

스테이킹서비스 증권성



2023. 2. .9. 미국 SEC 가 크라켄 거래소가 운영하는 스테이킹 프로그램을 미등록 투자계약증권으로 판단하고 연방증권법 위반으로 기소하여 벌금을 부과하였다. 크라켄은 이를 받아들여 스테이킹 프로그램을 중단하였다.

그럼 한국의 가상자산거래소에서 운영하고 있는 스테이킹 프로그램은 투자계약증권이 아닌가 하는 의문이 든다. 한국 자본시장법에 규정된 투자계약증권이 미국의 Howey Test 에서 규정한 투자계약 요건과 거의 유사하기 때문이다.

우선 [SEC 기소장](#)에서 크라켄 스테이킹 프로그램을 투자계약증권이라고 판단한 사실관계부터 파악해보자.

미국 투자계약 요건	크라켄 스테이킹 프로그램	해당 여부
금전등의 투자	투자자가 암호자산을 구매하여 크라켄에 전송하였고, 해당 암호자산은 노드 운영의 과실로 인한 손실, 크라켄 채권자의 집행 대상 위험, 스테이킹 대상 투자자 자산이 다른 곳에 유용될 수 있는 위험 등이 있었음.	○
공동사업	스테이킹 자산이 증가할수록 투자자와 크라켄 모두 수익이 증대할 가능성이 높아짐	○
크라켄의 노력으로 이익이 발생할 것을 합리적으로 기대함	크라켄은 "가장 높은 고정이율"을 얻을 수 있다고 홈페이지, 블로그, SNS 채널을 통해 홍보함. 크라켄 스테이킹 프로그램의 사용 편리성 등 장점을 홍보함. 크라켄은 스테이킹을 통한 최적 수익을 올릴 수 있는 기술과 전문성이 있다고 홍보함. 크라켄이 스테이킹 리워드로부터 수수료를 받기 때문에 크라켄이 스테이킹 프로그램을 성공적으로 운영하여 수익을 줄 것이라고 합리적으로 기대하였음.	○



그렇다면 한국 가산자산거래소의 스테이킹 프로그램은 어떨까?

대표적으로 업비트의 스테이킹 서비스를 살펴보자.

업비트 스테이킹 이용약관과 홈페이지 표현을 기초로 크라켄 스테이킹 프로그램과의 차이를 비교해보자. 단, 이 비교는 미국 투자계약 요건을 기준으로 비교한 것이니 한국 자본시장법 투자계약증권 해당 여부와 반드시 일치하지는 않는다는 점을 밝힌다.

미국 투자계약 요건	크라켄 스테이킹 프로그램	업비트 스테이킹 프로그램	비교
금전등의 투자	위 테이블과 동일	투자자가 자신이 소유하는 이더리움을 업비트 스테이킹 계정에 전송하는 것과 노드 운영의 과실 등으로 손실 발생 위험이 존재하는 것은 동일함. 그러나, 투자자의 스테이킹 자산이 다른 곳에 사용될 수 없다고 명시한 점은 업비트의 차이점.	업비트는 투자금 전부가 스테이킹 된다는 점 빼고는 유사함
공동사업	위 테이블과 동일	업비트가 운영하는 검증인에게 스테이킹된다고 홈페이지에서 설명하고 있으므로 투자자의 암호자산이 증가할수록 업비트가 검증인으로서 보상받게 되는 리워드도 커지게 될 가능성이 높아지므로 유사한 구조임	유사함
거래소의 노력으로 이익이 발생할 것을 합리적으로 기대함	위 테이블과 동일	업비트는 크라켄과 달리 확정적 수익율이나 가장 높은 고정이율을 얻을 수 있다는 표시를 하지 않고, 과거 통계를 통한 추정치만 보여줌 업비트 스테이킹 프로그램의 사용 편리성 장점 홍보는 동일함 스테이킹 서비스에 대한 업비트의 전문성, 기술력을 강조하는 문구는 명확하게 없지만 '가장 신뢰받는 디지털 자산 거래소에서 스테이킹 서비스를 안전하게 관리합니다'와 같이 투자자로 하여금 업비트의 기술력, 전문성을 기대하게 하는 표현을 사용한 것은 유사함 또한 MEV(블록 생산에서 획득할 수 있는 최대가치) 보상을 스테이킹 보상과 별도로 주1회 배분한다고 하여 다른 스테이킹 서비스보다 더 높은 수익을 올릴 기대를 부여하고 있는 특징이 있음 업비트 역시 스테이킹 리워드로부터 10% 수수료를 공제하므로 투자자는 업비트가 스테이킹 프로그램을 성공적으로 운영하여 수익을 줄 것이라고 합리적으로 기대할 수 있음	업비트는 확정수익을 약속하지 않은 것이 외에는 유사함

업비트 스테이킹 서비스도 위에서 본 바와 같이 업비트는 스테이킹 대상 자산을 전부 스테이킹에만 사용한 점과 확정적 수익율을 홍보하지 않은 점을 제외하고는 투자자 입장에서 금전등의 투자, 공동사업, 업비트의 노력으로 이익이 발생할 것을

합리적으로 기대라는 미국 투자계약 요건을 충족할 만한 요소들은 충분히 있는 것으로 보인다. 이런 상황이라면 업비트도 미국에서 현재 스테이킹 서비스를 하였다면 SEC의 기소 대상이 되었을까?

크라켄과 유사한 스테이킹 서비스를 제공하는 거래소가 많은데 SEC가 크라켄만을 기소한 것은 본보기로 보여줄 목적이거나 규모가 큰 거래소라는 이유 때문만은 아닌 것으로 보인다.

SEC의 기소장을 보면 크라켄은 투자자가 투자한 암호자산 ‘전부’를 스테이킹 서비스에 그대로 투입한 것이 아닐 뿐더러, 투자자의 투자금을 언제, 어떻게 스테이킹하고 회수하고 운용할 지를 크라켄이 임의로 결정할 수 있고, 투자자의 암호자산의 구체적인 스테이킹 물량 정보, 운용 정보, 타 목적으로 사용된 암호자산의 정보 등을 공개하지도 않았다. 게다가 크라켄 이용약관에 따르면 투자자의 암호자산이 크라켄 채권자의 권리 행사 대상이 될 수 있다고 규정되어 있어 스테이킹 프로그램의 투자자 자산에 대한 보호조치가 마련되어 있지도 않았다.

이 부분이 업비트 스테이킹 서비스와 가장 큰 차이점으로 보인다. 업비트 스테이킹 이용약관에 따르면 업비트는 투자자가 스테이킹 신청한 디지털 자산을 일체의 투자, 자산 취득, 운용 등에 활용하지 않고 오직 회원이 지정한 업비트 스테이킹 업무에만 활용한다고 명시하고 있다(스테이킹 서비스 이용약관 제 3 조 제 8 호). 또한 스테이킹에 따른 보상은 각 디지털 자산별 블록체인 네트워크 상황에 따라 상시적으로 변동되며 이에 업비트는 관여할 수 없고, 투자자에게 보상 수준에 대해 어떠한 보장도 하지 않는다고 규정하고 있다(위 이용약관 제 4 조 4 호).

다만, 업비트는 크라켄처럼 약관에 스테이킹 대상 자산이 채권자의 권리 행사 대상이 될 수 있다고 명시하지는 않았지만, 업비트가 관리하는 투자자의 암호자산이 풀링된 스테이킹 계정은 업비트 소유이므로 업비트의 채권자의 권리행사로부터 법적으로 안전하지는 않은 점은 투자자 보호 측면에서 보완이 필요해 보인다. 또한 업비트 내부자나 관리자의 고의 과실에 의한 투자자 스테이킹 자산 상실 위험성도 간과할 수 없다. 추후 디지털자산기본법이 제정되면 가상자산사업자의 투자자 자산 보호 조치에 관한 보완 규정이 필요할 것으로 보인다.

이와 같이 크라켄과 업비트의 스테이킹 프로그램은 몇 가지 점에서 중요한 차이점이 있다.

하지만 미국의 투자계약 증권 요건은 너무 포괄적, 추상적이라 몇 가지 요소의 차이에도 불구하고, 큰 요건 3가지에는 업비트 스테이킹 서비스도 투자계약 요건을 충분히 충족하고 있는 것으로 볼 수 있는 여지가 있다.

그렇다면 업비트 스테이킹 서비스는 한국 자본시장법 상 투자계약증권 요건도 충족하여 향후 금융위의 규제 대상이 될 수 있을까?

결론적으로 말하면, 미국 투자계약 요건과 한국자본시장법의 투자계약증권은 거의 유사하지만, ‘기대’와 ‘약속 또는 권리’의 적용에서 실무상 차이가 있을 것으로 보인다.

우선 업비트 스테이킹 서비스가 금융위가 2023. 2. 3. 발표한 토큰증권 가이드라인에 따라 투자계약증권에 해당되는지 살펴보자.

한국 투자계약증권 요건	업비트 스테이킹 서비스	해당 여부 판단
공동사업	투자자 스테이킹 자산 증가할 수록 업비트 수수료 수입도 증대하고, 투자자들은 스테이킹 수량에 따른 리워드를 배분받는다	해당
금전등을 투자	암호자산도 재산적 가치가 있고, 노드 운영 과실로 인한 손실(slashing) 위험이 존재한다.	해당
주로 타인이 수행	업비트가 투자자 대신 안전하고 편리하게 스테이킹 계정을 관리하며, 업비트가 밸리데이터로서 역할도 하고 있다.	가능성 높음
공동사업의 결과에 따른 손익을 귀속 받는 계약상의 권리	스테이킹 서비스를 통해 발생하는 보상 리워드에서 수수료 10%를 공제하고 그대로 투자자에게 정기적으로 배분한다. 단, 보상 리워드가 얼마인지 확정하지 않고, 보상 리워드가 일정하지 않으며, 네트워크, 해킹, 기타 사정으로 배분되지 않을 가능성이 있음을 안내하고 있다. 수익율이나 수익 보장을 약속하는 표현이 없다.	기술적 대행서비스 약정인지 공동사업 결과에 따른 수익 배분 약정인지 불명확함
이익획득 목적	투자자는 암호자산을 스테이킹함으로써 네트워크에서 발생하는 리워드를 배분받을 목적을 가진다.	해당

업비트 스테이킹 서비스가 한국 투자계약증권 5 가지 요건 중 공동사업, 금전등을 투자, 이익획득 목적 3 가지 요건을 충족하는 것은 크게 다름이 없어 보인다.

문제가 되는 것은 ‘주로 타인이 수행’ 및 ‘공동사업의 결과에 따른 손익을 귀속받는 계약상의 권리’ 요건이다.

업비트는 약관에서는 투자자에게 어떠한 수익도 보장하지 않는다고 명시하면서 단순히 스테이킹이라는 기술적 행위를 대행하고 그에 따른 수수료만을 받는 것이라고 밝히고 있다.

스테이킹은 디파이에서도 개인 투자자들도 스스로 직접 자신의 암호자산을 통제, 관리하고 자신의 위험부담 하에서 쉽게 할 수 있다.

다만 일반 투자자가 접근하기 힘든 규모나 방법에 의한 스테이킹의 경우(이더리움 2.0, 코스모스 등), 업비트의 신뢰성과 기술력에 투자금이 손실되지 않고 안전하게 리워드를 분배받을 수 있을 것이라는 기대를 가지고 자신의 자산을 맡기고 그에 따른 수수료를 공제하고 나머지 리워드라는 수익을 바라보고 투자하는 것이다.

그럼 이 때의 리워드를 업비트가 주로 수행한 공동사업의 결과에 따른 수익이라고 볼 수 있는지와 업비트가 리워드의 배분에 대하여 약속을 한 것으로 볼 수 있는지가 문제다.

리워드는 네트워크에서 블록 검증 업무에 참여한 보상으로 검증인에게 분배되는 것이다. 투자자들은 업비트가 밸리데이터로서 검증에 참여할 수 있도록 암호자산을 제공하고 일정 규모 이상이 되어야 스테이킹이 가능하게 된다. 업비트가 이 과정에서 수행하는 역할이 전체 과정에서 어느 정도 주된 역할인 것인지에 따라 ‘주로 타인이 수행’ 요건 충족 여부가 판단될 것이다. 업비트가 밸리데이터로서 참여를 하지 않거나, 업비트가 일정 규모 이상의 암호자산을 풀링하여 스테이킹하지 않거나, 매초 분배되는 리워드를 투자자의 투자 수량에 따라 정확하게 배분하는 역할을 하지 않는다면, 이 공동사업은 지속될 수 없을 것이라는 관점에서는 해당 요건 충족 가능성이 높은 것으로 보인다.

다만, 업비트의 특별한 기술이나 능력, 전문성에 따라 투자자의 수익이 달라지는 것이 아니라 투자자의 스테이킹한 암호자산 수량에 따라 수익이 달라진다는 점에서 ‘리워드’를 공동사업의 결과에 따른 손익이라고 할 수 있는지는 다통의 소지가 있다.

투자자와 업비트 사이에서는 스테이킹을 통한 리워드를 투자자의 투자 수량에 따라 배분한다는 묵시적 약정이 존재하는 것은 명확하다. 그게 약관에 규정되어 있든 없든 당연한 것이다.

그 리워드가 업비트의 노력과 기술력에 따라 달라지는 ‘공동사업의 결과에 따른 손익’이라고 볼 수 있는 성질의 것인지, 아니면 누가 수행해도 동일한 기술용역을 단순히 업비트가 대행해 준 결과물일 뿐 공동사업 결과에 따른 손익이라고 할 성질은 아닌 것인지 논쟁의 소지가 있다.

그런데 증권은 투자성을 전제로 한 것이다. 즉 원본 손실 위험이 있는 것이다. 사업자의 기술, 능력, 전문성에 따라 수익이 달라지거나 손실 위험이 발생할 수 있는 서비스라면 공동사업의 결과에 따른 손익이라고 볼 여지가 크다.

POS, 즉 지분증명 합의 알고리즘에서는 부실한 검증인에 대한 벌칙으로 슬래싱(지분삭감)을 통해 스테이킹 된 토큰이 삭제될 수 있다. 업비트의 스테이킹 서비스를 단순 기술 대행이라고 볼 수 있는지 의문인 지점이다. 물론 업비트 스테이킹 서비스 약관에는 업비트의 고의 또는 과실로 인한 손실은 책임을 진다고 규정하고 있다.

업비트가 스테이킹 서비스 운영으로 인한 손실을 전부 부담하거나 투자자가 스테이킹한 암호자산 원본 수량을 반환할 것을 약정한다면, 투자자의 투자자산은 원본 손실 위험이 없게 되므로 ‘투자성’을 전제로 한 금융투자상품 개념 자체에 해당되지 않아 증권성 문제는 없게 된다.

현행 업비트 스테이킹 서비스 약관에는 업비트의 고의 또는 과실로 인한 책임 규정은 있으나, 네트워크 오류나 해킹으로 인한 손실에 대한 면책 조항이 있어 투자금 손실 위험은 상존한다. 또한 투자자의 스테이킹 자산 원본 반환에 대하여서는 명확한 규정이 없다. 업비트 약관이 기술대행 서비스의 특성을 고려한 불가항력적인 면책규정을 기재한 것으로 볼 수 있으나 증권성 판단에 있어서는 재고할 필요가 있는 조항으로 보인다.

금융위가 이번에 발표한 토큰증권 가이드라인은 ‘토큰’ 형태의 증권도 투자계약증권이라는 비정형 증권으로 포섭하여 규율하겠다는 것이다.

참고로 스테이킹 서비스 자체는 토큰이 아니다. 하지만 토큰 발행 여부와 무관하게 투자계약에 의한 권리 자체도 투자계약증권이 될 수 있다는 점을 유의해야 한다.

디케이엘파트너스 법률사무소는 금융위가 발표한 토큰증권가이드라인에 대하여 실무에서 자주 질문받는 내용을 도표, 그림, Q&A 형태로 자료([DKL의 토큰증권가이드라인 Q&A](#))를 만들어 블록체인 분야의 벤처스타트업을 위하여 무료로 배포하였다.

[이 링크를 통해서 다운로드](#) 받을 수 있다. 끝. 디케이엘파트너스 법률사무소 권단 변호사 작성.

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