나라의 가상자산 기본법의 입법 방향을 비트코인 규제방안을 예시로 하여 제안하고자 한다.

5) 금융위원회 외, 위의 문서, 2쪽.

6) 금융위원회 외, 위의 문서, 2쪽.

7) 정식명칭: Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU.

8) 박영운, “EU의 가상자산 규제 체계 및 시사점”, 금융법연구 제19권 제1호, 한국금융법학회, 2022; 유양욱, “가상자산의 유형별 규제방식에 관한 연구”, 고려법학 제105호, 고려대학교 법학연구원, 2022; 민세진, “암호자산 제도권 안착을 위한 제도 연구”, EU학 연구 제27권 제2집, 한국EU학회, 2022 등.

## II. 미국의 규제방향과 우리나라

### 1. 금융규제 대상인 가상자산의 분류

가상자산을 분류하는 가장 큰 기준은 대체가능성이며, 이에 따라 대체가능토큰(FT, Fungible Token)과 대체불가능토큰(NFT, Non Fungible Token)으로 분류된다. 다만, NFT는 금융규제의 대상이라고 보기 어려우므로<sup>9)</sup> 본고의 논의에서는 제외한다.

대체가능토큰의 경우, 여러 분류 기준이 있을 수 있겠지만 경제협력개발기구(OECD)와 국제증권감독기구(IOSCO) 등 유력 기관들은 증권형 토큰(Security tokens), 유틸리티 토큰(Utility token), 결제형 토큰(Payment tokens)으로 구분하며,<sup>10)</sup> 대부분의 연구는 이러한 분류방식을 따른다.

증권형 토큰이란 소유권 혹은 지분과 유사한 자격 등의 권리를 제공하는 것이다.<sup>11)</sup> 금융위의 토큰 증권 가이드라인의 토큰 증권 개념이 이에 해당한다. 유틸리티 토큰이란 특정 제품이나 서비스에 대한 접근을 가능하게 하는 토큰으로서 주로 해당 토큰을 발행한 분산원장(DLT) 플랫폼 내의 제품 및 서비스를 이용하는 것에 사용된다.<sup>12)</sup> 결제형 토큰은 스테이블 코인과 같이 어떠한 권리를 제공하기보다는 자산가치의 보존이나 지급결제 및 교환의 수단으로 활용되는 토큰이다.<sup>13)</sup>

9) NFT는 시장에서 거래되고 미술품이나 부동산과 같이 투자 내지 투기적으로 거래될 수 있지만, 쉽게 교환할 수 없으며 다른 가상자산과 관련하여 각 가상자산의 상대적 가치는 고유하며 기존 시장 혹은 동등한 자산과의 비교를 통해 그 가치 혹은 시세를 확인할 수 없다는 점에서 금융 규제의 대상이라고 보기 어렵다.

10) OECD, *Taxing Virtual Currencies: An Overview of Tax Treatments and Emerging Tax Policy Issues*, 2020, pp. 11-12; IOSCO, *FR12/2020 Investor Education on Crypto-Assets*, 2020, p. 10.

11) IOSCO, *Ibid.*, p. 10. "Typically provide rights(e.g. in the form of ownership rights and/or entitlements similar to dividends".

12) IOSCO, *Ibid.*, p. 10. "Typically enable access to a specific product or service often provided using a DLT platform. Can only be used in the issuer's network".

13) IOSCO, *Ibid.*, p. 10. "Often referred to as VCs or crypto-currencies. Typically do not provide rights(as is the case for investment or utility tokens) but are used as a means of exchange(e.g. to enable the buying or selling of a good provided by someone other than the issuer of the token), for speculative purposes or for the storage of value".

## 2. 미국의 규제방향과 한국의 법체계 비교

### 2.1 개요

미국은 아직 의회에서 완전한 입법이 이루어지지 않은 상태로서, SEC(Securities and Exchange Commission, 증권거래위원회)와 CFTC(Commodity Futures Trading Commission, 상품선물거래위원회) 양 기관간 관할의 중첩이 일어나고 있다.<sup>14)</sup> SEC는 Howey Test에 따른 증권성 판단을 기준으로 하여 투자계약으로서 증권성을 가지는 토큰에 대해서는 증권 관련 규제를 적용한다. 동시에 다른 기관인 CFTC는 가상자산 일반을 상품(commodity)으로서 상품거래법에 따라 규제하고 있다.

이와 관련하여, 한국 자본시장법 제4조 제6항의 ‘투자계약증권’ 개념은 Howey Test를 기반으로 하여 증권개념을 포괄적으로 정의한 것이기에, 이 점을 지적하면서 미국의 규제방향을 한국에 적용하고자 하는 연구들이 있어왔다.<sup>15)</sup> 그러나 한국의 경우 현행 자본시장법상 증권과 상품(기초자산)의 범위가 미국에 비해 좁아 미국식 규제방식이 적용되기 어렵다. 아래에서 이에 대한 세부사항을 살핀다.

### 2.2 미국 규제방향에 따른 토큰 분류: 증권성에 따른 분류

미국 법체계에서는 판례이론인 Howey Test에 따라 특정 계약의 증권성 여부를 판단한다. 미국 증권법(the Security Act of 1933)은 제2조에서 ‘유가증권’(securities)의 예시로서 ‘투자계약’(investment contract)을 규정하는데, 연방대법원은 *SEC v. W. J. Howey Co.* 사건에서 투자계약에 해당하기 위한 조건을 제시함으로써(이른바 Howey Test) 개별 사안에서 증권성 여부를 판단하고 법 적용에 대한 예측가능성을 확보하고자 했다. 미국 연방대법원에 따르면 1) 자금의 투자(the investment of money), 2) 공동의 사업(in a common enterprise), 3) 이익의 기대(with an expectation of profit),

14) 이정수, “토큰 이코노미(Token Economy)의 입법과제”, 금융법연구 제19권 제3호, 한국금융법학회, 2022, 71-73쪽.

15) 김은경, “가상화폐의 자본시장법상 법적성격에 관한 고찰 -SEC v. Ripple Labs, INC.를 중심으로”, 과학기술법연구 제27권 제3호, 한남대학교 과학기술법연구원, 2021; 김병연/권오훈, “가상자산의 법적 성질 -미국과 한국의 증권규제를 중심으로-”, 상사판례연구 제34권 제3호, 한국상사판례학회, 2021; 육태우, “가상화폐 또는 암호화폐에 의한 금융의 변화 및 법적 시사점”, 강원법학 제53권, 강원대학교 비교법학연구소, 2018 등.

4) 타인(권유자나 제3자)의 노력(from the efforts of others)의 요건을 갖추면 해당 대상은 증권으로 판단되어야 한다.<sup>16)</sup>

앞서 언급했듯이, 미국의 SEC는 이러한 Howey Test에 따라 가상자산이 증권성을 가지는지 판단하여 증권성을 가지는 토큰에 대해서는 증권으로 규제한다. 증권형 토큰 및 ICO로 발행되는 일부 유틸리티 토큰 등이 전자에 해당한다. 반면에 그렇지 않은 토큰에 대해서는 CFTC만이 상품으로서 규제하고 있는데, 비트코인 및 결제형 토큰이 후자에 해당한다. 즉, 미국의 규제체계에서는 결제형 토큰, 증권형 토큰, 유틸리티 토큰과 같은 가상자산의 기능에 따른 개념적 분류는 크게 중요하지 않고, 오히려 어떠한 가상자산이 투자계약으로서의 경제적 실질을 가지고 있는 것인지가 중요한 분류 기준이 된다.

### 2.3 자본시장법상 투자계약증권과의 비교

자본시장법 제4조 제6항의 “투자계약증권”개념은 미국 판례이론인 Howey Test를 수용한 것이지만, 그 세부사항은 조금 다르다.

““투자계약증권”이란 특정 투자자가 그 투자자와 타인(다른 투자자를 포함한다. 이하 이 항에서 같다)간의 공동사업에 금전등을 투자하고 주로 **타인이 수행한 공동사업의 결과에 따른 손익을 귀속받는 계약상의 권리가 표시된 것이다.**”(자본시장법 제4조 제6항)

얼핏 Howey Test의 기준과 동일한 것으로 보이나 ‘이익의 기대’(an expectation of profit) 요건에서 중요한 차이점이 있다. 즉, “Howey Test에서는 ‘이익에 대한 합리적 기대’만 있으면 되지만 자본시장법상 투자계약증권은 이익에 대한 합리적 기대만으로는 부족하고, ‘공동사업의 결과에 따른 손익을 귀속받는 계약상의 권리가 표시’까지 되어 있어야 한다. 즉 ‘계약상의 권리’여야 하고, 그것이 ‘표시’되어 있을 것을 요구하는 것이다”.<sup>17)</sup>

실제로 SEC와 미국 사법부는 가상자산의 증권 여부를 판단할 때, 해당 발행자

16) *Securities and Exchange Commission v. W. J. Howey Co.*, 328 U.S. 293 (1946).

17) 이정수, 앞의 논문, 72쪽.

혹은 플랫폼이 성공적으로 사업을 운영함으로써 토큰의 가치가 증대하여 투자자가 토큰의 매매차익을 기대할 수 있는 경우 ‘이익의 기대’가 있는 것으로 보았다.<sup>18)</sup> 즉, 공동사업자가 별도의 이익을 토큰 투자자에게 제공하지 않는다고 하더라도 매매차익 자체가 해당 공동사업에 대한 투자로 인해 기대할 수 있는 이익에 해당한다는 것이다.

그러나 한국 자본시장법의 경우 법률조항의 문언상 “공동사업의 결과에 따른 손익을 귀속받는 계약상의 권리”가 있어야 한다. 거래소에서의 토큰 가격 상승으로 인한 매매차익은 공동사업의 결과에 따라 손익을 귀속받는 것이라 볼 수 없고 계약상의 권리는 더더욱 아니다. 즉, 매매차익에 대한 기대만으로는 발행인의 투자자에 대한 직접적인 이익귀속약정이 있다고 보기 어렵다.<sup>19)</sup> 따라서 미국에서 증권이라고 규정된 가상자산일지라도, 매매차익과 별도로 공동사업상의 이익을 계약에 따라 보유자에게 귀속시키지 않는 토큰 발행은 현행 자본시장법상 증권 발행으로 볼 수 없다.

실제로 금융위원회의 토큰 증권 가이드라인에서도 투자계약증권의 판단 기준 중 하나인 “공동사업의 결과에 따른 손익을 귀속 받는 계약상의 권리”항목에 대해, “발행인이 투자자에게 사업 수익을 직접 분배할 것을 명시적·묵시적으로 약속하거나, 발행인이 제3자와의 계약 등을 바탕으로 해당 제3자가 투자자에게 사업 수익을 분배할 것을 약속하는 등 투자자와 발행인 간 계약에 따른 수익 청구권이 인정되어야”<sup>20)</sup> 한다고 하면서, “디지털 자산에 표시된 권리가 없거나, 사업 수익에 대한 투자자의 권리가 없는 경우”를 증권에 해당할 가능성이 낮은 사례로 들었다.<sup>21)</sup> 이는 금융위원회가 자본시장법상 투자계약증권이 미국의 유가증권으로서의 투자계약과 다르다는 점에 동의하고 있는 것으로 이해된다.

따라서 공동사업의 결과에 따른 별도의 이익귀속약정이 없는 유틸리티 토큰(utility token)이나 스테이블 코인에 대한 ICO(initial coin offering)의 경우, 앞서 살펴보았듯이 미국에서는 매매차익에 대한 기대 역시 “이익의 기대”가 있는 것으로서 증권성이 인정될 수 있으나, 현행 한국의 법체계에서는 투자계약증권으로서의 증권성을 인정하기는 어렵다.

18) 관련 판례로 *Balestra v. Athecoin LLC* 380 F. Supp. 3d 340 (S.D.N.Y. 2019)과 *Solis v. Latium Network, Inc.*(US district court for the district of New Jersey Opinion, Case no: 18-10255(SDW)(SCM)) 등이 있으며, 관련 SEC 규제 사례로 *Airfox* 사례(*In the Matter of Carriereq, Inc., D/B/A/Airfox Cease-and-Desist Order*) 및 *Paragon Coin* 사례(*In the Matter of Paragon Coin, Inc., Cease-and-Desist Order*) 등이 있다.

19) 이정수, 앞의 논문, 76쪽.

20) 금융위원회 외, 앞의 문서, 17쪽.

21) 금융위원회 외, 위의 문서, 18쪽.

## 2.4 미국 상품거래법과의 비교

동시에 미국 상품거래법(Commodity Exchange Act) 제1조 제9항은 “상품이란 장래 이행 계약이 현재 또는 미래에 매매하는 모든 서비스, 권리 및 이익”이라 정의하므로,<sup>22)</sup> 이를 근거로 비트코인, 이더리움 및 스테이블 코인 등 가상자산을 CFTC의 관할인 상품으로 규율할 수 있다는 것이 CFTC의 입장이다.<sup>23)</sup> 그러나 상품거래법 제1조 제9항에 대응하는 한국 자본시장법 제4조 제10항은 ‘기초자산’을 “금융투자상품”(제1호), “통화(외국 통화 포함)”(제2호), “일반상품(농산물·축산물·수산물·임산물·광산물·에너지에 속하는 물품 및 이 물품을 원료로 하여 제조하거나 가공한 물품, 그 밖에 이와 유사한 것)”(제3호), “신용위험(당사자 또는 제삼자의 신용등급의 변동, 파산 또는 채무재조정 등으로 인한 신용의 변동)”(제4호), “그 밖에 자연적·환경적·경제적 현상 등에 속하는 위험으로서 합리적이고 적정한 방법에 의하여 가격·이자율·지표·단위의 산출이나 평가가 가능한 것”(제5호)으로 한정하여 열거하고 있다. 즉, 우리나라의 자본시장법은 미국 상품거래법상 기초자산의 범위보다 좁게 규정하고 있으므로, 한국의 현행 법체계 하에서는 증권성 없는 가상자산을 상품 내지 기초자산으로 규제하기 어렵다.

## 3. 소결

미국법상 현재 거래되고 있는 토큰의 대부분은 증권개념에 포섭되거나 혹은 상품개념에 포섭될 수 있다. 그러나 시장에서 거래되는 토큰의 상당 부분을 차지하는 ‘매매차익을 목적으로 하는 토큰’의 경우 한국 자본시장법상 투자계약증권에 해당하지 않을 뿐만 아니라 자본시장법상 기초자산인 상품으로 볼 수도 없다. 이렇듯 한국의 현행 법체계 하에서 미국의 규제방식은 적용되기 어렵다.

그러나, 미국의 규제방식이 장점만 있는 것은 아니다. 미국의 경우 특정 토큰에 대한 증권성 판단 권한이 SEC와 사법부에 사후적으로 유보됨에 따라 시장에 혼란이 발생한다. 즉, SEC의 유권해석과 사법부의 판결 결과에 따라 특정 토큰에 대한 증권규제 적용 여부가

22) 7 U.S. Code § 2(a)(1)(A), “The term “commodity” means ... all services, rights, and interests ... in which contracts for future delivery are presently or in the future dealt in”.

23) LabCFTC, Digital Assets Primer, 2020, pp. 23-24.

결정되고, 이때마다 해당 토큰의 시장 가격이 널뛰기하는 현상이 반복되고 있으며, 이에 대응하기 위한 시장참여자들의 사법비용도 늘어나고 있다. 또한, 비트코인 및 가상자산 기반 선물상품 등과 관련해 CFTC와 SEC가 서로 관할권을 두고 다투는 등 권한이 중첩되는 부분이 있어 어느 기관의 규율을 따라야 하는지에 대해 시장의 혼란이 있다.

미국방식으로 새로운 입법없이 기존의 금융규제 체계를 활용하여 가상자산을 규제하겠다는 것은 분명 매력적인 접근법이지만, 현행 한국의 법체계와는 부합하지 않는 부분이 있고 시장의 불확실성과 혼란, 사법비용의 증대 등 비효율을 초래한다. 생각건대, 국내의 경우 EU와 같이 별도의 입법으로 시장참여자들에게 명확한 정의와 규제 가이드라인을 제공을 통해 가상자산 시장을 규율하는 방안의 장점이 부각되기 쉬워 보인다.

### III. EU의 규제방향

#### 1. 개요

한국은 미국과 달리, 기존의 법적 개념들로 주요 가상 자산들을 효과적으로 포섭하기 어렵다. 그러나, 이는 MiFIDII 등으로 대표되는 EU의 금융규제체계도 마찬가지이다.<sup>24)</sup> 다만, EU는 기존의 금융 관련 법률로 포섭될 수 있는 것들에 대해서는 기존 법률을 적용하고, 기존의 금융 관련 법률로 포섭될 수는 없지만 금융시장이나 투자와 밀접한 관계를 가진 가상자산에 대해서는 별도의 법안을 만들어 규제하는 접근방안을 취하는데, 이러한 접근이 한국의 현행 법률에는 더 적합한 것으로 보인다. EU의 가상자산 규제방향의 세부사항을 MiCA 최종 시행안을 바탕으로 아래에서 살핀다.

#### 2. MiCA의 도입 목적과 규율대상

MiCA<sup>25)</sup>는 이른바 ‘동일업무, 동일리스크 및 동일규제’원칙에 따라 일차적으로 가상

24) 박영운, 앞의 논문, 129-130쪽. EU 역시 금융상품 내지 증권에 대한 법적 개념의 범위가 좁다. EU의 MiFIDII에서 증권규제 대상인 ‘금융상품(Financial Instruments)’으로 “양도가능증권, 머니마켓상품, 집합투자기구 지분, 열거된 파생상품, 탄소배출권”으로 열거적으로 규정하고 있다(제4조 제1항 제15호, 부록I C장). 그러나 가상자산은 머니마켓상품, 집합투자기구 지분, 열거된 파생상품, 탄소배출권에 해당할 수는 없으므로, 미국과 같은 방식의 규제는 불가능하다.

자산의 형태일지라도 그 법적 성질 내지 본질이 증권 등 금융상품이거나 예금, 보험계약, 연금 상품 등이라면 MiFIDII 등 기존 금융상품 규제의 적용 대상이 된다고 규정한다(전문 9).<sup>26)</sup> 구체적으로 MiCA는 MiFIDII상의 금융상품, 예금, 구조화예금, 유동화증권, 전자화폐토큰에 해당하지 않는 전자화폐, 보험 상품, 연금 상품 등은 적용범위에서 제외하고 있다(제2조 제4항). 그러나 가상자산은 금융시장 및 투자와 관련되어 있기에 금융안정과 투자자보호의 필요성이 제기된다. 따라서 이러한 규제공백을 메꾸기 위해 기존의 금융규제체계로 포섭할 수 없는 성질을 가진 가상자산을 MiCA라는 별도 체계를 만들어, 기존의 금융규제를 가상자산 전반에 확대적용하려는 것이다.

즉, 새로운 기술의 등장에 따라 기존의 금융 관계 법률로는 포섭할 수 없는 금융과 유사한 성격의 무언가가 등장하였고, 이를 새로이 정의함으로써 ‘동일업무, 동일리스크 및 동일규제’원칙, 즉 새로운 무언가가 동일 업무를 수행하고 동일 리스크를 가진다면 동일한 규제를 받아야 한다는 원칙 아래에서, 기존의 금융규제를 확장적용 하여 시장의 안정과 투자자 보호를 도모하려는 시도가 MiCA 규제의 핵심적 원칙이다.

따라서 MiCA의 규율대상은 기존의 금융상품에 포섭될 수 없는 가상자산에 대해서만 적용되며,<sup>27)</sup> 그 중에서도 금융안정 내지 투자와 연관된 것들만 규제 대상으로 삼는다.<sup>28)</sup> 이에 따라, MiCA는 결제형 토큰인 스테이블 코인과 투자목적으로 공개되는 유틸리티토큰 위주로 규제를 입법하였다. 특히, MiCA의 1/3 이상이 스테이블코인(자산준거토큰 및 전자화폐토큰)에 관한 규정일 정도로 스테이블 코인 규제에 초점을 맞추고 있다.<sup>29)</sup>

25) 본고는 최종통과본인 Regulation (EU) 2023/1114을 기준으로 서술하였다. 주요 용어에 대한 한국어 번역 어휘는 한국은행에서 발간한 “EU 암호자산시장 법률안”(2022. 8.)을 참조하였다.

26) “금융서비스에 관한 유럽연합 법률은 ‘동일 업무, 동일 리스크 및 동일 규제’ 원칙에 기반해야 하며 기술 중립적이어야 한다. 따라서 Directive 2014/65/EU [MiFIDII(금융상품시장지침): 저자주] 제4조 제1항 제15호의 정의에 따라 ‘금융투자상품’에 해당하는 암호자산 또는 Directive 2014/49/EU [DGS(예금보증제도): 저자주] 제2조 제1항 제3호의 정의에 따라 ‘예금’에 해당하는 암호자산은 발행 또는 이전에 사용되는 기술에 관계없이 Directive 2014/65/EU[MiFIDII] 및 Directive 2014/49/EU[DGS] 등 기존의 일반적인 유럽연합 법률에 따른 규제를 계속 적용받아야 한다. 또한 금융투자상품과 동일하거나 매우 유사한 특징을 가진 암호자산이 이익, 지배권 또는 미래 현금흐름에 대한 청구권을 제공하는 경우 금융투자상품과 동일하게 취급되어야 한다. 이러한 암호자산들은 이 법이 아닌 유럽연합 금융서비스법의 적용을 받아야 한다.”(MiCA 전문 9).

27) 단, CBDC는 제외된다. MiCA 전문 13 참조.

28) “또한 동 체계는 금융안정을 보장해야 하며 통화, 특정 자산 또는 자산 바스켓에 준거하여 가격 안정을 도모하는 암호자산이 야기할 수 있는 통화정책 관련 리스크에 대응할 수 있어야 한다. ... 적절한 규제는 국제 금융 및 기술 시장에서 회원국의 경쟁력을 유지시키고, 더 저렴하고 빠르며 안전한 금융서비스 및 자산관리 접근의 측면에서 고객에게 상당한 이점을 제공한다.”(MiCA 전문 6).

MiCA는 기존 법률의 개념에 의해 포섭될 수 없는 가상자산 중 스테이블코인을 자산준거토큰(Asset-referenced token, ART)과 전자화폐토큰(E-money token, EMT)으로 구분하여 규제한다. 또한, 유틸리티토큰 등 이외의 가상자산들은 ‘자산준거토큰 및 전자화폐토큰 이외의 암호자산’(이하 ‘기타 토큰’)으로 구분하여 포괄적으로 규율된다. 이렇듯 MiCA의 규제대상은 비교적 선명하다. 즉, 1) 책임질 수 있는 주체가 존재하고 2) 기존의 법리로 포섭할 수 없는 비전형적 가상자산을 중심으로 한다.<sup>30)</sup> 따라서 책임질 수 있는 주체로서 발행자를 규제하고, 비트코인 등 발행자가 불명확한 경우는 거래사업자를 규제한다. 이에 대한 구체적인 규제 조항을 살펴보기 앞서, MiCA가 규제의 초점을 두고 있는 스테이블 코인의 개념에 대해 살펴본다.

### 3. 스테이블 코인의 개념과 분류

유럽중앙은행(ECB)은 결제성 토큰 중 스테이블코인에 대해 ‘가치의 디지털 단위로, 특정 통화 내지는 통화 바스켓의 형태를 취하지 않으며, 오히려 안정화의 톨의 편성에 의거해, 그러한 통화로 표시한 가격변동을 최소화하려고 하는 것’이라고 정의한다.<sup>31)</sup> 즉, 스테이블 코인이란 법화나 실물자산 또는 가상자산을 기초로 하거나 그러한 기초자산 없이 그 가치를 안정시키는 메커니즘을 가진 가상자산이다.<sup>32)</sup>

유럽중앙은행은 이러한 스테이블코인을 1) 토큰화된 자금(tokenised funds), 2) 오프체인 담보형(off-chain collateralised), 3) 온체인 담보형(on-chain collateralised), 4) 알고리즘 스테이블 코인(algorithmic stablecoins)의 네 가지로 구분한다.<sup>33)</sup> 이러한 구분은 스테이블 코인을 뒷받침하는 것이 무엇인지와, 스테이블코인 보유자가 발행자나 준비자산에 대해 법정채권을 가지는지 여부, 스테이블 코인의 관리와 운영이 탈중앙화 되었는지의 세 가지 기준에 의해서 구분된다.

29) 천창민, “글로벌 스테이블코인 규제 흐름과 감독기구의 역할에 대한 연구 -유럽 암호자산시장규정(MiCAR)안을 중심으로-”, 금융법연구 제18권 제3호, 한국금융법학회, 2021, 97쪽.

30) Pierre Ostercamp, “Stablecoin Regulation: EU, UK, and US Perspectives”, Available at SSRN 4038843, Elsevier, 2022, p. 16.

31) Dirk Bullmann/Jonas Klemm/Andrea Pinna, “In search for stability in crypto-assets: are stablecoins the solution?” Occasional Paper Series No. 230, ECB, 2019, pp. 52-53.

32) 천창민, 앞의 논문, 52쪽.

33) Pierre Ostercamp, *op. cit.*, pp. 4-5.

〈표 III-1〉 스테이블코인의 특성에 따른 분류<sup>34)</sup>

| 구분       | 준거자산                           | 법정채권 | 운영방식 | 상환가액              |
|----------|--------------------------------|------|------|-------------------|
| 토큰화 자금형  | 자금, 저위험 유동성 자산                 | O    | 중앙화  | 기초자산의 시장가 토큰의 액면가 |
| 오프체인 담보형 | 중개기관 통해 보유하는 증권, 상품, 부동산, 가상자산 | O    | 중앙화  | 기초자산의 시장가         |
| 온체인 담보형  | 분산원장상 직접 보유 가상자산               | X    | 탈중앙화 | 기초자산의 시장가         |
| 알고리즘형    | 기초자산 없음                        | X    | 탈중앙화 | 상환불가              |

아래에서 구체적 정의와 함께 살펴보겠지만, MiCA의 ‘자산준거토큰’은 오프체인 담보형(offchain collateralised)에 대응한다. MiCA의 ‘전자화폐토큰’은 토큰화 자금형(tokenised funds)에 대응한다. MiCA는 스테이블 코인 중 자산준거토큰과 전자화폐토큰의 두 가지만 규정하고 있고 온체인 담보형과 알고리즘형은 규정하지 않고 있다. 준거자산이 없는 알고리즘형 내지 무자산기반 스테이블 코인은 기타 토큰으로 취급될 가능성도 있지만,<sup>35)</sup> MiCA 규제의 대상이 토큰 발행자 등 사람이기 때문에<sup>36)</sup> 운영주체가 부존재하는 탈중앙화된 온체인 담보형이나 알고리즘 스테이블코인은 MiCA의 규제대상이 아니므로 금지될 가능성도 있다.<sup>37)</sup>

## 4. MiCA 규제의 개괄

### 4.1 가상자산에 대한 정의

MiCA 제3조 제1항은 규제대상을 정의한다. MiCA는 ‘암호자산’에 대한 규제이며, 이때 ‘암호자산’은 “분산원장기술 및 이와 유사한 기술을 사용하여 전자적으로 이전 및 저장될 수 있는 가치 또는 권리의 디지털표시를 말한다”고 정의된다(제5호).

앞서 살펴보았듯이 MiCA는 다시 규제대상으로서의 가상자산을 세 가지로 분류하고 있다. ‘자산준거토큰’, ‘전자화폐토큰’, 그리고 ‘기타 토큰’이다. ‘자산준거토큰’은

34) 천창민, 앞의 논문, 55쪽의 <표 2>를 재편집.

35) 천창민, 위의 논문, 52쪽.

36) “이 법은 유럽연합 내에서 거래 목적으로 암호자산을 발행하거나 공개하는 데 관여된 자 또는 암호자산 거래와 관련된 서비스를 제공하는 자에게 적용된다.”(MiCA 제2조 제1항).

37) Pierre Ostercamp, *op. cit.*, p. 16.

“특정 국가의 하나 또는 복수의 공식 통화를 포함하여 여타 가치 및 권리 또는 이들을 조합한 가치 및 권리에 준거함으로써 그 가치의 안정을 도모하는 암호자산 유형으로서 전자화폐토큰이 아닌 것을 말한다”고 정의된다(제6호). 즉, 스테이블코인 중 오프체인 담보형이다. 또한, ‘전자화폐토큰’은 “토큰의 가치를 법화인 명목화폐의 가치와 동일하게 유지시켜주는 포트폴리오를 관리함으로써 그 가치의 안정을 도모하는 암호자산 유형으로서 주 목적이 지급수단인 것을 말한다”(제7호). 즉, 스테이블코인 중 토큰화 자금형이다.

이 둘을 제외한 것들은 ‘자산준거토큰 및 전자화폐토큰 이외의 가상자산’이라고 포괄하여 규정된다(‘기타 토큰’). 기타 토큰 중 중요한 규제 대상은 ‘유틸리티토큰’으로서 “오직 발행자에게만 수용될 수 있으며 외부의 상품 및 서비스에 대한 지급 또는 교환을 위해 사용되지 않고 분산원장에서 이용 가능한 상품 및 서비스에 대한 디지털 접근을 제공하기 위한 목적으로 사용되는 대체가능 암호자산의 유형을 말한다”고 정의된다(제9호).

## 4.2 가상자산에 대한 공통규제

MiCA는 규제대상인 ‘자산준거토큰’(오프체인 담보형)과 ‘전자화폐토큰’(토큰화 자금형), 그리고 유틸리티토큰을 포함하는 ‘기타 토큰’에 대해 모두 기존 금융·증권 규제와 유사한 규제를 공통적으로 적용하고 있다. MiCA는 백서발행의무와 내부정보 공시 의무(제88조)를 토큰 발행자(issuers)와 공개자(offerors)에게 부여하고 있고, 이외에도 내부자거래 금지(제89조), 내부정보 불법적 공개 금지(제90조), 시장조작 금지(제91조) 등의 불공정 거래행위 방지 규정을 마련하고 있다. 그러나 이러한 세 가지 유형의 가상자산은 각각 서로 다른 고유한 특성을 가지므로 이에 따른 부가적인 규제가 별도로 필요하다. 따라서 MiCA는 백서발행의무와 가상자산 운영에 있어 각 유형별로 추가적인 의무를 부여하고 있다. 이하 4.3~4.4에서는 각 가상자산의 유형별 특성에 따른 부가적 규정을 살펴본다.

## 4.3 기타 토큰 발행에 대한 규제

기타 토큰의 발행에 공시되어야 하는 사안은 다음과 같다(제6조): (a) 공개자 혹은

거래 허가 희망자, (b) 발행자(공개자 혹은 거래 허가 희망자와 다를 경우), (c) 거래 플랫폼 운영자(거래 플랫폼이 백서 작성 시), (d) 가상자산 프로젝트에 대한 정보, (e) 가상자산 공개 혹은 거래 허가에 대한 정보, (f) 가상자산에 대한 정보, (g) 가상자산에 첨부된 권리와 의무, (h) 기초 기술, (i) 위험성에 대한 정보. 이 사항은 법안 부속서I에 구체화되어 있는데, 특히 제6조 (a)와 관련하여 공개자 혹은 거래 허가 희망자의 3년간의 재무실적을 기술하도록 되어있다(파트A).

이는 기존의 증권규제인 MiFIDII의 투자설명서 공시 항목에 더하여 가상자산의 기술적 사항에 관한 내용이 추가된 형태라고 할 수 있다. 이러한 체계는 동일행위, 동일한 위험에 대해 동일한 규제를 적용한다는 원칙에 입각해 증권규제를 가상자산 전반에 확대 적용하는 것으로 평가된다.

#### 4.4 스테이블 코인 특유의 규제

##### 4.4.1 자산준거토큰

자산준거토큰의 경우 제19조에 따라 (a) 발행인, (b) 자산준거토큰에 대한 정보, (c) 자산준거토큰 공개 혹은 거래 허가에 대한 정보, (d) 자산준거토큰에 첨부된 권리와 의무, (e) 기초기술에 대한 정보, (f) 위험성, (g) 준비자산에 대한 정보가 백서에 포함되어 있어야 한다. 세부사항은 부속서II에서 규정하고 있는데, 토큰 발행자의 지배구조와 3년간의 재무실적을 기술하도록 되어있다는 점(파트A)에서는 기타 토큰과 동일하나, 자산준거토큰만의 특유한 사항으로 (d)에 관하여 자산준거토큰의 상환권 및 준비자산에 대한 집행가능성에 대한 정보(파트D), (g)와 관련하여 준비자산의 구성과 투자 및 보관에 대한 정보(파트G)가 포함되어야 한다고 규정하고 있다.

또한, 준비자산 및 상환권 등 중요사항 변경 시의 백서 수정 의무(제25조), 정직·공정 의무(제27조), 암호자산백서와 판매커뮤니케이션 공개의무(제28조 내지 제30조), 투자자 및 소비자 불만처리절차관련 의무(제31조), 이해상충(제32조), 경영진변경통지(제33조) 및 지배구조 체계(제34조)와 관련된 의무, 자기자본 요건(제35조), 정리계획마련의무(제46조)를 규정하고 있는데, 이는 기존의 금융규제의 확장이라고 볼 수 있다.

여기에 더해, MiCA는 자산준거토큰에 대해 준비자산에 대한 엄격한 규제를 도입했는데, 이는 자산준거토큰의 내재적 특성을 반영한 규제이다.<sup>38)</sup> 구체적으로 준비자

38) 천창민, 앞의 논문, 78쪽.

산 규제는 준비자산 보유의무 및 준비자산의 구성 및 관리의무(제36조), 준비자산 보관의무(제37조), 준비자산 투자규제(제38조), 자산준거토큰 보유자의 상환권(제39조), 이자 및 편익 제공 금지 규제(제40조), 준거자산 상환계획(제47조)이 있다. 이는 자산준거토큰이 여타 금융상품과는 달리 토큰의 가치를 안정화시키는 것이 목적이므로 그 기반이 되는 준거자산의 구성·보관·투자에 대해서 특별히 규정한 것이다. 또한, 이번에 통과된 수정안은 기존안과는 다르게 자산준거토큰에 대해서도 상환권의 금지나 제한을 부정하며 상환권이라는 특수한 법적 권리를 강행규정으로 규정하였고, 증권이나 예금 등으로 포섭되지 않는다는 측면에서 이자의 금지를 규정한 것으로 볼 수 있다.

#### 4.4.2 전자화폐토큰

하나의 법정화폐에만 기초하는 전자화폐토큰은 분산원장기술 등을 사용하였다 뿐이지 그 실질은 전자화폐와 동일하다는 점에서, MiCA는 기본적으로 EU의 전자화폐 지침(Directive 2009/110/EC)의 핵심적 내용을 적용하고 암호자산으로서의 전자화폐토큰이 가진 특성을 감안한 특칙을 규정한다.<sup>39)</sup>

즉, MiCA상 전자화폐토큰 발행인은 전자화폐지침에 따른 신용기관 또는 전자화폐기관으로 인가를 받은 자에 한정되고(제48조 제1항), 전자화폐토큰은 전자화폐로 간주된다(동조 제2항). MiCA 제49조는 전자화폐지침 제11조의 특칙으로 규정되나, 전자화폐토큰 보유자의 상환권(제2항)은 전자화폐지침 제11조 제2항, 자금 수취와 발행에 대한 규정(제3항)은 전자화폐지침 제11조 제1항, 상환 수수료 규정(제5항, 제6항)은 전자화폐지침 제11조 제3항에 유사하게 대응한다. 또한, 이자를 금지하는 제50조는 전자화폐지침 제12조에 대응한다.

그러나 일차적으로 전자화폐지침은 발행자와 보유자의 관계가 상호간의 ‘계약’ 내용에 근거하나 전자화폐토큰은 발행된 ‘백서’에 근거한다는 점에서 근본적인 차이를 보인다. 즉, MiCA의 전자화폐토큰에 대한 규정은 전자화폐토큰이 전자화폐와 같은 맥락의 자산이지만 가상자산의 특성상 대중에 발행되고 증권과 유사하게 사용자 간 거래가 이루어질 수 있다는 점을 반영한 특칙이라고 할 수 있다.

여기에 더해 전자화폐토큰은 백서에 추가적으로 (a) 발행자, (b) 전자화폐토큰에 대한 정보, (c) 전자화폐토큰 공개 혹은 거래 허가에 대한 정보, (d) 전자화폐토큰에

39) 천창민, 위의 논문, 91쪽.

첨부된 권리와 의무, (e) 기초 기술, (f) 위험성에 대한 정보를 기재하여야 한다(제51조 제1항). 이를 구체화하는 부속서Ⅲ은 (a)에 관해 발행자의 지난 3년간의 재무실적을 기재하도록 하였고(파트A), (d)와 관련해 액면가 상환권 등 전자화폐토큰에 부착된 권리와 의무 및 행사요건에 대한 설명(파트D)을 포함하도록 했다.

## IV. MiCA 입법의 함의 분석과 가상자산기본법

### 1. 개요

앞서 살펴봤듯이 기본적으로 MiCA는 ‘동일업무, 동일리스크 및 동일규제’를 원칙으로 하여 기존 금융규제를 가상자산 전반에 확대적용하려는 시도라는 특징이 있다. EU의 MiCA는 기본적으로 가상자산이라는 신기술 활용에 대한 입법이며, 동시에 기존 금융규제의 적용을 받지는 않지만 금융시장 안정에 영향을 끼치고 투자자 보호가 필요하다는 점에서, 금융규제에 준하는 규제를 받아야하는 가상자산 유형에 대한 입법이라는 측면에서 규제대상을 포괄한다.<sup>40)</sup>

더 나아가, 본고는 이번 장에서 MiCA의 주요 규제대상인 자산준거토큰, 전자화폐토큰, 유틸리티토큰의 규제와 입법방식은 ‘동일업무, 동일리스크 및 동일규제’원칙을 세 가지 방식으로 구체적 실현화한 것이라는 분석을 제안하고자 한다. 그리고 이를 통해 우리나라의 가상자산기본법의 입법원칙을 제안하고자 한다.

### 2. 자산준거토큰: 새로운 금융상품 유사의 법적 실체

자산준거토큰(오프체인 담보형)은 기존의 금융 관계 법률이나 금융상품 개념으로는 설명할 수 없는 ‘금융상품 유사의 법적 실체’에 대한 새로운 개념 정의라는 측면이 강하다.<sup>41)</sup> 즉, 새로운 기술의 등장에 따라 기존의 금융 관계 법률로는 포섭할 수

40) “암호자산은 금융분야에서 분산원장기술을 적용한 주요 사례 중 하나이다.”(전문 2), “또한, 동 체계는 금융안정을 보장해야 하며 통화, 특정 자산 또는 자산 바스켓에 준거하여 가격 안정을 도모하는 암호자산이 야기할 수 있는 통화정책 관련 리스크에 대응할 수 있어야 한다. ... 적절한 규제는 국제 금융 및 기술 시장에서 회원국의 경쟁력을 유지시키고, 더 저렴하고 빠르며 안전한 금융서비스 및 자산관리 접근의 측면에서 고객에게 상당한 이점을 제공한다.”(전문 6).

없는 금융상품과 유사한 성격의 무언가가 등장하였고, 이를 새로이 정의함으로써 ‘동일업무, 동일리스크 및 동일규제’ 원칙에 따라 기존의 금융 규제를 확장적용 하여 시장의 안정과 투자자 보호를 도모하려는 시도가 자산준거토큰에 대한 MiCA의 규제라는 것이다.

MiCA의 자산준거토큰은 오프체인 담보형 스테이블 코인에 대응하는 개념으로서, 자산을 신용기관인 수탁자에게 이전하고 발행자는 수요자로부터 금전 등 수취의 대가로 상대방에게 스테이블 코인을 발행하는 형태이다. 자산을 유동화시키는 형태로서 자산유동화증권 혹은 신탁수익증권과 일면 유사해보이나 이들은 특정 자산으로부터 발생하는 현금 흐름을 기반으로 하여 발행되며 수익권이 보장되는 증권이라는 점에서 자산준거토큰과 본질적인 차이가 있다.

우선, 자산준거토큰(오프체인 담보형)은 스테이블 코인으로서 그 개념상 가격의 안정성 확보를 표방하고 있으므로 보유자 관점에서 투자이익의 추구와는 거리가 있다는 점에서 증권으로 보기 어렵다.<sup>42)</sup>

또한, 자산유동화란 “당해 유동화자산의 관리·운용·처분에 의한 수익이나 차입금 등으로 유동화증권의 원리금 또는 배당금을 지급하는 일련의 행위”이고(자산유동화에 관한 법률 제2조 제1호 가목 내지 라목), 신탁수익증권 역시 증권보유자가 신탁자산의 관리, 운용, 처분에 대한 수익권을 가진다(자본시장법 제4조 제5항, 제110조, 제189조). 즉, 수익권은 자산유동화 증권과 신탁수익증권의 필수적인 요소이다.

반면에 자산준거토큰은 이러한 수익권이 없고 단지 그 가치가 기초자산의 가치에 연동될 뿐이다. 스테이블 코인을 발급받은 다음 그것을 예치함으로써 이자를 지급받는 스테이킹 옵션도 있으나, 이는 토큰 자체와는 별개의 계약이고 이자의 지급이나 보유자의 수익권이 오프체인 담보형 스테이블 코인의 본질적인 요소는 아니라는 점에서 자산준거토큰(오프체인 담보형)은 자산유동화 증권 및 신탁수익증권과 개념상 차이를 보인다.

만약 기초자산의 운용에 따른 수익을 배분받을 권리를 토큰 보유자에게 인정한다면, 이것은 증권으로서 EU에서는 MiFIDII, 한국에서는 자본시장법에 의해 규율될 것이다.

41) 실제로 MiCA 전문 26은 “기존 재화와 서비스에 대한 접근을 보장하는 데 사용되는 토큰, 고객이 해당 재화나 서비스를 수집할 수 있게끔 해주는 토큰, 암호화 자산 보유자가 공개자와 계약을 맺은 제한된 가맹점 네트워크에서 상품 및 서비스와 교환할 수 있는 경우 이 법의 적용을 받지 않아야 한다”고 명시한바, 투자 등 금융적 성격을 가져야 MiCA의 규제대상이 됨을 알 수 있다.

42) 박영운, 앞의 논문, 124쪽.

실제로 MiCA는 “자산준거토큰발행인은 자산준거토큰보유자가 자산준거토큰을 보유하는 기간 동안 이자나 그밖의 편익을 제공하는 것을 금지”하고 있다(제40조)는 점에서 통상 금융상품으로 포섭될 수 없는 자산준거토큰의 특성을 포착하고 있다고 봐야한다. 이렇듯 오프체인 담보형은 금본위제 시대의 태환제도에 가까운 구조이다.<sup>43)</sup>

뿐만 아니라, 자산준거토큰(오프체인 담보형)은 기초자산의 가치에 연동되나, 개별 토큰 보유자가 해당 자산에 대한 직접적인 소유권 혹은 그 유사 권리나 사용수익권을 가지지 않는다는 점에서 공동소유로 보기도 어렵다. 오프체인 담보형 토큰의 보유자는 약정이 있을시 단지 발행인에 대한 현금 상환청구권을 가지고 또한 해당 발행인의 부도 시에 기초자산 매각을 통한 상환청구권을 가질 뿐이다.

이렇듯 오프체인 담보형 스테이블 코인은 기존의 금융규제체계로는 포용할 수 없는 특징을 가지고 있으므로 별도의 규제를 입법할 필요가 있는 것이다.

### 3. 전자화폐토큰: 기존 개념의 기술적 확장 및 제한

앞서 살펴봤듯이, MiCA는 EU의 전자화폐지침(Directive 2009/110/EC)의 핵심적 내용을 전자화폐토큰에 적용하고 암호자산으로서의 전자화폐토큰이 가진 특성을 감안한 특칙을 규정한다. 이는 EU의 다른 금융규제로 포섭될 수 있다면 MiCA로 규율하지 않는다는 원칙의 중요한 예외이다.<sup>44)</sup> MiCA의 관련 규정은 전자화폐의 하나의 실현 방식(vehicle)으로서 암호자산의 형식을 인정해주는 것임과 동시에, 현재 난립하고 있는 토큰화된 자금(전자화폐토큰)은 투자자 보호와 금융안정에 악영향을 미치므로 전자화폐와 유사한 성격의 암호자산인 토큰화된 자금의 양태를 기존 전자화폐의 범위로 제한하겠다는 것에 그 목표가 있다.

이러한 의도는 MiCA 전문 19에서 명시적으로 드러난다. “Directive 2009/110/EC [저자주: EU전자화폐지침]에 따른 전자화폐의 보유자는 전자화폐기관에 대한 청구권을 항상 가지며, 언제든지 등가로 법화인 명목화폐로의 상환을 청구할 수 있는 계약적 권리를 갖”는다. 이와 달리, 현재 유통되는 “하나의 법화인 명목화폐에 준거하는 암호자산 중 일부[저자주: 스테이블코인 중 토큰화 자금형]”는 전자화폐와 사실상 동일한

43) 김중호, “스테이블 코인의 활용이 통화와 금융질서에 미치는 영향과 법적 과제”, 지급결제학회지 제13권 제2호, 한국지급결제학회, 2021, 136쪽.

44) Tomasz Tomczak, “Crypto-assets and crypto-assets’ subcategories under MiCA Regulation”, *Capital Markets Law Journal* Vol. 17 Iss. 3, Oxford University Press, 2022, p. 376.

기능을 하면서도 “보유자에게 발행자에 대한 청구권을 제공하지 않으며 Directive 2009/110/EC의 적용을 받지 않을 수 있고” “화폐에 대한 등가의 청구권을 제공하지 않거나 상환기간을 제한하기도 한다”는 점에서 그러하다. 그런데 “암호자산 보유자가 발행자에 대한 청구권을 갖지 않거나 동 청구권이 해당 암호자산이 준거하는 화폐와 등가가 아니라는 점은 해당 암호자산 이용자의 신뢰를 저해할 수 있”으므로 MiCA라는 별도의 규제를 입법하여 “전자화폐토큰 발행자는 토큰의 이용자에게 언제든지 그 토큰이 준거하는 등가의 화폐로 토큰의 상환을 청구할 수 있는 권리를 부여”해야 하고, 또한 “전자화폐토큰은 암호자산이기도 함에 따라 암호자산 특유의 소비자 보호 및 시장무결성 관련 문제를 야기할 수 있으므로 이러한 문제의 해결과 관련하여 이 법의 적용을 받아야 한다”고 논의를 전개하고 있다(이상 전문 19).

즉, 단일통화를 준거자산으로 한 스테이블코인의 경우에는 그 본질이 기존 전자화폐법에 의해 규율되던 전자화폐와 동일해야 할 것이나, 현재 실무상 발행되는 스테이블 코인의 경우 전자화폐와는 달리 토큰 보유자의 현금 상환청구권을 제한하거나 인정하지 않는 경우도 있으므로, 이를 법적으로 금지하기 위하여 MiCA에 전자화폐토큰 개념을 입법하여 이를 별도로 규제한다는 것이다. 즉, 이는 “Directive 2009/110/EC의 규정을 우회하지 못하도록”하는 것이고, “규제차익을 막기 위해 전자화폐토큰 발행에 관하여 엄격한 요건을 설정해야” 한다는 것이다(MiCA 전문 19).

즉, 같은 스테이블 코인에 대한 규제이기 때문에 유사해 보이지만, 그 실질에 있어 자산준거토큰의 경우 새로운 금융상품 유사 실체를 정의하는 성격이 강한 반면, 전자화폐토큰은 이미 유사한 법적 개념(전자화폐)이 있는 상태에서 새로운 기술적 실현방식을 허용해주면서 동시에 규제차익을 방지하고 투자자를 보호하기 위해 가상자산의 합법적 존재 양상을 법으로 제한하는 성격이 강하다는 것이다.

#### 4. 유틸리티 토큰: 다른 도구로 하는 같은 행위에 대한 규제

유틸리티토큰은 재화 또는 서비스에 대한 디지털 접근수단 제공을 목적으로 하며 해당 토큰의 발행자에 의해서만 수용되는 암호자산이다. 즉, 특정 플랫폼 내에서 사용되는 단위라는 점에서 과거 ‘싸이월드’의 ‘도토리’와 비슷하나, 외부의 시장에서 거래가 가능한 경우가 많고 그것이 투자금 모집 목적의 ICO의 객체로 사용되는 경우가 많다는 점에서 차이를 보인다. 앞서 살펴봤듯이, 미국의 경우 Howey Test에 의거

증권성 개념이 넓고 매매차익에 대한 기대 역시 투자에 따른 이익의 기대로 볼 수 있어 비록 유틸리티 토큰일지라도 증권성 요건을 충족한다면 증권으로 분류할 수 있다. 그러나 EU와 한국의 경우 증권의 범위가 좁아 ‘사업의 손익 귀속에 대한 계약상의 권리’가 존재하지 않는 유틸리티토큰에 대해서는 증권으로 포섭할 수가 없다.

미국에서는 증권규제를 준수하는 방식으로 유틸리티 토큰의 ICO를 실행하고, 이를 통해 투자자금을 모아서 사업을 수행하는 등 새로운 기술로 산업과 금융의 활성화를 이끌어내고 있다. 반면 기존 EU의 법률로는 이것을 명확하게 허용할 수 없었고 동시에 혁신을 해치지 않는 범위 내에서 시장 안정과 투자자 보호를 위한 규제를 할 수 없었다. 따라서 EU는 MiCA에서 새로운 법적 대상으로서 유틸리티토큰 개념을 정의하고 사업주체, 백서 발행, 불공정거래행위 방지 등의 규제를 마련하여 ICO를 가능하게끔, 그리고 시장을 안정시키고 투자자를 보호할 수 있게끔 한 것이다.

즉, 유틸리티토큰은 EU의 체계에서는 증권으로 보기 어려웠으나, 타국에서는 (EU의 입장에서) 증권이 아닌 토큰으로 증권 발행과 유사한 행위(ICO)를 하고 있고 이것이 산업과 기술의 활성화에 기여할 가능성이 있으므로, EU는 증권이 아닌 유틸리티 코인으로 증권 발행과 유사한 모집행위를 할 수 있게 허용한 것이다. 즉, MiCA는 다른 도구로 같은 행위를 할 수 있게 해주기 위한 규제로서 유틸리티 토큰을 포함한 가상자산 일반의 공시 관련 조항을 마련하고 있는 것이다.

유틸리티 토큰은 준거자산토큰과는 다르게 새로운 형태의 금융상품 유사 개념도 아니고, 전자화폐토큰과 같이 기존의 법적 개념이 기술적으로 확장된 것을 합리적인 범위로 제한하는 것도 아니다. 다만, 증권과 법적으로 다른 도구(존재자)인 유틸리티 토큰으로 IPO와 유사한 행위인 ICO를 수행한다는 그 행위의 동일성에 기반한 입법이라고 볼 수 있을 것이다.

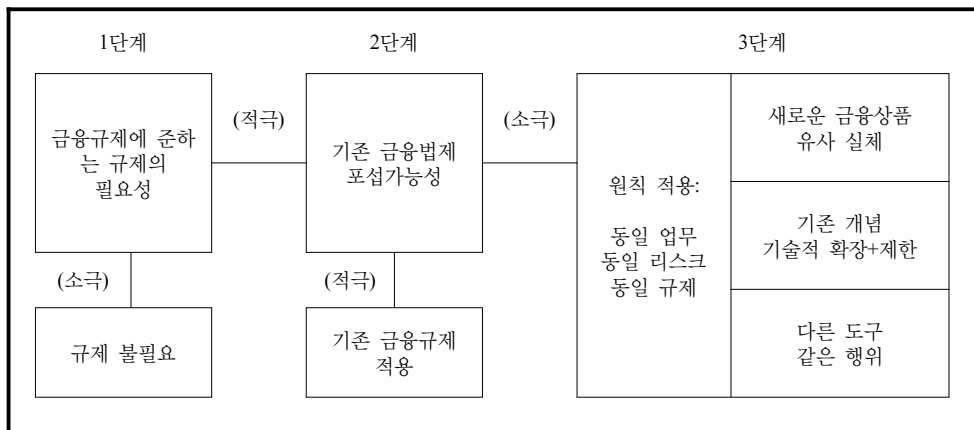
## 5. 가상자산기본법 입법의 방향

MiCA는 ‘동일 업무, 동일 리스크 및 동일규제’를 원칙으로 하여 MiCA를 입법하였다. 이에 더해, 본고는 이번 장에서 자산준거토큰, 전자화폐토큰, 그리고 유틸리티토큰 등에 대한 MiCA의 규제에서 이러한 원칙이 각각 1) 새로운 금융상품 유사의 법적 실체 규정 2) 기존 개념의 기술적 확장 및 제한 3) 다른 도구로 하는 같은 행위에 대한 규제라는 세 가지 세부원칙으로 구체화되었다는 분석을 제안하였다.

어떠한 새로운 기술이 등장하였을 때, 그것은 기존에 있던 물건을 더 간편하고 더 효율적으로 만들어내는 도구로 사용될 수도 있다. 그러나 그 기술의 사용방식이 위험해서 적절한 제한이 필요할 수도 있다. 또한, 새로운 기술이 기존에 없던 새로운 물건을 만들어낼 수도 있다. 아니면 신기술에 의해 탄생한 새로운 종류의 물건이 기존에 존재하던 물건과 동일한 기능을 가지고 있을 수도 있다. 이러한 측면에서 이번 MiCA의 입법에서 구체화된 세부원칙은 우리나라가 향후 가상자산기본법의 입법이 이루어질 때 기준으로 삼을만한 가치가 있다고 판단된다.

이를 바탕으로 본고가 제안하는 가상자산기본법 입법을 위한 입법판단 구조는 아래의 <표 IV-1>과 같다. ‘동일 업무, 동일 리스크, 동일 규제’ 원칙 적용에 앞서, 먼저 어떠한 가상자산이 금융안정과 투자자에게 영향을 미치기 때문에 그것이 금융규제에 준하는 규제를 받을 필요성이 있는지 판단하여 한다(1단계). 만약 필요성이 인정된다면 기존의 금융 관계 법률로 포섭될 수 있는지를 검토하고(2단계), 이에 포섭 불가한 경우 해당 가상자산의 성질과 양태에 맞춰 세 가지 세부원칙을 적용하여 구체적 규제 방안을 이끌어내야 한다(3단계).

<표 IV-1> 본고 제안 ‘동일업무, 동일리스크 및 동일규제’ 입법 판단 순서



입법 판단 순서 1단계와 관련해서 한국의 가상자산기본법은 자본시장법, 은행법, 전자금융거래법, 예금자보호법 등 기존의 금융 관련 법률에 존재하는 개념으로 포섭될 수 없으나 금융상품 유사의 성격을 지닌 가상자산에 대한 규율을 중심으로 입법되어야 할 것이다. 오프체인 담보형(MiCA상의 자산준거토큰)이 대표적인 것이다. 또한,

분산원장기술을 활용하여 향후 등장할 수 있는 다양한 금융상품 유사의 가상자산들에 대해서도 규제당국이 규율할 수 있도록 포괄적인 규제조항을 마련할 필요가 있다.

2단계 요소와 관련해서 전자화폐토큰 뿐만 아니라, 기존 개념에 포섭될 여지가 있으나 시장에서 그 형태가 지나치게 불규칙하거나 세부사항에서 차이를 보이는 것들에 대해, 기존 개념을 기술적으로 확장하고 시장 안정이나 투자자보호에 방해되는 부분을 제한하는 것을 입법 목표로 삼아야 한다. 즉, 우리나라도 토큰화된 자금(tokenised funds)을 규율할 때 EU와 마찬가지로 전자화폐에 대한 규정, 즉 전자금융거래법을 중심으로 하여 특칙을 마련하고 금융 안정에 방해되는 종류의 토큰은 제한해야 할 것이다.<sup>45)</sup>

3단계 요소와 관련하여 우리나라는 현재 ICO를 전면적으로 금지하고 있는데, 요건을 제대로 갖춘다면 유틸리티 토큰을 활용한 ICO를 허용시켜주는 국제적 경향을 봤을 때,<sup>46)</sup> 한국도 EU와 유사하게 증권에 준하는 공시 규제를 두는 입법을 통해 ICO를 허용해야 할 것으로 생각된다. 이외에도 기존 금융 관련 법률에 포섭되지 않는 가상자산이라는 유사한 다른 도구로 같은 행위를 하려고 할 때, 기존의 행위에 적용되던 규정을 신기술에 맞게 최적화하여 적용함으로써 허용해주는 방식을 취해야 할 것이다.

45) 단일법정 화폐에 준거한 토큰화된 자산은, “미국 달러나, 유로 등의 실물화폐를 담보로 발행되는 스테이블코인으로서 해당 실물 화폐를 입금하면 스테이블코인을 토큰 형태로 발행하여 입금자의 개인지갑에 송금해주고 입금자가 이를 반환하면 코인을 소각하고 법정 화폐를 돌려주는 방식으로 운영된다”(김준상, “스테이블코인의 분류와 위험 분석”, 한국컴퓨터정보학회논문지 제27권 제12호, 한국컴퓨터정보학회, 2022, 174쪽). 동시에 다른 투자자산들과는 다르게 일정한 가치의 유지를 목표로 한다. 손실가능성이 낮고 가치의 변동폭이 크지 않다는 점, 현금을 지급하고 증표를 받는다는 점, 일반적으로 상환청구권이 있다는 점, 증표의 가치 유지와 상환권이 발행자의 준비자산에 의해 보장되고 영향을 받는다는 점에서 이와 유사한 현행법상의 개념은 ‘예금’과 ‘전자화폐’이다. 그런 까닭에 미국은 토큰화된 자금을 예금(deposit)으로, EU는 전자화폐적 성격을 가진 것으로 규율한다. 그러나 이것이 지급 수단으로 사용될 수 있다는 점, 그리고 그것이 가격의 안정성 확보를 목표로 할뿐 이자 지급 등 수익권을 본질적 요소로 하지 않는다는 점(단기 구매 후 일정기간 의무 혹은 선택으로 예치 시 이자를 지급하는 별도의 계약으로 볼 수 있는 옵션이 보편적일 뿐이다)에서 이것은 예금으로 보기 어렵고 EU의 MiCA처럼 전자화폐적 성격을 가진 것으로 기본적으로 전자화폐에 대한 법률(전자금융거래법)을 적용하고 가상자산에 특유한 것을 가상자산기본법에 특칙으로 마련해야 한다.

46) 한국은행, EU 암호시장 법률안, 2022, 13-14쪽 EU 암호자산시장 법률안의 주요 내용 및 시사점.

## V. 세부원칙 적용의 예시: 비트코인

### 1. 개요

일반적으로 많은 선행 연구들이 비트코인을 스테이블 토큰과 함께 결제성 토큰으로 묶어서 본다. EU의 MiCA 체계 하에서 비트코인은 ‘자산준거토큰 및 전자화폐토큰 이외의 가상자산’으로 분류된다. 즉, 별도의 구체적 분류를 하지 않고 유틸리티토큰 등과 함께 기타 토큰으로 묶인다. 그러나 비트코인은 여타 토큰과는 개념 및 기능상 큰 차이를 보인다.

먼저 스테이블 토큰은 그 개념상 가상자산을 한 개의 법정화폐 혹은 복수의 법정화폐, 하나 또는 복수의 상품이나 가상자산에 그 가치를 고정시키는 것으로서 이를 통해 상대적으로 안정적 가치를 지닌 블록체인 지급·결제수단을 목표로 한다. 반면에 비트코인은 그 가치가 다른 현실 재화에 연동된 것이 아니고, 결제수단으로 사용되는 경우가 없는 것은 아니지만 오히려 최근은 금과 같이 투자의 대상으로서 별도의 가치를 가지는 자산의 성격을 지닌다. 따라서 비트코인을 스테이블 토큰과 함께 결제성 토큰으로 묶어 분류하는 경우, 상당한 불합리성이 수반된다.

또한, 유틸리티토큰은 플랫폼 사업주체가 발행하고 플랫폼 내에서의 서비스나 재화 구매를 위해 사용되는 것으로서, 탈중앙화되어 채굴로서 발행되는 비트코인과는 본질적으로 차이를 보인다.

이에 따라, 이하에서는 앞에서 살펴본 MiCA의 ‘동일 업무, 동일 리스크 및 동일 규제’원칙에서 추론된 세 가지 세부원칙을 적용하여 분류방법을 검토한다.

### 2. 구체적 판단: 상품 의제

#### 2.1 1단계: 금융규제에 준하는 규제의 필요성(적극)

우선, 비트코인은 시가총액이 수천억 달러에 달하며 미국 등에서는 이를 기초자산으로 하는 파생상품도 상장되어 있고 국내 투자자의 거래량도 상당한 바, 일종의 금융규제에 준하는 규제가 필요한 자산이므로 금융 안정과 투자자 보호를 위한 규제의 필요성이 인정될 수 있다.

## 2.2 2단계: 기존 금융법제도의 포섭가능성(소극)

다음으로, 비트코인이 기존 금융관련 법체계에 포섭될 수 있는 것인지 판단하여야 한다. 비트코인은 가격의 등락에 따른 손실가능성이 있으므로 예금이나 대출채권으로 보기는 어렵다. 한편, 금융투자상품에 포섭되기도 어렵다. 자본시장법 제3조는 ‘금융투자상품’을 “이익을 얻거나 손실을 회피할 목적으로 현재 또는 미래의 특정 시점에 금전, 그 밖의 재산적 가치가 있는 것을 지급하기로 약정함으로써 취득하는 권리”로서, 손실가능성이 있는 것이라고 규정하기 때문이다. 비트코인은 손실가능성은 있지만 ‘권리’로 볼 수 없다는 점에서, 자본시장법상 금융투자상품이라고 하기는 어렵다.

또한, 유동화자산에 기초하고 있지도 않으므로 자산유동화에 관한 법률상의 자산유동화 증권에 해당하지도 않는다. 전자화폐라고 볼 수도 없는데, 이는 비트코인이 지급결제 수단으로 사용이 불가한 것은 아니지만 그 가치의 변동이 클 뿐만 아니라 한국의 전자금융거래법 제16조는 제1항에서 발행자의 존재를 요구하고 제4항에서 보유자의 상환권을 인정하는바 비트코인은 이에 해당하지 않는다. 이렇듯 비트코인은 기존의 금융관련 법체계에 포섭되기 어렵다. 따라서, 가상자산기본법 등 새로운 규제체계의 필요성이 부각된다.

## 2.3 3단계: 규제의 형태

1) 먼저, 비트코인이 새로운 금융상품 유사의 실체인지 살펴볼 필요가 있다. 비트코인은 최초에는 탈중앙화된 암호화폐를 표방했으나, 현재는 결제목적으로 사용되기보다는 거래소에서 매매를 통한 시세차익 획득이라든지 혹은 자산배분 포트폴리오 등의 목적으로 거래가 이루어지는 것이 대부분이다. 자산준거토큰 금융상품에는 속하지 않지만 금융상품과 유사한 권리에 관한 것인 반면에, 비트코인은 그러한 특성을 가진다고 보기 어렵다. 이러한 측면에서 금융상품 유사의 실체라고 보기는 어렵다.

2) 또한, 비트코인은 기존에는 전산적 채굴을 통해서 생성되는 가상자산으로서 기존 금융 관련 법률상 금융상품 등의 개념을 기술적으로 확장한 것이 아니므로 ‘기존 개념의 기술적 확장 및 제한’에도 해당되지 않는다.

3) 그러나 변동폭이 있는 가치를 가지고 시세차익 획득이라든지 자산배분 포트폴

리오 등 투자 목적으로 활용된다는 점에서 금과 같은 기초 상품 내지 자산으로서 역할을 한다고 볼 수 있다. 또한, 미국에서는 비트코인의 가격변동 등을 기초자산으로 한 파생상품도 거래되고 있다. 즉, 금이나 농산물 등과 동일하지는 않지만 금융시장에서 금이나 농산물을 대상으로 하는 행위와 동일한 행위의 대상으로 기능한다는 것이다. 즉, ‘다른 도구로 하는 같은 행위’에 해당한다.

이에 따라, 증권이 아닌 유틸리티토큰을 공개하여 투자금을 모집할 수 있게 증권발행 유사절차를 입법한 것처럼, 본고는 비트코인도 금이나 농산물과 같은 거래의 대상 혹은 파생상품의 기초자산으로 기능할 수 있게 유사 기초자산으로 간주할 수 있게 하는 입법방향을 제안한다.

### 3. 비트코인 규제의 세부방안

문제는 단순히 비트코인을 기초자산으로 의제하는 조항에 그쳐서는 안 된다는 것이다. 즉, 비트코인 이후에 이와 유사한 다른 토큰이 등장할 수도 있으므로 가상자산 기본법은 이들 역시 포괄할 수 있어야 한다. 구체적인 입법조항을 구성하기 위해서 SEC가 이더리움의 증권성을 부정하면서 든 논거를 살펴볼 필요가 있다.

SEC는 2018년 SEC 기업재무국장 Hinman의 발언과 2019년 ‘디지털 자산에 대한 투자계약 분석틀’(Framework for ‘Investment Contract’ Analysis of Digital Assets, 이하 ‘SEC 가이드라인’)에서 가상자산의 증권성 판단 기준을 구체화했다.<sup>47)</sup> 이에 따르면, SEC는 가상자산의 증권성 판단에 있어서 기본적으로 *Howey Test*를 바탕으로 하나, 한걸음 더 나아가 탈중앙화된 경우라면, *Howey Test*를 충족하더라도 증권이 아니라고 판단한다.

즉, SEC는 이전에 증권으로 판매된 디지털자산이 이후에 시장에서 거래되는 경우, 이전과 마찬가지로 계속하여 증권에 해당하는지에 관하여 재평가하는 기준으로 a) 타인의 노력이 디지털자산의 투자가치에 있어서 계속적으로 중요한지, b) 디지털자산이 작동하는 네트워크의 작동에서 타인의 노력이 디지털자산의 투자가치에 더 이상 중요하지 않은지, c) 타인의 노력이 기업의 성공에 더 이상 영향을 미치지 않는지 여부를 추가적으로 검토해야 한다고 보고 있다.<sup>48)</sup> 이러한 관점에서 2018년 SEC는

47) SEC, Framework for ‘Investment Contract’ Analysis of Digital Asset, 2019.

48) 김병연/권오훈, 앞의 논문, 383쪽.

“중양화된 특정 주체에 의해 자산가치가 크게 영향을 받지 않는 이더리움 네트워크의 분산화된 구조를 볼 때, 이더리움을 증권으로 보기 어렵다”고 판단하며 이더리움의 증권성을 부정하였다.<sup>49)</sup> 비트코인에 대해서도 불분명하지만 관련 발언을 살펴볼 때 이와 유사한 관점을 가진 것으로 보인다.<sup>50)</sup>

비트코인이 여타의 가상자산과 선명하게 구별되는 점 및 다른 가상자산들에 비해 압도적인 시가총액을 가지는 이유는, 그것이 특정 발행자나 운영자에 의해 통제되는 것이 아니라 탈중앙화 되어 사업주체의 영향을 받지 않고 독자적인 가치를 지니는 자산이기 때문으로 보인다. 즉, 이러한 탈중앙화가 비트코인을 기초자산과 유사한 기능을 할 수 있게 만들어준다는 것이다.

따라서 우리나라의 가상자산기본법에서 기초자산으로 의제되는 가상자산은 “1) 다른 금융관계법령이 규정하는 개념에 포섭되지 않고 2) 다른 자산에 가치가 연동되는 것이 아니고(자산준거토큰 및 전자화폐토큰 등의 스테이블 코인이 아니고) 3) 특정 플랫폼 내에서만 서비스 이용 수단으로 사용되는 것이 아니며(유틸리티토큰이 아니고) 4) 탈중앙화가 이루어진 가상자산”의 요건을 가져야 하며 이러한 내용이 포함된 정의로 규정되어야 할 것으로 판단된다. 또한, 현재 자본시장법 제4조 제10항에서 기초자산이 될 수 있는 것을 열거하고 있는데, 제6호에 “가상자산기본법”에 의해 기초자산으로 의제되는 것”이라는 조항을 추가하여야 할 필요가 있다.

다만, 예측가능성을 보장하고 투자자를 적극적으로 보호하기 위해서는 어떠한 특정 토큰이 기초자산으로 의제되는지 현실적이고 구체적인 지정이 필요할 것이다. SEC가 지적했듯이, 토큰 발행 후 시간이 지남에 따라 탈중앙화를 이루는 경우도 있을 수 있으므로, 어떠한 가상자산이 기초자산으로 의제될 수 있을지 여부는 시장 상황에 따라서 다소 유동적으로 조정이 필요할 수 있으므로, 구체적 지정은 시행령이나 시행규칙 등으로 특정하는 구조의 입법이 합리적인 것으로 생각된다. 다만, 그 지정과 해제에 대해서는 사실상 상장이나 상장폐지와 같이 가상자산의 가치에 크게 변동성을 줄 수 있다는 점에서, 별도 위원회를 구성하고 엄격한 절차를 통해서만 해당 시행령이나 시행규칙을 변경할 수 있게 하는 등, 신뢰할 수 있고 예측가능한 절차적 규정을 도입할 필요가 있다.

49) SEC Speech, Digital Asset Transactions: When Howey Met Gary (Plastic), 2018.

50) Aaron Poynton, “U.S. Cryptocurrency Regulation: A Slowly Evolving State of Affairs”, *Available at SSRN 4204063*, Elsevier, 2022, p. 29.

그뿐만 아니라, 발행주체가 없는 가상자산이기 때문에 시장안정과 투자자보호를 위한 규제는 가상자산 거래소를 중심으로 입법되어야 할 것이다. 즉, 거래소 운영의 투명성과 시세조종 등 부당거래 금지에 초점을 맞춰 규제가 설계되어야 할 것이다.

## VI. 결론

가상자산 내지 암호자산은 이미 우리 사회 속에 깊숙하게 들어와 있고, 미국 연준의 금리인상으로 시장이 위축되기는 하였으나 여전히 시가 총액이 1조 달러를 넘는 등 시장의 규모도 상당히 크다. 또한, 한국의 가상자산 시장 역시 상당한 규모를 자랑한다. 동시에 루나·테라 사태를 비롯하여 가상자산 규제의 미비로 수많은 사람들이 피해를 입는 사건들도 빈번히 일어나고 있다. 이러한 상황에서 유럽은 MiCA가 최종 통과되었고, 미국도 입법을 준비하는 등 세계 주요국은 보다 완성된 규제체계 도입을 위해 노력하고 있다. 한국 역시 가상자산 시장을 이끌어가는 국가로서 금융시장의 안정과 투자자 보호를 도모하고 동시에 블록체인 기술 등의 발전을 저해하지 않으면서 새로운 기술이 더 많은 부가가치를 생산할 수 있게끔 합리적 규제 도입이 필요한 시점이다.

본고의 핵심적 주장을 요약하면 다음과 같다.

첫째, 가상자산의 규제와 관련하여, 미국과 같이 증권성 판단을 중심으로 한 SEC-CFTC 주도의 증권 혹은 상품으로 포섭하는 규제방식은, 한국의 현행법체계에 적합하다고 보기 어려운 면이 있다. 즉, 우리나라 법체계에서는 증권의 범위가 미국보다 좁으므로 EU와 같은 접근방안을 취하는 것이, 현실적 효율성 면에서 유리해 보인다. 즉, 1) 어떠한 가상자산이 금융과 관련되어 금융안정과 투자자 보호를 위해 규제가 필요하다고 판단되는 경우, 2) 그 가상자산의 실질이 기존의 금융규제의 적용대상이 될 수 있는 것은 기존의 금융규제를 적용하고, 3) 기존의 금융규제의 적용이 불가한 경우에만 MiCA와 같이 가상자산기본법에 규제 조항을 만들어야 한다는 것이다.

둘째, EU의 입법자들은 금융에 영향을 미칠 수 있는 가상자산이 동일한 업무를 수행하거나 동일한 리스크를 가지고 있다면 동일한 규제를 가한다는 원칙, 즉 ‘동일 업무, 동일 리스크 및 동일규제’원칙에 따라 MiCA를 입법하였다. 구체적으로 기존의 금융 관련 법률로 포섭하여 규제할 수 없는 가상자산들을 ‘자산준거토큰’과 ‘전자화폐토큰’,

그리고 ‘유틸리티토큰’을 포함하는 기타 토큰의 세 종류로 나뉘서 규율한다. 한편, MiCA의 입법자들이 구체적으로 명시하지는 않았지만 이러한 ‘동일 업무, 동일 리스크 및 동일규제’원칙은 이 세 종류의 규제에서 각각 세부원칙으로 구체화되었다는 분석을 제안하였다. ① ‘새로운 금융상품 유사’의 법적 실체 규정’이고, ② ‘기존 개념의 기술적 확장 및 제한’이며, ③ ‘다른 도구로 하는 같은 행위에 대한 규제’이다. 이러한 구체화된 세부원칙들은 우리의 ‘가상자산기본법’과 관련하여 시사하는 바가 적지 않다.

셋째, ‘동일 업무, 동일 리스크 및 동일규제’원칙을 구체화한 세부원칙을 활용한 예시로 비트코인에 대한 규제방안을 제안하였다. ① 먼저 1단계로 어떠한 가상자산이 금융시장과 투자자에게 영향을 미치는지 판단하여 그것이 금융규제에 준하는 규제가 필요한 가상자산인지 판단해야 한다. 그렇지 않다면 규제의 대상이 아니다. ② 그러나 규제의 필요성이 인정된다면 기존의 금융 관계 법률로 포섭될 수 있는지를 검토해야 한다. 만약 포섭이 가능하다면 기존의 금융 관계 법률로 규율하면 될 것이다. ③ 만약 포섭이 불가능한 경우 해당 가상자산의 성질과 양태에 맞춰, ‘동일 업무, 동일 리스크 및 동일규제’의 세 가지 세부원칙을 적용하여 적합한 규제방안을 도출해야 한다. 이러한 추론 방식을 적용하였을 때, 비트코인은 금융시장과 투자자에게 큰 영향을 미치므로 금융규제에 준하는 규제대상이고 동시에 기존 금융 관계 법률로 포섭할 수 없는 대상이다. 따라서 ‘동일 업무, 동일 리스크 및 동일규제’원칙을 적용해야하고, 이를 적용했을 때 새로운 금융상품 유사’의 실체도 아니고 기존 개념의 기술적 확장 및 제한도 아니지만, 시장에서 금과 같은 기초 자산과 유사한 역할을 하므로 ‘다른 도구로 하는 같은 행위에 대한 규제’가 필요한 대상임을 논증하였다.

넷째, 가상자산기본법에 비트코인 유사’의 대상을 기초자산으로 의제하기 위한 조항으로서 SEC의 비증권성을 위한 탈중앙화 요건을 도입하여 “1) 다른 금융관계법령이 규정하는 개념에 포섭되지 않고 2) 다른 자산에 가치가 연동되는 것이 아니고(자산 준거토큰 및 전자화폐토큰 등의 스테이블 코인이 아니고) 3) 특정 플랫폼 내에서만 서비스 이용 수단으로 사용되는 것이 아니며(유틸리티토큰이 아니고) 4) 탈중앙화가 이루어진 가상자산을 기초자산으로 의제한다”는 조항을 포함시킬 것을 제안하였다.

금융위원회 등 행정부와 국회가 가상자산법 1단계 입법을 완료하고 후속으로 2단계 입법을 추진하는 등 다양한 정책적 노력을 기울이고 있는바, 성공적으로 한국의 가상자산 관련 제도가 마련되기를 기대한다. 이러한 노력에 본고가 작은 기여라도 할 수 있기를 희망한다.

## 참고문헌

### 1. 학술지

- 김병연/권오훈, “가상자산의 법적 성질 -미국과 한국의 증권규제를 중심으로-”, *상사판례연구* 제34권 제3호, 한국상사판례학회, 2021, 361-422쪽.
- 김은경, “가상화폐의 자본시장법상 법적성격에 관한 고찰 -SEC v. Ripple Labs, INC.를 중심으로”, *과학기술법연구* 제27권 제3호, 한남대학교 과학기술법연구원, 2021, 73-103쪽.
- 김종호, “스테이블 코인의 활용이 통화와 금융질서에 미치는 영향과 법적 과제”, *지급결제학회지* 제13권 제2호, 한국지급결제학회, 2021, 119-165쪽.
- 김준상, “스테이블코인의 분류와 위험 분석”, *한국컴퓨터정보학회논문지* 제27권 제12호, 한국컴퓨터정보학회, 2022, 171-178쪽.
- 민세진, “암호자산 제도권 안착을 위한 제도 연구”, *EU학 연구* 제27권 제2집, 한국EU학회, 2022, 5-40쪽.
- 박영운, “EU의 가상자산 규제 체계 및 시사점”, *금융법연구* 제19권 제1호, 한국금융법학회, 2022, 121-169쪽.
- 유양욱, “가상자산의 유형별 규제방식에 관한 연구”, *고려법학* 제105호, 고려대학교 법학연구원, 2022, 33-80쪽.
- 육태우, “가상화폐 또는 암호화폐에 의한 금융의 변화 및 법적 시사점”, *강원법학* 제53권, 강원대학교 비교법학연구소, 2018, 225-270쪽.
- 이정수, “토큰 이코노미(Token Economy)의 입법과제”, *금융법연구* 제19권 제3호, 한국금융법학회, 2022, 53-91쪽.
- 천창민, “글로벌 스테이블코인 규제 흐름과 감독기구의 역할에 대한 연구 -유럽 암호자산시장규정(MiCAR)안을 중심으로-”, *금융법연구* 제18권 제3호, 한국금융법학회, 2021, 47-104쪽.
- Aaron Poynton, “U.S. Cryptocurrency Regulation: A Slowly Evolving State of Affairs”, *Available at SSRN 4204063*, Elsevier, 2022, pp. 1-38.
- Dirk Bullmann/Jonas Klemm/Andrea Pinna, “In search for stability in crypto-assets: are stablecoins the solution?” *Occasional Paper Series No. 230*, ECB, 2019, pp. 1-53.
- Pierre Ostercamp, “Stablecoin Regulation: EU, UK, and US Perspectives”, *Available at*

SSRN 4038843, Elsevier, 2022, pp. 1-43.

Tomasz Tomczak, “Crypto-assets and crypto-assets’ subcategories under MiCA Regulation”, *Capital Markets Law Journal Vol. 17 Iss. 3*, Oxford University Press, 2022, pp. 365-382.

## 2. 판례

*Balestra v. Atbcoin LLC* 380 F. Supp. 3d 340 (S.D.N.Y. 2019).

*Securities and Exchange Commission v. W. J. Howey Co.*, 328 U.S. 293 (1946).

*Solis v. Latium Network, Inc.*(US district court for the distric of New Jersey Opinion, Case no: 18-10255(SDW)(SCM)).

## 3. 정부/기관발표

금융위원회, [보도참고] 가상자산법 제정안 국회 본회의 통과, 2023.

금융위원회/금융감독원/한국거래소/예탁결제원, 토큰 증권(Security Token) 발행 · 유통 규율체계 정비방안, 2023.

한국은행, EU 암호시장 법률안, 2022.

IOSCO, FR12/2020 Investor Education on Crypto-Assets, 2020.

OECD, Taxing Virtual Currencies: An Overview of Tax Treatments and Emerging Tax Policy Issues, 2020.10.12.

LabCFTC, Digital Assets Primer, 2020.

SEC Speech, Digital Asset Transactions: When Howey Met Gary (Plastic), 2018.

SEC, Framework for ‘Investment Contract’ Analysis of Digital Asset, 2019.

SEC, *In the Matter of CARRIEREQ, INC., D/B/A AIRFOX Respondent*, 2018.

SEC, *In the Matter of Paragon Coin, Inc., Respondent*, 2018.

## [ Abstract ]

## Legislative Direction for the Basic Act on Virtual Assets: Focusing on the Implications of MiCA

Kim, Bomin\*

Park, Sun Jong\*\*

Recently, E.U. has finally passed the MiCA regulations for crypto- assets, and the U.S. is also preparing to enact comprehensive legislation for crypto-assets while applying existing securities and commodity regulations to them. In Korea, National Assembly also promulgated ‘the Act on the Protection of Virtual Asset Users’ which mainly focuses on unfair trade regulation and protection of user assets. Also, Korean government and Nation Assembly are preparing the second-stage regulation act for virtual assets.

Accordingly, this paper examines the direction that Korea should take in its legislation on crypto-assets. Firstly, it points out that the U.S. regulatory approach to crypto-assets is not suitable for Korea’s legal system and explains why the EU’s MiCA approach to regulation is more appropriate. To do so, the key points of MiCA are outlined, and further analysis is conducted on the legislative principle of “same business, same risk, same regulation” to propose three detailed principles.

Based on this analysis, the paper presents a specific legislative evaluation model for crypto-asset regulation: 1) Assessing the necessity of being subject to financial regulation, 2) Examining whether the crypto-asset can be covered by existing financial laws and regulations, and 3) Only when it cannot be covered, selecting and applying the three sub-principles of regulation based on the nature and characteristics of the each crypto-asset to derive a specific regulatory approach. Lastly, the paper proposes a regulatory approach

---

\* Lead Author: J.D. Candidate, School of Law, Korea University

\*\* Co-Author: Professor, Dept. of Law, Soongsil University

for Bitcoin as an example of utilizing the legislative model presented.

**[Key Words]** Act on Crypto Asset, Crypto Asset, Virtual Asset, Digital Asset, MiCA, Stable Coin, Utility Token, Bitcoin