



“미국의 STO 규제 현황”

1. STO란

증권이 무엇이라는 질문을 들으면 어떤 답변이 생각나는가? 투자에 큰 관심이 없는 사람의 경우 투자의 대상 중 하나 정도로 답변할 것이고, 학문적인 지식을 가진 사람의 경우 표준국어대사전에 등재된 것과 같이 ‘사법상 재산을 표시한 증권’을 의미하는 유가증권을 생각할 것이다.

자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 “자본시장법”) 제4조 제1항에 따른 법률상 증권의 의미는 “내국인 또는 외국인이 발행한 금융투자상품으로서 투자자가 취득과 동시에 지급한 금전등 외에 어떠한 명목으로든지 추가로 지급의무를 부담하지 아니하는 것”이다. 즉, 자본시장법 상 증권은 손실의 위험이 있는 투자상품 중 최초 취득자금이 손실의 최대한도가 되는 것을 의미한다. 예를 들어 만 원을 지불하고 증권을 샀다면 아무리 손해가 막심해도 만 원을 잃는 것에 그친다는 것이다.

비트코인을 필두로 하는 가상자산은 다양한 형태로 발행이 되고 있고, 따라서 증권의 성격을 가지는 가상자산도 존재한다. 이를 증권형 토큰(Security Token)이라 한다. 일반적인 코인을 발행하며 청약을 권유하는 행위를 ICO(Initial Coin Offering)라고 하는 것과 유사하게, 증권형 토큰의 발행 및 청약의 권유를 지칭하는 명칭이 존재한다. 바로 이것이 STO(Security Token



Offering)이다.

2. 국내 STO의 규제

증권형 토큰은 증권성을 가지기 때문에 당연히 자본시장법의 적용을 받는다. 따라서 원칙적으로는 자본시장법 등 법률에 저촉되지 않는다면 합법적인 행위로서 허용되어야 한다. 그러나 대한민국 정부는 모든 종류의 코인 발행을 금지한다는 지침을 발표한 후 이를 유지하고 있어 법률의 규제 범위 유무와 상관없이 STO를 금지한다. 비록 STO를 금지하는 법률이 없는 이상 죄형법정주의 또는 헌법 제37조 제2항에 따라 이에 대한 처벌이나 규제는 불가능하지만, 행정부의 지침을 무시하기란 쉽지 않아 국내에서는 STO를 시도하려는 움직임이 거의 없다.

반면 미국의 경우 증권성 여부를 확인한 후 증권성이 있으면 증권에 대한 규제를 준수할 것을 요구하고, 규제에 적합하다면 STO를 자유롭게 할 수 있도록 허용한다. 이에 따라 미국에서는 STO에 대한 규제가 점차 현실을 반영하는 방향으로 발전하고 있다.

대한민국은 대륙법계에 해당해 기존의 법률 중 상당수는 독일의 법에 영향을 받아 입법되었다. 그러나 저작권법, 특허법, 부정경쟁방지법 등 새로운 형태의 법률의 입법시에는 미국의 법리를 차용하는 경우가 많다. 따라서 추후 국내에서 STO 금지 기조가 해소될 경우, 국내 STO 규제는 자연히 미국의 제도를 따라가는 방향으로 설정될 것으로 예상된다.

결국 미국 증권거래위원회(Securities and Exchange Commission, 이하 “SEC”)의 STO 규제 현황을 파악한다면 향후 국내에서 STO가 허용된 시점에 어떠한 수준의 대비가 되어야 하는지를 예측할 수 있다는 결론이 도출된다. 이러한 배경지식은 규제 해소와 동시에 시장에 진출하



여 시장을 선점할 수 있는 기반이 될 수 있다. 따라서 본 칼럼에서는 미국의 STO 규제 현황을 살펴보고자 한다.

3. SEC의 STO 상 불법행위에 대한 조치

미국의 소송 컨설팅 회사인 코너스톤 리서치(Cornerstone Research)가 작성한 보고서(Cornerstone Research, 2021, SEC Cryptocurrency Enforcement Q3 2013-Q4 2020)에 따르면 SEC는 2013. 7. 처음으로 가상자산 관련 집행 조치를 하였고, 2020. 12. 31. 까지 가상자산 시장 참여자들에게 75회의 집행 조치와 19회의 거래정지명령을 하였다. 75회의 집행조치 중 43회는 소송절차에 회부되었고, 32회는 SEC의 행정절차에 그쳤다.

소송절차에 회부된 43회 중 81%는 사기와 관련되었고, 72%는 미등록 증권 발행(unregistered securities offering)행위와 관련되었으며, 두 가지 죄목이 동시에 적용된 경우는 58%에 달하였다. 따라서 사기 또는 미등록 증권 발행의 죄목 중 하나 이상에 해당하는 경우가 95%에 달하였음을 알 수 있다.

반면 행정절차에 의한 32회 중 28회는 사기와 무관하였고, 4회만이 청약 또는 판매 과정에서 사기와 관련이 있었다.

이러한 조치 내역을 통해 SEC의 규제는 절차 위반과 사기를 중점적으로 규제의 대상으로 보고 있는 것으로 추정할 수 있다.

4. 미국의 등록규정

그렇다면 미국의 증권형 토큰 발행자가 준수하여야 하는 절차는 무엇이 있을까? 미국 증권법 (Securities Act of 1933) Section 5는 증권 발행자가 증권을 판매하기 전에 SEC에 등록하도록 규정되어 있다. 증권 해당 여부는 Howey Test를 통해 판단하고, 증권법은 증권형 토큰에도 동일하게 적용된다.

Howey Test를 통해 증권으로 판단된 경우, 증권의 판매를 위한 발행은 SEC에 등록되거나 특정한 등록 예외 인증이 필요하다. SEC는 구체적 상황에 따라 Reg S, Reg D, Reg A+ 및 Reg CF 등 다양한 등록규정과 예외규정을 적용하여 증권형 토큰의 발행 및 판매를 관리한다. SEC의 규정을 간략히 소개하면 다음과 같다.

Reg D	Rule 504	12개월간 \$10,000,000까지 판매 가능
	Rule 506(b)	공모 또는 광고를 하지 않는 전제로 공인 투자자(Accredited investor) 무제한, 비공인 투자자 35인에 대하여 발행 가능
	Rule 506(c)	공모 또는 광고 가능, 공인투자자에게만 무제한 발행 가능
Reg S		발행 및 판매가 미국 외에서 미국인이 아닌 자에 한할 경우
Reg A+	Tier 1	12개월간 \$20,000,000까지 판매 가능, SEC 승인 필요
	Tier 2	12개월간 \$75,000,000까지 판매 가능, SEC 승인 필요
Reg CF		모든 대중이 투자 가능한 클라우드 펀딩



5. 미국의 STO 등록 사례

가. 최초의 부동산 토큰

미국의 Aspen Digital Inc.(이하 “애스펜”)는 증권형 토큰인 ASPEN COIN을 발행하였는데, 이는 최초의 부동산 증권 토큰으로 알려져 있다. 증권형 토큰의 성질에 따라 코인의 구매자는 미국 콜로라도주의 세인트 레지스 애스펜 리조트(St. Regis Aspen Resort)의 지분을 구매하는 것과 동일한 권리를 가진다.

애스펜의 2018. 10. 25.자 Form D 서류에 의하면 애스펜은 예외규정 중 Reg D Rule 506(c)를 따르고 전체 토큰 발행액인 \$18,000,000를 전부 판매하여 모금을 성공시켰다.

이후 2019. 2. 7.자 Form D 서류를 보면 추가적인 증권형 토큰의 발행이 이루어졌음을 확인할 수 있는데, 이 때에는 Reg D Rule 506(b)를 따르고, \$125,000를 발행해 전부 판매하며 2차에 거친 STO를 성공시켰음을 알 수 있다.

나. 국내회사의 SEC 등록

국내 온실가스 감축 프로그램 청정개발체제(CDM) 전문 개발업체인 주식회사 씨피이셀은 자회사인 미국법인 아메트 액티오(Amet Actio Technology Ltd.)를 통해 SEC 등록 승인을 받았다.



제출된 Form D 서류에 따르면, 아메트 액티오는 Reg D Rule 506(c)를 따르고 총 \$9,000,000를 발행하는 내용으로 SEC에 등록되었다. 아메트 액티오는 SEC 등록을 토대로 투자 캐피탈을 상대로 증권형 토큰 발행에 나설 계획이라고 밝혔다.

주식회사 씨피이셀의 대표이사는 국내에서는 ICO가 금지되어 미국 진출을 택했고 기업 신뢰를 제고하려는 목적으로 SEC에 등록을 했다고 밝힌 바 있다.

6. 결론 – 국내와의 비교 고찰

국내에도 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 “자본시장법”)이 증권업을 규정하고 있어, 미국과 유사한 정책 방향을 설정한다면 사실상 STO를 규제하며 법제도 안으로 포함시킬 수 있는 기틀이 마련되어 있다. 다만 중국과 더불어 전 세계에서 유이하게 ICO를 전면 금지하는 기조를 고수하며 코인의 판매 목적 발행을 금지하기 때문에 STO 또한 자연스레 금지가 된 것이 현실이다. 물론, 새로운 기술로 인해 금융시장에 혼란이 발생하기 전에 제도를 마련하려는 취지로 선택한다면 이를 이해할 수는 있다. 다만, 스타트업 또는 소기업들이 IPO(Initial Public Offering)를 통한 주식 발행보다 초기 개발 단계부터 모금을 시작할 수 있는 STO를 더욱 필요로 한다는 점을 생각하면 아쉬움이 남는다.

시대의 변화와 필요에 의한 요청이 존재하는 이상, 잠재력 있는 신규 사업가들에게 기회가 주어질 수 있도록 정책이 진행되었으면 한다. 그리고 변화될 정책은 선행사례를 통해 보완된 여러 국가들의 규정을 우리 법체계에 녹여내어 시장적합성과 규제의 두 마리 토끼를 꺾을 수 있는 제도이기를 기대한다. 끝.



관련 전문가



권단 파트너 변호사

02-6952-2616

dan.kwon@dkl.partners



이동준 소속 변호사

02-6952-2651

dongjoon.lee@dkl.partners

본 자료에 게재된 내용 및 의견은 일반적인 정보제공만을 목적으로 발행된 것이며, 디케이엘파트너스 법률사무소의 어떤 구체적인 사안에 대한 법률적 의견을 드리는 것이 아님을 알려드립니다.
Copyright ©2021. DKL PARTNERS LLP All rights reserved



DKL PARTNERS

(06241) 서울시 강남구 강남대로 364, 1701호, 1706호(역삼동, 미왕빌딩)
T. 02-6952-2615 | F. 02-6918-0832 | <https://www.dkl.partners>