

스테이킹서비스 증권성

UNITED STATES DISTRICT COURT
SOUTHERN DISTRICT OF NEW YORKJEEUN FRIEL, Individually and on behalf
of all others similarly situated,

Plaintiff,

- against -

DAPPER LABS, INC. and ROHAM
GHAREGOZLOU,

Defendants.

USDC SDNY
DOCUMENT
ELECTRONICALLY FILED
DOC #:
DATE FILED: 02/22/2023

21 Civ. 5837 (VM)

DECISION AND ORDER

VICTOR MARRERO, United States District Judge.

미연방 뉴욕 남부지방법원이 2023. 2. 22. 대퍼랩스가 발행한 NBA TOP SHOT MOMENTS(이하 "모멘츠 NFT"라 한다)에 대하여 미 등록 발행 증권에 해당될 가능성이 높은 것으로 본 [결정](#)을 내렸습니다.

미연방 뉴욕 남부지방법원이 NBA NFT 를 투자계약증권으로 본 이유를 HOWEY TEST 요건 별로 표로 정리해보면 다음과 같습니다.

HOWEY TEST 요건	쟁점 요건	투자자 주장	대퍼랩스 주장	법원 판단
1. 금전등의 투자	다툼 없음	좌동	좌동	해당 되는데 다툼 없음
2. 공동사업	2-1. 수평적 공동성 2-1-1. Pooling 2-1-2. 투자자와 공동사업 간 수익관련성	2-1-1. 대퍼랩스는 모멘츠 NFT 판매 자금으로 플로우 블록체인을 개발, 유지하여 붕괴되지 않도록 하였으므로	2-1-1. 모멘츠 NFT 발행은 모멘츠 NFT 에 대한 투자로 사용되지 않았으며, 모집 시점도 플로우 블록체인 개발 이후에 이루어진 것이므로 시간적으로	2-1-1. pooling 요건 적용을 한시적으로 제한하는 것은 받아들일 수 없고, 모멘츠 NFT 판매로 모은 자금은 모멘츠 NFT 와 경제적 실재(존재) 관계에 있는 플로우 블록체인 운영 자금에 사용되었으므로 pooling 요건 충족하는 것으로 볼 수 있다.

	2-2. 엄격한 수직적 공동성	pooling 요건을 충족한다. 2-1-2. 모멘츠 NFT 의 가격은 대퍼랩스가 통제하고 있는 플로우 블록체인 성공과 관련성이 있다.	플로우 블록체인에 대한 pooling 으로 볼 수 없다. 2-1-2. 각각의 고유한 특성과 가치를 가진 모멘트 NFT 의 수익과 대퍼랩스의 수익은 연관성이 없다.	2-1-2. 대퍼랩스가 플로우 블록체인의 운영을 중단한다면 모멘츠 NFT 의 가격이 0 으로 수렴할 것이라는 점에서 양자간 수익관련성이 인정된다. 2-2. 엄격한 수직적 공동성은 충분히 입증되지 않았다. 사업의 성과에 기반한 수익 발생에 따른 커미션 수수료를 회사가 가져가는 것이 아니라 사업 성과와 무관하게 모멘츠 NFT 거래에 따른 수수료를 가져가는 것이므로 엄격한 수직적 공동성이 입증되지 않는다.
3. 이익에 대한 기대	3-1. 이익에 대한 약속 3-2. 발행자의 노력	3-1. 마케팅 등을 통해 이익에 대한 약속을 한 것으로 볼 수 있다. 3-2. 대퍼랩스 노력 없이는 모멘트 NFT 거래나 유지 어렵다.	3-1. 공식 트위터에 가격 이야기가 없다. 3-2. 각각의 모멘츠 NFT 는 고유한 가치가 있으므로 대퍼랩스의 마케팅 노력에 영향을 받지 않는다. 투자자는 모멘트 NFT 를 소유하고 자유롭게 처분할 수 있고, 이에 대하여	3-1. 대퍼랩스 공식 트위터의 로켓우주선, 주식차트, 머니백 이미지가 투자에 대한 수익을 기대하게 하였다. 3-2. 모멘츠 NFT 는 투기 목적 외 유틸리티가 없다. 투자자가 보는 모멘츠 이미지에 대한 지식재산권이나 다른 권리를 갖지 않는다. 대퍼랩스의 모멘츠 NFT 마케플레이스나 플로우 블록체인 운영 노력 없이는 모멘츠 NFT 는 존재하기 어렵다.

			대퍼랩스의 노력이 필요하지 않다. 카드보드 농구 카드를 수집해서 사고 파는 것과 모멘츠 NFT 를 수집해서 사고 파는 것은 동일하다.	대퍼랩스는 모멘츠 NFT 의 거래, 마켓플레이스를 통제할 수 있고, 어떤 플랫폼의 누구와도 거래할 수 있는 카드보드 농구 카드와 다르게 모멘츠 NFT 는 대퍼랩스가 개발, 운영하는 프라이빗 블록체인과 마켓플레이스에서만 거래가 가능한 점이 대퍼랩스의 플로우 블록체인에 대한 관리 노력이 모멘츠 NFT 의 사용 및 가격에 영향을 끼치고 이로 인해 모멘츠 NFT 를 싸게 산 투자자들이 마켓플레이스에서 처분함으로써 이익을 볼 수 있을 것이라고 대퍼랩스가 마케팅을 통해 이익에 대한 기대를 가지게 하였다.
--	--	--	--	--

Howey Test 3 가지 요건 중 '금전등의 투자' 요건은 다툼이 없었습니다.

대퍼랩스는 '공동사업' 및 '이익에 대한 기대' 요건에 대하여 투자자가 소송을 유지할 정도의 입증을 하지 못하였다는 이유로 원고 소장 기각 신청을 하였으나 법원은 투자자의 주장 및 기존 판례에 비추어 '공동사업' 및 '이익에 대한 기대' 요건도 충분히 소명된 것으로 보인다는 이유로 대퍼랩스의 신청을 기각하였습니다.

법원은 이 사건에서 수직적 공동성은 인정되지 않으나, 수평적 공동성 요건은 갖춰진 것으로 보이므로 공동사업 요건을 충족한다고 보았습니다.

수직적 공동성의 경우에는 발행자의 사업성과에 따른 수익과 투자자가 얻는 수익이 관련성이 있어야 인정되는데(엄격한 수직적 공동성), 대퍼랩스가 얻는 수익의 기반은 투자자의 모멘츠 NFT 판매차익에 따른 커미션 수수료가 아니라, 모멘츠

NFT의 거래에 연동되는 거래 수수료이므로 투자자의 수익과 대퍼랩스의 수익 간에 관련성이 인정되지 않는다고 보았습니다.

하지만 수직적 공동성 또는 수평적 공동성 두 가지 공동성 중 한 가지만 인정되면 공동사업 요건을 충족하는 것으로 보기 때문에 이 사건의 경우 수평적 공동성 요건이 인정되어 공동사업 요건도 인정되었습니다.

수평적 공동성은 (1) pooling 및 (2) 투자자와 공동사업 간 수익관련성, 2 가지 요건을 다 충족해야 합니다.

pooling, 즉 자금 모집 요건은 발행자가 투자자로부터 모은 자금을 공동사업에 투자해야 합니다.

대퍼랩스는 투자자에게 모멘츠 NFT를 판매한 자금이 다시 모멘츠 NFT의 투자에 사용되는 것이 아니므로 pooling 요건을 갖추지 못하였다고 주장하였습니다.

이에 대하여 법원은 모멘츠 NFT와 플로우 블록체인, 마켓플레이스를 분리하여 별도의 사업으로 보지 않고 모두 합쳐 하나의 경제적 실체로 보는 것을 전제로, 대퍼랩스가 투자자로부터 모은 자금을 경제적 실체가 동일한 플로우 블록체인의 개발, 관리 및 마켓플레이스 개발 운영 자금으로 다시 투자하였으므로 pooling 개념을 충족한다고 판단하였습니다.

대퍼랩스는 모멘츠 NFT는 각각 고유한 속성을 가지고 있으므로 대퍼랩스의 수익과 연관성이 없다고 주장하였으나, 대퍼랩스가 마켓플레이스나 플로우 블록체인 운영을 중단한다면 모멘츠 NFT의 가격은 0이 될 것이라는 점에서 수익 관련성이 인정된다고 보았습니다.

결국 수평적 공동성이 인정되어 공동사업 요건은 충족되는 것으로 판단하였습니다.

이익에 대한 기대 요건 충족 여부와 관련하여 이익에 대한 약속과 이익 발생이 발행자의 노력에 의존할 것이라는 요건 충족 여부가 쟁점이 되었습니다.

대퍼랩스는 이익에 대한 어떠한 약속이나 표현도 하지 않았다고 주장하였습니다. 하지만 법원은 공식 트위터에 표시된 로켓 우주선, 주식 차트, 머니백 모양의 이모지들은 투자자에게 투자에 대한 이익을 기대하게 하기에 충분하고 이러한 대퍼랩스의 공식적인 마케팅 활동은 투자자에 대한 이익의 약속이라고 볼 수 있다고 판단하였습니다.

대퍼랩스는 모멘츠 NFT를 구매한 투자자는 해당 NFT를 소유하고 자유롭게 처분 가능하기 때문에 투자자의 NFT 처분으로 인한 이익이 대퍼랩스의 노력에 의존하지 않는다고 주장하였습니다.

그러나 법원은 경제적 실체 관점에서, 모멘츠 NFT는 대시보드 농구 카드의 수집, 판매와 달리 오로지 대퍼랩스가 운영하는 프라이빗 블록체인인 플로우 블록체인과 마켓플레이스에서만 거래가 가능하므로, 대퍼랩스가 플로우 블록체인과

마켓플레이스를 중단하고 운영하지 않는다면 모멘츠 NFT의 사용 및 가격에 대한 가치는 존재할 수 없을 것이라는 점에서 대퍼랩스의 플로우 블록체인에 대한 주요한 운영관리 노력에 의존하여 모멘츠 NFT 처분으로 인한 이익을 기대하게 된다고 판단하였습니다.

대퍼랩스는 모멘츠 NFT 판매 시점은 플로우 블록체인이 개발된 이후이므로 기존 ICO 판례에서 블록체인 개발 전에 모집되는 코인에 대하여 이익에 대한 기대 요건 충족 여부를 판단한 것에 비추어 모멘츠 NFT 판매 시점 상 이익에 대한 기대 요건 충족을 판단할 수 없다고 주장하였습니다.

이에 대하여 법원은 투자자의 투자 시점을 특정 시점으로 한시적으로 제한하는 것은 HOWEY 기준과 맞지 않는다고 보며, 이 사건에서 투자자가 모멘츠 NFT에 투자한 투자금이 경제적 실체를 같이하는 플로우 블록체인의 운영, 관리 용도로 사용된 이상 투자 시점으로 이익에 대한 기대 요건의 성립을 제한하는 것은 타당하지 않다고 보았습니다.

법원은 대퍼랩스가 모멘츠 NFT를 초기에 저렴한 가격으로 판매하면서 나중에 모멘츠 NFT를 구매하는 투자자보다 큰 수익을 올릴 수 있을 것이라는 표현을 한 바 있고, 대퍼랩스가 플로우 블록체인이나 마켓플레이스를 투자자의 투자금으로 운영 관리를 하지 않을 경우 모멘츠 NFT의 가격이나 이용이 보장되지 않는다는 점에서 대퍼랩스의 노력에 의하여 이익이 발생된다고 판단하였습니다.

IV. ORDER

For the reasons discussed above, it is hereby

ORDERED that the motion (Dkt. No. 37) of Dapper Labs Inc. and Roham Gharegozlou (together, "Defendants") to dismiss Plaintiffs' Amended Complaint pursuant to Rule 12(b)(6) of the Federal Rules of Civil Procedure is **DENIED**. Defendants are directed to Answer within twenty-one (21) days of the date of this Order.

SO ORDERED.

Dated: 22 February 2023
New York, New York



Victor Marrero
U.S.D.J.

모멘츠 NFT 판결에서 시사하는 바는 다음과 같이 요약될 수 있습니다.

1. 대퍼랩스가 개발, 운영하는 플로우 블록체인 및 플로우 토큰과 모멘츠 NFT 은 서로 다른 형태이지만 경제적 실재(존재) 관점에서 전체적으로 하나로 보아야 하고, 투자계약증권인지 여부를 판단 받는 대상은 이 사건에서는 모멘츠 NFT 이지만 투자계약 해당 여부 판단할 때에는 플로우 블록체인과 플로우 토큰을 모멘츠 NFT 와 하나의 실재(존재)로 보고 판단해야 한다. 이와 관련된 요건은 '공동사업' 중 수평적 공동성 요건과 '발행인의 노력'에 의존한 이익의 기대 부분이다.
2. 모멘츠 NFT 는 그 자체로 소유하고 처분하는 것 이외에 아무런 유틸리티가 없다. 투자자는 지적재산권도 없었다. 이와 관련된 요건은 '발행인의 노력'에 의존한 이익의 기대 요건 부분이다.
3. NFT 와 연결된 링크 이미지의 희귀성, NFT 의 일련 번호, 등급 등 NFT 의 고유한 속성으로 각각의 NFT 가 대체불가능하다는 점이 HOWEY TEST 에 있어 공동사업의 수평적 공동성 요건(투자자와 공동사업 간 수익관련성) 판단에 영향을 주지 않는다.
4. 모멘츠 NFT 는 대퍼랩스가 통제, 운영하는 플로우 블록체인 기반 마켓플레이스 내에서만 거래가 가능하였다. 이와 관련된 요건은 '발행인의 노력'에 의존한 이익의 기대 요건 부분이다.
5. 발행인의 공식적인 마케팅 표현에서 이익에 대한 약속이나 가격에 대한 약속 등 구체적인 워딩 표현이 없어도, 투자자에게 이익 발생에 대한 기대를 가지게 하는 표현이 있었다면 '이익에 대한 약속'으로 볼 수 있다.

법원은 이번 판단은 모멘츠 NFT 에 한정된 것이며 다른 NFT 의 증권성 여부는 케이스 별로 따로 판단해야 한다고 하였습니다.

대퍼랩스의 모멘츠 NFT 가 이더리움과 같은 퍼블릭 블록체인 기반으로 발행, 유통되지 않고, 대퍼랩스가 통제하는 프라이빗 블록체인에서 발행, 유통된다는 점에서 이번 NFT 판결을 모든 NFT 에 대한 증권 판단으로 확대 해석할 필요는 없을 것으로 보입니다.

오히려 법원이 모멘츠 NFT 를 증권으로 보게 된 가장 큰 이유를 대퍼랩스가 프라이빗 블록체인에서만 모멘츠 NFT 를 거래할 수 있도록 한 행위를 지적한 점을 고려하면 투자계약증권에 해당되지 않을 수 있는 방법을 알 수 있습니다.

즉 반대로 말하면 대퍼랩스의 통제나 관리가 미치지 않는 퍼블릭 블록체인을 통해 NFT 를 판매하고 투자자들이 자유롭게 NFT 를 거래하여 수익을 올릴 수 있다면, 투자계약 요건 중 '발행인의 노력'에 의존한 이익의 기대 요건이나 수평적 공동성 요건 중 투자자와 공동사업간의 수익관련성 요건에 대하여 달리 판단될 수 있을 것으로 보입니다.

한국 NFT 중 게임사 등 일부 기업들은 멤버십 NFT 를 발행하면서 프라이빗이나 허가된 블록체인을 통해서 발행, 유통하는 경우가 있는데 투자계약증권 해당 여부를 신중하게 검토할 필요가 있다고 하겠습니다.

또한 단순히 NFT 를 소유한 상태로 양도하는 것 이외에 아무런 유틸리티가 없다면, 투자자들은 결국 NFT 의 처분으로 인한 차익 실현 기대만 하게 될 것이고 이럴 경우 발행인의 노력에 의한 가격 상승 기대를 충족하게 되는데, 반대로 NFT 보유로 인하여 지적재산권의 전부 또는 일부를 가지게 되거나 상업적으로 이용할 수 있는 권리를 가지게 되거나(BAYC 의 경우), 기타 다른 다양한 유틸리티를 가지게 된다면, NFT 의 증권 해당 가능성은 더 낮아질 것으로 보입니다. 다만, NFT 의 가격이나 이용이 발행자가 통제, 관리하는 블록체인 및 마켓플레이스에만 의존한다면 반대로 투자계약증권 해당 가능성이 높아질 것입니다.

이러한 관점에서 저작권에 대한 권리나 기타 플랫폼이나 사용처에 제한이 없는 이용 권리를 NFT 구매자에게 부여하고 퍼블릭 블록체인과 마켓플레이스에서 자유롭게 유통이 가능하도록 한다면 투자계약증권 해당성이 낮아질 것으로 보이고, 반대로 가격 상승 기대 이외에 사용처가 없거나 발행자의 주된 관리적 노력으로만 이용이나 가격이 유지되는 형태의 NFT 는 투자계약증권성이 높다고 하겠습니다.

이번 판결이 NFT 에 관하여 시사적인 점은 일반적으로 NFT 는 대체불가능한 속성으로 인하여 정형화 된 상태의 대량유통을 전제로 하는 증권의 속성을 가지기 어렵다고 보는데 이러한 생각이 투자계약증권일 경우에는 맞지 않을 수 있다는 것입니다.

투자계약증권은 표현 그대로 그 형식이 '계약'이므로 어떤 정형화되고 단일된 속성을 가지지 않은 모든 경우에도 적용이 가능합니다. 따라서 그 형태나 기술이 토큰이나 NFT 등의 외형을 가지고 있더라도 투자계약증권 요건을 모두 갖추었다면 증권으로 취급될 수 있다는 점을 유의할 필요가 있습니다.

그러나 한국 자본시장법상 투자계약증권의 5 가지 요건에 대비하여 보면 대퍼랩스의 모멘츠 NFT 는 투자계약증권 해당 가능성이 미국과 달리 낮을 것으로 보입니다.

왜냐하면 한국에서는 투자계약증권 요건으로 '공동사업의 성과에 따른 손익을 귀속받는 계약상 권리'를 요건으로 하고 있기 때문에 '이익에 대한 기대'만으로 HOWEY 기준에 따른 투자계약을 증권으로 인정하기는 어렵기 때문입니다.

특히 트위터에 표시된 이모지 형태를 가지고 투자자에 대하여 이익에 대한 약속을 하여 계약상 권리가 발생하였다고 보기는 어려울 것으로 보입니다. 물론 묵시적 계약도 가능하고 백서 및 이용약관 등 자금조달 당시의 모든 표현들을 살펴봐야 하지만, 설사 이러한 이모지들로 인하여 투자자들이 가격 상승에 대한 기대를 가졌다고 하더라도, 발행자가 투자자에 대하여 구두나 백서 등으로 어떠한 내용의 구체적인 이익을 투자자에게 약속한 것인지 특정하기 힘들 것으로 보이기 때문입니다.

다만 대퍼랩스의 경우 초기 NFT 구매자들에게 후발 투자자보다 더 낮은 가격으로 구매할 수 있다는 표현을 강조함으로써 모멘츠 NFT 를 초기에 투자한 투자자들에게 후발 투자자 대비하여 가격 상승으로 인한 차익 실현의 기대를 가지게 한 것으로 인정하였는데 한국에서는 이러한 경우 초기 투자자에 대하여 후발 투자자 대비

할인된 가격으로 구매하여 처분할 수 있는 약속에 기반한 권리를 부여한 것으로 해석할 수 있을지가 큰 이슈입니다.

이와 같이 '이익에 대한 기대'와 '이익 실현을 약속'하는 것의 경계와 판단이 애매하고 쉽지 않은 영역입니다. 이럴 경우에는 결국 금융당국은 투자자 보호 관점에서 공시규제를 적용하기 위하여 적극적으로 증권으로 포섭하여 규제할 가능성이 높을 것으로 보입니다. 추후 법원의 판단에 의하여 전체적인 사정을 종합적으로 고려하여 케이스별 판단을 내리면서 기준을 구체적으로 정립해 갈 것으로 보입니다. 2023. 2. 27. 디케이엘파트너스 법률사무소 권단 변호사 작성. 끝.

본 자료에 게재된 내용 및 의견은 일반적인 정보제공만을 목적으로 발행된 것이며, 디케이엘파트너스 법률사무소의 공식적인 견해나 어떤 구체적 사안에 대한 법률적 의견을 드리는 것이 아님을 알려 드립니다. Copyright©2023 DKL Partners.

기고 전문가



권단 변호사

Attorney

dan.kwon@dkl.partners | 02.6952.2615