

# 디지털 및 디지털 자산: 연방 및 州 관할 이슈

(Digital and Digital Assets: Federal and State Jurisdictional Issues)

2019. 11

## (편역)

### 법무법인 린

(블록체인/디지털자산 연구회)

- 임진석 대표 변호사
- 구태언 변호사 (연구회장)
- 홍명중 변호사
- 윤현상 미국 변호사
- 김문주 변호사
- 엄세용 전문위원 (법학박사)
- 정한교 변호사
- 천희승 변호사
- 남광민 회계사
- 강민수 회계사

본 자료는 2019. 3월 미국변호사협회(American Bar Association), Derivatives and Futures Law Committee, Innovative Digital Products and Processes Subcommittee, Jurisdiction Working Group 등이 작성·발표한 "Digital and Digital Assets: Federal and State Jurisdictional Issues"를 번역·정리한 자료입니다. 본 자료는 영리 목적으로 사용하여서는 아니되며, 이용시 원저자와 편역자를 표시하여 주시기 바랍니다.

# 목 차

<b>Section 1. 디지털 자산과 블록체인 기술의 배경</b>	<b>1</b>
<b>1. 블록체인 기술(Blockchain Technology)</b>	<b>1</b>
(a) “블록체인”이란 무엇인가?	1
(b) 암호화폐 거래 플랫폼 및 법정화폐와의 교차점	2
(c) 블록체인과 관계된 안전성 문제	3
<b>2. 디지털 자산</b>	<b>4</b>
(a) 디지털 및 디지털화된 자산 개념	4
(b) 디지털 자산과 디지털화된 자산의 구분	4
(c) 디지털 자산 및 디지털화된 자산 어플리케이션	7
(d) 가상화폐의 발행, 판매 및 거래 절차	8
(e) 독특한 디지털 자산의 특징	11
<b>Section 2. 상품거래법 및 CFTC 규제</b>	<b>12</b>
<b>1. 서론</b>	<b>12</b>
<b>2. CEA에 의한 거래의 분류</b>	<b>14</b>
(a) 규제 대상 거래의 분류	15
(b) CEA 규제상 파생상품 유형별 주요 차이	16
(c) CEA의 소매거래 규제 특별조항	18
(d) 상업적 선도(Forward) 계약 및 현물(Spot) 계약	20
(e) 가상화폐시장 참가자의 CFTC 등록요건	21
<b>3. CFTC의 “commodity”로서 가상화폐의 취급</b>	<b>22</b>
(a) CEA상 “commodity” 정의	22
(b) CEA의 “commodity” 개념의 진화	23
(c) commodity 정의에서 제기된 해석 문제 : 가상화폐가 commodity로 인정되기 위해서는 선물계약의 존재가 필요한가?	24
(d) 또 다른 해석 문제: 가상화폐가 commodity라면, 어떤 유형의 commodity인가?	26

(e) commodity로서 가상화폐에 대한 CFTC의 관할 주장 .....	29
(f) commodity로서 가상통화에 대한 CFTC의 반사기 및 반시세조종 권한의 행사.....	34
(g) 소매상품거래로서 가상화폐에 대한 CFTC의 관할권 행사 .....	37
<b>4. 거래에 대한 CFTC와 SEC의 관할권 배분 .....</b>	<b>38</b>
<b>Section 3. 연방 증권 규제 : 증권법 및 증권거래법 .....</b>	<b>42</b>
<b>1. 증권으로서 디지털 자산 - Howey 기준 .....</b>	<b>43</b>
(a) 금전의 투자 (an investment of money) .....	44
(b) 공동사업 (a Common Enterprise) .....	47
(c) 이익에 대한 합리적 기대 (A Reasonable Expectation of Profit) .....	48
(d) Promoter 또는 제3자의 사업가적 혹은 관리적 노력 (The Entrepreneurial or Managerial Efforts of the Promoter or Other Third Parties) .....	50
<b>2. 증권법 및 증권거래법 요건의 의미 .....</b>	<b>52</b>
(a) 증권법 .....	52
(b) 증권거래법.....	56
<b>Section 4. 연방 증권규제 ; 투자회사법 및 투자자문업자법 .....</b>	<b>63</b>
<b>1. 투자회사법 (The Investment Company Act) .....</b>	<b>63</b>
(a) 규제 체제 조감 .....	64
(b) Investment company 지위의 규제적 측면.....	71
(c) 가상화폐 펀드의 증권법만의 등록 신청 .....	75
<b>2. 투자자문업자법(The Investment Advisers Act) .....</b>	<b>76</b>
(a) 투자자문업자(Investment Adviser)의 지위 .....	76
(b) 디지털 자산과 관련한 Advisers Act 법적 요건 .....	79
(c) 기타 IAA 요건.....	81
<b>Section 5. 디지털자산에 대한 CFTC와 SEC 규제 개선 필요성.....</b>	<b>83</b>
(번역 생략 : 원문 201P - 226P 참조)	

<b>Section 6. FINCEN 규제</b> .....	<b>84</b>
1. 범위 .....	84
2. MSB로 등록.....	84
3. 자금세탁방지 프로그램.....	86
4. 고객확인 요건(Know-Your-Customer).....	86
5. 집행 .....	87

## Section 1. 디지털 자산과 블록체인 기술의 배경

### 1. 블록체인 기술(Blockchain Technology)

#### (a) “블록체인”이란 무엇인가?

블록체인은 디지털 원장(digital ledger)으로 자주 인용되고 거래에 대해 공유하는 변경불가능한 시간대별 기록(shared, immutable chronological record of transactions)이며, 분산원장 기술의 한 형태임. 블록체인 기술은 “거래에 대한 디지털 원장을 생성하여 컴퓨터상 분산네트워크 사이에서 공유하는 것을 가능하게 함. 그것은 네트워크의 각 참가자가 중앙의 권한없이 안전한 방법으로 원장을 다룰 수 있도록 암호기술을 사용함.” 체인의 각 “블록”은 거래 기록 세트를 나타내며, 당해 체인의 요소는 원 정보를 블록체인 원장에서 인식하고 저장되는 코드로 정제하는 “해쉬(hash)” 기능을 통해 상호 연계됨.

탈중앙화 디지털 원장의 이면에 있는 개념은 당해 거래를 검증하기 위해 은행 또는 정부와 같은 신뢰할 수 있는 제3의 중개자 또는 중앙적 권한의 필요성을 제거하는 것으로 보임. 그 대신 블록체인 참가자들이 스스로 동료기반 검증시스템(peer-based verification system)을 통해 집단적으로(collectively) 제안된 거래를 검증함. 블록체인 참가자가 거래를 희망하는 경우, 네트워크 참가자 [종종 “채굴자(miners)”로 불림]는 당해 거래가 유효하고 블록체인 이력에 일치함을 보증하기 위해 당해 거래를 검증하기 위한 일련의 복잡한 알고리즘을 구동시킴. 당해 거래가 채굴자에 의해 동료검증이 되면 다른 채굴자에게 통보되고 블록체인 원장에 추가됨.

2가지 유형의 블록체인이 존재함; 허가불요 체인 및 허가 체인. 허가불요 체인은 심사없이 누구든지 참가가 허용되는 반면, 허가 체인의 경우에는 컨소시엄 또는 관리자가 각 주체의 참가 제안을 심사하여 결정함. 두 경우에 블록체인은 수동적 개입없이 블록체인을 통한 “스마트 계약” - 계약상 의무(예, 직접 지급, 또는 일정한 조건이 충족되지 않은 경우 제재 부과)를 자동적으로 실행하도록 코딩된 계약 - 을 이용함

중앙집중모델(은행처럼 단일의 신뢰할 수 있는 기관이 원장의 마스터 카피를 보유)과는 달리, 모든 블록체인 참가자들이 동일한 원장의 동일 사본을 보유함. 매 시간마다 새로운 블록이 생성되고, 이전 거래 시각 소인(time stamp) 및 해쉬 넘버를 포함하여 당해 거래에 관련된 정보가 추가됨. 블록체인 찬성론자들은 이러한 기술이 블록체인 시스템을 사기에 보다 덜 취약하게 만든다고 믿음. 전세계에 걸친 다수의 참가자가 보유하고 모니터링하며 검증하는 원장에 간섭하는 것은 단일 은행이 보유하는 원장을 위조 - 예를 들면, 은행 기록시스템에 대한 해킹 - 하는 것보다 훨씬 어려운 것으로 인식됨, 또한 블록체인에 대한 간섭 시도는 즉시 뚜렷하게 인식되는데, 그 이유는

제안된 거래에 연결된 새로운 해쉬는 체인상으로 직전의 해쉬와 일치하지 않으며 따라서 당해 거래는 승인되지 않게 됨.

## (b) 암호화폐 거래 플랫폼 및 법정화폐와의 교차점

일부 블록체인 찬성론자들은 암호화폐가 언젠가는 법정화폐를 쓸모없게 할 것이라고 하지만, 현재로서는 양자는 연관되어 있음. 예를 들면, 비트코인은 법정화폐(예를 들면 신용카드 또는 debit card 지급이나 전신송금을 통한 이전) 또는 다른 암호화폐를 사용하여 거래소나 시장에서 타인으로부터 직접 매입할 수 있음. 비트코인(및 유사한 암호화폐) 거래는 온라인 지갑(거래소 플랫폼의 일부로서 제공되거나 독립적인 제공자를 통해 제공), 데스크탑 지갑, 모바일 지갑이나 오프라인 지갑(하드웨어 디바이스 또는 종이지갑)과 같이 당해 디지털 자산을 저장할 수 있는 “지갑(wallet)”을 필요로 함. 지갑은 그 형태가 어떠한 비트코인의 안전을 위한 키(일련의 문자) 및/또는 비밀번호를 보관함. 키를 분실하는 것은 비트코인 접근권을 상실하는 것임.

지갑 설치후 다음 단계는 비트코인 매수방법을 결정하는 것임. 현재 수 백개의 가상화폐거래소가 운영중이며, 비록 지역에 따라 개별 이용자들의 접근이 제한되지만, 가상화폐거래소가 이용자를 대신하여 비트코인을 매수/매도할 것임. U.S. 달러 기준으로 현재 Bitfinex가 최대 비트코인 거래소이며, Coinbase, Bitstamp 및 Poloniex 등이 거래량이 많은 거래소임. 고객확인 의무(KYC) 및 자금세탁방지(AML) 규제를 고려하며, 많은 거래소들이 계좌개설을 위해서는 포토 ID와 주소 증명을 포함하여 신원증명을 요구함.

대부분의 거래소들은 수수료를 징수하며 신용카드나 은행 이체를 통해 지불을 수령하고, 일부 거래소는 PayPal 이체도 인정함. 거래소가 (비트코인 매입 및 수수료 명목으로) 지불을 수령하면, 거래소는 이용자를 대신하여 비트코인을 매입하고 당해 코인을 자동적으로 거래소에 있는 이용자 지갑으로 예치함. 희망하는 경우 이용자는 그 비트코인을 별도의 거래소 밖 지갑으로 이체할 수 있음.

비트코인은 거래소 밖에서도 거래될 수 있음. 일부 온라인 플랫폼은 비트코인 이용자들이 비트코인을 현금화하려는 다른 개인을 물색하거나 현금으로 비트코인과 교환할 수 있는 소매상을 물색하는 것을 지원함. 일부 은행 지점도 개인들이 비트코인과 교환하여 현금을 예치할 수 있도록 허용함. 또한 전통적 현금지급기(ATM)와 마찬가지로 비트코인 ATM은 이용자들이 비트코인과의 교환을 위해 현금을 예치할 수 있도록 함(순차적으로 현금이 ATM에 예치된 후 비트코인은 당해 이용자의 지갑에 예치되고 블록체인에 기록됨). 매입 또는 매도의 각 경우에 일단 거래가 (채굴자에 의해) 검증되면, 당해 비트코인 거래는 블록체인에 기록됨.

블록체인 거래 자체를 별도로 하면, 암호화폐 네트워크상 채굴자들은 일반적으로 그들이 비트코인(또는 다른 암호화폐)으로 수령하는 수입을 산출하지 않음. 그 대신 그들은 비트코인(또는 다른

암호화폐)의 물리적 채굴지의 현지 법정화폐로 변환하여 수입을 평가함. 그 이유는 전형적으로 법정화폐가 “안정적이고 유동성(stable and liquid)”이 있는 반면, 비트코인과 다른 암호화폐의 가치는 변동성(volatile)이 클 수 있기 때문임.

은행들은 담보로 잡기 위해 금융기관들이 담보부 암호화폐를 이용하여 상호 지급할 수 있는 방안을 강구하고 있음. 이 시스템은 블록체인상에서 법정화폐를 발행하는 은행을 필요로 함. 이상과 같이 법정화폐와 암호화폐의 관계는 유동적이며 블록체인 거래는 법정화폐의 자금이체시스템과 자주 교차함.

### (c) 블록체인과 관계된 안전성 문제

모든 참가자들은 기존 블록체인 및 거래 내역 사본을 갖고 있기 때문에 원장에서 거래를 변경하거나 삭제하는 것은 어려움. 블록체인 기술 찬성론자들은 이 특성이 블록체인을 사기 위험에 덜 취약하게 만드는 것이라고 주장. 이는 블록체인이 사기에서 면제되는 것은 아니며 상당한 안전성 위험의 대상이 됨을 의미.

블록체인과 연관된 위험은 당해 체인이 허가된 것인지 아니면 허가불요된 것인지에 의존. 허가불요 맥락에서는 누구든지 당해 네트워크의 기술적 요건을 충족하면 채굴자로서 참가할 수 있음. KYC와 같은 신원 체크가 없으므로 블록체인에서 거래된 암호화폐를 취득한 자는 당해 블록체인에서 다른 자와 거래할 수 있음. 이것이 자금세탁 및 이용자 계정에서의 절취 위험을 증가시킴. 또한 허가불요 블록체인은 사생활 및 확산 위험을 제기함. 허가된 블록체인 맥락에서는 이러한 위험은 관리자 또는 컨소시움의 모니터링을 통해 완화될 수 있음.

2가지 유형의 블록체인은 스마트 계약을 포함하는데, 이는 사이버 공격과 기술상 고장에 취약할 수 있음. 특히 스마트 계약은 네트워크에 데이터를 공급하는 “오라클(oracle)”로 불리우는 외부 주체로부터 수령하는 데이터에 의존함. 오라클은 블록체인에 전송된 데이터를 오염시키려는 목적으로 악의적 공격의 대상이 될 수 있음.

블록체인 기술이 (블록체인 원장에 저장된 데이터를 변조로부터 보호함으로써) 거래의 안전을 보장한다고 하지만, 그것은 개별 지갑 또는 계정의 안전을 보장하지 않음. 개별 지갑과 계정은 계정 탈취와 같은 위험(예를 들면, 나쁜 사람이 개인 키를 절취)에 취약한 상태로 남아 있고, 디지털 자산은 회복할 수 없는 분실로 이어질 수 있음. 또한 이론상 악의있는 자는 네트워크 참가자 노드의 50% 이상을 탈취할 수 있는데 이는 사이버 안전 위험을 초래하고 대형 블록체인을 위협하게 됨.

블록체인 기술은 또한 데이터의 기밀성(confidentiality)에 대한 위험을 포함함. 모든 블록체인 참가자들은 원장상의 거래를 목격할 수 있고 거래는 개인의 상세 정보가 노출되지 않는 형식으로

저장되지만, 네트워크 참가자들은 당해 행위와 관련된 행위 유형과 거래량에 관한 정보를 노출할 수 있는 일부 메타 데이터에 접근할 수 있음.

요약하면, 블록체인 기술은 매우 유망하고 많은 산업을 혁신할 수 있는 가능성을 가지고 있지만, 위험과 부정에서 면제되는 것은 아님. 참가자들은 기술과 관련 위험을 이해하여야 하며, 그래야만이 유망한 최첨단 분야의 혜택을 수확하면서 자신을 보다 잘 보호할 수 있음.

## 2. 디지털 자산

### (a) 디지털 및 디지털화된 자산 개념

“디지털 자산(digital asset)”이란 개인이 권리 또는 이익을 갖는 전자적 기록을 말함. 동 용어는 당해 자산 또는 채무 자체가 전자적 기록이 아닌 한 기초 자산이나 책임(an underlying asset or liability)을 포함하지 않음. SEC Director인 William Hinman은 “디지털 자산 자체는 단순히 코드이다”라고 언급. 디지털 자산 자체는 물리적 형태로 존재하지 않기 때문에 물리적 자산(physical assets)과 구별됨. 예를 들면, 비트코인은 비트코인 블록체인에서 배타적으로 생성되고 저장되는 전자적 기록이기 때문에 디지털 자산에 해당함

“디지털화된 자산(digitized asset)”이란 그 소유권이 전자적 기록으로 나타나는 자산(증권 또는 물리적 자산도 가능)을 말함. 디지털화된 자산의 사례로는 디지털 원장에 저장된 부동산 소유권에 대한 전자적 기록을 들 수 있음. 비록 자산 자체(부동산)는 전자적 기록과는 별도로 존재하지만, 원장은 소유권과 관계된 모든 권리가 담겨있는 전자적 기록을 포함할 수 있음. 원장으로 자산의 소유권을 기록하기 위해 전자적 기록을 이용하는 것은 당해 전자적 기록을 디지털화된 자산으로 만들게 됨.

디지털 자산과 디지털화된 자산은 전자적 원장(an electronic ledger)에 표시되며, 전자적 원장은 반드시 블록체인인 것은 아님. 블록체인의 디지털 자산과 디지털화된 자산은 보통은 “블록체인 토큰”으로 불림. 블록체인 토큰은 “탈중앙화된 소프트웨어 프로토콜의 일부로서 블록체인에서 생성된 디지털 토큰”임.

### (b) 디지털 자산과 디지털화된 자산의 구분

디지털자산은 많은 상이한 형태를 가질 수 있고, 이는 상이한 규제기관 및 규제 체계에 대한 관

할권에 연관됨. 미국의 경우 상이한 적용의 유형은 연방 제정법이나 규제기관 규칙으로 입법화되어 있지는 않음.

2018년 2월, FINMA는 ICO에 관한 가이드라인을 제정하였는데 여기에는 토큰이 의도한 경제적 기능에 의해 정의된 토큰을 포함하고 있음. 분석을 위해 백서의 본 섹션에서는 FINMA의 토큰 정의를 편입하고 있음. 주로 미국법에 중점을 두고 있지만, 많은 경우에 도달된 결론은 스위스법에 의해 토큰 어플에 대한 관할권 분류를 할 당시의 FINMA의 결론과는 다를 것임. 비록 개념적으로 당해 정의는 블록체인에서 거래되지 않은 디지털 자산이나 디지털화된 자산에 동등하게 적용되지는 않지만 FINMA의 정의는 블록체인 토큰을 언급하고 있음.

FINMA는 토큰을 (1) 지불 토큰, (2) 유틸리티 토큰, 및 (3) 자산 토큰으로 분류하고 있음. 일부 토큰은 복수로 토큰 분류에 해당되며 일부 토큰은 도입시 의도되지 않은 방식으로 사용될 수 있음

#### (1) 지불 토큰(Payment Token)

“지불 토큰(암호화폐와 동의어)”은 현재 또는 미래에 상품이나 서비스 취득을 위한 지불 수단으로서 혹은 금전이나 가치의 이전 수단으로서 이용하고자 하는 토큰을 말함. 암호화폐는 그 발행인에게 어떠한 청구권(claim)도 발생시키지 않음.

비트코인은 가장 널리 사용되는 지불 토큰임. 비트코인 소유자는 어떠한 자산, 창설자 또는 회사에 대하여 청구권을 갖지 않음. 비트코인의 가치는 당해 비트코인으로 상품, 서비스, 다른 토큰 또는 법정화폐를 거래할 수 있는 비트코인 소유자의 능력의 가치임. 비트코인에 대한 비트코인 창설자의 비전은 “제3자를 필요로 하지 않고 운영될 수 있는 범세계적으로 인정되는 가치의 교환 및 저장 방법”임. 아직까지 비트코인 거래의 대부분은 투기적이지만, 비트코인은 일부 상인에 의해 상품 및 서비스의 교환 대가로 받아들여지고 있음.

#### (2) 유틸리티 토큰(Utility Token)

“유틸리티 토큰”은 블록체인 기반 인프라를 통해 어플리케이션 또는 서비스에 디지털 방식의 접근권을 제공하는 토큰을 말함.

이더리움 블록체인은 수많은 어플리케이션이 개발될 수 있는 네트워크임. 이더리움 블록체인에는 2,327개의 탈중앙화된 어플리케이션이 존재하고 있음. 이더리움 블록체인의 한 노드에서 다른 노드로 이전하기 위해서는 거래에 당해 거래 당사자간에 이전될 토큰 외에 암호화폐 “이더(Ether)”가 포함되어야 함. 이 추가적인 Ether는 이더리움 블록체인에서의 거래를 기록하는 새로

운 블록을 유효하게 하는 노드에 대한 인센티브로서 지급되며 종종 “가스(gas)”로 언급됨. 당해 거래를 유효하도록 하는 검증 장려에 불충분한 가스를 가진 거래는 블록체인에 기록되지 않으며, 이는 Ether가 이더리움 블록체인에 접근하는 당사자에게 필요한 것임을 의미. 가스로서 사용될 때 Ether는 유틸리티 토큰으로 기능함. Ether는 투기적 가치 저장으로서 사용되어 왔음.

### (3) 자산 토큰(Asset Token)

“자산 토큰”은 발행자에 대한 채무적 또는 지분적 청구권과 같은 자산을 표창함. 예를 들면, 자산 토큰은 미래의 회사 수입 또는 미래의 자본흐름에 대한 지분을 약속함. 경제적 기능 관점에서 이들 토큰은 주식, 채권 또는 파생상품과 유사함. 물리적 자산이 블록체인에서 거래되도록 하는 토큰은 이 카테고리에 해당함. 자산 토큰은 디지털 자산 또는 디지털화된 자산이 될 수 있음.

FINMA 정의하에서, 무형자산(intangible assets)을 표창하는 자산 토큰은 디지털 자산에 해당하는데, 왜냐하면 그것은 순전히 컴퓨터 시스템에만 존재하기 때문. 물리적 자산을 블록체인에서 거래가능하게 하는 자산 토큰은 물리적 자산의 디지털 표창이며 따라서 그것은 디지털화된 자산이지 디지털 자산이 아님.

디지털 자산 토큰의 사례로는 스마트 계약 보유자에게 어떤 이벤트 발생시 에스스로 계정에서 지급이 개시되는 토큰이 있음. 채무자의 불이행시 토큰 보유자에게 지급되는 크레딧 레터(LC)는 디지털 자산 토큰임.

디지털화된 자산 토큰의 사례로는 Royal Mint Bullion Company에서 제공하고 블록체인에서 거래되는 RMG 코인을 들 수 있음. RMG 토큰 보유자는 Royal Mint 저장고에 보관된 금 1그램에 대한 권리가 부여됨. RMG 보유자는 “항상 자신의 금에 대한 완전한 권리를 가지며”, “Royal Mint에게 자신의 금의 실물 인도를 요구할 수 있음”.

### (4) 하이브리드 토큰(Hybrid Tokens)

일부 경우에는 어떤 디지털 자산은 복수의 개념정의에 부합될 수 있는데, 예를 들면 블록체인 네트워크 접근 권리에 필요한 유틸리티 토큰이지만 네트워크 밖에 있는 상품에 대한 지불 또는 교환수단으로도 사용되는 경우와 같음. 예로서, Ether는 개스로 사용되는 경우에는 유틸리티 토큰으로서, 상품과 교환되는 경우에는 지불 토큰으로서 기능함.

### (c) 디지털 자산 및 디지털화된 자산 어플리케이션

블록체인 기술의 핵심적 혁신은 – 신뢰할 수 있는 중개자없이 당사자간의 자산 거래 – 가상화폐를 뛰어넘는 활용성을 가지며 새로운 산업을 창출할 뿐만 아니라 전통적 산업의 발전에도 활용될 수 있음. 활용에는 (1) 스마트 계약, 및 (2) 디지털 자산 및 디지털화된 자산의 당사자간(peer-to-peer) 거래가 포함됨.

#### (1) 스마트 계약 거래

스마트계약은 “일정한 조건이 충족되면 인간의 관여없이 자동적으로 체결되는 일련의 코드화된 지시”를 말함. 완전히 자동화된 집행성은 상대방의 불이행 리스크없이 스스로 실행되는 자동화된 신뢰를 제공함. 계약상 의무의 이행을 자동화함으로써 당사자는 보다 빠른 속도와 확실성으로 이행할 수 있게 됨.

스마트계약은 상대방의 불이행 리스크를 완화해 주는데 왜냐하면 당해 코드는 당사자의 개입없이 기재된대로 실행되기 때문임. 코드에 신뢰를 부여함으로써, 당사자는 누가 책임을 부담하는가에 대한 더 큰 불확실성과 함께 코드가 그들의 의도를 정확히 반영하는 방법으로 기재되었다는 리스크를 부담하며, 혹은 선택적으로 자동화된 스마트 계약의 속성 바깥에 만약 당해 코드에 결함이 발견되는 경우 개입을 허용하는 메커니즘을 만들어왔음. 코드의 사용만으로 전체 약정을 실행하는 것이 가능하지만, 현재의 관행상 스마트계약은 일정한 이슈의 해결을 자동화된 스마트계약 외부에 남겨놓고 있음.

스마트계약의 기능은 객관적으로 식별될 수 있는 결과 범위가 사전정의되어 있는 경우에 효과적임. 스마트계약 입문서에서 CFTC 스텝은 잠재적으로 스마트계약이 활용되는 것으로 자동실행 보험, 차량 렌탈 및 신용디폴트스왑을 제시함. 이 사례에는 필수적으로 발생하여야 하는 이벤트가 객관적으로 정의되어 있음: 보험사고의 발생, 자전거 렌트용 자금 수령, 및 채무자의 불이행. 객관적으로 정의된 이벤트의 발생은 코드화된 스마트계약의 반응, 보험과 신용디폴트스왑의 경우 에스크로우된 자금의 지급, 또는 차량렌탈사례의 경우 자전거 족쇄 해제 등을 유발시킴.

#### (2) 디지털 자산 및 디지털화된 자산에 대한 당사자간 마이크로그리드(Microgrid) 거래

마이크로그리드는 새롭게 구성된 전기망으로 일부 경우에는 본류 전기망에 연결되지 않고 본류 망에서 지리적으로 고립될 수 있거나 혹은 다른 경우에는 기존 망에 통합될 수 있음. 블록체인

지원 마이크로그리드 프로젝트에서, 지붕 태양전지판이나 부지 밖 재생에너지 프로젝트의 지분을 가진 이른바 “자가 생산자(prosumer)”로 불리우는 에너지 생산자는 동일 그리드에 있는 그들의 이웃에게 전기를 추적/송전할 수 있음. 전기는 블록체인 토큰을 통해 표창되며, 어떤 생산자의 태양전지판이 필요량보다 많은 전기를 생산하면, 토큰은 필요량만큼 전기를 생산하지 못한 당해 그리드의 다른 소비자에게 판매되는 것처럼 스마트계약을 통해 추적/송전될 수 있음.

거래 자체는 자동화될 수 있어 스마트 계량기는 자동화된 계약 거래를 통해 에너지를 매수하거나 매도하게 됨. 마이크로그리드에서의 에너지 거래에 사용된 방법은 스마트계약을 통해 거래가 자동화된 다른 당사자간 거래(peer-to-peer trading) 애플리케이션에도 적용될 수 있음.

#### (d) 가상화폐의 발행, 판매 및 거래 절차

가상화폐의 생성 또는 발행 과정은 다양. 최초 가상화폐로 인정되고 있는 비트코인의 아이디어는 2008년 암호해독 우편 리스트(cryptography mailing list)에 게재된 백서에서 논의. 최초 비트코인 명세 및 증빙 개념은 2009년 발표됨. 2013년까지 비트코인 가격은 \$1,000을 초과하였음. 비트코인의 자금조달 성공으로 다른 가상화폐들이 생성되었고 ICO는 초기 벤처기업의 자금조달 수단으로 등장함. ICO를 완결하려면 판매자는 당해 가상화폐, 용도 또는 혜택 및 가치를 설명하는 백서(white paper)를 발간함. 백서는 일반적으로 발행자의 웹사이트에 게시되어 일반이 이용할 수 있고, 기관투자자 또는 소매투자자에게 가상화폐를 판매하는데 도움.

※ 포브스는 2017년 ICO 규모가 60억달러라고 발표

2017년 7월 25일 SEC는 DAO Report를 발표하였는데, 동 Report는 가상화폐가 Howey 기준에 의한 “증권”에 해당함을 분명히 함. 따라서 미국에서 증권을 공모하기 위해서는 SEC에 등록하거나 등록을 면제받아야 함. DAO 이후 SEC는 다수의 집행조치를 내렸고, 어떤 가상화폐가 증권에 해당하는지에 대한 지침을 발행인들에게 제공.

ICO 이후, 오픈소스 소프트웨어를 운영하고 ICO에서 조달된 자금을 이용하여 생성된 공개 배분 원장에서 거래를 유효하게 하고 접속이 가능한 복잡한 수학적문제를 해결한 채굴자에 의하여 가상화폐 추가 물량이 생산될 수 있음. 가상화폐는 교환수단으로서 상업적으로 취득하거나 이용할 수 있고(단, 거래의 양당사자는 디지털 자산을 지불수단으로 사용할 의향이 있어야 함)혹은 사적으로 협상된 거래나 가상화폐거래소를 통해 매입하거나 매도될 수 있음.

가상화폐거래소는 U.S.달러 및 다른 전통적 통화를 가상화폐로 변환하는 메커니즘을 제공함. 이들 거래소는 통화 조합(BTC/USD, ETH/USD, ETH/BTC 등)을 상장함.

2019. 4월 현재 가상화폐거래소는 230개 (60개는 24시간 거래)이며, 미국 소재 가상화폐거래소는 bitFlyer USA, Bitstamp USA, Circle Internet Financial Limited(Poloniex LLC), Coinbase,

Inc.(GDAX), Gemini Trust Company, itBit Trust Company, Payward, Inc.(Kraken) 등임.

### (1) 가상화폐의 양도

가상화폐는 중앙집중형(centralized) 거래소 또는 분산형(decentralized) 거래소에서 거래됨. 양 거래소에 있어서, 스마트 계약 code에 의하여 상대방이 쌍무적 거래 의무를 동시에 이행하는데 필요한 자산을 보유하고 있음이 확인되지 않으면 일방의 의무 이행을 허용하지 않으므로 이론상 상대방 신용 리스크가 완화됨.

중앙집중형 거래소는 고객자산 보관소를 보유하고, 고객이 특정가격에 디지털 자산을 매매할 수 있는 주문장부를 운영함. 거래소는 일반 원장에서 자기계좌로 가상화폐를 매수하고, 내부 장부 기입을 통해 고객에게 배정함. 이러한 구조하에서, 중앙집중형 거래소는 제한적인 감시하에 고객을 대신하여 가상화폐를 매수하거나 보유하기 위한 막대한 고객자금을 갖고 있음. "거래소를 이용한 두 당사자간의 거래는 반드시 블록체인에 기록되는 것은 아니며, 고객은 자신을 대신하여 거래소가 토큰을 보유하도록 위탁함". 그와 같은 결제는 블록체인 밖(off chain)에서 발생하는 것으로 알려 짐. 주문장부와 고객 자산 보관소를 유지함으로써, 가상화폐거래소는 보다 더 전통적인 중앙집중화된 상품 및 증권거래소와 유사한 서비스를 제공함. Coinbase, Kraken 및 Blance등이 중앙집중형 가상화폐거래소의 사례임.

분산형 거래소는 상대적으로 새롭고 이용자가 상호 직접 거래할 수 있는 플랫폼을 제공. DEXs 레벨이 붙은 모든 플랫폼의 가장 큰 특징은 이용자들이 거래 전후에 자신의 디지털 자산 보관소를 유지하는 것을 허용하는 것임. 이용자들은 이더리움 블록체인의 자신의 지갑 주소에서 토큰 거래를 할 수 있음.

주문장부를 유지하는 중앙집중형 거래소와는 반대로, 분산형 거래소는 공개 거래 지분 파악 및 매칭을 위해 다음 2가지 방식을 이용함. "한가지 방식은 peer-to-peer 시스템을 실행하는 것인데 매수자와 매도자가 각자 상대방을 물색하고, 직접 상호 교신을 통해 협상 및 거래를 승인함. 다른 대안은 스마트 계약 또는 유동성 풀을 이용하는 것인데, 주문을 반드시 게시하는 것은 아니지만 단순히 제출된 주문을 알고리즘적으로 충족시키는 방식임.

일단 매수자/매도자가 조건에 동의하면, 적합한 스마트 계약으로의 function call을 통해 블록체인으로 제출되고, 당사자간 토큰 양도는 채굴자에 의해 블록체인에 기록됨. 새로이 양도된 토큰의 법적 점유권과 소유권은 당해 거래가 채굴되어 블록체인에 기록되고 양수인이 토큰 지배권을 가질 수 있을 때 이전됨. 이론상으로는 양도는 주문을 적합한 스마트 계약에 제출과 동시에 이루어질 것으로 기대하지만, 실제로는 네트워크 부하로 지연이 있을 수 있음. 이용자들은 채굴자에게 보다 많은 개스 수수료를 지급하는 것에 동의하고 보다 빨리 거래가 채굴되도록 시도할 수 있고, 이는 채굴자에게 당해 이용자의 거래를 채굴할 인센티브를 증대시킴. 당사자들은 거래

소 개입없이 가상화폐를 양도하기 위해 이러한 거래 메커니즘을 이용할 수 있음.

분산형 거래소는 가상화폐 매수인과 매도인이 가상화폐의 양도를 촉진시키는 인프라를 제공하기 위한 소프트웨어 플랫폼을 제공함; 그러나 가상화폐의 수령 및 보관은 이용자에게 위탁되어 있음. 분산형 거래소의 사례로는 IDEX, Airswap, Paradex 등이 있음.

## (2) 가상화폐의 가치 산정(pricing)

발행시 특정 가상화폐의 가격 산정 조건은 ICO 백서 또는 판매서류에 기재되는 것이 일반적. ICO를 통해 가상화폐를 매수하는 투자자는 특정 공모의 가격 또는 가치를 파악하기 위해 벤처 캐피탈 밸류에이션 방식을 사용할 수 있음.

유통시장에서는 가상화폐의 가격은 거래 당사자간 합의 및 가상화폐 가치에 대한 자신의 시각에 기초함. 어떤 사람은 가상화폐의 본질가치는 채굴비용에서 파생할 수 있다고 주장. 다른 상품이나 서비스를 구매할 수 있는 가상화폐의 경우, 당해 상품이나 서비스의 가격이나 가치가 가상화폐의 가격에 영향을 줄 수 있음. 많은 가상화폐들은 감정적 변화에 취약하며 매우 변동이 높음.

몇몇 금융서비스회사들은 가상화폐 지수 또는 마켓 데이터 서비스를 시작하였음. 예를 들면 CME 그룹은 Bitcoin Real-Time Index를 구축하였고, ICE는 암호화폐 데이터 공급을 제안하고 있음.

## (3) 가상화폐시장 참가자

가상화폐의 발행인(issuer)은 분산 수준에 따라 구별될 수 있음. 가장 분산도가 높은 Bitcoin의 경우 발행인 내지 책임있는 당사자로 인정될 수 있는 자의 식별이 어려움. 사토시가 개발한 비트코인 프로토콜은 채굴자들이 특정한 계산을 수행함으로써 신규 비트코인을 생성할 수 있는 방법을 정의하고 있음. 이러한 채굴자들은 신규 비트코인의 생성 및 분배를 통제할 능력을 갖고 있지 않기 때문에 일반적으로 진정한 "발행인"으로 보기 어려움. 오히려 그들은 네트워크를 위한 작업 수행에 대한 보상으로 비트코인을 받음.

가상화폐 매수인(buyer)은 전통적으로 자신의 돈으로 가상화폐 가치에 투기를 하는 개인들임. 첫번째 가상화폐 비소매 매수인은 암호화폐거래소, 지불대행인 및 유사 사업과 같이 영업을 위해 가상화폐를 매수한 업자들임. 시간이 지날수록 가상화폐 매수인들은 보다 기관화가 되고 있음. 최근에 보다 많은 전문적인 투자자들이 이 영역에 진입하면서, 가상화폐에 집중하는 헷지펀

드나 벤처펀드가 급속히 성장. Autonomous RESEARCH LLP는 운용자산(AUM)이 \$100억-\$150억에 이르는 780개의 암호화폐 펀드가 있다고 보고함. 그러나 개인투자자는 미국의 경우 2천만명 이상의 플랫폼 이용자들이 있는 중요 거래소인 Coinbase에서 가상화폐의 핵심 주역이 되고 있음.

#### (e) 독특한 디지털 자산의 특징

포크(fork)는 공통 역사를 가진 2개의 독립된 블록체인에 의해 생성된 경우 디지털 자산의 블록체인의 분할. 포크는 블록체인 거래가 유효한 지 여부를 결정하는 규칙을 변경하는 소프트웨어의 업데이트의 결과일 수 있음. 만약 일부(전부가 아님) 이용자만 업데이트된 규칙을 수용한다면, 포크가 발생할 수 있음. 다른 버전이 다른 블록체인을 유효 히스토리로 승인하는 동안 소프트웨어의 한 버전은 어떤 블록체안을 유효 히스토리로 승인할 수 있음.

포크의 원인은 다양. 때로는 포크를 발동시킨 규칙 변경이 통상의 소프트웨어 업데이트 과정에서 나온 변경이기도 함. 당해 변경이 폭넓게 승인되면, 업데이트된 블록체인이 승리하게 되고 오직 1개의 체인만이 생존하게 됨.

다른 경우, 포크는 네트워크상 모든 참가자들에 의해 승인되지 않은 방법으로 규칙을 변경하기 위해 네트워크의 일부 참가자들의 의식적인 결정에 의해 발동될 수 있음. 예를 들면, 일부 포크는 이용자들이 당해 네트워크의 미래에 대해 상이한 의견을 가진 결과로 발생하였음. 이러한 종류의 포크는 2개의 분리된 디지털 자산의 존재를 가져올 수 있음.

잘 알려진 포크의 사례로는 비트코인에서 분리된 Bitcoin Cash임. Bitcoin Cash 포크 이전에, 일부 비트코인 이용자들은 당해 네트워크에 의한 승인된 대형 블록을 허용하는 비트코인 규칙의 업그레이드를 지지하였음. 많은 다른 비트코인 이용자들은 대형 블록 사이즈가 분산 네트워크 유지를 어렵게 할 것으로 믿으면서 업그레이드에 반대하였음. 결국 대형 블록 필요성을 믿는 일단의 이용자들은 Bitcoin Cash 소프트웨어를 론칭하고 대형 블록을 가진 블록체인을 추구하기 위해 비트코인 네트워크에서 떨어져 나감.

## Section 2. 상품거래법 및 CFTC 규제

### 1. 서론

상품거래법(Commodity Exchange Act, CEA)은 파생상품(derivatives)의 거래 및 파생상품시장 규제를 주목적으로 하는 연방법이며, 파생상품은 그 가치가 기초자산인 "상품(commodity)"에서 파생하는 계약을 말함. 의회는 파생상품시장은 기초상품의 현물시장(cash market)과 밀접하게 연관되어 현물시장에 영향을 미칠 수 있기 때문에 농산품에 대한 선물거래소 시장에 집중하여 파생상품시장을 규제하는 것은 공공의 이익에 부합하는 것이라고 결정하였음. 파생상품은 사업가들이 자산의 사업과 관계된 가치 또는 위험을 관리하기 위해 이용되어 왔음. 업계 또한 파생상품시장에서 형성된 가격이 미래 시장가치로서 신뢰할 만한 것으로 간주되는 경우에는 집중화된 파생상품시장에서 발견된 가격을 참고하여 상업적 물품거래나 기타 거래의 가격을 산정할 수 있음. 파생상품시장이 제공하는 헤지 및 가격발견이라는 혜택은 공공의 이익에 부합하는 것으로 인정되며, CEA 구조의 대부분은 시세조종이나 가격왜곡으로부터 파생상품시장 및 관련 현물시장을 보호하고, 만기에 현물인도로 결제하는 유형재산의 파생상품은 기초상품의 공급 혼란을 방지하기 위함.

CEA는 CFTC에게 일정 유형의 **파생상품거래**와 (당해 거래가 파생상품거래인지 불문하고) **레버리지 장외소매거래**(leveraged off-exchange retail transaction)에 대한 규제권한을 부여하고 있음. CFTC의 관할권 범위는 "해당 파생상품 또는 기타 거래가 상품(commodity)을 포함하는지 여부"에 달려 있음. CEA는 CFTC에게 commodity **현물시장 거래에 대한 사기 및 시세조종에 관한 집행권한**(규칙 제정권한은 제외)을 부여함.

CEA의 commodity 개념은 당해 용어에 대한 일반의 이해보다 광범위한 것임. commodity 개념이 포괄하는 범위와 해석을 둘러싼 중대한 이슈가 있지만, 동 개념은 **증권, 외환 및 기타 금융자산을 포함**하고, 유형적(물질적) commodity에 국한되지 않음.

CEA는 commodity를 형태(type) 또는 분류(classification)에 따라 구분을 하는데, 이러한 구분에 따라 규제관할이 정해짐.

(예를 들면)

- (i) 증권 또는 증권지수(그룹)를 기초로 하는 파생상품에 대하여는 SEC와 CFTC, 또는 공동관할
- (ii) 장외소매거래는 당해 commodity가 외환 또는 다른 형태의 비-증권 commodity 이냐에 따라 달라짐.
- (iii) 면제 commodity(非농산물 commodity) 또는 배제 commodity(금융) 유형은 해당 거래가 선도계약(forward contracts)으로서 선물거래(futures) 또는 스왑거래(swaps) 규제를 받지 않음

자격이 있는지에 관계됨

따라서 디지털 자산이나 디지털화된 자산 및 동 자산의 거래에 대한 CEA 적용여부 및 방식에 대한 질문은 다음을 포함함.

(i) 당해 자산이 CEA에 규정된 "commodity"인지 여부

(ii) if so, 당해 자산은 어떻게 분류되느냐 - 특히 증권인지 여부

디지털화된 자산은 기초자산에 대한 소유권 기록을 표창하며, 예를 들면, 금 소유권을 표창하는 토큰은 단순히 전자적 소유권 증명서임. 토큰 자체가 자산인 디지털 자산의 경우, 만약 당해 자산이 가상화폐이거나 유틸리티 기능을 가진 형태이지만 동시에 ICO 목적을 갖거나 증권과 관련된 특성이 있다면, 당해 디지털 자산을 증권 또는 비증권 commodity로 분류하기는 더 어려울 것임

이 섹션은 CFTC가 현재까지 관할을 주장하고 있는 디지털 자산중 "가상화폐" 중심으로 설명. CFTC가 가상화폐에 적용하는 동일 원칙은 다른 디지털 자산에도 적용될 것임.

CFTC는 2015년 CFTC와 Coinflip간 이루어진 화해명령을 시작으로, 다양한 분야에서 가상화폐 거래에 대한 관할권을 주장하고 있음. 관할 주장의 논거는 "가상화폐는 CEA에 정의된 commodity에 해당한다"는 것임. 가상화폐 거래에 대한 제정법상 관할권에 관하여 CFTC의 입장은 다음에서 나타난 바와 같이 일관됨.

① CFTC 의장의 공식 성명

가상화폐에 대한 CFTC의 관할권은 해당 특정거래에 관계된 사실과 상황에 의존한다. CFTC는 비록 비트코인과 같은 가상화폐에 특화된 방침과 절차를 갖고 있지 않지만 CFTC의 관할은 모든 commodity에 대한 선물 및 스왑계약에 미친다. CEA는 commodity를 매우 넓게 정의하고 있어, 전통적인 농산물 상품, 금속 및 에너지뿐만 아니라 기초자산으로 부를 수 있는 국채증권, 이자율지표, 증권시장지수, 통화, 전기 및 난방도일(heating degree days)에 관련된 파생상품 계약에 대하여 규제권을 갖는다. **가상화폐를 기초로 하는 파생상품계약은 CFTC의 책임에 속하는 부분이다.**

② 레버리지 소매상품거래 규제 예외로서, "실제인도(actual delivery)에 대한 CFTC 유권해석

③ CFTC 스탭 Guidance 및 행정/민사 소송에서의 조치

2018. 5월 CFTC 스탭은 "비트코인 및 다른 가상화폐는 "commodity"로 적절하게 정의된다"는 지침(guidance)을 발표하였으며, 이 해석은 수개월 전에 연방법원에서 인정되었던 것임.

④ 2017. 5. LabCFTC 개설

가상화폐 문제에 대하여 시장참가자가 CFTC와 협력하고 잠재적으로 미래의 가이드스 및 방침 결정에 영향을 미칠 수 있는 공간을 제공함으로써 CFTC 산하 시장에서의 핀테크 혁

신을 촉진하기 위함

그럼에도 불구하고, 가상화폐와 같은 디지털 자산에 대한 명시적인 제정법적 권한이 없으므로, 불가피하게 CFTC의 가상화폐 시장 규제능력은 어떤 가상화폐가 CEA에 의해 CFTC 관할 내에 있는지에 달려 있음. 특히 CFTC의 제정법적 권한의 많은 부분은 "commodity" 포함 여부에 달려 있음.

\* CFTC는 **스왑의 경우 non-commodity 가상화폐에 대해서도 관할권**을 가질 수 있는데, CEA는 스왑은 commodity에 기초한 계약에 제한되지 않는다고 정의를 내리고 있기 때문임. 일부 스왑 정의조항은 **commodity 외에 명시적으로 많은 다른 아이টে**를 포함시키고 있음

가상화폐는 commodity(비증권형)라는 예전부터의 CFTC 확고한 입장에 비추어 보면, 민사소송에서의 CFTC의 많은 주장은 commodity에 대한 CFTC의 관할에 관계된 CEA 조문에 기반하고 있음을 이해할 수 있음. 따라서 가상화폐가 commodity인가의 문제는 가상화폐를 규제하고 사기 및 시세조종을 금지하려는 CFTC의 노력에 매우 중요한 의미

특정 가상화폐가 CEA상 commodity에 해당하는 경우, 그것은 다른 중요한 관할문제를 초래함: 그것이 "증권"에 해당하는지 여부. CFTC는 일부 증권기초 파생상품시장에 관할권이 있지만, 현물 증권시장(cash securities market)에 대한 감독 및 규제는 SEC가 행사함. 가상화폐 현물시장(virtual currency cash market)에 대한 CFTC의 관할 주장은 "가상화폐는 증권이 아니다"라는 것을 전제

## 2. CEA에 의한 거래의 분류

CEA는 다양한 유형의 파생상품거래를 규제함(파생상품이 아닌 소매거래도 포함). CEA는 기초하는 이익의 본질에 기초한 심층 구분으로서 상이한 거래 유형에 관하여 조직화된 시장, 결제시스템, 업종 전문가 및 시장참가자에 대해 규제를 부과하고 있음. CEA의 접근방식은 다음의 거래 유형에 대하여 상이한 규제를 하고 있다는 점에서 단편적임.

- ① 장래 인도를 위한 commodity 매매계약(선물계약)
- ② commodity 옵션
- ③ 선물계약에 대한 옵션
- ④ 스왑
- ⑤ 외환관련 소매고객과의 OTC 거래
- ⑥ 마진, 레버리지 또는 금융 방식으로(on a margined, leveraged or financed) 체결된 소매고객과의 commodity 거래

commodity는 CEA 적용대상인 거래 및 시장을 정의하는 구성 요소. 선물은 commodity를 언급하며 정의되고 있음. 스왑 개념에도 commodity가 사용되고 있지만, 허용되는 기초 이익에 관한 다른 개념용어에 따라 배열되어 있음. 따라서 commodity 개념은 광범위한 스왑 개념을 이해하는데 관계되지만 개념요소를 제한하지는 않음.

이 섹션에서는 파생상품 및 소매거래에 대한 CFTC 관할권의 윤곽과 그 관할권이 가상화폐를 포함하는 거래에 어떻게 적용될 수 있는지를 설명함. 또한 CFTC 규제 범위 밖에 있는 상업적 선도 (commercial forward)와 현물계약(spot contract)을 설명함.

### (a) 규제 대상 거래의 분류

파생상품은 그 가치가 commodity, 이자율, 어떤 사건의 발생으로 인한 경제적 또는 금융상 결과물, 증권과 같은 기초자산의 가치에서 파생되는 계약. 파생상품은 다양한 형태를 지니며, 기초자산의 인도(소유권 이전) 또는 현금지급에 의한 결제를 요구할 수 있음. 아래는 CEA에서 규정하는 상이한 유형의 파생상품에 대한 정의를 요약한 것임.

#### ① 선물(futures)

CEA 자체에는 “선물계약” 또는 “선물”에 대한 정의를 포함하지 않고 있음. 개념 요소는 CEA section 2(a)(1)에 의해 CEA가 CFTC에게 선물 규제 관할권을 위임한 데에서 찾을 수 있음. 그 조항에서 선물계약은 “장래의 인도를 위한 commodity 매매계약”으로 되어 있음. CEA는 “장래의 인도” 또는, 보다 정확하게는, 연기된 commodity 인도를 위한 상업적 판매계약을 “선물”로서 규제하지 않기 위해, 당해 용어가 의미하지 않는 것을 정의하고 있음.

#### ② 스왑(swaps)

스왑은 CEA s.1a(47) 및 CFTC Rule 1.3.에서 정의하고 있음. 개념이 광범위하고 다음과 같이 여러 유형의 파생상품 구조를 커버함

- 하나 또는 그 이상의 이자율 또는 다른 요율, 통화, commodities, 증권(증권옵션은 제외), 채무증서, 지수, 계량적 지표 또는 기타 금융상 혹은 경제적 지분 또는 여하한 자산의 가치에 대한 풋, 콜, caps, floors 또는 유사한 옵션
- 잠재적 재무적, 경제적 또는 상업적 결과물에 연계된 어떤 이벤트나 사건의 발생, 불발생 또는 발생 정도에 의존적인 매수, 매도, 지급 또는 인도계약
- 이자율 스왑, 통화스왑, 농산물스왑 또는 에너지 스왑과 같은 열거된 계약 리스트로서 통상 알려진 계약을 포함하여, 하나 또는 그 이상의 이자율 또는 다른 요율, 통화, commodities, 증권, 채무증서, 지수, 계량적 지표, 기타 어떤 자산에 대한 그 재무적 또는 경제적 지분, 상기 가치에 기초한 지분으로서 거래 당사자간에, 전부 또는 일부, 어떤 자

산에 대한 현재 또는 미래의 직접 또는 간접 소유지분의 이전없이 그 가치 또는 수준의 미래 변동과 관련하여 금융리스크를 이전하는 고정 또는 변동기준 지급 교환 이행계약

- 일반적으로 스왑거래로 현재 또는 장래 알려진 계약
- Section 206A of Gramm-Leach-Bliley Act에 의한 "스왑약정" 정의에 해당하는 증권 기초 스왑약정, 그 계약의 중요 조건은 어떤 증권 또는 증권그룹 혹은 증권지수 또는 그 지분의 가격, 수익률, 가치 또는 변동을 기초로 한다.
- 상기 계약에 대한 옵션을 포함하여 상기 유형의 계약의 복합 또는 변형

또한 당해 정의는 몇몇 예외를 포함함. 특히, 거래가 실물결제(physically settled)되는 증권기 초스왑, 증권옵션 또는 증권 그룹/지수 옵션 및 증권선도거래는 "스왑"이 아님.

**③ 옵션(options)**

옵션은 "옵션, 특권(privilege), 보상(indemnity), bid, offer, 풋, 콜, 사전 보장 또는 거절 보장의 성격을 갖는 계약으로 정의. 어떤 옵션의 기초자산은 commodity 또는 선물계약이나 스왑과 같은 다른 파생상품 등이 해당될 수 있음. 전형적인 옵션 유형은 다음과 같음.

- (콜 옵션) 옵션 보유자 또는 매수자가 당해 권리에 프리미엄을 지급하고 상대방(writer)에게 commodity 또는 다른 기초자산을 옵션 보유자에게 행사가격에 매도할 것을 요구할 수 있는 권리
- (풋 옵션) 상대방에게 옵션보유자의 commodity 또는 다른 기초자산을 행사가격에 매수할 것을 요구할 수 있는 권리

옵션보유자는 상대방에게 기초자산을 매수 또는 매도할 것을 요구할 지 여부를 결정하는 "행사 권(exercise right)"을 가짐. 행사권은 만기 또는 기타 기간중 옵션조건에 따라 언제든지 행사 가능. commodity 옵션은 당사자간 commodity의 실제 매도 및 인도를 하는 대신 행사가격(strike price)과 시장가격(current market price)간의 차액을 현금으로 지급하여 결제하도록 요구하는 구조로 할 수 있음.

**(b) CEA 규제상 파생상품 유형별 주요 차이**

(선물과 선물옵션)

선물과 선물옵션은 동일한 규제 취급을 위해 그룹핑됨. 선물과 선물옵션은 **선물거래소 규칙에 따라서만 적법하게 거래** 가능(거래소 상장). 선물거래소는 DCM(designate contract market)으로서 CFTC에 등록되어야 하며, 선물거래소가 미국 밖에 소재하나 미국 거주 시장참가자를 갖는 경우에는 CEA 체계하에서 FBOT(foreign board of trade)로서 운영될 수 있음. 선물 및 선물옵션

거래는 파생상품 청산소에 집중되어 결제되어야 함. 만약 당해 청산소가 DCM에 상장된 선물이나 선물옵션 거래를 결제하는 경우에는 당해 청산소도 CFTC에 DCO(derivatives clearing organization)로 등록되어야 함. CEA는 누가 DCM 또는 FBOT에서 거래하는가에 대하여는 제한하지 않음.

다음 각호의 자는 CFTC에 등록하여야 함.

- ① FCM(futures commissioner merchant, 선물중개인) : 시장참가자에게 거래소 또는 관련 청산소 이용을 제공하는 자
- ② IB(introducing broker, 권유대행인) : 시장참가자의 선물 또는 선물옵션 거래 체결을 지원하지만 결제중개기능을 하지 않는 자
- ③ CTA(commodity trading adviser, 상품거래자문업자) : 선물 또는 선물옵션의 거래 적합성에 관하여 자문을 제공하는 자
- ④ CPO(commodity pool operator, 상품집합운용업자) : 선물 또는 선물옵션 상품에 투자하는 집합투자기구를 설립하고 운영하는 자

선물 및 선물옵션거래는 데이터 보관소에 보고되지 않음. 해당 거래에 대한 정보는 거래소와 청산소에서 입수함

(스왑)

스왑은 거래소 거래 요건을 요하지 않으며, 모든 스왑이 중앙 결제에 제출되는 것은 아님. CFTC는 의무결제 하여야 하는 스왑의 유형을 지정할 권한이 있고, 이 경우 당해 거래는 중앙결제되어야 하며, CFTC에 SEF(swap execution facility) 또는 DCM(designate contract market)으로 등록된 거래시설에서 체결될 수 있음. 의무결제 대상으로 지정되지 않은 스왑의 당사자는 쌍방이 거래체결(즉 OTC)을 할 수 있으며, 자발적으로 SEF 또는 DCM에서 거래할 수도 있음. 그런 유형의 스왑을 결제하는 DCO가 있는 경우에는 자발적으로 당해 거래를 결제할 수 있음.

SEF에서 또는 당사자간 적법하게 스왑거래를 하려면, 당사자는 CEA section 1a(18)에 규정된 ECP(eligible commodity participants, 적격상품거래참가인) 요건을 충족하여야 함. ECP가 아닌 자는 일반적으로 "소매투자자(retail)"로 간주됨. DCM에서 스왑을 체결하기 위해 ECP가 될 것을 요구하지는 않음.

결제된 스왑거래를 위해, 스왑 상대방에게 결제 접근권을 제공하는 자는 FCM으로 등록하여야 함. 상대방의 스왑 거래 체결을 지원하지만 결제중개기능을 하지 않는 회사는 IB로 등록하여야 함. 타인에게 스왑거래의 적합성에 관하여 거래 자문을 제공하는 자는 CFTC에 CTA로 등록하여야 하며, 스왑상품에 투자하는 집합투자기구를 설립하고 운영하는 자는 CFTC에 CPO로 등록하

여야 함.

자신을 딜러로 내세우거나 정기적으로 자기계좌로 상대방과 스왑계약을 체결하는 자는 CFTC에 스왑딜러(swap dealer)로 등록하여야 하고, 상당한 스왑물량을 가지고 있는 자는 “중요스왑참가자(major swap participants)”로 등록하여야 함.

스왑거래는 해당 거래가 결제에 제출되었는지 불문하고 SDR에 보고되어야 함.

(commodity 옵션)

CEA는 section 4c에서 CFTC에게 commodity 옵션 규제를 위한 규칙제정권을 부여함. 그러나 그 권한은 증권옵션 또는 증권집단이나 증권지수 옵션 등에는 미치지 않음. commodity 옵션은 제정법상 스왑 정의로도 커버되며, 스왑 규제체계에 규제될 수 있음. CFTC는 스왑에 적용되는 동일한 규칙에 의해 commodity 옵션을 규제하기로 결정하였고, 다만 “거래 옵션 면제(Trade Options Exemption)”에 의한 비금융 commodity 옵션은 예외임.

### (c) CEA의 소매거래 규제 특별조항

(소매외환거래: Retail Forex)

CEA는 소매투자자(ECP가 아닌 자)의 외환 선물/선물옵션의 OTC거래를 규제하는 조항을 두고 있음(section 2 (c) (B)). CEA section 2(c)(2)(C)는, 레버리지, 마진 또는 금융 기반에 의한 것이라면 (leveraged, margined or financed basis), 선물이나 옵션으로 분류될 수 있는지 여부를 불문하고, 소매투자자의 외환거래 약정, 계약 또는 거래를 규제함. 소매투자자와 그러한 거래를 할 수 있는 자는 CFTC에 등록된 FCM 또는 소매외환거래딜러로 제한됨. 또한 제정법은 CFTC에게 소매 외환 관련 IB, CTA, 또는 CPO의 자격으로 활동하는 자를 등록하는 규칙 제정권을 부여함. CFTC Part 5 Rules은 CFTC에 등록된 자들의 소매외환행위를 규제함.

CEA section 1a(8) 및 CFTC Rule 1.3의 ECP 정의는 개인들의 자격에 대하여 높은 진입요건을 설정하고 있으며, 개인들은 대부분 소매투자자임. 개인이 ECP로 인정되기 위해서는 재량적 투자가 가능한 금액이 1천만불 이상이거나 혹은 5백만불 이상(소유 자산 또는 채무에 대한 리스크 관리를 위한 거래 체결의 경우)이어야 함.

(소매 Commodity 거래)

CEA section 2(c)(2)(D)는, 레버리지, 마진 또는 금융 기반으로(leveraged, margined or financed

basis) 소매투자자(비 ECP)와 체결하거나 그에게 청약된 commodity(외환 또는 증권 제외) 약정, 계약 또는 거래는, 면제 조항이 없는 한, **선물 또는 “선물처럼”** 규제된다고 규정함. 대부분의 개인 고객은 “소매 투자자”임. **“선물처럼”** 규제된다는 의미는 “非면제 거래는 **CFTC가 규제하는 거래소 규칙에 따라서만 실행될 수 있음**”을 뜻하고, 비-면제거래 서비스를 제공하는 자는 CEA 등록대상 (FCM, IB, CTA, CPO)에 해당될 수 있음을 의미.

CFTC는 “가상화폐”로서 상품이나 서비스의 지불수단이 되는 토큰은 “통화”와는 같지 않으며, 가상화폐에 대한 쌍무 소매거래는 CEA의 소매 외환규제 틀에서는 발생하지 않으며, 소매 commodity 조항이 적용됨. 그것은 중요한데 왜냐하면 소매외환거래는 CEA section 2(c)(2)(D)에 의해 레버리지, 마진 또는 금융 기반에 의한 매매(leveraged, margined or financed sale)에 적용되는 것과 동일한 제한이 적용되지 않기 때문임.

첫째로 소매 commodity 조항은 거래 당사자가 소매 투자자(즉 ECP가 아닌 자)인 경우에만 적용됨. CEA section 2(c)(2)(D)에 의해 규제되는 특정한 commodity 매매거래를 위해 제시되어야 하는 두번째 요건은 매도인이 당해 거래를 레버리지, 마진 방식으로 청약 또는 이행하였는지 여부, 또는 당해 거래가 매도인이 직접 자금조달 또는 제3자가 매도인과 공동으로 자금조달하였는지 여부임. 상기에 해당하지 않으면, 당해 매수인이 소매 투자자이더라도 section 2(c)(2)(D)는 적용되지 않음.

2개 요건(소매 투자자, 레버리지/마진/금융 기반 거래)을 충족하더라도, 다음과 같은 **2가지 예외** 있음(즉 거래소 밖 거래가 가능하고 FCM 등 등록요건 미적용).

① 실제인도(actual delivery standard)

28일 이내에 commodity의 “실제인도”가 이루어지는 commodity 매도계약. 실제인도 기준은 CFTC가 가상화폐로 간주하는 자산의 소매 매수인에 대한 레버리지, 마진 또는 금융에 의한 매도에 어떻게 적용되는지에 관하여 일부 불확실한 측면이 있음. 무엇이 가상화폐의 실제인도에 해당하는지에 대한 CFTC의 입장은 유동적(flux)임. 2013년, CFTC는 “실제인도”에 대한 해석을 발표. 동 해석은 물리적(유형적) commodity에 초점을 둔 것이지만, CFTC는 Bitfinex을 미등록 FCM으로 제재 조치함에 있어 비트코인에 대해 동 해석을 적용. 그러나 CFTC는 아무런 설명없이, Bitfinex가 위법하게 미등록거래소를 운영했다는 지적은 하지 않음.

2017년 12월, CFTC는 “가상화폐”의 “실제인도”에 대한 2013년 견해의 수정을 제안함. Bitfinex 재조치와 일치하는 입장에서, CFTC는 28일 이내 실제인도가 이루어지는 commodity 거래의 예외에 해당하기 위한 요건을 발표.

- |   |
|---|
| <ul style="list-style-type: none"><li>• <b>매수인은 거래일로부터 28일 이내에</b> 매수한 전체금액의 <b>소유권 및 통제권을</b> 보유하고 상업적으로 자유롭게 사용할 수 있어야 함</li><li>• 매도인 또는 자금지원을 통해 매도인과 협력하는 자는 <b>거래일로부터 28일 이후</b> 레버리지, 마진 또는 금융 방식으로 매입한 해당 commodity에 대하여 <b>여하한 지분이나 통제</b></li></ul> |
|---|

**권을 보유할 수 없음**

현재까지 CFTC는 상기 해석에 대한 최종 개정을 하지 않고 있음. 다른 맥락에서, CFTC는 commodity 매수에 사용되는 대금의 차입을 위한 28일 이상의 담보로서 commodity lock-up 약정은 28일 이내 실제 인도 요건과 충돌한다는 입장을 취하고 있음.

② commodity 매매계약이 선물 또는 선물처럼(as or as if it were a futures contract) 취급되지 않을 요건

(i) 당해 계약이 매도인과 매수인간 집행가능한 인도의무(enforceable delivery obligation)를 발생시킬 것

(ii) 매수인과 매도인은 각자의 사업라인에서 당해 commodity의 인도 및 수령을 할 수 있을 것

현재까지 CFTC는 이 예외에 대한 해석지침을 제공하지 않고 있음

**(d) 상업적 선도(Forward) 계약 및 현물(Spot) 계약**

CFTC는 선도 또는 현물계약/거래로 알려진 물리적(또는 비금융적) commodity에 대한 현물시장 거래를 규제하는 규칙 제정권을 부여받지 못함. SEC는 증권의 IPO 및 증권유통시장 규제권한을 가짐. CFTC는 기록보관요건을 부과하여 파생상품시장 이용자들의 현물시장 행위를 감시할 권한을 갖고 있음. 또한 CFTC는 헷저에게 현물시장 포지션 및 상업적 운용에 대한 보고서를 제출하도록 요구할 수 있음.

CEA는 commodity 가격을 시세조종하거나 시도하는 것을 위법으로 하며, CFTC에게 시세조종에 관여하는 자에 대한 제재 권한을 부여함. CEA는 시세조종 및 시세조종 미수를 중죄(criminal felony)로 분류하고, 이는 법무성에서 기소함.

(상업적 선도거래)

배제 대상인 선도계약은 다음에 해당하는 상인간 상업적 계약

(i) 상업적 이유로 비금융상품(예, 농산물, 에너지 또는 금속물)의 인도를 장래시점으로 연기

(ii) 당사자의 상품 인도 또는 수령 의향 존재

(iii) 인도는 일상적으로(routinely) 발생

선도거래는 section 2(a)의 "장래의 인도"는 "연기된 선적 또는 인도를 위한 현물 상품의 매도"를

포함하지 않는다고 규정하는 section 1a(27)와 함께 CEA section 2(a)에 따라 “선물 규제”에서 면제 됨. 배제는 비금융 commodity에 대한 선도계약에 국한되지 않으나, 연혁적으로 물리적 또는 유형의 commodity 매도에 적용되어 왔음.

CEA 스왑 정의는 당사자가 물리적으로(physically) 거래를 결제하려는 경우 “비금융 commodity(및 증권)”에 대한 선도계약을 명시적으로 배제하는데, 그 결과 해당 계약은 스왑 규제에서 배제됨. CFTC는 2012년 스왑 상품 개념 규칙의 제정시, 선물 및 스왑 정의에서 선도계약 배제는 일관된 방법으로 해석할 것이라고 언급함.

(현물계약)

현물계약(spot contract)은 **상품 인도시점이 2일 이내**(또는 당해 상품이 전형적으로 인도되고 시장 관행에 부합하는 경우에는 그보다 짧은 기간)인 상품의 상업적 매매계약을 말함. 현물계약은 일반적으로 CEA 규제범위에서 벗어남(反사기 및 反시세조종 조항이나 잠재적인 소매외환 또는 소매 commodity 거래 조항은 제외).

(e) 가상화폐시장 참가자의 CFTC 등록요건

가상화폐에 대한 파생상품의 딜링 또는 서비스를 제공하는 시장참가자는 CFTC에 등록하여야 함. CEA는 참가자의 활동에 따라 다양한 등록 형태를 설정함. 다음 표는 CEA 등록 유형을 요약한 것임.

등록 유형	등록 요건
스왑 딜러 (SD)	(i) 가상화폐에 대한 스왑 딜러라고 내세우는 자 (ii) 가상화폐 스왑에 대한 시장조성 (iii) 일반적 영업과정에서 자기계좌로 가상화폐 스왑을 주기적으로 체결 (iv) 가상화폐 스왑에 대한 딜러 또는 마켓메이커로 알려진 행위 영위 ※ 직전 12개월간 총 스왑거래 액면금액이 80억불 미만인 경우 딜러 등록 의무 없음
중요스왑참가인 (MSP)	SD는 아니지만 그의 결제불이행이 미국 금융시스템에 부정적 영향을 줄 정도로 가상화폐 스왑 포지션을 가진 자
선물수수료중개인 (FCM)	(i) 가상화폐에 대한 선물 또는 스왑, 가상화폐 선물옵션, 가상화폐에 대한 소매 장외외환계약 또는 스왑을 위한 주문 권유 및 접수 (ii) 상기 행위와 관련하여, 금전, 증권 또는 자산의 수령, 해당 거래

	의 마진, 보증 또는 담보제공을 위한 신용제공
투자권유인 (IB)	가상화폐에 대한 선물 또는 스왑 주문의 권유 또는 접수를 하지만, 고객으로부터 금전, 증권 또는 자산을 수령하지 않고 해당 거래의 마진, 보증 또는 담보제공을 위한 신용제공도 하지 않는 자
상품자산운용자 (CPO)	가상화폐에 대한 파생상품에 투자하는 상품 pool(즉 commodity 지분 거래를 목적으로 하는 투자신탁, 신디케이트 또는 유사 형태의 기업), 투자신탁, 신디케이트 또는 기타 집합투자기구
상품거래자문업자 (CTA)	보상 또는 이익을 위해 가상화폐 파생상품의 선물, 스왑 및 기타 파생상품의 거래에 대하여 자문하는 자
제휴자 (AP)	상기 등록된 자를 위하여 고객에게 권유하거나 고객 권유를 하는 자를 감독하는 개인으로 NFA의 회원이 됨 SD 또는 MSP의 AP는 적격성 심사를 받음

상기 자격으로 등록된 자는 NFA의 회원이 되어야 함. NFA는 제정법 위임에 따라 1976년 설립된 업계 전문가를 위한 자율규제기구임. NFA는 CFTC에 “등록선물협회”로 등록되고 CFTC의 감독을 받음. NFA 회원들은 NFA 규칙을 준수하여야 하며, NFA의 자율규제 감독 및 제재 대상이 됨.

### 3. CFTC의 “commodity”로서 가상화폐의 취급

#### (a) CEA상 “commodity” 정의

가상화폐의 거래에 대하여 CFTC가 관할권을 갖는지 여부는 거래 및 시장에 대한 CEA 적용범위를 규정하는 CEA의 commodity 정의에 포함되는지 여부에 따라 결정됨. commodity 개념은 다음과 같이 2가지 유형을 포함하는데 하나는 협의이고 다른 하나는 매우 포괄적임.

(i) 농산물 commodity로 열거된 리스트

(ii) “장래의 인도계약이 현재 또는 미래에 체결되는 모든 상품 및 제품... 및 모든 서비스, 권리 및 이익 (2가지 예외 있음)

이 정의(2010년 이후 개정 없음)는 가상화폐를 명시적으로 언급하지 않고 있음. 그러나 commodity 개념에 대한 입법 역사는 당해 개념정의를 가상화폐를 포함하는 것으로 해석하여야 한다는 통찰력을 제공함. (ii)의 광의의 commodity 개념 유형은 1974년 추가되었는데, 새로 설립된 CFTC에게 선물시장에 대한 광범위한 권한을 부여하기 위함. 의회는 개방형 “commodity” 개념정의를 설정함으로써, CFTC에게 탄력적인 유형 해석을 통해 권한 범위를 결정할 수 있는 자유를 부여함. 그러나 가상화폐시장에서 사기와 싸우는 CFTC의 노력에서 나타난 바와 같이, 非파생상품시장에 대한 CFTC의 광범위한 권한 주장은 시장참가자들로부터 CFTC 권한 범위의

명확화를 요구받는 해석문제를 야기함.

## (b) CEA의 “commodity” 개념의 진화

1974년까지 의회는 협의의 commodity 개념정의를 통해 commodity 선물 규제범위를 특정하였고, 의회가 규제의 보장을 결정한 시장을 규제하기 위해 commodity 건별로 확대하여 왔음

(i) 1922년 곡물선물법 : “곡물”은 밀, 옥수수, 귀리, 보리, 호밀, 아마 및 수수로 정의

(ii) 1936년 곡물선물법을 “상품거래법”으로 대체 : “곡물” 개념의 한계를 극복

의회가 선물 규제를 하여야 한다고 결정한 품목에 대해 CEA를 일반적으로 적용하기 위해, “곡물” 대신 “commodity”로 대체하였음.

CEA는 commodity 리스트를 확대하여 면화, 쌀, 버터, 계란 및 아일랜드 감자를 포함함. 수년에 걸쳐 “비육가축, 오일, 면실막, 면화씨, 피넛, 대두, 및 대두박” 및 “냉오렌지쥬스” 등과 같은 특정 품목을 추가하는 commodity 정의를 개정함으로써 CEA 적용범위를 확대함. CFTC 설립전까지 commodity 정의는 열거된 농산물에 국한되었음.

1974년 개정은 의회의 commodity에 대한 기존 입장을 획기적으로 전환하여, “commodity”의 새로운 정의에 농산물 품목을 유지하는 외에, CFTC가 “의회의 조치없이” 추가 상품에 관할권을 행사할 수 있도록 고안된 “**상품, 물건, 서비스, 권리 및 이익**” 유형을 추가함.

(1974년 개정되어 유지되고 있는 현행 commodity 정의)

“commodity”는, 장래의 인도를 위한 계약이 현재 또는 미래에 체결되는 밀, 면화, 쌀, 옥수수, 귀리, 보리, 호밀, 아마씨, 수수, 밀사료, 버터, 계란, 가지감자(아일랜드 감자), 모직, 오일(돼지지방, 우지, 면화씨 오일, 피넛 오일, 대두유 및 기타 기름 또는 오일), 면화씨, 가축, 가축 가공품 및 냉동 오렌지 쥬스 및 기타 상품과 품목 및 모든 서비스, 권리 및 이익(양파와 영화 박스오피스 영수증 또는 당해 영수증 지수, 가치 등은 제외)을 말함.

commodity 정의의 광범위함은 1974년 및 2010년 각각 오직 양파와 박스오피스 영수증 만을 제외한 사실로부터 추론 가능함.

확장된 commodity 개념정의를 commodity 선물시장에 대한 CFTC의 관할권을 확대하려는 것이 명백하지만 CFTC의 관할권 한계에 대한 의문을 초래함. 이 문제는 특히 기초자산이 제정법상 열거된 commodity와 유사하지 않은 기초자산을 포함하는 신규 상품의 경우에 가장 뚜렷함. 확대된 commodity 정의하에서, CFTC가 관할권을 갖는 각 신규 상품의 경우, 의회가 의도한 것보다 관할권을 더 확대하는 것인지 여부에 대한 문제가 제기됨. 이 문제는 CFTC의 관할권이 反사

기 또는 反시세조종에 국한되거나 소매 commodity 거래 규제권한에 따르는 spot 또는 현물시장 보다는, CFTC의 관할이 충분하고 명백한 선물이나 스왑시장에서 CFTC가 권한을 행사하지 않는 상황에 관련됨

**(c) commodity 정의에서 제기된 해석 문제 : 가상화폐가 commodity로 인정되기 위해서는 선물 계약의 존재가 필요한가?**

가상화폐는 농산물 품목으로 열거되어 있지 않기 때문에 CFTC가 가상화폐 거래에 대한 관할권을 갖는지 여부는 장래 인도 계약이 현재 또는 미래에 체결되는 "두번째 정의(상품 및 품목..... 또는 모든 서비스, 권리 및 이익)"에 해당하는지에 달려 있음. 이 commodity 정의 부분에서 가상화폐 취급에 관련된 해석상 질문의 하나는 commodity로 인정되기 위해서는 "가상화폐"에 대한 선물계약이 미리 존재하여야 하는가 임

**(CEA의 두번째 commodity 정의에 대한 4가지 견해)**

(i) 최협의

- 선물계약이 존재하는 상품, 품목, 서비스, 권리 및 이익만이 CEA상 "commodity"
- CFTC가 관할 주장을 하기 위해서는 해당 "commodity"에 대한 선물계약의 존재가 필수적
  - CEA 정의는 "미래(in the future)"의 선물계약도 고려하지만, 당해 상품이 실제 선물계약의 대상이 되기까지는 'commodity'로 보지 않게 됨

(ii) 협의

- "선물거래" 요건은 "서비스, 권리 및 이익"에만 적합하고 "상품 또는 품목"에는 그렇지 않다는 견해
  - 이 해석에 따르면 가상화폐가 "상품 또는 품목"인지 여부를 결정할 필요가 있음
    - 선물거래가 가상화폐를 "commodity"로 분류되도록 만드는 전제요건은 아니지만, 그것이 서비스, 권리 또는 이익"인 경우에는 "선물거래" 요건이 관련됨

(iii) 광의

- 현재 "선물거래"가 존재하는 모든 상품, 품목, 서비스, 권리 및 이익은 물론 "미래"에 선물거래 대상이 될 수 있는 다른 commodity도 포함
  - CFTC는 어떤 "commodity"가 선물계약 대상이 될 수 있는 한(당해 상품에 대한 관할을 주장하기 이전에 반드시 선물시장의 존재를 요구하지 않음) 해당 commodity에 대한 관할

권이 있음

(iv) 절충

- 선물계약은 존재하여야 하지만 동일 유형(same category)의 commodity에 속하는 다른 품목의 선물계약이 존재하면 개별 세부 품목에 선물계약이 존재할 필요는 없음

※ **CFTC v. My Big Coin Pay** - 절충론 채택 판결  
선물계약이 존재하지 않는 가상화폐인 MBC에 있어서, 비트코인에 대한 선물계약이 존재하고 MBC와 비트코인은 동일 유형의 commodity에 속하기 때문에, CFTC는 MBC에 대한 관할권이 있다고 판시

(각 견해에 대한 평가)

Commodity 정의의 입법역사 렌즈를 통해 각 견해를 평가하는 것은 어떻게 이해되어야 하는지에 대한 명확한 답변을 주지는 않지만 추가적인 성찰(Insight)을 제공함. 4가지 견해 모두 CFTC의 관할권 인정을 위해서는 commodity를 열거하여 규제범위를 특정하여야 한다는 의회의 오랜 입장을 종식시켰던 1974년 의회의 의도에 부합됨.

- 먼저 (i), (ii)의 견해는 CFTC의 관할권을 이미 선물거래 대상이 된 commodity로 국한
  - o 본래 선물시장 규제에 대한 공익적 정당화 근거는 선물시장과 그 기초자산 현물시장간의 상호관계에 기초한 것이므로 협의로 보는 입장은 의회 의도에 부합
- (iii)의 견해는 CFTC는 당해 commodity에 대한 선물시장이 존재할 가능성이 있는 한, 새로운 commodity에 대한 규제권을 보유하므로 상기와 같은 제한이 없음

그러나, 광의의 해석은 해결하여야 할 많은 과제가 있음. 즉 CFTC의 反사기 및 反시세조종 권한은 선물시장과의 관계가 없는 commodity를 포함하여, 모든 상품, 품목, 서비스, 권리 또는 이익을 포함하는 것으로 해석되는 문제가 있음
- (iv)의 견해는 준수하기 어려운 광의의 해석문제는 피할 수 있지만, 어떤 품목이 “동일 유형의 commodity”에 속하여 CFTC의 관할에 속하는지에 대한 문제를 남김
  - o 이 문제는 상이한 가상화폐들이 뚜렷한 특성을 생성함에 따라 가상화폐 규제에 있어 보다 두드러짐 (예를 들면, 가상화폐들은 payment token, utility token, asset token 및 hybrid token의 특성을 전부 또는 일부만 가질 수 있고, 가상화폐의 특성은 시간이 경과하면서 진화함)
- 이 해석문제를 어떻게 풀지는 가상화폐가 CEA에 의한 CFTC의 관할에 속하는지 여부에 중요. 현재 오직 1개의 가상화폐(비트코인)만 거래소 상장 선물거래의 대상임

(d) 또 다른 해석 문제: 가상화폐가 commodity라면, 어떤 유형의 commodity인가?

CEA는 commodity를 **형태 및 유형에 기초하여 구분**하고 있음. 동법은 증권, 외환, 비금융 commodity, 농산품, 배제 commodity 및 면제 commodity를 규정하고, 배제 commodity와 면제 commodity에 대한 정의도 포함

가상화폐를 **증권 또는 비증권으로 구분**하는 것은 중요, 왜냐하면 상품거래법과 연방증권법은 증권관련 파생상품에 대한 관할권을 CFTC와 SEC(또는 공동)로 배정하기 때문임. 어떤 특정 가상화폐가 “증권”인지 여부에 대하여 CFTC와 SEC간에 입장이 다른 경우, 당해 가상화폐에 대한 관할권 주장에 충돌이 생길 가능성이 있음

만약 어떤 가상화폐가 비증권 commodity 라면, 또다른 중요한 구분은 당해 가상화폐가 외환으로 간주될 수 있는지 여부. CFTC는 가상화폐는 통화(currency)가 아니라는 입장을 취하고 있는데, 그 결과 가상화폐 소매거래는 보다 우호적인 소매외환거래 규제조항으로 운영될 수 없고, 대신 소매 commodity 거래에 적용되는 보다 제한적인 조항을 고려해야 함

만약 가상화폐를 “외환”으로 보지 않는다면, 가상화폐에 대한 실물인도 스왑은 CEA상 “스왑” 정의에서 “외국환 선도거래”와 “외국환 스왑”을 제외시킬 수 있는 재무성의 결정권 밖이라는 것을 의미. 재무성의 결정권한에 속하는 스왑거래는, 스왑딜러에 적용되는 스왑데이터 보고와 영업행위준칙의 적용 외에는, 스왑규제 적용대상이 아님

배제 commodity와 면제 commodity의 구분은 비금융 commodity로부터 금융 commodity를 구분하는 것을 대신하는 한도 내에서 관련됨.

2000년 의회가 CEA에 삽입한 “배제 commodity”의 정의는 다음과 같음.

- (i) 이자율, 환율, 통화(currency), 증권, 증권지수, 신용리스크 또는 측정치, 채무증권 또는 지분증권, 인플레이션 지수 또는 측정치, 또는 기타 거시지수 또는 측정치
- (ii) 다음 요건을 갖춘 경제적이거나 상업적인 리스크, 수익 또는 가치의 비율, 차액, 지수 또는 측정치
  - (a) (i)에 규정되지 않은 협의 commodities그룹의 가치의 중요부분에 기초하지 않을 것
  - (b) 현물시장을 갖지 않은 1개 이상의 commodities에 기초할 것
- (iii) 관련 계약, 합의 또는 거래 당사자의 통제하에 있지 아니한 가격, 비율, 가치 또는 수준에 기초한 경제적 또는 상업적 지수
- (iv) 다음 각호의 요건을 갖춘 사건발생, 발생수준 또는 우발사건 [(i)에 규정되지 commodity의 가격, 비율, 가치 또는 수준을 제외]
  - (a) 관련 계약, 합의 또는 거래 당사자의 통제하에 있지 않을 것

(b) 금융, 상업적 또는 경제적 결과와 연계될 것

(참고) 배제 commodity 해설

- 증권, 통화, 이자율, 채무증권, 신용등급, 경제적 또는 상업적 지수, 당사자의 통제를 벗어난 기타 가치
  - 주로 대량으로 거래되므로 거래당사자의 영향이나 시세조종이 곤란
  - 대부분의 금융상품, 무형자산 포함
  - 배제 commodity는 ECP간에서만 거래되고, 공식거래시설에서 거래되지 않으면 규제가 면제
- \* 2015년 CFTC는 비트코인과 같은 가상화폐는 commodity이며, 배제 commodity와는 다르게 규제 대상이라고 해석

“면제 commodity”는 “배제 commodity 또는 농산물 commodity가 아닌 commodity”를 의미. 따라서 이 정의는 에너지와 귀금속을 포함하는 포괄적 유형에 해당함, 면제 commodity와 농산물 commodity는 함께 일반적으로 非금융 commodity로 간주되는 commodity에 포함

배제 commodity v. 면제 commodity 성격 구분에 대한 규제상 의미는 시장참가자가 가상화폐에 기초한 선도 또는 스왑을 거래하는 경우에 가장 뚜렷함. 만약 가상화폐를 “배제 commodity”로 보면, 선도계약 면제조항은 적용되지 않음. 왜냐하면 “스왑” 정의에서 배제되는 것은 비금융 commodity(즉 면제 또는 농산물)에 국한되며, “선물” 정의에서의 배제는 비금융 commodity(즉 면제 또는 농산물)에 적용되는 것으로 해석되기 때문

CFTC의 Trade Option Exemption(적격옵션에 대하여 스왑 규제를 면제하는 규칙)는 면제 commodity 또는 농산물 commodity의 옵션으로 제한되며, 따라서 만약 가상화폐를 배제 commodity로 분류하면 가상화폐 옵션에 대하여는 동 규칙의 적용이 곤란

가상화폐는 다양한 특성 및 용도의 진화로 분류에 어려움. 가상화폐라는 용어자체에는 “통화(currency)”라는 개념을 포함, 이는 가상화폐가 지급수단으로 이용될 수 있고 그와 같은 경우 규제목적상 통화로서 취급되어야 함을 암시. 그러나 CFTC는 가상화폐를 “통화”와 같은 것으로 취급하는 것을 거부. 비트코인과 다른 가상화폐들은 귀금속(precious metal)의 특징을 공유하고 있는데, 귀금속들은 역사적으로 그 본질적 용도 및 가치로 인해 “면제 commodity”로 취급되어 왔음. 가상화폐는 공급이 한정되어 있고, 종종 인도가능하며, 타 상품이나 서비스를 생산하는데 이용될 수 있는 자본재(capital goods). CFTC는 아직까지 가상화폐가 “배제 또는 면제” commodity인지 여부에 대하여 명확히 해결하지 않고 있음

그래도 가상화폐는 commodity라는 입장을 밝힌 CFTC의 발표에는 가상화폐를 “면제 commodity로 보고 있음을 보여줌. 예를 들면, Coinflip 사건에서, CFTC는 “비트코인과 기타 가상화폐들은 “실제 화폐(real currency)”와는 다른 바, 실제 화폐는 미국과 여타 국가의 동전과 지폐

(coin and paper money)이며 이들은 법정 화폐로 지정되어 유통되며 당해 발행국가에서 교환수단으로 사용된다”고 발표. 나아가 CFTC는 Coinflip 사건에서 문제의 비트코인 옵션이 CFTC Rule 32.3의 Trade Option Exemption에 따라 공모되었는지 여부를 고려함으로써 가상화폐가 면제 commodity임을 시사함. 이러한 명확한 입장은 가상화폐와 전통적 화폐를 대비하는 CFTC와 SEC 수장의 공개표명과도 일치함

Bitfinex와 체결한 CFTC의 동의명령에서, CFTC는 가상화폐가 배제 commodity가 아니라 면제 commodity로서 보고 있음을 암시함. Bitfinex가 제안한 마진 가상화폐 거래는 소매commodity 거래에 대한 CFTC 관할권의 예외에 해당하지 않는다는 논리설명을 하면서 CEA section 2(c)(2)(D)를 언급

\* CEA section 2(c)(2)(D)는 소매외환거래 예외보다는 소매 commodity 거래에 적용되는 조항  
소매외환거래 조항이 아닌 소매 commodity 거래 조항에 의해 Bitfinex 가상화폐거래의 적법성을 평가함으로써, CFTC는 가상화폐를 면제 commodity로 취급하고 있음을 보여줌

CFTC는 이후에 이루어진 해석에서 당해 해석은 소매 commodity거래에 적용되며 CEA section 2(c)(2)(c)에 의한 소매외환거래에는 적용하지 않음을 분명히 하였고, 어떻게 “실제인도(actual delivery)” 예외가 가상화폐에 적용되는지에 관하여 의견을 구함. CFTC는 가상화폐에 대해 “활동기간중 인정했던 다른 많은 무형 commodity(예, 신재생에너지 등급, 탄소배출권, 지수, 채무증권 등)와 유사한 것”으로 보고 있다고 설명. 가상화폐의 시작 이래, 가상화폐 구조는 금 및 다른 귀금속의 디지털 대체물로서 제안되었음

가상화폐의 주요 특징은 CEA하에서 가상화폐의 분류에 중요하지만, CFTC에 있어서도 어떻게 미래의 결정을 자신의 과거 결정이나 조치와 비교할 것인가를 고려함에 있어 중요함. 예를 들면, CFTC가 가상화폐는 교환 또는 지급 수단으로서의 용도로 인해 “배제 commodity”에 해당한다고 결정한 경우, 그러한 결정은 “면제 commodity와 농산물 commodity는 그 속성상 비금융적”인 반면 “배제 commodity는 일반적으로 금융적”이라고 언급한 종전의 결론과 일치하는 것으로 보임. 반면, 가상화폐를 법정화폐(fiat currency)와 동일한 “배제 commodity”로 배치한 결정은 자신의 종전 결정 뿐만 아니라 가상화폐는 지급수단으로서의 잠재적 이용에 불구하고 법정화폐와는 다르다고 본 IRS 및 FinCEN과 같은 정부기관의 현행 입장과 조율하여야 하는 문제를 안고 있음. CFTC는 다른 면제 commodity가 배제 commodity 범주에 속할 가능성이 있는지 여부에 대한 의문을 피하기 위해서는, 가상화폐의 주된 특성과 본질가치(intrinsic value)를 갖고 있는 다른 면제 commodity를 구별할 필요성이 있음. 반대로, 만약 CFTC가 가상화폐를 면제 commodity로 분류하였다면, 유사한 과정을 거쳐야 함. CFTC의 과제를 더 복잡하게 하는 것은, 법정화폐에 그 가격을 연동시킨 “stablecoins”과 같이 전통 화폐처럼 운영되는 새로운 가상화폐의 개발임

CFTC가 가상화폐에 대해 관할권 주장을 한 것은 commodity 개념정의(및 정의의 범위와 내용

에 관계된 질문)의 배경에 배치됨. 가상화폐는 commodity(非증권으로 암시)라고 분명하게 결정함으로써 CFTC는 자신의 규제방식에 대한 많은 도전에 직면

### (e) commodity로서 가상화폐에 대한 CFTC의 관할 주장

비트코인 및 다른 가상화폐는 commodity이며 非증권 유형이라는 CFTC의 결정으로부터 다음과 같은 핵심 규제 결론이 나옴.

첫째, CFTC는 주간통상(interstate commerce)의 대상인 commodity에 대하여 反사기 및 反시세조종 권한을 보유하므로 가상화폐와 관련하여 발생한 사기 또는 시세조종 적발시에는 집행조치가 가능함.

둘째, CFTC는 선물계약과 같이 "증권"이 아닌 가상화폐 파생상품에 대해서는 완전한 규제권한을 보유함.

아래에서는 가상화폐가 commodity라는 CFTC의 중대 결정의 근거, 그러한 결정에 대한 도전 및 CFTC의 대응조치 등을 설명함

#### (1) 가상화폐는 commodity라는 CFTC 견해의 근거

CFTC는 행정절차(administrative proceedings)를 통하여 처음으로 가상화폐는 commodity라는 입장을 분명히 함. 그러나 이들 사안에 있어서 CFTC는 가상화폐가 commodity라고 결정한 논거나 기준에 대한 많은 논거를 제공하지 않았음. section 2.3(e)(2)에서 설명한 바와 같이, 피고가 민사 소송에서 CFTC의 관할 주장을 반박하고 나서야 CFTC는 가상화폐에 대한 권한에 대하여 보다 실질적인 설명을 하기 시작함.

#### (Coinflip과의 화해 약정)

2015. 9월, CFTC는 거래 플랫폼인 Coinflip과의 화해합의에서 처음으로 "비트코인과 다른 가상화폐가 commodity 정의에 포함되고 commodity로서 적절하게 정의된다"고 결정. CFTC가 당해 결론에 이른 2개 근거의 요소는 다음과 같음.

- (i) commodity의 법적 정의는 "장래의 인도를 위한 계약이 현재 또는 미래에 체결될 수 있는 모든 서비스, 권리 및 이익"을 포함
- (ii) commodity 정의가 매우 넓게 되어 있음

그러나 동의명령에서는 왜 비트코인과 가상화폐가 "서비스, 권리 및 이익"이라는 commodity 정

의 유형에 해당하는지에 대한 상세한 설명은 없었음. 명령 조건에 따라, Coinflip은 금지명령에는 동의하였지만 민사제재금 지급의무는 없었음(상대적으로 CFTC의 집행조치에서 드문 사례). 아마도 CFTC는 첫 케이스(가상화폐에 대한 CFTC의 집행권 주장을 시장에 알리는 첫 단추)였기 때문에 민사제재금 부과를 삼가한 것으로 보임.

### **(TeraExchange 사건)**

Conflip과의 화해 1주일 후, CFTC는 당해 거래가 사전약정(pre-arranged)된 것임을 공시하지 않고 美달러와 비트코인 가치에 기초한 비인도 선도계약의 실행을 공표하지 않음으로서 가장매매(wash trading)를 방지하지 못한 사실에 대하여 등록 SEF인 TeraExchange와 화해. CFTC는 Conflip의 결정에 의존하면서 주석에서 "비트코인은 CEA section 1a의 commodity이고, commodity로서 관련법규의 적용을 받는다"고 언급. 당해 명령에는 더 이상의 설명이나 논거가 제시되지 않았음

### **(Bitfinex 사건)**

2016. 6월, CFTC는 FCM 등록없이 불법 장외 소매 commodity 거래를 한 혐의에 대하여 온라인 플랫폼인 Bitfinex와 화해함. 가상화폐에 대한 파생상품에 관련된 앞의 두 화해 케이스의 플랫폼과는 달리 Bitfinex는 주로 비트코인으로 가상화폐에 대한 레버리지 거래를 제안하였음. 그럼에도 CFTC는 이전 두 케이스에 의존하여, "비트코인과 다른 가상화폐들은 commodity정의에 포함된다"고 강조. CFTC에 따르면, 등록거래소에서 이루어지지 않았기 때문에 Bitfinex의 플랫폼은 불법 선물거래를 구성함. 또한 Bitfinex는 직접 고객 자금과 거래주문을 수령하였기 때문에 CFTC에 FCM으로 등록되었어야 했다고 주장.

### **(Gelfman Blueprint 사건)**

Bitfinex 사건 후 1년 이상 경과한 2017. 9월, CFTC는 Gelfman Blueprint 및 그 CEO Nicholas Gelfman을 상대로 연방지방법원에 최초의 가상화폐관련 소송을 제기. CFTC는 피고에 대하여 고객에 대한 허위서류 작성, 중요 정보의 미공시 및 고객 자금 횡령에 의하여 CEA section 6(c)(1) 및 Rule 180.1 위반하는 사기적 도구 또는 책략으로 사기에 관여한 혐의를 물었음. CFTC는 행정 절차에서의 최초 입장을 견지하였지만 많은 논거의 제시없이 가상화폐는 commodity라고 주장함. CFTC는 소장에서 "비트코인과 다른 가상화폐들은 CEA section 1a(9)의 'commodity' 정의에 포함된다"고 주장. 소장의 주석 1에서 CFTC는 "가상화폐"를 Coinflip 명령에서와 같은 방식으로 "가상화폐"를 정의함.

2017. 10. 12일, Gelfman은 CFTC의 소장에 대하여 답변서를 제출하였는데, 답변서에서 그는 "비

트코인과 다른 가상화폐들은 CEA section. 1a(9)에 의한 commodity가 아니기 때문에“ CFTC의 관할권이 없다고 항변함. 이 답변은 2017. 12월 2개의 상이한 거래소 거래 비트코인 선물계약이 출시되기 전에 제출되었음. 2018. 10. 1일, Gelfman의 주장은 영구금지 동의명령 제출로 인해 미 해결로 남게 되었고, 당해 소송은 종결되었음. 당해 명령의 “사실관계” 부분에서 비트코인은 “주간통상의 commodity”로 기재되어 있었음. 당해 명령의 “법 결론” 부분에서는 “비트코인과 같은 가상화폐는 CEA section 1a(9)의 ‘commodity’ 정의에 포함된다고 기재되어 있었음. 장래의 CEA 위반을 방지하기 위한 금지명령(injunction) 외에, 당해 명령은 Gelfman에게 \$492,064.53의 배상과 \$177,501의 민사제재금의 지급을 명하였음.

두 곳의 연방법원에서 가상화폐가 commodity 정의하에서 어떻게 취급되어야 하는지에 관한 분석을 제공함. CFTC v. McDonnell 사건에서, CFTC는 피고가 고의적으로 고객에 대하여 가상화폐 거래에 대한 자문제공을 권유하였지만, 고객자금을 유용하고 자문도 제공하지 않았다고 주장. 변호사가 대리를 하지 않은 McDonnell은 가상화폐가 commodity가 아니라는 주장은 하지 않았지만, CFTC는 자기에게 소송을 제기할 집행권한을 갖지 않았다”고 주장.

CFTC는 CFTC는 “집행권한”이 없다는 McDonnell의 주장에 대하여 CFTC는 이를 “CEA Section 6(c)(1) 및 Regulation 180.1에 의한 CFTC의 반사기 집행권은 가상화폐 관련 사기계획에는 미치지 않는다”는 것으로 해석. 공판전 판결(pre-trial ruling)에서, 법원은 McDonnell 주장을 기각하면서, 다음과 같은 이유로 CFTC가 commodity로서 가상화폐를 규제할 수 있다고 설명

- (i) 가상화폐는 균일한 품질과 가치(uniform quality and value)로 시장에서 거래되는 “상품(goods)”임
- (ii) 가상화폐는 “commodity의 일반적 정의 범주에 들어감
- (iii) 가상화폐는 “장래의 인도를 위하여 현재 또는 미래에 체결될 .....모든 상품 및 품목”으로서 CEA의 commodity 정의를 충족함

심리 후(bench trial), 법원은 CFTC의 승소 및 McDonnell 패소 판결을 내림. 법원은 이전 판결을 인용하면서, “가상화폐는 commodity로서 CFTC가 규제할 수 있고, CFTC의 광범위한 제정법적 권한 및 규제권한은 가상화폐 파생상품시장과 그의 기초 현물시장에서의 사기 및 시세조종에 미친다”고 결론. 이후 의견에서, 법원은 비트코인과 라이트코인은 가상화폐이며 주간통상의 commodity라는 의견을 냄. 장래의 CEA 위반을 방지하기 위한 금지명령 외에, McDonnell에 대하여 \$290,429.29의 배상과 \$871,287.87의 민사제재금 명령을 내림.

상기에 요약된 입장은 가상화폐가 commodity라는 최종결론을 지지하는 것이지만 가상화폐에 대한 CFTC의 관할권에 관련된 많은 해석 문제는 해결하지 못함. 예를 들면, McDonnell 법원은 CFTC의 입장에는 동의했지만, CFTC가 이전에 언급했던 것과 동일한 근거에 의존하지 않았음. CFTC는 이전 행정 화해절차에서 가상화폐는 “장래의 인도를 위한 계약이 현재 또는 미래에 체결될 모든 서비스, 권리 및 이익”으로서 CEA의 commodity 정의에 해당한다고 주장. 따라서, “상

품, 품목, 서비스, 권리 및 이익”중 어떤 유형이 가상화폐에 적용되는지에 관한 중요한 질문이 있음. 더구나, McDonnell 법원은 가상화폐가 commodity 정의에 해당하는 것으로 결론을 내렸지만, 법원의 논거는 가상화폐가 commodity로 되기 위해서는 이미 선물계약의 대상이 되어야 하는지에 관한 문제를 해결하기는 부족함. 이 문제를 해결하는 것은 CFTC가 가상화폐에 대한 그의 권한을 행사하는 범위를 결정하는데 중요하게 될 것임

## (2) 가상화폐가 commodity라는 CFTC 입장에 대한 도전

가상화폐는 CEA의 commodity라고 CFTC가 성공적으로 주장하고 있지만, 그 의견은 완벽하게 정리된 것이 아님. 예를 들면, Gelfman 사건에서 피고는 ① 의회에서 비트코인과 다른 가상화폐를 그와 같이 분류하지 않았고, ② CFTC 외의 다른 기관들도 가상화폐에 대한 관할권을 주장하고 있어, 가상화폐가 commodity가 아니라고 주장. Gelfman 법원은 사건이 화해로 끝났기 때문에 이 문제에 대하여 판단을 하지 않았지만, McDonnell 법원은 이 반박에 대하여 설득력있는 반론을 제시하였는바, “의회가 이 문제를 명확히 하기까지, 가상화폐 거래에 대하여 CFTC는 다른 연방 및 주 행정기관과 민사 및 형사법원과 공동 관할권(concurrent authority)을 보유한다”고 판시

두번째 문제는 CEA상의 commodity 정의 해석상 모호함(interpretive ambiguity)에 초점을 둬. CEA에 정의된 “commodity”는 “장래의 인도를 위한 계약이 현재 또는 미래에 체결될” 모든 상품, 품목, 서비스, 권리 및 이익을 포함. 협의의 의미에서도, 현재 비트코인이 CME 및 CBOE 선물거래소에서 선물거래 대상이기 때문에 이 정의는 비트코인을 포함함. 그러나, 현재 선물거래가 존재하지 않는 다른 가상화폐에 대하여도 동일하게 맞는 것인지 여부는 분명하지 않음.

앞에서 언급한 바와 같이, commodity 정의는 여러 해석이 가능.

- ① 첫번째 해석은 CFTC가 commodity로서 특정 가상화폐에 대한 관할권을 가지려면 선물계약의 존재를 요구함
- ② 두번째 해석은 단지 당해 가상화폐가 미래에 선물계약의 대상이 될 가능성만을 요구함
- ③ 세번째 중도적 해석은 commodity 유형에 속하는 가상화폐중 어느 하나에 선물계약이 존재할 것을 요구함

이 해석의 결과는 중요한데, 첫번째 해석에 의하면 가상화폐에 대한 CFTC의 관할권은 다른 가상화폐가 선물계약 대상이 되지 않으면(및 되기까지는) 훨씬 불명확하기 때문임.

CFTC v. My Big Coin Pay 사건에서 피고는 CFTC의 관할권이 없음을 이유로 사건을 기각할 것을 요구함. 동 사건은 비트코인이 아니며 선물계약이 없는 가상화폐 MBC에 관한 것이었음. 피고는 “CEA의 문면상, 거래되는 선물계약이 있다면 무형의 “서비스, 권리 및 이익”만이 CEA 정의상 “commodity”에 포함된다고 주장. 피고는 MBC는 거래되는 선물계약이 없기 때문에 commodity

가 아니며, CFTC는 소 제기권이 없다고 주장.

CFTC는 두번째 해석 방식의 채택을 지지함. 행정절차에서 CFTC는 일관하여 "비트코인 및 다른 가상화폐"는 commodity로서 적절하게 정의된다고 주장 - 비록 2015년 9월 그 결정을 최초로 내린 때 비트코인 및 다른 가상화폐에 대한 선물계약이 존재하지 않았음에도 불구하고. My Big Coin Pay 사건에서, CFTC는 그 입장에 대하여 추가 논거를 제공하였음.

첫째, CFTC는 해석상 모호함을 피해 MBC는 "상품(good)" 또는 품목(article)"이기 때문에(이 입장은 CFTC가 아니라 McDonnell 법원이 최초로 취함) 그에 대한 선물계약의 존재여부에 관계없이 commodity라고 주장. CFTC는 commodity 정의에 있어서 수식어 "현재 또는 장래에 거래되는"은 "구문, 구두법 및 문법 문제로서" "서비스, 권리 및 이익"에 적용된다는 논거를 제시. CFTC의 주장은 잠재적으로 방대한 결론을 불러옴. 만일 CFTC가 옳다면, CFTC는 여하한 상품이나 품목에 대한 현물시장이 선물시장과 연계되는지 여부에 관계없이 현물시장을 규제할 수 있게 됨. 그러나 의회는 CEA를 개정하면서 선물계약에 대한 수식어를 추가함과 동시에 상품 및 품목과 서비스, 권리, 이익 조항을 추가하였음. CEA section 2(a)(1)에 의한 선물계약에 대한 CFTC의 관할권 범위와 선물계약 규제를 위한 공공의 이익을 결합하는 경우, 그 타임라인은 의회가 CFTC에게 선물시장과 연결되지 않은 commodity에 대한 관할권을 부여하려는 것이 아니라는 것을 시사함.

둘째, 대안으로, CFTC는 해당 수정조항이 상품 및 품목에 적용되더라도, "기능적으로 유사한 가상화폐 비트코인에 대한 선물계약이 거래되기" 때문에 MBC 및 다른 가상화폐들은 commodity라고 주장함. CFTC는 "의회가 동법에 의한 commodity를 형태, 등급, 질, 브랜드, 생산자, 제조자 또는 형태에 의해서가 아니라 유형적으로 정의하였고", 따라서 비트코인 선물이 거래되고 있는 점을 고려하면 CFTC는 commodity 유형으로서 가상화폐를 규제할 권한을 갖는다는 논리를 제시함. CFTC는 또한 U.S. v. Valencia 사건에도 의존하였는데, 동사건에서는 "West Coast gas"를 위한 선물계약이 존재하지 않기 때문에 "West Coast gas"는 CEA상의 commodity가 아니라는 주장을 기각하였음. 법원은 "West Coast 또는 기타 지역에 배송을 위한 천연가스는 commodity"이기 때문에 "West Coast gas"는 commodity이며, 천연가스는 "대체성(fungible)"이 있고, "West Coast gas가 장래에 선물거래소에서 거래될 수 없다는 증거는 없다고 설명.

CFTC가 인용하지는 않았지만, U.S. v. Brooks 사건의 제5순회법원은 마찬가지로 Henry Hub에서 거래되는 천연가스만이 NYMEX에서 거래되는 천연가스 선물계약의 기초자산이기 때문에 CEA상 Henry Hub에서 거래되는 천연가스만이 commodity라는 주장을 기각하였음. 법원은 천연가스는 "당해 상품의 실제 본질은 변하지 않기 때문에" 소재지에 관계없이 일반적으로 commodity라고 판시.

2018. 9. 26일, MBC 담당 법원은 기각 신청에서 제출된 피고 주장을 기각하면서, 적어도 사건의 변론단계(pleading)에서 CFTC는 당해 사건이 속행되기 위한 충분한 사실을 주장하였다고 판시함. 동 판결에서, 법원은 commodity 정의에 대해 중도적 해석 입장을 취하고, 원고는 변론단계

에서 My Big Coin이 가상화폐이며 이른바 비트코인이라는 가상화폐에 대한 선물거래가 존재한다는 것을 주장하는 것으로 충분하다고 설명. 법원은 CFTC의 주장을 다음 방식으로 규정함: 비트코인 선물계약의 존재를 지적하면서, 장래의 인도를 위한 계약이 거래되고 있고 따라서 가상화폐로서 My Big Coin은 commodity라고 주장함; 법원은 CEA 문맥은 CFTC의 주장을 지지한다고 판결함. 법원은 CEA가 "commodity"를 일반적/유형적으로 정의하며, 형태, 등급, 질, 브랜드, 생산자, 제조자 또는 형태에 의한 것이 아니며, "의회"의 commodity 정의에 대한 접근법은 "거래(dealt in)" 요건의 충족 여부 판단에 있어 법원은 유형(categories) - 특정 품목(items)이 아닌 - 에 집중하여야 한다는 의도를 상징한다는 CFTC 입장에 동의함. Brooks 및 Valencia 케이스를 인용하면서, 법원은 "모두 고려하면, 이 판결은 CEA는 그 등급내 모든 품목(예, West Coast 천연가스)이 commodity로 간주되기 위해서는 어떤 등급(예, 천연가스)내의 선물계약의 존재만을 요구한다는 원고의 주장과 궤를 같이 한다고 판시함. 기각 신청(motion to dismiss)이 거부되고 약 6주후 제출된 수정 소장에서, 피고 Randall Crater은 "My Big Coin은 장래의 인도를 위해 계약이 체결된 상품, 품목, 서비스, 권리 또는 이익"이라고 결론을 내릴 만큼 선물계약이 거래되는 유일한 가상화폐인 비트코인과 충분히 관련되지 않으며, 따라서 My Big Coin은 CEA에서 정의하고 있는 "commodity"가 아니다"라고 affirmative defense를 함.

교훈적이기는 하지만, 이 사건은 commodity 정의에 대한 해석상 모호함을 해소하지 못함. 기껏해야 그 판결들은 일반 commodity 유형의 구성상품간에 충분한 유사성이 있고 한 구성상품이 선물계약의 기초자산인 경우, CFTC는 그 구성상품 모두를 commodity로서 적절하게 규제할 수 있음을 시사함. 그것은 유사한 가상화폐들이 비트코인과 기능적으로 동일한 것으로서 어떻게 그룹지어져야 하는지 그리하여 commodity 정의에 해당하는지에 대한 질문을 제기함. 상기 섹션 2.3(d) 및 아래 섹션 2.4에서 설명되는 바와 같이, 가상화폐들은 용이한 유형화가 어려울 수 있고, 각 가상화폐는 소재지가 다른 천연가스와 유사한 특유성을 가질 수 있음.

#### **(f) commodity로서 가상통화에 대한 CFTC의 반사기 및 반시세조종 권한의 행사**

CFTC는 CEA에 따라 선도 또는 "현물(spot)"계약 또는 거래로 알려진 상품에 대한 현물시장(cash market)을 규제하는 규칙제정권이 없음. 결과적으로, 많은 가상화폐 거래 플랫폼은 CFTC의 관할권 밖에서 운영. 비록 현물 commodity시장은 등록, 보고 및 기록 유지와 같은 광범위한 CEA의 준수 요건에 직접적으로 종속되지는 않지만, CEA section 6(c)(1) 및 CFTC Rule 180.1에 의해 이 영역에서 거래되는 commodity와 관련된 사기적 행위와 시세조종을 처벌할 수 있는 권한이 있음.

CFTC Rule 180.1은 다음과 같이 규정하고 있음.

시세조종적이고 사기적인 수단의 사용 또는 사용하려는 시도의 금지

(a) 어떤 자가 직접적으로 또는 간접적으로 주간통상에서의 어떤 상품의 스왑 또는 매매 계약,

또는 장래의 인도를 위한 계약, 또는 등록된 단체의 규칙에 따라 의도적으로 또는 부주의하게 다음과 같은 행위를 하는 것은 위법이다:

- (1) 어떤 시세조종적 수단, 계획 또는 사기를 위한 책략을 사용하거나 시도하는 경우;
- (2) 중대한 사실에 관한 허위 또는 오도하는 진술을 하거나 당해 진술이 허위 또는 오도하지 않도록 하는데 필요한 중대한 사실의 진술을 누락하거나 시도하는 경우
- (3) 어떤 사람에게 사기 또는 기망이 되는 행위, 관행 또는 사업 과정에 참여하거나 참여하려고 시도하는 경우
- (4) 고의로 또는 부주의하게, 당해 보고서가 허위, 오도 또는 부정확하다는 사실에 관계없이, 주간통상에서 어떤 상품의 가격에 영향을 미치거나 미칠 수 있는 허위 또는 부정확한 곡물 정보, 시장정보 또는 상황을 우편이나 주간 통상을 통해, 여하한 통신수단에 의해 전달하거나 전달하려고 하는 경우. 전술한 내용에도 불구하고, 어떤 자가 선의로 허위이거나 오도 또는 부정확한 정보를 가격보고서서비스에 잘못 전송한 경우에는 본 조 위반에 해당하지 아니한다.

CEA section 6(c)(1) 및 Rule 180.1에 따른 CFTC의 권한은 SEC의 증권거래법 제10조 (b) 및 SEC 규칙 10b-5의 사기 금지에 관한 권한과 유사. 그러나 한 가지 차이점은, CEA 및 CFTC 규칙 180.1의 조항은 금지행위를 거래 관련 행위로 한정하지 않는다는 것임. CEA section 6(c)(1) 및 CFTC 규칙 180.1은 "모든 스왑의 매수, 매도, 권유, 이행, 계류 또는 종결, 혹은 모든 주간통상에 의한 모든 상품 매매계약이나 장래 인도를 위한 계약에 관련된 모든 시세조종적이거나 사기적인 행위"에 미침.

그럼에도 불구하고, CFTC는 CFTC 규칙 180.1의 내용을 최종적으로 결정하면서 자신의 권한에 일부 제한이 있음을 인정. CFTC 규칙 180.1 제정 서문(preamble)은 스왑, 상품의 매매계약이나 선물계약과 "관련있는 것으로(in connection with)" 보지 않으며 따라서 CFTC의 관할권 외의 행위 사례를 규정함으로써 동 규칙의 언어 의미가 너무 광범위하여 CFTC에게 제한없는 권한을 부여한다는 의견 제출자의 우려(commentators' concern)에 응답. 서문은 CFTC가 자신의 관할권이 선도, 스왑 시장에서의 거래 또는 주간통상의 상품 가격. 혹은 사기 또는 시세조종이 현물 상품, 선물 또는 스왑 시장이나 이들 시장의 참가자 등에 영향을 미칠 수 있는 경우를 예상한다고 서술. 이런 관점에서, 서문은 "이러한 최종 규칙의 적용은 의회가 위원회에 부여한 관할권을 존중하는 것"이라고 결론.

최근 CFTC 민사 사건은 CFTC가 가상화폐의 맥락 및 CFTC의 집행 권한은 CEA에 의한 CFTC의 전반적 관할권과 연관된다는 이전 성명 배경에서 반사기 및 반시세조종 권한을 행사하고자 할 때의 잠재적 문제를 강조. 예를 들면, CFTC v. Monex, 사건에서, 캘리포니아 중앙구

연방 판사는, 비록 CEA section 6 (c) (1)의 문언은 의회가 시세조종적 또는 사기적 행위를 금지하려고 한 것임을 시사하지만, CFTC가 시세조종 및 사기 행위 모두를 입증할 수 있는 경우에만 CEA section 6 (c) (1)에 따른 집행 권한을 행사할 수 있다고 판시. 동 사건에서 피고들은 CEA section 6 (c) (1)은 특정 상품 거래가 파생상품시장을 시세조종하거나 잠재적으로 시세조종하는 경우에만 CFTC의 반사기 권한을 부여하는 것이라고 주장.

그러나 McDonnell판결에서 법원은 Monex 판결에 동의하지 않고 사기적 행위에만 해당할 뿐이었는데도 CFTC에 반 사기 관할권을 부여. McDonnell 사건에서 법원은 "Monex를 충분히 고려한 후" CEA section 6(c)(1)은 "소 제기시 주장된 사기적 계획에 대하여 CFTC의 집행 권한을 부여한다"고 판결.

Monex 판결은 현재 제9항소법원에서 항소 중인데 그 사건의 결과는 가상화폐시장에서 CFTC가 사기를 단속할 수 있는 능력에 중대한 영향을 미칠 것임. 여러 경우에 CFTC는 CEA section 6(c)(1) 및 CFTC 규칙 180.1에 따라 사기 하나만 충족되어도 단속을 함. 만약 제9 항소법원이 원심의 판결을 지지한다면, CFTC는, 적어도 제9항소법원의 관할에서는, 시세조종의 증거가 없는 가상통화 사기 혐의자에 대해 이러한 유형의 소송을 제기할 수 없을 것임.

Monex 사건의 피고와 마찬가지로, My Big Coin Pay 사건에서 피고는 CFTC는 반사기 및 반시세조종 권위에 의지할 수 없다고 주장하였는데, 그 이유는 CEA section 6(c)(1)의 기저에 있는 입법부의 의사와 CFTC 규칙 180.1에 대한 CFTC 자신의 설명은 시세조종에 대한 증거가 없는 경우에는 CFTC가 일반적인 사기에 대해 개인과 단체를 처벌하는 것을 허용하지 않는다는 것이었기 때문이라고 함. 이전의 경우와 달리, CFTC는 소장에서, 금지된 행위는 가상화폐인 My Big Coin 자체 및 그것이 소비자들에 의해 어떻게 사용될 수 있는지에 관한 허위진술이라고 설명. My Big Coin 사건에서 피고의 주장은 CFTC의 관할권이 파생상품시장에 관한 사기나 조작을 초월하기 때문에 CFTC 규정 180.1의 가상화폐에 관한 관할권 해석이 과거보다 확대되었다고 주장하는 다른 이들의 주장을 반영.

이러한 어려움에도 불구하고 CFTC는 CFTC 관할권 내에 속하는 가상화폐시장 참여자들의 규제에 대한 지속적인 관심을 선언. 주목할 것은, CFTC와 SEC 집행 부서장은 그들 각자의 집행 프로그램에 관한 공동성명을 발표.

시장 참여자가 디지털 자산 - 가상화폐, 코인, 토큰 등 - 판매에 관하여 사기행위를 할 때 SEC와 CFTC는 형식을 초월하여 행위의 실체를 판단해서 증권 및 상품에 관한 연방법 위반으로 기소할 것이다. SEC 및 CFTC의 집행 부서는 계속해서 위반행위를 적발하고 디지털 상품 제공과 판매에 있어 사기를 금지하고 예방하는 조치를 취할 것이다..

이 성명은 2018년 민사집행조치에서의 CFTC의 입장과 가상화폐시장에서의 나쁜 행위자를 처벌하겠다는 CFTC의 임무를 재차 확인한 CFTC Commissioners 및 스태프의 공개진술과 일치.

### (g) 소매상품거래로서 가상화폐에 대한 CFTC의 관할권 행사

상품으로서 가상화폐의 분류(통화 또는 증권 이외의 유형)는 CEA section 2(c)(2)(D)의 소매 상품 조항에 따라 가상화폐의 마진 거래, 레버리지 거래 혹은 금융 기반 거래에서 의미가 있음.

위 section 2.2 (c)에서 설명한 바와 같이, 해당 규정의 범위 내에 있는 거래는 "선물거래로서" 혹은 "마치 선물거래처럼" 취급되지만, 만약 거래가 28일 이내 상품의 "실제 인도(actual delivery)"로 귀결될 경우 해당 규제에서 제외 될 수 있음. "실제 인도"의 의미는 논쟁의 여지가 있음.

Bitfinex에 대한 집행조치에서 CFTC는 (2013년 해석과 일치되게) 차용한 자금으로 구입한 코인이, 매수자의 계산으로 보관되면서 동시에 차입금에 대한 담보인 경우, 그 비트코인을 개인지갑에 전달하는 것은, 매수자가 차용금을 변제하여 Bitfinex가 담보를 풀어줄 때까지 매수자는 매수한 비트코인에 접근하기 위한 어떠한 권리도 갖지 못한다는 점에서 실제 인도를 구성하지 않는다는 입장을 취함

그러한 거래가 실제 인도로 인한 규제 면제에 해당하지 않기 때문에, CFTC는 Bitfinex가 불법적인 장외거래를 하였으며 미등록 FCM의 역할을 하여 CEA를 위반하였다고 판단

그러나 최근에는, 한 연방법원은 희소 금속에 관하여, 매수한 상품이 대출에 대한 담보로 이용되는 가상화폐와 다른 금융을 받은 상품(financed commodity)에 영향을 미치는 CFTC의 입장을 거부 Monex 사건에서, CFTC는 피고가 FCM으로서 CFTC에 등록하지 않은 채 희소 금속을 장외 레버리지거래로 제공하여 CEA section 4(a)와 4d를 위반했다고 주장

피고들은 레버리지 거래를 한 고객("Atlas 고객")에게 그들의 오픈 트레이딩 포지션의 마진을 제공하기 위해 자금을 예치하도록 요구; 피고들은 자신의 재량에 따라 언제든지 마진 요구 사항을 변경할 수 있었으며, 특정 경우에 고객들의 거래 포지션을 공지없이 청산할 수 있었음.

피고들과 Atlas 고객들 사이의 계정 약정하에서, 미결제 포지션이 있는 고객들은 당해 금속의 물리적 인도를 받지 않았음. 대신, 해당 금속은 피고들과 계약관계가 있는 제3자인 수탁자가 보관하였음

고객들은 전액 지불을 하고, 특정 실물 금속의 실제 인도를 요청하며, 피고들로 하여금 금속을 선적하도록 한 경우에만 해당 금속의 물리적 소유권을 취득 가능

2014년 제11 항소법원의 CFTC v. Hunter Wise Commodities 판결에 따르면, CFTC는 "실제 인도"는 매수한 상품의 소유와 통제의 이전이 이루어진 후에만 발생하기 때문에 그 관할권에서 실제 인도의 예외는 인정되지 않는다고 주장

CFTC의 관점에서 볼 때, 피고의 레버리지 거래에서 인도라고 행해진 것은 고객의 포지션이 언제든지 [피고들의] 단독 판단에 의해서 청산될 수 있었기 때문에 "가짜(sham)"였으며, 거래의 기초가

되는 금속에 대한 모든 통제와 권한을 고객에게 박탈하는 것이었음

Monex 사건의 재판부는, CFTC의 견해를 채택할 경우 모든 대체 상품(fungible commodities)의 레버리지 소매거래가 피고들이 주장한 거래 실무와 약간이라도 관련될 수 있기 때문에 결국 "CEA에서 실제 인도 예외(the Actual Delivery Exception)를 제외"하게 된다고 보아 CFTC에 반대

재판부는 귀금속을 마진거래에 의한 매수로부터 28일내에 제3자인 수탁자에게 인도하는 피고들의 실무는 실제 인도에 의한 CFTC 관할권 적용 예외에 해당한다고 판단. CFTC는 이 결정에 대하여 제9 연방법원에 항소.

#### 4. 거래에 대한 CFTC와 SEC의 관할권 배분

CEA의 "commodity" 정의는 증권을 포함. 의회는 증권을 위 정의에서 제외하지 않고, 증권, 또는 증권 그룹이나 증권 지수(혹은 그에 기한, 또는 그 가치에 기초한 이자)에 근거한 파생상품에 관한 CFTC와 SEC 사이에 관할을, 면제 증권(증권거래법에서 정의)과 비-면제 증권의 차이 및 비-면제 증권의 협의 혹은 광의의 지수들을 근거로 할당. 결과적으로 "증권"에 해당하는 가상 화폐나 기타 디지털 자산에 대한 파생상품은 CFTC 관할권의 대상이 될 수 있지만, CFTC 관할권의 범위는 비증권 상품에 대한 것보다 더 제한됨

하나 이상의 지급 구성 요소(예, 채무증권에 대한 이자 지급)가 전체적으로 또는 일부 비증권성 상품의 가치와 관련이 있게 되는 증권의 경우도 만약 삽입된 상품 조건이 선물계약 혹은 다른 종류의 상품에 관한 파생상품으로 분류될 수 있으면 역시 관할 중첩의 이슈가 발생. 그러한 결합 증권의 발행인은 CEA section2(f)에 규정된 제정법적 면제 또는 CFTC 34장 규정에 의한 면제 규정에 해당되도록 상품의 설계를 통제할 수 있음. 만약 삽입된 조항이 가상 화폐의 가치와 관련된 경우이고, 가상 화폐가 비증권 상품인 경우, 발행인은 CEA 규정 준수에 관한 복잡한 문제를 피하고 싶다면 증권의 최초 발행 및 유통시장 거래에 관한 연방 증권법 요건에 대한 면제 규정 중 하나를 충족시켜야 함.

증권/비증권의 차이점은 일반적으로 어떤 기관이 디지털 자산의 현물시장(cash market) 거래 활동에 대한 관할을 가질 것인지 결정하는데 있어서 중요. CFTC가 아닌 SEC가 현물 증권시장을 사기 및 시장조작으로부터 보호하기 위한 책임을 부담. 따라서 디지털 자산이 CEA의 상품 정의 범위 내에 있는지 여부를 결정하는 것을 넘어서, 해당 자산이 증권인지 비증권인지를 아는 것이 중요

CEA 및 연방증권법은 CFTC와 SEC 간의 경쟁하는 혹은 잠재적으로 경쟁하는 관할권 주장의 영역을 다루기 위해 1974년 이래 수년 동안 개정. 두 기관은 때때로 관할권 문제를 공동으로 해결하였고, 일부 합의는 법령 개정, 특히 1983년에 채택된 Shad-Johnson Accord에 반영. 이 절의 끝

부분에 있는 표는 파생상품 거래 및 파생상품의 기초 자산과 관련하여 두 기관 간 관할권이 현재 어떻게 배정되어 있는지 요약

관할권 배정 체계가 의미하는 것은 무엇보다도, 만약 가상화폐 또는 기타 디지털 또는 디지털화된 자산이 비증권상품이라면, DCM(및 FBOT)은 CFTC에 의해 일반적으로 규제되는 계약으로서 토큰에 관한 선물계약과 선물옵션계약을 상장시킬 수 있음을 의미. 만약 증권에 해당된다면, 선물거래소는 공동으로 규칙에 따라 "증권선물상품"으로서 토큰 또는 가상화폐에 대한 선물 혹은 선물옵션을 상장시킬 수 있음

개인은 토큰 또는 가상화폐에 대한 옵션을 CFTC 규제 대상으로서 거래 가능. 그러나 증권에 해당하는 가상화폐에 대한 옵션거래는 "증권"으로서 SEC가 단독 규제

또한 디지털 자산이 비증권 상품일 경우 특정 CEA 및 CFTC 규제는 위에 제시된 CEA section 2(c)(2)(D)의 소매상품조항에 따라 상품의 레버리지되거나 마진 또는 금융 거래에 적용될 수 있지만, 만약 해당 자산이 증권이라면 그러한 규정은 적용되지 않음.

아래 표에 나오는 CFTC와 SEC에 대한 의회의 관할 할당은 해당 파생 상품을 증권 또는 비증권 상품으로 깔끔하게 구분할 수 있다는 것을 전제. Bitcoin의 비증권 상품으로서의 지위는, SEC의 반대도 없이, 증권선물이 아닌 선물로서, 혹은 증권기반 스왑이 아닌 스왑으로서 CFTC가 규제하는 비트코인 기반 파생상품시장의 출현을 근거로 잘 확립된 것으로 보임

그러나 다른 가상화폐 또는 다른 유형의 디지털 자산을 어떻게 분류 할지는 불확실성 존재. Section 3은 연방 증권규제법에서 "증권"의 정의가 디지털 자산에 적용될 수 있는지에 대한 분석을 포함. Section 5에서는 디지털 자산이 증권인지 비증권인지에 대한 불확실성으로 인해 발생하는 관할 구역의 중첩 문제와 논쟁에 대해 논의

(표) CFTC와 SEC간의 관할권 배분

CFTC	SEC	CFTC-SEC 공동
<b>(선물 및 선물옵션)</b>		
<ul style="list-style-type: none"> <li>- 非-증권 commodity에 대한 선물 및 선물옵션.</li> <li>- 다음에 대한 선물 및 선물옵션               <ul style="list-style-type: none"> <li>• 광의기반(broad-based) 증권지수</li> <li>• 증권법 Section 3(a)(12)에서 정의하고 있는 면제증권</li> </ul> </li> <li>- SEC Rule 3a12-8에 열거된 외국정부 채무증권</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>- 다음에 대한 선물 또는 선물옵션은 증권선물상품으로 규제               <ul style="list-style-type: none"> <li>• 면제증권 또는 SEC Rule 3a12-8에 열거된 외국정부 채무증권 이외의 모든 증권</li> <li>• 면제증권 이외의 협의기반(narrow-based) 증권지수</li> </ul> </li> <li>- 금, 에너지 또는 외환과 같은 非-증권 commodity를 소극적으로 담고 있는 ETF에 대한 선물은 증권선물로 규제되나, CFTC가 단독으로 이러한 상품을 선물로서 관할권을 보유</li> </ul>

		하여야 하는지 여부에 대한 이슈 존재. CFTC는 commodity 기초 ETF를 CFTC 단독으로 규제하는 非-증권 commodity에 대한 선물로서 취급하지 않고 대신 증권선물상품으로 거래를 허용하는 면제조치 발표
<b>(옵션)</b>		
- 非-증권 commodity에 대한 옵션 - 스왑 또는 거래옵션으로 규제될 수 있음	- 다음에 대한 옵션 <ul style="list-style-type: none"> <li>• 증권(면제 또는 비면제한 구분을 하지 않음)</li> <li>• 증권 그룹 또는 증권 지수(광의 또는 협의 기반이나 면제 또는 비면제 증권, 또는 그에 대한 이익이나 그 가치기반 간에 구분하지 않음)</li> </ul> - 금, 에너지 commodity 또는 외환과 같은 非-증권 commodity를 소극적으로 담고 있는 ETF에 대한 옵션은 증권옵션으로 규제되나, 기초자산 commodity의 가치에 기초한 옵션과 같은 상품에 대하여 CFTC가 관할권을 갖는지 여부에 대한 이슈 존재. CFTC는 그러한 파생상품을 증권거래소에서 거래하는 것을 허용하고 증권옵션으로 규제하는 면제 조치를 발표	
<b>(스왑/증권기초스왑)</b>		
- 非증권 commodity에 대한 옵션을 포함하여, 非-증권 commodity 기초 스왑 - 다음에 기초하는 스왑 <ul style="list-style-type: none"> <li>• 광의기반(broad-based) 증권지수</li> <li>• 증권법 section 3(a)(12)에서 정의하고 있는 면제증권</li> </ul>	- 증권기초스왑 예를 들면, 다음에 기초하는 스왑 <ul style="list-style-type: none"> <li>• 면제증권 또는 SEC Rule 3a12-8에 열거된 외국정부 채무증권 이외의 모든 증권, 또는</li> <li>• 협의기반(narrow-based) 증권지수</li> </ul>	- 혼합스왑(Mixed swaps) 예를 들면, 1개 이상의 이자율 또는 기타 비율, 통화, commodity, 채무 증서, 지수, 양적 수치, 기타 여하한 종류(단일의 증권이나 협의 기반 증권지수는 제외)의 금융 또는 경제적 이익이나 자산, 또는 단일 회사나 발행인과 관계되지 않은 잠재적인 금융적, 경제적 또는 상업적 결과와 연관된 이벤트 또는 우발적 사건의 발생, 비발생 또는 발생의 정도에 기초한 구성요소와의 증권 기초스왑
<b>(하이브리드 증권)</b>		
	- CEA section 2(f) 또는 CFTC Part 34 Rule의 제외요건을 충족하는 경우, SEC는 가치, 수준 또는 비율에 지수화된 1개 이상의 지급을 하거나 1개 이상의 非증권 commodity의 인도를 제공하는 증권을 규제(하이브	- CEA section 2(f) 또는 CFTC Part 34 Rule의 제외요건을 충족하는 경우, 양 기관은 가치, 수준 또는 비율에 지수화된 1개 이상의 지급을 하거나 1개 이상의 非증권 commodity의 인도를 제공하는 증권에 대해

	리드 상품)	잠재적 관할권을 주장 가능
<b>(현물시장거래)</b>		
<ul style="list-style-type: none"> <li>- 증권이나 외환이 아닌 commodity에 대한 소매 레버리지, 마진 또는 금융조달된 거래</li> <li>- 선물수수료중개인(FCM) 또는 소매 외환딜러가 제공한 외환에 대한 소매 레버리지, 마진 또는 금융조달된 거래</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 증권에 대한 현물(spot) 및 선도거래</li> <li>- 브로커-딜러가 제공한 외환에 대한 소매 레버리지, 마진 또는 금융조달된 거래. (현재 SEC는 그와 같은 행위를 금지)</li> </ul>	

### Section 3. 연방 증권 규제 : 증권법 및 증권거래법

최근 몇 년간 디지털 자산 시장은 전세계적으로 2016년 9월 기준 120억달러에서 2018년 12월 기준 1,000억달러(2018년 1월 최고치인 8,000억달러에서 감소)를 넘어 급속도로 성장하고 있음.

동시에 디지털 자산 및 이들 거래를 촉진하는 중개인에 대한 연방증권법 적용에 관한 질문도 뚜렷하게 나타남. 디지털 자산 관련 집행 케이스는 2013년초부터 존재하였지만 SEC는 최근에야 이러한 새로운 자산 종류에 대한 규제 체계 적용의 윤곽을 그리기 시작. 초기 SEC의 집행조치는 통상적인 사기 또는 다른 비행(非行)에 집중되었고, 해당 상품의 디지털적 성격은 해당 케이스에서 중심이 되지 않음. 예를 들면, 2013년 SEC는 투자자가 새로운 비트코인을 납입하면 약속한 주당 7% 지분을 커버하는데 사용하는 폰지 계획을 통해 비트코인을 판매한 개인에게 책임을 물었음. 비트코인 관련 폰지계획은 2014년 사건에서도 대상이었는데 SEC는 어떤 코네티컷 출신 남자가 비트코인 채굴 운영에서 나온 지분을 매도하려고 시도하였지만 사실은 새로운 투자자의 자금으로 지불하려는 것이라고 주장. 마찬가지로, 2017년에 SEC는 존재하지 않는 고위 임원의 배경을 홍보하고 해당 회사의 운영에 관한 중요사실을 허위발표하여 투자자로부터 자금을 모집하였다고 하면서 비트코인 플랫폼 설립자를 사기혐의로 기소함. 비록 당해 행위들은 디지털 자산과 관련되었지만, 이들 통상의 사기 케이스는 디지털 자산에 대한 연방증권법의 적용을 거의 다루지 않음.

2017년 7월은 SEC가 최초로 사기 주장이 없는 경우에 디지털 자산의 발행에 대한 연방증권법의 적용에 관하여 상세한 가이드라인을 제공한 것으로 기록. DAO - 독일 회사 Slock.it UG가 지원하는 블록체인 기반 기업 - 에 의해 발행된 토큰에 관한 Section 21(a) 보고서에서, SEC는 당해 상품이 투자계약이고 따라서 증권에 해당하는지 여부를 결정하기 위하여 SEC v. W.J. Howey Co.에서 정립된 전통적 기준을 이 새로운 자산에 적용함을 분명히 함. 비록 동 케이스에서 제재조치를 가져오지는 않았지만 SEC는 동 보고서가 산업 및 시장참가자에게 다음 내용을 경고하기 위한 것이라고 설명

연방증권법은, 발행자가 전통적인 회사이거나 분산된 자율조직이거나 관계없이, 해당 증권이 U.S. 달러나 가상화폐를 이용하여 매입되었는지 관계없이, 및 해당 증권이 증서 형태나 분산원장기술로 분매되었는지 관계없이, 미국에서 증권을 청약하고 매도하는 자에게 적용됨.

수개월 후, Munchee(레스토랑 품평을 위한 아이폰 앱을 개발한 회사)는 프로모터들이 미래에 제3자의 지불수단으로 받아들여지고 가치가 상승할 것이라고 홍보를 한 자신의 디지털 자산을 판매하여 자금을 조달하려 함. SEC는 Munchee의 ICO가 완료되기 전에 개입. DAO 보고서를 인용하면서, SEC는 Munchee의 제안된 토큰의 발행은 위법한 증권공모라고 결론을 내리고, 정지명령(cease and desist order)을 발함. 정지명령과 더불어, Jay Clayton 의장은 이러한 유형의 행위에 대해 적극

적인 감시를 지속할 것이라며 시장참가자들에게 경고하는 성명을 발표. 2018년 11월, SEC는 재차 2곳(Paragon Coin, Inc. 및 Airfox)의 ICO에 대해 정지명령을 발함에 있어 Howey 기준을 적용.

그러나, SEC는 현재까지 광범위한 디지털 자산의 배열에 대하여 Howey 기준을 어떻게 적용할지에 관하여 제한된 가이드를 제공. 심지어 연방증권법 요건을 디지털 자산을 거래하는 중개인에게 어떻게 적용할 것인지는 보다 덜 명확. 이 섹션은 이 부문에 대한 공개된 질문의 로드맵을 제공. 첫째, 특정 디지털 자산에 대한 팩트 중심 적용뿐만 아니라 대법원이 Howey에서 제시한 어떤 디지털 자산이 “투자계약”이고 따라서 증권에 해당하는지 여부를 결정하기 위한 주요 법적 기준을 설명. 증권법 및 증권거래법에 정의하고 있는 “증권”은 주식 및 채권과 같은 전통적 증권 뿐만 아니라 포괄유형인 “투자계약”에 해당하는 다른 상품도 포함. 따라서 연방증권법은 “증권”에 해당하는 디지털 자산에 적용되는 것이기 때문에 Howey기준이 중요.

이 섹션은 증권법 및 증권거래법에 의해 잠재적으로 적용가능한 요건을 펼쳐 증권에 해당하는 디지털 자산에 대한 영향을 고려함. 특정 디지털 자산이 증권이라고 결정되면, 광범위한 연방증권법 및 규제가 그 청약 및 매도와 당해 상품의 거래에 관련된 중개인에게 적용됨. 예를 들면, 증권에 해당하는 디지털 자산은, 해당 자산이나 판매가 적용면제받지 않는 한, 증권법의 등록 및 공시 요건을 준수하는 공모를 통해서만 판매되어야 함. SEC는 증권법 보호가 ICO에 적용되는 것을 보장하는데 집중하고 있고, Clayton 의장에 따르면, 그것은 “주식과 채권과 같이 새로운 레벨에 의한 회사의 지분”임. 증권법하에서, 디지털 자산이 증권에 해당하는 것으로 결정하는 것은 증권 브로커-딜러, 거래소, 대체거래시스템(ATS), 명의개서기관 또는 청산소에 적용될 수 있는 규제 요건과 연관될 수 있음.

## 1. 증권으로서 디지털 자산 - Howey 기준

디지털 자산의 다양한 특성으로 인해 어떤 디지털 자산이 “증권”인지 여부의 분석은 “사실 집중적(fact-intensive)”이고 “건별(case-by-case)”로 적용. 증권법 section 2(a)(1) 및 증권거래법 section 3(a)(10)의 “증권” 개념은 다소 차이가 있지만, 법원은 양자간에 의미있는 차이를 두지 않음. “증권” 개념은 광범위한 금융상품을 포함하지만, 특별히 “증권”에 해당하려는 의도가 없는 대부분의 디지털 자산은 잠재적으로 포괄개념으로서 “투자계약(investment contract)”에 의해서만 포섭

어떤 금융상품이 “투자계약”에 해당하는지 분석은 1946년 대법원의 Howey 판결에 주로 의존. 이 사건은 투자자를 위한 농장 관리 및 생산물 판매 서비스 계약과 함께 한 회사의 250에이커의 감귤밭을 일반에게 매각하는 것과 관련되었고, 매각 대금은 “동 회사의 추가 개발을 위한 자금조달”에 기여. 이 거래가 “투자계약”에 해당한다고 판시함에 있어 – 따라서 위법한 미등록 증권 공모 - 대법원은 “투자계약”에 대한 현재의 해석을 뒷받침하는 4 요소 기준을 제시

Howey 기준에 의하면, 다음 4가지 요소가 존재할 때 투자계약이 존재

- ( i ) 금전의 투자(an investment of money)
- ( ii ) 공동사업(in a common enterprise)
- ( iii ) 이익에 대한 합리적 기대(with a reasonable expectation of profits; and)
- ( iv ) 이익은 타인의 사업가적 또는 관리자적 노력의 결과(the expectation of profits is based upon the entrepreneurial or managerial efforts of others)

이 기준은 각 자산의 사실 분석에 기초하여 4개 요소를 모두 충족할 것을 요구. 대법원은 Howey 판결 및 이후의 의견을 통해 동 기준은 “정태적(static) 원칙 이라기보다는 유연한(flexible) 원칙이며, 수익을 약속하며 타인의 금전을 사용하려는 자가 고안한 많은 다양한 계획에 적용할 수 있다”고 강조. 디지털 자산의 맥락에서, SEC는 각 개별 토큰이 증권에 해당하는지 여부의 결정에는 사실 및 상황 분석(a facts-and-circumstances analysis)을 적용한다고 강조. SEC는 “형식(form)보다는 실질(substance)이 중요하며”, 이름(name)보다는 거래에 기초하는 경제적 실질(economic realities)을 중시하여야 한다고 강조.

Howey 기준은 디지털 자산에 대해서는 **단일 사이즈 - 전체 적용 방식(one-size-fits-all application)**을 금지함. SEC 기업금융부 부장 William Hinman은 최근 가장 가치가 높은 디지털 자산 - 비트코인과 이더 - 는 Howey 기준에 의한 “증권”이 아니라고 언급. 그는 특정 디지털 자산이 증권에 해당하는 지 여부는 정태적이 아니며, 증권 공모 형태로 매각될 수 있는 디지털 자산도 시간이 흐를수록 그 특성이 변할 수 있으며 증권의 성격을 상실할 수 있다고 강조. 특정 시기의 어떤 디지털 자산의 투자계약 해당 여부는 그 자산의 매각 또는 재매각 시점에서 당해 디지털 자산 및 사실과 상황에 따라 독특하게 결정될 것임

이 섹션은 디지털 자산에 대한 Howey 기준의 복잡한 4요소 적용을 개관함.

#### **(a) 금전의 투자 (an investment of money)**

Howey 기준에서 가장 간단한 요소는 사업에 대한 금전의 투자가 있어야 한다는 것. 이 요소는 투자자가 분리된 재정적 이익에 대한 보상으로 특정한 대가(consideration)을 포기할 것을 요구. 대법원은 ‘대가’는 “유형적이고 정의 가능(tangible and definable)”해야 한다고 판시. 정부가 발행한 법정화폐는 “특정한 대가”에 해당하지만, 연방법원 및 DAO 보고서에서 SEC는 금전의 투자는 현금(cash) 형태일 필요는 없다고 언급. 이더리움으로 DAO토큰을 구입한 것도 첫번째 요소를 충족. 법원은 bitcoin 또는 다른 디지털 자산으로 이루어진 지불도 통화로 볼 수 있고 따라서 howey 기준의 “금전의 투자” 요소를 충족할 수 있다고 판시.

이 요소는 애초에 법정 화폐 또는 디지털 자산과 교환하여 매각되지 않고 채굴로 생성된 디지털 자산유형에는 적용이 어려움. 현재 시장에서 구매할 수 있는 디지털 자산은 “채굴”을 포함하여 여러 방법으로 획득 가능. “채굴”에는 Proof-of-work 채굴과 Proof-of-stake 채굴이 있음.

(i) Proof-of-work로 채굴되는 디지털 자산의 경우, 채굴자들은 새로운 블록을 추가하기 위한 거래를 검증하기 위한 수학적 문제를 해결하기 위해 경쟁. 문제를 푼 첫번째 채굴자가 새로 발행된 그 디지털 자산으로 보상을 받음

- 예를 들면, 채굴자가 아닌 사람이 secondary market 거래로 비트코인을 살 수 있다는 점에도 불구하고 모든 비트코인은 처음에는 채굴로써 생성.

- Proof-of-work 채굴을 수행하는 데에는 (1) 에너지(전력)가 집중적으로 소모되고 (2) 특수화된 비싼 장비가 필요

(ii) Proof-of-stake 채굴은 블록체인상의 거래를 검증하기 위한 유사한 방법인데, 수학적 문제를 풀기보다는 특정한 디지털 자산의 보유자들이 거래를 검증하기 위해 그들이 가지고 있는 자산의 지분으로 경쟁

디지털 자산의 생성 매커니즘은 시간에 따라 변할 것이고, Howey 기준의 첫번째 요소의 적용은 더욱 복잡해질 것임. 비트코인과는 달리 이더리움은, 처음에는 이더리움 네트워크가 모두 개발되고 시작되기 전에 presale로 bitcoin과 교환으로 판매. 한편 이더리움 네트워크가 시작되고 나서, 새 이더리움은 오로지 Proof-of-work 채굴로만 생성될 수 있게 되었고, 기존에 존재하던 이더리움과 새로 채굴된 이더리움은 모두 유통시장(secondary market)에서 매수 가능

(표: 디지털 자산과 취득 방식)

디지털 자산	취득 방식
Bitcoin(BTC)	Proof-of-work 채굴
Ether(ETH)	Proof-of-work 채굴
Ripple(XRP)	매매 또는 무상 증정
Bitcoin cash(BCH)	Proof-of-work 채굴
EOS	매매
Litecoin(LTC)	Proof-of-work 채굴
Zcash(ZEC)	Proof-of-work 채굴
Stellar Lumens(XLM)	매매 또는 무상 증정
Cardano(ADA)	Proof-of-work 채굴
IOTA(IOT)	매매

채굴자들이 디지털 자산을 얻기 위해 “유형적이고 정의 가능한” 대가(consideration)를 포기한 것이 “금전의 투자(investment of money)”를 충족할지 여부는 SEC 또는 법원에서 아직 답하지

않았고, 채굴자들의 채굴의 컨셉은 Howey 기준의 첫번째 요소에 정확히 들어맞지는 않음. Proof-of-work 채굴자들은 그들의 노동력이나 자원에 대한 기회비용(전기요금 포함)의 형태로 투자한 것으로 해석 가능. 법원은 특정한 상황에서 그렇지 않았으면 그 사람이 가졌을 자원을 포기하는 것이 Howey 기준의 "investment of money"를 충족했을 것이라고 봄.

- 예를 들어 Uselton v. Commercial Lovelace Motor Freight, Inc. 판결을 보면, 피용자들이 그들의 회사에 자발적 주식 옵션 플랜에 참여했을 때 "금전의 투자"가 충족되었는데 그 이유는 피용자들이 고용주의 이윤-배분 계획에 참여하기 위해 그들의 임금의 일정비율에 대한 법적 권리를 기부하였기 때문. 반면 대법원은 이전 케이스에서 이 요건이 충족되지 않았다고 보았는데 International Brotherhood of Teamsters v. Daniel 케이스에서, 피용자는 그들의 보상패키지의 일부로 고용주로부터 연금 플랜을 받았는데, 그 연금은 "비기여형(noncontributory)"이고 "강제적(compulsory)". 이것은 피용자들이 연금 펀드를 위해 지불을 하지 않았음을 의미. 단지 퇴직시 보상이 있는 조건의 고용을 수락했음을 의미. 보상에 대한 교환으로 노동을 제공하는 것은 때때로 Howey test의 이 요소를 충족할 수 있지만, Daniel 케이스의 법원이 판시하였듯이 피용자가 이러한 가능한 이익의 대가로 노동의 일부를 교환할 때에만 충족

그럼에도 Daniel과 Uselton 케이스는 채굴된 디지털 자산에 대한 의문을 해결하지 못함. Daniel과 Uselton 케이스에서 피용자들은 보장되고 미리 정해진 임금을 일정비율로 포기.

- Proof-of-work 채굴자들은 비트코인을 채굴하기 위해 컴퓨터 자원을 소비할 때, 그들은 단지 일반적으로 그들의 시간과 자원의 기회비용을 포기할 뿐. 그러한 기회비용이 "유형적이고 정의 가능한 대가" 인지 여부는 대답하기 곤란
- 따라서 "금전의 투자" 요소가 거래소에서 법정 화폐나 다른 디지털 자산으로 판매되는 디지털 자산의 경우에는 명확히 충족되겠지만, 채굴은 Howey 기준의 이 요소가 충족되는지 여부는 모호.
- Proof-of-work와 Proof-of-stake 채굴의 차이점도 이 요소의 분석에 영향을 미칠 수 있음. 특히 만약 Proof-of-stake의 stakeholder가 - 주주가 배당을 받는 것처럼 - 디지털 자산을 소유함으로써 재정적 이익을 얻는 경우.

SEC나 법원이 답해야 할 또다른 질문은, 최초 발행 당시 증권이 아니었던 디지털 자산(예를 들어, 발행자에 의해 팔리기보다는 채굴되었을 때)이 secondary market 거래로 인하여 투자계약증권이 될 수 있는지 여부.

- 예를 들어, 비트코인이 처음에는 채굴되었더라도, 그것은 secondary market에서 구입되고 판매됨. secondary market에서 사고 팔린다고 하여도 기초자산의 본질을 바꾸지 않는다는 견해에 의하면, 계약의 성격은 초기 발행시 결정되고 발행시 "금전의 투자"가 없었다는 점을 지지함. 예를 들면 금이나 은같은 귀금속은 secondary market에서 팔고 사지만 증권으로 규정되지 않음

**(b) 공동사업 (a Common Enterprise)**

넓게 보아 “공동 사업(common enterprise)” 요소는 자산의 개별 소유자들의 관계(ties)에 집중. 법원은 이 요소를 충족하는 두 가지의 방법을 정의하는데, 하나는 수평적 공동성(horizontal commonality)이고 하나는 수직적 공동성(vertical commonality)임

(1) 수평적 공동성 (Horizontal commonality)

- 수평적 공동성을 요구하는 법원은 “투자자들의 공동출자가 있고 투자자들의 기여와 그에 비례하는 이익 및 손해의 배분이 있는지”를 관찰
- 수평적 공동성의 전통적인 예는, 제3순회법원이 신탁의 권유 및 회원권 자료에서 신탁이 투자자의 투자금을 모아서 주요 투자금을 보호하면서 높은 수익률을 주장하는 높은 레버리지 투자력을 창출하겠다고 언급할 때 충족된다고 봄. 마찬가지로, 제1순회법원은 이 요소가 fantasy investment game의 운영자가 참가자들의 펀드를 하나의 계정에 넣었을 때 충족된다고 보았음
- 디지털 자산에 이 요소를 적용할 때 결과는 사실관계에 따라 달라짐. 디지털 자산의 투자자들 간에 수평적 공동성이 있는지를 추정하는 관련된 요소에는 (i) 중앙화된 주체(entity)가 디지털 자산을 지원하는지 여부, (ii) 투자자들의 자산이 중앙 위치에 집합(pool)되었는지 여부, (iii) 어떤 주체가 이 집합된 자산을 통제하는지 여부 등이 포함

**(비트코인의 경우)**

- 비트코인의 구매자들은 이질적이고 독립적인 집단. 오픈소스 비트코인 네트워크는 비트코인의 구매자들이 공개된 원장에 등록되는 것을 허락하고, 비트코인의 주인이 네트워크를 통해 가치를 교환하는 것을 허락.
- 모든 비트코인이 처음에는 채굴되어 나왔기 때문에, 전통적인 관점에서는 (i) 집합된(pooled) 자산이 전혀 없고, (ii) 나아가 자산을 보유하는 중앙화된 계정이 없으며, (iii) 어떤 자산(비트코인)을 컨트롤할 수 있는 제3자도 없음

→ 비트코인의 소유자는 디지털 통화의 시장가격 변동을 공유할지 모르지만, 이러한 특징만으로는 수평적 공동성을 충족한다고 보기 어려움

- 이 요소는 디지털 자산에 대한 Howey 분석이 시간의 경과에 따라 어떻게 진화할 것인지를 상징. 예를 들어 이더리움의 기원은 순수하게 탈중앙화된 비트코인의 생태계와 이더

리움의 현재 상태와도 다름. 이더리움은 2014년에 presale로 최초의 6000만개가 판매. 초기 판매의 구매자가 모아진 자산이 있었든 없었든, presale 이후 새로운 이더리움은 채굴로만 생성. 그러므로 비트코인과 마찬가지로 이더리움 채굴자에 의해 자산들이 집합되었는지(pooled) 논하기는 어려움.

(2) 수직적 공동성 (Vertical commonality)

- 수직적 공동성을 채용하는 순회법원의 경우에는 투자자의 성공이 Promoter의 노력에 달려 있는지에 초점. 일부 순회법원은 수직적 공동성이 Howey 기준의 두번째 및 마지막 요소와 충돌한다면 수직적 공동성 기준의 이용을 거부
- 비트코인 네트워크와 같이 전체적으로 탈중앙화된 네트워크에 있어서는 투자자들이 식별 가능한 제3자에게 의존한다고 보기 어려움

\*비트코인의 투자자들은 비트코인 네트워크를 유지하기 위해 비트코인 네트워크의 모든 참여자들의 노력에 의존하지만, 다양하고 흩어진 네트워크 참가자들 사이의 관계는 투자자들과 다른 상대방인 promoter의 존재를 가정하는 법원이 적용하던 통상적인 패러다임에 미부합

- 모든 디지털 자산에서의 수직적 공동성을 나타내는 특징은 자산의 개발자나 promoter가 자산의 상당량을 보유하고 있어, 그들이 자산의 가격을 유지하도록 유도되고 자산을 보유하는 제3자들이 그들이 그렇게 할 것을 예상할 수 있을 때 성립  
→ 비트코인의 경우 이러한 특성이 없음
- 이더리움이 공동성이 있는지 여부는 디지털 자산의 더욱 중앙화된 기원때문에 어려운 질문임. SEC 스텝은 이더리움 생성시 모금은 고려하지 않더라도, Howey 기준의 요소를 충족시킬만한 충분하고 지속적인 역할을 하는 중심 당사자가 존재하지 않는다고 결론  
초기의 이더리움같이 식별 가능한 promoter가 있는 디지털 자산은, 디지털 자산의 시작으로 부터 promoter의 역할의 진화와 통화의 기능에 promoter의 노력이 어디까지 필요한지 분석에 영향.

(c) 이익에 대한 합리적 기대 (A Reasonable Expectation of Profit)

Howey 기준의 마지막 두 개 요소는 네 가지 중 가장 복잡하고 증권으로서의 디지털 자산의 상태를 잘 나타냄. 세번째 요소인 '이익에 대한 합리적인 기대'는 증권을 정의하는 대법원의 판결의 핵심

이익에 대한 기대가 있는지 판단하기 위해, 법원은 전통적으로 이익을 “초기 투자의 발전의 결과인 자본의 가치 상승”에서 나오는 것으로 정의. 예를 들면, 프로모터의 탐사용 시추를 조건으로 하는 석유 리스 계약. 이익은 저축과 대출로부터 오는 투자에 기반한 이익으로부터 오는 배당금과 같은 투자자들의 자금을 이용한 결과로 얻어질 수도 있음

SEC는 DAO 토큰을 구입한 투자자들이 이윤에 대한 합리적 기대(Reasonably expected to earn profits)가 있었다고 보았는데 그 이유는 “Slock.it 및 그 공동창업자들이 배포한 홍보자료에서 투자자들에게 DAO가 이윤을 위한 자산이고 이윤을 대가로 하는 모금 프로젝트라고 알렸기 때문

디지털 자산은, 자산이 이윤에 대한 기대와는 별개로 믿을만하고 실제 사용가능한 용도를 가지더라도, 투자로부터 이익을 얻으려는 투자자들을 매혹. 예를 들어 거래의 매개로 비트코인을 이용하고, 이더리움을 사용하는 것은 회사가 데이터를 안전하게 공유하는 것을 허락하거나 보험 정책의 효력을 유발하는 다양한 실제 어플리케이션을 가진 이더리움 네트워크의 스마트 계약을 이용하는데 필수적

자산 소유자들의 다양한 동기를 고려할 때, 법원은 용도 중 어떤 것이 다른 것에 부수하는 것인지 질문. 토큰을 구매하는 것은 기업의 성공에 베팅하는 것인지 네트워크상 재화나 서비스와 교환하는데 이용하기 위한 것이 아닌지 여부. 상이한 구매 동기를 밝히기 위해, 법원과 SEC는 프로모터의 행동과 구매자의 행동에 집중

법원과 SEC는 투자에 대한 보상을 약속하여 투자자들이 이익을 기대하도록 이끄는 프로모터의 진술을 세심하게 심사. SEC는 진정한 소비적 이용(consumptive use)이 있는지 판단하기 위해 판촉 대상 투자자들의 특성을 고려. 일반 대중에 대한 디지털 자산 마케팅 및 판매는 프로모터가 잠재적 이익을 위한 아이템을 마케팅하는 것을 나타낼 수 있는 반면, 디지털 자산을 소비적 이용을 할 것으로 예상되는 그룹에 대한 마케팅은 프로모터가 소비적 이용이 통화 수요의 가장 중요한 요소.

프로모터는 소비적 이용이 아니라 투자와 관계된 자산을 증분으로 판매함으로써 투자 목적으로 디지털 자산을 판매하는 의향을 노출할 수 있음. 반대로 프로모터는 토큰을 오래 가지고 있으면 가치가 떨어지게 하는 것과 같이 네트워크에서 자산을 이용하는 것을 강요할 인센티브를 만들 수 있고, 이는 자산을 장기간 보유하지 않도록 장려하고 프로모터가 투자자(investors)가 아닌 이용자(users)를 찾는다는 것을 나타냄

디지털 자산이 실제 사용을 목적으로 하더라도, Howey 기준의 이 요소에 대한 조사의 중요 측면은 이러한 이용의 개발 및 광범위한 적용의 수준

- 현재 디지털 자산의 소유자에 의한 실제 사용이 많이 검증될수록, 디지털 자산의 보유자의 보유 동기가 이윤에 대한 기대일 가능성은 더 낮을 것임. 반면 판매된 디지털 자산이 향후 사용이 고려되거나 추측되기만 한다면, 구매자들이 투자가 아닌 소비 목적으로 구입했다는 주

장은 유지되기 어려울 것임

- 실제로 최근 Paragon Coin, Inc.에 대한 미등록 증권 공모에 대한 정지 및 취소명령에서, SEC는 Paragon의 PRG digital asset의 잠재적 구매자들이 그것으로 미래에 재화나 서비스를 구매할 수 있다고 들었지만, “선주문한 Paragon 상품 이외에는 공모 도중 또는 이전에는 아무도 Paragon PRG로 재화나 서비스를 구입할 수 없다”는 사실을 인지

**(d) Promoter 또는 제3자의 사업가적 혹은 관리적 노력 (The Entrepreneurial or Managerial Efforts of the Promoter or Other Third Parties)**

Howey기준의 마지막이자 가장 중요한 요소는 “투자자가 아닌 타인에 의한 노력이 거부할 수 없는 중요한 것인지, 이 필수적인 관리적 노력이 사업의 성패에 영향을 미치는지 여부”

전통적으로 commodity와 상품을 구분할 때, 법원은 매수한 상품의 가치 증가가 식별가능한 제3자의 노력으로부터 오는 것인지 시장의 가격변동에 의한 것인지를 파악. 예를 들어 Noa와 Key Futures, Inc. 케이스에서, 제9순회법원은 구매자들이 그들의 수익을 현실화하기 위해 다른 사람의 노력에 의존하지 않았다는 것을 근거로 은 판매계약은 증권이 아니라고 주장

- 즉 은 바(silver bars)에 대한 구매가 이루어지고 나서, 투자자들의 수익은 은시장의 가격변동에 의해 좌우되며, 판매자들의 관리적 노력에 의해 좌우되지는 않기 때문
- 마찬가지로 SEC v. Belmont Reid & Co., Inc. 사건에서 제9순회법원은 선불로 금화를 구입한 투자자들은 promoter의 관리적 노력에 의존하지 않는다고 하였는데 그 이유는 그들의 이익은 세계 금시장에 의해 좌우되지 promoter들의 skill에 좌우되지 않기 때문

반면 Glen-Arden Commodities, Inc. v. Costantino 케이스에서 제2순회법원은 위스키 창고 영수증 구매자들은 타인의 관리적 노력에 의존한다고 보았는데, 그 이유는 promoters에게 작업과 전문 지식을 모두 위탁하여 투자하였기 때문

- 위스키와 통 지분 - 상품 선물과 유사한 창고 영수증 - 의 promoter들은 투자자들에게 그들이 미래에 매수자들을 찾게 되고 투자자들은 4년 내에 투자금을 2배로 볼릴 수 있다고 약속

디지털 자산에 이 요소가 어떻게 적용되는지 볼 때, 비트코인 사례를 분석하는 것이 실례. 비트코인 채굴자들은 그들의 채굴 노력의 결과인 새로운 비트코인 토큰을 얻음으로써 이익. 당연히, 그들의 이익의 일부는 더 큰 채굴자들의 네트워크와 비트코인 네트워크의 사용자에게 의존하지만, 그런 지속되는 네트워크의 존재에 대한 의존관계는 제3자에 의한 의한 “필수적인 관리적 노력”과는 거리가 있고, Belmont Reid 케이스에서 이 요소를 충족시키지 못하는 것으로 평가됐던 ‘세계 금시장에 대한 의존’과 성격이 유사

그럼에도 불구하고, 최근 일부 디지털 화폐는 비트코인의 대규모 탈중앙화를 모사했는데, 그들 중 많은 수는 새로운 서비스와 시스템을 만드는 promoter의 노력에 자금을 지원하거나 판매 후 promoter 들이 프로젝트를 도울 것이라는 기대에 근거하여 판매되고 있음

- 예를 들어, DAO 리포트에서, SEC는 DAO의 생성자와 큐레이터의 전문지식은 ① DAO의 운영을 모니터링하고, ② 투자자 자금을 보호하고, ③ 제안된 계약을 투표에 상정할지 결정함에 있어 중요한 것이었다고 설명

- 나아가 비록 DAO 토큰 소유자들이 투표권을 가졌을지라도, 그 투표권들은 기업(enterprise)을 넘어선 의미있는 통제권을 주지는 않았는데 그 이유는 ① DAO 토큰 소유자들이 계약에 대해 투표하는 능력은 대부분 형식적인 것이었고, ② DAO 토큰의 소유자들은 넓게 분산되어 있었고 서로간에 통신 가능성에 제한

어떤 토큰의 생성자(creator)의 역할이 “필수적인 관리적 노력”의 수준에 이르는지 여부를 정하는 것은 사실 별로(fact-specific) 분석. 최소한 그러한 분석에는 그 자산을 판촉하는 식별가능한 개인이나 그룹이 있는지 파악하고 그들의 특정한 역할을 평가하는 과정이 포함 필요. 최소한의 역할은 구매자들이 의존하는 “타인의 노력” 요건을 충족하기에 부족

- 예를 들어 Belmont Reid 케이스에서, 금 구매자들은 금화를 제조하기 위해 금을 채굴하는 promoter들에게 의존함. 제9순회법원은 이러한 의존 관계가 투자자들의 이익이 세계 금시장에 의해 결정된다는 사실을 바꾸지 않는다고 평가. 대신 그 관계는 구매자가 先 인도(advance delivery)에 돈을 지불하고 판매자의 수행 능력은 그의 관리적 능력과 약간의 행운에 의존하는 물품판매계약과 유사.

최근 ICO 토큰의 발행자나 promoter들에 대한 SEC의 규제 조치는 어떤 경우 SEC가 특정 디지털 자산의 생성자의 역할이 “필수적인 관리적 노력” 수준인 것으로 보는지에 관한 통찰을 제공. 2018. 11. 16., Paragon Coin, Inc.에 대한 정지 및 금지 명령에서, SEC는 토큰의 가치를 증가시키는 이용 및 어플리케이션의 생태계를 만든다는 Paragon의 명시적인 플랜을 중시

- 마찬가지로, ICO를 통해 AirTokens라는 디지털 자산을 판매한 Airfox에 대하여 같은 날 발동된 정지 및 금지 명령에서, SEC는 투자자들의 예상되는 이익은 타인(특히 AirFox와 그 대리점들)의 기업가적, 관리적 노력으로부터 나온다고 결론지었는데, 그들은 AirTokens의 가치를 상승시킬 생태계를 만들고 secondary market에서 거래가 가능하도록 하는 계획을 추진

구매자들이 타인의 노력에 의존하는지 여부를 짚는 것이 중요한데, 그 이유는 투자자들과 promoter간의 분리(그 분리로 정보의 비대칭이 발생)는 증권 공모에 대한 공시 요건의 기저를 이룸

- 투자자들이 투자의 이익을 현실화하기 위해 제3자의 노력에 의존할 때에는 연방증권법의 보호가 필요한데, 그 이유는 그러한 시나리오에서는 “제3자에 대한 중요한 정보 - 배경, 자금조달, 계획, 재정적 지분 등 - 를 아는 것이 정보에 기한(informed) 투자결정의 전제조건이기 때

문임.

SEC 스탭의 이더리움에 대한 입장을 보면, SEC는 타인의 노력에 대한 의존관계가 디지털 토큰의 생애주기에 걸쳐 어떻게 변화하는지를 고려할 준비가 된 것으로 보임

- 비록 SEC가 Howey test의 이 요소가 어떻게 구체적으로 이더리움에 적용되는지 밝히지는 않았지만, 이더리움의 진화는 founder들의 역할이 어떻게 변화하고 Howey 분석에 영향을 줄 수 있는지 보여줌
- 이더리움의 초기 개발자와 이더리움의 presale을 주관하고 해산된 Ethereum Switzerland GmbH는 이더리움의 블록체인을 수립하고 presale을 하는 역할을 맡았다. 한편 이더리움은 의도적으로 오픈소스, 여론 기반의 블록체인으로 설립되어 그 블록체인은 이더리움의 소유자들로부터 통제받지 않음.
- 초기 판매로부터 3년이 지난 이후 이더리움 플랫폼에 3만 명의 개발자가 참여. 크고 충분히 분산된 이더리움의 소유자 그룹은 식별 가능한 주체의 노력에 presale 때보다 확실히 덜 의존하게 된다고 할 수 있음

## 2. 증권법 및 증권거래법 요건의 의미

최근 수년간 디지털 자산 영역의 ICO는 “급속도로 성장하고 대중의 인식도 보다 분명해졌으며, 상당한 자금도 유치했지만, 불충분하거나 부정확 혹은 불공시, 변동성, 시세조종, 사기 및 절도 등에 의하거나 관계된 리스크를 포함하여 규제 공백에 내재한 리스크는 증가

- SEC의 증권 규제 목표는 투명성 증대를 통해 자금조달을 촉진하면서 이들 리스크를 완화하는 것이며, 그러한 권한은 2개의 제정법(증권법 및 증권거래법)에서 나옴
  - 특정한 디지털 자산이 증권으로 분류되면, 그 디지털 자산의 거래는 이 제정법 요건 준수 필요
- 이 섹션은 디지털 자산을 거래하거나 거래를 지원하는 당사자에게 적용될 수 있는 요건과 면제에 대하여 분석하고, 이와 같은 새로운 자산 유형에 대한 기존 규제를 적용하는데 대한 일부 도전도 검토

### (a) 증권법

증권법은 **증권으로 간주되는 디지털 자산의 모집 또는 매도를 규제하며, 그와 같은 자산의 매**

도에 대해 등록 또는 면제를 요구

- 동법은 "누구라도 당해 증권에 대한 증권신고서가 제출되고 당해 매도에는 일정한 정보를 포함한 투자설명서를 수반하지 않는 한 어떤 증권을 모집 또는 매도하는 것은 위법(일정한 예외 인정)"하다고 함으로써 투명성을 보장하고 사기를 방지하는 데 주된 초점

실무적인 요건으로, 증권법 Section 5는 일반에게 증권을 판매함에 있어, 발행인은 Form S-1에 의해 당해 증권을 SEC에 등록하거나 혹은 Regulation D에 따른 증권의 사모와 같은 등록 면제 요건을 충족 필요

- Form S-1은 공모 대상 증권과 발행인 자신에 관련된 상세한 공시를 요구하며, 여기에는 회사의 재무건전성, 매각대금의 사용방법 및 당해 증권에 내재하고 있는 위험요소 등을 기재

논평가들은 "ICO라는 야생의 서부에서" Section 5의 공시 요건은 특히 중요하다고 주장

- 그것은 SEC가 "불투명성을 감소시켜 증권시장의 투명성을 높이고 그에 의해 사기행위를 단념, 완화 및 제거하기 위한 노력을 강화시킬 수 있는 주된 수단. 불투명성에 관한 이 문제는 Howey 기준의 마지막 요건인 "타인의 노력"과 연계되는데 그 이유는 디지털 자산 보유자들이 타인의 노력에 보다 많이 의존할수록 개발자와 투자자간의 정보 비대칭 문제는 더 커지기 때문

정확한 정보의 공시 불이행과 사기행위와의 연관성은 과거 SEC의 집행 조치를 검토하면 명백

- SEC가 대상으로 했던 대다수는 디지털 자산의 가치를 부풀리기 위해 그들의 활동에 관해 허위 발표를 하면서 토큰을 발행. 예를 들면, SEC에 따르면, 2017년 3천2백만달러의 자금을 조달한 ICO를 했던 Centra의 공동창업자는 "CTR 토큰"으로 조달한 자금은 "이용자들이 소비하기 어려운 암호화폐를 US 달러나 다른 법정 화폐로 즉시 전환할 수 금융상품 제조"를 지원할 것이라고 주장. SEC는 당해 공동창업자는 이 기능을 위한 직불카드(debit card)를 만들기 위하여 비자 및 마스터카드와 협의하고 있다는 주장을 하였다고 발표. 비록 허위였지만 그와 같은 주장은 Centra의 마케팅 및 프로모션 노력으로 ICO의 가치를 증가시킴

→ SEC는 Centra의 공동창업자를 증권법상 반사기 조항 및 등록 조항 위반 혐의를 부과

시장참가자들은 잠재적으로 당해 거래의 성격, 공모 금액 및 참여자 등에 따라 면제 조치를 이용 가능

① 증권법 section 4(a)(1)의 면제는 발행인, 인수인 또는 딜러가 아닌 자의 거래에 적용

- 그러나, 만약 증권으로 간주되는 디지털 자산을 포함하여 어떤 자가 "증권의 분매를 목적으로 발행인으로부터 증권을 매수하거나 혹은 증권이 분매와 관련하여 발행인을 위해 매수 또는 매도하는 경우, 그는 인수인으로서 활동하는 것이며 증권법 section 4(a)(1) 면제를 받을 수 없음

② 공모를 포함하지 않는 거래는, Regulation D의 안전항 조항을 포함하여, 증권법 section 4(a)(2)에 의한 면제 가능

- Regulation D의 SEC rule 506은 증권의 사모(private placement)가 일정한 요건(주로 발행인의 증권이 "적격 투자자(accredited investors) : 5백만 달러 이상의 자산을 가지 법인(entities) 및 최소한의 소득 또는 순자산 요건을 충족하는 개인"에 대해서만 매각)을 충족하는 한 증권법 section 4(a)(2)를 충족하는 것으로 간주한다고 규정
- 예를 들면, 2017년 Overstock.com의 블록체인 특화 자회사인 t0는 블록체인 토큰 형태로 2억 5천만달러의 우선주 매각을 제안. 비록 t0는 당해 토큰이 증권이라는 데에는 동의했지만, 증권법 Regulation D에 의한 사모 형태로 토큰을 발행하고자 하였음

③ 다른 회사들은 이른바 "SAFT(Simple Agreement Future Token)"로 불리우는 개념을 통해 Regulation D에 의존하여 증권으로 간주되는 디지털 자산의 ICO 진행

일반적으로 SAFT 매수인들은 블록체인 회사에 투자하지만, 채무증권이나 지분증권을 수령하는 대신에 당해 회사가 개발이 완료되는 미래 시점에 약속한 블록체인 시스템에 어떤 기능을 가진 토큰을 투자자에게 인도할 것이라는 약속을 받음. SAFT 구조에 기초하는 이론은 일단 네트워크가 개발되고 완전히 기능하는 토큰이 인도되면, 토큰 수령자들은 더 이상 프로모터의 노력에 의존하지 않아야 하며, 결과적으로 당해 디지털 자산은 Howey 기준에 의한 증권이 아니라는 것임. 그러나 현실에 있어, SAFT에 따라 최종적으로 제공된 디지털 자산이 증권에 해당하는지 여부를 결정하는 것은 아직까지는 Howey 기준에 의하며, 동 기준은 당시의 디지털 자산의 경제적 실질에 유의할 것임

- 최근 SAFT 구조를 적용한 ICO 회사에 대한 SEC의 소환장(subpoena) 발부는 SAFT 구조를 통해 매각된 토큰이 증권으로 지속되고 있는지 여부를 고려할 수 있음을 시사. SAFT로 제공된 토큰이 증권이라면, 처음에는 Regulation D에 의한 면제 공모로 매각되었지만, 당해 디지털 자산을 수령한 투자자들이 등록없이 그 토큰을 전매(resell)할 수 있는지 여부의 문제가 발생
- 앞에서 언급한 것처럼, 증권법 section 4(a)(1)은 발행인, 인수인 또는 딜러가 아닌 자에 의한 거래를 등록 면제. 어떤 자가 증권을 전매하기 위해 이 면제 조항에 의존할 수 있지만, 그들은 인수인(분매를 목적으로 발행인으로부터 증권을 매수한 자)으로 간주되지 않음을 확인할 필요. 최소한 1년 이상 증권을 보유한 발행인과 제휴하지 않은 자는 SEC Rule 144에 의한 "인수인" 지위에 대한 안전항 조항에 의존할 수 있음. 1년의 기간이 SAFT 투자부터 또는 대상 토큰의 인도로부터 시작되는지 여부를 고려할 때, 복잡한 요소는 보유기간이 고정될 수 있는지 여부에 대한 질문임.

④ 디지털 자산 발행인을 위한 다른 대안은 이른바 "Regulation A-Plus"로 이른바 2012년 JOBS법으로 도입

- JOBS법은 소규모 발행(small issues)에 대하여 등록요건을 면제하는 규칙제정권을 SEC에 부여. Regulation A-Plus는 2가지 공모 유형을 규정하는데, Tier 1은 12개월간 2천만달러의 공모를 포함(단, 발행인의 제휴자인 매도 증권보유자의 매도물량이 6백만 달러 이상)하며, Tier 2는 12개월간 5천만 달러의 공모를 포함(단, 발행인의 제휴자인 매도 증권보유자의 매도물량이 15백만 달러 이상).
- 소정의 기본요건은 Regulation A-Plus에 의해 Tier 1과 Tier 2 공모에 적용되는데, 발행인이 SEC에 공모신고서를 제출하고 당해 발행인이 증권을 매각하기 전에 당해 신고서가 적격이어야 하는 요건과 같은 것임. Tier 2 공모는 추가 공시 및 보고 요건을 준수하여야 함. 마찬가지로 Regulation A-Plus 공모요건은 디지털 자산의 발행인이 Regulation D 공모에서보다도 SEC와 긴밀하게 협조할 것을 요구하는데 그 이유는 SEC가 당해 공모신고서를 “적격으로 인정(qualify)”하여야 하기 때문.
- Regulation A-Plus 공모의 핵심 편익은 적어도 연방증권법하에서 그와 같은 공모에서 발행된 증권은 전매제한을 받지 않는다는 것. 즉시적인 거래 가능성은 역동적인 유통시장의 발전을 촉진. 그러나 Regulation A-Plus는 오직 “발행인에 의한 최초 증권공모 혹은 Regulation A에 의해 인정되고 Tier 2 공모에 의한 적격 매수인에게 매도된 매도 증권보유자의 2차 공모(매출)에 하하여 州증권법(각각 등록을 요구)에 우선. Tier 1 공모와 Tier 2 공모로 매수한 증권의 전매는 아직까지 각 州의 분석을 요구. 또한 Regulation A-Plus는 “지분증권, 채무증권 및 지분증권으로 전환 또는 교환가능한 증권(상기 증권의 보증을 포함)”으로 정의된 “적격증권(eligible securities)”에 제한. SEC는 일정한 디지털 자산을 Howey 기준에 의한 “투자계약증권”으로 분류했기 때문에 SEC가 Regulation A-Plus를 적용하기 위해 디지털 자산을 지분증권으로 취급할지 여부는 분명하지 않음

어떤 디지털 자산이 등록요건에서 면제되더라도, 그럼에도 불구하고 디지털 자산은 증권법상의 다른 요건을 준수하여야 함

- 예를 들면, 증권법 section 17(a)는 “중요사실에 대한 허위표시 혹은 오해를 유발하지 않기 위해 필요한 중요한 사실에 대한 누락”을 포함하여 증권의 매각에 영향을 미치기 위한 사기적 수단의 사용을 위법으로 하고 있음. 이 조항은 증권의 등록 여부에 관계없이 적용.
- 증권법 section 17(b)는 어떤 자가 대가 수령을 충분히 공시하지 않고, 당해 증권의 발행인, 인수인 또는 딜러로부터 대가와 교환으로 증권에 대한 광고의 발표, 공표 제공 및 열람을 하는 것은 위법으로 함. 따라서 증권에 해당하는 디지털 자산의 유료 프로모션이나 보증은 당해 프로모션에 대해 지급된 대가를 완전히 공시하지 않으면 위법이 됨.
- 실제 2018. 12월 SEC는 복싱선수 Floyd Mayweather Jr와 뮤직 프로듀서 DJ Khaled를 증권법 section 17(b) 위반으로 제재조치를 내림. SEC는 Mayweather와 Khaled 양자가 소셜 미디어 게시판을 통한 관련 ICO의 프로모션의 대가를 ICO 발행인으로부터 수령하였지만 그 대가의 수

령을 공시하지 않았다고 발표

## (b) 증권거래법

증권법은 증권의 등록에 초점이 맞춰져 있는 반면, 증권거래법은 증권의 유통시장을 규제. 증권거래법은 브로커-딜러, 거래소, 명의개서기관 및 결제기관을 포함하여, 증권의 거래에 참여하거나 지원하는 금융중개기관에 대한 등록요건 및 실제 규제를 부과

- 만약 어떤 디지털 자산이 증권으로 결정되면 당해 디지털 자산과 관련하여 상기 자격으로 활동하는 시장 참가자들은 다른 증권에서와 같이 등록 및 규제 대상이 됨
- 비록 디지털 자산에 대한 SEC의 최초의 조치와 공표는 대부분 증권법 위반에 집중되었지만 최근에는 증권거래법 사안도 보다 주목을 받고 있음. 예를 들면, 2018. 9월 SEC는 ICO 토큰의 매각 및 당해 디지털 자산의 유통시장 거래 지원과 관련하여 미등록 브로커-딜러로서 영업활동을 한 자에 대하여 최초로 제재조치를 부과

이 편에서는 증권시장 중개기관과 하부구조에 대한 증권거래법상 요건을 중심으로 설명

- 전통적 증권의 유통시장 구조는 강하게 규제되는 반면, 디지털 자산 거래구조의 상당 부분은 증권법에 대한 고려없이 구축. 또한 일부 증권거래법 요건과 Rule/Regulation은 디지털 자산에 매끄럽게 적용되지 않음. 대부분 규제되지 않고 있는 이들 활동에 대한 증권거래법의 적용은 이러한 업종에 상당한 영향을 미치고 따라서 증권인 디지털 자산의 거래를 위축시킬 수 있음

### (1) 브로커 및 딜러

증권거래법 section 15는 "당해 브로커 또는 딜러가 SEC에 등록되지 않으면, 증권의 매수나 매도를 권유하거나 권유하려는 것은 위법"으로 하고 있음. 브로커 및 딜러('브로커-딜러')와 제휴 자연인('제휴자')은 엄격한 규제대상

#### ① "브로커(broker)"

- "타인의 계산으로 증권거래를 집행하는 영업에 종사하는"자
- 이 정의는 SEC와 법원에 의하여 확대해석되어 왔음. 증권거래의 집행과 고객 자금이나 증권 보관소의 운영 뿐만 아니라, 증권의 공모 구조, 잠재적 매수자 파악 또는 증권 공모 광고 등으로 발행인을 돕는 자는 브로커-딜러로 간주될 수 있음

- SEC는 증권 활동과 관련되어 수수료 또는 유사한 거래 기준 Fee의 수령을 통해 보상을 받는 자는 브로커로서 활동하는 것과 같다고 강조

② “딜러(dealer)”

- “자기의 계산으로 증권의 매수 및 매도 영업에 종사하는 자”
- 그와 같은 거래는 “정규 영업(regular business)”의 일부로서 행하여져야 함. 중요한 것은 딜러로서 인정되기 위해서는 증권의 매수와 매도 모두를 하여야 하는 것임
- SEC와 법원은, 증권을 매수하고 매도하는 딜러와 트레이더에 있어, 당해 딜러가 “투자자(as an investor)”라기 보다는 영업으로서(as an business) 매수/매도를 했는지 여부에 기초하여 양자를 구별
- 딜러 활동의 지표로서는 다음과 같은 것을 포함

- 계속적으로 증권의 매수나 매도하거나 시장에 유동성 공급(마켓 메이커)을 할 의향을 나타냈는지 여부
- 신규증권의 발행에 관여했는지 여부(인수인)
- 정규 고객이나 의뢰인을 가지고 있는지 여부
- 정기적으로 증권 재고 회전을 하는지 여부
- 거래와 관련한 증권관련 서비스(자문 제공 또는 신용 공여)를 제공하는지 여부

SEC는 최근 디지털 자산 활동과 관련된 브로커-딜러 요건에 집중

- 2018. 9월, SEC는 미등록 브로커-딜러 활동을 이유로 TokenLot LLC와 그 소유자 겸 운영자 Lenny Kugel 및 Elii Lewitt에 대하여 중지명령을 발동
  - TokenLot은 “ICO Superstore”로 마케팅을 한 웹사이트를 운영하였고, 그것을 통해 ICO 및 유통시장과 연계하여 디지털 자산을 판매. 6,100명 이상의 개인투자자들이 TokenLot 플랫폼에서 8,400개가 넘는 주문을 제출.
  - SEC는 TokenLot과 그 운영자들은 디지털 자산을 마케팅하고, 투자자 주문을 받았으며, 주문대금을 수령하였고 발행인들과 대금지급후 디지털 자산을 투자자에게 인도하는 것을 포함하여, 다른 법인의 ICO의 일부로서 디지털 자산의 매각을 지원함으로써 “브로커”로서 활동하였다고 주장. SEC는 TokenLot과 그 운영자들은 TokenLot 명의의 계좌로 ICO가격에서 할인된 가격으로 디지털 자산을 매수하고, 재고를 확보한 후 즉시 또는 후에 이윤을 얻으면서 당해 디지털 자산을 투자자에게 매각함으로써 “딜러”로서 활동하였다고 주장
- SEC는 TokenLot과 그 운영자들이 의무적인 브로커-딜러 등록없이 그와 같은 활동을 영위함으로써 증권거래법을 위반하였다고 결론

브로커-딜러의 등록과 운영은 경미한 과제가 아님

- 브로커-딜러 등록요건을 준수하려는 회사들은 고도의 컴플라이언스 부담에 직면하는데, 보다 어렵게 하는 것은 관련 규칙들이 전통적인 증권, 예탁 및 결제 모델용으로 설계되었다는 사실임
- 브로커-딜러는 다음과 같은(이에 제한되지 않음) 엄격한 규제 요건 리스트를 준수하여야 함

- 최저 규제 자본요건
- 자산의 이해관계자 배분 제한
- 고객의 자금 및 증권의 취급 규제
- 증거금 대여 제한
- 연차 재무감사 및 중요한 사건과 재무정보 보고
- 장부 및 기록 의무
- 감독 및 감시 요건
- 자금세탁방지 및 고객파악의무
- 일반대중과의 커뮤니케이션 제한
- 영업의 중대한 변경 및 일정 소유권 변경에 대한 FINRA 승인 요건
- 고도의 상도례 기준 및 거래상의 공정성 및 형평 원칙의 일반적 준수

SEC 등록 외에, 브로커-딜러는 일반적으로 FINRA 회원이 되어야 하며 해당 주에 등록

- 브로커-딜러와 제휴하고자 하는 자연인은 FINRA에서 시행하는 자격시험에 합격하여야 하며, 지문 등록과 엄격한 배경 신상 정보를 제공하여야 함
- 등록된 개인은, 개인적 증권거래를 포함하여 자신과 제휴한 브로커-딜러의 업무범위 밖에서 영업활동을 하는데 대한 제한이 따를 수 있으며, 지속적인 교육 요건을 충족하고 다양한 보고 요건을 준수하여야 함. 브로커-딜러 및 제휴 자연인은 SEC, 州, FINRA 및 당해 브로커-딜러가 회원으로 있는 기타 자율규제기구의 검사와 제재조치의 대상

## (2) 거래소 및 대체거래시스템(ATS)

증권거래법은 증권거래소의 활동을 규제

- 증권거래법 section 3(a)(1)은 비록 단순히 주문을 전달하거나 단일-딜러 플랫폼을 운영하는 자를 포함하고는 있지 않지만, 거래소를 “증권의 매수자 및 매도자를 집중시키는 시장 또는 시설을 개설, 유지 또는 제공하는” 법인(entity)으로 정의
- 증권거래법 section 5는 국가증권거래소(national securities exchange)로서 SEC에 등록되지

않으면 "어떤 거래소가 직접 또는 간접으로 증권의 거래를 집행하는 것은 위법"으로 봄  
만약 플랫폼에서 거래되는 당해 디지털 자산이 '증권'이라면, 디지털 자산에 대한 매수/매도  
주문장부를 유지하고 매수인과 매도인을 연결시키는 현존하는 많은 디지털 자산 거래 플랫폼  
은 "거래소"로서 활동하는 것

- 실제 2018. 11월 SEC는 전 EtherDelta 온라인 플랫폼 운영자인 Zachary Coburn에 대하여 EtherDelta가 증권거래법에 위반하여 미등록 거래소를 운영하였다는 혐의로 제재조치. 비록 외관상 스마트 계약을 통해 운영되는 탈중앙 거래소이지만, EtherDelta의 웹사이트는 매수인과 매도인이 특정 디지털 토큰(특히 Ether와 ERC20 Token, ICO를 통해 발행된 많은 디지털 자산 포함)의 유통시장에 접근할 수 있는 사용자 친화적 인터페이스를 제공
  - EtherDelta의 웹사이트는 이용자들이 지정된 가격과 지정된 주문 오픈 시간 동안 대상 디지털 자산에 대하여 매수 또는 매도 주문을 제출할 수 있는 EtherDelta 주문장부에 접근할 수 있는 권한을 제공
  - 2016. 7. 12일부터 2017. 12. 15일까지 3.6백만개 이상의 주문이 EtherDelta 플랫폼에서 거래. 이와 관련하여 SEC는 EtherDelta가 증권에 해당하는 디지털 자산에 대하여 복수의 매수인과 매도인의 주문을 집중하는 시장을 운영하였고 따라서 증권거래법상 거래소에 해당한다고 주장
- 거래소 등록을 하지 않거나 또는 등록 면제를 부여받지 않음으로써 Coburn은 증권거래법을 위반하여 EtherDelta를 운영.

등록 국가증권거래소의 활동은 SEC로부터 엄격한 규제대상

- 거래소의 규칙 및 서면 방침, 관행 및 해석은 시행되기 전에 SEC에 제출되어야 하고 대부분의 경우 SEC 승인을 받아야 함
- 국가증권거래소의 규칙은 "사기적이거나 시세조종적인 행위 또는 관행을 방지하고, 공정하고 형평에 맞는 거래 원칙을 촉진하며, 투자자 및 공익을 보호할 수 있도록 마련되어야 함.
- 국가증권거래소는 또한 자체가 SRO이며 따라서 회원들에 대하여 거래소 규칙 및 연방증권법의 준수를 강제하여야 함

실제로는 디지털 자산을 위한 플랫폼을 제공하고자 하는 회사들은 등록 국가증권거래소를 통하여 그렇게 하는 것은 비현실적임을 발견하게 될 것임

- 거래소에 부과되는 엄격한 규제 의무 뿐만 아니라 국가증권거래소로서의 지위는 당해 플랫폼이 수행할 수 있는 사업의 범위를 제한할 수 있음. 오직 등록 브로커-딜러와 그들의 제휴 자연인(직접적인 투자자가 아님)만이 국가증권거래소의 회원이 될 수 있음. 또한 증권거래법에 의해 등록된 증권만이 국가증권거래소에서 거래될 수 있음

국가증권거래소로서 운영하는 것에 대한 규제 부담과 거래 대상이 될 수 있는 증권 종류의 제한을 고려하여, 많은 사람이 등록 브로커-딜러에 의해 운영되는 ATS로서 디지털 자산 거래 플랫폼 운영을 고려

- 비록 브로커-딜러는 증권의 매수인과 매도인을 집중하기 위한 시장을 제공함으로써 “거래소” 정의를 충족할 수 있지만, 브로커-딜러는 만약 Regulation ATS를 준수하는 ATS를 운영한다면 거래소 지위 면제를 받을 수 있음
- ATS 규제는 국가증권거래소로서의 등록 및 규제에 비하여 부담이 적지만, ATS는 브로커-딜러 규제를 준수하여야 하며 국가증권거래소와 동일한 활동을 영위할 수 없음. 특히 Regulation ATS에 의하면, ATS는 “가입자의 그 조직에서의 거래 행위 이외의 행위를 규제하거나 거래 금지에 의한 것을 제외하고는 가입자를 제재하는 규칙”을 제정할 수 없음. ATS는 Form ATS를 제출하는 외에 브로커-딜러로서 SEC에 등록하여야 하며 해당 SRO의 회원이 되어야 함

비록 제한된 기능으로 1개의 특정 증권에 제한되기는 했지만, 적어도 1개의 회사가 디지털 자산 증권을 거래하는 유통시장을 활성화하기 위해 ATS를 설립

- 2016년 Overstock.com은 우선주를 “디지털 증권”으로 등록하고 발행. 이들 증권은 “동일 등급의 전통적 증권과 동일한 권리, 우선권 및 특권을 가졌지만, 그 소유권과 양도는 공개적으로 분배된 자기 원장(proprietary ledger)에 기록.
- 비록 누구라도 지갑을 열고 자산을 보유할 수 있도록 허용하는 비트코인과 같은 공개형 네트워크와는 달리, Overstock 시스템은 “디지털 증권 거래 플랫폼에 접근할 수 있도록 허가를 받은 유일 브로커-딜러의 고객만이 당해 디지털 증권을 매도 또는 매수”할 수 있게 하는 “폐쇄형 거래 플랫폼”이었지만, Overstock은 이들 증권이 자회사인 브로커-딜러의 ATS에서 유통 거래될 수 있도록 준비

### (3) 결제기관 및 명의개서기관

블록체인 기술의 중추적 혁신의 하나는 디지털 자산 거래의 결제가 특정 중개기관의 개입이나 의존없이도 이루어질 수 있다는 것

- 연방증권법은 중개기관이 결제에 개입하는 것을 상정하고 이들 중개기관을 규제하려고 하기 때문에, 디지털 자산이 증권인 경우에는 부적격 문제(a round hole, square peg problem)가 발생. 특히 증권거래법 section 17A(b)(1)은 “결제기관(clearing agency)”으로 활동하는 자는 SEC에 등록할 것을 요구
- 결제기관은 SRO로서 운영되며, 국가증권거래소와 유사한 규제 체계(SEC에 제출되고 전형적

으로 승인을 받아야 하는 규칙의 제정 및 운영)의 대상.

어떤 자가 증권 증서의 물리적 인도없이 증권거래의 결제를 허용하거나 지원하는 중개기관으로 활동하면, 당해 자는 “결제기관”

- 전통적인 거래소 거래 증권에 관하여는, 예탁신탁회사(Depository Trust Company)와 그 회사인 증권결제회사(National Securities Clearing Corporation)가 각각 등록 결제기관인데 이 기관들은 대량의 거래를 차감결제하고 그 참가자간의 수익적 지분의 변동에 관한 기록을 유지
- 증권에 해당하는 디지털 자산에 있어서는, 거래가 채굴자의 활동을 통해 블록체인에서 결제되는 경우 누가 결제기관으로서 활동하는지 분명하지 않음. 일견하면, 채굴자가 대부분 직접 결제를 지원하기 때문에 결제기관에 부합할지 모르지만 그들의 활동은 분산되고 조율되지 않기 때문에 어떻게 그들을 SEC에 등록하게 할 수 있을지는 상상하기 어려움
- 많은 ICO토큰은 각각 채굴되기 보다는 이더리움 네트워크의 ERC20 스마트 계약으로 제조. 이들 토큰이 증권에 해당하게 되는 경우 Ether 채굴자들은 무의식적으로 증권거래의 결제를 활성화할지도 모름. 처음으로 시스템을 개발한 회사나 기존 증권결제시스템을 사용하고 자 하는 회사들이 결제기관으로 간주될 수도 있음

비록 어떤 견해를 가지는지 알려지고 있지 않지만 SEC 스텝은 이 문제를 인식

- 상기에서 언급한 Overstock의 디지털 증권 공모와 관련하여, SEC 스텝은 “Overstock이 등록 결제기관과 소통 또는 참여하는지에 여부”에 대하여 질문. 당해 공모의 독특한 구조에 기초하여, Overstock은 다음과 같은 이유로 어떠한 결제기관도 참여하지 않았다고 주장

(i) 지분 변동은 명의개서기관이 보유하고 있는 발행인의 명부에 실제로 반영되었고

(ii) 다른 기능들은 일정한 브로커-딜러 기능을 면제받는 것이 이득이 되는 등록 브로커-딜러에 의하여 수행되었음

- 그러나 SEC 스텝은 “2018. 3월 어떤 온라인 거래 플랫폼은 “브로커-딜러, 또는 결제기관 등록을 포함하여 연방증권법에 의한 다른 등록요건을 발동시킬수 있다”고 경고하며 당해 발행에 대하여 대충 언급(passing reference) .

비록 등록이 실제로 요구되는 것은 아니더라도, “명의개서기관(transfer agent)으로서의 지위도 블록체인상에서 증권 결제에 관계된 행위에 의하여 잠재적으로 발동 가능

- “명의개서기관”은 발행인을 대신하여 물리적 증권증서의 발행없이 명부기재에 의해 증권의 이전 또는 증권의 명부상 소유권 이전을 등록하는 자

- 결제기관과 관련하여서는 제정법상 정의는 블록체인상의 증권거래의 결제에 관계된 다양한 당사자에게 적용될 수 있음. 비록 명의개서기관으로서의 등록이 소정의 규제요건을 발

동시키지만, 단순히 명의개서기관으로 활동하는 것은 항시 등록을 요하는 것은 아님.

- 증권거래법 section 17A(c)(1)에 의하여, 등록되지 않으면 명의개서기관은 증권거래법 section 12의 증권이나 section 12 등록이 면제된 증권에 대하여 명의개서기관의 활동을 영위할 수 없음. 비록 미래에 블록체인에서 결제될 증권의 등록을 하고자 한다면 가능성이 있지만, 대부분의 디지털 자산은 증권거래법 section 12에 의하여 등록되지 않았기 때문에 현재로서는 명의개서기관 등록은 관심이 될 수 없음.

디지털 자산에 적용된 Howey 기준은 아직까지 SEC와 법원에 의해 발전되고 있지만, 초기단계에서 이 분석은 사실 확정이 필요하고 블록체인 기술과 프로모터의 운영에 대한 긴밀한 이해를 요구함. 이 장은 Howey기준 분석에서 당해 자산이 SEC에 의해 증권으로 간주되면 디지털 자산을 거래하는 중개기관이 직면하는 여러 이슈(브로커-딜러 또는 국가증권거래소 등록과 관계된 고도의 예상하지 못한 부담)를 요약.

연방증권법은 이와 같이 급성장하는 산업의 특성을 고려하도록 발전할 것임. 그때까지 시장참가자들은 전통적인 연방증권법이 급속도로 발전하는 디지털 자산 기술에 어떻게 적용될지 주의깊게 평가하도록 노력할 필요

## Section 4. 연방 증권규제 ; 투자회사법 및 투자자문업자법

### 1. 투자회사법 (The Investment Company Act)

지금까지 Securities Act, Exchange Act에서 digital asset의 증권성 여부에 대한 검토.

만일 digital asset이 증권에 해당한다면, 이와 더불어 Investment Company Act 그리고 Investment Advisers Act 또한 Digital Asset과 그 adviser에게 적용될 수 있음.

Dao 보고서에서 SEC는 ICA상의 investment company 측면의 분석은 하지 않는다는 결정을 명확하게 밝히고 있음. 그럼에도, ICO 그리고 디지털 자산 전반에 대하여 investment company 그리고 그 관련 규제가 적용될 수 있다는 가능성이 아직 열려 있다는 점에서 디지털 자산에 대한 ICA 적용 여부는 심층적인 분석이 필요함.

시장에서는 Digital asset을 투자대상으로 삼은 투자기구들을 투자자들에게 소개하려는 움직임이 계속 있어왔고, 비트코인 선물을 기초투자대상으로 삼으려는 몇몇 ETF (exchange-traded funds)들은 ICA에 따른 투자회사 등록을 시도하기도 하였음. 기초자산의 성격에 따라서, 비트코인 또는 다른 토큰에 직접 투자하려는 ETP (exchange-traded product) 발행인들은 Securities Act에 따라서 등록을 시도했을 뿐, ICA에 따른 펀드 등록은 시도하지 않았음. Securities Act에 따른 등록만 하는 경우에는, 리스크 공시에서 발행인이 investment company로 간주될 수 있고 그에 따라 ICA에 등록이 필요하다는 사항을 위험 요소로 고지하는 경우도 있었음.

현재 SEC는 펀드가 가상화폐에 투자할 수 있는지 그리고 ICA의 주요 투자자 보호 규정을 준수할 수 있는지에 대해 깊은 우려를 표하면서 2018. 1. 18. Investment company trade group에 서신을 보낸 바 있음. 이러한 요청과 함께 digital asset 펀드의 ICA 신청서가 모두 반려되었고 이후 digital asset 펀드의 ICA 등록은 SEC에서 검토 결과가 나올 때까지는 모두 중단된 상태.

ETP 가운데 Securities Act만의 등록은 일부 계류되어 있는 것이 있으나, ETP에 있어서는 필수 요건인 거래소 상장 요건을 충족하였다는 점에 대해 SEC를 설득하지 못했고, SEC에서도 지금까지 digital asset ETP의 상장을 승인한 사례는 없음.

본 장에서는 (1) ICO와 digital asset 펀드에 investment company 지위가 적용되는지와 관련한 ICA 체계의 적용 가능성; 그리고 (2) digital asset에 투자하는 등록된 investment company에 대한 규제의 의미와 관련한 SEC의 입장을 살펴봄.

### (a) 규제 체제 조감

ICA는 “SEC 전체 증권관련법률 가운데 가장 복잡”하다고 일컬어지는 집합투자기구의 설립 및 일반대중에 대한 판매와 관련하여 횡행하였던 부정행위에 대처하기 위하여 1940년 제정되었음. 자기거래, 이해상충, 자금의 부정사용, 집합투자기구의 운용사 등 관련자에 대한 잘못된 공지 등이 그러한 부정행위에 속함. 그 결과 그 이전에 제정된 Securities Act 또는 Exchange Act와 달리, ICA는 공시를 요구하기 보다는 investment companies, 운용사, 관련 서비스제공자, 이해관계인 및 판매사 등의 행위 및 운영을 상세히 규제하는 법률. ICA는 “인류 또는 금수에게 알려진 가장 거슬리는 금융 규제”로 묘사되기도 함. ICA의 제정은 “investment companies의 독특한 성격 그리고 국민들의 자금을 국가 경제에로 이어지게 해주는 채널 역할 때문에, Securities Act와 Exchange Act의 공시 의무를 뛰어넘는 실질적인 보호의 필요성을 의회가 인식한 것”임.

#### (1) ICA의 등록 및 규제

‘investment company’의 정의에 부합하면서 일반 대중으로부터 주식 청약을 받으려는 발행인은 Securities Act에 따른 해당 주식의 등록에 추가하여 SEC에 등록하여야 함. Investment company에 대해서는 ‘Dual registration’이 적용됨. Investment company로 등록되면, ‘운용의 전반적인 면에 대해 실질적인 제한을 받게 됨: 자산의 가치평가, 지배구조, 채무증권 및 우선주 발행, 투자, 주식의 판매 및 환매, 그리고 아마도 가장 중요한, 서비스 제공자 및 기타 관련자들과의 거래’ 전반에 대하여 규제를 받게 됨.

ICA는 investment company의 형태에 따라서 규제에 차이가 있음. Investment company는 open-end investment company/closed-end investment company로 구분됨. Open-end investment company는 주주의 요청이 있을 경우 환매할 수 있는 ‘환매 가능 증권’만 발행하여야 하며, 이는 순자산가치 (net asset value)에 기초한 투자자의 투자 금액 비율에 합당하도록 일일 기준으로 발행이 가능함. Open-end 펀드의 주식은 투자자(일반 투자자)에게 연속적으로 발행될 수 있고 NAV 기초한 가격으로 판매됨. Closed-end 펀드는 환매 가능한 주식을 발행하는 것이 아니라 일반적으로는 거래소에 상장된 주식의 형태로 투자자들에게 발행되며, 가격 역시 NAV가 아닌 시장에서 정해진 가격으로 결정된다. Open-end 펀드는 주식을 NAV로 상환해주어야 하는 추가적인 의무를 부담. Closed-end 펀드는 (상장하여야 하기 때문에) 주식의 상장과 관련된 Exchange Act의 추가 규제를 적용 받음.

ETF는 일반적으로 open-end 펀드로 등록되고, 재정거래 방식을 통해 NAV에 동조되도록 한 시장 가격에 거래소에서 거래됨. ETF는 ICA의 특별한 예외 규정에 따라서 운영되며, 운용 구조와 관련한 ICA 요건을 준수하도록 설계되어 있고, 상장과 관련한 Exchange Act의 적용을 받고 있다.

발행인이 investment company에 해당될 경우 적용되는 엄격한 법적 규제 때문에, 발행인이 investment company에 해당하는지 여부에 대한 법령은 잘 정비되어 있음. 한편 investment company에 적용되는 세제혜택 (Registered Investment Companies (RIC)에 해당하는 investment company는 pass-through taxation의 적용을 받을 수 있음.) 그리고 investment company에 요구되는 투명성 등으로 인하여 시장에서 더 높게 인정받을 수 있다는 장점도 있기 때문에 Investment Company를 원하는 경우도 있음.

발행인이 investment company로 간주되는 두 가지 경우는 다음과 같음:

Orthodox Investment Companies – 발행인은 증권 투자 사업에 주로 관여하거나 그 자신을 그러한 것으로 표방함;

Inadvertent Investment Companies – 발행인이 투자 테스트 (예컨대, 자산의 40% 혹은 그 이상을 투자증권에 투자한 발행인)에 부합하게 되는 경우

ICA는 의도하지 않게 investment company의 정의에 부합하게 되었으나 주로는 다른 형태의 사업을 영위하는 발행인에 대해서는 예외 조항을 두고 있음. 또 ICA는 일정 요건을 갖춘 사모 펀드, 펜션 플랜 등 특정 유형의 집합투자기구에 대해서도 예외를 적용하고 있음.

## (2) ICO 및 digital asset 펀드에 대한 영향

ICA는 기본적으로 주식 및 기타 전통적 자산에 대한 투자를 위한 법률. 그러한 까닭에 ICA 규제 체계가 (1) 기존 체계와 맞지 않는 토큰 혹은 기타 digital asset의 발행인에 적용되고 (2) ICA의 정의에 부합하도록 하면서 등록을 희망하는 digital asset 펀드에 적용되면서 새로운 이슈들이 나오게 됨.

ICO – Inadvertent Investment Company 지위.

DAO 보고서는 ICO에서 발행되는 디지털 토큰이 증권으로 간주될 수 있고 그러한 점에서 해당 토큰의 발행이 증권 발행에 해당할 수 있다는 점을 명확히 하였음. 만일 그 발행인이 증권으로

결정된 토큰 등을 'inadvertent investment company' 테스트를 위반하는 수준으로 보유한다면 그 발행인은 investment company에 해당할 수 있음.

#### Digital Asset Funds – ICA 투자자 보호 준수

Digital asset 펀드의 스폰서 일부는 ICA 등록을 시도하였고, 자발적으로 ICA 규제 틀 안으로 들어 오고자 하였음. ICA 등록된 경우 시장에서 수용도가 높아지는 이유 때문에, 이들 펀드는 open-end 펀드 그리고 ETF 구조를 택하였음. 그러나 SEC에서는 이들 펀드들의 적합성 여부, 그리고 ICA의 투자자 보호 조항, 그 가운데 특히 가치평가, 유동성, 자산보관, ETF 재정거래 메커니즘, 사기 및 조작 등에 대해 우려가 있었음. 앞으로 상세히 논하겠으나 SEC에서는 이러한 이슈들에 대해 검토 중이라고 밝히면서 그 동안 등록은 받아주고 있지 않음. ICA에 따라 등록된 펀드 가운데 digital asset에 투자하는 펀드는 동일한 이슈에 직면하게 될 것임.

#### (4) Investment company 자격 – Digitized Product 발행인 및 Digitized products 투자를 위한 기구

ICA상의 investment company는 일반적으로 증권 투자, 재투자 또는 거래를 하는 업을 주로 영위하거나 그러한 업의 영위를 목적으로 하는 발행인 또는 스스로 그러한 것으로 표방하는 발행인이 해당됨.

'investment company' 정의에는 주식 투자, 재투자, 보유, 보관 또는 거래를 하는 업을 영위하고 있거나 영위할 것을 제안하는 발행인, 그리고 해당 발행인의 비연결 기준 전체 자산 (정부 증권 및 현금)의 40%를 초과하여 투자 증권을 보유하거나 보유할 것을 제안하는 발행인이 포함됨.

그러나, 이 정의에 해당하는 발행인이라 하여도 만일 해당 발행인이 증권 투자, 재투자, 보유, 또는 거래 이외의 다른 사업을 직접적으로 또는 완전 자회사를 통하여 주로 영위하고 있는 경우에는 예외에 해당할 수 있음.

ICA의 'investment company' 정의는 통상적으로 증권 투자 기구로 판매되는 의도적 또는 'orthodox' investment company에 적용되고, 투자증권에 투자된 자산의 비율로 인하여 'investment company'로 추정되는 'inadvertent' investment company에도 적용됨.

#### (i) 발행인 요건

Investment company가 되기 위해서는 발행인이 되어야 함. 발행인은 '증권을 발행 또는 발행할 것을 제안하는 자 또는 기발행한 증권을 보유하고 있는 자 (person who issues or proposes to issue any security, or has outstanding any security which it has issued)'로 정의됨. 이는 Securities Act의 'issuer 발행인' 정의(a person who issues or proposes to issue any security)와 유사하며, 유사한 방식으로 해석되고 있음.

"인 (person)"은 모든 법인(company)을 포함하며, 법인(company)에는 설립 여부에 관계없이 펀드 및 모든 조직된 그룹을 포함함. DAO 보고서에서 밝힌 바와 같이, Securities Act에서의 발행인은 '증권을 발행하거나 발행할 것을 제안하는 모든 자'를 포함하도록 넓게 정의되어 있다. 이 용어는 '발행인은 증권을 발행하는 새로운 방식을 고안해내므로 5조와 관련하여 발행인은 유연하게 해석된다'.

따라서 발행인은 사업단체로 특정되지 않아도 된다. DAO 보고서에서 SEC는 설립되지 않은 조직, The DAO를 Securities Act 제5조 목적상 증권 발행인으로 결론 내렸다. 보고서에 따르면, The DAO에 관한 정보는 DAO 토큰 보유자들의 투자 결정에 결정적이었다. The DAO는 "기업의 성패에 책임을 지고" 있었다. 따라서 The DAO는 투자자들의 투자 의사 결정에 중대하게 영향을 미치는, 투자자들이 관련 정보를 필요로 하는 조직이었다.

ICA에서의 '증권'의 정의는 Securities Act 또는 Exchange Act와는 다르게 해석될 수도 있으나 ICA에서의 '발행인'의 정의는 DAO 보고서의 논리를 따르고 있다. ICO와 관련하여, 누군가가 ICA상의 발행인에 해당하는지 여부는 관련자가 투자자들에게 발행하려는 토큰 또는 기타 증서가 해당 관련자가 보유하고 있는 증권 또는 기타 자산과 분리하여 "증권"인지 여부에 주로 달려 있고, 해당 관련자에 대한 정보가 투자자들의 투자결정에 중요한 역할을 하는지 여부에 달려 있다. 요

## (ii) ICA에서의 증권의 정의

ICA에서 '증권'의 정의는 Securities Act 그리고 Exchange Act와 많은 부분에서 동일하다. 일반적으로, 법원은 ICA의 정의를 이들 법률과 유사하게 분석해왔다.

ICA상의 '증권' 정의는 그러나 구별되는 두 가지 목적을 수행하고 있다. 첫째, 위에서 논의한 바대로, '증권'은 특정인이 발행인인지 여부를 결정하는데 사용되고, 이러한 목적을 위해서는 일반적으로 Securities Act의 해석을 따른다. investment company의 지위 이슈와 관련하여 보다 큰 중요

성을 갖는 두 번째 용도로는, 발행인이 보유하고 있을 때 investment company의 정의하에서 '증권'으로 분류되는 투자의 유형을 확정하는 것이다. 이러한 목적에서 SEC에서는 ICA의 정의가 Securities Act와 Exchange Act의 정의와는 차이가 있으며, ICA의 정의가 보다 넓은 입장을 견지해왔다. 따라서 Securities Act와 Exchange Act에서 증권으로 간주되지 않는 증서가 ICA에서는 증권으로 간주된다.

그 결과, Securities Act와 Exchange Act에서 증권으로 간주되는 토큰 및 기타 증서는 ICA에서도 같은 방식으로 처리될 가능성이 높다. 이에 추가하여, 펀드의 보유로 ICA상의 investment company 지위에 해당하는지 여부를 결정하기 위한 목적으로 SEC 또는 법원은 Securities Act 또는 Exchange Act에서와 반드시 동일한 결론에 도달할 필요 없이, 특정 digital asset이 증권인지를 판단할 수 있다.

SEC Director Hinman의 견해는 instrument의 개념은 '고정적(static)'이지 않고 시간에 따라 변화한다고 하여, 토큰이 증권으로 간주되지 않는 경우이라도 집합투자기구가 취득하는 경우에는 ICA 목적상으로는 여전히 증권으로 간주될 수도 있다는 가능성을 남겨놓고 있다.

Orthodox Investment Companies.

ICA Sec. 3(a)(1)(A)의 investment company의 정의는 (1) 증권의 투자, 재투자 또는 거래 영업에 주로 관여하고, (2) 그러한 업에 주로 관여하는 것으로 표방하거나, 또는 (3) 그러한 업에 주로 영위할 것을 제안하는 발행인을 포함. 이에 해당하는 경우는 "orthodox" investment company.

"주로 관여함 (engaged primarily)"의 기준에 대해서는 SEC 행정절차 과정의 Tonopah test에서 제시한 다섯 가지 주요 기준을 따름

- (1) 회사의 발전 연혁;
- (2) 정책의 공적 진술;
- (3) 그 임원의 활동;
- (4) 현재 자산의 성격;
- (5) 현재 수입의 원천.

이 가운데 마지막 두가지 기준이 가장 중요하며 가장 주요하게 분석됨. 만일 발행인이 증권 그리고 증권이 아닌 자산에 투자한다고 하면, SEC는 회사가 투자한 자산 가운데 증권의 비율을 보기 보다는 해당 회사가 가장 많은 수익을 기대하는 그리고 가장 큰 손실에 노출된 사업 분야를 가장 중요하게 고려.

## Inadvertent Investment Companies

ICA Sec 3(a)(1)(C) – 증권, 투자, 재투자, 거래 업에 주로 관여하지 않는 경우에도, 발행인의 증권 보유에 기초하여 investment company로 구분.

다음에 해당하는 회사는 investment company로 추정됨.

- (1) 증권, 투자, 재투자, 소유, 보유 또는 거래 업에 관여하거나 관여할 것을 제안, 그리고
- (2) 비연결기준으로 (정부 증권 및 현금을 제외하고) 총자산 가치 40% 이상을 투자증권 (investment securities)으로 보유하거나 취득할 것을 제안하는

Investment securities에는 (1)정부 증권, (2)employees' securities company에 의해 발행한 증권, (3) (investment company 또는 사모 investment company에 해당하지 않는) 영업을 하는 자회사가 발행한 증권.을 제외한 모든 증권을 의미함.

이 테스트의 두 가지 요건 (components)

1. 발행인은 증권, 투자, 재투자, 소유, 보유 또는 거래하는 업에 관여하거나 관여할 것을 제안하여야 함.
2. 발행인은 40% 보유 요건을 충족하여야 함.

실무상으로, 40% 요건을 충족하는 경우, 일반적으로 "업에 관여"하는지에 대한 테스트도 충족한 것으로 보는 경우가 대다수.

ICA Sec 3(a)(1)(C)에 따른 investment company는 "inadvertent" investment company로 불리는데, 수동적인 보유만으로도 investment company 지위에 놓이게 되기 때문임.

또한 'prima facie' investment company (일응의 investment company)로 불리는데, 반증에 의해 번복되기 전까지는 investment company로 추정됨.

## Exception for certain Investment Companies

Section 1(a)(1)(C)에 따른 investment company 추정에도 불구하고, ICA Sec. 3(b)(1)은 증권, 투자, 재투자, 소유, 보유 또는 거래 업이 아닌 다른 사업을 하는 발행인에게 예외를 인정해주고 있다. 이 규정은 지주 회사 그리고 본질적으로는 사업을 영위하는 운영 회사이나 자산의 상당 부분을 증권으로 보유하고 있는 회사들에게 예외를 인정해주기 위한 취지이다.

두번째 예외는 발행인이 증권 투자, 재투자, 소유, 보유, 거래 이외의 사업을 주로 영위하는 발행인이 SEC에 신청하여 SEC로부터 받는 명령의 형식이다.

#### Rule 3a-1 – 45% 자산 및 수입 테스트 예외

ICA 3(a)(1)(C)의 Inadvertent investment company에 해당하여 “일응” investment company에 해당하는 경우, “자산 분포와 수입의 원천이 확정적 증거”를 제공하여 investment company가 아니라는 점을 보여주는 발행인에게는 SEC Rule 3a-1에서 예외를 인정

정부 증권을 제외한 증권 비중이 발행인의 (정부 증권 및 현금을 제외한) 총자산 가치의 45%를 초과하지 않고 그리고 정부 증권을 제외한 증권으로부터 발생한 (지난 4분기 동안의 총) 세후 순수입이 45%를 초과하지 않는 발행인. 이 비중은 비연결 기준으로 작성하며 다만, 완전 자회사에 경우에는 연결기준임. 또한 이 예외에 해당하기 위해서는 Orthodox investment company가 아니어야 함.

#### Transient Investment Company에 대한 예외

SEC Rule 3a-2는 한시적으로 증권을 보유하고 투자하지만 투자 관련업이 아닌 다른 업종을 영위하고자 하는 발행인에 대해서 ‘일시적인(transient)’ investment company에 대해서 1년을 넘지 않는 기간 내에서 예외를 인정.

Orthodox/inadvertent investment company에 대해서 발행인이 합리적으로 가능한 빠른 시간내에 그리고 어떠한 경우에도 해당 기간이 종료하는 때에는 증권 투자, 재투자, 소유, 보유 또는 거래업이 아닌 다른 사업을 주로 영위하고자 하려는 선의의 의사가 있는 발행인에게 예외를 인정. 그러한 의사는 (1) 발행인의 사업 활동 그리고 (2) 적절한 회사 결의 두 가지에 의하여 입증되어야 함. 1년 기간으로 한정. 3년 기간 동안 1회에 한하여 허용.

#### 특정 사모 investment company에 대한 예외

ICA Sec. 3(c)(1)은 투자자가 100인을 초과하지 않고, 해당 증권을 공모하지 않는 사모의 경우 예외를 인정.

ICA Sec. 3(c)(7)은 해당 증권이 취득 시점에 적격 투자자들만 보유하고 있고 공모 의사가 없는 경우. ‘적격 투자자 qualified purchaser’는 투자금액 5백만 달러 이상을 보유.

#### (1) ICO에의 적용

DAO 보고서에서 SEC는 DAO 토큰은 Securities Act 그리고 Exchange Act상의 증권으로 규정. 비록 ICA에 따른 분석은 하지 않았으나, SEC는 ICA에 따른 의무 조항을 고려해야 한다는 주의를 한 바 있음.

가상화폐에 ICA에 적용될 경우 첫번째로 필요한 분석은 발행인이 ICA상의 investment company에 해당하는가 여부. 이 경우에는 발행인이 증권 투자, 재투자 또는 거래를 주로 영위할 것으로 제안 또는 표방하는지, 혹은 다른 사업을 주로 영위하지 않는 한, 증권 보유가 40% 기준을 충족하는지에 따라서 결정. 이는 백서에서 발행인의 사업을 어떻게 기술하는지에 따라서 결정될 수도 있고, 실제 토큰을 보유하고 투자하는 성격 및 그 범위에 따라서 결정될 수 있음.

## (2) 디지털 자산 펀드에서의 적용

디지털 자산에 투자하는 집합투자기구는 디지털 자산의 성격 스폰서의 증권 홍보 자료 기타 요인 등에 따라 investment company에 해당될 수 있음. 이러한 발행인이 공모를 시도할 경우에는 ICA에 따라 investment company 등록이 필요하고 그 규정을 준수하여야 함.

가상화폐에 투자하고자 하는 펀드는, 해당 가상화폐가 증권인지 여부에 따라서 investment company 지위가 결정.

2018년 9월 SEC는 디지털 자산에 투자하려는 목적으로 설립된 펀드가 ICA Sec. 3(a)(1)(C)에 따른 investment company로 등록하지 않았다고 하여 디지털 자산 관련한 최초 법률 위반 사건을 제기.

SEC는 Crypto Asset Fund, LLC가 CAF 총자산 가치의 40%를 초과하여 투자증권에 해당하는 디지털 자산에 투자, 보유, 거래하는 사업을 영위함에 따라서 ICA Sec. 3(a)(1)(C)의 investment company 정의에 해당하나, SEC에 예외를 구하거나 investment company로 등록하지 않았다고 결론. CAF의 스폰서 겸 운용사 Crypto Asset Management, LP는 CAF가 SEC에 investment company로 등록하지 않는 한 회사 지분을 판매하지 못하도록 한 ICA 규정을 위반하였다고 결론.

## (b) Investment company 지위의 규제적 측면

ICA는 집합투자기구에 투자하는 일반 투자자를 포함한 투자자들을 1920년대와 1930년대펀드업계의 성장과 함께 발생한 부정행위로부터 보호하기 위하여 제정된 법률.

그에 따라 investment company는 ICA의 다음과 같은 규제를 적용받게 됨:

- SEC에 등록 및 검사;
- Investment company 및 그 계열사에 대한 SEC의 집행권한;
- 분배 지급에 대한 제한;
- 특정 투자, 특히 다른 investment company에 대한 투자 제한;
- 지배구조 요건 (독립 이사);
- 외부 투자자문사에 대한 제한, 계약 승인 요건, 투자 자문의 SEC 등록 요건, 자문사의 선관주의 의무를 위반한 보수 수취에 대한 자문사에 대한 주주 소송;
- 계열사와의 거래 제한;
- 자산 보관 요건;
- 내부자의 윤리규범 요건;
- 차입 및 자본구조 제한;
- 의결권 주식 요건;
- 공시 요건;
- 컴플라이언스 프로그램 요건;
- 시가 또는 공정가치 평가 요건.

#### (1) Open-end management investment (Mutual funds)

Open-end management company로 등록된 펀드는 펀드 NAV의 비율에 맞는 일일 상환이 가능하도록 하여야 하는 요건. 이는 또한 펀드가 그 증권을 일일 기준으로 평가하여야 하고 다른 주주의 이해를 해치지 않도록 상환 요청을 수용할 수 있는 충분한 유동성을 갖추고 있어야 함.

#### (2) Exchange-Traded Investment companies (ETFs)

ETF는 해당 주식의 NAV를 따라가도록 하는 arbitrage 메커니즘에 의해 결정된 가격으로 2차 시장에서 매매될 수 있는 증권을 발행. ETF는 전통적인 mutual fund와 많은 점에 있어서 유사하지만, 그러나 ICA의 일부 요건에 대해서는 예외를 인정받고 있고, 거래소에서 거래되고 있기 때문에 거래소의 상장규정 및 Exchange Act의 요건을 준수하여야 한다는 점에서 전통적인 open-end 펀드와는 차이가 있음.

(3) 디지털 자산 펀드에 의한 ICA 등록

(i) 최초 시도 그룹

2018년 초, 가상화폐 파생상품에 주로 투자하고 공모를 계획한 14개 펀드 (대부분 ETF)의 스폰서들이 ICA에 open-end investment company로 SEC에 등록 신청서를 제출.

그러나 2018년 1월, SEC의 요청에 의하여 이 신청서들은 모두 반려되었음.

(ii) 등록된 가상화폐 펀드에 대한 ICA상의 규제 -

2018년 1월 18일 SEC Division of investment Management의 Dalia Blass director는 Investment Company Institute와 Asset Management Group of the Securities Industry Financial Markets Association에 보낸 서신에서 이러한 펀드를 일반 투자자에게 판매하기 전에 고려해야 할 다섯 가지 이슈를 제기.

- (1) 가치평가, (2) 유동성, (3) 자산보관, (4) arbitrage (ETF의 경우), (5) 잠재적 조작 및 기타 리스크.

가치평가: 적정 가치평가는 투자자 보호에 필수불가결한 요소. 뮤추얼 펀드, ETF는 그 자산의 NAV를 매일 평가. 시장 가격 또는 공정 가치평가.

가상화폐 시장의 급격한 변동성, 단평성, 규제의 부재, 아직 성숙하지 않은 초창기인 가상화폐 선물 시장, 거래량 등의 상황에서 펀드가 어떻게 그 자산을 평가할 것인지. 특히, (1) 가상화폐 상품의 공정평가를 포함한 가치 평가의 절차를 어떻게 개발, 수행, (2) "forks"와 "air drops" 이슈; (3) 가상화폐 타입에 따른 가치 차이; 그리고 (4) 가상화폐 선물의 가격 결재를 결정하기 위한 가상화폐 시장의 정보 및 잠재적 조작의 영향.

유동성. 개방형 펀드의 주요 특징은 일일 환매가 가능하다는 점. 이를 위해 충분한 유동성을 보유해야 함 2016년 제정된 SEC Rule 22e-4는 open-end 펀드에 대해 그 자산을 네 가지 유동성 기준에 따라 분류하도록 규정. 자산을 현금으로 전환하는데 소요되는 기간을 기준으로 고유동성 투자자산, 적정 유동성 자산, 미흡 유동성 자산, 비유동성 자산. Rule 22e-4에 따라서, 자산 분류는 시장 정보 (거래량 및 스프레드) 그리고 "시장의 깊이 (market depth)"를 고려하여 복잡한 심층 기법을 사용하여 결정하도록 요구하고 있음. 시장의 깊이란 정의되어 있는 용어는 아니나, 펀드가

유동성 분류를 펀드가 거래할 것으로 합리적으로 예상되는 규모에서 특정 투자에의 다양한 포지션 부분 거래가 해당 투자의 유동성에 중대한 영향을 합리적으로 미칠 수 있을지를 고려하여 펀드가 결정하도록 하는 것을 의미함.

SEC는 제한적인 거래 경험과 디지털 자산에 대한 제한적인 시장 정보, 그리고 가치평가와 관련된 이슈들을 고려하였을 때, 제한적인 거래 경험하에 가상화폐 자산의 유동성을 어떻게 적절히 평가할 수 있는지를 우려하고 있음. 특히, (1) 가상화폐 선물물의 거래 정보, 가격 변동성, 거래량을 어떻게 고려할 것인지, (2) 이러한 요소를 고려하여 의미 있고 심층적인 마켓 분석을 펀드가 수행할 수 있는지, (3) 가상화폐의 단편성 및 변동성을 고려하였을 때 비정상적인 대량 환매 요청에 직면할 수 있고, (4) 가상화폐 관련 선물에 투자하는 펀드들이 가상화폐 관련 선물 시장의 상당 부분을 차지할 수 있는 가능성 그리고 그러한 가능성이 가져올 수 있는 펀드 포트폴리오 운영 및 유동성에 대한 영향에 대하여 SEC에서 질문을 제기함.

자산보관. 자격을 갖추고 자산보유를 검증할 수 있는 자산보관사를 사용하여야 함. 가상화폐 자산에 대해 이 요건을 어떻게 적용할 수 있을 것인지. 현재 가상화폐 자산에 대해 자산보관을 제공하는 자산보관사는 없음.

현재 비트코인 선물 거래에서는 현금 결제를 하고 있으나, 가상화폐와 관련된 다른 파생거래에서는 현물 결제를 제공할 수 있고, 현물 결제 가상화폐 선물 거래 또한 개발될 수 있다는 점에서, SEC는 가상화폐를 직접 보유하려는 펀드가 (1) ICA 자산보관 요건을 충족할 수 있는지; (2) 가상화폐 keys와 기타 소유 기록 소유 및 소프트웨어 기능의 존재 및 배타적 소유권을 증명할 수 있는지; (3) ICA상 펀드 자산의 안전한 보관과 관련하여 사이버보안 우려 또는 디지털 월렛에 대한 해킹 우려를 평가할 수 있는지.

(ETF에 대한) arbitrage 메커니즘: ETF는 거래소에서 거래될 수 있도록 하기 위한 특별한 구조하에 운용되면서, 주식의 판매 및 환매를 NAV 가격에 맞추도록 하는 arbitrage 메커니즘을 사용. ETF의 시장 가격은 NAV와 급격하게 차이나지 않도록 하고 있음. (1) 중앙화되어 있지 않은 가상화폐 시장의 변동성, 거래량을 고려하였을 때 가상화폐가 이 요건을 어떻게 충족할 수 있는지, (2) 이러한 arbitrage를 제공할 수 있는 market maker를 두고 있는지, (3) 변동성으로 인한 거래중지의 경우 arbitrage 메커니즘에 대한 영향은 없는지, (4) 가상화폐 거래소의 폐쇄될 경우 시장 가격 또는 arbitrage 메커니즘에 미치는 영향은 없는지에 대해 SEC는 질의.

가격조작 가능성 및 기타 리스크.

SEC는 가상화폐를 보유한 신탁의 주식을 거래소에 상장하려는 제안을 거부하는 명령을 내렸고, 가상화폐 시장이 전통적 주식 시장과 비교하여 투자자 보호가 현저하게 미흡하다는 점을 지적.

SEC는 (1) 앞서 제기한 가치평가와 유동성과 같은 사안에 기초하여 사기와 가격조작에 대한 우려; (2) 펀드를 일반 투자자들에게 제공하는데 따른 우려; (3) 이러한 리스크 하에서 일반 투자자에게 펀드 제공하는 그 적합성에 대한 분석에 관하여 브로커-딜러간에 논의가 있어왔는지; (4) 투자자문사가 일반 투자자를 대표하여 가상화폐 관련 펀드에 투자할 경우 맞닥뜨릴 선관주의 의무와 관련한 문제들을 질문.

### (c) 가상화폐 펀드의 증권법만의 등록 신청

몇몇 ETP들은 ICA에 따른 투자회사 등록을 하지 않은 채 증권법하의 등록을 시도하였음.

이들 펀드 대부분은 다양한 방식으로 비트코인에 대한 투자를 계획하고 있는데 (1) 비트코인에 대한 직접 투자, (2) 증권에 대한 투자, (3) 비트코인 선물에 대한 투자 방식을 포함. 이들 가운데 하나는 증권 투자를 통하여 Ether 시장에 참여할 기회를 투자자에게 제공하려고 하였고, 다른 펀드는 '비트코인과 블록체인 산업에 대한 다양한 익스포저'를 투자자에게 제공하기 위하여 비트코인 및 기타 '프로토콜 토큰'에 투자하려 하였음.

이들 가운데 몇몇은 거절되거나 철회되었고, 몇은 아직 신청서가 계류 중임 (그러나 효력을 갖게 된 것은 지금까지 없음).

그러나, ETP를 시장에 도입하기 위해서는 ETP 주식을 상장하려는 거래소가 ETP의 거래소 상장을 허용하도록 SEC로부터 규정 변경에 대한 승인을 얻어야 함. 지금까지 SEC에서는 그러한 신청에 대해 승인을 하고 있지 않으며 규정 미비를 사유로 들어서, 특히 기초 시장에 대한 시장 감독과 관련된 규정 미비를 이유를 근거로 하여 신청을 거절한 바 있음.

가상화폐 펀드는 ETF 혹은 ETP 구조를 사용하지 않고, 거래소에 상장하지 않으면서 SEC 등록을 시도해볼 수 있는데 아래에서 논의하는 바와 같이 최소한 하나의 펀드 등록이 통과된 바 있음.

#### (2) ICA 리스크 공개

가상화폐의 지위 및 관련 상품의 증권성 여부와 관련하여 ICA 적용 여부에 대한 불확실성으로 인하여 증권법만의 등록을 시도하는 경우에도 ICA에 따른 리스크 공개를 포함하고 있음.

BTCS Inc.는 "증권이 아닌 비트코인과 ether와 같은 디지털 자산에 대한 간접적 소유권을 투자자에게 제공하고자 디지털 자산을 취득할 계획. 또한 회사는 등록 또는 등록되지 않은 initial coin

offer에 참여할 의사가 없음'

"디지털 자산은 디지털 증권으로 결정될 수 있으므로, 우리는 1940년 법률을 의도하지 않게 위반할 수 있으며 그 결과 상당한 손실을 볼 수 있고 투자회사로 등록하도록 요구될 수 있으며 영업을 중단할 수도 있음."

BTCS 등록은 2018년 11월 5일자로 효력을 발휘하였고 현재 장에서 거래되고 있음.

## 2. 투자자문업자법(The Investment Advisers Act)

1940년 Investment Advisers Act는 증권과 관련한 투자 자문을 제공하는 자를 규제하기 위한 연방 법률. 투자자문을 제공하는 자는 Advisers Act에 따라 또는 해당 주법에 따라서 SEC나 기타 등록 의무가 있음. 또한 Advisers Act의 규정은 디지털 자산이 증권이 아니라 하더라도 디지털 자산과 관련한 투자 자문사에 해당될 수 있음.

2018년에 SEC는 가상화폐와 관련하여 IAA상의 사기 조항 위반 혐의로 소를 제기한 사례가 있음. SEC가 내놓은 Digital Asset Statement에서 SEC는 "디지털 자산 증권에 대한 투자와 관련하여 타인을 자문하는 자는, 투자 기구의 운용역을 포함하여, IAA 상의 등록, 관련 규정 및 선관주의 의무를 명심하여야 할 것"이라고 밝힌 바 있음.

SEC의 발표와 SEC 의장 및 기타 SEC 담당자들의 언급에서 파악되는 일반 기조는 디지털 자산에 투자하는 투자자들이 투자에 따른 리스크와 시장 참여자들의 사기 가능성 등에 대해 이해하여야 한다는 점을 강조.

또한 디지털 자산 투자에 대해 자문을 제공하는 자는 디지털 자산의 증권 가능성을 염두에 두어야 한다는 점.

### (a) 투자자문업자(Investment Adviser)의 지위

(1) Investment Adviser와 Security(증권)의 정의

IAA Section 202(a)(11)은 “investment adviser”의 정의로 “보수를 위하여 직접 혹은 출판 혹은 서면 등을 통하여 타인에게 증권 가치, 증권 매수 혹은 매도에 대한 투자 권유에 관한 업에 종사하는 자, 혹은 보수를 위하여 정기적 사업의 일환으로 증권과 관련된 분석 혹은 보고서를 발행 혹은 공지하는 자”를 의미함.

이 정의에 대해서 SEC는 3개 테스트를 적용. 해당 특정인이 (1) 증권과 관련된 자문을 제공하거나 보고서 혹은 분석을 발간하는지; (2) 그러한 서비스를 제공하는 업에 있는지; 그리고 (3) 그러한 서비스를 보수를 위하여 제공하는지.

SEC는 특정인이 (1) 스스로 투자 자문사 혹은 투자 자문을 제공하는 자라고 스스로 표방하는지, (2) 다른 보수와 분리 또는 포함되었는지 여부와 관계없이, 혹은 해당 투자 자문을 실행한 고객으로부터 거래에 기초하여 보수를 수취하는지와 관계없이, 증권에 대한 자문을 제공한 것으로 명확히 정의될 수 있는 개별적인 혹은 추가적인 보수를 받았는지, 혹은 (3) 일회성이거나 비정기적으로 이루어진 것이 아닌, 구체적인 투자 자문을 제공하였는지.

IAA section 202(a)(11)에서는 은행, 은행 지주사, 변호사, 회계사 교사, 금융 관련 출판업자, 정부 증권 자문, 증권업에 부수적인 자문서비스를 행하고 보수를 받지 않는 브로커-딜러는 Investment Adviser에 예외로 두고 있음.

디지털 자산에 투자를 원하는 자들이 Investment Adviser에 해당하는지는 결국 해당 디지털 자산이 증권인지 여부에 달려 있음. IAA의 증권의 정의는 ICA와 동일함.

“investment adviser”의 정의는 광의로 해석될 수 있으며, 증권에 관하여 자문을 제공하거나 보고서 분석을 발행하는 자에게 적용될 수 있음. IAA상 ‘증권’의 정의는 ICA와 동일함.

증권이 아닌 자산에 대한 자문은 IAA가 적용되지 않을 수 있으나, 해당 자문이 증권에까지 확대된다면, 비록 제한적인 범위인 경우라 하더라도, IAA상 증권에 대한 자문으로 간주될 수 있음.

가상화폐에 대해 자문을 해주는 자문사 역시 가상화폐가 증권에 해당될 경우 IAA의 적용을 받을 수 있다는 점을 유념하여야 함.

## (2) 등록 요건

### (i) Investment Adviser 등록

투자 자문사는 면제되는 경우를 제외하고, IAA에 따라 SEC에 등록하여야 함. 벤처 캐피탈 펀드 자문, 사모 펀드 자문, 미국내에 영업장을 두고 있지 않은 외국 사모 자문 등이 예외에 해당. CFTC

에 따라 상품 거래 자문으로 등록하고 투자 자문업을 주로 영위하지 않는 자에 대해서도 면제가 적용됨.

Investment company에 자문을 제공하지 않고 (증권 포트폴리오의 비증권 자산을 포함한)관리 자산이 1억 달러 미만인 경우에는 SEC가 아닌 주 당국에 등록하도록 되어 있음.

(ii) Investment Adviser Representative 등록

Investment advisor의 supervised person을 SEC에 등록해야 한다는 요건은 없으나, 상당 수의 주에서는 investment adviser representative에 대한 등록 요건을 부과하고 있음.

- Supervised person이라 함은 investment adviser의 파트너, officer director,(이와 유사한 지위 또는 이와 유사한 기능을 수행하는 자를 포함) 직원 또는 투자 자문사를 대표하여 투자 자문을 제공하는 자.

- 자연인 고객 5인 이상을 갖고 있고, 고객의 10% 이상이 자연인인 자로 각각이 경우 적격 투자자는 제외. 여기에서 적격 투자자란 해당 investment adviser에 위탁한 자산이 100만 달러 이상인 자연인, 또는 (주 거주지와 특정 채무를 제외한) 순자산이 210만 달러 이상인 자연인 혹은 특정 investment adviser 관련인을 의미; 그리고

- 해당 주에 영업소를 갖고 있는 자.

대다수의 주에서는 Investment adviser representative로 하여금 Form U4 양식에 따른 등록을 요구하고 있음.

(iii) Investment adviser 선정 및 solicitation arrangements

Investment advice (투자 자문)에는 investment adviser 또는 manager의 선정에 관한 조언을 포함. 따라서, 조언을 제공하는 자가 그러한 영업을 하고 있는지 그리고 보수를 받고 서비스를 제공하는지 여부에 따라서, investment adviser 지위가 결정될 수 있음.

Solicitation arrangement와 관련한 이슈. SEC 규제 대상이기도 함. 등록된 investment adviser가 solicitor에게 소개료를 지급하는 것은 IAA Rule 206(4)-3에 따라서 이루어져야 함. Solicitor가 특정 법률 요건을 위반하지 않아야 하고, 그러한 주선이 investment adviser가 당사자인 문서 계약으로 이루어져 있어야 하며, 요청을 받는 대상자에게 특정 공시가 이루어져 있어야 함.

## (b) 디지털 자산과 관련한 Advisers Act 법적 요건

전통적인 investment advisers는 물론, 증권으로 분류되는 digital asset을 운용하는 investment adviser에게 공통으로 적용되는 이슈들이 있음.

### (1) Anti-Fraud 제한

IAA 206조 (investment adviser에게 금지되는 거래)는 investment adviser가 다음의 행위를 하는 것을 금지하고 있음. (1) 고객 또는 잠재적 고객을 기망하기 위하여 계획, 고안 등을 사용하는 행위, (2) 고객 또는 잠재적 고객을 기망하려는 거래, 관행 사업 등에 관여하는 행위, (3) 고객의 동의 없이 고객과 직접적인 거래 당사자가 되는 행위, (4) 기망적이거나 부정한 행위, 사업에 관여하는 행위.

IAA 206조는 등록 여부에 무관하게 investment adviser의 정의에 부합하는 모든 자에게 적용되고, 특히 206 (2)는 기망의 의사를 요구하지 않음.

IAA 206조는 investment adviser에게 선관주의 의무를 부여하는 것으로 해석되고 있음. 그 선관주의의 일환으로, investment adviser는 고지 (disclosure) 의무를 적용받고 있음.

#### (i) 이해충돌 고지 (Conflicts of Interest Disclosure)

IAA 206조는 investment adviser가 고객 및 잠재적 고객의 이해와 중대한 충돌이 있을 경우 이를 완전하고 진실하게 고지하도록 요구하고 있으며, 이를 행하지 않을 경우, 고객을 기망할 의사 여부나 실제 고객에게 실제 손해가 있었는지 여부에 관계 없이 법률 위반으로 분류하고 있음. 이 조항은 investment adviser 등록 여부에 관계없이 적용되며, SEC가 아닌 주 정부에만 등록된 investment adviser에게도 적용됨.

특히 IAA 206조의 anti-fraud 조항은 증권에 관련된 행위 여부를 불문하고 고객과 investment adviser간의 관계에서 비롯되는 것이기 때문에, 증권으로 분류되지 않은 digital asset에 대한 투자 관련 정보만으로도 이와 같은 고지 의무를 부담할 수 있음.

#### (ii) Investment adviser에 의한 잘못된 주요 진술 (Material Misrepresentation by Investment Advisers to Pooled Investment Vehicles)

IAA 206 (4)-8은 집합투자기구 (pooled investment vehicle)에 대한 investment adviser가 집합투자기구의 고객 또는 잠재 고객에게 주요 사실에 대해 사실과 다른 진술을 하거나 주요 사실을 누락하는 행위를 금지하고 있음.

현재까지 SEC가 digital asset과 관련하여 CAM 및 그 창업자를 고발한 것 역시 이들이CAM이 운용하는 펀드 CAF가 "미국에서 최초로 규제를 받는 crypto asset 펀드"이며 SEC에 등록 서류를 제출했다는 문구를 광고물에 사용하여 IAA 206(4)-8을 위반하여서 고발한 것임.

(iii) Digital asset 투자 리스크에 대한 고지 (Disclosure of Risks of Investing in Digital Assets)

IAA Rule 206 (4)-1(a)(5)는 등록된 investment adviser가 “주요한 사실에 대해 사실과 다르거나 잘못되었거나 오도할 수 있는” 내용을 포함한 광고물을 발간하거나 배포하는 것을 사기 행위로 규정하고 있음. 이 금지행위는 그 적용범위를 넓게 해석하여, 주요 리스크 사항을 누락하는 것 역시 오도하는 행위로 간주함.

이와 관련하여, SEC는 digital asset에 대한 투자에 있어 투자자들이 리스크를 이해하고 투자의사 결정을 내리는지에 대해 우려를 갖고 있음.

(2) Investment adviser의 선관주의 (fiduciary obligations) 의무

IAA는 investment adviser의 행위를 규제하는 선관주의의무 기준을 확립하였음. 이 선관주의 의무의 범위가 항상 확실한 것은 아니지만, SEC에서는 코멘트 발표 등을 통하여 investment adviser의 선관주의 의무에 대해 강조하고 있음. SEC의 견해에 따르면 investment adviser는 선관주의 의무 (duty of care)와 충실 의무(duty of loyalty)로 구성되고, 고객의 이익을 항상 최우선으로 고려하고 자신의 이익을 위하여 고객의 이익을 후순위로 하지 말 것을 요구하고 있음. 이러한 기준은 206 조에 근거하여 규제되고 있음.

Investment adviser의 선관주의 의무는 증권 거래에만 국한된 것이 아님. Digital asset에 관하여서도 investment adviser는 고객에게 선관주의 의무를 부담함. 이러한 선관주의 의무는 등록 여부와 무관하게 IAA의 investment adviser의 정의에 부합하는 모든 자에게 적용됨.

Digital asset에 대한 투자 권유와 관련하여서는, SEC에서 due diligence 및 위험 고지에 관한 선관주의 의무를 우려하고 있음. 또한 일임 고객과 관련하여서는 고객의 거래를 “best execution (최선의 실행)”해야 하는 선관주의 의무도 고려해야 할 것임. 거래를 집행함에 있어서 investment adviser는 고객에게 비용면에서 최소한의 비용이 들도록, 수익면에서는 최대한의 수익을 기대할 수 있도록 거래를 집행해야 함. 현재까지 digital asset과 관련한 best execution에 관한 법률, 판례가 개발되지 않고 있음.

(3) Code of Ethics (윤리규범) 보고

IAA Rule 204A-1은 등록된 investment adviser는 윤리규범을 서면으로 작성하여 유지하고 준수할 것을 강제하고 있음. 이 규정에는 주기적으로 관련 당사자(access persons)의 주식 거래 및 보유 상황을 보고하도록 하는 조항을 포함하도록 있고, 관련 당사자의 직접적 또는 간접적 수익권까지

포함하고 있음. 이들 관련 당사자는 최고 컴플라이언스 책임자에게 브로커, 딜러, 거래 증권사까지 포함한 증권 거래를 분기마다 보고하고, 최소 연간단위로 증권 보유 현황을 보고하여야 함.

현재 digital asset에 대해서는 업계 관행이 일치되지 않고 다양한 양상을 보이고 있음.

#### (4) 자산보관 (Custody)

IAA Rule 206(4)-2는 등록된 investment adviser는 고객의 자금이나 증권 보관에 대해 요건을 규정하고 있음. Investment adviser는 그 자신이 직접 또는 관계자를 통하여 고객 자금 또는 증권을 직접적으로 보유하고 있거나 그 자산을 보유할 수 있는 권한을 갖고 있는 것으로 간주되고 있음. 그러한 자금과 증권은 자격을 갖춘 자산보관인, 즉, 미 연방 보험에 가입된 은행 또는 예금 기관, 등록된 브로커-딜러, 등록된 선물 상인 (futures commission merchant) 또는 외국 금융기관이 보관하여야 함. 적격 자산보관인은 계좌 잔고 증명을 최소 분기마다 고객에게 발송하여야 하고, 최소한 매년 단위로 독립적인 공인회계사가 고객 자금 및 증권 자산을 감사하여야 함.

Digital asset이 '자금' 또는 '증권'으로 분류된다면, 그리고 등록된 investment adviser가 이들을 보관할 권리를 보유하고 있다면 자산보관 규정의 적용을 받게 됨. 그러나 이러한 자산보관 의무는 몇 가지 문제를 야기함. 우선, digital asset의 자산을 보관할 수 있는 적격 자산보관인이 아직까지는 소수에 불과함. 또한 digital asset의 보관에는 현실적인 문제점들이 적지 않음. Digital asset의 보관은 public key와 private key로만 접근 가능한 digital ledger에 숫자 기록을 반영하는 것으로 그 보유를 기록하는데, 해킹 위험만이 아니라 private key에 접근 가능한 다른 제3자에 의한 침입 위험도 있음. 마지막으로 digital asset의 자산 보관과 관련된 private key의 기능, 소프트웨어 작동 등에 관한 자료만으로 digital asset 보유 여부를 공인회계사가 감사할 수 있는지에 그 여부도 아직 명확하지 않음. 이러한 문제점들에 대한 해결책이 나올 때까지 IAA Rule 206(4)-2에 따른 자산보관 의무를 준수하는 것은 어려운 것임.

#### (5) 가치평가

IAA는 가치 평가 의무를 부과하고 있지 않으며, 운용 자산의 적정 가치 평가는 investment adviser의 의무를 이행하고 운영 수수료 등을 받고 보고 의무를 준수하며 위험 고지를 하는데 있어 매우 중요하고 필요한 업무임. 그러나 digital asset의 자산 가치 평가는 여러 가지 면에서 문제점을 안고 있음.

#### (c) 기타 IAA 요건

이외에도 IAA 상으로 필요한 요건에는 다음과 같은 항목이 있음.

- 컴플라이언스 프로그램 요건
- 보고 및 공시 요건
- 자문 계약 및 자문 보수 제한
- 광고 제한
- 비밀 준수 규범
- 정치 헌금 제한
- 기록 관리 요건
- 감독 요건
- SEC 검사 및 제재

## Section 5. 디지털자산에 대한 CFTC와 SEC 규제 개선 필요성

번역 생략 : 원문 201P ~ 226P 참조

## Section 6. FINCEN 규제

### 1. 범위

암호화폐는 익명성, 제한된 규제, 낮은 거래비용 및 역외거래의 탄력성을 포함하여 일반적으로 다른 교환 수단 이용자들이 이용할 수 없는 다양한 혜택을 제공. 그러나 이러한 혜택은 자금세탁자 또는 테러자금 조달자가 암호화폐를 악용할 수 있는 소지에 노출시키고, 암호화폐 거래를 규제하는 AML 및 CFT 법률 및 규칙에 관한 일반적인 투명성 부족은 잠재적인 남용 가능성을 악화시킴

1970년 은행비밀보호법(the Bank Secrecy Act of 1970, "BSA")은 형사적 금지 밖에서 AML 노력을 규제하는 주요 연방제정법임. 일반적으로 BSA는 "금융기관"에 적용. 미국 재무성 산하기구인 FinCEN은 자금세탁을 적발하고 방지하기 위한 BSA 및 관련 규제의 실행, 관리 및 집행 권한을 가짐. 이 권한의 일부로서, FinCEN은 누가 BSA에 의한 "금융기관"인지를 결정하며, 카지노 및 MSB(Money Service Business)를 포함하여 전형적인 금융기관으로 보지 않는 일정한 자에 대해 BSA 목적상 금융기관에 해당하는가를 결정하여 왔음. MSB에 적용되는 FinCEN 규제의 일부로서, FinCEN은 디지털 자산의 발행인, 거래소 및 관리자를 포함한 디지털자산업에 관련된 규제를 공표 및 실행함.

특히 FinCEN의 MSB 정의는 확대되고 있고, 환전업자, 수표 casher, 머니오더(송금수표)와 여행자 수표의 발행인 및 판매인 또는 송금인(money transmitter)으로서 영업을 하는 자를 포함. 송금인(money transmitter)은 어떤 자로부터 화폐, 펀드 또는 화폐를 대체하는 기타 가치있는 것의 수령(acceptance)과 여하한 방법에 의해 화폐, 펀드 또는 화폐를 대체하는 기타 가치있는 것을 다른 장소나 사람에게 송금하는 것과 같은 금전송금서비스를 제공하는 자를 말함.

디지털 자산에 관하여, FinCEN은 "송금인 정의는 실제 화폐와 전환가능한 가상화폐간에 차이를 두지 않으며" 화폐로 사용될 수 있는 가치를 지닌 어떤 것을 수령하고 전송하는 자는 금전송금인이 될 수 있다고 발표. 2013년 가상화폐에 관한 가이드스에서 FinCEN은 "환전업자(exchanger)"를 "가상화폐를 실제 화폐, 펀드 또는 기타 가상화폐와 교환하는 업을 영위하는 자"로 정의하고, "관리자(administrator)"는 "가상화폐를 발행(유통에 올려 놓는 것)하는 업에 종사하며 해당 가상화폐의 상환(유통에서 회수) 권한을 가진 자"로 정의하고 있음. 따라서 디지털 자산업은 MSB로서 FinCEN 규제를 받는 송금업임. 동일한 맥락에서, 최근에 FinCEN은 ICO와 관계된 일정한 행위는 송금으로 취급될 수 있으며 그러한 형태의 MSB에 적용될 수 있는 FinCEN 규칙이 적용대상이 된다고 지적.

### 2. MSB로 등록

일반적으로 미국내에서 영업을 하는 미국 MSB 및 非미국 MSB는 FinCEN에 등록하여야 함. FinCEN은 명시적으로 가상화폐 환전업자와 관리자는 이 등록요건의 적용을 받는다고 명시적으로 발표.

등록의 주요 영향을 보면, 등록 MSB는 (i) 그의 AML 준수에 대하여 IRS의 검사 대상이 되고, (ii) 2001년 the USA PATRIOT Act SECTION 314(A)에 의해 테러리즘이나 자금세탁에 관련될 가능성이 있는 자의 계좌 및 거래에 관하여 미국 전역에 걸쳐 법 집행기관에게 특정한 정보를 제공하도록 FinCEN으로부터 요구를 받을 수 있음. 디지털 자산에 관련된 행위를 하는 약 100여개의 MSB가 FinCEN에 등록되어 있으며, IRS는 2018년 2월 기준으로 그들의 약 3분의 1에 대해 이미 검사를 마쳤음.

FinCEN 등록요건은 개인 또는 단체가 주법에 따라 송금업자로서 허가를 받는 것과는 별개. 많은 FinCEN 등록 MSB는 주의 송금업자로서 허가되어 있지만, FinCEN의 규제는 AML 준수에만 관련되는 반면 주의 송금법은 일반적으로 고객 보호를 목적으로 함. 따라서 어떤 자는 FinCEN에 MSB로 등록될 것이 요구되지만 주법의 요건 차이때문에 특정한 주법에 따라 MSB로서 등록될 것이 요구되지 않는 것도 가능함.

어떤 자가 MSB로서 FinCEN에 등록이 요구되면, FinCEN Form 107(MSB 등록)을 FinCEN에 전자적으로 제출하여야 함. MSB의 소유자 또는 지배하는 자는 MSB 설립 후 180일 이내에 2페이지 양식을 완결할 책임이 있음.

MSB는 다음과 같은 중요 이벤르에 대하여 매 2년마다 또는 그보다 자주 FORM 107을 갱신하여야 함.

- 첫째, MSB가 미국 주법에 의해 등록되었고 해당 사업이 주법에 따라 재등록될 것이 요구되는 소유권 또는 지배권 변동이 있는 경우, 당해 MSB는 Form 107을 FinCEN에 다시 제출하여야 함.
- 둘째, MSB의 의결권 또는 주식지분의 10% 이상의 양도(당해 양도를 SEC에 보고하여야 하는 MSB는 제외)가 있는 경우, 당해 MSB는 Form 107을 FinCEN에 다시 제출하여야 함.
- 셋째, MSB가 등록기간 중 대리인 수가 50% 이상 증가한 경우, 당해 MSB는 Form 107을 FinCEN에 다시 제출하여야 함.

등록 Form은 소유권, 의결권 또는 주식지분의 양도, 또는 대리인 수의 증가에 변동이 있을 후 180일 이내에 제출되어야 함. FinCEN은 MSB가 새로운 송금 라인(예, 머니 오더 판매를 시작한 체크 캐시어)을 영위하거나 새로운 지역(예, 종전 송금 서비스가 제공되지 않던 미국 州에 송금서비스를 제공하기 위해 지리적 공간을 확장하는 MSB)에 상품을 청약하는 경우에는 업데이트된 Form 107을 즉시 제출할 것을 기대함. 일반적으로 디지털 자산에 관련된 행위를 영위하는 MSB는 새로운 라인의 업무와 새로운 지역에 대한 업데이트에 관심을 두어야 하는데, 그 이유는 대부분의 디지털 자산은 MSB의 소유구조 변동을 포함시키지 못하며 디지털자산업은 소매 MSB에 이용

되는 agent-model을 포함시키지 않으려 하기 때문임.

### 3. 자금세탁방지 프로그램

FinCEN은 MSB가 자금세탁과 테러자금 조달에 이용되는 것을 방지하기 위해 MSB로 하여금 합리적으로 마련된 효과적인 위험기반 AML 프로그램을 개발, 실행 및 유지할 것을 요구. MSB에 대한 정확한 예측은 관련 금융활동의 성격에 따라 다양하지만, 일반적으로 MSB에 대한 효과적인 AML 프로그램은 다음 사항을 다루고 있음..

- 고객식별정보의 수집 및 검증
- 적절한 내부통제
- BSA/AML 준법감시인 선임
- 직원에 대한 AML 교육
- AML 준수 프로그램에 대한 독립적인 검토
- SAR을 FinCEN에 제출하는 방법으로 의심거래를 모니터링 및 보고, 일반적으로 MSB에 대해서는 \$2,000 기준으로 발동됨
- 달러를 기준으로, 고액현금거래보고서 및 고액 현금/기타 현금증서보고서를 미국 정부에 제출
- 필수 기록의 보관
- 일정한 법집행요구에 대한 대응

MSB와 같은 비은행 금융기관의 경우, \$3,000 이상의 자금이체에 대하여는 동자금이 금융중개기관을 통해 이동하므로 거래를 추적하기 위하여 해당 주문을 제출한 자와 수령인을 기록 및 보고하고 송금인과 수령인에 관한 특정한 정보를 포함하여야 하는 요건이 존재

### 4. 고객확인 요건(Know-Your-Customer)

MSB는 고객 신원을 입수하여 검증하고 일정한 기록을 유지하여야 함. 이는 최소한 MSB가 기록 보관 및 보고의무를 준수하기 위해 고객에 관한 충분한 정보를 수집하여야 함을 의미. 그러나 실무에 있어 고객이 MSB에 신규계좌를 개설하는 때에는 MSB가 SAR 보고를 수행하기 위해 해당 고객에 대한 위험 평가를 하고 고객을 이해하는데 충분한 추가적인 정보를 고객으로부터 수집할

필요가 있음. 수집된 정보의 성격 및 범위는 해당 MSB 활동의 위험성에 일치되어야 함.

확립된 고객이 아닌 자금 송금인과 자금 수령인에 대해서는 다음과 같은 고객의 신원에 관한 정보가 요청됨.

- 신분카드의 검사를 통한 송금 주문 제출자 및 수령자의 신원 확인
- 성명 및 주소
- 검토한 신원 형태의 기록 및 신원 관련 서류(예, 운전면허증)의 번호
- 세금납부자 신원번호(예, 사회보장번호 또는 직원신분증번호) 또는 외국인 신원번호 또는 여권 번호 및 발행국 또는 기록 부족시 기호법

MSB는 SAR 보고와 같은 다른 보고의무를 충족하기 위하여 확립되지 않은 고객으로부터 추가적인 정보의 수집이 필요할 수 있음

## 5. 집행

BSA 요건의 未준수는 디지털자산을 영위하는 자에게 심각한 결과를 가져옴. 2015년 5월 암호화폐의 양도를 지원하고 암호화폐 교환거래 서비스를 제공한 Ripple은 BSA 위반(MSB로 FinCEN 등록, 적절한 AML 프로그램을 유지 및, SAR을 제출을 이행하지 않음)과 관련하여 잠재적인 책임을 해결하기 위해 \$700,000의 민사제재금을 FinCEN에 납부하는데 동의함.

2017년 7월, FinCEN은 법무성과 공조로 미국 밖에 기반을 둔 가상화폐 거래플랫폼인 BTC-E a/k/a Canton Business Corporation에 대하여 \$110백만 이상의 민사제재금을 결정함. 위반사항은, 당해 회사의 미국 고객과의 거래에 기초하여, MSB로서 FinCEN 등록하고, 적절한 AML 프로그램의 유지하며 SAR 제출 등을 이행하지 않은 것을 포함.

非미국 가상화폐 공급자에 의해 초래된 자금세탁 리스크를 다루기 위해 미국 재무성이 이용하는 다른 접근법은 USA Patriot Act section 311에 근거하여 해당 공급자를 주된 자금세탁 관심대상 금융기관으로 인식하는 것임. 2013년 FinCEN은 코스타리카에 웹기반 송금시스템을 등록한 now-defunct Liberty Reserve S.A.에 대하여 section 311에 의하여 사실확인 통지를 발하고, 미국 금융시스템에의 접근을 차단함.