

미국 SEC 발표 (2026.3.17.)  
암호자산에 대한 연방 증권법 적용 해석 지침

2026. 4.

미국 SEC(증권거래위원회)가 2026.3.17. 발표한 “암호자산에 대한 연방 증권법 적용 해석 지침”(Application of Federal Securities Laws to Crypto Assets)을 번역하여 제공해드립니다.

특정 유형의 암호자산과 암호자산이 결부되는 특정 거래에 미국의 증권 법령이 적용되는 방식을 한층 더 명확히 하는 이번 지침은 즉시 발효되는 해석 규칙으로서, 포괄적인 시장-구조 입법을 추진 중인 의회의 노력을 보충하는 것이기도 하며, 그 해석에는 SEC가 단독으로 추진하던 “Project Crypto” 정책을 함께 추진하기로 방침을 정한 CFTC(상품선물거래위원회)도 공동으로 참여하고 있습니다.

이번 해석 지침은 “투자계약” 요소인 *Howey test*를 적용했던 종전 실무진의 해석과 성명을 대체하면서, 위원회 수준의 ‘해석 규칙’으로 상향된 것으로서, 암호자산들을 “디지털 상품, 디지털 수집품, 디지털 도구, 스테이블코인, 디지털 증권” 등 5대 유형으로 분류하고; 그 자체로는 증권이 아닌 비-증권 암호자산이 투자 계약 적용 대상이 되는 상황과 투자계약 적용에서 벗어나는 상황을 다루면서; 에어드럼, 채굴, 스테이킹, 래핑에 대해서도 증권 법령 적용 여부를 명확하게 설명하고 있습니다.

이번 해석 지침에서는 ‘디지털자산’(digital asset) 대신 ‘암호자산’(crypto asset)이라는 용어를 사용하고 있는 바, 이는 단어 중복을 피하려는 의도가 반영된 것으로 추정됩니다(예: ‘디지털 상품인 암호자산’).

SEC의 해석 지침(규칙)은, 트럼프 대통령 직속 디지털자산 시장 워킹그룹(PWG)이 발표한 “미국의 디지털 금융 기술 부문 리더십 강화”라는 보고서(2025.7)에서 권고한 바에 따라, Crypto Task Force 주관하에 기존의 증권 규칙과 제도의 현대화를 추진하는 과정에서 나온 것이며, 미국 규제 당국의 크립토 생태계에 대한 깊은 이해 수준과 더불어 법리적 논리를 살펴볼 수 있는 자료여서, 미국 의회 입법조사처가 발표한 해석 지침 분석 자료까지 포함하여 번역해 드리게 되었습니다. 작은 도움이 되길 소망합니다. 감사합니다.

- 번역·정리: Peterzen (@업비트)

## 미국 SEC 발표 (2026.3.17.)

# 암호자산에 대한 연방 증권법 적용 해석 지침

\* 아래는 2026.3.17. 미국 증권거래위원회(SEC)가 발표한 “암호자산에 대한 연방 증권법 적용 해석 지침” 보도 자료, 설명자료(Fact Sheet), 그리고 SEC와 CFTC(상품선물거래위원회)가 공동으로 마련한 해석 지침 (Commission Interpretation)을 번역·정리한 자료입니다.

- ◇ SEC의 폴 앳킨스(Paul S. Atkins) 위원장과 CFTC의 마이클 셀릭(Michael S. Selig) 위원장 체제 하에서 양 기관이 공동으로 참여해 마련한 이번 해석은 그간의 “법 집행을 통한 규제” 시대를 지나 명확한 지침을 제시하는 것으로, 미국 자본시장 규제 환경의 기념비적 변화가 예상됩니다.
- ◇ 이번 해석의 핵심 중 하나는 투자계약은 종결될 수 있다(investment contracts can come to an end)고 보는 것인데, 지난 시절 SEC는 한 번 투자계약(=증권)으로 권유되고 판매된 암호자산이라면 그 자체가 영원히 증권성을 띠는 것으로 취급했지만, 이번 지침은 탈중앙화 정도에 따라서는 유통-시장의 거래가 증권 법령 적용 범위에서 벗어날 수 있다는 점을 명확히 하고 있습니다.
- ◇ 우리 금융당국의 토큰 증권 가이드라인(‘23.2)에서도 ‘토큰의 성격 분류’를 중요하게 다뤘던 것처럼, SEC의 해석 지침은 ‘digital commodities’, ‘digital collectibles’, ‘digital tools’, ‘stablecoins’, ‘digital securities’ 등 다섯 가지 토큰 분류 체계(Token Taxonomy)를 제시하면서, CFTC 관할권에 주로 속할 ‘상품’으로 분류될 가능성이 높은 자산들을 구분하고 있습니다.
- ◇ SEC의 해석 지침에서 언급되는 “투자계약” 개념과 우리 자본시장법의 “투자계약증권” 개념은 약간 다릅니다. 우리 법에서는 *Howey* 테스트의 3대 구성요건에서 나아가, 그 “투자에 따른 손익을 귀속받는 계약상의 권리가 표시된 것”을 “투자계약증권”이라고 정의한 점에서 미묘한 차이가 존재합니다. 다만, 투자계약에 따라 받게 되는 목적물인 암호자산이 그 투자계약에서 분리될 수 있다고 보는 견지에서라면 차이가 없다고 볼 수도 있습니다.

### 【미국 판례법과 우리 법령상의 개념 비교】

Howey test (연방대법원, 1946년 판결)	자본시장법 제4조(증권) 제6항
투자계약이란 (1) 타인의 노력으로부터 유래할 수익을 기대하고, (2) 어떤 공동사업에 대한, (3) 금전의 투자가 결부되는 계약, 거래, 또는 투자구조라고 정의 (contract, transaction, or scheme involving an investment of money in a common enterprise with an expectation of profits derived from the efforts of others)  * <i>Howey</i> 사건에서 투자계약을 구성하는 3대 요소를 정의한 이래, 연방 법원들은 “금전”이 현금에 국한되지 않는다고 일관되게 판결	“투자계약증권”이란 특정 투자자가 그 투자자와 타인(다른 투자자를 포함) 간의 공동사업에 금전 등을 투자하고 주로 타인이 수행한 공동사업의 결과에 따른 손익을 귀속받는 계약상의 권리가 표시된 것을 말함  * “금전등”=금전, 그 밖의 재산적 가치가 있는 것 (자본시장법 제3조 제1항)  * 미국 <i>Howey</i> test의 3대 요건과 비교하면, 밑줄 부분이 추가되어 있음

## I. SEC 보도자료 (Press Release)<sup>1)</sup>

### SEC, 암호자산들에 대한 연방증권법 적용 여부를 명확히 함 SEC Clarifies the Application of Federal Securities Laws to Crypto Assets

For Immediate Release / 2026-30

Washington D.C., 2026.3.17. -미국 증권거래위원회(SEC)는 오늘 연방 증권법이 특정 암호자산 및 암호자산이 결부된 특정 거래에 어떻게 적용되는지를 명확히 하는 해석 지침(interpretation)을 발표함. 이는 위원회가 암호자산들에 대한 위원회의 취급 방식을 좀 더 명확하게 제공하고자 하는 노력에 있어 주요 조치이며, 포괄적인 시장 구조 규율 체계를 법제화하려는 의회의 노력을 보충하는 것임. 상품선물 거래위원회(CFTC)도 CFTC와 그 실무진이 SEC의 해석과 일관되게 상품거래법(CEA)을 집행할 것이라는 가이드언스를 제공하기 위해 이 해석에 동참하고 있음.

폴 S. 앳킨스(Paul S. Atkins) SEC 위원장은 “10년 넘게 이어졌던 불확실성을 뒤로하고, 이번 해석은 위원회가 연방 증권법하에서 암호자산들을 취급하는 방식에 대한 명확한 이해를 시장 참여자들에게 제공하게 될 것이며, 규제 기관들이 할 본연의 역할은 ‘명확한 용어로 명확한 선을 긋는 것’(draw clear lines in clear terms)”이라고 말하고, “또한 이번 해석 조치는 이전 행정부가 인정하기를 거부했던 사실, 즉 ‘암호자산 대부분이 그 자체는 증권이 아니다’(most crypto assets are not themselves securities)는 점도 확인해 줌과 동시에 ‘투자계약은 종료될 수 있다는 현실을 반영(reflects the reality that investment contracts can come to an end)’하는 것으로서, 이번 노력은 앞으로 CFTC의 셀릭(Selig) 위원장과 함께 시행하게 될 초당적인 시장-구조 입법을 의회가 추진하는 상황에서, 기업가와 투자자들을 이어주는 중요한 가교역할을 할 것으로 기대”한다고 말함.

마이클 셀릭(Michael S. Selig) CFTC 위원장<sup>2)</sup>도 “미국을 발전시켜 온 사람들(builders), 혁신가들, 그리고 기업가들은, 연방 증권법 및 상품거래법하에서 암호자산들의 법적 지위에 대한 명확한 지침을 너무 오랫동안 기다려 왔다면, 오늘 이 해석으로 그 기다림은 끝났다”며, SEC의 앳킨스 위원장과 함께 “명확하고 합리적인 규칙(clear and rational rules of the road)을 통해 크립토 산업이 미합중국 내에서 번성해 나갈 수 있게 해주는 규제 환경을 조성하는 데 전념하고 있다”고 말하고, “오늘 양 기관의 공동 조치는 금융의 새로운 개척지를 위해 작동될 수 있고, 조화로운 규정을 개발하겠다는 공동의 약속(shared commitment to developing workable, harmonized regulations for the new frontier of finance)을 반영하는 것”이라고 말함.

1) 미국 SEC 보도자료(2026.3.17. 즉시 보도용) 참조:

<https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2026-30-sec-clarifies-application-federal-securities-laws-crypto-assets>

2) CFTC 위원장으로 임명되기 전에, 마이클 셀릭은 SEC의 “Crypto Task Force”의 일원으로서 트럼프 대통령 직속의 디지털자산 시장 워킹그룹(PWG)의 크립토 보고서(“미국의 디지털 금융 부문 리더십 강화”) 작성에도 관여한 바 있고, 취임 후엔 SEC가 시작했던 “Project Crypto”를 PWG 보고서의 권고에 부합하도록 공동 추진키로 함.

이번 위원회 해석은:

- 디지털 상품(digital commodities), 디지털 수집품(digital collectibles), 디지털 도구(digital tools), 스테이블코인(stablecoins) 및 디지털 증권(digital securities)에 관하여 **일관된 토큰 분류 체계** (coherent token taxonomy)를 제공하고;
- 그 자체로는 증권이 아닌 암호자산, 즉 “비-증권 암호자산”(non-security crypto asset)이 어떻게 투자 계약 적용 대상이 될 수도 있는지, 그리고 투자계약 적용 대상에서 벗어날 수도 있는지를 다루며;
- 에어드롭(airdrops), 채굴(protocol mining), 스테이킹(protocol staking), 그리고 비-증권 암호자산의 래핑(wrapping)에 대한 연방 증권법 적용 여부를 명확히 하는 것임.

혁신가와 발행자들에서부터 개별 투자자들에 이르는 시장 참여자들이 이번 해석 지침을 검토하면 SEC와 CFTC 간의 규제 관할권을 더 잘 이해할 수 있게 될 것임. 이번 해석은 (그 확정되는 최종본이) SEC의 홈페이지(SEC.gov)와 연방관보(Federal Register)를 통해 공표될 예정임.<sup>3)</sup>

###

---

3) SEC는 이번 해석 지침이 행정절차법상 규정 변경 예고나 의견 수렴 절차를 생략할 수 있는 “해석적 규칙”(interpretive rules)에 해당하므로 **발표 즉시 발효**된다면서도, 최종 확정 전에 의견을 제출할 수 있도록 하고 있음.

## II. SEC의 설명자료 (Fact Sheet 33-11412)<sup>4)</sup>

- ◇ SEC는 배포한 Fact Sheet(설명자료)를 통해 “증권”(security)과 “상품”(commodity)이라는 두 핵심 개념의 관할권 경계를 확정하고 있으며, 연방 증권 법규상의 “증권”(security) 정의와 상품거래법 (CEA)상의 “상품”(commodity) 정의가 어떻게 상호 보완적으로 암호자산에 적용되는지를 명확히 기술하고 있습니다.
  - “증권”의 정의에 관한 해석 부분은 단순한 정책적 권고가 아니라, 암호자산이라는 새로운 기술적 맥락에 맞춰 *Howey* 테스트 등의 기존 판례법을 재해석하는 선언이고
  - 해석의 일관성 부분은 과거 SEC와 CFTC가 동일한 암호자산을 두고 서로 다른 해석을 내놓아 시장에 혼란을 주었던 관할권 분쟁을 끝내겠다는 의지 표명이자, SEC가 “증권”이 아니라고 판단하는 자산은 CFTC가 “상품”으로 규제할 수 있게 규제 공조를 공식화하는 것으로 볼 수 있으며
  - “비-증권 암호자산”의 상품 취급 표현은 비트코인, 이더리움처럼 특정 발행인의 핵심적인 경영 노력(essential managerial efforts)에 따른 수익 기대에 종속되지 않는 탈중앙화된 암호자산들이 상품거래법 적용 아래 “디지털 상품”으로 확고히 자리 잡았음을 재확인해 주는 부분입니다.
- ◇ 이번 발표 문건에서는 이례적으로 SEC가 과거에 진행했던 법 집행 중심의 행정(regulation by enforcement)을 반추하며, 맞춤형 규율 체계(tailored regulatory framework)의 필요성을 인정하고 있는바, 이는 원탁회의 등을 통해 제시된 업계의 목소리를 대폭 반영한 결과로 보입니다.
- ◇ 투자계약의 종결(termination)을 언급하는 부분은 소위 ‘토큰의 변신’ 이론(mutation theory)을 수용하는 것으로, ‘절대적 분리 이론’(absolute separation theory)과는 약간의 차이가 있지만,
  - 최초 발행 시점에는 투자계약을 적용받아 증권이었더라도, 프로젝트가 충분히 탈중앙화되거나 그 발행인이 했던 약속의 이행이 완료되면 그 토큰은 다시 “비-증권 암호자산”인 디지털 상품으로 돌아갈 수 있다는 법리를 명문화한 점에서 혁신적으로 볼 수 있습니다.
- ◇ 한편, 페이먼트 스테이블코인의 발행 요건 등을 마련한 GENIUS Act가 제정되면서, 2026년 현재 페이먼트 스테이블코인에 대한 규제 관할권이 법적으로 정리되었음을 보여주고 있으며
  - 특히 허가받는 발행인이 발행하는 페이먼트 스테이블코인에 대해서는 통화 및 결제 수단으로서의 성격을 분명히 하면서, (법 시행 이후) 증권 규제 영역에서 명확히 배제한다고 하였습니다.

4) 미국 SEC 보도자료(2026.3.17.)에 첨부된 보도 참고용 설명자료:  
<https://www.sec.gov/files/33-11412-fact-sheet.pdf>

## 특정 유형의 암호자산 및 암호자산이 결부된 특정 거래에 대한 연방 증권법 적용



증권거래위원회(SEC)는 위원회가 연방 증권법하에서 암호자산들을 취급하는 방식에 대한 명확성을 좀 더 높여주려는 노력의 일부로, 특정 유형의 암호자산과 암호자산이 결부되는 특정 거래에 적용될 “증권”의 정의에 관한 해석(interpretation of the definition of “security”) 지침을 발표하였음.

상품선물거래위원회(CFTC)도 본 해석에 동참하였는바, 이는 앞으로 CFTC와 그 실무진이 본 해석과 일관된 방식으로 상품거래법(Commodity Exchange Act)을 집행할 것이며, 그 자체로는 증권이 아닌 특정 “비-증권 암호자산”(non-security crypto assets)은 상품거래법에 규정된 “상품”(commodity)의 정의를 충족할 것이라는 지침(guidance)을 제공하려는 목적에서 마련된 것임.

### 배경 / Background

위원회는 10년 넘게 암호자산 관련 업무에 관여해 왔지만, 암호자산 시장이 가진 고유한 특성들을 적절하게 다루지는 못하였음. 위원회는 그 대신, 암호자산들, 그리고 암호자산들이 결부되는 거래들이 연방 증권 법령들의 적용 범위에 속하는지를 판단하기 위해 미 연방대법원이 *SEC v. W.J. Howey Co.* 사건에서 제시한 기준인 이른바 ‘Howey test’에 주로 의존해 왔음. 만약 연방 증권 법령들이 적용되었다면, 발행인은 그 개발팀이 했던 약속이나 의사표시(promises or representations)의 이행 여부와 관계없이 영구적으로 기존의 규제 요건들을 준수하도록 요구되었음. 2025년 이전까지, 위원회는 암호자산 부문의 혁신과 기업이 정신을 수용할 맞춤형 규율 체계를 개발하는 데 실패했고, 대신 그 자원을 법 집행 조치의 제기에 집중하는 “법 집행을 통한 규제”(regulating by enforcement)에 치중하였음.

위원회는, 2025년 이전의 암호자산에 대한 위원회의 접근법에 대해 제기되었던 우려들, 그리고 시민사회가 암호자산 특별대응팀(Crypto Task Force)에 제공한 견해를 고려하여, 이번 해석 지침을 발표하는 바임. 본 해석은 암호자산에 대한 위원회의 취급 방식에 관하여 더 높아진 명확성을 제공하고 포괄적인 크립토 시장-구조 규율 체계를 법령에 반영하려는 의회의 노력을 보충하는 것임.

### 해석의 주요 내용 / Highlights of the Interpretation

위원회는 (1) 일관된 토큰 분류 체계를 제공하고, (2) 어떻게 비-증권 암호자산이 투자계약의 적용 대상이 될 수도 있는지, 어떻게 투자계약 적용 대상에서 벗어날 수도 있게 되는지를 다루며, (3) 프로토콜 기반의 채굴과 스테이킹(protocol mining, protocol staking), 비-증권 암호자산의 래핑(wrapping), 에어드롭(airdrops)에 대한 연방 증권 법령의 적용 여부를 명확히 하기 위해 본 해석 지침을 공표하게 되었음.

1. 위원회는 암호자산들을 그 제반 특성(characteristics), 용도(uses)와 기능(functions)을 바탕으로 분류하고, 연방 증권 법령에 따른 “증권”의 정의에 따라 각 범주를 분석하였음
  - **디지털 상품 (Digital Commodities)** - 증권이 아님 - 타인의 핵심적인 경영 노력으로부터 나올 수익에 대한 기대에서가 아니라, “기능적인” 크립토 시스템의 프로그램적 운영에 내재적으로 연결되어 있고, 그 가치가 그러한 프로그램적 운영은 물론 수요-공급 역학에서 유래하는 암호자산들임
  - **디지털 수집품 (Digital Collectibles)** - 증권이 아님 - 수집 및/또는 사용될 목적으로 설계되고 예술품, 음원, 영상, 트레이딩 카드, 게임-내 아이템에 대한 권리, 혹은 인터넷 밈들, 캐릭터, 현재의 사건이나 트렌드에 대한 디지털 표시나 참조를 표시하거나 수반하는 암호자산들임
  - **디지털 도구들 (Digital Tools)** - 증권이 아님 - 회원권, 티켓, 자격 증명(credential), 권원 증서(title instrument), 또는 신분증(identity badge)처럼, 실용적 기능을 하게 되는 암호자산들임
  - **스테이블코인 (Stablecoins)** - GENIUS Act에 따른 스테이블코인으로 증권이 아님 - 동 법에서 정의한 “허가받은 페이먼트 스테이블코인 발행자에 의해 발행되는 페이먼트 스테이블코인”을 말함
  - **디지털 증권 또는 ‘토큰화된 증권’ (Digital Securities, or “tokenized securities”)** - 증권임 - “증권”의 정의에 열거된 금융 상품들이 암호자산 형태로 되어 있거나 암호자산으로 표시되는 것으로서, 소유권의 기록 전체 또는 일부가 하나 이상의 크립토 네트워크를 통해 유지되고 있는 경우를 말함
2. 위원회는 비-증권 암호자산이 어떻게 투자계약의 적용 대상이 될 수도 있는지, 그리고 어떻게 그 적용 대상에서 벗어날 수 있는지를 다루고 있음<sup>5)</sup>
  - 비-증권 암호자산이 어떻게 투자계약을 적용받게 되는지를 설명하고 있는바, 수익이 유래하게 될 것이라고 매수자가 합리적으로 기대하게 될 핵심적인 경영 노력을 떠맡겠다는 표시나 약속과 함께 공동 사업에 대한 금전의 투자를 발행자가 유도함으로써 해당 비-증권 암호자산을 권유하게 될 때를 말함
  - 투자계약 성립에 필요한 표시나 약속의 성질에 관한 지침을 제공하고 있는바, 여기에는 그 의사표시나 약속의 출처, 그 표시 등이 소통되는 매체, 그 표시 등이 제공해야 할 상세 내용의 수준이 포함됨
  - 비-증권 암호자산이 어떻게 투자계약에서 벗어나게 되는지를 설명하고 있는바, 발행인이 그 의사표시나 약속을 이행했거나, 의사표시나 약속을 충족시키지 못하게 됨으로써 해당 투자계약이 종료되는 경우임
3. 나아가, 위원회는 다음과 같이 설명하는 바임:
  - 본 문건에서 기술하는 바와 같이, **프로토콜 기반의 “채굴”, 프로토콜 기반의 “스테이킹”, 비-증권 암호자산의 “래핑”**은 어떤 증권의 권유와 판매 행위가 결부되지 아니함.
  - “에어드롭”으로 알려진 암호자산의 특정 배포 방식에는 *하위* 테스트에 따른 “금전의 투자”라는 요소가 결부되지 아니함.//

5) [역주] SEC는 투자계약의 형성(성립), 발행인이 하게 되는 의사표시와 약속의 성격, 투자계약의 종료라는 측면에서 암호자산의 투자계약 적용 여부와 적용 해제를 설명하고 있음.

### III. 2026년 SEC 해석 지침의 주요 내용<sup>1)</sup>

◇ 아래에서는 SEC의 해석 지침의 본문을 접하시게 될 독자분들이 쉽게 이해하실 수 있도록 그 지침의 주요 내용을 개괄해 보고, 본문 목차별로 해석의 법적 배경과 의미 등을 먼저 정리해 드립니다. 아울러, 본문 목차별 부분(각주 포함)에서는 필요한 부분에 [역주]를 추가해 드립니다.

#### 1. 해석 지침의 전체적 내용 개관

##### 가. 암호자산 5대 분류 체계

- 해석 지침은 암호자산들을 5개 범주로 명확히 분류하고, 증권법 적용의 불확실성을 완전히 해소하기 위해 지침에 적시되는 특정 네트워크 활동들에 대해서는 안전지대(safe harbor)를 부여하고 있음
  - 과거에 “거의 코인 대부분이 증권”이라고 보았던 오해를 불식시키고 비-증권 영역을 구체화하는 부분이 가장 획기적이며, 앞으로 5대 분류 체계는 증권성 판단의 이정표 역할을 하게 될 것임

분류	주요 특징	증권성 여부
디지털 상품 Digital Commodities	소비나 이용을 목적으로 하며, 특정 주체의 핵심적인 경영 노력에 의존하지 않음 (비트코인 등 16개 예시)	비-증권 (CFTC 관할)
디지털 수집품 Digital Collectibles	그 가치가 희소성이나 인기도에 기반하며, 특정 주체가 수익을 약속하는 행위가 없음 (순수 NFT 등 예시)	비-증권
디지털 도구들 Digital Tools	회원권, 티켓, 도메인 등 기능적 유용성이 중심이 되는 암호자산 (ENS, 소울-바운드 토큰 등을 예시)	비-증권
스테이블코인 Payment Stablecoins	달러 등 법정화폐에 연동된 고정 가치를 지니면서, 지니어스 법에 따라 허가된 발행인이 발행한 지급결제용 스테이블코인	증권에서 법적으로 제외
디지털/토큰화 증권 Digital Securities	주식이나 채권이 토큰화되거나, 수익을 분배받을 권리 등이 암호자산 형태로 표시된 것	증권 (SEC 관할)

##### 나. “투자계약”의 성립과 종료 (Mutation & Separation)

- *Howey* 사건에서 투자계약 자체와 ‘오렌지 나무’ 같은 계약의 목적물을 분리할 수 있듯이, 지침에서는 자산 그 자체와 ‘증권 해당 여부’의 판단에 관계되는 계약의 권유·판매 방식을 분리하는 법리를 정교하게 다듬고 있음
  - 발행인이 개발 계획 등 명시적인 로드맵과 핵심적인 경영 노력 수행에서 유래하게 될 수익을 약속하며 자금을 모을 때만 “투자계약”이 성립한다고 보았고

1) 해석 지침의 원문은 미국 SEC 보도자료(2026.3.17.)에 첨부된 자료 참조:  
<https://www.sec.gov/files/rules/interp/2026/33-11412.pdf>

- 발행인이 약속했던 과업을 완성하거나, 프로젝트 개발을 포기하거나, 더 이상 시장이 발행인에게 의존하지 않게 되면 투자계약은 종료되고, 토큰은 투자계약에서 “분리”되어 비-증권 자산이 된다고 보았음
- 이는 투자계약이 전제되지 않는다면 유통-시장 거래의 자유를 보장하는 것으로 읽을 수 있음

#### 다. 크립토 네트워크의 “비-증권성” 핵심 활동 예시

- 해석 지침에서는 프로토콜 기반의 기술적 참여 행위를 “금융성 투자”가 아닌 “행정적 또는 보조적” 행위(administrative or ministerial activities)로 보고 있음
  - “프로토콜 마이닝”은 크립토 네트워크의 보안성을 지켜내기 위한 ‘서비스 제공’이며, 트랜잭션 검증과 블록 생성 등의 채굴 행위에 따른 보상은 투자가 아닌 ‘서비스의 대가’로 보았고
  - “프로토콜 스테이킹”은 단독(솔로) 스테이킹, 자기-관리(self-custody) 상태를 유지하며 제3자를 이용하는 스테이킹, 위탁형 스테이킹, 리퀴드 스테이킹 등 4개 유형으로 구분하고, 이 모든 경우에서 소유권이 유지되고 스테이킹 수량·시기 등에 관한 결정 재량이 없다면 비-증권으로 분류함
    - \* [역주] 그동안 디파이를 비롯한 크립토 업계에서는 “스테이킹”을 ‘예치, 집합 운용, 렌딩’ 등 다양한 의미로 사용하면서 증권법 적용 이슈가 제기되어 왔으나, SEC는 크립토 시스템 고유의 기능 작동을 돕는 스테이킹이라는 의미에서 스테이킹에 ‘프로토콜’이라는 수식어를 붙이고 그 행위를 비-증권으로 분류함. 영국 FCA, 홍콩 SFC에 이어 미국 SEC도 크립토 생태계 고유의 스테이킹을 허용하게 된 것임
  - “리퀴드 스테이킹”의 경우, 기저의 자산이 비-증권이라면, 암호자산 예치 사실을 증명하는 토큰은 단지 “영수증”일 뿐 증권이 아니라고 봄
  - “래핑”도 크립토 네트워크나 토큰 표준들 사이에서 상호운용성 확보를 위한 도구이고, 수익에 관한 약속이 없으므로 증권이 아니라고 봄
  - “에어드롭”의 경우는 에어드롭 계획에 관한 발행인의 사전 공표가 없었고, 특정 기간 중의 참여 대가로 추가적인 출자(기여) 없이 배포된다면 “금전의 투자”가 없으므로 증권이 아니라고 봄

#### 라. 규제 당국의 행정적 결단

- SEC는 이번 지침의 성격을 행정절차법에 따른 예고와 의견 수렴 절차를 적용할 필요가 없는 “해석적 규칙”(interpretive rule)으로 분류하여, 발표 즉시 시장에 적용된다고 밝힘
  - 다만, 이번 지침을 통해 암호자산들의 증권법적 지위 이슈는 해결하되, 국세청(IRS)이 관장하는 조세 법령, FinCEN이 관장하는 은행비밀법(BSA) 등 자금세탁방지 관련 법규에는 영향을 주지 않는다고 엄격한 견해를 밝힘
  - “해석적 규칙”을 통해 명확한 지침을 제시하게 된 데에는, 대통령 직속의 디지털자산 시장 실무 그룹(PWG)이 크립토 보고서를 통해 권고했던 바와 같이, 해외로 유출된 크립토 업체와 자본이 미국

으로 다시 회귀하고(re-shoring), 크립토 관련 혁신이 미국에 발판을 두고 성장해 갈 수 있도록 (on-shoring) 유도하려는 의도가 있다고 볼 수 있음

#### 마. 총평

- 이번 해석 지침은 “기술은 중립적이지만, 발행인의 약속은 엄중하다”는 투자자 보호를 위한 메시지를 던지는 것으로 이해할 수 있음<sup>2)</sup>
  - 크립토 생태계를 만드는 **발행인**과 이에 참여하는 자들에 대해서는 기술적으로 크립토 생태계를 만들고, 프로토콜 기반의 채굴이나 스테이킹 등을 하는 행위는 증권법 적용과 관계없지만, 수익을 약속하는 순간 증권법 적용을 피할 수 없을 것이라는 메시지를 주고
  - 투자자들에 대해서는 자산의 표식(이름)이 무엇이든, 핵심적인 경영 노력을 떠맡겠다고 약속하는 누군가에게 돈을 투자하는 경우라면, 이는 보호받을 “증권” 관련 행위라는 메시지를 주며
  - 시장 전체에 대해서는 이제 불확실했던 “증권성 논란”은 끝났으니, 해석적 규칙이라는 가이드라인 내에서 마음껏 혁신하라는 메시지를 던지는 것으로 볼 수 있음
- 우리 금융당국도 **토큰 증권 가이드라인**을 발표한 바 있지만, SEC가 이번 지침에서 ‘리퀴드 스테이킹 영수 토큰’(Liquid Receipt Token)을 ‘영수증’으로 취급하거나, 투자계약에 따른 프로젝트 개발이 완성 되면 “투자계약이 종료”된다는 소위 ‘졸업’ 개념을 도입한 부분 등도 참고할 대목임

## 2. 해석 지침의 목차별 내용 및 시사점

### I. 서론 / Introduction

- 2017년 “The DAO Report”부터 시작된 SEC의 규제 역사를 요약하면서, “법 집행을 통한 규제” 방식이 왜 한계에 부딪혔는지, **새로운 지침이 왜 필요한지**에 대한 정당성을 부여하고 있음
  - **계약, 거래, 투자구조**: *하위* 테스트의 대상은 단순히 ‘토큰’이 아니라, 이를 둘러싼 “판매 방식과 약속이라는 전체적 맥락”(contract, transaction, scheme)이라는 점을 재확인하며 사용한 표현임
    - 우리 자본시장법의 ‘투자계약증권’과 비교할 때, 미국 *Howey* 판결에서 제시된 ‘투자계약’ 개념이 약간 차이가 있지만, “공동사업성” 및 “타인의 노력에서 나올 수익의 기대”라는 요건에 대해서는 같은 분석 논리 구조가 적용될 수 있을 것임
  - **통제·지배권(control) 정도의 다양성**: 블록체인 네트워크의 “통제·지배권” 정도가 기존 금융 체계와는

2) [역주] 글로벌 증권법의 핵심은 “투자자의 합리적 판단에 관계되는 중요한 사실에 관하여 투자자에게 오해를 유발하는 의사표시(misleading statements)를 하지 말라”는 것임. 대표적인 발행시장 공시인 증권신고서에도 “주의를 다하여 살펴본 결과 중요한 사실에 관하여 거짓 기재와 누락이 없음을 인증”하는 작성자의 인증이 첨부되도록 하고 있는 것도 정확히 알고서 투자하도록 해야 투자자를 보호할 수 있다는 맥락이 반영된 것임.

다르다며 ‘탈중앙화’ 정도를 판단하기 위해 사용하고 있는 표현임

- 네트워크 통제·지배권이 발행인에게 집중되어 있는지, 아니면 프로토콜 알고리즘이나 커뮤니티로 분산되어 있는지에 따라 증권성 판단이 달라질 수 있고, 향후 ‘탈중앙화 정도’를 중요한 잣대로 삼을 것임을 시사하는 부분임

○ **유통-시장 거래**: ‘투자계약’의 목적물로 받았던 암호자산이 “유통-시장 거래”(secondary-market transactions)에서도 계속해서 원래의 ‘투자계약’이 적용되는지를 다루면서

- SEC는 시장에서, 발행인과의 직접적인 계약 관계가 없이 시장(디지털자산 거래소)에서 행해지는 매매(trading)를 ‘투자계약’으로 볼 수 있는지를 두고 혼란이 있었음을 인지하고, 이번 해석에서 이 문제를 정면으로 다루고 있음

□ 2025년 마크 우예다 대행 체제에서 신설된 **크립토 특별반(Crypto Task Force)**의 활동 경과를 언급하며, 이번 해석은 밀실에서 만들어진 게 아니라, 시장 참여자들의 방대한 의견 수렴과 여러 원탁회의를 거쳐 마련된 **민관 협력적 규제(collaborative regulation)**의 결과물임을 강조하며

○ 이번 해석은, **대통령 직속 암호자산 시장 실무그룹(President’s Working Group)**이 2025년 7월 발표한 **크립토 보고서**에서 권고했던 바와 같이, 미국 금융 시장의 온체인 이동을 뒷받침하기 위한 규정들의 현대화 및 명확한 지침 제공과도 관련된다면서, 종전 SEC가 주도했던 **프로젝트 크립토(Project Crypto)**를 SEC/CFTC 두 기관의 위원장 주도하에 공동 추진키로 했다고 언급함

○ 특히 크립토 TF가 암호자산의 증권 지위를 새롭게 정의할 필요에서 개최했던 원탁회의의 제목(“**어떻게 여기까지 왔고, 어떻게 벗어날 것인가**”)을 언급하며, 과거의 혼란을 정면으로 돌파하겠다는 의지를 상징적으로 보여주면서, 향후 암호자산 규제 로드맵이 될 **크립토 TF의 핵심 과제**를 예시함

- **증권과 비-증권의 구분**: “거의 모든 암호자산은 증권”이라던 기존의 모호한 입장에서 벗어나, 명확한 해석(제외) 기준을 마련하겠다는 의지

- **맞춤형 공시 체계**: 전통적인 주식·채권에 적용되던 공시 서식(S-1 등)은 암호자산의 기술적 특성을 담아내기 어렵다는 점에서 특화된(tailored) 공시 양식을 만들 계획

- **현실적인 등록 경로 마련**: “등록하고 싶어도 필요한 서식과 절차 등 등록할 방법이 없었다”는 시장의 그동안 불만을 고려해, 규제의 문턱을 실무적으로 조정하겠다는 파격적인 약속으로 **현실적 경로(realistic paths)** 마련이라고 표현하고 있음

- **어떻게 벗어날 것인가**: 2026년 현재 미국 규제 당국의 태도가 얼마나 바뀌었는지 단적으로 보여주는 부분으로, 과거의 “법 집행 위주” 패러다임을 일종의 “탈출해야 할 과거”로 정의하면서, 암호자산의 증권법적 지위를 두고 많은 법리적 고민이 있었음을 시사

□ 지침의 서론 부분에 등장하는 핵심 표현을 통해, 미국 정부와 금융 규제 당국이 합심하여 ‘온체인 금융’ 시대를 열겠다는 청사진을 비롯한 전략적 함의와 시사점을 추론해 볼 수 있음

- 미국 금융시장의 온체인 이동: 이는 암호자산을 단순히 규제 대상 ‘자산’으로만 보지 않고, 우리의 ‘토큰 증권’ 정책보다 훨씬 광범위하게, 금융 시스템 자체가 블록체인 인프라 위에서 구동되는 미래를 준비하며 금융 인프라 혁신을 추진하겠다는 강력한 의지로 읽을 수 있음
  - 미국 내에서의 혁신 유지: 규제를 단순히 통제 수단으로 보지 않고, 명확한 규율 체계를 바탕으로 국가 경쟁력을 가져올 도구로 인식하며, 혁신 기업들이 지나친 규제를 피해 해외로 나가는 현상 (off-shoring)을 막겠다는 전략적 판단으로 볼 수 있음
  - 부처-간 협업 공식화: 증권 법령과 상품거래법의 경계선에 있는 암호자산 시장의 불확실성을 SEC-CFTC 간의 협력과 ‘규제 조화’라는 공동 노력(joint efforts)으로 해소하겠다는 규제 패러다임 전환을 통해, “디지털 상품”과 “디지털 증권” 간 회색지대를 없애는 계기가 될 수 있음
- 서론 마지막 부분에서는, 이번 지침이 연방대법원의 판례인 **하위 테스트**를 대체하는 게 아니라, 광범위한 피드백을 바탕으로 이를 **현대적 관점에서 해석하는 것**임을 명시하고 있는바
- 이는 행정기관이 사법부의 권위를 존중하면서도, 기존에 규제 기관이 부여받은 권한 범위 내에서 실무적인 집행 유연성을 확보하려는 고도로 계산된 법적 장치로 볼 수 있고
    - **하위 테스트를 대체하는 것이 아님:** 판례법 국가에서 대법원 판례를 부정할 수는 없으므로, **하위 테스트**는 유지하되 그 적용 해석을 암호자산의 특성들에 맞게 최적화하겠다는 전략적 선택으로 보임
    - **투자계약 지위의 소멸:** “비-증권 암호자산은 어떤 투자계약의 적용 대상에서 벗어날 수 있다”(It may cease to be subject to an investment contract)는 표현은 해석 지침의 핵심으로, “증권”으로 시작된 프로젝트가 ‘탈중앙화에 따른 성격 변화’ 등으로 특정 시점에 ‘투자계약’이 전제되지 않는 “상품(commodity)”으로 전환될 수 있다는 점을 공식적으로 인정하는 예고로 볼 수 있음
- 해석 지침은 끝이 아니라 첫걸음(first step)이며, 시장의 피드백에 따라 진화할 수 있는 살아 있는 문서 (living document)로서, 향후 더 구체적인 규칙제정이나 입법 지원으로 이어질 것이라는 점도 시사함
- **법 집행 등 해석의 일관성 유지:** SEC와 CFTC가 동일한 해석 기준을 공유한다고 재확인하면서, 향후 SEC의 조사·소송이 지침 범위를 벗어나지 않을 거라는 신호를 주면서 예측 가능성을 극대화하고
    - 발행인이 SEC의 지침에 따라 “비-증권”임을 입증하면, CFTC가 이를 “상품”으로 수용해 규제 적격성을 부여하겠다는 ‘원스톱 규제 조화’, 기관-간 법 집행의 일관성도 확보될 것임을 시사
  - **의견 수렴을 통한 보완:** 해석 지침은 미국 행정절차법(APA)상의 정식 규칙제정(rule-making)은 아니지만, 향후 위원회 해석이 자의적이지 않았다는 점을 증명하는 근거가 되도록, 그에 준하는 의견 수렴(soliciting public comment)을 거쳐 절차적 정당성을 확보하겠다는 의지를 밝히고 있음
  - **지침 내용의 가변적 대응:** 기술의 발전 속도가 빠른 암호자산 시장의 특성을 고려하여, 지침 내용을 보완, 개정, 확대(refine, revise, expand)해 나가겠다고 규율 체계를 고착하지 않겠다는 유연한 태도를 유지함으로써, ‘규제-샌드박스’를 넘어 실질적인 ‘적응형 규제’로 이행해 갈 의사를 표명하고 있음

## II. “증권”의 정의 / Definition of “Security”

- 미 연방대법원의 기념비적 판결을 인용하며 ‘형식보다 실질’을 강조하는 대원칙을 설명하고, 증권 법령 적용 범위는 단순히 ‘이름’이 아닌 ‘경제적 실질’(economic reality)에 달려 있다고 재확인하면서,
  - 증권법 적용이 소비자 보호나 사기 방지를 위한 만능 도구는 아니라면서, ‘사용·소비’를 목적으로 하는 디지털자산에는 증권법이 적용되지 않는다고 명시함으로써, 투자자와 크립토 업계 모두에 중대한 의미를 전달하고 있음
  - **형식보다 실질:** 우리 자본시장법의 ‘포괄주의’ 원칙과도 상통하는 부분으로, 형식보다 실질의 중시(substance over form)는 미국 증권법 적용의 대원칙임. 암호자산 프로젝트 스스로가 ‘거버넌스 토큰’이나 ‘유틸리티 토큰’이라는 명칭(표식)을 내세우더라도, 판매 구조가 타인의 노력에서 나올 수익의 기대를 전제로 하고 있다면 증권법 적용을 피할 수 없음을 재확인하고 있음
  - **한계의 설정:** 과거의 ‘과잉 관할’ 논란을 의식하여, 상품이나 순수 소비재 등 증권이 아닌 영역은 상품거래법 등 다른 법률이나 기관의 영역임을 인정하면서, 증권법이 모든 소비자 보호나 사기 방지를 위한 만능 도구가 아니라는 점을 분명히 하고 있음(‘boundless’ limit)
  - **사용이나 소비:** 암호자산이 네트워크 내에서 (가스비 지급, 서비스 이용권 등으로) 실제 사용되거나 수집품으로 소비된다면, *하위* 테스트의 “수익 기대” 요건을 상쇄할 근거가 될 수 있고, “디지털 도구”와 “디지털 수집품”을 비-증권으로 분류하는 가교가 될 핵심 문구임
- 해석 지침은 연방대법원의 *하위* 테스트를 설명하면서도, 증권성 판단의 **보편적 기준은 존재하지 않는**다는 점을 짚으며, 암호자산이 왜, 주로 “투자계약” 틀 안에서 분석되곤 했는지를 핵심 법리를 설명하면서
  - *하위* 테스트는 새로운 유형의 투자구조(scheme) 등 무수히 등장할 수 있는 가변성을 지닌 신종 수단(novel devices)을 포섭하기 위해 ‘유연하게’ 설계되었다는 점을 강조하는 표현을 사용함
  - **보편적 판단 기준 부재:** 사안별로 증권법 적용을 판단할 수밖에 없다는 점을 “no universal test”라는 표현을 통해 설명하면서, 암호자산이 단지 ‘어음’이나 ‘주식’의 요건을 충족하지 못한다고 해서 증권이 아니라고 단정할 수 없고, 결국 “투자계약”이라는 가장 넓은 기준을 통과해야 함을 시사함
  - **비정형적 투자구조(novel, uncommon, irregular devices)를 포섭할 유연성:** 암호자산들의 기술적 배경은 매우 새롭지만, 법적으로는 “투자계약” 논리로 해석될 수밖에 없고, 법원은 코드나 블록체인 등 기술적 외형보다는 ‘자금 조달 목적’과 ‘수익 약속’이라는 행위에 집중하고 있음을 보여줌
  - **유연성 대 확정성:** *하위* 테스트의 유연성은 규제 당국들에 강력한 무기가 되곤 했지만, 혁신가들에겐 ‘불확실성’의 원천이 되기도 했다는 점에서, 이번 해석 지침에는, “너무 유연해 어디까지 미칠지 모를 *하위* 테스트의 경계선을 이제는 어느 정도 확정(determinate)해 주겠다”는 핵심 목표가 반영됨

### III. 암호자산 분류 / Classification of Crypto Assets

- 암호자산들을 5개 유형으로 분류하는 ‘암호자산 분류 체계’(taxonomy)를 제시하는 섹션은 이번 해석 지침의 핵심이자, 전 세계 암호자산 규율 체계의 새로운 이정표가 될 부분임
  - 암호자산을 단순히 하나의 집합으로 보지 않고, 경제적 기능과 목적에 따라 5대 범주로 세분화한 점에서 혁신적이며, 특정 자산 그 자체는 증권이 아니더라도 트랜잭션에 따라서는 “투자계약”이 전제될 수 있다면서 “투자계약”이 적용될 자산과 거래(트랜잭션) 맥락을 분리해 보는 법리적 관점을 제시함
    - **자산 자체의 비-증권성:** SEC가 내놓은 가장 파격적인 선언 중 하나로, 토큰이라는 ‘물(物)’ 자체가 증권이 아니라, 그것을 **권유·판매하는 “방식(투자계약)”**이 증권 법령 적용 대상임을 명확히 함으로써, 단순히 유통-시장에서 매매되는 토큰들에 대한 과도한 규제 적용 우려를 불식시키고 있음
    - **자산(asset)과 거래(transaction) 구분:** 오렌지 농장 투자계약이었던 *Howey* 사건에서, 오렌지(나무)는 증권이 아니지만, 수익 배분을 약속하며 파는 행위는 증권이었던 것처럼, 비-증권 암호자산도 “투자계약”으로 판매될 수 있다고 봄
      - \* [역주] 투자계약에 따라 받은 목적물(금전, 오렌지 등 과실)을 내다 파는 시장은 ‘투자계약(증권) 시장’이 아니라 ‘목적물(오렌지, 비버 가죽 등) 시장’이라고 법리적으로 분리해서 보는 관점이기도 함
    - **하이브리드 및 진화적 성격:** 고정된 틀에 가두기보다 상황에 맞는 유연한 해석의 여지를 남겨두고, 기술의 가변성을 인정한 점에서, 향후 등장할 신종 자산에 대해서도 ‘적응형 규제’를 이어가겠다는 의지를 볼 수 있음
    - **중간 지대인 스테이블코인:** 스테이블코인을 별도의 범주로 뺀 것은 (GENIUS Act 등 관련 입법에 따른) 결제 수단이라는 성격과, 투자 수단이라는 성격이 혼재되어 있음을 고려하고 있음

#### A. 디지털 상품 (Digital Commodities)

- “디지털 상품”의 정의는 암호자산 규제 역사상 가장 파격적이고 구체적인 선언으로, 그 목록을 제시하면서 시장의 불확실성을 완전히 해소하겠다는 강력한 의지를 표명하고 있어, “디지털 상품” 확정에 따른 파급력이 예상되는 섹션임
  - 특히, 그동안 증권성 여부를 두고 논쟁이 됐던 솔라나(SOL), 카르다노(ADA), 리플(XRP), 이더리움(ETH) 등 16개 암호자산을 SEC가 “디지털 상품”으로 제시하면서, 몇 가지 판단 요소를 제시함
    - **프로그램에 따른 운영 대 경영상 노력:** *Howey* 테스트의 핵심 요소인 ‘타인의 노력’을 ‘네트워크의 프로그램적 자동 운영’으로 대체할 수 있음을 명시하면서, 그 가치가 특정 주체의 경영상 노력이 아닌 프로토콜 알고리즘과 수요·공급의 역학 등 시장 원리로 결정된다면 “증권”이 아닌 “상품”이라는 논리임
    - **수동 수익 요건 부재:** 단순 보유만 해도 배당처럼 수동적 수익(passive yield)이 발생하는 구조라면 증권성이 높지만, 디지털 상품은 그런 본질적 권리가 없어야 함을 분명히 구분임. 이 관점은 “프로토콜 스테이킹” 등 논의에서도 조화롭게 이어지고 있음

- **화이트리스트:** CFTC의 감독 대상인 지정계약시장(DCM)에서 선물계약의 기초 자산이기도 한 점을 들어, SEC는 전례 없이 직접 특정 프로젝트들의 티커를 나열하며 비-증권임을 공인하고 있음
    - \* XRP 등을 둘러싼 지난 법적 소송을 종결하는 ‘규제의 종지부’를 찍고 있는바, CFTC에서 이미 선물 상품으로 승인된 자산들을 우선 ‘화이트리스트’로 예시, SEC-CFTC 간의 관할권 합의가 이루어졌음을 시사함
  - **기능적인 시스템:** ‘기능적’이라는 표현은 네트워크가 실제로 구동되고 있어야 함을 뜻하며, 개발 중이거나 백서만 존재하는 단계에서는 투자계약(증권)으로 취급될 여지가 있지만, 블록체인 네트워크(메인넷)가 정상 작동하기 시작하면 그 성격이 “디지털 상품”으로 전환될 수 있다고 보고 있음
    - \* 암호자산 상장 가이드라인에도 영향을 미칠 수 있는 관점으로 볼 수 있음
- “디지털 상품”의 기능적 정의와 경제적 메커니즘을 심도 있게 다루는 문단에서는, 특히 스테이킹, 거버넌스 토큰, 가스비 등 블록체인의 핵심 요소들을 증권법적 관점이 아닌 ‘기능적 유용성’(functional utility) 관점에서 재해석하고 있는바,
- 향후 수많은 Layer 1, 2 프로젝트들이 증권성 시비에서 벗어나는 데 있어 확실한 지침 역할을 하게 될 것으로 보이며, “디지털 상품”으로 판단하는 요소를 제시하고 있음
  - **스테이킹 및 거버넌스 재규정:** 스테이킹 보상을 ‘배당’과 유사하게 보아 증권성 근거로 삼으려는 시도가 있었으나, 이번 지침에서는 ‘네트워크 보안 유지를 위한 기술적 참여 권리’이자 ‘보상 유인책’으로 규정함으로써, 투자 수익이 아닌 네트워크 운영에 공헌한 의무 대가라는 논리를 전개함
  - **내재적 가치의 근거:** 암호자산이 ‘실체 없는 투기 수단’이 아니라, 그 가치가 관련 네트워크의 컴퓨팅 파워, 저장 공간 등 서비스를 이용할 수 있는 ‘권리’에서 유래한다고 명시함으로써, 원유·금 같은 실물 상품이 가진 유용성과 동일한 법적 지위를 부여하고 있음
  - **중앙 당사자 부재:** *하위* 테스트의 핵심인 ‘타인의 노력’이 성립하려면 수익을 만들어낼 발행인/기획자 등 ‘타인’이 특정돼야 하는데, 알고리즘에 따라 보상이 자동 배분되며 누구나 자유롭게 참여하는 기능적 시스템에서는 ‘수익 창출 주체’가 사라지므로, 증권법 적용 논거가 상실된다는 법리임
  - **가스비 등 경제적 실질:** 가스비(gas fees)를 소각하거나 보상으로 주는 행위 역시 경영을 맡은 타인의 자의적 결정이 아닌 ‘프로그램된 경제 모델’의 일부로 보고 있음(economic reality)
- 한편, “디지털 상품”의 요건을 해석하는 부분에 삽입된 여러 각주(51번, 52, 54번)를 통해서도 **규제 혁신적 요소를 설명**하고 있음
- (51번 각주) 과거 SEC가 라이브러리 크레딧(LBRY Credits, LBC)을 상대로 승소했던 *SEC v. LBRY* 사건의 당사자인 LBC도 “디지털 상품”으로 명시됨. 이는 프로젝트가 성숙하여 시스템이 ‘기능적’이 되고 ‘탈중앙화’ 요건을 갖추게 되면, 과거의 증권성 판결과 무관하게 현재 시점에서는 ‘상품’으로 취급될 수 있다는 ‘시점별 성격 변화’(mutation) 법리를 확립하고 있는 것임
  - (52번 각주) 해석 지침에서 ‘증권성’을 부정하고 ‘상품성’을 옹호하는 논거로 사용된 ‘네트워크 효과’

(network effects)를 정의하고 있음

- 네트워크 효과란 “크립토 시스템에 더 많은 사용자가 참여하며 상호-작용함으로써 그 시스템의 가치, 용도, 보안성이 증가하게 되는 현상”이라고 정의함으로써, 암호자산의 가치 상승이 ‘발행인의 경영 능력’ 때문이 아니라, ‘참여 확대에 따른 시스템 자체의 효용 증가’ 때문임을 명확히 함
- 이 ‘네트워크 효과’는 ‘타인의 노력’을 대체하고, 보안성과 가치의 상관성을 설명하는 부분으로, 증권법 적용과의 상관관계에서 주는 법리적 무게감이 상당할 것임
  - ◆ **타인의 노력 대체:** *하위* 테스트에서는, 수익 기대의 근거가 ‘특정인의 경영상 노력’에 있다면 증권으로 보지만, 가치 상승의 원인이 ‘사용자 집단의 참여 확대’라는 네트워크 효과에 있다면, 가치 상승은 특정 주체의 노력이 아닌 참여자 전체의 상호작용에서 비롯되는 것으로 볼 수 있게 됨
  - ◆ **보안성과 가치의 상관관계:** 블록체인의 특성은 사용자가 많아질수록 보안이 강화되고(예: PoW의 해시-레이트 상승이나 PoS의 스테이킹 분산), 결과적으로 시스템의 신뢰도와 가치가 올라가는 ‘네트워크 효과’가 있게 되므로, 암호자산의 가격 상승을 ‘수익 기대’가 아닌 ‘(디지털) 상품의 효용 증가’로 해석할 수 있는 길을 열어주고 있음
- (54번 각주) 이번 해석 지침에서 “디지털 상품”과 “증권”을 가르는 결정적 잣대 중 하나인 ‘중앙 당사자’(central party) 역할을 짚은 문장으로 정의하고 있음
  - *하위* 테스트의 핵심 요소인 ‘타인의 노력’을 판단할 때, 그 ‘타인’이 누구인지, 어떤 역할을 하는지를 법적으로 특정하는 매우 엄격한 기준이자, ‘탈중앙화’를 증명하는 핵심 지표 세 가지를 제시함
  - “운영상 통제권, 경제적 통제권, 의결의 통제권이 없는 자율적 운영”이라는 탈중앙화의 명확한 기준은 암호자산 규율 체계의 핵심 지표로서, 특정 재단이나 개발사가 더 이상 거버넌스를 독점하지 않게 되는 상태를 “비-증권화”의 마일스톤으로 제시한 셈임
    - ◆ **운영적 통제권(operational control):** 네트워크의 업그레이드, 노드 운영, 프로토콜 수정 등을 특정 주체(집단)가 독점적으로 결정할 수 있는지를 보게 됨
    - ◆ **경제적 통제권(economic control):** 토큰의 발행량 조절, 보상 배분 정책, 또는 전체 공급량의 압도적 비중을 특정 주체가 보유하여 시장을 좌우할 수 있는지를 따져 보게 됨
    - ◆ **의결 통제권(voting control):** 거버넌스 투표 과정에서 특정 주체의 찬반만으로 의사결정이 확정 되는 구조인지를 확인하게 됨
  - SEC는 이 세 가지 통제·지배권(control) 중 어느 하나라도 특정 주체에 집중되어 있다면 그자(집단)를 ‘중앙 당사자’로 간주하고, 그들의 활동을 ‘타인의 핵심적 경영 노력’으로 보아 증권성(투자계약)을 인정할 가능성을 열어두는 한편, 그 세 가지 통제·지배권이 분산돼 ‘중앙 당사자’가 사라지는 상태 라면 해당 자산은 비로소 “디지털 상품” 지위를 확고히 하게 될 것임을 시사함

## B. 디지털 수집품 (Digital Collectibles)

- 암호자산 시장에서 가장 대중적 분야 중 하나인 “디지털 수집품”, 즉 NFT와 팬 토큰 등을 정의하면서, 암호자산을 “금융투자상품”이 아닌 “소비재 또는 수집품”으로 명확히 구분하고, 특히 실물 수집품 (physical collectibles)과의 유사성을 강조하며 증권법 적용 제외 논거를 제시함
  - 소비 목적 강조: “사용·소비를 위해 구매되는 품목에는 증권법이 적용되지 않는다”는 대원칙을 재확인함. 이는 가치 상승에 대한 기대가 있어도, 그 본질이 ‘수집’이나 ‘게임 내 사용’에 있다면 증권이 아닌 “(디지털) 수집품”으로 보겠다는 것임
  - 밌코인 포함: 도그위햇(WIF/dogwifhat) 같은 밌코인을 “디지털 상품”이 아닌 “디지털 수집품” 범주에 포함하고 있음. 이는 밌코인이 기술적 유틸리티보다는 커뮤니티의 문화적 현상(인터넷 밌)에 기반하고 있음을 정확히 짚어낸 결과로 보임
  - 지식재산권과의 연계: “디지털 수집품” 가치가 발행인의 경영 성과가 아니라, 부여된 라이선스나 저작권 활용 가치에서 나온다는 논리로, 그 권리 귀속 주체가 누구인지를 보고, 증권성을 판단하는 기준으로 볼 수 있음
  - 사업상 지분(legal interest in business) 부재: 수집품을 샀다고 해서 발행인(회사)의 주주가 되거나 이익 참여권을 갖는 게 아님을 명시, *하위* 테스트의 ‘공동사업’ 요건을 원천적으로 차단하고 있음
- “디지털 수집품”(NFT)의 증권성 판단에서 가장 논쟁이 되었던 ‘로열티 구조’(창작자의 수수료 수입)와 ‘컬렉션(시리즈) 발행’ 문제를 다룬 핵심 각주(60번, 61번)에서도 NFT 시장의 관행과 증권법 적용 면제 요건을 설명하고 있음
  - 창작자가 지속적인 수익을 보거나 작품을 여러 개의 시리즈로 묶어 파는 행위가 ‘공동사업’이나 ‘타인의 노력’으로 오인되지 않도록, 법적 방어선이 무엇인지를 설명하는 중요한 부분임
  - (각주 60번) 수익의 방향성 즉, 로열티가 창작자에게 가는 것은 스마트 컨트랙트에 따라 프로그램된 ‘저작권료 자동 징수’일 뿐. 투자자에게 돌아가는 ‘수익 배분’이 아니라는 점을 분명히 함  
*하위* 테스트에서 투자계약(증권)이 되려면 투자자가 수익을 봐야 하는데, 로열티는 오히려 구매자의 비용이자 창작자의 권리로서, 증권성 요건인 ‘수익 기대’와는 무관하다는 논리이고, ‘자동 프로그래밍’된 로열티는 기술적 속성에 의한 것이지, 특정 주체의 지속적인 경영 노력이 아니므로 역시 ‘타인의 노력’ 요건을 약화하는 근거가 되고 있음
  - (각주 61번) 1만 개의 NFT가 발행되는 ‘PFP(프로필사진) 프로젝트’들을 *하위* 테스트의 ‘공동사업’으로 묶으려는 시도에 대해, SEC는 앤디 워홀의 판화 시리즈 같은 ‘예술적 변주’(variation)로 규정함으로써, 대량 발행 자체가 증권성 증거가 될 수 없다고 확기적으로 해석하고 있음
- 암호자산 시장에서 가장 변동성이 크고 논쟁적이었던 ‘밌코인’의 지위를 명확히 하는 부분에서는, “디지털 수집품”과 ‘밌코인’에 대한 뚜렷한 규제 완화 기초를 확인할 수 있음

- 밌코인을 ‘투자 상품’이 아닌 ‘문화적 수집품’으로 분류하고, 밌코인이 실질적인 기능을 갖추게 되면 “디지털 상품”으로 전환될 수 있음을 인정하는 유연하고도 파격적인 법리와 더불어 몇 가지 판단 요소를 제시하고 있음
  - 경영상 노력보다 문화적 유의성(cultural significance) 강조: 밌코인의 가격 상승이 개발자의 경영 능력 때문이 아니라, 커뮤니티의 ‘팬덤’이나 ‘문화적 열풍’ 때문이라고 보고 있음. 이는 *하위* 테스트 분석에서 ‘타인의 노력’ 요건을 무력화, 밌코인을 증권 규제 영역 밖으로 밀어내는 근거가 될 수 있음
  - 밌코인의 성격 전환: 밌코인이 특정 기능적인 시스템 내에서 결제 수단이나 거버넌스 수단으로 쓰이게 되면 “디지털 상품”이 될 수 있다고 하였음. 이는 자산의 본질이 고정된 것이 아니라 진화할 수 있음을 인정하는 혁신적인 견해로 볼 수 있음
  - 과거 실무진 성명 대체: 2025년 이전에 다소 보수적이던 SEC 실무 보좌진이 밝혔던 견해를 이번 2026년 공식 지침이 완전히 대체한다고 선언함으로써, 시장에 혼선을 주었던 과거의 잔재를 깨끗이 정리하고 있음 (각주 62번 등 참조)
  - 온체인 상응물: NFT나 밌코인을 실물 수집품의 온체인 상응물(on-chain analogues)로 봄으로써, 일반적으로는 증권으로 규제되지 않는 우표, 화폐, 골동품 등의 맥락에서 이해하겠다는 의지임
- 한편, “디지털 수집품”(NFT)을 설명하는 마지막 부분에서는, 특히 ‘개별 자산’(예술품/수집품)과 ‘조각 투자’(fractionalization) 사이의 법적 경계선을 명확히 구분하고 있음
  - 예술품 자체는 증권이 아니지만, 이를 쪼개서 수익 배분 권리와 결합해 판매하게 되면 “투자계약”이 될 수 있다면서, ‘조각 투자’와 ‘증권성’의 임계점을 제시함
  - 시장 동인(market forces) 대 경영상 노력: 가격 상승의 원인이 ‘작가의 명성 상승’이나 ‘시장의 수요 증가’에 있지 않고, 그 원인이 ‘발행인이 약속한 특정 사업적 운영’에 있다면 증권이라는 해석임 (우리나라의 ‘조각 투자 가이드라인’과 매우 흡사한 논리 체계임)
  - ‘네트워크 효과’를 경영상 노력으로 보지 않으며, ‘조각성 분할 투자’의 증권법 적용 가능성을 경고하고 있는 점도 주목할 부분임
  - (각주 65번) 네트워크 효과는 타인의 경영 노력에 해당하지 않는다는 점을 명시함으로써, 설령 생태계를 활성화하고 사용자를 모으는 행위가 가치 상승을 이끌더라도, 증권법상의 ‘경영 노력’으로 보지 않겠다는 것임. 혁신가들이 ‘증권법 위반’ 공포 없이 커뮤니티 구축에 전념할 수 있을 요소임
  - (각주 67번) 하나의 NFT를 1/n로 쪼개 파는 행위는 필연적으로 ‘중앙 관리’를 동반하며, 투자자가 직접 자산을 통제하지 않고 운영자의 노력에 의존하게 되므로, ‘조각 NFT’는 거의 예외 없이 “투자계약”(증권)으로 분류될 가능성이 높다고, 조각성 분할 투자의 위험성을 강력히 경고하고 있음

### C. 디지털 도구들 (Digital Tools)

- 암호자산의 ‘금융적 성격’을 완전히 걷어내고 ‘기능적 실용성’(functional utility)에 집중한 부분으로,

SEC는 '소울-바운드'(soul-bound) 토큰이나 ENS(도메인) 같은 사례를 들며, 이것들은 증권이 아닌 도구로서의 소비적 가치를 지닌, '박물관 멤버십' 등 '실물 유틸리티'의 디지털 버전임을 강조함

- 사용자 귀속(soul-bound) 및 이전 불가능성(non-transferrable): *하위* 테스트에서 '수익 기대' 요건이 성립하려면 자산을 팔아 차익을 남길 수 있어야 하는데, 소울-바운드 토큰처럼 '나에게만 귀속되어 팔 수 없는' 자산은 본질적으로 투자물이 될 수 없어 증권성 논란에서 벗어날 수 있음
- 기능적 유용성 대 수익 기대: ENS 도메인이나 컨퍼런스 티켓 가격이 오르는 것은 해당 도메인을 쓰려는 수요(유용성)가 늘었기 때문이지, 개발자가 사업을 잘해 배당을 주기 때문이 아니라는 논리로, '이용권' 성격의 회원권이 증권이 아닌 것과 유사함
- 박물관 멤버십 유사: 멤버십 가격이 오를 수는 있지만, 구매의 주된 목적은 '박물관 입장(사용)'이지 '박물관 운영 수익 배분(투자)'이 아니라는 점에서 도구의 "비-증권성"을 옹호하는 강력한 비유임
- 온체인 유용성: 과거에는 '유틸리티 토큰'이라는 용어가 증권성을 숨기기 위한 포장지로 쓰였다면, 이제 SEC는 진짜 '기능성'(기능적으로 작동하는 시스템 내에서의 유용성)을 가진 토큰들을 별도의 안전지대로 분류하고 있는 것으로 볼 수 있음

#### D. 스테이블코인 (Stablecoins)

- 새로 제정된 GENIUS Act를 통해 '지급결제용(payment) 스테이블코인'을 증권법의 영역에서 완전히 분리하는 섹션임
  - 특히, SEC는 법 시행 이전의 공백기를 메우기 위해, 과거 실무진 성명을 공식 해석으로 격상해 '적용 대상 스테이블코인'(Covered Stablecoins)에 대해서는 즉각 증권성을 면제하고 있음
    - 범주적 제외: 특정 요건을 갖춘 결제용 스테이블코인을 법령으로 증권에서 제외한 것은 암호자산을 '투자 상품'이 아닌 '현대적 지급수단 인프라'로 인정했음을 뜻함
      - \* 우리 전자금융거래법이나 디지털자산 기본법 혹은 CBDC 논의와도 맞닿아 있는 지점임
    - 이자 지급 금지(no interest/yield rule): 스테이블코인이 증권이 되지 않기 위한 결정적 조건을 제시한 것으로, 보유자에게 수익을 배분하는 순간 *하위* 테스트의 '수익 기대' 요건이 살아날 수 있으므로, 이를 원천 차단하여 '지급결제 전용' 도구로서의 성격을 명확히 하는 것임
    - 적용 대상 스테이블코인 한정: GENIUS 법이 완전 발효되기 전까지의 '규제 공백' 기간 동안 발생할 수 있는 혼란을 막기 위해, SEC는 기존 실무진 성명을 인용하며 "커버드 스테이블코인은 증권이 아니다"라고 선언하고 있음 (사실상 규제-샌드박스 같은 효과)
    - 허가받은 발행인 한정(registered issuers Only): 지니어스 법은 은행 자회사나 연방/주 정부의 인가를 받은 발행인으로 한정함으로써, 스테이블코인의 안정성을 전통 금융 수준으로 끌어올리겠다는 의지를 보여준바 있기 때문임

E. 디지털 증권 (Digital Securities)

- 전통 금융 자산이 블록체인 기술과 만나는 접점인 “디지털 증권”을 설명하는 섹션으로, 자산의 ‘형식’(format)이나 ‘표식’(label)이 무엇이든 그 ‘경제적 실질’이 증권(투자계약)이라면 온체인, 오프체인을 가리지 않고 증권법을 적용하겠다는 원칙을 재확인하면서
  - ‘형식 불문 원칙’, ‘중앙 당사자의 역할’, ‘비-금융적 혜택의 한계’, ‘증권 자체와 투자계약의 구분’을 설명하고 있음 (우리나라 ‘토큰 증권 가이드라인’과 매우 흡사한 논리 구조)
    - **형식 불문 원칙(format agnostic):** “증권은 온체인이든 오프체인이든 증권이다”는 강력한 선언이자, 기술적 수단이 법적 성격을 바꾸지 않는다는 원칙임. 종이/전자 증권인지, 디지털 토큰인지는 ‘그릇’의 문제일 뿐, ‘내용물’이 증권성을 갖는 권리라면 증권 법령이 적용된다는 것임
    - **중앙 당사자의 역할:** 디지털 증권의 핵심 판단은 ‘중앙 당사자’ 존재 여부로 수렴함. 보유자 스스로가 자산을 통제하지 않고, 중앙 주체가 관리하는 사업의 성과(배당)를 기대한다면 명백하게 증권임
    - **비-금융적 편익(non-financial benefits)의 한계:** 본질적인 경제적 권리가 증권형이라면, 토큰에 ‘거버넌스 투표권’이나 ‘커뮤니티 입장권’ 등의 유틸리티가 섞여 있어도(hybrid), 증권법 적용을 피할 수 없다는, 유틸리티라는 ‘포장지’로 증권성을 가리려는 시도를 차단하는 법리로 볼 수 있음
    - **증권 자체와 투자계약의 구분:** 처음부터 주식·채권을 토큰화한 것(=“디지털 증권”), 자산 자체는 상품이지만 권유·판매 방식으로 인해 일시적으로 증권법이 적용되는 것(=투자계약 대상인 “비-증권 암호자산”)을 엄격히 구분하고 있음
  - \* 이는 ‘증권법의 적용 종료’(termination) 논의에서 핵심적 근거가 됨 (‘토큰화’를 언급한 각주 82번 참조)

IV. 투자계약을 적용받는 암호자산 / Crypto Assets that are subject to an Investment Contract

- 이번 해석의 법리적 정수이자, 시장이 가장 고대해 왔던 ‘비-증권 암호자산의 투자계약성’(mutation)에 관한 구체적 기준을 설명하는 섹션임
  - ‘암호자산 그 자체’와 ‘암호자산을 권유·판매하는 방식’(계약·약정)을 엄격히 분리해 설명하면서, 특히, 규제 예측 가능성을 극대화하기 위해 수익 기대의 근거가 되는 ‘의사표시나 약속’의 주체, 시점, 투자자에 대한 전달 여부 등의 기준을 구체적으로 제시하고 있음
    - 즉 이번 지침이, 과거의 모호한 ‘정황 증거’(제반 사실관계와 상황) 중심의 판단에서 벗어나, 핵심적인 경영 노력을 떠맡겠다는 ‘명시적 약속’ 중심으로 패러다임을 전환하고 있음을 보여주고 있음

A. 암호자산이 투자계약을 적용받는 방식 (How Crypto Assets become subject to an Investment Contract)

- ‘투자계약’이 어떻게 성립하게 되는지를 설명하는 부분으로, 투자계약과 관계된 ‘약속의 시점’이 갖는 의미, ‘약속의 주체’, ‘의사표시 소통의 채널’ 등의 요소를 비롯해, ‘페이먼트 스테이블코인’을 투자계약

으로 보지 않는 조건을 설명하고 있음

- **소급 변환 불가(anti-retroactivity):** SEC는 판매 이후 발행인의 활동을 근거로 과거의 판매를 증권법 위반으로 몰아세우곤 했지만, 이제는 ‘판매 시점의 약속’만을 기준으로 보겠다는 의미로, “**판매 이후의 의사표시나 약속은 이전의 판매를 증권화하지 않는다**”고 명확히 선언함 (법적 안정성 제공)
- **약속의 주체(source of promises):** 오직 발행인이나 그 대리인의 공식적인 목소리만을 의사표시나 약속에 관한 법적 책임의 주체로 보는 관점으로
  - 커뮤니티나 제3자가 “이 코인 펌핑될 거야!”라고 떠들더라도 증권성 판단의 근거가 될 수 없음을 명시하는 것으로, 탈중앙화 커뮤니티의 활동이 그 발행인에 대한 증권법 적용 위험으로 전이되는 것을 차단해 주는 기준이 될 수 있음
- **특정 소통 채널(specific communication channels):** 암호자산의 특성을 고려하여 백서, 공식 SNS, 웹사이트 등 ‘발행인의 의사표시에 따른 책임’이 명확한 채널로 소통 채널을 한정하는 지침임
- **지급결제용 스테이블코인:** SEC는 GENIUS 법에 따른 스테이블코인도 타인의 핵심적인 경영 노력으로부터 나올 수익에 대한 기대가 결부되지 않는다면, 그 예약-판매 혹은 인도 시점과도 무관하게 투자계약으로 권유·판매되는 것으로는 보지 않겠다는 견해를 밝힘 (85번 각주 참조)

\* 이는 지급결제 시스템 구축에 박차를 가할 수 있는 여건을 조성하는 측면도 있음

□ ‘투자계약에서 벗어나게 되는 상황’을 설명하는 부분에서는, ‘명시적 약속’의 구체성이 증권성 판단에 미치는 영향을 비롯해, ‘**자산과 투자계약의 분리**’(separability)라는 혁신적 법리도 다루고 있음

- 특히, 발행인의 약속이 더 이상 유효하지 않게 되거나 구매자가 이를 기대하지 않는 유통-시장 거래에서는 해당 자산이 투자계약 즉, 증권법 적용의 굴레에서 벗어날 수 있다고 하면서, 관련하여, ‘**토큰 자체의 증권성 논란**’을 끝낼 몇 가지 요소를 제시하고 있음
  - **사업 계획의 구체성(specificity of the business plan):** SEC는 구체적인 로드맵과 자금 조달 계획이 제시되어야만 ‘합리적인 수익 기대’가 성립하며, “열심히 해서 수익을 내주겠다”는 막연한 구호만으로는 그 기대의 성립, 즉 증권성 인정이 어렵다고 봄. 이는 발행인들에 대한 구체적 지침이자, 동시에 투자자들에게 ‘**실행-가능한 계획이 없는 프로젝트의 위험성**’을 경고하는 효과도 있음
  - **암호자산 자체는 증권이 아님(the asset is NOT the security):** *Howey* 사건에서의 ‘오렌지(나무)’ 처럼 ‘암호자산(토큰)’도 그 계약과 분리해서 보는 견해임. 즉, 투자를 권유하며 판매하는 계약은 증권일 수 있지만, 그 계약에서 받는 ‘목적물’ 자체는 ‘비-증권 자산’으로 볼 수 있다는 견해임
    - \* 우리나라 자본시장법의 “투자계약증권”은 토큰화되어도 증권의 일종이지만, 그 계약에 따라 받게 되는 암호 자산은 “투자계약증권 자체와 분리해서 볼 수 있다”는 논거가 될 수 있는 부분임
  - **유통-시장에서의 성격 변화(secondary-market transition):** 암호자산의 유통-시장 구매자가 그 발행인의 메인넷 개발 등 약속에 더 이상 의존하지 않거나, 암호자산이 그런 약속과 분리되었다고 판단되는 시점부터는 증권법 적용에서 벗어난다고 하였음.

\* 암호자산 거래소에서 이루어지는 매매의 대부분이 왜 “증권 거래”(securities transactions)가 아닌지를 설명하는 법리적 근거임

- **약속으로부터의 분리(separation from promises):** 이 ‘분리’라는 개념은, 발행인이 약속한 바를 모두 이루었거나(메인넷 런칭 완료 등), 프로젝트가 충분히 탈중앙화되어 특정 주체의 노력이 무의미해진 상황을 뜻하며, 이때 비로소 토큰은 온전한 “디지털 상품”으로 자립하게 됨을 시사함

**B. 발행인의 의사표시·약속으로부터 비-증권 암호자산의 분리 (Separation of a Non-Security Crypto Asset from the Issuer’s Representations or Promises)**

□ 이번 해석에서 ‘증권성 인정 종료’(termination)와 ‘계약과 자산의 분리’(separation) 법리를 다루고 있는 가장 혁신적인 섹션임

○ 암호자산이 한 번 투자계약(증권)으로 분류되었다고 해서 영원히 그 굴레에 갇히게 되는 건 아니라고 명시함으로써, 발행인의 ‘약속’과 자산의 ‘실질’이 분리되는 순간, 해당 자산은 연방 증권법 적용을 벗어나 완전한 “디지털 상품” 등으로 변모할 수 있음을 시사하는 설명으로 볼 수 있음

- “영구적 증권” 가설(“in perpetuity” myth)의 종언: 투자계약을 적용받으며 권유·판매되었다고 그 “비-증권 암호자산”이 필연적으로 그와 연계된 투자계약을 적용받는 상태가 영구히 지속되는 건 아니며, 계약성 지속 여부와 자산의 생애주기에 따른 증권법 적용의 가변성을 인정함

\* 과거 SEC의 일부 법 집행 소송 사례(XRP 사건 등)에서는 토큰이 발행시장에서 한 번 투자계약을 적용받았다면 증권이고 유통-시장에서도 영원히 증권인 것처럼 주장되어 시장의 반발 및 법적 논란을 유발했었음

- **분리의 법리(concept of “separation”):** 약속의 이행이 완료되어 더 이상 기댈 주체가 없거나, 시스템이 스스로 돌아가기 시작하면 증권법을 적용받던 투자계약은 그 계약의 목적물과의 연결 고리가 끊어진다는 논리임

\* ‘타인의 노력’이라는 요소가 ‘자산’과 절연되는 시점이 곧 증권법 적용의 해방 기점이 될 수 있음을 시사함

- **분리의 시점(timing of separation):** 계약에 따른 목적물을 ‘인도하는 즉시’ 분리가 일어날 수 있다고 보는 논리로, 토큰 권유·판매 계약 자체는 투자계약일 수 있어도, 메인넷이 구축되어 완벽히 가동되면서 토큰이 지갑으로 전송되는 즉시 “디지털 상품”으로 분리될 수 있음을 시사함

- **모든 지표가 예시된 것은 아님(non-exclusive indicia):** 해석에서 ‘분리의 징후’로 예시하는 체크리스트들이 절대적인 요건은 아니지만, 실무적으로는 증권성 배제 판단을 받는 안전지대 역할을 하게 될 것임을 예고하면서, 다른 지표도 있을 수 있음을 시사하고 있음

□ 이하 소제목에서는, 어떤 계약과 그 목적물로 받은 자산이 실제로 ‘분리’되었음을 보여주는 구체적인 징후(indicia)가 될 수 있는 요소들을 설명하고 있음. 발행인들에게 중요한 지침이 될 부분으로, 그 약속을 지켰을 때, 또는 탈중앙화가 완성되었을 때 어떤 효과가 있게 되는지를 다루고 있음

## 1. 발행인의 의사표시·약속 이행 (Fulfillment of the Issuer's Representations or Promises)

- 발행인이 공언했던 '핵심적인 경영상 노력 수행'이라는 약속을 이행했을 때, *하위* 테스트의 '타인의 노력에서 나올 수익의 기대'라는 요소는 소멸하며, 그러한 약속을 전제로 권유·판매되었던 "비-증권 암호자산"은 그와 연계된 투자계약의 굴레를 벗어나게 된다고 설명하고 있음
  - SEC는 '핵심적 경영 노력'이 무엇인지 직접 정의하지 않는 대신, 발행인이 정의하고 약속한 바에 맡기면서, 투자계약이 성립되고 소멸하게 되는 시점을 예시함
    - **계약의 자율성(contractual autonomy):** '핵심적인 경영 노력을 수행할 의사표시·약속의 이행' 여부는 프로젝트 백서나 마케팅·홍보 자료에서 스스로 설정한 목표 즉, 그런 노력을 어떻게 정의하고 기술했는지에 달려 있다면서, SEC가 일률적으로 정하지 않고 있음
      - \* 발행인이 "약속한 대로 다했는가?"라는 질문으로 대체하는 것으로, 네트워크의 '탈중앙화'나 '기능성'은 기술적으로 정의하기 매우 난해한 개념이므로, 일반적인 시장의 관념이 아닌, '발행인 스스로가 정의한 기준'에 따라 그 이행 여부를 판단하겠다는 합리적 수용 지점을 제시한 것임 (각주 96번 참조).
    - **투자계약의 소멸(termination):** 투자계약은 영원한 상태가 아니라, '약속된 핵심적 경영 노력'을 다하면 소멸하는 한시적 법적 틀이라는 점을 명확히 함. 이는 초기 개발 단계를 지나 운영 단계로 접어들 때, 발행인이 증권법에 따른 엄격한 공시 의무에서 벗어날 '출구'가 될 수 있는 해석임
    - **투자계약의 성립 시점 예시(ICO, SAFT):** 투자 대가로 "비-증권 암호자산"을 인도하는 시점(ICO=즉시 인도; SAFT=지연 인도)과 관계없이 '합의가 체결되는 시점'에 투자계약이 성립한다는 원칙을 재확인하고 있음
    - **이행의 공개적 고지:** 투자계약의 필수 요건 존속 여부는, 대상물의 '인도'와 함께, '핵심적 경영 노력의 완수 사실에 관한 공개적 의사 표명 여부'로 판단한다고 설명함. 이는 시장 참여자들에게 정보 비대칭을 해소해 주는 동시에, 발행인에게는 '공식적인 선언' 절차를 제시하는 것임

## 2. 발행인의 의사표시·약속 이행 실패 (Failure to Satisfy Issuer's Representations or Promises)

- 사업의 성공뿐 아니라 '사업의 실패나 중단' 시에도 어떻게 증권법적 상태가 종결되는지를 다루는 매우 현실적이며 중요한 섹션임
  - SEC는 발행인이 약속을 지키지 못하거나 프로젝트를 포기했을 때, 더 이상 '수익 기대'가 불가능하므로 투자계약 관계는 소멸한다고 명시함. 다만, 약속 불이행에 따른 사기나 허위공시 책임은 별개로 남는다는 점을 분명히 하여 투자자 보호의 끈을 놓지 않고 있음
    - **투자계약의 비-영구성(not eternal):** 증권법 적용이 '수익에 대한 합리적 기대'라는 연결 고리에 기반한다는 점을 재확인함. 사업이 망해 기대할 수익이 사라졌다면, 그 계약 관계(투자계약)도 법적으로 소멸한다는 논리임
    - **규제 사건으로서의 포기(abandonment as a regulatory event):** 발행인이 공식적으로 "더 이상

못하겠다”고 선언하는 행위가 법적 상태를 변화시키는 기제가 될 수 있음을 설명함. 이는 크립토 시장의 고질적 문제인 ‘러그풀’(rug pull)이나 ‘소프트 엑시트’ 상황에서, 해당 토큰이 더 이상 증권으로 유통되지 않게 함으로써 선의의 추가 피해를 막으려는 의도가 있는 것으로 볼 수 있음

- 사기에 따른 법적 책임 존속(survival of anti-fraud liability): 투자계약(증권)이라는 틀은 사라져도, 투자자를 속였거나 중대한 사실을 숨긴 책임은 없어지지 않는다는 것임. 이는 ‘증권법 관할권’과 ‘위법 행위에 대한 소추권’을 분리하여 대응하는 정교한 법리임 (부정거래 행위 처벌과 같음)
- 명확한 소통 의무(clear communication): 발행인에게 ‘확실히 끝내라’고 요구하는 대목으로, 어설플 잡적이 아니라 명확한 공시를 유도함으로써 시장의 정보 투명성을 높이려는 실무적 지침을 제시하고 있음 (각주 98번 참조)

### 3. 해석 지침의 적용 범위 (Application of the Interpretation)

- 앞서 논의한 ‘자산과 투자계약의 분리’ 법리가 과거의 위법 행위까지 소급하여 면제해 주는 것은 아니라는 점을 분명히 하는 섹션으로, ‘해석의 적용 범위와 한계’를 설명하고 있음
  - SEC는 자산이 나중에 증권의 굴레를 벗어나더라도, 그 이전에 발생한 “미등록 증권 판매”(증권법 제5조 위반)나 “반-사기 규정 위반”에 대한 책임은 엄중히 묻겠다는 방향성을 명확히 제시함
    - 면죄부 아님(no "Get Out of Jail Free" card): “나중에 탈중앙화가 되었다고 해서, 처음에 등록 없이 코인을 팔았던 불법 행위가 사라지는 건 아니다”라는 명확한 메시지를 제시함
    - 법적 책임 존속(liability survival): 투자계약(증권)이라는 법적 상태는 소멸할 수 있지만, 그동안에 발생한 법 위반 행위(미등록 판매, 사기 등)에 대한 소추권은 제소기한 내에 계속 유지됨
    - 투명성 장려(encouraging transparency): 발행인들에게 구체적인 ‘행위 규칙’을 제시하는 부분으로, 로드맵을 상세히 짜고, 진행 상황을 공유하며, 특히 ‘완료(completion) 공시’를 권고하는 부분은 규제 당국이 발행인에게 ‘증권 규정 적용 종료’를 위한 명확한 절차적 요건을 주는 것임
    - 하위 테스트 분석과는 별개(Howey analysis is distinct): 본 지침은 ‘어떻게 증권이 되는지’를 새로 정의하는 게 아니라, ‘어떻게 증권에서 벗어나는지’에 집중함. 즉, 증권 여부를 판단하는 하위 테스트는 여전히 엄격하며, 본 지침은 그 적용 이후의 ‘출구 지침’에 가까운 것임을 시사함

## V. “프로토콜 마이닝”, “프로토콜 스테이킹”이라는 암호자산 활동의 연방 증권 법령상의 지위 Federal Securities Laws Status of the Crypto Asset Activities known as “Protocol Mining” and “Protocol Staking”

- 크립토 네트워크 작동의 근간이 되는 합의 알고리즘인 작업 증명(PoW)과 지분 증명(PoS) 시스템 내에서의 활동을 법률적으로 정의하며 살펴보는 중요한 섹션으로
  - SEC는 ‘채굴’과 ‘스테이킹’을 금융 행위로 보지 않고, 네트워크의 보안과 운영을 위한 기술적 프로토콜 참여로 규정함. 특히 “프로토콜 마이닝”과 “프로토콜 스테이킹”이라는 용어를 통해, 그 행위를

증권법적 '투자'와 명확히 구분하면서, 프로토콜 활동의 비-증권성 논리를 제시함

- **기술적 참여 대 금융성 참여(technical vs. financial participation):** SEC는 전략적으로, '마이닝'과 '스테이킹' 앞에 'protocol'이라는 수식어를 붙임으로써, 해당 행위가 '스테이킹 서비스'(Staking-as-a-Service) 같은 상업적 투자 상품이 아니라, 블록체인 자체의 핵심 운영 기능임을 강조하고 있음
- **결제 확정성(settlement assurances):** 크립토 네트워크의 목적을 '결제 확정성 제공'으로 정의함으로써, 채굴자와 스테이커의 역할을 '수익을 추구하는 투자자'라기보다는 '시스템 보안을 유지하는 서비스 제공자'로 재규정함. *하위* 테스트의 '타인의 노력' 요건을 상쇄하는 논거가 되기도 함
- **과거의 불확실성 제거:** 각주를 통해 반복해서 "이번 지침은 과거 성명을 대체한다"(supersede prior statements)고 밝히고 있음. 이는 과거 실무진 수준의 파편적 견해를 2026년 위원회 차원의 통합된 해석 지침으로 일원화해 시장 혼란을 불식시키겠다는 의지임 (각주 99번, 100번 참조)
- **지분 증명은 증권이 아님(Proof-of-Stake is not a security):** 과거 일부 당국자들이 "PoS는 스테이킹을 통한 수익이 있으므로 증권"이라고 주장했던 논리에서 벗어나, "디지털 상품" 활동으로서의 스테이킹을 인정하는 로드맵을 제시하는 것으로 볼 수 있음

#### A. 프로토콜 마이닝 (Protocol Mining)

□ 크립토 네트워크의 시초이자 Bitcoin의 근간인 작업 증명(PoW) 채굴 활동을 기술적, 경제적 관점에서 정밀하게 규정하며 설명하고 있는 섹션으로

- SEC는 채굴을 '금융 투자'가 아닌 '검증 서비스'(validation services)로 정의함으로써, 채굴자가 얻는 보상을 '투자 수익'이 아닌 '노동과 자원 투입에 대한 대가'로 봄. 또한, 증권법 적용 여부를 판단하는 기초로, 마이닝 풀(mining pool) 운영 구조까지 상세히 분석하고 있음

##### 1. 프로토콜 마이닝 활동 개관 (Protocol Mining Activities Generally)

□ 작업 증명(PoW) 네트워크에서 채굴자들의 활동을 개괄하면서, 검증 서비스를 제공하는 채굴자는 단독 (solo) 채굴 외에도 다양한 유형의 '마이닝 풀'에도 연산 자원을 기여하며 참여할 수 있다고 설명함

- SEC는 작업 증명 네트워크에서의 "프로토콜 마이닝"은 '서비스'이며, 투자로 보지 않는 이유를 다음과 같이 설명하고 있음
- **서비스 대 투자:** 채굴자가 투입하는 자원을 '자본 투자'가 아닌 '검증 서비스 제공을 위한 운영 비용'으로 보는바, 이는 채굴 보상을 투자 수익이 아닌 서비스 제공 대가로 해석할 근거임
- **소유 요건과 무관:** PoW 채굴은 코인을 보유하지 않아도 장비와 전기만 있으면 참여할 수 있고, 채굴 장비 구매는 자산 자체에 대한 투자가 아니라 사업용 설비 투자에 가까우므로, '금전의 투자'라는 *하위* 테스트의 요건을 약화함
- **보상의 사전-결정(predetermined reward):** 보상이 '운영자의 경영 능력'이 아닌 '코드(프로토콜)'에 의해 결정되므로, 역시 '타인의 노력' 요건을 부정하는 논거가 될 수 있음 (각주 101번 참조)

- **마이닝 풀과 중앙 당사자:** 풀 운영자가 존재하지만, 운영자가 무능하면 채굴자는 언제든지 풀을 옮길 수 있으므로, 채굴자의 수익이 특정 '타인의 노력'에 전적으로 종속되지 않는다고 봄

## 2. 적용 대상 프로토콜 마이닝 활동 (Covered Protocol Mining Activities)

- 증권 법령 적용 대상에서 제외하거나 특정 방식으로 해석하려는 '대상 범위'를 명확히 하는 부분임
  - SEC는 이번 지침에서 보호하거나 규정하는 '안전지대'에 들어오는 활동들을 정의하기 위해, '적용 대상'(Covered)이라는 문언을 사용함. 특히 단독 채굴과 마이닝 풀 참여라는 두 가지 형태를 명시 하면서, 채굴 산업 전반에 대한 규제 불확실성을 해소하려는 의도를 보여줌
  - **디지털 상품 전제(digital commodity as a prerequisite):** 이번 지침은 "디지털 상품"에 해당하는 BTC 등을 채굴하는 경우에만 적용된다고 하였음. 만약, 기능이 아직 완성되지 않아 "디지털 증권"으로 분류되는 자산을 채굴하는 방식이라면 그 혜택을 받지 못할 수 있음을 시사함
  - **풀 운영자 역할 인정(recognition of the pool operator):** 마이닝 풀 운영자가 보상을 받아 배분 하는 '간접 지급' 구조에서도, 이것이 단순한 기술적 조정 역할에 그친다면 증권법상의 '수익 창출 및 배분 주체'로 보지 않겠다는 견해를 밝히고 있음
  - **협력적 단독 채굴(collaborative solo mining):** "타인과 협력하여 노드를 운영"하는 경우도 단독 (solo) 채굴 범주에 포함하고 있음. 장비를 공동으로 운영하는 소규모 채굴 조합 등이 복잡한 증권법 규제 없이도 활동할 수 있는 근거로 삼을 수 있는 대목임
  - **기술 중립성(technological neutrality):** 보상이 직접 가느냐, 운영자를 거치느냐와 같은 '기술적 경로'보다는, 그 활동의 본질이 '네트워크 검증'에 있는지를 더 중요하게 보고 있음

## 3. 프로토콜 마이닝 활동에 관한 해석 (Interpretation Regarding Protocol Mining Activities)

- 프로토콜 채굴 즉, 단독 채굴과 마이닝 풀 참여 활동에 증권법이 적용되지 않는다는 최종적인 법리적 결론을 내리고 있는 부분임
  - SEC는 채굴을 '행정적 또는 보조적 활동'으로 규정하고, 채굴 보상을 '투자 수익'이 아닌 '서비스에 대한 대가'로 명확히 정의하면서, 마이닝 풀 운영자의 역할 또한 '경영상 노력'이 아닌 '기술적 조정'으로 한정하고 있음
  - **행정적 혹은 보조적 행위(administrative or ministerial):** 주관적인 판단이나 경영적 전략이 개입 되지 않는, '정해진 규칙에 따른 기계적 수행'을 의미하며, 채굴은 기업 경영보다는 '공장 가동'이나 '청소 용역'에 가까운 성격으로 보는 견해로, 법적으로도 매우 중요한 표현임
  - **용역 대가 대 투자 수익(payment for services vs. profit):** 비트코인 트랜잭션을 검증해서 받게 되는 보상은 주식에서와 같은 배당이 아니라, 네트워크 유지에 대한 '수수료, 지급'이라고 명확히 구분하는 것으로, 용역 거래를 증권법 대상이 아니라고 보는 견해와 같음

- **능동적 기여(active contribution):** 마이닝 풀이 증권이 아닌 이유는, 채굴자가 ‘돈만 넣고 가만히 있는 것’이 아니라, 자기 장비를 돌려 ‘실질적인 채굴 활동’에 참여하기 때문임.
  - \* 클라우드 마이닝 등, 장비도 없이 돈만 맡기고 풀 운영자가 알아서 채굴해 주는 구조는 여전히 증권(투자 계약)으로 남을 수 있다는 경고도 병행하고 있음 (각주 106번 참조)
- **네트워크의 성공(“success” of the network)과의 관계:** 채굴 수익은 네트워크 전체의 성공보다는 ‘얼마나 내 장비가 좋았는지’에 직결되고, 특정 주체의 경영 전략과 운명을 같이 하는 것이 아니므로, *하위* 테스트의 핵심 요건인 ‘타인의 노력’이 성립하지 않는다고 봄

## B. 프로토콜 스테이킹 (Protocol Staking)

- 블록체인의 주류 합의 알고리즘으로, PoW 프로토콜과 대조되는 지분 증명(PoS) 프로토콜의 스테이킹이 갖는 기술적·경제적 구조를 정의하면서, 비-증권성 논거를 설명하고 있음
  - SEC는 스테이킹을 ‘단순한 예치 이자’ 놀이가 아니라, 네트워크 보안을 위해 자신이 보유한 자산을 담보로 맡기고 검증 업무를 수행하는 ‘기술적 기여’로 보았고, 특히, ‘슬래싱’(slashing)과 ‘락-업’(lock-up) 같은 PoS 고유의 메커니즘을 비-증권성 논거로 상세히 기술하고 있음

### 1. 프로토콜 스테이킹 활동 개관 (Protocol Staking Generally)

- PoS 네트워크에서 검증자 역할을 하는 ‘노드 운영자들’이 받는 보상의 성격, 스테이킹에 따른 ‘해제 대기 기간’(unbonding period)과 ‘락-업’의 효과, 소유권과 통제·지배권이 검증인으로 이전되지 않는 점 등 특성을 개괄하고
  - 단독 스테이킹, 제3자와의 직접적인 자기-관리형 스테이킹, 위탁형 스테이킹 및 리퀴드 스테이킹 등 네 가지 유형의 “프로토콜 스테이킹” 행위별 특징, ‘노드 운영자’와 ‘검증자’의 역할, ‘슬래싱’이라는 제재 기제가 갖는 의미를 설명하고 있음
  - 특히, ‘리퀴드 스테이킹’과 ‘스테이킹 영수 토큰’의 법적 성격을 “영수증”으로 규정하면서, 검증 참여 주체가 자산의 소유권을 이전하지 않고 스테이킹된 자산은 대여나 담보 제공 등 마음대로 전용될 수 없다는 전제하에 스테이킹의 비-증권성 논거를 다지고 있음
- **소유 및 지배권 불변(ownership & control):** 스테이킹 과정에서 자산의 소유권이나 지배·통제권이 제3자에 이전되지 않는다는 점을 강조하고 있는데, *하위* 테스트에서는 타인에게 자금을 맡기는 “금전의 투자” 행위가 고려된다는 점에서, 스테이킹은 자기 자산을 스스로 묶어두는 ‘자기 담보’ 행위에 가깝다는 법리적 해석을 가능하게 하는 부분임
- **슬래싱 위험(risk of loss):** 스테이킹 보상을 수동적 소득(passive income)으로 보지 않는 핵심 근거로 ‘슬래싱’ 위험을 들고 있음. 검증인은 시스템 오류나 부정행위로 자산을 잃을 위험을 감수하며 ‘보안 서비스’를 제공하므로, 그 보상은 위험 감수와 의무 대가로 해석될 수 있음
- **프로그램에 따른 선정(programmatic selection):** 검증인이 되는 과정이 특정인의 주관적 선택이

아닌 ‘소프트웨어 프로토콜’에 따른 자동 선정이며, DEX나 DApp에서 중개인이 없다는 점 또한 ‘타인의 경영 노력’ 요건을 약화하며 비-증권성으로 판단하는 강력한 요소임

- 리-스테이킹 제외(exclusion of restaking): 아이젠레이어(EigenLayer) 같은 리-스테이킹 모델은 추가적인 복잡성과 제3의 약속이 개입될 수 있으므로, 일단 제외하는 신중함을 유지함

□ 해당 섹션에서는 스테이킹을 ‘투자 상품’이 아닌 ‘자산 관리의 연장선’으로 보는 견해를 밝히면서, 특히 ‘재담보 금지’와 ‘소유권 유지’를 강조함으로써, 과거 FTX나 쉐시우스처럼 고객 자산을 유용하는 행위와 순수한 스테이킹 서비스를 법적으로 완전히 구분하는 한편

- 리퀴드 스테이킹 토큰(LST)을 “물건이 거기 있다는 증거”라는 ‘영수증’으로 정의함으로써, 그 증거(토큰) 자체는 증권이 될 수 없다는 논리를 전개하고 있음

- 영수증인 리퀴드 스테이킹 토큰(LST as a receipt): LST가 발행자의 경영 능력에 따라 가치가 변하는 상품이라면 증권이지만, 단순히 “네 물건이 여기 보관되어 있다는 증서(영수증)”라고 보게 되면 달라짐. 이는 Lido, Rocket Pool 등 리퀴드 스테이킹 업계에 법적 구제책이 될 수 있음

- 재담보 금지 요건(strict prohibition on rehypothecation): 위탁형 스테이킹이 증권법을 피하는 절대 조건으로 ‘재담보, 대여’ 금지를 명시함. FTX나 쉐시우스 사태처럼 고객 자산을 운용해 수익을 내는 행위를 차단하며, ‘기술적 스테이킹 대행’만이 비-증권 활동이라는 점을 분명히 하는 부분임

- 자기-관리형 스테이킹과 위탁형 스테이킹(self-custodial vs. custodial staking): 비공개키(private key)를 본인이 보유하고 있는지와 상관없이, 자산의 소유권이 명확히 분리되며 서비스 제공자가 ‘재량적 투자 결정’을 하지 않는 행위라면 프로토콜 스테이킹의 범위에 포함되는 것으로 보는 것임

## 2. 적용 대상 프로토콜 스테이킹 활동 (Covered Protocol Staking Activities)

□ 해석 지침이 적용될 4개 프로토콜 스테이킹 유형별로 디지털 상품의 스테이킹; 노드 운영자, 검증인, 보관·관리 수탁자, 지명인, 리퀴드 스테이킹 제공자의 역할; 리퀴드 스테이킹 제공자의 활동; 부수 서비스의 비-증권성 특성을 다루면서, 증권법 적용에서 벗어나는 대상 범위를 확정하고 있음

- SEC가 2026년 지침을 통해 스테이킹의 범주를 이토록 세분화한 것은, ‘단순한 기술 지원’과 ‘자산 운용’을 법적으로 분리해서 보겠다는 강력한 의지를 읽을 수 있는 부분임

- ‘유일한 결정’ 원칙의 법리적 의미와 서비스 제공자의 역할 제한: 보관·관리 위탁형 및 리퀴드 스테이킹에서 서비스 제공자의 역할을 ‘노드 운영자 선정’이라는 유일한 결정(only decision)으로 한정하여 명시한 점에 주목할 필요가 있음

\* 스테이킹 서비스 제공자가 자산을 어디에 투자할지, 어떤 전략으로 수익을 극대화할지 결정하는 ‘경영적 재량’이 없고 ‘기술적 대행자’라는 지위에 국한된다면, ‘경영적 노력’이 아닌 ‘단순 행정 업무’로 볼 수 있고, *Howey* 테스트의 ‘공동사업성’과 ‘타인의 노력에 의한 결과’라는 요소가 부정될 수 있기 때문임

- 리퀴드 스테이킹 토큰(LST)의 ‘영수증’ 지위 확립: LST가 유통-시장에서 거래되더라도, 그 가치가 발행자의 경영 성과가 아닌 스테이킹된 자산의 가치와 프로토콜이 정한 보상에 연동된다면 ‘참고

증권' 같은 성격으로 보겠다는 것임. 다만, LST 발행자가 예치된 자산을 '재담보 대출'이나 '투기적 운용'을 하지 않아야 한다는 엄격한 전제가 붙음

- '통제·지배권 유지'와 '동의' 요건: 위탁형 스테이킹 모델에서도 '예치자의 동의'와 '소유권 유지'를 명확히 하고 있음. 이는 디지털자산 거래소가 "스테이킹을 위탁한 고객 자산을 거래소 자산과 뒤섞어 (commingling) 마음대로 굴린다"는 우려를 불식시키기 위한 해석으로 보임

### 3. 프로토콜 스테이킹 활동에 관한 해석 (Interpretation Regarding Protocol Staking Activities)

□ 해석 지침에 적시된 방식과 상황에서 수행되는 프로토콜 스테이킹 활동에는 증권의 권유 및 판매가 결부되지 않으므로, 그 트랜잭션을 SEC에 등록할 필요도 없고, 면제 규정 적용 범위에도 속하지 않는다는 점을 명시하면서

- 프로토콜 스테이킹 활동 유형의 비-증권성 특성과 더불어, 서비스 제공자의 부수적 서비스(ancillary service)에 해당하는 '슬래싱 손실 위험 보장', '스테이킹 조기 해제', '디지털 상품 수량의 병합' 등을 핵심적 경영 노력이 아닌 행정적 혹은 보조적인 성질로 보고 있음 (증권법 적용 배제 근거)

- 행정적·보조적 행위: *하위* 테스트의 '타인의 경영적 노력' 요소가 성립하려면 서비스 제공자의 주관적 판단, 전략, 전문성이 수익 창출에 결정적이어야 하는데, SEC는 '코드가 정한 규칙을 단순히 이행하는 기술적 지원'에 해당하는 스테이킹 및 부수 서비스를 '행정적·보조적' 서비스로 규정함

\* 단순 '플랫폼 운영'이나 '기술 지원'이라고 한정해서 보는 견해임

- 재량권과 보장 배제: 스테이킹 서비스가 '증권'으로 변질되는 '경계선'(red-line)을 명확히 긋고 있음. 즉, 진정한 비-증권 스테이킹 서비스는 "사용자가 결정하고, 업체는 기술적으로 집행하며, 수익·손실 등 결과는 프로토콜에 따라 사용자에게 귀속"되는 구조여야 함(각주 123번~126번 참조)

\* 재량권(discretion): 스테이킹 서비스 제공업체가 "언제, 얼마나 스테이킹할지"를 업체가 결정하는 순간 '투자 위탁'이 될 수 있고;

\* 보장(guarantee): 보상을 확정(fixed APR)하거나 원금을 보장하는 순간 '채무 증서'(note)나 '수익권'이 될 수 있음을 시사함

- 부수적 서비스 수용: '슬래싱 위험 보장'이나 '스테이킹 조기 해제'(un-bonding) 등 부수적 서비스(ancillary service)의 특성을 깊이 이해하면서, 이를 비-증권 서비스로 인정하고 있음

\* 과거 "업체가 슬래싱 위험을 자기 자본으로 커버하거나 스테이킹 보상을 미리 내주는 행위가 경영적 노력이 아닌지" 의문이 있었지만, 수익 창출의 '핵심 동인'은 여전히 프로토콜 자체에 있고 그런 서비스는 상업적 편의이자, 네트워크 검증이라는 서비스의 본질을 바꾸지 않는 부수적 혜택이라는 점을 명확히 한 것임

### 4. 프로토콜 영수 토큰 관련 해석 (Interpretation Regarding Staking Receipt Tokens)

□ 리퀴드 스테이킹에 따른 핵심 결과물인 '스테이킹 영수 토큰'(Staking Receipt Tokens, SRT/LST)의 법적 성격을 '영수증'으로 정리하면서

- 해석 지침에 적시된 방식과 상황에 따른 ‘SRT’의 권유·판매는 증권에 따르는 경제적 특성을 갖지 않고, ‘SRT’의 생성·발행·상환 프로세스에 관여하는 자들이 핵심적인 경영 노력을 제공하지도 않고, 따라서 증권의 권유·판매가 아니므로 증권법에 따른 등록이나 면제 규정 적용 대상이 아님을 명확히 함
  - \* 리도(Lido), stETH 등의 SRT/LST 모델이 왜 증권 규제 적용 대상이 아닌지에 대한 논리적 전개임
- 비-증권성 유지(“pass-through” 논리): “기초 자산이 증권이 아니면, 그 영수증도 증권이 아닌 것”이라는 논리로(자산의 성격이 영수증에도 투영), SRT 자체는 보상 발생 기제인 프로토콜 활동으로의 ‘연결 통로’일 뿐이고, 보상(수익) 창출의 원천은 ‘프로토콜 코드’이므로, SRT 권유·판매는 투자계약의 권유·판매가 아니라는 견해임 (금고에 보관된 ‘금’에 대한 ‘보관증’ 생성·매매와 유사)
  - \* 반대로, “예치되는 기초 자산이 투자계약(증권)이라면, 그 영수증도 증권”임을 분명히 하고 있음. 즉, 아직 메인넷이 나오지 않아 ‘투자계약’ 상태인 토큰을 리워드 스테이킹하는 모델은 여전히 증권법의 규제를 받게 될 수 있다는 점을 시사함
- 파생상품 요건 불성립: SRT는 그 발행자와 보유자 간에 예치 자산 관련 파생상품 계약이라기보다는, 그 보유자가 여전히 기초 자산에 대한 실질적 권리를 보유하는 ‘실질 소유권’(beneficial ownership)을 나타내는 것에 불과할 뿐, 옵션·선물·스왑 등 파생상품(derivatives)이 아님을 강조 (각주 128번 참조)
  - \* SRT 발행자의 파산 시에도 예치 자산은 분리 보호될 수 있음을 시사하며, 투자 위험이 발행자의 신용도와는 무관하다는 점을 명확히 하는 것이기도 함
- SRT 가치 결정의 독립성: SRT 발행자(리워드 스테이킹 제공자)의 발행·상환 또는 노드 선정 행위가 SRT의 가치를 결정하지 않고, 시장의 수급과 이더리움 등 기초 자산의 가격, 프로토콜 보상률에 의해 결정된다고 명시함
  - \* 리워드 스테이킹 제공자가 마케팅을 잘하거나 운영을 효율적으로 한다고 하여 stETH 1단위가 ETH 2단위가 되는 것은 아니기 때문임. 이러한 ‘가치 결정의 독립성’은 *Howey* 테스트에서 벗어나는 강력한 요소임

## VI. “래핑”이라는 암호자산 활동의 연방 증권법상 지위

### Federal Securities Laws Status of the Crypto Asset Activity known as “Wrapping”

- 서로 다른 블록체인 간의 상호운용성을 해결하는 핵심 기술인 ‘래핑’(wrapping) 활동에 따른 래핑된 토큰 역시 스테이킹 영수증 토큰(SRT/LST)처럼, 단순한 ‘상환-가능한 영수증’(redeemable receipt)이라고 그 법적 성격을 정의하면서, 비-증권성 논거를 설명하고 있음
  - 즉, 블록체인 네트워크들 간의 ‘상호운용성 도구’로 활용되는 wBTC(wrapped Bitcoin)나 브릿지 토큰들이 증권법 적용을 벗어날 수 있는 요소들을 제시하는 부분으로 볼 수 있음
- 수익 기회 부존재(“no yield, no profit opportunity): 래핑된 토큰의 비-증권성을 인정하는 가장 강력한 전제조건은 ‘수익 제공 금지’인바, 래핑 과정에서 이자를 주거나 가치 상승을 약속하게 되면 단순한 ‘영수증’을 넘어 ‘투자계약’이므로, 1:1 교환 기능에 그치는 래핑만이 이에 해당함

- \* *Howey* 테스트의 '수익 기대' 요소의 성립 여부와 관계되는바, 래핑 서비스 제공자가 "래핑 토큰을 보유하면 보상이 제공된다"고 마케팅(홍보) 하게 되면, 그 서비스 전체가 증권법 영향권으로 포섭될 위험이 있음
- 행정적·보조적 행위: SEC는 래핑을 '경영상 노력'이 아닌 '행정적·보조적 기능'이라 정의함으로써, 래핑이 '가치를 창출하는 행위'가 아니라 '장소를 이동시키는 행위'라는 점에 불과함을 인정함
  - \* 금괴 보관창고를 A에서 B로 옮긴다고 금괴의 성격이 변하지 않듯, 래핑 과정을 거쳐 비트코인을 이더리움 네트워크로 옮겨도 그 비-증권 상품이라는 본질은 유지되며('원 자산의 성질 불변'), '운용 재량'이 없는 단순 '예치 & 반환'에 해당하므로, 투자계약(증권) 성립 요건인 '타인의 노력'을 부정하는 근거가 됨
- 락-업과 재담보 금지("locked up & no rehypothecation): '1:1 담보 유지'와 '재담보 금지'는 단순한 기술적 안전장치를 넘어, 증권법 적용에서 벗어나는 비-증권성 유지를 위한 핵심 요건임
  - \* 만약 래핑 제공자가 예치된 자산을 빌려주고, 수익을 내는 데 활용하며, 담보 자산을 전용하게 된다면, 이는 더 이상 '영수증'이 아니라 래핑된 토큰 제공자의 신용과 경영 능력에 의존하는 '채무 증서' 혹은 '투자 상품'이 된다는 견해로 볼 수 있음

## VII. "에어드롭"이라는 특정 암호자산 배포 행위에 대한 *하위* 테스트 적용

### Application of the *Howey* test to Certain Crypto Asset Disseminations known as "Airdrops"

- 크립토 생태계에서 가장 흔하고 법적 논란이 끊이지 않던 '에어드롭'을 다루면서, SEC는 단순한 '무료 배분'이라는 점보다는, 그 수령인의 '대가'(consideration) 지급 유무에 따라 증권법 적용 여부를 판단한다는 지침을 제시하고 있음
  - 에어드롭되는 비-증권 암호자산을 받는 대신 그 수령인이 발행자에게 금전, 재화, 서비스나, 기타 대가를 제공하지 않는 경우만을 다루고 있음

#### A. 에어드롭 개관 (Airdrops Generally)

- 발행자가 에어드롭의 모든 조건을 선택할 수 있다는 점에서, 비-증권성을 인정받을 요소들을 제시하고 있는바, "세상에 공짜는 없다"는 격언을 법률적으로 재해석하는 결과물이라 할 수 있음
  - 프로젝트 팀은 에어드롭 설계 시 "유저에게 무엇을 시켜 받는지"의 여부를 면밀히 검토할 필요가 있는바, 단순 클릭이나 리트윗 정도는 마케팅 성격으로 볼 수 있지만, 코드 수정 등 전문적 서비스 제공을 요건으로 하는 에어드롭은 증권법(등록 의무)이 적용될 수 있다는 것임
- 엄격한 대가성 부재 요건: *하위* 테스트의 요건인 '금전의 투자'가 반드시 현금일 필요는 없고, 가치 있는 서비스나 재화의 제공도 포함될 수 있다는 점에서, SEC는 '수령인이 금전, 재화, 의무 등 대가를 제공하지 않는 경우'로 에어드롭의 해석 대상을 한정하고 있음
  - \* 단순히 지갑에 코인을 넣어주는 '순수 무상 에어드롭'은 증권법상 권유·판매'로 보지 않겠다는 뜻이지만, 만약 유저가 '홍보 기사 작성'이나 '버그 수정' 등의 실질적 기여를 제공하고 코인을 받는다면, '서비스에 대한 대가로서의 증권 발행'으로 간주될 위험이 크다는 점을 시사함

- ‘네트워크 효과’ 목적의 마케팅: 발행자가 에어드롭을 통해 네트워크 효과를 노리거나 인지도를 높이려는 의도 자체는 비-증권성을 해치지 않는다고 보는 견해임
  - \* 마케팅 목적으로 제공되는 경품이나 포인트가 증권으로 분류되지 않는 논리와 유사한바, 에어드롭 토큰 발행자에게 사용자 확보 등 이익이 있더라도, 수령인 측의 ‘자본 투여’가 없는 경우라면 투자계약 요소인 ‘공동사업에 대한 금전의 투자’ 요소가 성립되지 않는다고 보는 것임
- ‘선택적 에어드롭’과 거버넌스 토큰: DAO 등을 예로 들며, 거버넌스 권한 분산을 위한 에어드롭을 긍정적으로 언급하면서, 발행자가 특정 기준(타겟팅)에 따라 선별하는 수령인이라도 적극적인 ‘대가 지급’이 전제되지 않는다면 여전히 비-증권 배포 영역에 머무를 수 있다는 견해임
  - \* 앞의 제4장에 제시된 논리처럼, 에어드롭 이후 그 토큰이 유통-시장에서 거래될 때, 발행인이 향후 ‘경영상의 노력’을 통해 가치를 높여주겠다는 약속이 수반된다면, 비록 배포 방식은 에어드롭이었지만 그 암호 자산은 ‘투자계약’의 범망으로 포섭될 수 있음을 시사하는 것임

## B. 적용 대상 에어드롭 행위 (Covered Airdrops)

- SEC는 증권법상 권유·판매로 간주되지 않을 에어드롭의 범위를 설명하면서, ‘대가성(유상성)’ 유무를 핵심 기준으로 제시하고, 에어드롭 계획 발표 전후의 행동에 대한 법적 해석을 중심으로 다루고 있음
  - 유저에게 ‘미래의 노동(기여)’이나 ‘자산 구매’를 요구하는 에어드롭은 증권법(등록 의무) 적용 대상이 될 가능성이 매우 높으므로, 가장 안전한 에어드롭 전략은 “예고 없이, 스냅-샷 등 과거의 활동 데이터를 기반으로, 추가 조건 없이” 배포하는 것임
  - 교환거래 약정(bargained-for exchange) 부재: 에어드롭이 ‘대가 관계’에 있는 거래인지를 따지는 것으로, 유저가 에어드롭을 받기 위해 무언가를 ‘선택’하거나 ‘수행’했다면 이는 계약법 관계에서 ‘약인’(consideration)이 되어 증권법상 권유·판매로 간주될 가능성이 높음
    - \* 에어드롭이 단순한 ‘증정’이 되기 위해 수령인의 수동적 지위를 강조하는 것으로, 유저가 코인을 얻으려고 의도적으로 행동을 취하게 되는 에어드롭은 ‘(유무형의) 투자 성립’으로 변질될 수 있다는 경고이기도 함
  - ‘스냅-샷’(snapshot) 모델 인정: 에어드롭 계획 이전의 활동을 보상하는 방식을 공식적으로 비-증권적이라고 인정함
    - \* 많은 프로젝트가 메인넷 출시(launching) 전에 기여자들을 대상으로 에어드롭을 하는데, 이때 “과거에 우리 앱을 사용한 보상을 제공한다”는 식의 발표는 괜찮지만, “지금부터 이 과제를 수행(완료)하면 코인을 주겠다”고 발표하게 되면, 해석 지침의 보호막(safe harbor)에서 벗어나게 됨을 시사함
  - ‘추가 조건’이 동반되면 위험: 에어드롭 계획 발표 이후 유저에게 무언가를 시키는 행위 즉, “에어드롭을 받으려면 특정 토큰을 살 것”이라는 조건은 전형적인 ‘유상증자’나 ‘끼워팔기’로 해석되어 증권법 적용 대상이 될 수 있음
    - \* 프로젝트 마케팅팀이 흔히 하는 것처럼 “리트윗하고 친구 3명 태그하기” 같은 캠페인도, 엄밀히 말하면 ‘마케팅 서비스 제공’이라는 대가성으로 해석될 소지가 있으므로 유의할 필요가 있음 (각주 141번 참조)

### C. 에어드롭 관련 해석 (Interpretation Regarding Airdrops)

- SEC는 ‘금전의 투자’가 없어 투자계약이 아닌 비-증권 암호자산의 에어드롭만을 다루면서, 에어드롭을 받는 대신 발행인에게 대가를 제공하지 않는 시나리오들을 예시하고 있는바
  - 크립토 업계의 오랜 난제였던 에어드롭의 증권성 여부에 대해, SEC가 마침내 “*Howey* 테스트의 첫째 요건 불성립”이라는 명쾌한 법리적 답변을 내놓으면서, 에어드롭의 비-증권성이 인정되기 위한 ‘골든-룰’\*을 제시하는 것으로 볼 수 있음
    - \* 안전한 에어드롭이 되려면 발행인이 “과거 데이터 기반, 예고 없는 깜짝 지급, 추가 조건 없음”이라는 요건을 준수해야 한다는 것임
  - 사전 공지 없는 에어드롭: 비-증권성 판단의 핵심 지표는 사전 공지 없는 깜짝 이벤트(surprise & delight)임. 에어드롭 계획을 알지 못하고 한 행동은 자발적 이용일뿐 ‘투자’가 아니라는 견해임
    - \* 유저가 에어드롭 받을 걸 미리 알고 앱을 사용하거나 토큰을 보유했다면 이는 보상(에어드롭)을 기대하고 자신의 노력이나 자본을 투입하는 특정 행위(specific consideration)로서 ‘에어드롭을 받기 위한 행동’을 투자로 볼 소지가 크지만, ‘에어드롭이 행동 후에 따라오는 경우’는 증여로 볼 수 있게 됨
  - 매우 좁게 설정된 ‘무상성’ 경계: ‘개인 정보’ 제공, ‘리트윗 등, 마케팅’ 대행, ‘앱-내 유료 결제 이력’ 등이 유저에 대한 에어드롭의 교환 조건이라면, 현금이 오가지 않았더라도 *하위* 테스트의 ‘금전의 투자’ 요건이 살아날 수 있다고 경고함 (각주 143번, 145번 참조 - ‘무상성’ 경계를 좁게 설정)
  - 유통-시장의 별개성: 배포(에어드롭) 자체는 공짜여서 증권이 아닐지라도, 그 토큰이 시장에 풀려 거래될 때 발행인의 경영상 노력이 여전히 중요하다면(‘자산의 실질’=‘수익의 기대’), 해당 매매는 ‘투자계약의 유통’으로 간주될 수 있다는 점도 명시함 (각주 146번 참조)
  - ‘테스트-넷 기여’에 대한 소급 보상: 크립토 시스템 개발 국면에서 참여를 유도하기 위해 “테스트 버전 사용자들로만 에어드롭 대상을 한정하는 경우”(개발 단계에서 “테스트-넷을 쓰면 나중에 토큰을 준다”는 약속)는 증권법 적용 대상이 될 수 있다고 하였음 (각주 148번 참조)
    - \* 대신, 테스트를 마친 후 에어드롭 계획을 발표하면서, “과거에 고생해 준 분들에게 고마움 표시로 토큰을 드립니다”라고 하는 소급적 방식은 ‘비-증권 영역’에 안전하게 머물 수 있다는 견해임

### VIII. 기타 사안 / Other Matters

- 해당 섹션은 이번 해석 지침의 행정법적 지위와 타 법령과의 관계를 정의하는 실무적인 부분임
  - SEC는 이번 해석 지침이 미국 행정절차법(APA)과 의회검토법(CRA)이 적용되지 않으면서, ‘즉시 발효’되는 연방 기관의 ‘해석적 규칙’이라는 점을 강조하면서, 관련 사안을 정리하고 있음
  - ‘주요 규칙’이자 ‘해석적 규칙’에 해당: 입법 규칙(legislative rule)은 일반적으로 수개월의 입법 예고와 의견 수렴(comment rulemaking)이 요구되지만, 이번 해석은 경제적 영향력이 큰 ‘주요 규칙’(major

rule)이지만, 법을 해석하는 ‘해석적 규칙’(interpretive rule)으로서 그 절차 없이 즉시 발효됨

\* 대통령 직속의 크립토 실무단(PWG)의 권고도 있었고, 급변하는 크립토 시장에서 규제 공백을 최소화하기 위해 SEC가 ‘효율성’과 ‘절차적 정당성’ 사이에서 정교하게 논리를 전개하면서, “새로운 법을 만드는 것이 아니라 기존 법을 명확히 설명하는 것뿐”이라는 명분을 내세워 즉각적인 시장 안정화를 꾀하고 있음

- SEC & CFTC의 공조: 해석 지침에서는 동 지침이 CFTC의 상품거래법(CEA) 집행과도 관련이 있다고 명시하고 있는바, 이는 그동안 “증권/상품 여부와 SEC/CFTC 관할”을 두고 벌어졌던 관할 다툼을 끝내고 규제 공조에 나서겠다는 선언으로 볼 수 있음

- 다른 규제 영역(regulatory silo)과는 별개: 암호자산 발행인이 SEC의 지침을 지켜 비-증권 지위를 얻었다고 해서, 조세 납부나 AML/CFT 의무까지 면제되는 것은 아니라며, 해석 지침은 세법(tax laws) 혹은 은행비밀법(BSA) 등 자금세탁방지법을 침해할 의사가 없음을 분명히 하고 있음

\* 세법 등은 조세나 불법 금융 차단 등 고유한 법 목적이 있으므로, 증권법적 면제가 모든 규제법으로부터의 해방은 아니므로, ‘2020년 AML 법’ 등에 대한 엄격한 컴플라이언스 체계가 반드시 유지되어야 함을 시사

## IX. 경제적 효과에 대한 위원회의 검토 / Commission Economic Considerations

□ 시장에 미칠 ‘경제적 파급효과’를 다루면서, SEC는 이번 해석 지침이 시장에 ‘비용’이 아닌 ‘혁신과 효율의 촉매제’가 될 것임을 강조하며 마무리하고 있음

○ SEC는 왜 이토록 방대한 지침을 내놓게 되었는지 ‘정치 경제적 이유’를 강조하면서, 행정절차법에서 요구되는 경제성 분석과 시장 효율성 제고라는 점을 결합하여, ‘규제의 명확성’이 곧 ‘국가 경쟁력 확보’로 이어질 수 있다는 관점을 녹여내고 있음

- 규제 차익 해소와 자본 유출 차단: 규제가 모호하면 혁신가들이 법적 위험을 피해, 규제가 느슨한 곳으로 떠난다는 점에서, SEC는 이번 지침을 통해 미국을 다시 ‘크립토 혁신 허브’로 만들겠다는 의지를 보이고 있음. 본문에서 ‘미국 밖으로의 크립토 활동 유출’을 직접 언급하기도 함

\* “무조건 안 된다”가 아니라 “이 선만 넘지 않으면 안전”하다는 확실한 가이드를 줌으로써, 기관 자금과 우수 인력을 미국 내로 다시 불러들이려는 전략적 포석으로 볼 수 있음

- 효율적 크립토 시장 도모: SEC는 암호자산의 법적 지위(상품/증권)를 명확히 하는 것만으로도 그 시장의 비정상적 변동성을 줄이고 자산 본연의 가치에 집중하게 만드는 ‘시장 기능’(가격 효율성) 기제가 작동될 수 있는 환경을 조성하려는 의지를 보임

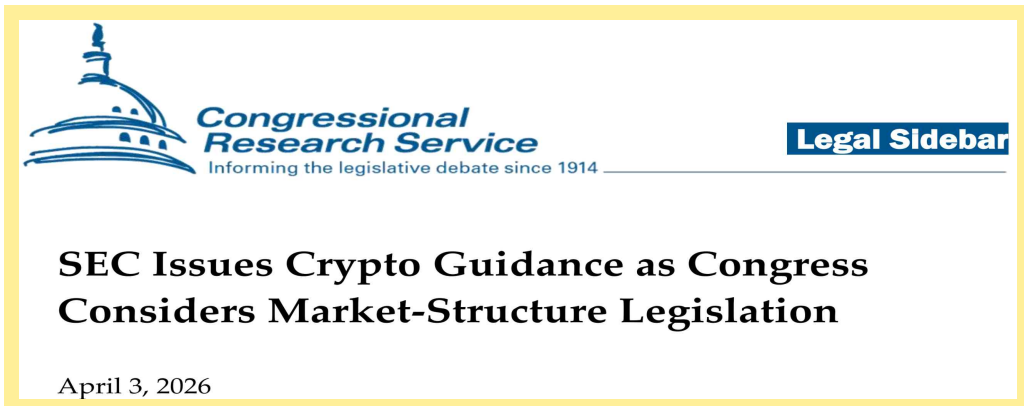
- ‘준수 비용 절감’을 통한 자본 형성 선순환 기대: 비-증권 암호자산의 정의와 증권법 적용(등록, 면제) 여부에 대한 기준이 명확해 짐으로써 줄어든 천문학적 법률 자문 비용을 프로젝트 R&D에 재투자할 수 있고, 증권법 위반이라는 두려움 없이 자본을 조달할 환경이 조성될 수 있다고 봄

- ✳ SEC의 2026년 크립토 가이드는 단순한 지침을 넘어, 지난 10년 넘게 지속된 ‘암호자산과 증권 법령의 전쟁’을 종식하는 대타협의 완성이자, 협정문 같은 성격을 지님
- 지급결제용 스테이블코인, 디지털 상품, 디지털 수집품, 디지털 도구라는 4대 비-증권 영역을 확정했고; 크립토 분야의 채굴, 스테이킹, 래핑, 에어드롭이라는 핵심 활동에 주는 ‘면죄부’ 요건들을 명확히 하며; 투자계약을 적용받아 증권이었던 자산도 언젠가는 그 계약과 분리(졸업)할 수 있다는 탈출구도 마련해 제시하고 있음
- 첨부하는 미국 의회의 입법조사처(CRS)의 분석 자료에서도, 암호자산 시장-구조 입법을 마련하는 과정에서 의회가 참고하도록 SEC의 해석 지침의 주요 내용과 의회에 주는 시사점을 정리하여 그 자료를 공개하고 있음.

## IV. 미국 의회 입법조사처의 SEC 해석 지침 분석 자료<sup>1)</sup>

\* (번역 참고) 분석 자료 원문에 하이퍼링크로 표기되었던 부분은 파란색으로 표기하되, 일부는 각주에서 설명함.

- CRS PRODUCT (LIBRARY OF CONGRESS)
- CRS Product Type: Legal Sidebar (법률 관련 분석 자료)
- CRS Product Number: LSB11415
- 발간일: 2026년 4월 3일



### 의회가 시장-구조 입법을 고려 중인 가운데 SEC는 크립토 해석 지침을 발표

2026년 3월 17일, 증권거래위원회(SEC)는 특정 유형의 암호자산들 및 암호자산 관련 활동들에 대한 연방 증권법의 적용을 다루는 지침(guidance)을 발표하였음. 상품선물거래위원회(CFTC)도 동 지침에 참여하였는바, CFTC는 그 실무진이 동 지침에 부합하는 방식으로 상품거래법(CEA)을 집행할 것이라고 밝혔음. 본 법률 관련 분석에서는 동 지침에 관계되는 배경을 살펴보고, 동 지침의 주요 핵심 요소를 검토하며, 크립토 시장에 대한 SEC와 CFTC 각 기관의 관할권을 명확히 하는 법안을 검토 중인 의회가 관심을 가질 만한 이슈들을 논의해 보고자 함.

#### 암호자산과 증권법: 기본 사항 (The Basics)

암호자산은, 제반 거래(transactions)를 기록하기 위해 암호화 기법으로 보호되는 분산원장들에 기록되는 가치의 디지털 표시(digital representation of value)를 말하며, 분산원장이란 중앙화된 중개자 없이 당사자들 간의 컴퓨터 네트워크에 의존하는 시스템들을 말함.

암호자산들에는 매우 다양한 상품들(diverse array of instruments)이 포함됨. 시가총액 규모가 가장 큰 암호자산인 비트코인(Bitcoin)은, 2008년 익명의 프로그래머 혹은 프로그래머들의 그룹에 의해 생성되었음. 개인이나 그룹들이 컴퓨터를 사용하여 암호학 기반의 퍼즐을 풀기 위한 경쟁을 벌이고, 승자들이 비트코인 트랜잭션들을 검증할 권리를 얻고 새로 생성되는 비트코인들을 받게 되는 과정 즉, 작업증명 방식의 “채굴”

1) [https://www.congress.gov/crs\\_external\\_products/L\\_SB/PDF/LSB11415/LSB11415.1.pdf](https://www.congress.gov/crs_external_products/L_SB/PDF/LSB11415/LSB11415.1.pdf)

(proof-of-work “mining”)을 통해 새로운 비트코인들이 생성됨.

\* [역주] 영미권에서는 ‘법적 효력을 갖는 문서(instrument)에 적시된 계약 관계’를 기반으로 금융성 상품이 설계되고, 권유·판매된다는 의미에서 ‘금융 상품’을 ‘financial instruments’로 표기하곤 함.

다른 암호자산들은 그 암호자산이 다양한 목적으로 사용될 새로운 블록체인 네트워크나 여타 생태계를 개발 하기 위해 그 암호자산 판매를 통해 조달하는 자금을 사용하겠다고 약속하는 특정의 주체나 집단(Identifiable entity or group)에 의해 생성되고 판매됨.<sup>2)</sup> 이처럼 새로 생성된 암호자산의 판매는 “최초 코인 권유”(ICOs)라고 부르며 많은 ICO의 경우 백서들이 수반되는데, 판매자는 이를 통해 자신이 암호자산의 가치를 높이기 위해 하게 될 제반 조치를 기술하고 암호자산 매수자들에게 돌아갈 수 있을 잠재적 수익을 내세우기도 함.

암호자산의 세 번째 주요 범주는, 미국 달러와 같은 준거 자산(reference asset)에 고정되는 안정적 가치 유지를 목표로 하는 스테이블코인들임. 많은 스테이블코인 발행자는 해당 스테이블코인 보유자들이 그 스테이블 코인을 준거 자산의 고정된 가액으로 상환 청구할 수 있도록(redeem for a fixed amount of the reference asset) 함으로써 페그 상태를 유지하려고 함. 보유자들의 상환 요청에 대응하기 위해, 발행자들은 그 스테이블 코인들을 뒷받침하는 준비자산(reserves) 보유를 유지함.

암호자산의 규제상 지위는 상당한 기간 동안 논쟁의 대상(point of contention)이 되어 왔음. 특히 중요한 이슈 하나는 연방법하에서 다양한 암호자산들이 “증권”(security)에 해당하는가임. 연방 증권 법규는 “증권”이라는 용어를 “투자계약”(investment contract)뿐만 아니라, 주식과 채권 같은 전통적인 금융 상품(traditional financial instruments)을 포함하는 것으로 정의하고 있는데, 투자계약은 “새롭고, 특이한, 혹은 비정형” 약정들 (“novel, uncommon, or irregular” arrangements)이 SEC의 관할권에 속하는지를 평가할 때 법원들이 사용했던 범주임. 1946년 연방대법원의 SEC v. W.J. Howey Co. 사건 판결에 따르면, 어떤 약정이 “투자계약”에 해당하려면 그 약정에 어떤 자가 타인들의 노력에서 나올 수익을 기대하고 어떤 공동사업에 금전을 투자하는 “계약, 거래 혹은 투자구조”(a contract, transaction or scheme)가 결부되어야 함. 특정 암호자산들이 증권 법령의 적용 대상이 되는지를 평가할 때 SEC와 연방 법원들은 일반적으로 하위 테스트(Howey test)를 사용해 왔음.

암호자산이 증권 법령의 적용 대상에 해당하는지 그 여부는 중요한 의미를 가짐. 면제 사유가 없는 한, 증권 발행자들은 반드시 그 모집(권유, offerings)을 SEC에 등록하고 그들의 재무 상태와 운영에 관한 정보를 공시 해야 하고, 증권 공모(public securities offerings) 발행자들은 정기적인 보고 의무(periodic reporting requirements)를 적용받기 때문이며, 투자중개업자(brokers), 거래소(exchanges), 청산기관(clearing agencies) 등 특정 증권 중개자들도 (면제 사유가 없는 한) 반드시 SEC에 등록하고 명시된 세부 규제 요건을 준수해야 하기 때문임.

때로는 증권이 아닌 암호자산들이 상품거래법(CEA)에 정의된 “상품”(commodities)에 해당하기도 함. 주로 파생상품시장(derivatives markets)을 규제하는 CFTC는 상품 현물 시장(commodity spot markets)에 대해 제한적인 관할권을 보유함. 상품거래법(CEA) 및 관련 CFTC 규정들은 상품의 주간(州間) 판매에서 사기(fraud)와 가격 조작(manipulation)을 금지함. 하지만, CFTC가 상품 현물 시장이나 그 시장에서 운영되는 중개업자들에 대해 광범위한 규제 권한을 갖고 있는 것은 아님.

2) 암호자산들의 블록체인 기술 활용 방식에 대한 개관은 다음 보고서를 참고:

CRS Report R47425, Cryptocurrency: Selected Policy Issues (2023), by Paul Tierno.

## 하위 테스트와 암호자산: 상세 분석 (A Closer Look)

하위 테스트는 형식보다 실질을 우선시함(prioritizes substance over form). 그 결과, 암호자산에 대한 하위 테스트 적용은 특정 상품과 거래를 둘러싼 제반 사실관계와 상황(facts and circumstances)에 따라 크게 달라질 수 있음. SEC는 비트코인을 증권으로 취급한 적이 없으나, 비트코인 매수자들은 수익을 창출하기 위한 타인의 기업가적 또는 경영상의 노력(entrepreneurial or managerial efforts of others to produce a profit)에 의존하지 않고 있다는 이유에서였음.

궁극적으로 개발될 블록체인 시스템 내에서 유용성(utility)을 갖도록 설계되고 있는 암호자산들 즉, “네트워크 토큰들”은 좀 더 미묘한 문제들을 제기함. 특정 상황에서는, 이런 암호자산 유형들의 초기 배포(initial distributions)가 증권 모집의 요소를 구성할 수도 있다(can constitute securities offerings)는 주장은 논란의 여지가 없어 보임. 많은 법원은 발행자들이, 토큰들이 사용될 기능적인 블록체인 네트워크들을 구축하려는 발행자들의 노력으로부터 나올 수익을 기대하도록 발행시장의 매수자들을 유도하였다<sup>3)</sup>는 이유로, 상당수가 그러한 결론을 내렸음. 또한, 저명한 크립토 옹호 그룹<sup>4)</sup>과 업계 관계자들도 일부 암호자산 초기 배포들은 하위 테스트에 따른 증권 거래(securities transactions)에 해당한다는 점을 인정하는 것으로 보임.

특정 상황에서는 네트워크 토큰들의 초기 배포가 증권 모집에 해당할 수 있다는 일반적인 합의가 존재 하긴 하지만, 그런 자산들에 관련된 여타 문제는 여전히 해결되지 않고 있음. 그 핵심 질문의 하나는, 특정 시점에선 증권법 적용 대상이던 어떤 암호자산이, 나중에 그 지위에서 벗어날 수 있는가임<sup>5)</sup>. 2018년에, 당시 SEC의 기업금융국 국장이었던 William Hinman은 이 가능성을 지지하였는데, 크립토 업계에서 그의 연설은 “Hinman speech”라고 알려진 바 있음.

많은 암호자산 배포들에는 암호자산의 가치를 증가시킬 활동에 관여하겠다는 중앙 주체(centralized entity)의 약속(commitments)이 수반되곤 하지만, 그러한 활동은 종료될 수도 있다(those activities may come to an end)는 것이, Hinman 전 국장의 이론이었음. 예를 들어, 발행자의 지속적인 개입 없이도 암호자산이 내재적 기능성(inherent functionality)을 갖게 되는 “탈중앙화된” 네트워크를 개발한 상황이라면, 해당 암호자산의 매수자들은 더 이상 그 발행자의 경영상 노력에 의존하지 않게 될 수도 있음. 결과적으로, 그러한 상황이 된다면, 비록 해당 암호 자산이 그와 연계된 네트워크가 생성되기 전에 증권의 특징을 포함하고 있었더라도, 더 이상 하위 테스트에 따른 증권을 표시하지 않게 될 수도 있다는 것임<sup>6)</sup>. Hinman은 이 논리를 적용하면서, 이더리움(Ether)은 비록 네트워크가 충분히 기능적이고 탈중앙화되기 전에 생성되고 판매된 것이었지만, 연설 당시 이더리움 네트워크의 탈중앙화 상태로 볼 때, 시가총액 규모가 두 번째로 컸던 이더리움은 증권이 아니라는 견해를 밝혔던 것임. Hinman은, “이더리움이 생성될 때 수반됐던 자금 조달(fundraising)은 별론으로 하면서”, 금융 상품의 증권법적 지위가 “고정적”(static)이라는 주장을 일축하였음.

3) “Issuers led primary-market purchasers to expect profits from the issuers’ efforts to create functional blockchain networks in which tokens could be used.”

4) Coin Center, 암호화폐에 대한 증권 규제 체계에 관한 2016/2018 Report 참조.

5) “Whether a crypto-asset that is subject to the securities laws at one point in time can later transition out of that status?”

6) “A crypto-asset may cease to represent a security, even if it did embody a security before the creation of the associated network.”

Hinman의 연설 이후, 크립토 규제 논의에서는 “탈중앙화”의 중요성(significance)과 의미(meaning)가 핵심적 지위를 차지하게 되었음. SEC의 실무진들은 2019년에, Hinman 연설에서 제시된 기본 개념들을 바탕으로 하위 테스트와 암호자산들에 관한 지침<sup>7)</sup>을 발표함. 해당 지침은 타인의 노력에 대한 암호자산 매수자들의 의존 여부를 판단하는 데 관련될 다양한 요소들(various factors)을 식별하였고, 여기에는 여러 기여 요소(considerations)<sup>8)</sup>가 포함되었으며, 이는 “이전에는 증권으로 판매되었던 어떤 [암호자산]이 이후의 권유나 판매에서(at the time of later offers and sales) 재평가되어야 하는지”에 영향을 줄 수도 있는 요소들이었음. 2019년 지침에서 식별된 요소들의 상당수는 암호자산에 관계되는 네트워크가 “탈중앙화”되었다고 간주되는 지점에 도달하였는지와 관련이 있었음.

\* [역주] 동 지침에서는 핵심적인 경영상 노력 등으로 기여하는 자들을 적극 행위자(AP, Active Participant)라 지칭했었음

2019년의 SEC 실무진 지침은 크립토 업계 일부를 만족시키진 못하였음<sup>8)</sup>. 지침이 긴 목록의 요소들을 식별해 제시했지만, 그 일부는 분석에 비공개 정보가 요구되는 것처럼 보이는 등, 시장 참여자들에게 많은 암호자산의 지위에 관하여 명확한 해답을 제공하지 못했다는 것이 공통의 불만이었음. 또한, 그 지침은 연계된 어떤 생태계의 “중앙화” 정도의 변동 상황을 관찰·추적하기 어렵다는 점에서 암호자산은 증권과 비-증권 지위 사이를 오갈 수도 있음을 암시하는 것으로 비칠 수도 있었기에, 크립토 거래소들 같은 중개자들의 규제 준수 과제를 제기할 소지도 있었음<sup>9)</sup>.

이런 우려가 지속되는 가운데, 일부 논평가들은 그 견해를 발전시켜, 암호자산들이 처음에는 증권 거래에서 판매되든 혹은 그 연계된 네트워크가 “중앙화” 또는 “탈중앙화”되어 있든지 관계없이, 암호자산들 대부분은 결코 하위 테스트에 따른 증권에 해당하지 않는다는 견해<sup>10)</sup>를 제시하기 시작하였음. 이 이론 옹호자들은 두 가지 근본적 주장에 근거하였음. 첫째, *Howey* 판례에 따르면, 금융 상품 발행자와 그 상품 보유자들 간에 법적 관계가 없다면 해당 상품은 “투자계약” 요건을 충족하지 못한다는 주장임<sup>11)</sup>. 둘째, 암호자산들을 유통·시장에서 매수한 자들은 어떤 암호자산 발행자와 그 어떤 법적 관계도 없다는 게 일반적이라는 견해임<sup>12)</sup>. 본 법률 정보 분석(Sidebar)에서는, *Howey* 테스트에 대한 그러한 이해를, “절대적 분리 이론”(absolute separation theory)이라고 부르는데, 그러한 논리는 다음을 시사함: (1) 암호자산들의 최초 배포는 해당 거래의 당사자들 간 계약 관계(contractual relationship)를 고려하면 증권 권유(securities offerings)로

7) U.S. SEC, *Framework for “Investment Contract” Analysis of Digital Assets*.

8) 132 Harvard Law Review 2418 (2019.6월) 참조.

9) “The guidance also appeared to imply that crypto-assets could oscillate between security and non-security status based on difficult-to-monitor changes in the “centralization” of an associated ecosystem, potentially raising compliance challenges for intermediaries like crypto exchanges.” Harvard Law School Forum on Corporate Governance, “*Why Cryptoassets Are Not Securities*”(2022.12.6.) 참조.

10) “Some commentators began to advance the view that most crypto-assets never qualify as securities under the *Howey* test, regardless of whether they are initially sold in securities transactions or whether an associated network is ‘centralized’ or ‘decentralized’.” 2025.2월, Lewis Rinaudo Cohen의 “양당의 디지털자산 관련 입법 체계 논의” 주제의 상원 은행위원회 청문 증언 참조.

11) “Under the *Howey* test, an instrument cannot qualify as an “investment contract” absent a legal relationship between the instrument’s issuer and holders of the instrument.”

12) “Secondary-market purchasers of crypto-assets typically do not have any legal relationship with a crypto-asset issuer.”

간주될 수 있지만, (2) 대부분 암호자산의 2차-시장 매매(secondary-market trading)는 SEC의 관할권을 벗어난다는 것임.

암호자산들에 *하위* 테스트를 적용한 판례를 살펴보면, 절대적 분리 이론에서 제기된 이슈들에 대해 한결같은 접근법(uniform approach)을 보여준 것은 아님. 뉴욕 남부 지방법원의 *SEC v. Ripple Labs* 사건 판결은 암호자산의 최초 배포와 유통-시장 매매를 상당히 강력하게 구분하는 것으로 읽힐 수 있고, 어느 정도 절대적 분리 이론을 지지하는 것일 수도 있었음. 하지만, 해당 판결의 다른 문언을 보면, 그러한 모든 거래가 증권 법령의 범위를 벗어난다는 일률적 규칙(categorical rule) 대신, 암호자산들의 유통-시장 거래들에 “투자계약”이 결부되는지를 분석할 때 구체적 사실관계를 살펴보는 접근법(fact-specific approach)을 지지하는 것처럼 보임. 따라서, *Ripple* 판결이 절대적 분리 이론에 미칠 영향은 여전히 불분명함. 여러 관련 사건이 심리되었던 뉴욕 남부 지방법원의 다른 판사들은 절대적 분리 이론을 *기각*했고<sup>13)</sup>, 판사 한 명은 *Ripple* 판결의 논리와 *명시적으로 다른 견해*를 취했음<sup>14)</sup>.

일반적으로 *준비금-담보형 스테이블코인들(reserve-backed stablecoins)*에는 위에서 다룬 여러 이슈가 적용되지 않는바, 그러한 스테이블코인들은 상환 요청에 항상 준비되도록 스테이블코인 준거자산에 대한 페그를 유지하려는 주체들에 의해 발행되기 때문임. 한때는, 그 보유자들에게 이자를 지급하지 않는 *스테이블코인들*이 *Howey* 테스트에 따라 증권으로 분류될 수 있는지를 두고 *논평가들이 토론*한 적이 있음. 미국 의회는 2025년 7월 *GENIUS Act*<sup>15)</sup>를 제정함으로써, 부분적으로 그 질문에 대한 해답을 제공하였음. *GENIUS Act*는 “지급결제용(payment) 스테이블코인” 발행자들에 적용할 상세한 규율 체계를 마련하였는바, *페이먼트 스테이블코인*이란 지급·결제 수단으로 사용되도록 설계되고 고정된 금전적 가치의 가액으로 상환될 수 있는 스테이블코인들임<sup>16)</sup>. *GENIUS Act*는 “허가받은(permitted) *페이먼트 스테이블코인 발행자들*”에 의해 발행된 *페이먼트 스테이블코인*을 증권이 아니라고 규정함<sup>17)</sup>. 동 법은 또한, 허가받은 *페이먼트 스테이블코인 발행자들*이 “오로지” *페이먼트 스테이블코인*의 “보유, 사용, 또는 보유 상태 유지와 관련하여” 이자를 지급하는 행위를 금지함<sup>18)</sup>.

## 트럼프 2기 행정부: SEC의 견해 변화와 시장-구조 입법(Market-Structure Legislation) 추진

트럼프 2기 행정부 하에서, SEC는 *넓게 보면* 바이든 행정부 시절에 취했던 접근법보다는 크립토 시장에 덜 개입하는 방향으로 여러 조치를 하고 있음. SEC는 2025년에, 전임 젠슬러 위원장 시절 크립토 업체들을 상대로 제기했던 *소송들을 취하*하였음<sup>19)</sup>. SEC는 또한, 크립토 시장에 명확성을 제공하며 “혁신을 촉진하고

13) Katherine Polk Failla 판사, *SEC v. Coinbase* 사건 판결문 54쪽 참조.

14) Jed S. Rakoff 판사, *SEC v. Terraform Labs & Do Hyeong Kwon* 사건 판결 197문단 참조.

15) 법률의 제목은 “미국 스테이블코인을 위한 국가적 혁신의 유도 및 확립에 관한 법률”(Guiding and Establishing National Innovation for U.S. Stablecoins Act)임.

16) “‘Payment stablecoins’ means stablecoins that are designed to be used as a means of payment or settlement and are redeemable for a fixed amount of monetary value.”

17) *GENIUS Act* 제17조.

18) “Prohibits permitted payment stablecoin issuers from paying interest ‘solely in connection with the holding, use, or retention of payment stablecoins.’ *GENIUS Act* 제4조(a)(11). 이자 지급 금지 규정 적용 대상에는 외국의 *페이먼트 스테이블코인 발행자*도 포함됨.

투자자들을 보호할 여러 실무적 정책 조치를 권고”하라는 목적의 **Crypto Task Force**도 출범시켰음. 크립토와 관련된 SEC 지도부의 공개 발언 기조도 변화하였음. 전임 কেন슬러 위원장은 암호자산 “대다수”(vast majority)가 SEC 관할권에 속할 가능성이 높다고 **주장했었지만**, 현재의 폴 앳킨스(Paul Atkins) 위원장은 SEC의 관할권에서 암호자산이 벗어나는 방식, 각기 다른 암호자산 유형들의 규제상 지위를 구체화하는 명확한 분류 체계(clear taxonomy)의 필요성, 암호자산-고유의 증권 법령 면제 규정(crypto-specific exemptions) 도입 가능성에 **집중하면서** 공개적 발언을 이어가고 있음.

이러한 상황 진전과 함께, 의회는 각기 다른 범주의 암호자산들 및 거래들에 대한 SEC와 CFTC의 관할권 명확화를 목표로 하는 크립토 시장-구조 입법을 **마련하는 과정**에 있음.

## SEC의 2026년 3월 지침 / March 2026 Guidance

위에 언급된 2019년 실무진 지침을 대체하는, SEC의 2026. 3월 지침에는 다음 내용이 포함됨.

- 암호자산 유형별로 증권 법령이 적용되는 방식에 대한 SEC의 견해를 개괄하는 **5대 범주 분류 체계 (five-category taxonomy)**;
- 그 자체로는 증권이 아닌 암호자산이 투자계약을 “적용받다가”(“subject to” an investment contract) 이후 그 계약에서 “분리”(“separate from” the contract)될 수 있는 상황에 대한 **논의**<sup>20</sup>. 이는 해당 암호자산이 결부되는 유통-시장 거래(매매)가 증권 법령의 적용 범위에 속하는지와 관련됨;
- 증권 법령이 특정 암호자산 활동(crypto-asset activities)에 적용되는 방식에 대한 **분석**.

## 암호자산 분류 체계 (Crypto-Asset Taxonomy)

2026년 지침은 digital commodities(디지털 상품), digital collectibles(디지털 수집품), digital tools(디지털 도구), stablecoins(스테이블코인), digital securities(디지털 증권) 등 다섯 가지 범주로 암호자산들을 **식별함**. 지침은 디지털 상품, 수집품, 도구들은 그 자체로는 증권이 아니지만, 증권인 투자계약을 적용받으면서(전체로) 권유 혹은 판매될 수도 있다<sup>21</sup>)고 **설명함**. 스테이블코인들은 그 특성들에 **따라서는** 증권이 될 수도 아닐 수도 있음. 디지털 증권들은 말 그대로 증권임. 동 지침은, 크립토 시장들의 역동성(dynamic nature)을 고려할 때, 이 다섯 범주 어느 하나에도 속하지 않는 암호자산이 있을 수 있고 한 개 이상의 범주에 속하는 암호자산도 있을 수 있다는 점을 **명확히 하고 있음**.

**디지털 상품**. 지침에서는 “**디지털 상품**”을 “기능적인 어떤 크립토 시스템의 프로그램적 운영에 본질적으로 연결되어 있고, 타인의 핵심적인 경영 노력에서 나올 수익에 대한 기대에서라기보다는, 그 프로

19) SEC의 2025.2.27., 3.27. 보도자료 참조. Mark Uyeda 위원장 대행 체제가 되면서, SEC는 Coinbase, Binance, Kraken에 제기했던 소송을 취하한 바 있음.

20) “**Discussion** of the circumstances in which a crypto-asset that is not itself a security can become ‘subject to’ an investment contract and later “separate from” that contract.”

21) “Digital commodities, digital collectibles, and digital tools are not themselves securities, but may be offered and sold subject to an investment contract, which is a security.”

그럼적 운영은 물론, 수요와 공급의 역학에서 가치가 유래하는” 암호자산<sup>22)</sup>이라고 적시함. 디지털 상품은 수동 수익(passive yield) 창출이 수반되거나 어떤 기업의 이익이나 자산에 대한 권리(rights) 부여 같은 “내재적인 경제적 특성(economic properties)이나 권리”를 갖지 않음<sup>23)</sup>. 동 지침은 해당 범주에 속하는 특정 암호자산들로 Bitcoin, Ether, XRP, Solana 등을 식별하는 한편, 디지털 상품들은 그 가치가 타인의 경영상 노력에서 유래하지 않는다는 이유로, 그것들 자체는 투자계약이 아니라고 설명하고 있음.

**디지털 수집품.** 지침에 따르면, “디지털 수집품”이란 “수집 및/또는 사용을 목적으로 설계되고, 예술품, 음원, 비디오, 트레이딩 카드, 게임 아이템을 표시하거나 그에 대한 권리를 부여하는, 혹은 인터넷 밈, 캐릭터, 진행 중인 이벤트나 트렌드에 대한 디지털 표시 또는 참조에 해당하는” 암호자산임<sup>24)</sup>. “밈 코인들”이 이 범주에 포함되는데, 이는 “예술, 오락, 사회관계, 문화적 목적”을 위해 취득되는 암호자산으로, 기능성이 없는 경우가 일반적임. 해석 지침은 디지털 수집품들의 가치가 타인의 경영 노력에 의존하지 않는다는 점을 적시하고 있는바, 이는 디지털 수집품들 그 자체는 투자계약들이 아님을 의미하는 것임.

**디지털 도구.** 지침에서는 “디지털 도구”란 “회원권, 표, 자격 증명, 권원 증서, 또는 신분증 같은 실제 기능을 수행하는” 암호자산<sup>25)</sup>이라고 설명함. 디지털 도구들의 가치는 그 개발자들의 경영 노력보다는 그것들의 기능적 유용성(functional utility)에 달려 있다는 이유로, 해석 지침에서는 디지털 도구들 그 자체는 투자계약이 아니라고 말하고 있음.

**스테이블코인.** “스테이블코인”을 “미국 달러와 같은 준거 자산에 비례하는 안정적 가치를 유지하도록 설계된” 암호자산이라 정의하고,<sup>26)</sup> 허가받은 발행자에 의해 발행되는 페이먼트 스테이블코인들은 GENIUS Act 시행일<sup>27)</sup> 이후에는 법률 시행에 따라 증권에 해당하지 않게 될 것이라고 적시함. 다른 스테이블코인들은 그 제반 사실관계와 상황에 따라서는 증권을 표시하게 될 수도 있음. 해석 지침에서는, GENIUS Act 시행일 전에는, SEC가 비-수익형(non-yielding) 성격의 특정 스테이블코인들은 증권이 아니라고 결론을 내렸던, 2025년 4월의 실무진 지침(staff guidance)에 명시된 견해를 계속 고수하게 될 것이라고도 설명하고 있음.

**디지털 증권.** 지침에 따르면, “디지털 증권”이란 주식과 채권 등 “증권”의 법적 정의에서 열거한 상품들의 토큰화된 버전 즉, 그러한 상품들이 블록체인이거나 다른 형태의 분산원장 기술 위에 기록되는 디지털 버전을

22) “Digital commodity” is a crypto-asset that is “intrinsically linked to and derives value from the programmatic operation of crypto system that is functional, as well as supply and demand dynamics, rather than from the expectation of profits from the essential managerial efforts of others.”

23) “Digital commodities do not have ‘intrinsic economic properties or rights,’ such as generating a passive yield or conveying rights to the profits or assets of a business enterprise.”

24) “Digital collectibles” is a crypto-asset that is ‘designed to be collected and/or used and may represent or convey rights to artwork, music, videos, trading cards, in-game items, or digital representations or references to internet memes, characters, current events, or trends, among other things.’

25) “A ‘digital tool’ is a crypto-asset that ‘performs a practical function, such as a membership, ticket, credential, title instrument, or identity badge.’”

26) The guidance defines “stablecoin” to mean a crypto-asset that is “designed to maintain a stable value relative to a reference asset like the U.S. dollar.”

27) 법 제정 후 18개월이 되는 날 또는 연방의 주된 스테이블코인 감독기관이 최종 시행 규정을 발표한 이후 120일이 되는 날 중 빠른 날.

말함<sup>28)</sup>. 디지털 증권은 증권들이 가진 경제적 특성들을 지니고 있으므로 증권이며, SEC 견해로는, 증권들을 블록체인 위에 기록하는 행위가 증권이라는 그 지위를 변경하는 것은 아니라고 설명하고 있음.

## 암호자산과 투자계약의 관계

해석 지침은 특정 범주의 암호자산들 자체는 증권이 아니라고 하면서도, 비-증권 암호자산들이 어떤 투자계약을 “적용받을 수” 있고, 그 기간 중 해당 자산의 유통-시장 판매는 증권 거래(securities transactions)라는 점도 명확히 함<sup>29)</sup>. 지침의 설명에 따르면, “매수자가 수익이 유래할 것이라고 합리적으로 기대하게 될 핵심적인 경영 노력을 떠맡겠다는 의사표시나 약속과 함께 금전을 어떤 공동사업에 투자하도록 유도함으로써 발행자가 이를 권유하고 있는 경우라면”, 그 비-증권 암호자산은 투자계약이 “적용될” 수 있다고 설명함<sup>30)</sup>. 지침에서는 매수자의 수익 기대가 “합리적”인지를 판단하는 요소들을 논의함. 여기에는 경영 노력에 관한 의사표시와 약속의 출처, 시점 및 구체성(source, timing, and specificity of the representation and promises)과 더불어, 그러한 의사표시와 약속이 소통되고 있는 채널(channels) 등의 요소가 포함됨.

지침에서는, 그렇다고 해서 투자계약에 “따라” 판매된 비-증권 암호자산이 반드시 영구적으로(in perpetuity) 그 지위를 유지하는 건 아니라고 서술함. 오히려, 지침에서는, 매수자들이 “핵심적인 경영 노력에 관여하겠다는 발행자의 의사표시나 약속이” 해당 자산에 “연결된 채 남아 있다고 더 이상 합리적으로 기대할 수 없게 되었을 때” 그러한 자산은 어떤 투자계약에서 “분리”된다고 명시하고 있음. 그러한 상황이라면, 해당 암호자산은 더 이상 연방 증권 법령의 적용을 받지 않게 됨<sup>31)</sup>. 지침에서는, 발행자가 “핵심적 경영 노력에 관여하겠다는 의사표시나 약속을 이행”한 때에는, 비록 발행자가 계속해서 그 자산에 관계되는 비-핵심적 노력(non-essential efforts)에 관여하고 있더라도, 해당 암호자산은 투자계약에서 “분리”될 수도 있다고 설명함. 또한, 발행자가 약속했던 경영 노력을 완성할 수 없다고 공개적으로 발표하는 경우나, 발행자가 그러한 노력을 완성하지 못할 것이 분명해지는 경우도, 해당 암호자산은 투자계약에서 “분리”될 수 있다고 말하고 있음. 지침에서는, 그러한 상황이라면, 발행자들은 그 기저의 프로젝트를 완성하지 못하고 실패한 것에 대해 중요한 거짓 기재나 기재 누락(material misstatements or omissions)에 따른 법적 책임을 지게 될 수도 있다는 점을 추가하고 있음.

## 암호자산 활동

해석 지침에서는 프로토콜 작동에 관계되는 채굴(protocol mining), 스테이킹(protocol staking), 암호자산들의

28) “Digital securities” are tokenized versions of instruments enumerated in the statutory definitions of “security,” such as stocks and bonds—i.e., digital versions of such instruments that are recorded on a blockchain or other form of distributed ledger technology.

29) The guidance clarifies that non-security crypto-assets can become “subject to” an investment contract, during which time secondary-market sales of those assets constitute securities transactions.

30) A non-security crypto-asset can become “subject to” an investment contract, the guidance explains, “when an issuer offers it by inducing an investment of money in a common enterprise with representations or promises to undertake essential managerial efforts from which a purchaser would reasonably expect to derive profits.”

31) The guidance indicates that such an asset “separates from” an investment contract when purchasers “could no longer reasonably expect the issuer’s representations or promises to engage in essential managerial efforts to remain connected to” the asset. In these circumstances, the crypto-asset is no longer subject to the federal securities laws.

“래핑”(“wrapping” of crypto-assets), 그리고 에어드롭 배포(airdrop disseminations)에 대한 연방 증권 법령 적용에 관한 SEC의 견해를 다루고 있음.

**프로토콜 마이닝**이란 복잡한 수학 문제를 풀기 위해 컴퓨터 사용이 결부되는 프로세스를 말하는데, 채굴자들은 그 과정을 통해 크립토 트랜잭션들을 검증하고 보상을 얻을 수 있음. 개인들은 혼자서 또는 다른 자들과 마이닝 “풀”(mining “pools”)에서 연산 자원을 결합함으로써 채굴에 관여할 수도 있음.

**프로토콜 스테이킹**은 크립토 트랜잭션들을 검증하고 보상을 얻을 기회를 얻기 위해 프로토콜에 암호 자산들을 걸어두는 행위가 결부됨. 스테이킹은 다양한 형태를 띠 수도 있는데, 예컨대, 단독(solo) 스테이킹이나 제3의 보관·관리 수탁자(third-party custodian)가 결부되는 스테이킹도 있음.

암호자산의 래핑은 어떤 보관·관리 수탁자나 컴퓨터 프로그램에 해당 암호자산을 예치하는(depositing) 행위가 결부되는데, 이를 통해 다른 네트워크에서 작동하게 되는 또 다른 암호자산이 생성되고 그 예치됐던 암호자산으로 상환받을 수 있음.

**에어드롭**은 어떤 암호자산 발행자가 아무런 혹은 명목상의 대가 없이(for no or nominal consideration) 그 자산을 배포하는 방식으로, 발행자들은 새로운 암호자산에 관심을 조성하거나, 암호자산 초기 사용자들을 보상하기 위해, 또는 기타 여러 이유로 에어드롭을 수행할 수도 있음.

해석 지침에서는, 만약 특정 조건들을 충족한다면, 프로토콜 마이닝 약정(arrangements), 프로토콜 스테이킹 약정, 비-증권 암호자산들을 위한 크립토 “래핑” 서비스 권유(offering of crypto “wrapping” services)와 에어드롭 등의 행위는 증권 거래(securities transactions)에 해당하지 않는다고 명확히 하고 있음.

## 의회가 관심을 둘 쟁점들

SEC의 해석 지침에서 주목할 만한 점은 SEC가 법 원칙의 하나로(as a statement of existing law)로 절대적 분리 이론을 받아들이지 않고 있다는 것임. 지침에서는, 비-증권 암호자산이더라도 만약 매수자들이 발행자의 핵심적인 경영 노력을 합리적으로 기대하는 상황이 계속된다면 투자계약을 “적용받는” 상태가 계속된다는 결론을 내리고 있는바, 동 지침은 절대적 분리 이론가들에 의해 발전된 유통-시장 매매에 관한 핵심 주장과 일치하지 않는 것으로 보임. 일부 논평가들은 이러한 상황 전개에 놀라워하면서, “현재의 SEC 입장이라고 인식됐던 바에서 상당히 벗어나는 것(meaningful departure)”이라고 동 지침의 특성을 평가하기도 하였음<sup>32)</sup>

해석 지침의 두 번째 주목할 만한 특징은 암호자산의 유통-시장 매매가 증권 법령 적용 대상인지를 분석할 때 핵심 개념으로 “탈중앙화”를 강조했던 2019년 실무진 지침에서 벗어나고 있는 것임. 대신에, 이번 지침은 발행자의 의사표시와 약속에 초점을 두고 있음. “탈중앙화”에 관련된 그 어떤 약속(any commitments related to “decentralization”)이 발행자의 의사표시와 약속에 포함되지 않고 있는 경우라면,

32) CAHILLNXT의 Crypto Update (2026.3.24.) 3쪽 하단 참조.

[역주] CAHILLNXT 자료에서는 이번 분석 체계는, 암호자산 대부분이 그 자체는 증권이 아니며, 대부분의 암호자산 거래는 (자금을 조달하는 특정 투자계약 거래가 아니면) 증권 거래가 아니라고 봤던 기존의 SEC 입장으로 인식되던 견해에서 상당히 벗어난다고 표현. 이번 해석은 주로 어떤 소통이, 어떤 채널을 통해, 어느 시점에 이루어졌는지를 조사하는 방향으로 선회했고, 발행자가 이전에 했던 의사표시나 약속이 이행되지 않았다면 비-증권 암호자산의 2차-시장 활동은 여전히 모든 연방 증권 규제를 적용받을 수 있다는 개념을 제시하는 것이라고 보았음.

SEC의 새로운 적용 체계는 암호자산이 유통-시장 규제를 회피하는 더 쉬운 경로에 해당할 수도 있음.

SEC는, 의회가 SEC의 암호자산 관할권을 명확히 하려는 입법을 **고려하고 있는** 와중에 이번 해석 지침을 발표하였음. 하원은 2025년 7월에, **디지털자산 시장 규제 명확성 법안(H.R. 3633)**<sup>33)</sup>을 통과시켰는바, 동 법안은 크립토 시장에 대한 규제를 포괄적으로 재편하려는 것이었음. 상원 은행위원회는 2026년 1월에, 그 이전 법안에 대해 의견 수렴을 거쳐 은행위원회 차원의 **시장-구조 법안(draft market-structure bill)**을 공개한 바 있음. (Lummis 상원 의원을 인용한 **보도**에 따르면, 상원 은행위원회는 2026년 4월에 하원을 통과한 법안 혹은 수정된 시장-구조 법안에 대한 심의(markup)를 진행할 수도 있다고 했었음.

H.R. 3633 법안과 상원 은행위원회 초안은 여러 차이가 있고, 용어 사용도 뚜렷이 구별되지만, 두 법안 **모두** 암호자산의 특정 발행자들이 그 기저의 투자계약을 증권으로 등록하지 않고서도 (특정 조건과 규모 한도를 전제로) 발행-시장 판매에 관여할 수 있게 **허용**한다는 내용을 포함하고 있음<sup>34)</sup>. 이 면제 조항을 활용하게 될 발행자들은, SEC가 관장하게 될, 그들의 **최초 권유(모집)**에 관한 **맞춤형 공시 요건(tailored disclosure requirements)**과 **계속 보고 요건(ongoing reporting requirements)**을 준수하게 될 것임. 발행자가 SEC에 특정 **인증(certain certifications)**을 제출한 후 정해진 기간까지, 계속 보고 요건은 **계속될** 것임. H.R. 3633 법안에 따르면, 해당 인증은 암호자산에 관계되는 블록체인 시스템의 “**성숙도(maturity)**”와 관련됨. 그러한 인증을 제출한 후, 성숙한 블록체인 시스템에 관계되는 “**중요한 지속적 노력(material ongoing efforts)**”에 관여하는 발행자들은 그 시스템 내에서 자신의 역할에 관계되는 **더 좁은 범위(narrower)**의 공시 요건을 준수하게 됨. 상원 은행위원회 초안에서는, 해당 인증이 암호자산에 관계되는 발행자의 **지속적 노력**에 관련됨.

두 법안 모두, 적용 범위에 속하는 암호자산들의 유통-시장 거래는 증권 거래가 아니라고 **규정할** 것이므로, 결과적으로 그러한 암호자산들에 대해 절대적 분리 이론을 법문화하게 될 것임. 법안들은 크립토 유통-시장에 대한 SEC 관할권을 축소하는 한편, H.R. 3633 및 상원 농업위원회가 발표한 **수정 법안**은 그러한 시장 및 해당 시장 부문의 특정 중개업자들에 대한 새로운 규제 권한을 CFTC에 부여하는 내용을 포함하고 있음.

저자 정보: Jay B. Sykes (Legislative Attorney)

#### 면책 조항:

본 문건은 미국 의회의 입법조사처(Congressional Research Service, CRS)에서 작성하였음. CRS는 의회의 여러 위원회와 의원들에 대해 비당파적으로 공유되는 보좌진 기능을 수행함. CRS는 오로지 의회의 요청과 지시에 따라 운영됨. CRS 보고서 내의 정보는 CRS의 기관 역할과 관련하여 의회의 구성원들에게 제공된 정보에 대한 일반의 이해라는 목적 외에는 근거로 사용될 수 없음. CRS 보고서들은 미국 정부의 저작물로서, 미국 내에서 저작권 보호의 대상이 아님. CRS 보고서 일체는 CRS의 허가 없이도 그 전체를 복제하거나 배포할 수 있음. 다만, CRS 보고서에는 제3자의 저작권 이미지나 자료가 포함될 수 있으므로, 저작권 있는 자료를 복사하거나 다른 용도로 사용하려면 해당 저작권 보유자의 허락을 받아야 함.

33) H.R. 3633, the Digital Asset Market Clarity Act.

34) H.R. 3633 and the Senate Banking Committee draft **both** would **allow** issuers of certain crypto-assets to engage in primary-market sales (subject to certain conditions and size limits) without registering underlying investment contracts as securities.

## V. SEC의 암호자산에 대한 증권법 적용 해석 지침 번역본<sup>1)</sup>

### SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (미국 증권거래위원회)

17 CFR Parts 231 and 241 (연방규정집 - 1933년 증권법 & 1934년 증권거래법과 규정 관련 해석)  
[CFR(연방규정집) 배포 번호: 33-11412; 34-105020; 파일 번호: S7-2026-09] RIN 3235-AN56

### COMMODITY FUTURES TRADING COMMISSION (미국 상품선물거래위원회)

17 CFR Part 1 RIN 3038-AF67 (연방규정집 - 상품거래법 및 규정 관련 해석)

특정 암호자산 유형과 암호자산이 결부되는 특정 거래에 대한 연방 증권법 적용

Application of the Federal Securities Laws to Certain Types of Crypto Assets and Certain Transactions Involving Crypto Assets

관련기관: 증권거래위원회 (SEC); 상품선물거래위원회 (CFTC)

조치 유형: 최종 규칙 (Final rule); 해석 (Interpretation); 지침 (Guidance)

**요약:** 증권거래위원회(이하 “위원회” 또는 “SEC”)는 특정 유형의 암호자산과 암호자산들이 결부되는 특정 거래에 대한 연방 증권법 적용에 관한 해석을 공표하는 바임. 본 배포 문건에서 언급되는 “우리” (“we”, “our”)라는 표현은 위원회를 말함. 상품선물거래위원회(CFTC)도 이를 통해 그 해석과 관계되는 지침을 제공하는 바임.

※ SEC가 모든 암호자산을 ‘투자계약’이라는 포괄적 틀에 가두려 했던 과거의 방식에서 벗어나, 암호자산의 유형(types of crypto assets)과 암호자산이 결부되는 거래(transactions involving crypto assets)라는 맥락을 분리해 판단하겠다는 정교한 접근법을 취하는 해석 지침을 발표하면서, 이번 지침이 SEC와 CFTC 양 기관의 ‘공동 지침’(joint guidance)이라는 점을 강조하기 위해 CFTC를 명시하고 있습니다. 이는 암호 자산이 증권 법령(1933년 증권법, 1934년 증권거래법 및 관련 제규정)과 상품거래법(CEA) 간의 회색지대에 머물지 않게 하고, 상황에 따라 하나의 자산이 ‘증권’(security)과 ‘상품’(commodity)을 오고 가며 발생할 규제 공백이나 중복 규제를 차단하겠다는 의지를 반영하는 것으로 볼 수 있고; 이번 조치는 최종 해석 규칙/지침으로써, 본건 배포 자료는 법령 제정이 아니라 기존 법령에 대한 해석이고, 새로운 입법 없이 법 집행 기준의 즉각적 변경이자, 즉시 적용되는 ‘실무 지침’이라는 구속력이 있다고 밝히고 있습니다.

**날짜: Effective Date(발효일):** [연방관보에 발표되는 날 삽입].

**주소:** 관련 의견은 아래의 방법으로 제출될 수 있음:

**전자적 제출 (Electronic Comments):**

- 위원회의 인터넷 의견제출 서식 이용 (<https://www.sec.gov/comments/s7-2026-09/application-federal-securities-laws-certain-types-crypto-assets-certain-transactions-involving>); 또는
- 다음으로 이메일 제출 (rule-comments@sec.gov). 이메일 제목 줄에 파일 번호(S7-2026-09) 표기

1) 해석 지침의 원문은 미국 SEC 보도자료(2026.3.17.)에 첨부된 자료 참조:  
<https://www.sec.gov/files/rules/interp/2026/33-11412.pdf>

**서면 제출 (Paper Comments):**

- 다음 수신인과 주소로 의견을 서면으로 제출 (Vanessa A. Countryman, Secretary, Securities and Exchange Commission, 100 F Street NE, Washington, DC 20549-1090).

모든 제출은 파일 번호(S7-2026-09)를 표기하시기 바람. 이메일 방법으로 제출할 경우, 이 파일 번호는 제목 줄에 표시되어야 함. 위원회의 효율적인 처리와 검토를 위해, 의견은 하나의 방식으로만 제출해 주기 바람. 제출되는 모든 의견은 위원회의 다음 웹사이트에 게시할 예정임(<https://www.sec.gov/comments/s7-2026-09/application-federal-securities-laws-certain-types-crypto-assets-certain-transactions-involving>). 제출문에 개인 식별 정보가 포함되지 않도록 하시고; 공개되길 원하는 정보만 제출하셔야 함. 위원회는 터무니없거나 저작권 보호의 대상이 되는 제출 자료는 공개에서 일부 삭제하거나 전부를 공개하지 않을 수도 있음.

추가 정보를 위한 연락처: SEC: Andrew Schoeffler, Office of Chief Counsel(법무실), at (202) 551-3500, Division of Corporation Finance(기업금융국), Securities and Exchange Commission, 100 F Street NE, Washington, DC 20549; CFTC: Mark Fajfar, Senior Assistant General Counsel, Office of the General Counsel(법무실), at (202) 418-6636, Commodity Futures Trading Commission, Three Lafayette Centre, 1155 21st Street, NW, Washington, DC 20581.

**보충 정보 (SUPPLEMENTARY INFORMATION):**

**《 목차 / Table of Contents 》**

<b>I. INTRODUCTION</b> .....	<b>50</b>
<b>II. DEFINITION OF “SECURITY”</b> .....	<b>54</b>
<b>III. CLASSIFICATION OF CRYPTO ASSETS</b> .....	<b>56</b>
A. Digital Commodities .....	57
B. Digital Collectibles .....	59
C. Digital Tools .....	62
D. Stablecoins .....	63
E. Digital Securities .....	64
<b>IV. CRYPTO ASSETS THAT ARE SUBJECT TO AN INVESTMENT CONTRACT</b> .....	<b>65</b>
A. How Crypto Assets Become Subject to an Investment Contract .....	65
B. Separation of a Non-Security Crypto Asset from the Issuer’s Representations or Promises .....	68
1. Fulfillment of the Issuer’s Representations or Promises .....	68
2. Failure to Satisfy Issuer’s Representations or Promises .....	69
3. Application of the Interpretation .....	70
<b>V. FEDERAL SECURITIES LAWS STATUS OF THE CRYPTO ASSET ACTIVITIES KNOWN AS “PROTOCOL MINING” AND “PROTOCOL STAKING”</b> .....	<b>71</b>
A. Protocol Mining .....	72
1. Protocol Mining Activities Generally .....	72
2. Covered Protocol Mining Activities .....	73
3. Interpretation Regarding Protocol Mining Activities .....	74

B. Protocol Staking .....	75
1. Protocol Staking Activities Generally .....	75
2. Covered Protocol Staking Activities .....	79
3. Interpretation Regarding Protocol Staking Activities .....	80
4. Interpretation Regarding Staking Receipt Tokens .....	82
<b>VI. FEDERAL SECURITIES LAWS STATUS OF THE CRYPTO ASSET ACTIVITY KNOWN AS “WRAPPING” .....</b>	<b>84</b>
<b>VII. APPLICATION OF THE HOWEY TEST TO CERTAIN CRYPTO ASSET DISSEMINATION KNOWN AS “AIRDROPS” .....</b>	<b>86</b>
A. Airdrops Generally .....	86
B. Covered Airdrops .....	87
C. Interpretation Regarding Airdrops .....	87
<b>VIII. OTHER MATTERS .....</b>	<b>89</b>
<b>IX. COMMISSION ECONOMIC CONSIDERATIONS .....</b>	<b>90</b>

## I. 서론 / INTRODUCTION

위원회는 암호자산(crypto assets)<sup>1)</sup> 부문에 관여하면서 관련 업무를 수행해 온 지 10년이 넘었음<sup>2)</sup>. 2017년에 위원회는, “The DAO”라는 비법인 조직의 암호자산 권유와 판매를 두고 1934년 증권거래법 (Securities Exchange Act of 1934, 이하 “증권거래법(Exchange Act)”) 제21조(a)<sup>3)</sup>에 따른 보고서를 발표한 바 있음<sup>4)</sup>. 위원회는 이 ‘The DAO Report’를 통해 무엇보다도, The DAO에 의해 발행된 암호자산들은 투자계약으로 권유(모집)되고 판매되었으며, 따라서, 1933년 증권법(Securities Act of 1933, 이하 “증권법”) 제2조(a)(1)<sup>5)</sup> 및 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934, 이하 “증권거래법”) 제3조(a)(10)<sup>6)</sup>에 따른 증권(securities)에 해당한다고 결정한 바 있었음. 위원회는 그 결정에 있어, “Howey test”를 적용하였는바, 이는 미국 연방대법원이 어떤 계약, 거래, 혹은 투자구조(a contract, transaction, or scheme)가 투자계약인지 따라서 증권인지를 판단하기 위해 사용했던 기준임<sup>7)</sup>. The DAO Report 발간 이후 수년간,

- 1) 본 문건의 목적상 용어의 뜻을 정의하면 다음과 같음: “**암호자산**”(crypto asset)이란 암호학적으로 보안이 유지되는 분산원장에 기록되는 가치의 디지털 표시 일체(any representation of value that is recorded on a cryptographically secured distributed ledger)를; “**크립토 네트워크**”(crypto network)란 블록체인 혹은 이와 유사한 분산원장 기술 네트워크(blockchain or similar distributed ledger technology network)를; “**크립토 애플리케이션**”(crypto application)이란 어떤 크립토 네트워크상에서 구동되는 소프트웨어 애플리케이션(a software application running on a crypto network)을 말함. 우리는 크립토 네트워크와 크립토 애플리케이션을 본 문건에서 “**크립토 시스템**”(crypto systems)이라 통칭함. 한편, 이 문건의 목적상 “**온체인**”(onchain)이란 크립토 네트워크에서 직접 처리되고 기록되는 트랜잭션들 혹은 데이터를 지칭하며; “**오프체인**”(offchain)이란 크립토 네트워크 외부에서 처리되고 기록되는 트랜잭션들 혹은 데이터를 지칭함. 앞의 “암호자산”에 관한 정의는 **GENIUS Act** (the Guiding and Establishing National Innovation for U.S. Stablecoins Act, Pub. L. No. 119-27, 139 Stat. 419 (2025)) 제2조(6)에 있는 “**디지털자산**”(Digital Asset)의 정의와 같은 것임.
- 2) 예컨대, 암호자산 상장지수상품의 권유와 판매(offer and sale of a crypto asset exchange-traded product)를 위한 최초의 등록 신고서(Registration Statement)가 위원회에 제출된 시점은 2013년이었음. 2013.7.1. 위원회에 제출된 Form S-1 등록 신고서 참조, available at <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1579346/000119312513279830/d562329ds1.htm>.
- 3) 미국 통합법전 제15편 78a조 이하 (15 U.S.C. 78a et seq.).
- 4) “The DAO Report”는 다음 보고서를 말함: *Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO*, Release No. 34-81207 (July 25, 2017).
- 5) 미국 통합법전 제15편 77a 조 이하 (15 U.S.C. 77a et seq.).
- 6) The DAO Report 11-15쪽 참조.
- 7) “Howey” 판례는 다음 판결 참조: *SEC v. W.J. Howey Co.*, 328 U.S. 293 (1946). Howey test는 투자계약을 (1) 타인의 노력으로부터 나올 수익을 기대하고, (2) 어떤 공동사업에, (3) 금전을 투자하는 행위가 결부되는 어떤 계약, 거래, 혹은 투자구조라고 정의하고 있음(우리 어순에 맞게 조정: 원문은 “an investment contract as a contract, transaction, or scheme involving (1) an investment of money, (2) in a common enterprise, (3) with an expectation of profits derived from the efforts of others”임). 법원들은 “하위 테스트에는 ‘어떤 공동사업’을 비롯한 세 가지 요소(three elements)가 들어 있다”는 결론을 내려왔음. 예컨대, 다음 판결 참조: *SEC v. Barry*, 146 F.4th 1242, 1251 (9th Cir. 2025); accord *SEC v. Scoville*, 913 F.3d 1204, 1220 (10th Cir. 2019) (“하위 테스트를 분해하면 “공동사업”이라는 요건이 포함되는 “세 가지 요건”으로 구성되어 있다). 위원회가 2004년 *Barkate* 사건(*In re Barkate*, Release No. 34-49542, 2004 WL 762434, at \*3 n.13 (Apr. 8, 2004))과 관련하여 밝혔던 견해, 또는 그밖에 위원회나 그 실무진이 이전에 발표한 성명에서 위원회는 공동성(commonality)을 하위 테스트에 따른 “투자계약”의 요건으로 보지는 않는다고 시사했지만, *Barkate* 사건 이후 법원들의 판결(post-Barkate decisions)을 바탕으로, 위원회는 그 ‘공동사업’이라는 요소가 반드시 충족되어야 한다는 결론을 내리게 되었고 그 점을 명확히 해오고 있음.

위원회는 대부분은 법 집행 조치라는 맥락에서, 암호자산들이 투자계약으로, 따라서 증권으로 권유되고 판매되었는지를 판단하기 위해 *하위* 테스트를 적용해 왔음. 이러한 기간 중 SEC의 위원 일부와 다른 논평가들은 위원회가 암호자산들을 대하는 접근법을 두고 우려를 표명하였음. 일부는 위원회가 암호자산 혁신과 기업이 정신을 수용하는 맞춤형 규율 체계를 개발하기보다는, 연방 증권 법령 위반 혐의를 들어 암호자산 발행자들을 상대로 여러 법 집행 조치를 추구하는 데에만 집중했다고 지적하면서, 그러한 접근 방식을 “법 집행에 의한 규제(regulation by enforcement)”라고 묘사하였음.<sup>8)</sup>

사람들이나 집단이 크립토 시스템들에 대해 가질 수 있는 지배력의 정도(degree of control)가 각기 다르고, 암호자산 유형들도 각기 다른 특성, 용도와 기능성을 가지면서 다양하며, 암호자산과 크립토 시스템들의 성질도 진화하고 있다는 점을 고려할 때, 암호자산과 암호자산이 결부되는 거래에 *하위* 테스트를 적용하는 문제는 상당한 과제가 아닐 수 없음. 암호자산들에 고유한 그러한 속성으로 인해, *하위* 테스트를 암호자산과 암호자산이 결부되는 거래에 대해, 특히 암호자산이 결부되는 2차-시장 거래(secondary market transactions)에 적용하는 문제를 두고 시장 참여자, 금융 규제 당국자, 법원들 사이에서 다양한 견해가 촉발되었음. 그 결과, 시장 참여자들은 어떤 상황에서 위원회가 암호자산을 증권으로 규정하게 되는지, 어떤 상황에서 암호자산이 결부되는 거래를 증권 거래(securities transactions)로 규정하게 되는지 명확한 지침을 내려 달라고 위원회에 요청해 왔었음.<sup>9)</sup>

마크 우에다(Mark T. Uyeda) 위원장 대행은 2025년 1월 21일, 암호자산 시장에 대한 연방 증권 법령 적용에 관한 명확성을 좀 더 높여주기 위해 **크립토 특별반(Crypto Task Force)**를 설치하였음.<sup>10)</sup> 크립토 TF의 주된 목표는 무엇보다도, 규제의 경계선을 명확히 긋고, 증권과 비-증권을 적절하게 분별 하며, 맞춤형 공시 체계를 마련하고, 연방 증권 법령을 적용받는 암호자산 권유와 중개자들을 위한 현실적인 등록 경로(realistic paths to registration)를 제공하는 한편, 투자자들이 정보에 입각한 투자 결정을 내리는 데 필요한 정보를 확보할 수 있게 하려는 위원회의 노력을 지원하는 것임.<sup>11)</sup> 이러한 목적에서, 크립토 TF는 2025년 3월 21일 증권 지위를 두고 **“지금까지의 경과 및 벗어날 방안 - 증권 지위를 정의할**

8) *예컨대*, 헤스터 피어스 위원, 마크 우에다 위원의 다음과 같은 연설을 참조: Commissioner Hester M. Peirce, *Outdated: Remarks before the Digital Assets at Duke Conference* (Jan. 20, 2023), available at [https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/peirce-remarks-duke-conference-012023#\\_ftn35](https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/peirce-remarks-duke-conference-012023#_ftn35); Commissioner Mark T. Uyeda, *Remarks at the “SEC Speaks” Conference 2022*, available at <https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/uyeda-speech-sec-speaks-090922>; Commissioner Mark T. Uyeda, *Remarks at the “SEC Speaks” Conference 2025*, available at <https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/uyeda-remarks-sec-speaks-051925>.

9) *예컨대*, SEC에 코인베이스, a2z, SIFMA(증권산업/금융시장협회)가 제출한 다음 서신들을 참조: **Coinbase, Petition for Rulemaking - Digital Asset Securities Regulation** (July 21, 2022), available at <https://www.sec.gov/rules/petitions/2022/petn4-789.pdf>; **Letter from Robinhood Markets, Inc.** (Mar. 13, 2025), available at <https://www.sec.gov/files/ctf-input-robinhood-2025-03-13.pdf>; **Letter from Andreessen Horowitz** (Mar. 13, 2025), available at <https://api.a16zcrypto.com/wp-content/uploads/2025/03/a16z-Crypto-SEC-RFI-Questions-1-through-6-March-13-2025.pdf>; **Letter from Coinbase Global, Inc.** (Mar. 19, 2025), available at <https://www.sec.gov/files/ctf-input-grewal-2025-3-19.pdf>; **Letter from SIFMA and SIFMA AMG** (May 9, 2025), available at <https://www.sifma.org/wp-content/uploads/2025/05/SIFMA-SEC-Crypto-RFI-Initial-Response-May-2025.pdf>.

10) *다음은 참조*: U.S. Securities and Exchange Commission, Crypto Task Force, available at <https://www.sec.gov/about/crypto-task-force>.

11) *Id.*

필요성”(How We Got Here and How We Get Out - Defining Security Status)이라는 주제로 열렸던 원탁회의를 비롯해, 일련의 원탁회의(round-tables)를 주최해 왔음.<sup>12)</sup> 크립토 TF는 시민사회의 구성원들(members of the public)로부터도 서면 의견을 요청해 받았고<sup>13)</sup>, 여러 번 이들을 상대로 회의도 개최해 왔음<sup>14)</sup>. 현재까지 크립토 TF는 300건 이상의 서면을 제출받았으며, 이는 발행자, 개인 및 기관 투자자, 로펌과 법률 전문가, 회계법인과 회계감사 전문가, 학계, 업계와 투자자 협회 및 단체, 투자회사와 자문회사, 시장 중개업자, 서비스 제공자, 네트워크 재단, 외국 업체, 기타 암호자산 시장 참여자들, 그리고 여타 시민사회 구성원들이 제출한 것이었음.<sup>15)</sup>

2025년 7월에는, 대통령 직속의 디지털자산 시장 실무그룹(President’s Working Group on Digital Asset Markets)이 “디지털 금융 기술 부문의 미국 리더십 강화”(Strengthening American Leadership in Digital Financial Technology)라는 제목의 보고서를 발표하였음. 이 보고서는 무엇보다도, 암호자산 분류 체계(taxonomy for crypto assets)의 필요성을 역설하고, 암호자산 시장에 관련되는 다수의 규제 개혁 권고안을 제시하였음.<sup>16)</sup> 보고서는 특히, “SEC와 CFTC는 블록체인-기반 혁신이 미합중국 내에서 최상의 상태로 유지될 수 있도록 충분한 규제 명확성을 제공하기 위해 기존에 가진 권한을 사용해야 할 것”이라고 권고하였음.<sup>17)</sup> 해당 보고서 발표와 연계하여, 폴 앳킨스(Paul S. Atkins) 위원장은 “프로젝트 크립토(Project Crypto)”를 출범시켰는바, 이는 미국의 금융 시장이 온체인으로 이동할 수 있게 해야 한다는 대통령 직속 실무그룹의 권고에 따라 위원회 차원에서 연방 증권 법령에 따라 제정된 제반 규칙과 규정을 현대화하려는 대책이었음.<sup>18)</sup> 폴 앳킨스 위원장은 무엇보다도, 실무진에게 “어떤 암호자산이 증권인지 혹은 투자계약이 적용되는 대상인지를 판단하는 데 시장 참여자들이 사용할 수 있는 명확한 지침을 개발해 달라”고 지시하였음.<sup>19)</sup> 나아가, 2026년 1월 29일, 앳킨스 위원장과 CFTC의 마이클 셸릭 위원장은, 기존에 SEC가 주도했던 프로젝트 크립토는 앞으로 암호자산 시장에 대한 연방 차원의 감독을 조화시키려는 SEC와 CFTC의 공동 노력(joint effort)으로 추진될 것이라고 발표하였음.<sup>20)</sup>

12) 예컨대, SEC의 크립토 TF 원탁회의 자료 참조: U.S. Securities and Exchange Commission, Crypto Task Force Roundtables, available at <https://www.sec.gov/about/crypto-task-force/crypto-task-force-roundtables>.

13) 예컨대, SEC에 제출된 서면 의견 자료 참조: U.S. Securities and Exchange Commission, Crypto Task Force Written Input, available at <https://www.sec.gov/about/crypto-task-force/crypto-task-force-written-input>.

14) 예컨대, SEC가 개최한 회의자료 참조: U.S. Securities and Exchange Commission, Crypto Task Force Meetings, available at <https://www.sec.gov/about/crypto-task-force/crypto-task-force-meetings>.

15) 위의 각주 13 참조.

16) 트럼프 대통령의 행정명령 제14178호에 따라 제출된 “PWG Report”는 다음 보고서 참조: *Strengthening American Leadership in Digital Financial Technology* (July 30, 2025), available at <https://www.whitehouse.gov/wp-content/uploads/2025/07/Digital-Assets-Report-EO14178.pdf>.

17) 위의 보고서 54쪽.

18) 폴 앳킨스 위원장의 다음 연설 참조: Chairman Paul S. Atkins, *American Leadership in the Digital Finance Revolution* (July 31, 2025), available at <https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/atkins-digital-finance-revolution-073125>.

19) *Id.*

20) 폴 앳킨스 SEC 위원장과 마이클 셸릭 CFTC 위원장의 다음 연설 참조: Chairman Paul S. Atkins, Opening Remarks at Joint SEC-CFTC Harmonization Event - Project Crypto (Jan. 29, 2026), available at <https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/atkins-remarks-joint-sec-cftc-harmonization-event-project-crypto-012926>;

2025년 이전 암호자산들에 대한 위원회의 접근 방식에 대해 제기된 우려들, 2025년부터 시작된 규제 환경의 변화, 그리고 크립토 TF에 제출된 시민사회의 의견을 고려하여, 위원회는 연방 증권 법령 하에서 암호자산에 대한 위원회의 취급 방식에 대해 좀 더 명확성을 제공하려는 노력의 일부로, 이번 문건을 통해 암호자산과 암호자산이 결부되는 거래에 적용될 “증권”의 정의에 관한 해석(interpretation of the definition of “security”)을 발표하기로 하였음. 먼저, 우리는 “투자계약”이라는 용어를 비롯해, 연방 증권 법령에 근거한 “증권”의 정의를 논의한 다음, 암호자산들을 그 특성, 용도 및 기능성을 바탕으로 몇 개 범주로 분류하고, 각 범주를 “증권”의 정의에 비추어 분석할 것임. 또한, 그 자체로는 증권이 아닌, “비-증권 암호자산(non-security crypto asset)”이 어떻게 투자계약 적용 대상이 될 수 있는지, 어떻게 투자계약의 적용에서 벗어날 수 있는지를 다룰 것임. 나아가, “프로토콜 채굴(protocol mining)”, “프로토콜 스테이킹(protocol staking)”, “래핑(wrapping)”이라는 암호자산 관련 활동이 연방 증권 법령상 어떤 지위를 갖는지도 논의할 것임. 마지막으로, “에어드롭(airdrops)”이라는 암호자산의 특정 배포 방식에 *하위* 테스트를 적용하는 문제를 다루게 될 것임.

본 문건에 포함되는 해석은 구속력 있는 법적 선례인 *하위* 테스트를 대신하거나 대체하는 게 아님. 이번 해석은 그보다는, (크립토 TF의 원탁회의, 서면 제출된 견해 및 회의 등) 지금까지 이 주제를 두고 위원회와 실무진이 접수한 광범위한 피드백을 바탕으로, *하위* 테스트의 특정 요소들이 암호자산과 암호자산들이 결부되는 거래에 어떻게 적용되는지에 대한 위원회의 견해를 전달하는 것임.<sup>21)</sup> 위원회와 실무진은 법 집행 조치 측면을 포함하여, 연방 증권 법령을 본 해석 지침과 일관되게 운영해 나갈 것임. 본 해석 지침은 연방 증권 법령하에서 암호자산을 취급하는 더욱 명확한 규율 체계를 개발하려는 위원회 차원의 첫걸음에 해당함.<sup>22)</sup>

나아가, 상품선물거래위원회(CFTC)는 본 문건을 통해 CFTC와 그 실무진이 상품거래법(CEA)<sup>23)</sup>을 이번 해석 지침과 일관되게 운영해 나갈 것이며<sup>24)</sup>, 특정 비-증권 암호자산이 상품거래법에 따른 “상품”의 정의(definition of “commodity”)를 충족할 수 있다는 지침을 제공하고 있음.<sup>25)</sup>

본 문건에 포함된 해석은 암호자산 시장들의 전형적인 거래 특성과 구조적 특성 그리고 암호자산들의 전형적인 특성, 용도와 기능 등에 대해 위원회가 현재 이해하고 있는 점을 토대로 하는 것임. 우리는 본 발표 문건에서 다루는 주제들에 대한 위원회의 지속적인 검토에 도움이 될 정보가 제공될 수 있게,

---

Chairman Michael S. Selig, *The Next Phase of Project Crypto: Unleashing Innovation for the New Frontier of Finance* (Jan. 29, 2026), available at <https://www.cftc.gov/PressRoom/SpeechesTestimony/opaselig1>.

21) 본 해석은 2019.4월 발표된, 위원회 실무진의 다음 성명을 대체하는 것임: Commission staff’s *Framework for “Investment Contract” Analysis of Digital Assets* (Apr. 3, 2019), available at <https://www.sec.gov/corpfin/framework-investment-contract-analysis-digital-assets>.

22) *예컨대*, SEC가 2025년 봄에 발표한 규제 완화 조치 자료 참조: U.S. Securities and Exchange Commission, *Spring 2025 Unified Agenda of Regulatory and Deregulatory Actions*, available at [https://www.reginfo.gov/public/do/eAgendaMain?operation=OPERATION\\_GET\\_AGENCY\\_RULE\\_LIST&currentPub=true&agencyCode=&showStage=active&agencyCd=3235](https://www.reginfo.gov/public/do/eAgendaMain?operation=OPERATION_GET_AGENCY_RULE_LIST&currentPub=true&agencyCode=&showStage=active&agencyCd=3235).

23) 미국 통합법전 제7편 제1절 이하 (7 U.S.C. 1 *et seq.*).

24) 본 문건의 어떠한 내용도 SEC나 CFTC가 가진 법령상의 권한을 변경하는 것으로 해석되지 않아야 함.

25) *아래의* 각주 48 참조.

본 지침에 포함된 암호자산과 암호자산 거래에 대한 설명을 비롯하여 본 해석에서 제시된 견해들에 대한 시민사회의 논평을 수렴하고자 함. 위원회는 제출되는 피드백을 바탕으로, 연방 증권 법령하에서 위원회의 암호자산 취급에 관한 명확성을 더욱 높이기 위해 해석을 다듬고, 수정하거나 확대할 수도 있음.

## II. “증권”의 정의 / DEFINITION OF “SECURITY”

의회는, 연방 증권 법령의 범위를 설정하는 데 있어, “하나의 투자물로 판매될 수도 있는 사실상 모든 상품을 포섭하는 데 충분한, 폭넓은 ‘증권’의 정의(broad definition of ‘security’)를 제정”하였음.<sup>26)</sup> 이 “증권”의 정의에는 “주식”(stock), “채권”(bond), “어음”(note) 등 “통상적으로 투기나 투자를 위해 매매된다고 알려진 문서들”을 열거한 목록(enumerated list)이 포함되지만, “투자계약(investment contract)”, “수익-공유 약정의 지분이나 참여 증서(certificate of interest or participation in a profit-sharing agreement)”, 그밖에 “통상적으로 증권이라고 알려진 지분이나 상품(any interest or instrument commonly known as a security)” 등 “좀 더 가변성을 가진” 상품(instruments “of a more variable character”)도 포함되고 있음.<sup>27)</sup> 아울러, “증권”의 정의에는 “증권”의 정의에 열거된 금융 상품 어느 하나에 대한 “예탁증서(receipt), 보증서(guarantee), 또는 그에 대해 청약하거나 매수할 인수권(warrant or right to subscribe to or purchase)” 일체가 포함됨.<sup>28)</sup>

연방대법원은 “제반 증권 거래는 경제성을 띠는바(economic in character), 의회는 이들 법규의 적용이 어떤 거래에 붙여진 명칭(name appended thereto)이 아니라, 그 거래의 기저에 있는 경제적 실질(economic realities)에 맞춰지도록 의도한 것이다”라고 말하였음.<sup>29)</sup> 대법원은 “‘증권’이라는 단어의 의미와 범위를 탐색해 가는 데 있어, 형식은 무시되고 실질이 고려되어야 하며, 경제적 실질에 방점을 두어야 한다”고 판시하였음.<sup>30)</sup> 그렇지만, “증권”의 정의에 경계가 없는 것은 아님: “의회가, 증권 법규들을 제정할 때, 연방 차원에서 모든 사기 행위에 대해 광범위한 구제 수단(a broad federal remedy for all fraud)을 제공하려고 의도했던 것은 아님”.<sup>31)</sup> 한편으로는, 증권 법령이 “상거래 세계에서 보통 그리고 통상적으로 증권들이라고 간주되는 상품들(instruments)”을 포괄하고 있긴 하나, 모든 상품이 “‘증권’이라는 용어가 사용될 때 떠오르는 유형의 상품”인 건 아니며, 모든 상품이 “통상적인 증권 개념”(ordinary concept of a security)에 속하는 것도 아님.<sup>32)</sup> 중요한 점은, 사용(use)이나 소비(consumption)를 위해 매수되는

26) 다음 판결 참조: *SEC v. Edwards*, 540 U.S. 389, 393 (2004). “증권”의 정의는 증권법 제2조(a)(1)[15 U.S.C. 77b(a)(1)] 및 증권거래법 제3조(a)(10) [15 U.S.C. 78c(a)(10)]에서 정한 바와 “그 의미에 있어서는 본질적으로 같다”(essentially identical in meaning)고 판결. *Id.* (*Reves v. Ernst & Young*, 494 U.S. 56, 61 n.1 (1990) 인용).

27) 연방대법원 *하위* 사건 판결 297쪽 (*Howey*, 328 U.S. at 297).

28) 미국 통합법전 해당 조문 참조 (15 U.S.C. 77b(a)(1)).

29) 다음 사건 판결 참조: *United Housing Foundation, Inc. v. Forman*, 421 U.S. 837, 849 (1975). “왜냐하면 의회가 이들 법규의 적용을 그에 붙여진 이름(the name appended thereto)이 아니라 어떤 거래의 기저에 있는 경제적 실질(economic realities)에 두도록 의도했던 바와 같이 증권 거래들은 경제적 성질(economic in nature)을 갖기 때문이다.”

30) “in searching for the meaning and scope of the word ‘security’ . . . , form should be disregarded for substance and the emphasis should be on economic reality.” *Id.*

31) *Marine Bank v. Weaver*, 455 U.S. 551, 556 (1982).

품목들(items)에 대해서는 일반적으로 연방 증권 법령이 적용되지 않는다는 것이며,<sup>33)</sup> 그것이 물리적 형태이든 디지털 형태이든 관계가 없음.

어떤 상품이 증권인지를 판별하기 위한 보편적인 테스트는 존재하지 않음.<sup>34)</sup> 그 대신, 그 상품이 “증권”의 정의에 열거된 금융 상품 중 어느 하나를 구성하는지 분석되어야 함. “증권”의 정의에 열거된 금융 상품들은 일반적으로 법령이나 위원회 규칙에 정의되어 있지 않지만<sup>35)</sup>, 그중 상당수를 연방대법원과 다른 연방 법원들은 경제적 실질을 바탕으로 해석해 왔음. 예를 들어, 연방대법원은 “어음”(note)<sup>36)</sup>이나 “주식”(stock)<sup>37)</sup>이라고 예시된 어떤 상품이 연방 증권 법령의 목적상 증권인지를 판단하기 위한 기준들을 정립한 바 있음.

“증권”의 정의는 “명백하고 아주 흔한” 상품들(“obvious and commonplace” instruments)로만 국한되지 않음.<sup>38)</sup> “새로운, 흔하지 않은, 또는 비정형적인 방식(novel, uncommon, or irregular device)”이 결부된 사례에서, 법원들은 자주 그 상품이 “투자계약”에 해당하는지를 평가하곤 하지만, 그 용어는 법령이나 위원회 규칙에 정의되지 않고 있음.<sup>39)</sup> 위원회와 연방 법원들은 전형적으로 투자계약 분석에 근거해서 암호자산과 암호자산 거래의 증권 지위(security status)를 평가해 왔음.<sup>40)</sup>

*Howey* 사건에서 연방대법원은, “투자계약”이라는 용어는 “수익에 관한 약속을 바탕으로 타인의 금전을 사용하고자 하는 자들이 고안해 내는 무수히 많고 다변화될 수 있는 투자구조(countless and variable schemes)에 대응해 적용될 수 있게” 의도된 것으로 보는 방식으로 그 용어를 정의하였음.<sup>41)</sup>

32) *Id.* at 559.

33) *Forman*, 421 U.S. at 852-53 (“매수자가 그 매수한 품목을 사용하거나 소비할 의도에서 매수하게 되었다면— 즉, *Howey* 사건 법원이 말한 것처럼 ‘그 토지를 점유하고 스스로 개발하려고’ 했던 경우와 같다면— 증권 법령은 적용되지 않는다.” (*Howey* 판결, 328 U.S. at 300 인용).

34) Louis Loss (late), Joel Seligman & Troy Paredes, *Securities Regulation* 3.A.1 (6th and 7th eds., 2025 Cum. Supp. 2018-2023) (“증권의 법적 정의에 포함된 개별 금융 상품 유형은, 별도의 분석 개념을 동원하는, 별개의 분석(separate analysis)이 필요한 것임. 그 용어에 대한 보편적이고 일률적인 기준은 없음(There is no universal or generic test of the term).”

35) “증권 선물”(security futures)과 “증권-기반 스왑”(security-based swap) 같은 특정 금융 상품들은 법령과 위원회가 정한 규칙과 규정에서 “증권”의 정의에 규정되어 있음. 예컨대, 15 U.S.C. 78c(a)(55) 및 (68) 참조.

36) 예컨대, *Reves*, 494 U.S. at 60-61 참조 (모든 어음은 추정컨대 증권인바(presumptively securities), *Reves* 측의 네 가지 요소 분석(four-factor analysis)에서 그 어음은 어떤 투자계약에서가 아니라 상거래나 소비라는 맥락에서 인도된 것임을 시사한다고 볼 때 그 추정은 반박될 수 있다(that presumption rebuttable)고 함).

37) 다음의 판결 참조: *Landreth Timber Co. v. Landreth*, 471 U.S. 681, 686 (1985) (“주식(stock)”의 전형적 특징은 “(i) 수익에 비례해서 달라질 수 있는 배당을 받을 권리(right to receive dividends contingent upon an apportionment of profits); (ii) 협상 가능성(negotiability); (iii) 담보나 재담보 능력(ability to be pledged or hypothecated); (iv) 소유하는 지분 수량에 비례해 부여되는 의결권(conferring of voting rights in proportion to the number of shares owned); (v) 가치 평가 대상(capacity to appreciate in value)”이라고 판시).

38) *SEC v. C.M. Joiner Leasing Corp.*, 320 U.S. 344, 351 (1943).

39) *Id.*

40) 예컨대 다음 자료를 참조: The DAO Report: *SEC v. Telegram Grp. Inc.*, 448 F. Supp. 3d 352 (S.D.N.Y. 2020).

41) 다음을 참조: *Howey*, 328 U.S. at 299. 연방대법원은 “수익을 약속하면서 타인의 금전을 사용하려는 자들이 고안해 내는 무수히 많고 가변적인 투자구조에 맞춰 적용될 수 있도록(capable of adaptation to meet the countless

하위 테스트에 따르면, “투자계약”이라는 용어는 어떤 자가 공동 사업에 금전을 투자하면서 수익이 타인의 노력으로부터 유래할 거라고 합리적으로 기대하게 되는 계약, 거래, 혹은 투자구조 일체(any contract, transaction, or scheme whereby a person invests money in a common enterprise and reasonably expects profits to be derived from the efforts of others)를 의미함.<sup>42)</sup> “하위 테스트 (Howey test)”라고 알려진<sup>43)</sup> 이 정의가 의도하는 바는, “투자계약을 마케팅하는 자들이 좀 더 확정적인 정의(more determinate definition)로는 포섭되지 않을 새로운 상품을 창안해 냄으로써 연방 증권법의 적용 범위를 회피해 갈 수 없게 하고자 SEC와 법원에 충분한 유연성(sufficient flexibility)을 부여하기 위한 것이었음.<sup>44)</sup> 연방대법원이 1946년에 *Howey* 판결을 내린 이래, 연방의 법원들은 매우 광범위한 유형의 계약, 거래, 투자구조들에 대해 하위 테스트를 적용해 왔음.<sup>45)</sup>

### III. 암호자산의 분류 / CLASSIFICATION OF CRYPTO ASSETS

사실상 모든 유형의 증권, 물품(good), 서비스, 권리, 혹은 지분(interest)은 암호자산이라는 디지털 형태(digital format)로 표시될 수 있음. 암호자산 개발자는 무엇보다도, 앞으로 생성될 암호자산 단위들의 총 수량, 해당 암호자산의 배포에 필요한 척도, 해당 암호자산의 기능성(혹은 그러한 기능성의 제외)을 결정할 수 있음. 개발자는 암호자산들을 대체-가능한 단위(fungible units)로 혹은 대체-불가능한 단위(보통 “대체-불가 토큰”(non-fungible tokens, NFTs)이라 알려짐)로<sup>46)</sup> 생성할 수 있음. 이처럼 암호자산들은

and variable schemes)” 의도되고 있는 방식으로 “투자계약”이라는 용어를 정의.

42) *Howey* 사건 판결 298-99쪽 참조. 다음도 참조: *예컨대, SEC v. v. Glenn W. Turner Enterprises, Inc.*, 474 F.2d 476, 482 (9th Cir. 1973) 판결에서는, 하위 테스트 중 “타인의 노력”(efforts of others)이라는 요건은 “그 투자자가 아닌 다른 자들에 의해 수행되는 제반 노력이 부정할 수 없을 정도로 중요한 것이고(undeniably significant ones), 그러한 핵심적인 경영 노력(essential managerial efforts)이 그 사업의 성패에 영향을 줄” 때 충족된다고 보았음. 연방 법원들은 행정적이고 보조적인 행위(administrative and ministerial activities)는 하위 테스트 중 “타인의 노력”이라는 요건을 충족하는 “경영상의 노력”이 아니라고 판결함. *예컨대*, 다음의 판결 참조: *First Fin. Fed. Sav. & Loan v. E.F. Hutton Mortgage*, 834 F.2d 685 (8th Cir. 1987) (수행된 행위들은 그 성질이 단지 행정적이고 보조적이므로 타인의 경영 노력을 구성하지 아니한다); *Union Planters National Bank of Memphis v. Commercial Credit Business Loans, Inc.*, 651 F.2d 1174 (6th Cir. 1981) (행정적인 성질의 과업과 서비스들은 하위 테스트에 따른 경영성이 없다고 판시); *Donovan v. GMO-Z.com Tr. Co., Inc.*, 779 F. Supp. 3d 372, 388 (S.D.N.Y. 2025) (“보조적인(ministerial), 기술적인(technical), 사무적인(clerical) 과업은 종종 어떤 투자구조가 작동하는 데 ‘필요하긴’ 하지만, 법원들은 오랫동안 그러한 노력은 하위 테스트 중 세 번째 요건이 되기에는 충분치 않다고 판단”해 왔다고 판시). 우리는 본 문건에서, 하위 테스트 중 “타인의 노력”이라는 요건을 충족하는 경영 노력을 “핵심적인 경영 노력”(essential managerial efforts)이라고 지칭함.

43) 위의 각주 7 참조.

44) 다음 판결: *Reves*, 494 U.S. at 63 n.2.

45) 위에 언급된 바와 같이, “증권”의 정의에는 “어떤 수익-공유 약정의 지분이나 참여 증서”도 포함됨. 이 “어떤 수익-공유 약정의 지분이나 참여 증서”라는 용어에 “투자계약”보다 더 넓은 의미가 있는 것은 아님. 다음 판결 참조: *Int’l Brotherhood of Teamsters v. Daniel*, 439 U.S. 551, 558 n.11 (1979) (“그 어떤 수익-공유 약정의 ... 지분 증서”는 “증권법에서 어떤 ‘투자계약’보다 더 넓은 의미가 있는 것은 아니다”라고 판시). 따라서, 투자계약이 아닌 금융 상품은 그 어떤 수익-공유 약정의 지분이나 참여 증서가 될 수 없음. 그러나, 반드시 그런 건 아니지만, “투자계약”에 해당하는 어떤 상품이 “그 어떤 수익-공유 약정의 지분이나 참여 증서”가 될 수도 있음. *예컨대*, 다음 판결 참조: *Tcherepnin v. Knight*, 389 U.S. 332, 336 (1967).

46) NFT는 독특한 디지털 식별자(unique digital identifier)를 가져 서로-교환될 수 없는 암호자산임. NFT들은 독특한 암호자산이라 복제될 수 없음. 반면, 대체-가능한(fungible) 암호자산들은 서로-교환될 수 있고, 이는 곧 이것들이 또 다른 것과 같고 동등한 가치를 지니며 다른 것으로 대체될 수 있음을 뜻함.

다양한 특성, 용도와 기능들을 지닌 광범위한 상품들을 포괄함. 우리는 본 문건의 목적상, 암호자산들을 그 특성, 용도와 기능들을 토대로 다섯 가지 범주로 분류하고자 함: (i) 디지털 상품(digital commodities), (ii) 디지털 수집품(digital collectibles), (iii) 디지털 수단(digital tools), (iv) 스테이블코인(stablecoins), (v) 디지털 증권(digital securities)이 그것임.

아래에서 상세히 기술하겠지만 디지털 상품, 디지털 수집품, 디지털 수단들은 그 자체로는 증권이 아님. 하지만, 증권이 아닌 그 어떤 자산의 경우처럼, 비-증권(non-security) 암호자산은 증권의 하나인 “투자계약”을 전제로 권유되고 판매될 수 있음.<sup>47)</sup> 아래에서 좀 더 기술하겠지만, 스테이블코인들은 그 특성에 따라서는 증권에 해당할 수도 해당하지 않을 수도 있는 폭넓은 범주의 암호자산들임. 아래에서 기술하는 바와 같이, 디지털 증권은 증권임. 암호자산들의 다양한 변형과 그 기반 기술이 포함되는, 끊임 없이 진화하는 암호자산 시장의 성질을 고려할 때, 이 다섯 범주 어느 하나에도 속하지 않는 암호자산이 있을 수도 있고, 하나 이상의 범주에 걸치는 절충형 특성을 갖는 암호자산도 존재할 수 있음.

#### A. 디지털 상품들 / Digital Commodities<sup>48)</sup>

디지털 상품(digital commodity)은 타인의 핵심적인 경영 노력으로부터 나올 수익에 대한 기대<sup>49)</sup> 보다는, “기능적(functional)”인 어떤 크립토 시스템의 프로그램적 운영<sup>50)</sup>에 내재적으로 연결되어 있고 그 가치가 그 프로그램적 운영은 물론, 수요-공급의 역학에서 유래하는 암호자산을 말함. 디지털 상품은 수동 수익(passive yield)을 발생시키거나, 어떤 기업체나 여타 주체, 약속자, 혹은 채무자의 미래 수입, 이익, 자산에 대한 권리를 부여하는 등의, 내재적인 경제적 특성이나 권리를 갖지는 않지만, (아래에서 논의 되는 바와 같은) 특성의 다른 권리는 가질 수 있음. 디지털 상품들을 예시하면 앵토스(APT), 아발란체(AVAX), 비트코인(BTC), 비트코인 캐시(BCH), 카르다노(ADA), 체인링크(LINK), 도지코인(DOGE), 이더리움(ETH), 헤데라(HBAR), 라이트코인(LTC), 폴카닷(DOT), 시바이누(SHIB), 솔라나(SOL), 스텔라(XLM), 테조스(XTZ), 그리고 리플(XRP)을 들 수 있음.<sup>51)</sup>

47) *아래의* 섹션 IV 참조. 비-증권 암호자산이 어떤 투자계약의 적용을 받는다는 사실(the fact that a non-security crypto asset is subject to an investment)이 그 비-증권 암호자산 자체를 어떤 증권으로 변모시키는 건 아님.

48) 이 문건의 목적상 우리는, “상품”(commodity)이라는 용어를 경제적 그리고 상업적 의미에서 사용함 (즉, 대체 가능하고, 유용성을 가지며, 공급과 수요에 의해 그 가치가 결정되는 자산임). 다만, GENIUS Act 제2조에 그 용어가 정의된 바와 같은, “허가받은 페이먼트 스테이블코인 발행인에 의해 발행된 페이먼트 스테이블코인”에 해당하지 않는, 그 어떤 비-증권 암호자산도 상품거래법(CEA)에 규정된 “상품”(commodity)의 정의를 충족할 수도 있음. 상품거래법 조문은 다음을 참조: 7 U.S.C. 1a(9).

49) 디지털 상품은 어떤 탈중앙화된 크립토 시스템에 고유한(native) 것일 수도 있음. 본 문건의 목적상, 만약 어떤 크립토 시스템이 해당 시스템에 대한 운영적, 경제적, 혹은 의결에 관한 통제권(operational, economic, or voting control)을 가진 특정 개인, 주체, 혹은 개인이나 주체들의 집단이 없이 자율적으로 기능하고 운영된다면, 그 크립토 시스템은 “탈중앙화”된 것으로 봄.

50) 본 문건의 목적상, 만약 어떤 크립토 시스템의 고유한 암호자산이 그 시스템의 프로그램적 유용성(programmatic utility)에 따라 그 시스템에서 사용될 수 있다면 해당 시스템은 “기능적”(functional)인 것으로 봄. 암호자산이라는 맥락에서 “고유한”이라는 용어는 특정 크립토 시스템에서 사용을 위해 생성된 암호자산을 뜻함.

51) 위원회는 본 문건 발표일 현재 우리가 이해하고 있는 제반 특성, 조건, 기능들을 토대로, 위에 열거된 암호자산 각각은 어떤 기능적인 크립토 시스템에 내재적으로 연결되어 있고 그 가치가 타인의 핵심적인 경영 노력으로부터 나올 수익에 대한 기대보다는, 수요와 공급이라는 역학 관계뿐 아니라 그 기능적인 크립토 시스템의 프로그램적 운영에서 유래한다는 점에서 이들 각 암호자산은 디지털 상품이라는 결론에 이르렀음. 본 문건 발표일 현재, 이들

디지털 상품은 그 연계된 기능적인 크립토 시스템에 참여하거나 시스템의 특정 부분을 사용하는 데 필요함. 디지털 상품의 프로그램화된 목적은 그 연계된 기능적인 크립토 시스템상에서 일어나는 트랜잭션들의 검증(validation), 순서 배열(ordering), 확정(confirmation)을 촉진하고 장려하며, 그 연계된 기능적 크립토 시스템의 기능 작동 및/또는 보안을 유지하는 메커니즘 기능을 하도록 하고, 네트워크 효과를 촉진하기 위한 것임.<sup>52)</sup> 따라서, 디지털 상품은 그 연계된 기능적인 크립토 시스템의 운영에 있어 필수적 요소임. 예를 들면, 디지털 상품은 전형적으로 그 연계된 기능적인 크립토 시스템과 관련해 그 보유자들에게 기술적인 특정 권리들을 부여하는데, 보유자들이 해당 시스템에 고유한 디지털 상품을 스테이킹(혹은 락-업) 함으로써 시스템의 합의 메커니즘에 참여할 수 있게 하는 게 대표적임.<sup>53)</sup> 또한, 디지털 상품은 그 연계된 기능적인 크립토 시스템과 관련하여 보유자들에게 특정의 거버넌스 권리도 부여할 수 있음. 일반적으로 그러한 “거버넌스 토큰”은 보유자들이 소프트웨어 업그레이드나 재무적 지출과 같은, 특정의 기술적 사안이나 거버넌스 사안을 두고 투표할 수 있게 해줌. 나아가, 기능적인 크립토 시스템은 그 사용자들에게 거래 수수료(혹은 “가스비(gas fees)”)를 해당 시스템 고유의 디지털 상품으로 내라고 요구할 수도 있음. 전형적으로 그러한 가스비는, 해당 프로토콜에 의해 새로 생성되는 디지털 상품 단위들과 함께, 그 연계된 기능적 크립토 시스템에 대한 참여와 사용을 보상하는 유인 기제로 사용됨.

이 문건에 기술된 바와 같이, 디지털 상품 그 자체는 증권에 수반되는 경제적 특성을 갖지는 않으므로 증권이 아님. 무엇보다도, 디지털 상품이 “증권”의 정의에 열거된 금융 상품들 어느 하나를 구성하지 않는 이유는, 그것이 투자계약을 비롯한 그러한 상품들 가운데 어느 하나의 디지털 변환 형태(digitized form)를 나타내는 게 아니기 때문임. 일반적인 상품들(commodities)과 마찬가지로, 디지털 상품은 그 가치가 해당 상품을 사용해 생산되거나 접근될 수 있는 재화와 서비스뿐만 아니라 공급과 수요라는 역학

각각의 디지털 상품은 모두 CFTC의 규제 감독을 받으며 운영되는 지정계약시장(designated contract market, DCM)에서 매매할 수 있는 선물계약(futures contract)의 기초 자산이기도 함. 분명히 하자면, 어떤 암호자산이 디지털 상품으로 되기 위해 반드시 그러한 선물계약의 기초 자산이어야 할 필요는 없지만, 이들 디지털 상품이 그러한 선물계약의 기초 자산이라는 사실은 본 문건의 예시로 선정된 배경이기도 함. 예를 들면, 본 문건 발표일 시점에서 그 각각의 특성, 조건, 기능들에 견주어 보면, 알고랜드(ALGO)와 라이브러리 크레딧(LBRY Credits, LBC)은 선물계약의 기초 자산은 아니지만, 이것들은 기능적인 크립토 시스템에 내재적으로 연결되어 있으며 그 가치가 타인의 핵심적인 경영 노력으로부터 나올 수익에 대한 기대보다는, 수요와 공급이라는 역학 관계뿐 아니라 그 기능적인 크립토 시스템의 프로그램적 운영에서 유래한다는 점에서 디지털 상품에 해당함.

52) 본 발표 문건의 목적상, “네트워크 효과”(network effects)란 어떤 크립토 시스템에 더 많은 사용자가 참여하며 상호작용하게 됨에 따라 해당 크립토 시스템의 가치, 용도, 보안성이 증가하게 되는 현상을 말함.

[역주] 이번 해석에서는 “네트워크 효과”를 디지털 상품들의 “증권성”이 아닌 “상품성”을 반증하는 논거로 사용하고 있음. 이는 곧 디지털 상품에 해당하는 암호자산의 가치 상승이 “그 발행인의 경영 능력” 때문이 아니라, “사용자 참여 확대에 따른 시스템 자체의 효용 증가” 때문이라는 점을 명확히 하는 근거가 되고, “네트워크 효과”는 *하위* 테스트에서 말하는 “타인의 노력”을 대체할 수 있는 부분임. *하위* 테스트에서는 수익 기대의 근거가 “특정 발행인의 경영상 노력”에 있다고 보지만, 디지털 상품은 그 가치 상승의 원인을 “사용자 집단의 참여 확대”라는 “네트워크 효과”로 봄으로써, 가치 상승이 특정 관리 주체의 노력이 아닌 참여자 전체의 상호작용에서 비롯되는 것이라는 점을 시사함. 또한, “네트워크 효과”에는 가치와, 보안성 증가라는 상관관계도 언급되는데, 사용자가 많아질수록 PoW 네트워크의 해시-레이트 상승이나 PoS 네트워크의 스테이킹 분산으로 이어져 보안성이 높아지고, 그 결과 시스템의 신뢰도와 가치가 올라가는 것이 블록체인의 고유한 특성이며, 이를 “네트워크 효과”로 봄으로써, 디지털 상품인 암호자산의 가격 상승을 증권법상의 “수익 기대”가 아닌 “상품의 효용 증가”로 해석할 수 있는 길을 여는 것으로 볼 수 있음.

53) “스테이킹”(staking)과 “합의 메커니즘”(consensus mechanism)에 대해서는 *아래의* 섹션 V을 참조.

관계에서 유래하는 내재적 가치(intrinsic value)를 가짐. 어떤 기능적인 크립토 시스템을 이용하는 사용자들은 해당 시스템의 제반 속성 및 기능성과 상호-작용하기 위해 그 시스템에 고유한 디지털 상품을 사용하게 됨. 기능적인 크립토 시스템은 그 사용자들 사이에서 자발적인 협력과 조정을 보상하는 경제적인 메커니즘을 구현함. 사용자들은 시스템의 경제적 메커니즘 설계를 바탕으로 그 기능적인 크립토 시스템에 참여하도록 권장되고, 개발자들에게는 기능적인 크립토 시스템을 위해 사용자들을 성공적으로 유인할 크립토 애플리케이션들을 구축할 동기가 부여됨. 기능적인 크립토 시스템에는 참여를 감독하거나 사용자들에 대한 보상을 분배하는 중앙 당사자(central party)<sup>54</sup>가 존재하지 않음. 결과적으로, 어떤 디지털 상품의 가치는 그 연계된 기능적인 크립토 시스템의 프로그램적 기능 작동에 내재적으로 연결되어 있음. 따라서, 디지털 상품이 기능적인 크립토 시스템에 연계되어 있음을 고려할 때, 매수자는 타인의 핵심적인 경영상 노력을 바탕으로 수익을 합리적으로 기대하지는 않을 것임.

## B. 디지털 수집품 / Digital Collectibles

디지털 수집품은 수집 및/또는 사용을 목적으로 설계된 암호자산이며, 무엇보다도, 예술품, 음원, 영상, 트레이딩 카드, 게임 내 아이템들, 또는 인터넷 밈, 캐릭터, 진행 중인 이벤트, 혹은 트렌트에 대한 디지털 표창이나 참조에 대한 권리를 표시하거나 부여할 수도 있음. 디지털 수집품은 수동 수익을 발생시키거나, 어떤 기업체나 주체, 약속자, 채무자의 미래 수입, 이익, 혹은 자산에 대한 권리를 부여하는 등의 내재적인 경제적 특성이나 권리를 갖지 않음. 이 문건 발표 시점에서 그 특성, 조건, 기능들을 토대로, 현재 시장에서 접할 수 있는 디지털 수집품들을 예시하면, 크립토펙크(CryptoPunks)<sup>55</sup>, 크로미 스퀴글(Chromie Squiggles)<sup>56</sup>, 팬 토큰(Fan Tokens)<sup>57</sup>, 도그위햇(WIF)<sup>58</sup>, 브이코인(VCOIN)<sup>59</sup> 등이 있음.

디지털 수집품들은, 실물 수집품(physical collectibles)과 마찬가지로, 그 보유자들에게 어떤 방법

54) 본 발표 문건의 목적상, “중앙 당사자”(central party)란 어떤 크립토 시스템에서 그 운영적, 경제적, 혹은 의결의 통제권(operational, economic, or voting control)을 가지는 자, 주체, 혹은 그러한 자나 주체들의 집단을 말함.

**[역주]** “중앙 당사자”에 관한 짧은 이 각주는 그 의미가 적지 않음. *하위* 테스트의 핵심 요소인 “타인의 노력” 유무를 판단할 때, 그 “타인”이 누구인지를 법적으로 특정하는 엄격한 기준이 될 수 있고, 이번 해석에서 “디지털 상품”과 “증권”을 구분하는 가장 결정적인 잣대 중 하나가 되기 때문임. 이 “중앙 당사자”에 관한 정의는 단순한 용어 설명을 넘어, 암호자산의 탈중앙화 여부를 확정하기 위한 세 가지 핵심 지표를 설정하고 있음: (1) 운영 통제권 - 네트워크의 업그레이드, 노드 운영, 프로토콜 수정 등을 특정 주체가 독점적으로 결정하고 있는지를 보게 됨; (2) 경제적 통제권 - 토큰의 발행량 조절, 보상 배분 정책, 또는 특정 주체가 전체 공급량의 압도적 비중을 보유하며 시장을 좌우할 수 있는지를 보게 됨; (3) 의결권 통제 - 거버넌스 투표 과정에서 특정 주체의 찬반만으로 의사결정이 확정되는 구조인지를 확인하게 됨. 결론적으로, SEC는 이 세 가지 통제-지배권 중 어느 하나라도 발행인이나 재단 등 특정 주체에게 집중되어 있다면 이를 “중앙 당사자”로 보고, 이들의 활동을 “타인의 핵심적인 경영 노력”으로 보아 증권성을 주장할 가능성을 열어둔 것으로 볼 수 있음. 반대로, 이 세 가지 통제권이 분산되어 “중앙 당사자”가 없어진 상태라면 그 네트워크에 고유한 암호자산은 비로소 “디지털 상품”이라는 지위를 확고히 하게 될 것임.

55) 다음을 참조: <https://cryptopunks.app>.

56) 다음을 참조: <https://chromie-squiggles.com>.

57) 다음을 참조: <https://www.socios.com/fan-tokens>. 팬 토큰들은 절충형 성격을 갖고 있어 디지털 도구(digital tools)로 분류될 수도 있음.

58) 다음을 참조: <https://dogwifhat.us>.

59) 다음을 참조: <https://vcoin.imvu.com>.

으로든 그 수집품의 창작자와 관련된 기업체나 여타 주체, 약속자, 혹은 채무자에 대해 또는 이들과 관련하여 그 어떤 법적 권리나 지분도 제공하지 않음.<sup>60)</sup> 디지털 수집품들은, 흔하게는 최종 사용자 약관(end user agreement)에 따라, 보유자들에게 제한적인 라이선스나 여타 지식재산권을 제공할 수도 있음. 예를 들면, 고유한 예술품에 관계되는 디지털 수집품의 창작자들은 종종 보유자들에게 그 취득한 예술품을 전시하고 상업적으로 이용할 권리를 부여하기도 함.<sup>61)</sup> 때로는 소셜 미디어 플랫폼, 비디오 게임, 그리고 여타 소비자 애플리케이션들은 사용자 경험을 개선하고 네트워크 효과를 촉진할 목적에서 디지털 수집품들을 통합하기도 함. 이러한 애플리케이션 개발자들은 조기 사용자들에게 보상으로 디지털 수집품을 지급하기도 하고, 활성 사용자가 그런 애플리케이션 참여를 통해 디지털 수집품들을 얻을 수 있게 하기도 함. 그러한 디지털 수집품들에는 배지, 비디오 게임용 “스킨(skins)”, 리워드 포인트가 포함됨.

일부 디지털 수집품들은 그 기능이 제한적이거나 전혀 없기도 함. 예를 들면, “میم코인(meme coin)”은 인터넷 밈, 캐릭터, 진행 중인 이벤트나 트렌드에서 영감을 받은 암호자산의 일종으로, 창작자는 그것을 위해 열성적인 온라인 커뮤니티가 해당 밈코인을 매수하고 그 매매에 참여하도록 유도함.<sup>62)</sup> 밈

60) 디지털 수집품들은 그것이 재판매되거나 어떤 방법으로든 이전될 때마다 그 수집품의 판매 가격 일부가 창작자에게 로열티로 자동 전송되도록 프로그램될 수도 있음. 이러한 로열티는, 심지어 최초 판매 이후에도 (즉, 디지털 수집품의 후속 판매나 이전이 제3의 당사자들 사이에서만 이루어지더라도), 디지털 수집품의 창작자에게 자신의 작품으로부터 발생하는 장기적인 수익 흐름(long-term payment stream)을 제공해 줄 수도 있음. 로열티는 통상적으로 디지털 수집품이 재판매될 때마다 거래 가격의 일정 비율을 기준으로 산정됨. 창작자는 그 디지털 수집품이 생성될 때 이 비율을 설정하고, 이후의 지급은 자동화됨. 이처럼, 디지털 수집품이 재판매될 때마다 로열티 규모는 자동으로 계산되어 창작자에게 전송됨. 디지털 수집품 보유자는 창작자에 돌아갈 로열티의 그 어떤 지분도 분배받지 않으며, 창작자와 연관된 사업체나 여타 주체, 약속자, 혹은 채무자에 대한 그 어떤 권리나 지분도 갖지 않음. 창작자 로열티가 존재한다는 사실이 어떤 디지털 수집품을 증권으로 변화시키지 않음.

[역주] 가장 논쟁이 되었던 “로열티(수수료) 구조”를 다루는 이 각주에서는 창작자가 지속적인 수입을 얻는 행위를 언급하고 있지만, 디지털 수집품 보유자는 창작자에 돌아갈 로열티를 분배받지 않는다는 점에서 “공동사업” 또는 “타인의 노력”에 의존하는 행위로 오인될 소지를 없애고 있음. 즉, 수익의 방향성을 언급하면서, 창작자에게 로열티가 가는 것은 “저작권료의 자동 징수”일 뿐, 디지털 수집품 보유자에게 돌아가는 “수익 배분”이 아님을 분명히 하고 있음. *하위* 테스트상 증권(투자계약)이 되려면 수익에 대한 투자자의 기대가 있어야 하는데, 로열티는 오히려 구매자의 비용이자 창작자의 권리이므로 “수익 기대”라는 증권성 요건과는 무관하다는 논리임. 또한, “자동 프로그래밍된” 로열티는 특정 주체의 지속적인 경영 노력이 아니라 기술적 속성에 의한 것이므로, 이 역시 “타인의 노력” 요건을 약화하는 근거가 됨.

61) 때로는 디지털 수집품들이 디지털 컬렉션의 일부로(즉, 공통의 테마, 스타일, 혹은 프로젝트를 공유하는 디지털 수집품들의 집단으로) 발행되기도 함. 디지털 컬렉션은 통상적으로 특정의 미학적 주제를 따르며 매우 다양한 고유 속성(unique traits)을 포함하는데, 디지털 컬렉션 창작자는 이를 통해 컬렉션 전체에 걸쳐 희귀성(rarity)이나 희소성(scarcity)의 정도를 다양화하며 약간씩 미세한 변형을 가미할 수 있음. 디지털 컬렉션은 32점의 서로 다른 그림을 포함하는 앤디 워홀의 “캠벨 수프 캔” 시리즈(Campbell’s Soup Cans series)처럼, 단일 테마를 기반으로 하는 일련의 예술품 시리즈와 유사함. 어떤 디지털 수집품이 디지털 컬렉션에 포함되어 있다는 사실만으로 그 디지털 수집품이 증권으로 바뀌는 것은 아님.

[역주] 이 각주 역시 논쟁이 되었던 “컬렉션(시리즈) 발행” 이슈를 다루고 있는데, 고유 속성을 지니면서 미묘하게 변형된 여러 개 시리즈로 만들어 파는 행위, 혹은 1만 개의 NFT로 발행되는 “PFP(프로필 사진) 프로젝트”와 같은 시도에 대해, SEC는 앤디 워홀의 판화 시리즈와 같은 “예술적 변주”(variation)로 보고, 그러한 대량 발행 자체가 증권성의 근거는 될 수 없다는 해석을 제공하고 있음.

62) 기업금융국은 밈코인들의 성격을 “증권”의 정의에 비추어 다른 성명을 발표한 바 있음. 2025.2.27. SEC 기업금융국이 발표한 다음의 실무진 성명 참조: U.S. Securities and Exchange Commission, Division of Corporation Finance, *Staff Statement on Meme Coins* (Feb. 27, 2025), available at <https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/staff-statement-meme-coins>. 이번 문건에 언급된 해당 성명과 다른 실무진 성명 일체는 위원회의 규칙, 규정, 지침, 혹은 성명이 아니며, 그 내용을 위원회가 승인하거나 불승인한 바도 없음. 실무진이 발표한

코인들은 전형적으로 예술적, 오락적, 사회적, 문화적 목적으로 취득되며, 그 가치가 타인의 핵심적인 경영 노력보다는 수요와 공급의 역학 관계에 따라 결정됨. 그렇지만, 밌코인 보유자들은 채팅방 접근을 밌코인 보유자들로 제한하거나, 에어드롭을 받을 밌코인 보유자들의 목록을 선별하는(whitelisting) 등으로, 밌코인의 용도를 만들어낼 수도 있음.<sup>63)</sup> 나아가, 암호자산은 초기에는 관련된 기능적인 크립토 시스템 내에서 아무런 기능성도 없었고(그리고 그러한 기능성이나 크립토 시스템을 만들어내겠다는 아무런 관련 의사표시나 약속도 없었고) 그 가치가 해당 자산의 예술적, 오락적, 사회적, 문화적 중요도로부터 유래하게 되는 밌코인으로 권유되고 판매될 수도 있지만, 나중에는 그 관련된 기능적인 크립토 시스템 내에서 작동할 기능을 갖추게 되면서 디지털 상품으로 변모될 수도 있음.

이 문건에 기술되는 바와 같이, 디지털 수집품은 그 자체가 증권이 가지는 경제적 특성들을 갖지 않으므로 증권이 아님.<sup>64)</sup> 디지털 수집품은 “증권”의 정의에 열거된 금융 상품들 어느 하나에 해당하지 않는바, 무엇보다도, 디지털 수집품이 투자계약을 비롯해 열거된 상품들 어느 하나를 디지털 형태로 표시하는 게 아니기 때문임. 디지털 수집품들은 일반적으로 예술적, 오락적, 사회적, 문화적 가치나 사용성을 가짐. 디지털 수집품 구매 행위는 해당 디지털 수집품의 창작자와 연관된 그 어떤 사업체나 여타 주체, 약속자, 혹은 채무자에 대한 투자가 아님.

실물 수집품과 마찬가지로, 디지털 수집품의 가치는 창작 이후 그 창작자의 어떠한 핵심적인 경영 노력으로부터 나올 수익에 대한 기대를 바탕으로 하기보다는 오히려, 실물 수집품들과 마찬가지로, 그 수집품의 주제, 인기나 희소성에 따른 수요와 공급에 달려 있음. 예를 들면, 그 주제, 인기 혹은 희소성이 그 가격을 높여줄 거라는 희망으로 특정 디지털 수집품을 매수하는 행위는, 시장의 힘이 어떤 예술품에 대한 수요를 만들어내면 그 가격이 높아질 거라는 희망으로 예술품을 사는 행위와 같음. 비록 디지털 수집품의 가치가 직접적으로 혹은 간접적으로 그 창작자의 활동이나 명성에서 영향받을 수는 있겠지만 (이는 실물 수집품에서도 발생할 수 있는 현상임), 디지털 수집품의 창작자는 일반적으로 매수자가 수익이 유래할 거라고 합리적으로 기대하게 될 핵심적인 경영 노력을 떠맡겠다는 의사표시나 약속은 하지 않음.<sup>65)</sup>

하지만, 실물 수집품에서 발생할 수 있는 사례처럼<sup>66)</sup>, 디지털 수집품을 조각으로 분할된 형태

성명들은 아무런 법적 구속력이나 효력이 없고; 관련된 적용 법령의 변경이나 개정도 아니며, 어떠한 자에 대해서도 새로운 아무런 추가 의무도 창설하는 것이 아님. 의심의 여지가 없도록 하자면, 본 문건에서 위원회가 표명하는 견해는 위원회나 그 실무진이 이들 주제에 대해 이전에 발표했던 성명 일체를 대체(우선)하는 것임.

**[역주]** 이 각주는 다소 보수적이었던 2025년 이전의 SEC 실무진 견해들이 이번 2026년 해석 지침으로 완전히 대체된다고 선언함으로써, 시장에 혼선을 주던 과거의 입장을 깨끗이 정리하겠다는 설명임.

63) 본 발표 문건의 목적상, “화이트리스트링”(whitelisting)이란 사전-승인된 애플리케이션, 사용자, 이메일 주소, 또는 IP 주소들만이 어떤 크립토 시스템이나 서비스에 접속할 수 있게 명시적으로 허용하는 관행을 의미함. “에어드롭”에 관한 설명은 *아래의* 섹션 제7을 참조.

64) 디지털 수집품들은 실물 수집품들의 온체인 상응물(onchain analogues)로, 실물 수집품들은 일반적으로는 증권으로 규제되지 않아 왔던 것들임.

**[역주]** NFT나 밌코인을 우표, 화폐, 공동품 수집과 같은 맥락에서 이해하겠다는 의지를 보여주는 설명임.

65) 만약 디지털 수집품의 창작자가, 그 수집품의 활용 등을 통해, 네트워크 효과를 촉진하는 경우라 해도, 그러한 활동은 핵심적인 경영 노력을 구성하게 되는 것은 아님. *아래의* 섹션 IV. A. 참조.

**[역주]** “네트워크 효과”를 “경영 노력”으로는 보지 않겠다는 설명임. 개발자들이 생태계를 활성화해 사용자를 모으는 행위로 인해 실명 가치 상승이 이어지더라도, 이를 증권법상의 “경영 노력”으로 보지 않겠다는 것임. 혁신가들이 “증권법 위반”이라는 공포 없이 커뮤니티 구축에 전념할 수 있게 해주는 결정적인 대목이 될 수 있음.

(fractionalized) 또는 개별 취득자가 단일 디지털 수집품에 대한 분할 소유 지분(fractional ownership interest)을 취득할 수 있는 형태로 이뤄지는 디지털 수집품의 권유 및 판매는 증권(의 권유나 판매에 해당할 수 있는바, 그러한 행위에는 수익이 유래하게 될 거라고 매수자가 합리적으로 기대하게 될 핵심적인 경영 노력이 수반될 수도 있고, 따라서, 투자계약의 하나로 권유되고 판매될 수도 있기 때문임.<sup>67)</sup>

### C. 디지털 도구들 / Digital Tools

디지털 도구(수단)는 회원권, 티켓, 자격 증명(credential), 권원 증서(title instrument), 혹은 신원 증표(identity badge)와 같은 실용적 기능(practical function) 역할을 하게 되는 암호자산임. 이 디지털 도구들은 보통 크립토 시스템과 연계된 사용을 위해 발행되며, 그러한 시스템들 내에서 실용적 기능을 수행하도록 설계되고 있음. 디지털 도구들은 이전-불가(non-transferable) 혹은 “사용자-전속(soul-bound)”<sup>68)</sup>인 경우가 흔하며, 그 가치는 해당 도구들이 지닌 실용적 기능성에서 유래하게 됨. 디지털 도구들은 중앙 당사자에 의해 발행될 수도 있고, 자율적으로 크립토 시스템의 프로그램에 따른 기능 작동에 따라 발행될 수도 있음. 디지털 도구는 수동 수익을 발생시키거나 어떤 사업체나 여타 주체, 약속자, 혹은 채무자의 미래 수입, 수익, 또는 자산에 대한 권리를 부여하는 등의 내재적인 경제적 특성이나 권리를 갖지 않음. 우리가 본 문건 발표일 현재, 디지털 도구들의 특성, 조건, 기능들에 대해 이해한 바에 비추어 보면, 오늘날 시장에서 접할 수 있는 디지털 도구들에는 이더리움 네임 서비스(Ethereum Name Service) 도메인 이름<sup>69)</sup>과 코인데스크(CoinDesk)의 ‘마이크로코즘(Microcosms)’ NFT 컨센서스 티켓<sup>70)</sup>이 포함됨.

본 문건에서 기술하는 바와 같이, 디지털 도구 그 자체는 증권이 아닌바, 디지털 도구는 증권이 갖는 경제적 특성을 갖지 않기 때문임.<sup>71)</sup> 디지털 도구는 “증권”의 정의에 열거된 금융 상품들 어느 하나에 해당하지 않는바, 무엇보다도, 디지털 도구가 투자계약을 비롯한 그 열거된 상품들의 디지털화된 형태를 표시

66) 예를 들면, 예술품에 대한 조각 지분(fractionalized interests in artwork)은 그 기저의 예술품 자체가 증권은 아닐지라도 특정 상황에서는 증권으로 간주될 수 있는바, 그 분할될 수 있는 전체에 대한 지분들(interests in the fractional pool)이 투자계약을 구성하게 될 수도 있기 때문임.

67) *Howey* 사건에서, 연방대법원은 오렌지 농장의 개별 필지에 대한 권유 및 판매가, 그 권유자/판매자에게 토지 접근 및 관리를 위한 독점적 권리를 부여하면서, 매수자들에게는 수익의 지분을 제공하는 서비스 계약과 결합하면, 이는 단순한 부동산 권유 및 판매가 아니라 투자계약의 권유 및 판매였다고 판시하였음. 단일의, 능동적 소유주에게 오렌지 농장 전체를 매각했다면 부동산 매각이었겠지만, 오렌지 농장 필지의 세분화(subdivision)가 그 묶음들의 중앙화된 경영관리(centralized management of the parcels)와 결합된 점은 매수자들이 수익을 위해 그 판매자의 핵심적인 경영 노력에 의존했다는 것을 의미함.

**[역주]** “분할 투자(소유)”의 위험성을 경고하는 설명으로, 하나의 NFT를 1/n로 쪼개 파는 행위에 “중앙화된 경영 관리”가 필연적으로 수반되면, 이는 투자자가 직접 자산을 통제하는 것이 아니라 운영자의 노력에 의존하게 되는 결과가 되므로, 그러한 “NFT 조각 투자”는 증권(투자계약)으로 분류될 가능성이 높음을 시사하는 부분임.

68) 소울-바운드 디지털 도구들은 특성의 디지털 신원과 영구적 결합(permanent association)이 유지되도록 설계되며, 일반적으로는 이전될 수 없는 어떤 개인이나 주체의 신원이라는 측면 즉 학위, 전문 자격증, 멤버십, 또는 검증할 수 있는 경력 등을 표시하려는 의도가 있는 것들임.

69) 다음을 참조: <https://ens.domains>.

70) 다음을 참조: <https://www.coindesk.com/business/2024/01/31/coindesk-brings-back-microcosms-nft-consensus-ticket>.

71) 디지털 도구들은 (공공서비스, 도구 같은) 물리적 사용물(physical utilities)의 온체인 상응물(onchain analogues)에 해당하며, 일반적으로 물리적 사용물은 증권으로 규제되지 않아 왔음.

하는 것이 아니기 때문임. 사람들은 디지털 도구들을 그 기능적 유용성 때문에 취득하며, 마치 박물관 멤버십을 취득하는 사람들이 박물관 운영자들의 핵심적인 경영 노력으로부터 나올 수익을 실현하겠다고 기대하지 않는 것처럼, 어떤 사업체나 여타 주체, 약속자, 또는 채무자에 대해 혹은 그러한 자와 관련하여 그 어떤 권리나 지분도 갖지 않음. 만약 디지털 도구가 재판매될 수도 있는 경우라 해도, 그 재판매되는 디지털 도구의 가격은 개발자의 핵심적인 경영 노력으로부터 나올 수익에 대한 그 어떤 기대보다는 해당 도구가 가진 기능적 사용성에 기반하게 됨. 한편으로는 디지털 도구의 가치가 직접적으로 혹은 간접적으로 개발자의 제반 활동에 영향받을 수는 있겠지만, 디지털 도구의 창작자는 일반적으로는 수익이 유래할 거라고 매수자가 합리적으로 기대하게 될 그 어떤 핵심적인 경영 노력을 떠맡겠다는 의사표시나 약속을 하고 있지는 않음.<sup>72)</sup>

#### D. 스테이블코인들 / Stablecoins

스테이블코인은 미국 달러와 같은 준거 자산(reference asset)에 상대되는 안정적 가치를 유지하도록 설계된 암호자산임.<sup>73)</sup> 의회는 2025년 7월, “payment stablecoin”(지급결제용 스테이블코인)이라 불리는 특정 스테이블코인 유형에 필요한 포괄적인 규율 체계를 마련하는 GENIUS Act를 제정하였음.<sup>74)</sup> 지니어스 법은 같은 법 제2조에서 여러 용어를 정의하면서, “허가받은 페이먼트 스테이블코인 발행자에 의해 발행된 페이먼트 스테이블코인” 일체를 “증권”의 정의에서 제외하였음.<sup>75)</sup> “페이먼트 스테이블코인”이란 지급이나 결제의 수단으로 사용되거나, 사용되도록 설계된 디지털자산으로서, 일반적으로 발행자가 그 디지털자산을 금전적 가치의 고정 가액으로 전환, 상환, 또는 재매수할 의무가 있고, 발행자가 금전적 가치의 고정 가액이라는 가치에 상대되는 안정적 가치를 유지할 것, 혹은 유지할 것이라는 합리적 기대를 만들어내겠다고 의사표시하고 있는 것으로 정의되어 있음.<sup>76)</sup>

“허가받은 결제용 스테이블코인 발행자”란 미합중국 내에 설립된 자로서: (1) 지니어스 법 제5조에 따라 지급결제용 스테이블코인을 발행하도록 승인받은 부보 예금기관의 자회사(subsidiary of an insured depository institution); (2) 연방 차원에서 승인된 적격 발행자(Federal qualified payment stablecoin issuer); 또는 (3) 주 차원에서 승인된 적격 발행자(State qualified payment stablecoin issuer)라고 정의되어 있음.<sup>77)</sup> 지니어스 법에 따르면, 허가받은 지급결제용 스테이블코인 발행자는 그 결제용 스테이블코인의 보유, 사용, 또는 보유 상태 유지만을 이유로 해서는 지급결제용 스테이블코인 보유자들에게 (현금으로든, 토큰으로든, 여타 대가로든) 그 어떤 형태의 이자나 수익을 지급하는 행위를 할 수 없음.<sup>78)</sup> 이런 암호자산들은 지니어스 법 발효일 이후 법령의 운영에 따라, 범주적으로는 증권에 해당하지 않게 됨. 허가받은 발행자에 의해 발행된 페이먼트 스테이블코인이 아닌 여타 스테이블코인들은

72) 만약 어떤 디지털 도구의 창작자가 그 디지털 도구의 사용 등을 통해, 네트워크 효과를 촉진하는 행위를 하더라도, 그러한 활동은 핵심적인 경영 노력에 해당하지 않음. *아래의* 섹션 IV. A. 참조.

73) PWG Report 참조.

74) *위의* 각주 1번 참조.

75) GENIUS Act 제17조 참조.

76) GENIUS Act 제2조(22) 참조.

77) GENIUS Act 제2조(23) 참조.

78) GENIUS Act 제4조(a)(11) 참조.

그 사실관계와 상황에 따라서는 “증권”의 정의를 충족하게 될 수도 있음.

지니어스 법 제정 전에, SEC의 기업금융국은 “증권”의 정의를 바탕으로, 특정 스테이블코인들의 성격을 규명하는 성명을 발표한 바 있고, 해당 성명에서는 “대상 스테이블코인들(Covered Stablecoins)”이라고 지칭했었음.<sup>79)</sup> 아직은 지니어스 법이 발효되기 전이라는 점을 고려하고<sup>80)</sup>, 스테이블코인들에 대한 하위 테스트 적용에 관한 위원회의 견해를 명확히 하기 위해, 위원회는 **실무진의 스테이블코인 성명**에 명시된 사유들을 근거로, 대상 스테이블코인들의 권유 및 판매는 증권법 제2조(a)(1) 또는 증권거래법 제3조(a)(10)의 의미에 속하는 증권의 권유 및 판매가 결부되지 않는다고 해석하는 바임.<sup>81)</sup> 따라서, 대상 스테이블코인들을 발행하고 상환하는 프로세스에 관여하는 자들은 그러한 트랜잭션들을 증권법에 따라 위원회에 등록할 필요가 없고, 혹은 등록을 면제하는 증권법 조항 하나에 해당할 수 있음. 이상의 해석은 **실무진의 스테이블코인 성명**에 적시된 대상 스테이블코인들이 아닌 스테이블코인들을 다루는 것이 아님.

### E. 디지털 증권들 / Digital Securities

보통은 “토큰화된” 증권(“tokenized” security)이라고 하는 디지털 증권은 “증권”의 정의에 열거된 금융 상품이며 암호자산 형태로 되어 있거나 암호자산으로 표시된 것으로서, 그 소유권 기록의 전체 또는 일부가 하나 이상의 크립토 네트워크를 통해 유지되는 것을 말함.<sup>82)</sup> 증권을 토큰화하는 데 다양한 모델이 사용되지만, 그 구조의 조건과 보유자들에게 부여되는 권리들이 다양할 수 있음. 따라서, 암호자산 보유자들의 권리는 경제적 권리와 투표권을 비롯한, 그 기저의 증권을 보유하는 자의 권리와 실질적으로 다를

79) 2025.4.4. SEC 기업금융국 실무진의 성명(“Staff Stablecoin Statement”) 참조: U.S. Securities and Exchange Commission, Division of Corporation Finance, *Staff Statement on Stablecoins* (Apr. 4, 2025), available at <https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/statement-stablecoins-040425>. 실무진의 해당 성명 그리고 본 문건에 언급된 실무진의 다른 성명도 위원회의 규칙, 규정, 지침, 또는 성명이 아니며, 그 내용을 위원회가 승인하거나 불승인한 바도 없음. 실무진 성명들은 아무런 법적 구속력이나 효과가 없는바: 그것들이 적용 법령의 변경이나 개정도 아니며, 그 누구에게든 새로운 아무런 추가 의무를 창설하는 것도 아님. 의심의 여지가 없도록 하자면, 본 문건에서 위원회가 표명하는 견해는 그러한 주제에 관하여 과거 위원회나 실무진에 의해 발표된 성명 일체를 대체하는 것임.

80) 지니어스 법은 그 제정일(2025.7.18.)로부터 18개월이 경과하는 날 또는 연방의 주된 페이먼트 스테이블코인 규제 당국들이 지니어스 법을 시행하는 최종 규정들을 발표하는 날부터 120일이 경과하는 날 중 더 빠른 날에 효력이 발생하게 됨.

81) 비록 지니어스 법 제17조에서 “증권”의 정의에서 법적으로 제외되는 대상에는 포함되지 않았지만, 통화감독청장 (Comptroller of the Currency)에 등록된 “외국의 허가받은 스테이블코인 발행인”(그 용어는 지니어스 법에 정의 되어 있음)에 의해 발행된 페이먼트 스테이블코인들도 일반적으로는 “증권”의 정의를 충족하지 않게 될 것이므로, 그러한 페이먼트 스테이블코인들도 “적용 대상 스테이블코인”(Covered Stablecoins)으로 간주될 것임. GENIUS Act 제18조 및 실무진의 스테이블코인 성명 참조.

82) “토큰화”(tokenization)란 블록체인 또는 이와 유사한 분산원장 기술을 사용하여 유형·무형의 자산에 대한 디지털 표시(digital representation)를 생성하는 과정을 의미함. PWG 보고서 참조. 어떤 투자계약의 적용 대상이 되는 비-증권 암호자산은 토큰화된 증권이 아님. 위의 각주 47번 참조. 나아가, 그 특별한 사실관계와 상황을 바탕으로 “증권”의 정의를 충족하는 스테이블코인이라면 토큰화된 증권에 해당함. 위의 섹션 III. D. 참조.

**[역주]** 위에서 “투자계약의 대상이 되는 비-증권 암호자산은 토큰화된 증권이 아님”이라고 한 부분에는 매우 정교한 논리가 숨어있음. 이미 ‘암호자산’이어서 ‘토큰화된’ 것이라고 볼 여지도 없고, ‘비-증권’이므로 ‘증권’이라고 볼 여지도 없겠지만, “증권(투자계약)” 자체와 투자계약의 “대상물”(“object” of investment contract)을 구분하려는 것으로 볼 수도 있기 때문임. 처음부터 주식/채권을 토큰화한 “디지털 증권”과, 목적물인 자산 자체는 상품이지만 (투자계약의) 권유 및 판매 방식으로 인해 일시적으로 증권법이 적용되는 “투자계약 대상 비-증권 암호자산”을 엄격히 구분하는 논리는, 이어질 “증권법 적용 종료”(termination) 논의에서 핵심적인 근거가 될 수 있음.

수 있음. 토큰화된 증권은 일반적으로 두 개의 범주에 속함: (1) 해당 증권의 발행자에 의해 또는 발행자를 대신하여 토큰화된 증권; 그리고 (2) 해당 증권의 발행자들과는 무관한 제3자에 의해 토큰화된 증권으로, 이 경우는 그 가치가 대상 증권에서 유래하는 별개의 증권을 발행하는 제3자 또는 어떻게든 대상 증권과 연계된 제3자가 결부될 수도 있음.

증권은 오프체인 또는 온체인에서 발행되거나 표시되든 관계없이 증권임. 그 형식(format)이나 표식(label)과는 관계없이 증권의 경제적 특성을 가진 모든 수단(devices)과 상품(instruments)은 증권에 해당함. 오프체인 증권과 마찬가지로, 많은 디지털 증권은 어떤 사업체나 여타 주체, 약속자, 혹은 채무자에 대하여 그 동일한 법적 권리를 부여하고 있음. 일부 디지털 증권은 오프체인 증권들과 동일한 법적 권리들을 부여하진 않지만, 그 대신 디지털 증권 보유자들을 대신하여 어떤 사업체나 여타 주체, 약속자, 혹은 채무자를 관리하는 중앙 당사자로부터 경제적 분배를 받을 권리를 보유자에게 부여하기도 함. 후자와 같은 유형의 디지털 증권을 매수하는 자들은 중앙 당사자에 의해 운영되는 사업체나 여타 주체, 약속자, 혹은 채무자에 투자하는 것이며, 그러한 분배금을 얻기 위해 해당 중앙 당사자에게 의존하게 됨. 나아가, 디지털 증권들은 디지털 상품, 디지털 수집품, 혹은 디지털 도구와 유사하게, 보유자들에게 비-금융적 혜택(non-financial benefits)을 제공할 수도 있음. 디지털 증권이 그러한 비-금융적 혜택을 제공한다는 이유만으로는 그것이 “증권”의 정의에서 벗어나는 것은 아님.

#### IV. 투자계약을 적용받는(투자계약이 전제되는) 암호자산 CRYPTO ASSETS THAT ARE SUBJECT TO AN INVESTMENT CONTRACT

##### A. 암호자산이 투자계약 적용 대상이 되는 방식

###### How Crypto Assets Become Subject to an Investment Contract

발행인<sup>83)</sup>이 어떤 계약, 거래, 혹은 투자구조를 어떻게 마케팅하고 홍보하고 있는지가 해당 발행인이 투자계약을 권유하거나 판매하고 있는지를 평가하는 데 있어 매우 중요함.<sup>84)</sup> 비-증권 암호자산이라 하더라도, 수익이 유래할 것이라고 매수자가 합리적으로 기대하게 될 핵심적인 경영 노력을 떠맡겠다는 의사 표시나 약속을 하면서 어떤 공동사업에 대한 금전의 투자를 유도함으로써 이를 권유한다면 그 비-증권 암호자산은 투자계약 적용 대상이 됨.<sup>85)</sup> 매수자의 합리적인 수익 기대 여부는 그러한 핵심적인 경영 노력에

83) 본 발표 문건의 목적상, “발행인”(issuer)을 언급할 때는 그 발행인 혹은 기획자(promoter)의 특수관계인(affiliates)과 대리인(agents)을 포함함.

84) 예를 들면, 연방대법원은 *Forman* 사건에서, 어떤 주택조합(housing cooperative)에 의해 발행된 특정 상품(certain instruments)을 “증권”이 아니라고 확인하면서 특별히 다음과 같이 판시함: “[해당 조합의 정보] 게시판(Information Bulletin) 어느 곳에서도 투자자들을 그 기획자나 제3자의 노력으로부터 나올 수익 전망으로 유인하려는 모습이 없다. 반대로, 그 게시판은 반복해서 해당 사업의 ‘비-수익성’(‘nonprofit’ nature)을 강조하고 있다.” 421 U.S. at 854; 또한 다음도 참조: *Joiner*, 320 U.S. at 352-53.

85) 법원들이 부동산 같은 다른 유형의 비-증권들을, 투자계약을 전제로 권유하고 판매했다고 유사하게 판결한 바 있음. 예컨대, 다음 사건들을 참조: *Howey*, 328 U.S. 293 (부동산); *Continental Marketing Corporation v. SEC*, 387 F.2d 466 (10th Cir. 1967), cert. denied, 391 U.S. 905 (1968) (비버); *Miller v. Central Chinchilla Group, Inc.*, 494 F.2d 414 (8th Cir. 1974) (친칠라); *Glen-Arden Commodities v. Costantino*, 493 F.2d 1027 (2nd Cir. 1974) (스카치 위스키 창고 증권). 위원회는 (지니어스 법에 정의된) “허가받은 페이먼트 스테이블 코인 발행인에 의해 발행되는 페이먼트 스테이블코인”의 매수와 인도에 관한 계약들이 타인의 핵심적인 경영 노력

관여하겠다는 발행인의 의사표시나 약속에 달려 있음.<sup>86)</sup> 그러한 의사표시나 약속이 매수자들에게 전달되는 경우가 아니라면,<sup>87)</sup> 매수자가 해당 계약, 거래, 혹은 투자구조에서 수익을 기대하는 것은 합리적이지 않을 것임.

매수자가 핵심적인 경영 노력을 떠맡겠다는 의사표시나 약속을 바탕으로 수익을 기대하는 게 합리적인 것인지는, 그러한 의사표시와 약속이 이루어진, 전체적으로 고려될, 구체적인 사실관계와 상황에 달려 있음.<sup>88)</sup> 예를 들면, 매수자의 합리적 기대는 그 의사표시나 약속의 출처(source)와 관련성을 갖게 됨. 발행인이 본인이 떠맡고자 하는 핵심적인 경영 노력을 구축하는 경우라면, 핵심적인 경영 노력에 관여하겠다는, 발행인에 의해 혹은 발행인을 대신해서 이루어지고 매수자들에게 전달된, 명시적 의사표시나 약속을 바탕으로 매수자가 수익을 기대하는 게 합리적일 것임. 이와 대조적으로, 그 의사표시나 약속이 발행자에 의해 승인되고 매수자들에게 전달된 경우가 아니라면,<sup>89)</sup> 특수관계는 없지만 그 관련된 크립토 시스템을 지지하는 자(unaffiliated proponents)나 그 관련된 암호자산의 보유자들과 같은, 제3자에 의해 이루어진 의사표시나 약속을 바탕으로 매수자가 수익을 기대하는 게 합리적이지 않을 것임.<sup>90)</sup> 더욱이, 의사표시나 약속의 시점도 매수자의 합리적 기대와 밀접한 관련성이 있음.<sup>91)</sup> 필요성이라는 측면에서, 매수자의 기대가 형성되려면, 그 의사표시나 약속이 매수자를 상대로 한 발행인의 권유나 판매 이전에 혹은 그와 동시에 매수자에게 전달되어야만 함. 그러므로, 판매-후 이루어진 발행인의 의사표시나 약속(post-sale representations or promises)은 소급해서 그 이전에 이루어진 판매 행위(prior sale)를 투자계약의 권유나 판매로 변환시키는 것은 아님.

마찬가지로, 그 의사표시나 약속이 이루어진 방식(manner)도 매수자의 합리적 기대와 관련성이 있음. 서면이나 구두로 된 합의(written or oral agreements), (발행인의 웹사이트나 공식 소셜 미디어 계정 등) 발행인이 이를 통해 정규적 소통 패턴을 구축해 온 공개적 소통 채널(public communications), 발행인과 매수자들 간의 사적인 직접 소통(direct private communications), 규제 당국에 제출되어 매수자들이 공개적으로 접할 수 있는 자료(regulatory filings), 혹은 (백서 등) 그 작성자가 명백하게 발행인에 속하는 문건들(documents clearly attributable to the issuer)을 통해 매수자들에게 전달된 의사표시나

으로부터 나올 수익에 대한 합리적인 기대가 결부되지 않는다면, 일반적으로는, 인도가 언제 이루어지는지와 관계 없이, 투자계약들로서 권유되고 판매되는 것으로 간주되지 않을 것으로 봄.

86) 연방대법원은 오렌지 농장과 관계된 *Howey* 사건에서 어떤 투자계약이 전제된다고 하였는바, 매수자들은 “그 자신이 토지를 점유하거나 그들 스스로 개발할 아무런 의지도 없었고; 이들은 자신의 투자에 대한 수익 전망만으로 모집되었다”고 판시함. *Howey*, 328 U.S. at 300. 그 개발에서 유래할 수익의 지분을 받는 대신 그 개발자에게 토지를 점유하고 개발할 전권을 부여했다는 점으로 매수자들의 동기가 입증되었음.

87) 본 문건의 목적상, “매수자”를 언급할 때는 잠재적 매수자들도 포함함.

88) 본 문건은 *하위* 테스트를 바탕으로 수익에 대한 합리적 기대와 관련되는 의사표시나 약속의 범위를 다루는 것이며, 반-사기(antifraud) 규정(*예컨대*, 15 U.S.C. 77q, 78j), 등록 신고서에 적용되는 공시 의무(disclosure obligations) 및 보고 의무가 있는 회사들의 정기 보고(periodic reports) 규정(*예컨대*, 15 U.S.C. 77g, 77aa, 78m) 등, 연방 증권 법령의 여타 규정들의 범위에서 벗어나며 그 범위를 다루는 것이 아님.

89) 예컨대 공정공시 규정(Regulation FD) 제101조(c) (17 CFR 243.101(c))에 규정된 “어떤 발행인을 대신하여 행동하는 자”(person acting on behalf of an issuer)의 정의를 참조.

90) 그러나, 그 제3자와 발행자가 의사표시나 약속을 전달하기로 공모한 경우는, 매수자가 그러한 명시적 의사표시나 약속(explicit representations or promises)을 토대로 수익을 기대하는 것이 합리적일 것임.

91) 의사표시나 약속의 시점에 관한 추가 논의는 *아래의* 섹션 IV. B. 2. 참조.

약속을 바탕으로 매수자가 수익을 기대하는 것은 합리적임.<sup>92)</sup> 그와 같은 채널 이외의 경우, 매수자의 수익 기대의 합리성 여부는 그 의사표시나 약속이 얼마나 광범위하게 배포되었는지, 의사표시나 약속이 전달된 구체적인 수단이 무엇인지, 그리고 발행인에 의해 수립된 소통 관행이 어떠한지에 달려 있음.

나아가, 그 의사표시나 약속들이 발행인이 떠맡게 될 핵심적인 경영 노력에 관하여 명시적이며 모호함이 없고, 그 제안된 프로젝트를 이행할 발행인의 능력을 보여주는 충분한 세부 사항을 포함하고 있으며, 어떻게 발행인의 노력이 매수자가 합리적으로 기대하는 수익을 창출해 낼 것인지를 설명하고 있다면, 그러한 의사표시나 약속은 수익에 대한 매수자의 합리적인 기대를 형성할 가능성이 더 높음. 비-증권 암호자산을 개발하고 그에 필요한 기능을 달성하며 그리고/또는 관련된 크립토 시스템을 개발하겠다는 발행인의 의사표시나 약속이 세부 이정표(detailed milestone), 타임라인, 인력 정보, 그러한 이정표를 달성하는 데 필요한 자금 조달 및 여타 자원의 출처, 그리고 그 비-증권 암호자산 보유자들이 어떻게 그러한 노력으로부터 수익을 보게 될 것인지에 대한 설명과 함께 매수자들에게 전달되었다면, 이들 모두는 그 프로젝트의 성패에 영향을 미치게 될 핵심적인 경영 노력을 직접 언급하고 있는 것이므로 수익에 대한 기대를 합리적으로 형성하게 될 가능성이 높음.<sup>93)</sup> 이와 대조적으로, 이정표, 자금조달, 혹은 필요한 자원을 조달하기 위한 여타 계획이 없는 등 모호하거나 실행에 옮길 아무런 사업 계획 외형(semblance of an actionable business plan)을 갖추지 못한 의사표시나 약속은 수익에 대한 합리적인 기대를 형성해 내지 못할 가능성이 높음.

매수자가 수익이 유래할 것으로 보며 합리적으로 기대하게 되는 핵심적인 경영 노력에 관여하겠다는 발행인의 의사표시나 약속들이, 어떤 공동사업에 대한 금전의 투자와 결합하게 되면, *하위* 테스트에 따른 투자계약을 형성하게 됨. 여타 비-증권 자산들의 경우와 마찬가지로<sup>94)</sup>, 비-증권 암호자산이 투자 계약 적용 대상이 된다는 사실만으로 그 비-증권 암호자산 자체가 증권으로 바뀌게 되는 건 아님. 이러한 이유에서, 투자계약의 대상이었던 비-증권 암호자산일지라도 유통-시장 거래에서는(in secondary market transactions) 그 연계되었던 투자계약의 대상으로 남아 있지 않게 되는바, 이 경우 매수자들은 그러한 의사표시나 약속이 계속해서 해당 비-증권 암호자산에 연결된 상태로 남아 있다고 기대하는 게 합리적이지 않기 때문임. 반면에, 만약 매수자들이 그러한 의사표시나 약속들이 여전히 그 비-증권 암호 자산에 연결되어 있다고 합리적으로 기대하는 상황이라면, 그 비-증권 암호자산은 계속해서 유통-시장 거래에서도 그 연계된 투자계약의 대상이 될 것임. 그러한 상황이라면, 해당 비-증권 암호자산의 유통-시장 권유와 판매는 증권법에 따라 등록되거나 등록 면제 규정에 따라 수행되어야만 하는 증권 거래(securities transactions)에 해당하게 될 것임. 아래에서 논의하는 바와 같이, 비-증권 암호자산이 그 발행인의 의사표시나 약속에서 분리(separate)될 때까지는 그와 연계된 투자계약은 유통 시장 거래에서 그 비-증권 암호자산을 취득하는 후속 매수자들에게 계속해서 이전될(continue to be transferred) 것임.

92) 본 발표 문건의 목적상, “백서”(whitepaper)란 어떤 암호자산 프로젝트(즉, 암호자산 및 그와 연관된 크립토 시스템)의 기술적 측면과 기타 관련 세부 사항을 기술한 문서를 의미함.

93) 본 논의는 하나의 예시를 다루는 것이며, 그 어떤 특정 계약, 거래, 또는 투자구조가 투자계약에 해당하는지 판단할 때 그 어떤 단일 활동의 존재 혹은 결여(presence or absence of any single activity) 자체가 결정적인 결과(outcome determinative)를 가져오는 것은 아닐 수 있음.

94) 위의 각주 85 참조.

**B. 발행인의 의사표시·약속과 비-증권 암호자산의 분리**

**Separation of a Non-Security Crypto Asset from the Issuer’s Representations or Promises**

어떤 투자계약을 적용받으며 권유되고 판매된 비-증권 암호자산이라도, 필연적으로 영구히(in perpetuity) 그 연계된 투자계약을 적용받는 상태로 남아 있는 것은 아님. 비-증권 암호자산은 매수자들이 발행인의 핵심적인 경영 노력으로부터 나올 수익에 대한 합리적 기대를 계속해서 갖고 있는 경우에만 그 연계된 투자계약을 적용받는 상태로 남게 됨. 그렇게 되려면, 반드시 핵심적인 경영 노력에 관여하겠다는 발행인의 의사표시나 약속이 해당 비-증권 암호자산에 계속해서 연결되어 있다고 매수자들이 합리적으로 기대하는 상황이 지속되어야 함.

어떤 투자계약의 대상이었던 비-증권 암호자산을 취득한 매수자가 핵심적인 경영 노력에 관여하겠다는 발행인의 의사표시나 약속이 더 이상 그 비-증권 암호자산에 연결된 상태로 남아 있다고 합리적으로 기대할 수 없게 될 때, 그 비-증권 암호자산은 그러한 의사표시나 약속에서 분리되고, 그 이후로 해당 비-증권 암호자산은 연방 증권법 적용 대상이 되지 않게 됨. 이처럼 핵심적인 경영 노력에 관여하겠다는 발행인의 의사표시나 약속과 비-증권 암호자산 사이의 분리는 그 연계된 투자계약의 권유 이후 언제든지 일어날 수 있고, 매수자들에게 그 비-증권 암호자산이 인도된 직후 혹은 미래의 어느 시점에서도 발생할 수 있음. 위원회는 아래에서 논의하는 바와 같이, 다음과 같이 일부 예시하는 분리의 징후(non-exclusive indicia of separation) 중 어느 하나라도 존재하는 경우, 해당 비-증권 암호자산은 더 이상 투자계약의 적용 대상이 되지 않을 것으로 보게 될 것임.

**1. 발행인의 의사표시·약속 이행 (Fulfillment of the Issuer’s Representations or Promises)**

어떤 투자계약에 따라 권유되고 판매된 비-증권 암호자산은 발행인이 핵심적인 경영 노력에 관여하겠다는 의사표시나 약속을 이행한 이후에는 더 이상 그와 연계된 투자계약의 적용을 받지 않게 되며, 발행인이 그 비-증권 암호자산 또는 어떤 연관된 크립토 시스템이나 여타 소프트웨어 프로젝트에 핵심적인 경영 노력이 아닌 노력을 계속해서 제공하고 있는 경우라도 마찬가지임.<sup>95)</sup> 이는 발행인 본인이 떠맡을 거라고 표시하거나 약속했던 핵심적인 경영 노력을 모두 이행했으므로, 더 이상 매수자들은 그러한 노력으로부터 나올 수익에 대한 그 어떤 합리적 기대를 갖지 않게 되기 때문임. 핵심적인 경영 노력에 관여하겠다는 그러한 의사표시나 약속이 관계될 수 있는 부분에는, 예컨대, 그 비-증권 암호자산 또는 그와 연관된 크립토 시스템을 위한 특정 기능성이나 특성 혹은 여타 소프트웨어 프로젝트를 개발하거나, 로드맵에 특정된 소프트웨어 개발 이정표를 달성하거나, 관련된 컴퓨터 코드를 오픈 소스화하는 것 등이 포함될 수 있음.<sup>96)</sup>

<sup>95)</sup> 위원회가 계속되는 핵심적인 경영 노력(ongoing essential managerial efforts)으로 보지 않는 활동들의 예시는, 위의 섹션 IV. A. 참조.

<sup>96)</sup> 발행인이 핵심적인 경영 노력에 관여하겠다는 본인의 의사표시나 약속을 이행했는지 해당 여부는, 그 발행인이 해당 투자계약을 마케팅·홍보할 때 그러한 노력을 어떻게 또는 어떤 방식으로 정의하고 기술했는지에 달려 있음. 예를 들면, 발행인이 어떤 연관된 크립토 시스템의 탈중앙화를 달성하겠다고 의사를 표시하거나 약속했다면, 그 탈중앙화를 달성했는지는 탈중앙화라고 보는 시장의 일반적인 관념이 아니라, 발행인이 탈중앙화를 어떻게 정의했는지 혹은 어떤 방식으로 기술했는지를 토대로 판단하게 됨. 마찬가지로, 발행인이 어떤 크립토 시스템 및 그 연관된 크립토 네트워크를 위해 특성의 기능성을 달성하겠다고 의사를 표시하거나 약속하는 경우라도, 발행인이 그 기능성을 달성했는지는 기능성을 구성하는 것이 무엇인지에 대한 시장의 일반적인 관념이 아니라, 발행인이 해당 기능성을 어떻게 정의했는지 또는 어떤 방식으로 기술했는지를 토대로 판단하게 됨.

그러한 의사표시나 약속에 대한 발행인의 이행이 있게 되면, 더 이상 발행인은 어떤 투자계약을 권유하거나 판매하는 것이 아니고 그 투자계약 자체는 존재를 멈추게 됨. 따라서, 발행인이 비-증권 암호자산을 대상으로 하는 새로운 투자계약을 생성하는 경우가 아닌 한, 발행인의 후속적인 비-증권 암호자산의 권유나 판매는 증권 거래에 해당하지 않게 됨.

예시하자면, 비-증권 암호자산이 발행 시장 모집(primary offering)에서 즉시 인도(immediate delivery)나 지연 인도(delayed delivery)를 조건으로 하는 투자계약에 따라 권유되거나 판매되는 경우를 들 수 있음. “코인 최초 모집”(initial coin offering) 방식을 통한 경우처럼, 즉시 인도가 결부된 권유에서는, 발행인이 투자자들의 투자에 대한 대가로 새로 생성되는 비-증권 암호자산을 투자자들에게 즉시 인도하기로 합의함. “미래에 토큰을 받기로 하는 간소화 약정”(simple agreement for future tokens, SAFT) 방식을 통한 경우처럼, 지연 인도가 결부되는 권유에서는, 투자자들의 오늘 현재 투자에 대한 대가로 아직은 생성되지 않은 비-증권 암호자산을 이후 시점에 투자자들에게 인도하기로 합의함. 이 두 가지 경우 모두에서, 비-증권 암호자산의 판매는 투자자들과의 합의가 체결되는 시점에 (결제는 즉시 또는 장래 시점에 발생하는 조건으로) 발생하게 되며,<sup>97)</sup> 해당 비-증권 암호자산들은 그 인도되는 시점과 관계없이 그 시점에 어떤 투자계약의 적용을 받게 되는 것임.

비-증권 암호자산을 인도받고, (발행인이 떠맡겠다고 의사표시를 하거나 약속했던 핵심적인 경영 노력을 완수했다고 공개적으로 밝히고 있는 경우처럼) 발행인의 노력으로부터 나올 수익을 매수자가 합리적으로 기대하지 않을 상황이 되면, 더 이상 투자계약의 필수 요건(necessary element of an investment contract)은 존재하지 않게 되었으므로 해당 비-증권 암호자산은 더 이상 그 연계된 투자계약을 적용받지 않게 됨. 반면, 인도는 받았지만, (발행인이 본인의 의사표시나 약속에 따라 핵심적인 경영 노력을 계속해서 제공하고 있거나 본인이 떠맡겠다고 의사를 표시하거나 약속했던 핵심적인 경영 노력을 완수했다고 공개적으로 밝히지 않고 있는 경우처럼) 매수자가 발행인의 노력으로부터 나올 수익을 합리적으로 기대하는 상황이라면, 계속해서 해당 비-증권 암호자산은 그와 연계된 투자계약을 적용받게 될 것임.

## 2. 발행인의 의사표시·약속 이행 실패 (Failure to Satisfy Issuer’s Representations or Promises)

어떤 투자계약의 적용을 받으면서 권유되고 판매된 비-증권 암호자산이라 할지라도, 그 발행인 본인이 떠맡을 것이라고 의사를 표시하거나 약속했던 핵심적인 경영 노력을 완수할 수 있거나 계속해서 관여할 것이라고 매수자가 합리적으로 기대할 수 없는 상황이라면, 더 이상 투자계약의 적용 대상이 되지 않으며, 그런 상황은 몇 가지 이유에서 발생할 수 있음. 예를 들면, 해당 투자계약의 권유와 판매 이후 충분한 기간이 흘렀지만, 발행인 본인이 떠맡겠다고 의사를 표시하거나 약속했던 핵심적인 경영 노력을 수행하지도 않았고 발행인이 여전히 그러한 노력을 수행하겠다는 의사도 표명하지 않고 있다는 점이 투자자들에게 명백해진 경우임. 마찬가지로, 발행인은 본인이 떠맡겠다고 표시하거나 약속했던 핵심적인 경영 노력을 더 이상 수행하지 않겠다고 공개적으로 발표하는 사례도 있을 수 있음. 예컨대, 발행인이 크립토 시스템의 개발을 사실상 “포기하는” 경우가 이에 해당함.<sup>98)</sup>

<sup>97)</sup> SEC가 발표했던 증권 모집 개혁 자료 참조: *Securities Offering Reform*, Release No. 33-8591 (July 19, 2005) [70 FR 44721, 44765 n.391 (Aug. 3, 2005)].

<sup>98)</sup> 발행인이 핵심적인 경영 노력을 수행할 것이라고 투자자들이 더 이상 합리적으로 기대하지 않는 상황이 되려면

그러한 상황에서라면, 해당 비-증권 암호자산의 매수자는 핵심적인 경영 노력에 관여하겠다는 발행인의 과거 의사표시나 약속이 계속해서 그 비-증권 암호자산에 연결돼 있다고 합리적으로 기대하지는 않을 것임. 따라서, 그러한 매수자는 해당 비-증권 암호자산이 그와 연계된 투자계약을 적용받게 될 거라고는 합리적으로 기대하지 않을 것임. 본인이 떠맡겠다고 표시하거나 약속했던 핵심적인 경영 노력을 수행하거나 어떻게든 완료하지 못하게 된 발행인은, 연방 증권 법령의 반-사기 규정(anti-fraud provisions)에 따른 법적 책임(liabilities)을 비롯하여 그러한 불이행에 따른 법적 책임에 직면할 수도 있음.

비-증권 암호자산이 크립토 시스템의 개발과 연계되는 특성의 핵심적인 경영 노력을 떠맡겠다고 발행인의 의사표시나 약속이 포함되는 어떤 투자계약에 따라 권유되고 판매되는 경우를 예로 들어 보겠음. 그 투자계약의 권유와 판매는 증권법에 따라 반드시 등록되거나 등록 면제 규정에 따라 수행되어야 함. 발행인이 해당 크립토 시스템을 개발하기 위해 노력하는 과정에서, 발행인은 본인이 떠맡겠다고 표시하거나 약속했던 핵심적인 경영 노력을 이행할 능력에 영향을 주는 어려움들을 겪게 될 수 있음: 자금 조달이나 여타 자원의 부족; 부실한 시스템 아키텍처; 확장성 문제, 스마트 컨트랙트 결함, 보안 취약점 등 기술적 이슈들; 경쟁; 부실한 경영; 시장 상황 등. 이러한 난관에 봉착하게 되면, 발행인은 본인이 떠맡기로 약속했던 핵심적인 경영 노력을 이행할 수 없다고 또는 이행할 의사가 없다고 결정하고, 해당 크립토 시스템 개발을 포기하게 될 수도 있음.

그러한 사례에서, 만약 발행인이 폭넓게 배포되는 소통 수단을 통해 본인은 해당 크립토 시스템 개발을 포기하는 상황이며 해당 투자계약이 성립할 당시 본인이 떠맡겠다고 표시하거나 약속했던 핵심적인 경영 노력을 더 이상 수행하지 않겠다는 점을 공개적으로 발표하고 있다면, 핵심적인 경영 노력에 관여하겠다는 발행인의 그러한 의사표시나 약속이 계속해서 해당 비-증권 암호자산에 연결되어 있다고 기대하는 것은 합리적이지 않을 것임. 따라서, 해당 비-증권 암호자산은 더 이상 그와 연계된 투자계약의 대상이 되지 않고, 그와 연계된 투자계약은 존재를 멈추게 될 것임. 하지만, 발행인은 본인이 떠맡겠다고 의사를 표시하거나 약속했던 핵심적인 경영 노력을 수행 혹은 어떻게든 완성하지 못한 본인의 실패와 관련하여서는 중요한 사실의 허위 기재나 누락(material misstatements or omissions)에 대한 잠재적 책임을 계속해서 지게 될 것임.

### 3. 해석 지침의 적용 범위 (Application of the Interpretation)

위의 해석은 이미 어떤 투자계약이 생성되었음을 전제로 하며, 투자계약의 생성에 관하여 *허위* 테스트에 따른 분석을 다루거나 어떤 방법으로든 영향을 미치는 것이 아님. 본 해석은 오직 기존의 투자 계약을 적용받던 비-증권 암호자산이 해당 투자계약으로부터 분리되고 그 적용을 더 이상 받지 않게 되는 특정 상황만을 다루는 것임. 따라서, 본 해석은 어떤 투자계약이 생성된 이후에만 적용되며, 설령 투자 계약 생성 당시 발행인이 떠맡겠다고 의사를 표시하거나 약속했던 핵심적인 경영 노력을 완성할 수 없거나 완성할 의지가 없어 나중에 그 투자계약이 소멸하게 되는 경우가 있더라도 적용 관계는 동일함.

마찬가지로, 그 생성 이후 비-증권 암호자산은 어느 시점이 되면 그와 연계된 투자계약으로부터

---

불이행에 관한 공개적 발표(public announcement of non-performance)는 시장 참여자들에게 광범위하게 배포되어야 하며 그 내용이 모호하지 않아야 함.

분리될 수도 있다는 사실이 해당 투자계약에 대한 연방 증권 법령의 적용에 영향을 미치는 것은 아님. 예를 들면, 어떤 투자계약을 전제로 하는 비-증권 암호자산의 권유와 판매는 반드시 증권법에 따라 등록되거나 이용할 수 있는 면제 규정에 따라 수행되어야 함. 만약 발행인이 해당 투자계약의 권유를 등록하지 않거나 이를 면제 규정에 따라 수행하지 않는다면, 그 발행자는 증권법을 위반하는 게 되고, 투자자들은 연방 증권 법령에 따라 등록 의무의 불이행이나 면제 규정 미사용을 이유로 발행인을 상대로 하는 특정 권리를 갖게 되며, 이는 해당 비-증권 암호자산이 나중에 그와 연계되었던 투자계약에서 분리되고 그 투자계약이 존재하지 않게 되더라도 다를 바 없음. 더욱이, 만약 발행인이 그와 연계된 투자계약의 생성과 관련하여 혹은 그 투자계약이 존재하는 동안 어느 시점에든 중대한 사실의 거짓 기재나 누락을 저질렀다면, 해당 발행인은 연방 증권 법령의 반-사기 규정에 따른 법적 책임에 노출될 수 있게 되며, 설령 나중에 그 비-증권 암호자산이 그와 연계되었던 투자계약에서 분리되고 그 투자계약이 존재하지 않게 되더라도 영향이 없음.

이 제4장의 해석은 발행인이 계약, 거래, 혹은 투자구조를 마케팅·홍보하는 방식이 그 발행인이 투자계약을 어떻게 권유하거나 판매하고 있는지를 판단하는 데 영향을 주는지에 대한 위원회의 견해를 강조하기 위한 것임. 발행인들이 장차 떠맡으려는 핵심적 경영 노력을 두고 의사를 표시하거나 약속하는 경우, 위원회는 발행인들이 그러한 노력을 명확하고 충분하게 그 상세를 개괄하며, 그러한 노력을 완성할 타임라인과 이정표를 제공하고, 그러한 노력을 완성하는 데 필요한 자원을 설명하며, 그런 노력의 완성을 공개적으로 밝혀야 한다는 점을 권고하는 바임.

## V. 연방 증권 법령상 “프로토콜 마이닝”, “프로토콜 스테이킹”이라는 암호자산 활동의 법적 지위

### FEDERAL SECURITIES LAWS STATUS OF THE CRYPTO ASSET ACTIVITIES KNOWN AS “PROTOCOL MINING” AND “PROTOCOL STAKING”

크립토 네트워크들은 네트워크상에서 이뤄지는 거래를 검증하고 사용자들에게 결제 확신(settlement assurance)을 제공하는 신뢰받는 지정된 중개자들의 필요성(need for designated trusted intermediaries)을 제거하기 위해 암호화 기법(cryptography)과 경제 메커니즘 설계(economic mechanism design)에 의존하고 있음. 각 크립토 네트워크의 운영은 컴퓨터 코드로 이루어진 기저의 소프트웨어 프로토콜이 관장하며, 이 프로토콜은 특정 규칙, 기술적 요건 및 보상 분배를 프로그램 방식으로 집행함. 각 프로토콜이 갖추고 있는 “합의 메커니즘”(consensus mechanism)은 그 당사자 간 네트워크를 유지하는 (“노드”라고 하는) 특수관계가 없는 컴퓨터들의 분산 네트워크(distributed network of unrelated computers)가 그 네트워크의 “상태(state)” 혹은 네트워크 주소의 소유권 잔고, 거래, 스마트 컨트랙트 코드 및 기타 데이터에 대한 권위 있는 기록에 합의할 수 있게 해주는 방법임. 허가를 요하지 않는 개방형(public, permissionless) 크립토 네트워크들에서는 누구나, 그 크립토 네트워크의 합의 메커니즘에 따라 네트워크에서 일어나는 새로운 거래들에 대한 검증 등, 해당 크립토 네트워크의 운영에 참여할 수 있게 허용함.

우리는 이어지는 논의에서, 다음과 같은 활동에 대한 연방 증권 법령의 적용에 관한 해석을 제공하는 바임: (1) 작업 증명(proof-of-work, PoW)을 합의 메커니즘으로 사용하는 허가를 요하지 않는 개방형 크립토 네트워크들(“PoW 네트워크들”)에서 “채굴(mining)”이라 알려진 특성의 디지털 상품 활동; 그리고

(2) 지분 증명(proof-of-stake, PoS)을 합의 메커니즘으로 사용하는 허가를 요하지 않는 개방형 크립토 네트워크들("PoS 네트워크들")에서 "스테이킹(staking)"이라 알려진 특정의 디지털 상품 활동에 대해서임. 우리는 이 문건에서, PoW 네트워크들에서의 디지털 상품 채굴을 "프로토콜 채굴"(Protocol Mining)<sup>99)</sup>이라 하고, PoS 네트워크들에서의 디지털 상품 스테이킹을 "프로토콜 스테이킹"(Protocol Staking)<sup>100)</sup>이라 할 것임.

## A. 프로토콜 마이닝 / Protocol Mining

### 1. 프로토콜 마이닝 활동 개관 (Protocol Mining Activities Generally)

PoW는 작업 증명 네트워크에 컴퓨터 연산 자원을 더하며 노드들을 운영하는, "채굴자"라고 하는, 참여자들을 보상함으로써 거래 검증의 동기를 제공하는 합의 메커니즘임. PoW는 작업 증명 네트워크상에서 일어나는 거래들에 대한 검증과 이 거래들을 분산원장 블록들에 추가하는 행위가 결부됨. 작업 증명에서 "작업(work)"은 채굴자들이 거래를 검증하고 새로운 블록을 그 네트워크에 추가하는 데 기여하는 컴퓨터 연산 자원을 의미함. 채굴자들은 거래들을 검증하기 위해 반드시 해당 작업증명 네트워크의 디지털 상품을 소유할 필요는 없음.

채굴자들은 컴퓨터를 사용해 암호학적 퍼즐 형태로 된 복잡한 수학 방정식을 풀어냄. 채굴자들은 그러한 퍼즐을 풀기 위해 동료 행위자들과 경쟁하며, 퍼즐을 가장 먼저 풀어낸 채굴자는 다른 노드들로부터 온 거래의 묶음을 받아들여 그 작업 증명 네트워크에 추가되는 새로운 거래의 블록을 검증하거나 제안할 책임을 갖게 됨. 이러한 검증 서비스를 제공하는 대가로, 채굴자들은 해당 작업 증명 네트워크의 소프트웨어 프로토콜 조건에 따라 분배되며 새롭게 생성되는 디지털 상품 형태의 보상을 받게 됨.<sup>101)</sup> 이처럼 작업 증명은 유효한 블록을 해당 작업 증명 네트워크에 추가하는 데 필요한 자원을 투입하도록 하는 유인책을 채굴자들에게 제공함.

<sup>99)</sup> 이전에 기업금융국(Corporation Finance)은 프로토콜 마이닝을 다루는 성명을 발표한 바 있음: U.S. Securities and Exchange Commission, Division of Corporation Finance, *Staff Statement on Certain Proof-of-Work Mining Activities* (Mar. 20, 2025), available at <https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/statement-certain-proof-work-mining-activities-032025>. 해당 성명 그리고 본 문건에서 인용된 실무진의 다른 성명은 위원회의 규칙, 규정, 지침, 혹은 성명이 아니며, 그 내용을 위원회가 승인하거나 불승인한 바도 없음. 실무진 성명들은 아무런 법적 효력이나 효과가 없음: 그것들은 적용 법규의 변경이나 개정도 아니며, 그 어떤 자에 대해서든 새로운 어떤 추가 의무를 창설하는 것도 아님. 의심의 여지가 없게 하자면, 위원회가 본 문건에서 표명하는 견해는 그러한 주제를 두고 위원회나 실무진이 이전에 발표했던 성명들을 대체하는 것임.

<sup>100)</sup> 기업금융국은 이전에도 프로토콜 스테이킹을 다룬 두 가지 성명을 발표한 바 있음: U.S. Securities and Exchange Commission, Division of Corporation Finance, *Staff Statement on Certain Protocol Staking Activities* (May 29, 2025), available at <https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/statement-certain-protocol-staking-activities-052925>, and *Staff Statement on Certain Liquid Staking Activities* (Aug. 5, 2025), available at <https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/corpfm-certain-liquid-staking-activities-080525>. 해당 성명 그리고 본 문건에 언급된 실무진의 그 어떤 성명도 위원회의 규칙, 규정, 지침, 또는 성명이 아니며, 그 내용을 위원회가 승인하거나 불승인한 바도 없음. 실무진 성명들은 아무런 법적 효력이나 효과가 없음: 그것들은 적용 법규의 변경이나 개정도 아니며, 그 누구에 대해서든 새로운 어떤 추가 의무를 창설하는 것도 아님. 의심의 여지가 없게 하자면, 위원회가 본 문건에서 표명하는 견해는 그러한 주제를 두고 위원회나 실무진이 이전에 발표했던 성명들을 대체하는 것임.

<sup>101)</sup> 프로토콜은 보상에 관한 규칙을 설정함. 보상 구조가 프로토콜에 의해 미리 결정되어 있으므로 채굴자들은 자신이 받게 될 보상을 변경할 수는 없음.

검증 서비스를 제공하는 채굴자는 해당 작업 증명 네트워크의 다른 노드들이, 소프트웨어 프로토콜을 통해, 그 해당의 정확성과 유효성을 확인한 뒤에만 보상을 받게 됨. 따라서, 어떤 채굴자가 정확한 답을 찾아내게 되면, 채굴자는 그 채굴자가 퍼즐을 적절하게 풀었고 보상을 받기에 합당한지 확인할 수 있는 다른 채굴자들에게 이 정보를 전파하게 됨. 검증이 완료되면, 모든 채굴자는 그 새 블록을 자신이 가진 작업 증명 네트워크의 사본에 추가하게 됨. PoW는 여러 거래를 인증하는 데 상당한 시간과 연산 자원을 소모하도록 함으로써 작업 증명 네트워크를 안전하게 보호하도록 설계된 것임. 이러한 방식으로 검증 프로세스가 작동할 때, 누군가 작업 증명 네트워크를 훼손하려는 시도가 발생할 가능성이 낮아지게 할 뿐만 아니라, 채굴자들이, 디지털 상품의 “이중 사용(double spending)”을 가능하게 하는 것과 같은, 변조된 거래들을 포함할 가능성도 낮아지게 함.<sup>102)</sup>

채굴자들은, 단독으로 하는 채굴(self or solo mining) 외에도, “마이닝 풀”(mining pools)에도 합류할 수 있는데, 이는 채굴자들이 성공적으로 거래들을 검증하고 작업증명 네트워크에 새로운 블록을 채굴해 낼 기회를 높이기 위해 그들의 연산 자원을 결합할 수 있게 해줌. 마이닝 풀들은 다양한 유형이 존재하며 그 운영과 보상 분배 방식이 각기 다름.<sup>103)</sup> 풀 운영자는 채굴자들의 연산 자원 조정, 해당 풀의 채굴 하드웨어와 소프트웨어 유지관리, 도난과 사이버 공격에 대응해 해당 풀의 보안 조치 감독, 그리고 채굴자들에 대한 보상 지급 보장이라는 책임을 지는 것이 일반적임. 운영자는 그 대가로 마이닝 풀에서 획득하는 보상에서 차감되는 수수료를 부과함. 풀마다 보상 지급 방식이 다르긴 하지만, 보상은 대개 마이닝 풀에 걸쳐 각 채굴자가 해당 풀에 공헌한 연산 자원 규모에 비례하여 배분됨. 채굴자들은 일반적으로 특정 풀에 머물 의무는 없고, 언제든지 풀에서 떠날 수 있음.

## 2. 적용 대상 프로토콜 마이닝 활동 (Covered Protocol Mining Activities)

아래의 해석은 본 문건의 서술에 부합하는 다음과 같은 프로토콜 마이닝 활동(이하 “프로토콜 마이닝 활동들” 그리고 각각은 “프로토콜 마이닝 활동”)에 관계됨: (1) PoW 네트워크상에서 디지털 상품을 채굴하는 행위; (2) 보상의 획득과 배분에 관계되는 역할을 포함하여, 프로토콜 마이닝 과정에 결부되는 마이닝 풀들 그리고 풀 운영자들의 역할. 본 문건에서는 다음과 같은 유형의 프로토콜 마이닝과 관련되어 수행되는 프로토콜 마이닝 활동들만을 다룸:

단독 채굴(Self or Solo Mining). 이는 채굴자가 자신의 컴퓨터 연산 자원을 사용하여 디지털 상품을 채굴하는 경우를 말함. 채굴자는 노드를 운영하고 디지털 상품들을 채굴해 내기 위해 단독으로 혹은 다른 자들과 함께 작업할 수도 있음.

마이닝 풀(Mining Pool). 채굴자들이 PoW 네트워크에서 성공적으로 거래들을 검증하고 새로운 블록을 채굴해 낼 기회를 높이기 위해 자신의 컴퓨터 연산 자원을 다른 채굴자들과 결합하는 경우를 말함.

<sup>102)</sup> 이중 사용(double spending)은 그 동일한 암호자산이 수신인 두 명에게 전송되는 행위와 결부되며 원장 기록이 변조될 때 발생할 수 있음.

<sup>103)</sup> 예를 들어, “PPS”(pay-per-share) 모델에서 채굴자들은, 해당 풀이 성공적으로 블록을 채굴했는지와 관계없이, 이들이 마이닝 풀에 각 유효 지분이나 블록으로 공헌한 바에 대한 대가를 수령하고; “P2P”(peer-to-peer) 모델에서는, 해당 풀 운영자의 역할이 풀 구성원들 사이에 탈중앙화되어 있음; “비례형”(proportional) 모델에서는, 채굴자들은 이들이 블록을 성공적으로 채굴하는 데 공헌한 작업 규모에 비례하는 보상을 받음.

보상의 지급은 PoW 네트워크에서 채굴자들로 직접 혹은 간접적으로는 풀 운영자를 통해 이들에게 흘러갈 수 있음.

### 3. 프로토콜 마이닝 활동에 관한 해석 (Interpretation Regarding Protocol Mining Activities)

본 문건에 기술된 방식과 상황에서 이루어지는 것이라면, 프로토콜 마이닝 활동들은 증권법 제2조 (a)(1) 및 증권거래법 제3조(a)(10)에서 의미하는 증권의 권유와 판매가 결부되지 않음. 따라서, 프로토콜 마이닝 활동들에 참여하는 자들은 그러한 프로토콜 마이닝 활동들과 관련하여 트랜잭션들을 증권법에 따라 위원회에 등록할 필요가 없고 이용할 수 있는 등록 면제 규정에도 속하지 않음.

앞서 언급했듯이<sup>104)</sup>, 디지털 상품 그 자체는 “증권”의 정의에 열거된 금융 상품들 가운데 그 어느 하나에도 해당하지 않음. 따라서, 우리는 프로토콜 마이닝이라는 맥락에서 디지털 상품들이 결부된 특정 트랜잭션들을 *하위* 테스트를 토대로 분석해 보겠음.

단독 채굴(Self or Solo Mining). 특정 채굴자 본인의 단독 채굴은 타인의 핵심적인 경영 노력으로부터 나올 수익에 대한 합리적 기대하에 수행되는 것이 아님. 오히려, 채굴자는 PoW 네트워크를 안전하게 보호하고 그 채굴자가 작업 증명 네트워크의 소프트웨어 프로토콜에 따라 발행되는 보상을 획득할 목적에서, 그 자신이 보유한 컴퓨터 연산 자원으로 기여하는 것임. 보상을 얻으려면, 반드시 채굴자의 제반 활동이 그 작업 증명 네트워크의 소프트웨어 프로토콜의 규칙들을 준수해야 함. 채굴자는 자신의 연산 자원을 작업 증명 네트워크에 더해줌으로써, 단지 그 작업 증명 네트워크를 안전하게 보호하며, 트랜잭션들을 검증해 새로운 블록들을 추가하고, 보상을 받기 위한 행정적 혹은 보조적 활동(administrative or ministerial activity)에 관여하고 있을 뿐임. 보상을 받을 거라는 채굴자의 기대는 해당 작업 증명 네트워크의 성공 여부를 좌우할 그 어떤 제3자의 핵심적인 경영 노력으로부터 유래하는 것이 아님. 대신, 그 작업 증명 네트워크의 소프트웨어 프로토콜로부터 나올 그 기대되는 재무적 보상은 채굴자에 의해 수행되는 행정적 혹은 보조적 행위에서 유래하는 것임. 그러므로, 보상은 타인의 핵심적인 경영 노력에서 유래하는 수익(profits)이라기보다는 채굴자 자신이 그 작업 증명 네트워크에 제공한 서비스의 대가로 받게 되는 대가(payments)임.

마이닝 풀(Mining Pool). 마찬가지로, 특정 채굴자가 해당 작업 증명 네트워크에서 새로운 블록을 성공적으로 채굴해 낼 기회를 높이기 위해 자신의 연산 자원을 다른 채굴자들과 결합하는 때에도, 그 채굴자에게는 타인의 핵심적인 경영 노력으로부터 나올 수익에 대한 아무런 기대가 없음. 마이닝 풀에 그 자신이 가진 연산 자원을 추가해 주는 행위를 통해, 채굴자는 단지 그 작업 증명 네트워크를 안전하게 보호하며, 트랜잭션들을 검증해 새로운 블록들을 추가하고, 보상을 받기 위한 행정적 혹은 보조적 활동에 관여하는 것임. 또한, 수익에 대한 채굴자들의 그 어떤 기대는 풀 운영자와 같은, 제3자의 노력에서 유래하는 게 아님. 설령 마이닝 풀에 참여하는 경우라도, 개별 채굴자는 새로운 블록을 검증하기 위한 암호학적 퍼즐을 풀어내기 위해 자신의 컴퓨터 연산력을 사용함으로써 실질적인 채굴 활동을 여전히 수행함.<sup>105)</sup>

<sup>104)</sup> See *supra* section III.A.

<sup>105)</sup> 이는 채굴자들이 그들의 연산력 공헌도를 토대로 풀에서 보상의 비례 지분(pro-rata share of the rewards)을 받는 사례를 가정하는 것이며, 비-채굴자들이 해당 풀의 지분을 매수할 수 있는 경우 혹은 채굴자들이 자신의 컴퓨터 연산력 공헌도를 토대로 해당 풀에서 받는 보상의 비례 지분보다 더 큰 보상을 받으려고 대가를 지급할

나아가, 특정 채굴자가 단독으로 채굴하던 마이닝 풀의 일원으로 채굴하던 그 행위의 차이가 *하위* 테스트의 목적상 프로토콜 마이닝의 본질을 변화시키는 건 아님. 두 가지 사례 모두에서, 프로토콜 마이닝은, 이 문건에 적시되는 바와 같이, 행정적 혹은 보조적인 활동 활동으로 남음. 나아가, 참여하는 채굴자들의 결합된 연산 자원을 사용해 마이닝 풀을 운영하는 운영자의 활동들 역시 그 본질은 행정적 혹은 보조적 활동임. 운영자의 일부 활동들이 채굴자들의 집단에 이익을 가져다줄 수는 있겠지만, 그러한 노력 일체는 핵심적인 경영 노력 요소가 되기에는 충분치 않은바, 채굴자들은 수익을 벌려고 그들이 다른 참여자들과 함께 마이닝 풀에 제공한 컴퓨터 연산 자원에서 수익을 기대하기 때문임.<sup>106)</sup> 그러한 목적에서 합류하는 것이지, 채굴자가 풀 운영자의 제반 활동으로부터 수동적으로 수익을 벌어들일 수 있기 때문에 마이닝 풀에 합류하는 것은 아님.

## B. 프로토콜 스테이킹 / Protocol Staking

### 1. 프로토콜 스테이킹 활동 개관 (Protocol Staking Activities Generally)

지분 증명(PoS)은 PoS 네트워크에 참여하는 제반 노드의 운영자들(“노드 운영자들”)이, 일부의 사례에서처럼 부정하게 행동하게 되면 몰수될 수도 있는, 가치를 그 POS 네트워크에 기여했다는 점을 증명하는 데 사용되는 합의 메커니즘임.<sup>107)</sup> PoS 네트워크에서, 노드 운영자는 그 POS 네트워크에 추가 될 데이터의 새로운 블록들을 검증하고, 네트워크의 상태를 업데이트하기 위해 그 POS 네트워크의 소프트웨어 프로토콜에 따라 프로그램적으로 선정될 해당 POS 네트워크에 고유한 디지털 상품을 반드시 걸어 두어야(stake) 함.<sup>108)</sup> 선정되는 노드 운영자가 하는 역할은 “검증인(Validator)” 기능임. 검증인들은 검증 서비스를 제공하는 대가로 두 가지 유형의 보상을 받게 됨: (1) 소프트웨어 프로토콜에 따라 검증인들에게 해당 POS 네트워크에 의해 프로그램 방식으로 분배되는 새로 생성된 디지털 상품들; (2) 해당 POS 네트워크에 자신들의 트랜잭션들을 추가하려는 당사자들이 디지털 상품으로 지급하는, 트랜잭션 수수료의 비례 지분.<sup>109)</sup>

PoS 네트워크에서는, 노드 운영자들이 검증하고 보상받을 자격을 얻으려면 반드시 디지털 상품들을 걸어두거나 “스테이킹”해야 하며(must commit or “stake” digital commodities), 그 과정은 통상적으로 스마트 컨트랙트를 통해 이루어짐. 맨 처음 스테이킹되는 디지털 상품들에 대해서는 (스테이킹이 유효해지는 데 필요한) “대기 기간(bonding period)”이 적용되는 데, 이 기간은 그 적용되는 POS 네트워크의 소프트웨어 프로토콜의 조건에 의해 설정한 일정한 기간(length of time)으로 그 기간이 지나야

수 있는 경우를 말하는 것은 아님.

<sup>106)</sup> 이와 대조적으로, 채굴자들이 컴퓨터 연산 자원을 제공하기 위해 풀 운영자에게 수동적으로 의존하는 경우, 해당 운영자의 활동은 핵심적인 경영 노력을 구성하게 됨.

<sup>107)</sup> 본 발표 문건은 “리스트레이킹”(restaking)을 다루지 않는바, 이는 그와 연관된 크립토 네트워크에 맡겨진 디지털 상품들이 추가적인 크립토 시스템들에서 사용될 수 있도록 허용하는 과정(a process that allows digital commodities staked on their associated crypto network to be used on additional crypto systems)을 의미함.

<sup>108)</sup> 검증(validation)이란 노드 운영자들이 크립토 네트워크상에서 실행되는 거래들을 체크하고 확인하는 과정을 뜻함.

<sup>109)</sup> 프로토콜이 보상에 관한 제반 규칙을 설정하긴 하지만, 노드 운영자들은 자유롭게 보상을 공유하거나 자신의 서비스에 대해 해당 프로토콜에서 정한 방식과 다른 방법으로 수수료를 부과할 수 있는 것이 일반적임. 일부 프로토콜은 해당 프로토콜의 표준 보상과 다른 보상을 제안해 받을 수 있게 허용하기도 함.

스테이킹된 디지털 상품들이 보상을 받을 적격을 갖추게 됨. 스테이킹 되어 있는 동안, 해당 디지털 상품들은 (스마트 컨트랙트에) 잠겨있게 되어 이전이 불가함(while staked, the digital commodities are locked-up and cannot be transferred).<sup>110)</sup> 검증인이 그 스테이킹된 디지털 상품들에 대한 점유권이나 통제-지배권을 취하게 되는 것은 아니며(Validator does not take possession or control of the staked digital commodities), 이는 곧 스테이킹된 디지털 상품들에 대한 소유권과 통제-지배권은 변경되지 않음을 의미함.

개별 PoS 네트워크의 소프트웨어 프로토콜에는, 노드 운영자들 가운데 검증인들을 선정하는 방법을 비롯해, 해당 POS 네트워크의 운영과 유지를 위한 규칙들이 담겨 있음. 일부 프로토콜들의 경우에는 검증인들을 무작위로 선정하는 방법을 규정하기도 하고 다른 프로토콜들은 노드 운영자들이 스테이킹한 디지털 상품들의 수량과 같이, 검증인들을 선정하는 특정 기준을 채택하고 있기도 함. 또한 프로토콜들에는, 부적절한 블록(Invalid blocks)이나 중복 서명(double signing)을 검증하는 행위(이는 어떤 검증인이 동일한 트랜잭션을 그 POS 네트워크에 여러 번 추가하려 시도하여, 결과적으로 동일한 암호자산들이 한 번 이상 이중으로 사용되도록 하는 행위)와 같이, POS 네트워크의 보안성(security)과 무결성(integrity)을 해치는 행위들을 억제할 목적에서 마련된 규칙들이 포함되기도 함.<sup>111)</sup>

프로토콜 스테이킹에서 오는 보상의 기능은 참여자들이 자신이 보유한 디지털 상품들을 그 PoS 네트워크의 안전한 보호와 지속적 운영이 담보되도록 하는 데 사용하도록 하는 경제적 유인을 제공하는 것임. 스테이킹되는 디지털 상품들의 총량이 증가하게 되면 PoS 네트워크들의 보안성이 높아질 수 있고, 위협 행위자가 트랜잭션 검증에 영향을 주거나 잠재적으로는 그 POS 네트워크의 트랜잭션 이력을 조작할 수 있을 정도로 스테이킹된 디지털 상품 전체의 과반수를 장악하게 되는 위험을 완화할 수 있음.

디지털 상품 “소유자들”은 노드 운영자 역할을 하면서 보상을 얻을 수도 있고 자신의 디지털 상품들을 스테이킹할 수 있음. 단독 스테이킹(self/solo staking)의 경우, 그 소유자는 항상 자신의 디지털 상품 및 암호학적 비공개키(private keys)에 대한 소유권(ownership)과 통제-지배권(control)을 유지함.

대안적으로는, 소유자들은 그들 자신의 노드를 운영하지 않고 직접 제3자와 자기-보관형 스테이킹(self-custodial staking)을 활용하면서 PoS 네트워크의 검증 프로세스에 참여할 수 있음. 소유자들은 검증 권한을 제3자인 노드 운영자에 부여하게 됨.<sup>112)</sup> 제3자인 노드 운영자를 이용할 때, 그 소유자는

<sup>110)</sup> PoS 네트워크들에 따라서는 스테이킹 최소 수량(minimum staking)이나 락-업 기간(lock-up period)이 다양함. 나아가, 스테이킹된 디지털 상품들에 대해서는 그 적용되는 PoS 네트워크의 소프트웨어 프로토콜에 의해 설정된 일정 기간(length of time)을 뜻하는 “해제 기간”(unbonding period) 요건이 일반적으로 적용되는데, 그 기간이 지나야 스테이킹이 해제된 디지털 상품들의 락-업이 풀리고 이전이 가능해짐.

<sup>111)</sup> 만약 어떤 노드 운영자나 검증인이 그와 같은 해로운 행위(detrimental activities)에 관여하거나 해당 POS 네트워크의 기술적 요건을 따르지 않게 되면, 그자의 스테이킹된 디지털 상품들은 몰수 또는 슬래싱 제재의 대상이 될 수 있음(forfeited or “slashed”).

**[역주]** “슬래싱”에 따른 손실은 검증인 등의 기술적 실책이나 부정행위에 대한 책임이며, 보상을 추구하는 행위는 ‘슬래싱 위험을 감수하며 네트워크를 지키는 노동의 대가’라는 점에서, 스테이킹을 ‘투자’가 아닌 ‘위험이 수반되는 서비스’ 혹은 ‘행정적 또는 보조적 활동’으로 보겠다는 논거를 제시하고 있음. 스테이킹 서비스의 증권성을 판단할 때도, 참여자가 슬래싱 메커니즘 등의 위험을 직접 부담하게 된다는 점에서, 단순한 ‘수익 보장형 투자 상품’으로 보기 어려울 것임.

<sup>112)</sup> 어떤 PoS 네트워크들에서는, 소유자들은 자신의 디지털 상품들을 스테이킹하고 이들이 제3자에게 부여할 수

보상의 일부를 받고, 노드 운영자 역시 트랜잭션들의 검증 서비스에 대한 대가로 받는 보상의 일부를 취득하게 됨. 직접적으로 제3자와 자기-보관형 스테이킹을 하게 될 때, 그 소유자는 계속해서 자신의 디지털 상품들과 비공개키에 대한 소유권과 통제·지배권을 보유하게 됨.

단독 스테이킹 및 제3자와의 직접적인 자기-보관형 스테이킹 외에, 프로토콜 스테이킹의 세 번째 형태는 “보관-위탁형”(custodial) 스테이킹으로, “보관·관리자”(custodian)인 제3자가 소유자의 디지털 상품들에 대한 보관·관리를 위탁받고(takes custody) 해당 소유자를 대신하여 디지털 상품들의 스테이킹을 지원하는 경우임. 이러한 맥락에서 소유자들은 “예치자”(depositors)에 해당하게 되는데, 보관·관리자에게 소유자들이 자신의 디지털 상품들을 예치하게 되면, 보관·관리자는 예치된 디지털 상품들을 자신이 통제하는 암호학적 지갑(cryptographic wallet)에서 보유하게 됨. 보관·관리자는 얻게 될 보상 중 합의된 일부를 받는 조건으로 예치자를 대신해 그 예치된 디지털 상품들을 스테이킹하게 되며, 보관·관리자는 자신이 운영하는 노드를 사용하기도 하고 보관·관리자가 선정하는 제3의 노드 운영자를 통하기도 함. 스테이킹 프로세스가 진행되는 모든 시점에서, 예치된 디지털 상품들은 보관·관리자의 통제하에 있게 되고, 그 예치자는 해당 보관·관리자에 의해 보유되는 디지털 상품들에 대한 소유권을 유지함.<sup>113)</sup> 나아가, 그 예치된 디지털 상품들은: (1) 그 보관·관리자에 의해 운영상 목적으로 혹은 일반 사업상 목적으로는 사용되지 않고; (2) 그 어떤 이유로든 대여, 담보 제공이나 재담보 대상이 되지 않으며; (3) 그것들은 제3자의 청구권 행사 대상이 되지 않도록 설계된 방식으로 보유됨. 그러한 이유에서, 보관·관리자는 그 예치된 디지털 상품들을 레버리지, 트레이딩, 투기, 혹은 재량적 활동에 관여할 목적으로 사용할 수도 없음.

네 번째 프로토콜 스테이킹의 유형은 “리퀴드 스테이킹”(Liquid Staking)으로, 예치자들은 그 예치된 디지털 상품들과 그로부터 발생하게 될 보상에 대한 소유권을 증명해 주는 새로 생성된 암호자산(이하 “스테이킹 영수 토큰”(Staking Receipt Tokens))을 받는 경우임.<sup>114)</sup> 스테이킹 영수 토큰들은, 리퀴드 스테이킹의 일환으로, 그 예치된 디지털 상품들의 수량과 1:1 기준으로 예치자들에게 발행됨.<sup>115)</sup> 스테이킹 영수 토큰은 그 보유자들이 스테이킹에서 예치된 디지털 상품들을 인출하지 않고서도 유동성을 유지할 수 있게 해주는 역할을 함. 예를 들면, 비록 프로토콜 스테이킹 활동과는 별개의 독립적인 트랜잭션들에서 이긴 하지만, 보유자들은 스테이킹 영수 토큰들을 그 보유자에게 수익을 제공해 줄 수 있는 경우를 비롯해, 크립토 애플리케이션에서 담보로 혹은 그에 참여하기 위해 사용할 수 있음. 스테이킹 영수 토큰들은 예치된 디지털 상품들의 그 어떤 권리나 의무도 변경하지 않으며, 그 성격은 예치된 디지털 상품들에 대한

---

있는 검증 권한을 받을 수 있으며, 그렇게 되면 권한을 부여받는 제3자가 소유자들을 대신하여 그 스테이킹된 디지털 상품들을 해당 POS 네트워크상의 트랜잭션 검증을 위해 사용할 수 있음. 예를 들면, 일부 POS 네트워크들은 소유자가 자신의 검증 권리를 노드 운영자에 “위임”(delegate)할 수 있게 허용하면서 이를 지원하고 있음. 이런 사례의 경우, 해당 노드 운영자는 스테이킹 프로세스에서 “위임인”(Delegate) 역할을 하게 됨. 다른 POS 네트워크들에서는 “지명인”(Nominators) 제도를 사용할 수도 있는데, 소유자는 검증자들을 선정할 때 소유자를 대신해 행동하도록 자신의 검증 권리를 해당 지명인에 부여할 수 있음.

113) 보관·관리자(custodian)는 일반적으로 예치자(depositor)와는 이용약관(user agreement or terms of service) 등, 해당 디지털 상품들에 대한 소유권을 예치자가 유지한다고 규정하는 내용의 계약을 체결하게 됨.

114) 아래에서 논의하는 바와 같이, ‘슬래싱’ 제재에 따른 손실(slashing losses)은 그 스테이킹된 디지털 상품들에서 차감됨.

115) 스테이킹 영수 토큰은 1:1 기준으로 발행되긴 하지만, 예치 시점에 그 예치되는 디지털 상품의 완전한 단위 한 개(one whole unit)가 스테이킹 영수 토큰의 완전한 단위의 일부(fraction)에 그칠 수도 있어, 완전한 단위가 아닌 소수점 단위로 스테이킹 영수 토큰이 발행될 수도 있음.

영수증(receipts)임. 예치자들은 적용받는 스테이킹 해제 기간(unbonding period) 요건을 전제로,<sup>116)</sup> 예치됐던 디지털 상품들 그리고 예치된 디지털 상품에서 발생한 보상을 받으면서 당해 스테이킹 영수 토큰들을 상환(redeem)할 수 있음.<sup>117)</sup>

사람들은 프로토콜-기반의 서비스 제공자들 혹은 제3의 서비스 제공자들(본 문건에서는 이 둘 다 “리퀴드 스테이킹 제공자들”(Liquidity Staking Providers)로 지칭)을 통해 리퀴드 스테이킹에 참여할 수 있음. 리퀴드 스테이킹 제공자는 예치자를 대신해 그 예치된 디지털 상품들의 스테이킹을 지원함. 리퀴드 스테이킹 제공자는 예치된 디지털 상품들을 당해 스테이킹 제공자가 통제하는 암호학적 지갑에서 혹은 스마트 컨트랙트에서 보유하게 됨. 리퀴드 스테이킹 제공자는 합의된 수수료(예치된 디지털 상품들에서 발생하게 될 보상에서 차감)를 받는 조건으로 예치자를 대신해서 예치된 디지털 상품들의 스테이킹을 수행하게 되며, 당해 리퀴드 스테이킹 제공자가 운영하는 노드를 사용하면서 혹은 그 리퀴드 스테이킹 제공자가 선정하는 제3의 노드 운영자를 통해서도 할 수 있음.<sup>118)</sup> 그 후자의 경우, 노드 운영자 선정은 스테이킹 프로세스에서 리퀴드 스테이킹 제공자만의 결정이며, 그 결정은 자동화될 수도 있음. 이러한 리퀴드 스테이킹 약정이 계속되는 동안 모든 시점에서, 예치된 디지털 상품들은 리퀴드 스테이킹 제공자의 통제하에 남아 있게 되며, 그 예치된 디지털 상품들에 대한 소유권은 예치자(혹은 이후에 예치자의 스테이킹 영수 토큰들을 이전받은 자)가 유지한다는 의사가 반영됨.<sup>119)</sup>

프로토콜-기반의 리퀴드 스테이킹 제공자를 이용하게 될 때, 예치자들은 자신의 디지털 상품들을 소프트웨어 프로토콜에 예치하게 되는데, 이 프로토콜은 예치자들을 대신하여 그 예치된 디지털 상품들을 스마트 컨트랙트 내에서 보유하고, 예치자들을 대신해 예치된 디지털 상품들을 스테이킹하게 되며, 예치자들에게 스테이킹 영수증 토큰들을 발행해 주게 되며, 이 모든 과정은 자기-실행되는 컴퓨터 코드를 통해 프로그램적으로 수행됨. 스테이킹 영수 토큰들의 생성, 발행 및 상환은 제3의 중개자 필요 없이 혹은 그에 대한 의존 없이 수행됨.

보관·관리 수탁자 등 제3의 리퀴드 스테이킹 제공자를 이용하게 될 때, 예치자들은 자신의 디지털 상품들을 제3의 리퀴드 스테이킹 제공자에게 예치하게 되는데, 그 제공자는 예치자들을 대신하여 예치된 디지털 상품들을 암호학적 지갑에 보관하고, 예치자들을 대신하여 그 예치된 디지털 상품들을 스테이킹하게 되며, 예치자들에게 스테이킹 영수 토큰들을 발행해 주게 됨. 스테이킹 영수 토큰들의 생성, 발행 및 상환은 해당 제3의 리퀴드 스테이킹 제공자에 의해 수행됨.

리퀴드 스테이킹 약정을 하게 되면, 스테이킹된 디지털 상품들에서 보상이 발생하며, 슬래싱<sup>120)</sup>에 따른 손실분(slashing losses)은 스테이킹된 디지털 상품들에서 차감됨. 보상은 리퀴드 스테이킹 제공자에게 예치되고, 슬래싱 손실이 발생하면 스테이킹된 디지털 상품들은 몰수되며(forfeited), 이 모든 과정은 프로

116) “언본딩 기간”(unbonding period)에 대한 설명은 위의 각주 110번을 참조.

117) 상황이 이루어지게 되면 해당 스테이킹 영수 토큰은 “소각”(burned)되는데, 이는 그 스테이킹 영수 토큰이 유통에서 영구히 제거되는 프로세스임.

118) 예치된 디지털 상품에서 발생하게 될 보상의 규모는 제3의 노드 운영자에게 지급할 수수료만큼 차감이 됨.

119) 일반적으로 리퀴드 스테이킹 제공자는 이용약관(user agreement or terms of service) 등, 예치자가 그 예치된 디지털 상품들에 대한 소유권을 유지한다는 내용의 계약을 체결하게 됨.

120) “슬래싱(slashing)”에 대한 설명은 위의 각주 111번을 참조.

그럼적 방식으로 자기-실행되는 컴퓨터 코드를 통해 이루어짐. 스테이킹 영수 토큰들이 보상 및/또는 슬래싱 손실을 반영하는 방식에는 두 가지가 있음. 첫째 방식에서는, 스테이킹 영수 토큰이 보상이 발생함에 따라 혹은 슬래싱 손실이 발생함에 따라 그 시점에 더 많아지거나 더 줄어든 디지털 상품들에 대한 소유권을 증명하게 됨. 이는 곧 보상이 발생하면서 그리고/또는 슬래싱 손실이 발생하게 되면서 하나의 디지털 상품에 대한 스테이킹 영수 토큰의 비율이 변동됨을 뜻함. 둘째 방식에서는, 스테이킹 영수 토큰 보유자들은 보상이 발생함에 따라 그 시점에 스테이킹 영수 토큰을 추가로 받고, 슬래싱 손실이 발행하면 그 시점에 스테이킹 영수 토큰들을 잃게 됨. 이는 스테이킹 영수 토큰들의 디지털 상품들에 대한 비율이 항상 변하지 않고 유지됨을 의미함. 어느 방식에서든, 스테이킹 영수 토큰들은, 그 해제 기간(unbonding period) 적용을 전제로, 언제든지 리퀴드 스테이킹 제공자를 상대로 그 예치된 디지털 상품들로 상환 청구될 수 있음.

## 2. 적용 대상 프로토콜 스테이킹 활동 (Covered Protocol Staking Activities)

아래의 해석은 본 문건에 적시된 설명에 부합하는 다음과 같은 프로토콜 스테이킹 활동들(이하 “프로토콜 스테이킹 활동들”, 각각은 “프로토콜 스테이킹 활동”)과 관련됨: (1) PoS 네트워크상에서의 디지털 상품들의 스테이킹; (2) 보상의 획득과 분배와 관련된 역할을 비롯하여, 프로토콜 스테이킹 프로세스에 관여하는 제3 당사자들에 의해 수행되는 활동—그 제3 당사자들에는, 이에 국한되지 않지만, 제3자인 노드 운영자들(Node Operators), 검증인들(Validators), 보관·관리 수탁자들(Custodians), 수입자들(Delegates), 지명인들(Nominators), 그리고 리퀴드 스테이킹 제공자들(Liquid Staking Providers)(이하 “서비스 제공자들”이라 통칭)이 포함됨; (3) 스테이킹 영수 토큰들의 생성, 발행 및 상환과 관련하여 리퀴드 스테이킹 제공자에 의해 수행되는 활동; 그리고 (4) (아래에서 정의하는 바의) 부수 서비스(Ancillary Services) 제공 활동. 본 문건에서는 오직 다음과 같은 유형의 프로토콜 스테이킹과 관련되어 수행되는 프로토콜 스테이킹 활동들만을 다룸:

**단독 스테이킹(Self/Solo Staking).** 이는 어떤 노드 운영자가 그 자신의 자원을 사용하면서 본인이 소유하고 통제·지배하는 디지털 상품들을 스테이킹하는 활동이 결부되는 경우임. 그 노드 운영자에는 노드 하나를 운영하며 함께 활동하면서 그들의 디지털 상품들을 스테이킹하는 한 명 이상의 자들이 포함될 수도 있음.

**직접 제3자와 수행하는 자기-관리형 스테이킹(Self-Custodial Staking Directly with a Third Party).** 이는 PoS 네트워크의 프로토콜 조건에 따라, 소유자의 검증 권리를 부여받고 있는 어떤 노드의 활동이 결부되는 경우임. 보상의 지급은 PoS 네트워크에서 직접 그 소유자로 혹은 간접적으로는 그 노드 운영자를 통해 이들에게 흘러갈 수도 있음.

**보관·관리 약정에 따른 스테이킹(Custodial Arrangement).** 이는 어떤 보관·관리 수탁자가 예치자들을 대신하여 스테이킹하는 활동이 결부되는 경우임. 예를 들면, 예치된 디지털 상품들을 보유해 주는 암호자산 매매 플랫폼은 예치자들이 동의하면 이들을 대신할 수 있게 위임을 허용하는 어떤 POS 네트워크 상에서 그 예치자들을 대신하여 그러한 디지털 상품들을 스테이킹할 수도 있음. 해당 보관·관리자는 자신의 노드를 사용하거나 제3의 노드 운영자를 선정해서 예치된 디지털 상품들을 스테이킹하게 됨. 후자의 경우, 그러한 노드 선정은 스테이킹 과정에서 해당 보관·관리자만의 결정(Custodian’s only decision)임.

**리퀴드 스테이킹(Liquid Staking).** 이는 예치된 디지털 상품들 그리고 그 예치된 디지털 상품들에서 발생하는 보상 일체에 대한 소유권을 증명하는 스테이킹 영수 토큰을 받는 예치자들을 대신하여 스테이킹 해 주는 리퀴드 스테이킹 제공자가 결부되는 경우임. 리퀴드 스테이킹 제공자는 그 자신의 노드를 사용하거나 제3의 노드 운영자를 선정해서 예치된 디지털 상품들을 스테이킹하게 됨. 후자의 경우, 그러한 노드 선정은 리퀴드 스테이킹 과정에서 해당 리퀴드 스테이킹 제공자만의 결정임.

### 3. 프로토콜 스테이킹 활동에 대한 해석 (Interpretation Regarding Protocol Staking Activities)

본 문건에 적시된 방식과 상황에 따라 수행되는, 프로토콜 스테이킹 활동들에는 증권법 제2조(a)(1) 및 증권거래법 제3조(a)(10)의 의미에 속하는 증권의 권유 및 판매(offer and sale of a security) 행위가 결부되지 않음. 그러므로, 프로토콜 스테이킹 활동들에 참여하는 자들은 그러한 프로토콜 스테이킹 활동들과 관련하여 증권법에 따라 트랜잭션들을 위원회에 등록할 필요가 없으며, 혹은 등록 면제 규정의 적용 범위에도 속하지 않음.

앞서 언급한 바와 같이<sup>121)</sup>, 디지털 상품 그 자체는 “증권”의 정의 부분에서 열거된 그 어떤 금융 상품에도 해당하지 않음. 따라서 우리는, 프로토콜 스테이킹이라는 맥락에서 디지털 상품들이 결부되는 특정 트랜잭션들에 대해 *하위* 테스트에 따라 분석해 보기로 함.<sup>122)</sup>

**단독 스테이킹.** 어떤 노드 운영자의 단독(솔로) 스테이킹은 타인의 핵심적인 경영 노력으로부터 나올 수익에 대한 합리적 기대하에 수행되는 행위가 아님. 오히려, 노드 운영자들은 그들 자신이 보유한 자원을 기여하고 자신들이 소유한 디지털 상품들을 스테이킹함으로써, PoS 네트워크를 안전하게 보호하고 새로운 블록들에 대한 검증을 통해 POS 네트워크의 운영을 촉진하게 되며, 이를 통해 그 기저의 소프트웨어 프로토콜에 따라 POS 네트워크에서 발행되는 보상을 받을 자격을 갖추 수 있게 됨. 보상을 얻으려면, 노드 운영자의 제반 활동은 반드시 그 POS 네트워크의 소프트웨어 프로토콜 규칙들을 준수해야 함. 노드 운영자는 그 자신의 디지털 상품들을 스테이킹하고 프로토콜 스테이킹에 참여함으로써, 단지 POS 네트워크를 안전하게 보호하고 그 운영을 촉진하기 위한 행정적 혹은 보조적 활동에 관여하고 있을 뿐임(merely engaging in an administrative or ministerial activity). 노드 운영자의 보상을 받게 될 것이라는 기대는 그 POS 네트워크의 성공 여부를 좌우할 그 어떤 제3자의 핵심적인 경영 노력에서 유래하지 않음. 대신에, POS 네트워크의 소프트웨어 프로토콜에서 제시되며 예상되는 재무적 보상(incentive)은 오로지 프로토콜 스테이킹이라는 행정적 혹은 보조적 활동으로부터 나오는 것임. 그러므로, 보상은 타인의 핵심적인 경영 노력에서 유래하는 수익이라기보다는 서비스를 POS 네트워크에 제공한 노드 운영자에게 대가로 지급되는 것임.

**직접 제3자와 수행하는 자기-관리형 스테이킹.** 마찬가지로, 어떤 소유자가 자신의 검증 권리를

121) 위와 section III.A 참조.

122) 프로토콜 스테이킹은 일반적으로 그리고 본 문건에 정의되고 우리가 본 문건에서 이를 토대로 우리의 견해를 밝히고 있는 “프로토콜 스테이킹 활동들(Protocol Staking Activities)”에는 어음(notes)이나 여타 채무증서(evidence of indebtedness)가 결부되지 않음. 왜냐하면 그 스테이킹 프로세스의 전 과정에서 소유자(Owner)나 예치자(Depository)는 (직접적이든 아니면 어떤 보관·관리 수탁자나 리퀴드 스테이킹 제공자를 통해서든) 자신의 디지털 상품들에 대한 소유권을 유지하기 때문임.

어떤 노드 운영자에게 부여하는 경우, 그 소유자는 타인의 핵심적인 경영 노력으로부터 유래할 수익에 대한 아무런 기대가 없음. 해당 노드 운영자가 그 소유자에게 제공하는 서비스는 본질적으로 행정적 혹은 보조적인 것이며 위의 단독(솔로) 스테이킹 부분에서 논의한 바와 같은 이유로 핵심적인 경영 노력을 구성하는 것도 아님. 어떤 노드 운영자가 본인이 소유한 디지털 상품들을 스테이킹하든, 소유자들로부터 검증 권리를 부여받은 경우든, *하위* 테스트라는 목적상 프로토콜 스테이킹의 본질이 변경되는 것이 아님. 두 경우 모두, 프로토콜 스테이킹은 행정적 혹은 보조적 활동에 그치고, 그 기대되는 재무적 보상은 오로지 그런 활동에서 유래할 뿐 해당 POS 네트워크나 다른 어떤 제3자의 성공에서 유래하지 않음. 나아가, 노드 운영자는 소유자들에게 돌아갈 보상의 규모에서 (고정액이든 보상 규모 대비 일정률이든) 자신이 부과하는 수수료를 공제할 수는 있지만, 보상 규모를 보증하거나 어떤 방법으로든 설정 혹은 고정하지도 않음.

**보관·관리 약정에 따른 스테이킹.** 보관·관리 수탁 약정에서는, (어떤 노드 운영자인지 아닌지와 관계없이) 해당 커스터디언이 그 서비스를 제공받는 예치자들에게 핵심적인 경영 노력을 제공하지 않음. 이러한 약정 체계는 어떤 소유자가 자신의 검증 권리를 제3자에 부여하게 되는 위의 논의 사례와 유사하지만, 이 경우 그러한 약정에는 소유자가 자신의 예치된 디지털 상품들에 대한 보관·관리를 위탁하는 행위까지 결부되는 점이 다름. 보관·관리 수탁자는 예치자의 디지털 상품들을 스테이킹 할 것인지, 언제 혹은 어느 수량만큼 스테이킹 할 것인지를 결정하지 않음. 보관·관리 수탁자는 그 예치자를 대신한 디지털 상품들의 스테이킹과 관련해서는 대리인(agent) 역할을 함.<sup>123)</sup> 또한, 예치된 디지털 상품들에 대한 보관·관리 수탁 행위 그리고 일부 사례에서 노드 운영자를 선정하는 행위는 본질적으로 그러한 행위가 행정적 혹은 보조적인 것인바 핵심적인 경영 노력에 해당하지도 않음. 나아가, 커스터디언은 예치자들에게 갈 보상의 규모에서 (고정액이든 보상 규모 대비 일정률이든) 자신이 부과하는 수수료를 공제할 수는 있지만, 그 보상 규모를 보증하거나 어떤 방법으로든 설정 혹은 고정하지도 않음.<sup>124)</sup>

**리퀴드 스테이킹.** 리퀴드 스테이킹에서는, (어떤 노드 운영자인지 아닌지와 관계없이) 리퀴드 스테이킹 제공자는 자신이 그 서비스를 제공하는 예치자들에게 핵심적인 경영 노력을 제공하지 않음. 이 약정은 “보관·관리 약정”과 관련해 위에서 논의한 바와 유사함. 리퀴드 스테이킹 제공자는 예치자의 디지털 상품들에 대해 스테이킹 여부, 시점 혹은 수량을 결정하지 아니하며 예치자를 대신한 스테이킹과 관련해서는 대리인 역할을 함.<sup>125)</sup> 또한, 예치된 디지털 상품들에 대한 리퀴드 스테이킹 제공자의 보관·관리 수탁 행위 그리고 일부 사례에서 노드 운영자를 선정하는 행위는 본질적으로 그러한 행위가 행정적 혹은 보조적인 것인바 핵심적인 경영 노력에 해당하지도 않음. 나아가, 리퀴드 스테이킹 제공자는 예치자들에게 돌아갈 보상의 규모에서 (고정액이든 보상 규모 대비 일정률이든) 공제할 수는 있지만, 그 보상 규모를 보증하거나 어떤 방법으로든 설정하지도 않음.<sup>126)</sup>

123) 만약 보관·관리 수탁자(custodian)가 예치자의 디지털 상품들에 대한 스테이킹 여부, 시점 혹은 수량을 선정하는 경우라면, 그자의 제반 행위는 본 문건의 범위에서 벗어남.

124) 만약 보관·관리 수탁자가 예치자들에게 돌아갈 보상의 규모를 보증하거나 어떤 방법으로든 그 규모를 설정하고 있다면, 그자의 제반 행위는 본 문건의 범위에서 벗어남.

125) 만약 리퀴드 스테이킹 제공자가 예치자의 디지털 상품들에 대한 스테이킹 여부, 시점 혹은 수량을 선정하고 있다면, 그자의 제반 행위는 본 문건의 범위에서 벗어남.

126) 만약 리퀴드 스테이킹 제공자가 예치자들에게 돌아갈 보상의 규모를 보증하거나 어떤 방법으로든 그 규모를 설정하고 있다면, 그자의 제반 행위는 본 문건의 범위에서 벗어남.

**부수적 서비스.** 서비스 제공자들은 스테이킹과 관련해서 소유자와 예치자들에게 아래에 적시되는 바와 같은 서비스들(이하 “부수적 서비스”(Ancillary Services)라 함)을 제공할 수 있음. 이 부수 서비스들 각각은 단지 행정적 혹은 보조적인 성질이고 핵심적인 경영 노력이 결부되는 행위가 아님. 이들 서비스는 그 자체로는 핵심적인 경영 노력에 해당하지 않는, 프로토콜 스테이킹이라는 일반적 활동의 여러 측면일 뿐임.<sup>127)</sup>

- **슬래싱 손실 위험 보장(Slashing Coverage).** 슬래싱에 따른 손실에 대해 서비스 제공자가 스테이킹 고객들을 보상(reimburse)해 주거나 면책(indemnifies)해 주는 경우임. 이와 같은 보호 장치는 많은 유형의 전통적 상거래에서 서비스 제공자들에 의해 제시되는 바와 유사한 것임.

- **스테이킹 조기 해제(Early Unbonding).** 서비스 제공자가 어떤 POS 네트워크의 소프트웨어 프로토콜에서 정한 스테이킹 해제 대기 기간(applicable unbonding period)이 끝나기 전에 소유자나 예치자에게 디지털 상품들이 반환될 수 있게 허용하는 경우임. 이 서비스는 단지 소유자나 예치자에게 스테이킹 해제 대기 기간이라는 부담을 줄여주며 제공되는 편의로서 그 적용되는 언본딩 기간을 단축해 주는 것일 뿐임.

- **보상 지급 일정과 규모의 대안 제시(Alternate Rewards Payment Schedules and Amounts).** 서비스 제공자가 벌어들인 보상을 POS 네트워크의 소프트웨어 프로토콜에서 정한 일정과는 다른 주거나 규모로 배분해 주며 그리고/또는 그 보상이 POS 네트워크의 소프트웨어 프로토콜에서 분배하는 시기보다 더 빠르거나 덜 빈번하게 지급해 주는 경우로, 다만 그 보상 규모가 고정 또는 보증되지 않거나, 해당 POS 네트워크의 소프트웨어 프로토콜에서 주는 것보다 크지 않은 경우임. 이는 대기 기간 조기 해제(early unbonding)와 유사하게, 단지 보상 배분과 인도의 행정적 관리와 관련해서 소유자와 예치자들에게 주어 지는 선택적 편의(optional convenience)에 불과함.

- **디지털 상품 수량 병합(Aggregation of Digital Commodities).** 서비스 제공자가 어떤 POS 네트워크의 소프트웨어 프로토콜이 정한 최소 스테이킹 조건을 충족하기 위해 소유자나 예치자들의 디지털 상품들을 모아(aggregate) 스테이킹 기능을 제공하는 경우임. 이는 검증 프로세스의 일부로서, 그 자체는 본질적으로 행정적 혹은 보조적인 성격을 가짐. 그 이상이 아니라면, 스테이킹을 할 수 있게 도움을 줄 목적에서 여러 소유자나 예치자의 디지털 상품들을 모으는 행위는 유사하게 행정적 혹은 보조적 성질을 가짐.

#### 4. 스테이킹 영수 토큰 관련 해석 (Interpretation Regarding Staking Receipt Tokens)

본 문건에 적시된 방식과 제반 상황에 따라 행해진 것으로서, 어떤 투자계약의 적용 대상이 아닌 비-증권 암호자산에 대한 영수증(receipt)에 해당하는 스테이킹 영수 토큰의 권유와 판매(offer and sale of a Staking Receipt Token)는 증권법 제2조(a)(1) 혹은 증권거래법 제3조(a)(10)의 의미에 속하는 증권의 권유 및 판매 행위가 결부되지 아니함. 따라서, 본 문건에 적시된 방식과 제반 상황에 따라 행해진 것으로서, 어떤 투자계약의 대상이 아닌 비-증권 암호자산에 대한 영수증에 해당하는 스테이킹 영수 토큰을 생성.

<sup>127)</sup> 서비스 제공자들이 아래에서 논의되지 않는 서비스들을 제공하는 경우라면, 이들의 제반 행위는 본 문건의 범위에서 벗어남.

발행, 상환하는 과정에 결부되는 자들, 그리고 그러한 스테이킹 영수 토큰의 유통-시장 권유 및 판매에 결부되는 자들은 해당 트랜잭션들을 증권법에 따라 위원회에 등록할 필요가 없으며 등록 면제 규정의 적용을 받을 필요도 없음. 반면에, 디지털 증권 또는 투자계약을 적용받는 어떤 비-증권 암호자산에 대한 영수증에 해당하는 스테이킹 영수 토큰의 권유나 판매는 증권법 제2조(a)(1) 혹은 증권거래법 제3조(a)(10)의 의미에 속하는 증권의 권유나 판매에 해당함.

어떤 투자계약을 적용받지 않는 비-증권 암호자산에 대한 영수증인 스테이킹 영수 토큰은, 무엇보다도, 그것이 증권의 경제적 특성들을 갖지 않으므로 “증권”의 정의 부분에 열거된 보통의 금융 상품들 그 어느 하나에도 해당하지 않음. 예치자들에게 이들이 예치한 디지털 상품들과 관련하여 발생하는 보상을 받을 권리가 부여되지만, 그러한 스테이킹 영수 토큰 자체가 보상을 창출하는 것은 아님. 오히려, 보상은 그 기저의 프로토콜 스테이킹 활동들에서 창출되며, 그러한 스테이킹 활동들에는 (위에 논의한 바와 같이) 증권 거래가 결부되지 않음. 나아가, 그러한 스테이킹 영수 토큰은 “증권”의 정의 부분에 열거된 파생 금융 상품들 그 어느 하나에도 해당하지 않음.<sup>128)</sup> 그러므로, 그러한 스테이킹 영수 토큰은 단지 리워드 스테이킹 제공자에 의해 보유되면서 예치자가 그에 대해 소유자로서 권리를 갖게 되는 예치된 디지털 상품들을 증명하는 것에 불과함. “증권”의 정의에는 명시적으로 증권 일체에 대한 “영수증”(“receipt for” any security)이 포함되어 있음.<sup>129)</sup> 스테이킹 영수 토큰은 예치된 디지털 상품에 대한 보유자의 소유권을 증명하는 것인 만큼, 어떤 영수증에 해당하며, 이는 적시된 규모의 디지털 상품이 영수증을 발행하는 리워드 스테이킹 제공자에게 예치되었음을 인증하는 증서(instrument)인 것임.<sup>130)</sup> 따라서, 투자계약의 적용 대상이 아닌 어떤 비-증권 암호자산을 받았다는 영수증에 해당하는 스테이킹 영수 토큰은 어떤 증권을 받았다는 영수증이 아님. 반면에, 투자계약의 적용 대상인 어떤 디지털 증권이나 비-증권 암호자산에 대한 영수증에 해당하는 스테이킹 영수 토큰은 증권임.

한편으로는, 투자계약을 적용받지 않는 어떤 비-증권 암호자산을 받았다는 영수증인 스테이킹 영수 토큰 자체가 어떤 투자계약을 적용받으면서 권유되고 판매될 수도 있는지에 대해서도 검토될 필요가 있음. 그러한 스테이킹 영수 토큰은 그러한 스테이킹 영수 토큰의 생성, 발행, 상환 프로세스에 결부되는 당사자들이 그러한 스테이킹 영수 토큰을 보유하는 자들에게 핵심적인 경영 노력을 제공하지 않기 때문에 그리고 그러한 스테이킹 영수 토큰 보유자들에 의해 실현될 그 어떤 경제적 편익도 그러한 노력 일체에서 유래하지 않기 때문에, 어떤 투자계약을 전제로 권유되고 판매되는 것은 아님.<sup>131)</sup> 즉, 그 스테이킹 영수

128) 그러한 스테이킹 영수 토큰(SRT)은 다음과 같은 이유로 다음의 어느 하나에 해당하지 않음: (i) “그 어떤 증권에 대한 풋, 콜, 스트래들, 옵션, 선취특권(privilege)”에 해당하지 않음, **프리미엄(premium)이 없고**(즉, 기초 자산을 매수하거나 매도할 권리를 받는 조건으로 아무런 대가도 지급되지 않음), **선택성(optionality)도 없으며**(즉, 그 기초 자산을 매수·매도할지를 선택할 아무런 능력도 없음), **당사자들 간에 위험을 이전하지도 않기 때문임**; (ii) “증권 선물”(security future)에도 해당하지 않음, 그것이 어떤 자산을 **장래에 인도하기로 하는 계약의 판매가 아니기 때문임**; 또는 (iii) “증권-기반 스왑”(security-based swap)에도 해당하지 않음, 그것이 **예치된 디지털 상품에 대한 실질 소유 지분(beneficial ownership interest)을 보유자에게 제공하는 것이기 때문임**.

129) “증권”의 정의 부분에 열거된 금융 상품에는 “증권에 대한 예탁증서(certificate of deposit for a security)도 포함되어 있지만, 이 용어는 일반적으로 회사정리 절차가 진행되는 동안 보호 위원회에 의해 발행된 증서(instruments issued by protective committees during corporate reorganizations)를 지칭하는 것으로 해석되곤 했음. *Marine Bank*, 455 U.S. at 557 n.5. 참조.

130) 위의 각주 119 참조.

131) 스테이킹 영수 토큰을 보유하는 자는 해당 스테이킹 영수 토큰을 사용해서 추가 소득(additional returns)을 창출

토큰의 가치는 예치된 디지털 상품들의 가치에서 유래하는 것이지, 리워드 스테이킹 제공자 혹은 그러한 스테이킹 영수 토큰을 생성, 발행, 상환하는 프로세스에 결부되는 다른 어떤 제3자의 핵심적인 경영 노력에서 나오는 게 아님. 더욱이, 예치된 디지털 상품과 관련해서 발생하는 보상 일체는, 위에서 논의한 바와 같이, 증권법 제2조(a)(1) 혹은 증권거래법 제3조(a)(10)의 의미에 속하는 증권의 권유와 판매 행위가 결부되지 않는 프로토콜 스테이킹 활동들을 통해 실현됨.

## VI. “래핑”(Wrapping)이라는 암호자산 활동의 연방 증권법상 지위

### FEDERAL SECURITIES LAWS STATUS OF THE CRYPTO ASSET ACTIVITY KNOWN AS “WRAPPING”

이어지는 논의에서 우리는, 암호자산들의 “래핑”(wrapping)에 관한 해석을 제공하는 바임. 암호자산들의 “래핑”이란 어떤 자가 암호자산을 보관·관리 수탁자(custodian), 크로스-체인 브릿지(cross-chain bridge)<sup>132)</sup>이하 “래핑된 토큰 제공자”(Wrapped Token Provider)라 함)에 예치하고 그 대신 래핑된 토큰 제공자가 직접적으로든, 간접적으로든 그 어떤 소득, 이자, 수익 기회, 혹은 추가되는 재화나 서비스를 제공하지 않으면서 1:1 비율로 그와 동등한 수량의 “래핑된 상환 조건부 토큰”(Redeemable Wrapped Tokens)<sup>133)</sup>을 생성하게 되는 과정을 말함. 래핑된 토큰 제공자는, 유통 중인 래핑된 상환 조건부 토큰들을 위해, 예치된 암호자산과 동등한 수량의 계속 보유가 보장되는 방식으로 예치된 암호자산을 보유하게 됨.<sup>134)</sup> 래핑된 토큰 제공자는 그 래핑된 상환 조건부 토큰 보유자들의 이익을 위해 예치된 암호자산을 보유하게 되고, 예치된 암호자산은 실질적으로 “잠겨있게” 되면서(effectively “locked-up”) 그 어떤 이유로든 이전, 대여, 담보 제공, 재담보되거나 어떤 방식으로든 사용될 수 없게 됨. 래핑된 상환 조건부 토큰 보유자는—예치된 암호자산을 최초로 예치한 자이든 이후 양수받은 자이든 관계없이—그 래핑된 상환 조건부 토큰을 예치된 암호자산과 1:1로 상환받을 권리를 갖게 됨. 상환을 받게 될 때, 래핑된 상환 조건부 토큰 보유자는 위에서 언급한 과정을 역순으로 밟게 되는데, 보유자가 래핑된 상환 조건부 토큰들을 다시 래핑된 토큰 제공자에게 보내게 되면, 그 래핑된 토큰 제공자는 래핑된 상환 조건부 토큰들을 소각(또는 파괴)하고 그 보유자에게는 1:1로 예치됐던 수량과 동등한 수량의 암호자산을 다시 내어주게 됨.

본 문건에 적시된 방식과 제반 상황에 따라 행해지는 것이라면, 투자계약이 전제되지 않는 어떤 비-증권 암호자산을 받았다는 영수증에 해당하는 래핑된 상환 조건부 토큰의 권유 또는 판매는 증권법 제2조(a)(1) 또는 증권거래법 제3조(a)(10)의 의미에 속하는 증권의 권유 및 판매가 결부되지 않는 행위임.

하게 될 수도 있음. 만약 리워드 스테이킹 제공자가 그러한 스테이킹 영수 토큰이 것처럼 소득을 창출하기 위해 사용될 수 있는 수단들(means)을 제공하고 있는 경우라면, 그들의 제반 활동은 본 문건의 범위에서 벗어남.

<sup>132)</sup> “크로스-체인 브릿지”(cross-chain bridge)는 어떤 보관·관리 수탁자를 사용하지 않으면서 프로그램 방식으로 래핑된 상환 조건부 토큰들을 생성하고 상환함. 크로스-체인 브릿지는 각기 다른 크립토 네트워크들 및 토큰 표준들의 상호 운용성을 지원하기 위해 스마트 컨트랙트들을 사용하는 자기-실행형 코드로 이루어짐.

<sup>133)</sup> 본 문건의 목적상, “래핑된 상환 조건부 토큰”(Redeemable Wrapped Token)이란 각기 다른 크립토 네트워크에 고유한 암호자산을 표시하거나 각기 다른 토큰 표준을 토대로 하는 암호자산을 표시하도록 어떤 크립토 네트워크 상에서 발행된 암호자산으로서 (1) 예치된 암호자산으로 1:1 뒷받침되고, (2) 예치된 암호자산과 고정된 1:1 기준으로 상환될 수 있으며, 상환되는 경우 래핑된 상환 조건부 토큰은 소각(혹은 파괴)되고 이를 통해 영구적으로 유통에서 제거되도록 설계된 암호자산을 말함.

<sup>134)</sup> 보관·관리 수탁자는 일반적으로 예치된 암호자산들을 해당 커스터디언이 통제하는 암호학적 지갑 내에서 보유하게 됨. 크로스-체인 브릿지는 그 예치된 암호자산들을 스마트 컨트랙트 내에서 보유하게 됨.

따라서, 본 문건에 적시된 방식과 제반 상황에 따라 행해지는 것으로서, 투자계약이 전제되지 않는 어떤 비-증권 암호자산을 받았다는 영수증에 해당하는 래핑된 상황 조건부 토큰의 권유 또는 판매에 참여하는 자들은 그들의 트랜잭션들을 증권법에 따라 위원회에 등록할 필요가 없거나 혹은 등록 면제 규정의 적용 범위에 속하지도 않음. 반면에, 디지털 증권이나 투자계약이 전제되는 어떤 비-증권 암호자산에 관한 영수증에 해당하는 래핑된 상황 조건부 토큰의 권유나 판매는 증권법 제2조(a)(1) 혹은 증권거래법 제3조(a)(10)의 의미에 속하는 증권의 권유 또는 판매에 해당하게 됨.

투자계약이 전제되지 않는 어떤 비-증권 암호자산을 받았다는 영수증에 해당하는 래핑된 상황 조건부 토큰은 “증권”의 정의 부분에 열거된 보통의 금융 상품들 그 어느 하나에 해당하지 않는바, 이는 무엇보다도, 그것이 증권이 가지는 경제적 특성들을 갖지 않기 때문임. 나아가, 그러한 래핑된 상황 조건부 토큰은 “증권”의 정의 부분에 열거된 파생 금융 상품들 그 어느 하나에도 해당하지 아니함.<sup>135)</sup> 그러므로, 그러한 래핑된 상황 조건부 토큰은 단지 그 래핑된 토큰 제공자에 보유되며 그에 대해 래핑된 상황 조건부 토큰 보유자가 권리를 갖게 되는 예치된 암호자산을 증명할 뿐인 것임. “증권”의 정의에서는 증권 일체에 대한 “영수증”을 명시적으로 열거하고 있음. 래핑된 상황 조건부 토큰은 예치된 암호자산에 대한 보유자의 소유권을 증명하며 예치된 암호자산의 제반 권리, 의무, 혹은 편익 어느 하나를 변경하는 건 아니므로, 이는 그 영수증을 발행하는 래핑된 토큰 제공자에게 적시된 수량의 암호자산이 예치되었다는 사실을 입증하는 증서인 것임.<sup>136)</sup> 따라서, 투자계약이 전제되지 않는 어떤 비-증권 암호자산을 받았다는 영수증에 해당하는 래핑된 상황 조건부 토큰은 어떤 증권을 받았다는 영수증이 아님. 반면, 디지털 증권 혹은 투자계약이 전제되는 어떤 비-증권 암호자산을 받았다는 영수증에 해당하는 래핑된 상황 조건부 토큰은 증권에 해당함.

한편으로, 투자계약이 전제되지 않는 어떤 비-증권 암호자산에 관한 영수증인 래핑된 상황 조건부 토큰 그 자체가 어떤 투자계약을 전제로 권유되고 판매될 수 있는지에 대해서도 검토될 필요가 있음. 그러한 래핑된 상황 조건부 토큰의 권유와 판매에는 어떤 사업에 대한 투자 행위가 결부되지 않으며, 래핑 과정에 관여하는 당사자들이 그 어떤 수익이 유래하게 될 토대가 되는 핵심적인 경영 노력도 제공하지 아니함. 첫째, 그러한 래핑된 상황 조건부 토큰의 보유자들은 어떤 사업에 투자하는 게 아님. 즉, 이들의 자금은 발기인들(promotors) 혹은 여타 제3의 당사자들에 의해 어떤 사업을 개발하는 데 활용되도록 함께 집합되지도(pooled) 않고, 이들의 명운(their fortunes)이 어떤 발기인이나 여타 제3자들의 명운과 결부되거나 발기인 또는 여타 제3자의 명운과 공유되지도 않음. 위에 언급한 바와 같이, 래핑된 토큰 제공자는 래핑된 상황 조건부 토큰 보유자들의 이익을 위해 예치된 암호자산을 보유하게 되며, 예치된 암호자산은 락-업되어 이전될 수 없거나 어떤 방법으로든 사용될 수 없게 됨. 둘째, 그러한 래핑된 상황 조건부 토큰의 보유자들에 의해 실현되는 그 어떤 경제적 편익도 타인의 핵심적인 경영 노력으로부터 유래하지 않음.

135) 그러한 래핑된 상황 조건부 토큰(Redeemable Wrapped Token)은 다음과 같은 이유로 다음에 해당하지 않음: (i) “그 어떤 증권에 대한 풋, 콜, 스트래들, 옵션, 또는 선취특권”에 해당하지 않는바, 프리미엄 지급이 없고 (즉, 어떤 자산을 매수하거나 매도할 권리에 대해 아무런 가격의 지급이 없음), 선택성이 없으며(어떤 자산을 매수하거나 매도할 것인지를 선택할 아무런 능력이 없음), 당사자들 사이에서 위험이 이전되지 않기 때문임; (ii) “증권 선물”에도 해당하지 않는바, 그것이 어떤 자산의 장래 인도에 관한 계약의 판매가 아니기 때문이며; 혹은 (iii) “증권-기반 스왑”에도 해당하지 않는바, 무엇보다도 그것이 예치된 암호자산들에 대한 실질 소유 지분을 그 보유자에게 제공하는 것이기 때문임.

136) 래핑된 토큰 제공자는 예치된 암호자산에 대한 소유권은 그 보유자가 유지한다고 규정하는 이용약관과 더불어 래핑된 상황 조건부 토큰들을 발행하는 것이 일반적임.

즉, 래핑된 상환 조건부 토큰의 가치는 예치된 암호자산의 가치로부터 유래하는 것이지, 래핑 프로세스에 관여하는 그 어떤 제3자의 노력에서 나오지 않음. 래핑 프로세스 그 자체는 그렇게 하지 않으면 서로 호환 되지 않는 어떤 암호자산이 어떤 크립토 시스템 내에서 표시되고 사용될 수 있도록 함으로써<sup>137)</sup> 각기 다른 크립토 네트워크들 그리고 각기 다른 토큰 표준들 사이에서 상호운용성을 지원하거나 개선하기 위해 일반적으로 사용되는 행정적 혹은 보조적 기능인 것임.<sup>138)</sup> 또한, 그 래핑 프로세스에서 유래하는 아무런 재무적 보상도 존재하지 않는바, 래핑된 상환 조건부 토큰은 추가되는 그 어떤 재무적 보상이나 편익 없이 예치된 암호자산으로 고정된, 1:1 기준으로만 상환될 수 있는 것이기 때문임. 더욱이, 래핑된 토큰 제공자들의 행위를 포함하여, 그 래핑 프로세스에 관여된 당사자들의 제반 행위의 성질은 행정적이거나 보조적인 것이며, 핵심적인 경영 노력을 구성하는 행위가 아님.

## VII. “에어드롭”이라는 특정 암호자산 배포 행위에 대한 *하위* 테스트 적용

### APPLICATION OF THE *HOWEY* TEST TO CERTAIN CRYPTO ASSET DISSEMINATIONS KNOWN AS “AIRDROPS”

이어지는 논의에서, 우리는 증권법 제2조(a)(1)의 목적상, “에어드롭”(airdrops)이라고 알려진 특정 암호자산 배포의 투자계약 지위에 관한 해석을 제공하는 바임. 아래에서 논의하는 바와 같이, 이 해석은 그 에어드롭되는 비-증권 암호자산들을 받는 대신 그 발행인에게 금전, 재화, 서비스, 혹은 여타 대가를 제공하지 않는 수령인들을 상대로 행해지는 발행자의 비-증권 암호자산 에어드롭만을 다루는 것임.

#### A. 에어드롭 개관 / Airdrops Generally

“에어드롭”은 암호자산 발행인들이 아무런 혹은 명목적인 대가 없이 자신의 암호자산들을 배포하는 수단임. 보통은 어떤 크립토 시스템의 개발 초기 단계에서, 발행인이 자신의 암호자산을 특정 암호학적 지갑 혹은 여타 주소로 이전함으로써 에어드롭을 실행함. 발행인들은 에어드롭을 다양한 이유에서 사용하며, 예컨대 그들 자신의 암호자산에 관심을 유발하고 암호자산에 대한 소유와 사용을 확장하며, 크립토 시스템의 초기 사용자들 또는 사용자들의 충성도를 보상하고, 소프트웨어 애플리케이션을 홍보하며, 커뮤니티를 구축하고, 오픈-소스 기반의 크립토 시스템과 관련되는 거버넌스 권한을 탈중앙화하며, 연관 비디오 게임에서 높은 점수를 기록한 플레이어들을 시상하는 등의 목적이 포함될 수 있음. 암호자산의 소유 기반이 증가하게 되면 그 연관된 크립토 시스템 내에서 더 많은 사용자의 참여와 성장을 가져올 수 있고, 해당 크립토 시스템의 탈중앙화를 지원하며, 네트워크 효과 촉진에 도움이 될 수 있음.

발행인들은 수령인들은 물론 자신이 행하는 에어드롭의 모든 조건을 선택할 수 있음. 예를 들면, 발행인은 자신의 암호자산 에어드롭을 또 다른 암호자산에 대한 최소 보유 임계치(minimum ownership

<sup>137)</sup> 크립토 네트워크들은 각기 가진 다른 프로토콜로 인해 상호 운용성을 갖추지 못할 수도 있고, 크립토 네트워크 한 곳에서 연유하는 암호자산들이 다른 크립토 네트워크들과 호환되지 못할 수도 있어 그 암호자산들이 다른 크립토 네트워크들로 이전되지 못할 수도 있고 그 네트워크상에서는 어떤 방법으로든 사용할 수 없게 될 수도 있음. 또한, 크립토 애플리케이션에서 사용되기 위해 요구되는 토큰 표준(들)과 호환될 수 없는 토큰 표준을 토대로 하는 암호자산이라면 그 크립토 애플리케이션에서 사용되지 못할 수도 있음.

<sup>138)</sup> 토큰 표준(token standard)은 어떤 암호자산이 크립토 시스템 내에서 작동하는 방식을 관장하는 구체적인 내용으로 이루어져 있음. 그러한 특정 표준에서는 해당 암호자산이 이전되는 방식, 트랜잭션들이 승인되는 방식 및 데이터에 접근하는 방식을 비롯한 광범위한 기능들을 다루고 있음.

thresholds)를 기준으로 또는 그러한 최소 보유 기준 없이, 다른 특정 암호자산들을 보유하는 암호학적 지갑들에 대해서만, 혹은 에어드롭 참여를 지원하는 특정 매매 플랫폼 사용자들의 암호학적 지갑들에 대해서만 실행할 수도 있음. 발행인에 따라서는, 예컨대 해당 암호자산의 최소 수량 보유 또는 그 연관된 크립토 시스템에서의 과거나 현재의 활동 수준을 토대로 하는 등, 자신의 암호자산을 특정 기준을 충족해 선별되는 크립토 시스템의 사용자들을 대상으로 에어드롭 해줄 수도 있음. 나아가, 발행인은 수령인이 어떤 서비스를 제공해 주는 대가로 자신의 암호자산을 에어드롭 해줄 수도 있음. 예를 들면, 그러한 서비스에는 다양한 채널을 통해 발행인의 암호자산과 연관된 크립토 시스템에 대한 인지도(awareness)를 높일 목적의 과업이 포함될 수 있는데, 소셜 미디어에서 발행인을 추종한다든지, 발행인이 보낸 게시물을 “리트윗”(혹은 재게시)한다든지, 그 연관된 크립토 시스템에 관련되는 기사를 작성한다든지, 그 연관된 크립토 시스템에 다른 자를 추천한다든지, 그 연관된 크립토 시스템의 소프트웨어에서 버그를 수정하는 등의 행위를 들 수 있음.

### B. 적용 대상 에어드롭 행위 / Covered Airdrops

아래의 해석은 그 에어드롭되는 비-증권 암호자산을 받는 대신 발행인에게 금전, 재화, 서비스, 또는 기타 대가를 제공하지 않는 수령인들을 대상으로 하는 비-증권 암호자산들의 에어드롭들에 관련되는 것임.<sup>139)</sup> 이 해석은 수령인이 에어드롭되는 비-증권 암호자산을 받는 대가로 어떤 서비스를 제공하는 등, 그 수령인이 에어드롭되는 비-증권 암호자산을 받는 대가로 발행인에게 금전, 재화, 서비스, 또는 여타 대가를 제공하는 그 어떤 비-증권 암호자산의 에어드롭과는 관련이 없음. 하지만, 수령인이 과거에 발행인에게 금전, 재화, 서비스, 또는 어떤 대가를 제공했다라도, 그 대가가 에어드롭되는 암호자산에 대한 대가로 발행인에게 제공된 게 아니라면, 그러한 비-증권 암호자산의 에어드롭도 이 해석의 적용 범위에 포함됨. 달리 말하면, 본 해석을 적용받으려면, 그 에어드롭되는 암호자산을 받는 대가로 그러한 대가를 제공하기로 협상해서도 선택해서도 안 된다는 것임. 예를 들면, 그러한 대가가 그 에어드롭 발표 시점 전에(prior to the announcement)<sup>140)</sup> 발행인에게 제공되었고 수령인이 에어드롭되는 암호자산을 획득하기 위해 그 발표 이후 추가적인 그 어떤 대가를 발행인에게 제공하도록 요구되는 경우가 아니라면, 우리는 그러한 대가가 에어드롭되는 암호자산을 받기 위해 발행인에게 제공되는 것으로 보지 않을 것임.<sup>141)</sup>

### C. 에어드롭 관련 해석 / Interpretation Regarding Airdrops<sup>142)</sup>

어떤 발행인이 본 문건에 적시된 방식과 제반 상황에 따라 비-증권 암호자산의 에어드롭을 실시하는 경우, 그 비-증권 암호자산은 금전의 투자(investment of money)를 요구하는 *하위* 테스트의 첫 번째 요소<sup>143)</sup>가 충족되지 않으므로<sup>144)</sup> 어떤 투자계약을 적용받는 것이 아님. 에어드롭되는 비-증권 암호자산

139) 에어드롭에서 배포되는 비-증권 암호자산들은 수령인들을 상대로 비례적으로 할당될 수거나 그렇지 않을 수도 있음.  
 140) 이러한 견해는 그 어떤 진술이 구체적인 조건을 제공하는 것만 아니라면 에어드롭의 가능성에 관한 일반적 언급 (general statements)까지 금지하는 것은 아님.  
 141) 만약 에어드롭 발표 이후에 수령인들이 특정 암호자산을 매수하거나, (어떤 암호자산과의 관련성 여부와 무관하게) 어떤 재화나 서비스를 구매한다든지, (어떤 암호자산과의 관련성 여부와 무관하게) 구체적 과업을 수행하는 등의 추가 조건을 충족해야 하는 경우라면, 본 해석은 그러한 에어드롭과 관련이 없음(해석 적용 대상에서 제외).  
 142) 본 해석은 증권의 발행이나 보상이 결부되는 종업원 보상 및 복리후생 체계(benefit arrangements)에 관한 기존의 위원회나 실무진의 입장에는 적용되지 않으며 어떤 방법으로든 영향을 미치는 것이 아님.

들을 받는 수령자들은 에어드롭되는 비-증권 암호자산을 받는 대가로 그 발행인에게 금전, 재화, 서비스나 기타 대가를 제공하지 않기 때문에, 그리고 그 발행인은 이들에게 그러한 대가 제공을 전제로 비-증권 암호자산을 권유하는 게 아니므로, 그 수령인들은 “금전의 투자”를 하는 것이 아님.<sup>145)</sup> 따라서, 본 문건에 적시된 방식과 제반 상황에 따라 비-증권 암호자산들의 에어드롭을 수행하는 발행인들이라면 그러한 트랜잭션들을 증권법에 따라 위원회에 등록할 필요가 없고, 혹은 등록에서 면제하는 증권법의 면제 규정 어느 하나에도 속하지 않을 것임.<sup>146)</sup>

본 해석에는 수령인들이 에어드롭을 받는 대신 그 발행인에게 대가(consideration)를 제공하지 않는 다음과 같은 시나리오들이 포함됨:

- 발행인이 또 다른 특정 암호자산을 자신의 디지털 지갑에서 보유하는 자들에게 본인의 비-증권 암호자산을 에어드롭하는 경우로서, 해당 비-증권 암호자산이 배포되기 전에는 그 발행인이 에어드롭 계획을 공표하지 아니하는 경우.<sup>147)</sup>
- 발행인이 어떤 비-증권 암호자산이 활용될 새로운 크립토 시스템을 창설하는 경우로서, 해당 발행인이 그 크립토 시스템의 가동에 앞서, 해당 크립토 시스템의 테스트 환경 버전(testing environment version)을 가동하고 크립토 시스템의 개발 국면에서 관심 있는 사용자들은 그

143) *하위* 테스트의 첫 번째 요소에서는 수령인들이 “금전의 투자”를 하고 있을 것을 요구함. 연방 법원들은 이러한 목적에서 “금전”(money)이 현금(cash)에 국한되지 않는다고 해석한 바 있음. 예컨대 다음 사건을 참조: *Useton v. Comm. Lovelace Motor Freight, Inc.*, 940 F.2d 564, 574 (10th Cir. 1991) (“*Howey* 사건에서는 ‘금전의 투자’를 언급하고 있지만, 현금이 투자계약을 형성하게 되는 유일한 형태의 출자나 투자가 아니라는 점(cash is not the only form of contribution or investment)은 이미 충분히 확립되어 있다”고 판시).

144) 본 문건 이 장에 포함된 해석은 오로지 *하위* 테스트의 “금전의 투자”라는 요건에만 관계되는 것임. *하위* 테스트는 결합 요건(a conjunctive test)인바, 이는 곧 세 가지 요건 중 어느 하나라도 충족되지 않으면 아무런 “투자계약”이 성립되지 않는다는 것을 의미함. 예컨대, 다음 판례를 참조: *Revak v. SEC Realty Corp.*, 18 F.3d 81, 87 (2d Cir. 1994) (“어떤 [] 계약 [, 트랜잭션, 혹은 투자구조]가 증권을 구성하기 위해서는 반드시 하위 테스트의 세 가지 요소 모두가 존재해야 한다(three elements of the *Howey* test must all be present)”고 판시).

145) *Howey* 사건 판결 이래 연방 판례법 적용 사례에서는 수령인이 취득하는 자산의 대가로 출자를 제공하지 않는 경우라면 아무런 금전의 투자가 존재하지 않는다고 설명하고 있음. 다음 판결을 참조: *See SEC v. Sg Ltd.*, 265 F.3d 42, 47 (1st Cir. 2001) (“*Howey* 테스트의 첫 번째 요건에서 결정적 요소는 투자자가 ‘증권의 특성들을 가지는 분리될 수 있는 금융 지분(separable financial interest)을 얻는 대가로 특정 출자(specific consideration)를 포기하기로 선택할 수 있는지 그 여부’라고 판시. *Int’l Bhd. of Teamsters v. Daniel*, 439 U.S. 551, 558 (1979) 사건을 인용). 동 판결에서 인용한 *Int’l Bhd. of Teamsters v. Daniel* at 559 사건에서는, “[어떤 투자계약이 존재한다고 법원들이 확인한바 있는] 모든 사건에서는 매수자가 실질적으로 증권의 특성을 가진 어떤 지분(an interest that had substantially the characteristics of a security)을 얻는 대신 정해진 어느 수준의 유형 출자(some tangible and definable consideration)를 포기하고 있다”고 판시).

146) 비록 에어드롭으로 배포되는 비-증권 암호자산이 어떤 투자계약의 대상이 아닐 수도 있겠지만(=투자계약을 전제로 하는 것이 아닐 수도 있지만), 에어드롭 전후를 불문하고, 해당 비-증권 암호자산과 연관된 투자계약이 해당 비-증권 암호자산이 결부되는 다른 트랜잭션들과 관련하여 형성될 수도 있음. 그러한 사례에서라면, 에어드롭으로 배포되는 비-증권 암호자산은 어떤 후속 트랜잭션에서도 그 투자계약을 적용받게 될 수도 있고, 에어드롭 수령인이 그 비-증권 암호자산을 유통-시장 트랜잭션에서 매도하는 사례와 같은 후속 거래는 증권 거래에 해당하게 됨. 그러한 거래 일체는 증권법에 따라 등록되거나, 증권거래법 제4조(a)(1)의 면제 규정처럼, 이용할 수 있는 등록 면제 규정을 준수하며 수행될 필요가 있을 것임.

147) 이 사례에서 에어드롭 자체를 수행하는 발행인이 그 다른 특정의 암호자산 발행인지와는 관계없이 그리고 그 다른 특정의 암호자산 자체가 증권인지와는 무관하게 그 결과는 같게 될 것임.

버전을 사용하여 거래하는 경우. 이는 해당 크립토 시스템이 충분히 기능적으로 작동하게 된 (fully functional and operational) 후, 발행인이 이전의 특정 기간 중 테스트용 버전을 사용했던 자들은 에어드롭에서 그 사전 참여 대가로 그 비-증권 암호자산을 받게 될 것이라고 발표하는 경우임.<sup>148)</sup>

- 발행인이 어떤 관계된 소프트웨어 애플리케이션 사용자 가운데 앱 사용 실적을 바탕으로 하는 특정의 적격 기준(eligibility criteria)을 충족하는 사용자들에게 본인의 비-증권 암호자산을 무상으로 에어드롭하는 경우임. 에어드롭 받을 적격은 오로지 에어드롭 날짜보다 앞선 시기 동안 해당 사용자의 앱 사용 실적만을 토대로 하고, 해당 비-증권 암호자산이 배포되기 전에는 그 발행인이 에어드롭 계획을 발표하지 않는 경우임.

본 해석은 디지털 증권들이 관계되는 에어드롭 사례들은 다루지 않음. 또한, 본 해석은 어떤 요소가 증권법 제2조(a)(3) 혹은 증권거래법 제3조(a)(14)에서 말하는 “판매”(sale)를 구성하게 되는지의 여부를 다루거나 어떤 방법으로도 위원회의 기존 견해를 변경하는 것이 아닌바, “판매”를 규정한 증권법 제2조(a)(3)에는 “가치를 대가로 하는, 증권 혹은 증권의 판매나 처분에 관한 모든 계약(every contract of sale or disposition of a security or interest in a security, for value)”이 포함되어 있음. 증권법 제2조(a)(3) 및 증권거래법 제3조(a)(14)는 그 취지상 어떤 투자계약을 적용받지 않는 비-증권 암호자산의 에어드롭에는 적용되지 아니함.

## VIII. 기타 사안 / OTHER MATTERS

의회의 필수적 검토를 규정한 법률(Congressional Review Act)<sup>149)</sup> 요건에 따라, 정부 예산관리청(OMB, Office of Management and Budget)은 본 문건에 들어 있는 해석을 미국 통합법전 제5편(5 U.S.C.) 제804조(2)에 정의된 “**주요 규칙(major rule)의 하나로** 지정하였음. 그러한 지정에도 불구하고, 본 문건에 포함된 해석은 해석적 규칙(interpretive rule)에 해당하며 따라서 행정절차법(Administrative Procedure Act, APA)에 따른 예고(notice)와 의견 수렴 절차 요건(comment requirements)에서 면제될 수 있으므로, 5 U.S.C. 808(2)에 따라 즉시 효력이 발생할 수 있는 것임. 본 문건에 포함된 해석은 개정된 바 있는, 행정명령(Executive Order) 제12866호 제3조(f)에 따른 **중대한 규제 조치(significant regulatory action)**에 해당하며, 정부 예산관리청 검토를 받았음. 본 문에 포함된 해석은 연방 증권법에 관한 것이며, 여기에 포함된 지침(guidance)은 CFTC의 상품거래법 집행(administration of the CEA)과도 관련됨. 아울러, 본 문건의 해석 범위를 벗어나는, 내국세법(Internal Revenue Code)에 따른 연방 조세 법령이나 1970년 은행비밀법(Bank Secrecy Act of 1970) 및 2020년 자금세탁방지법(Anti-Money Laundering Act) 등 다른 법 제도 일체에 대해서는 침해할 의도가 없다는 점을 밝혀 두는 바임.

<sup>148)</sup> 하지만, 만약 발행인이 크립토 시스템의 개발 국면 동안 참여를 유도하기 위해 테스트 환경 버전이 지속되는 동안 에어드롭 계획을 발표하고 그 테스트 환경 버전을 사용하는 자들로만 에어드롭 대상을 한정하고 있다면, **(특정 사례에 대해서만 비-증권성을 인정하는)** 본 해석은 그러한 에어드롭과는 관련이 없음.

<sup>149)</sup> 미국 통합법전(United States Code) 제5편 제801조 이하(5 U.S.C. 801 *et seq.*) 참조.

## IX. 경제적 효과에 관한 검토 / COMMISSION ECONOMIC CONSIDERATIONS

본 문건에서 제공하는 해석은 특정 암호자산 유형과 암호자산 부문의 특정 거래에 대한 연방 증권 법령의 적용에 관한 위원회의 견해를 대중에게 조언할 목적에서 마련된 것임. 본 해석 자체가 디지털 증권들 그리고 (암호자산이 투자계약의 대상이 되는 경우처럼) 암호자산-관련 증권들을 발행하는 발행인들과 이에 투자하는 투자자들에게, 그 어떤 새로운 법적 의무를 창설하는 것이 아님. 우리는 그렇지만, 여러 발행인과 투자자들의 이해와 행태가 현재는 본 해석과 일치하지 않다고 보는 견지에서, 본 해석이 경제적 효과를 미칠 것임을 인지하고 있음. 아래에서는 잠재적으로는 효율성, 자본 형성, 그리고 경쟁에 미칠 영향을 비롯하여, 본 해석이 갖는 잠재적인 경제적 효과를 논의해 보고자 함.

본 해석은 디지털 증권과 암호자산-관련 증권들을 발행하는 자들과 이에 투자하는 투자자들; 비-증권 암호자산을 생성하고 취득하는 자들; 크립토 시스템들을 사용하는 사용자들; 그리고 금융 중개업자들에게 영향이 미칠 수도 있을 것임. 본 해석의 주된 효과는 특정 유형의 암호자산들과 암호자산 부문의 특정 거래들에 대한 연방 증권 법령의 적용에 관한 위원회의 견해에 대한 명확성을 최종적으로 제공함으로써 불확실성을 줄여주게 될 것임. 하지만, 몇 가지 측면에서 보면 그러한 명확화가 미치게 될 영향은 제한적일 것임. 첫째는, 이미 GENIUS Act가 제정되었음을 고려하면, 지니어스 법 발효일 이후에는 허가받은 페이먼트 스테이블코인 발행인에 의해 발행되는 페이먼트 스테이블코인은 “증권”에 관한 법적 정의에서 제외될 것이라는 점을 영향받을 당사자들은 이미 인지하고 있을 것임. 둘째는, 영향받을 당사자들이 이미 이번 해석에 부합하는 방향으로 행동하고 있다고 본다면, 본 해석이 미칠 경제적 영향은 미미할 것임.

본 해석은 더 높은 수준의 명확성(more clarity)을 제공함으로써, 자신의 제반 의무가 암호자산 및 암호자산이 결부되는 거래들에 대해 연방 증권 법령이 적용되는 방식에 관한 위원회의 견해와 일치하는지를 판단하기 위한 법률 자문 비용을 줄여주어 디지털 증권과 암호자산-관련 증권들의 발행인들은 물론, 여타 시장 참여자들 그리고 비-증권 암호자산 생성자들에 대해서도 비용을 감소시켜 줄 것임. 그러한 비용의 절감은 더 많은 발행인이 암호자산 증권(crypto asset securities) 및 암호자산-관련 증권(crypto asset-related securities)의 발행과 권유·판매로 이어지는 결과를 가져올 수도 있음. 그러한 효과는 이들 증권이 관계되는 시장에서 경쟁을 촉진하고 기업가 정신 및 혁신의 향상으로 이어져, 투자자들이 혜택을 보게 될 것임. 본 해석을 통해 더해지는 명확성과 그 관련 비용의 감소는 비-증권 암호자산 시장에서 더 많은 활동을 촉발하여, 여러 창작자와 매수자들 간에 경쟁이 늘어나게 될 것임. 그러한 효과의 하나로, 본 해석에서 제공하는 추가적인 명확성은 블록체인 혹은 이와 유사한 분산원장 기술 부문에서 성장과 혁신의 가속화도 불러올 수 있을 것임.

나아가, 특정의 암호자산들 그리고 암호자산들이 결부되는 특정의 거래들에 대한 연방 증권 법령의 적용에 관한 위원회의 견해를 두고 그동안 벌어진 혼란으로 인해 암호자산 시장의 활동이 위축됐고, 암호자산 관련 활동이 미국 밖으로 빠져나가도록 했던 측면이 있었다는 견지에서 보면, 본 해석을 통해 더해지는 명확성은 암호자산 시장에 관여하게 될 때 인식되는 위험(perceived risk of engaging in the crypto asset markets)을 낮추고 더 많은 암호자산 관련 활동이 미국 내에서 일어나도록 장려할 수 있게 될 것임.

한편으로는, 본 해석의 결과로 디지털 증권 및 암호자산-관련 증권들의 일부 발행인들이 그 사업 관행을 변경해야 한다고 판단하게 될 수도 있음. 이들의 과거 이해와 행태가 본 해석에 부합하지 않았다고

보는 견지에서는, 이들에게 잠재적으로는 연방 증권 법규에 따른 증권 권유의 등록과 등록의 면제와 관련 하여 그 사업 관행의 변경에 따르는 비용이 발생할 수도 있을 것임. 디지털 증권 혹은 암호자산-관련 증권들을 발행하게 될 여타 잠재적 발행인들은 향후 발행을 포기하거나 그 암호자산 발행의 형태를 변경 하는 방안을 선택할 수도 있을 것임.

또한 우리는 본 해석이 디지털 증권 및 암호자산-관련 증권 부문에서 현재와 잠재적인 투자자들 그리고 비-증권 암호자산들을 취득하게 되는 자들에게도 영향이 미칠 것으로 봄. 만약 이번 해석의 방향과 이들이 특정 유형의 암호자산 혹은 암호자산 부문의 특정 거래에 연방 증권 법규가 적용되는 방식을 두고 이전에 가졌던 이해가 다르다면 그러한 투자자나 취득자들은 자신의 투자 행태를 바꾸게 될 수도 있음. 예컨대, 일부 개인과 업체들은 디지털 증권들 혹은 암호자산-관련 증권들을 보유하는 방향을 선호하게 될 수도 있음. 본 해석은 위원회가 암호자산 그 자체가 언제 증권에 해당하게 되는지 혹은 어떤 투자계약의 적용 대상이 되는지에 관하여 추가된 명확화를 제공하고 있으므로, 본 해석은 이들 투자자의 투자 선택지와 관련된 정보를 줄 수도 있을 것임. 또한, 암호자산 및 암호자산들이 결부되는 트랜잭션에 대해 연방 증권 법규가 적용되는 방식에 대한 위원회의 견해가 명확해짐으로써, 디지털 증권 및 암호자산-관련 증권들은 물론 비-증권 암호자산들의 가격에 영향을 줄 수도 있었던 불확실성으로 인해 발생했던 왜곡 현상도 완화 되어, 가격 효율성(pricing efficiency)이 개선될 수도 있을 것임.

요약하자면, 우리는 본 해석이 발행인과 투자자들을 위해 특정 암호자산 및 특정 암호자산 거래 들에 대한 연방 증권 법규의 적용에 관한 위원회의 견해에 관하여 명확성이 향상될 것으로 기대함. 위에 언급된 여러 이유로 볼 때, 본 해석은 디지털 증권, 암호자산-관련 증권들, 그리고 비-증권 암호자산 부문에서 가격 효율성을 높이고; 자본 형성의 기회를 늘리며; 경쟁을 개선하게 되어, 암호자산 시장에서 혁신과 기업가 정신을 촉진할 수 있게 될 것임.

### **법규상 권한 / Statutory Authority**

본 문건에 포함된 해석은 증권법(Securities Act of 1933) 제2조(a)(1) 그리고 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934) 제3조(a)(10) 및 제23조에 따라 채택되었음.

### **연방규정집 231편, 241편의 주제 목록 / List of Subjects in 17 CFR Parts 231 and 241**

증권들(Securities).

### **개정 사항 / Text of Amendments**

위에 적시된 제반 이유에서, 위원회는 연방규정집 제17편, 제2장(title 17, chapter II of the Code of Federal Regulations)을 다음과 같이 개정함:

## **PART 231 – INTERPRETATIVE RELEASES RELATING TO THE SECURITIES ACT OF 1933 AND GENERAL RULES AND REGULATIONS THEREUNDER (1933년 증권법 및 그 위임에 따라 제정된 제반 규칙과 규정에 관계되는 해석 문건의 공표)**

1. Part 231에 적용될 권한 인용(authority citation for part 231)은 계속해서 다음과 같이 읽는 것으로 한다: **Authority:** 15 U.S.C. 77a *et seq.*

2. 제231조에서 표 뒤에 다음과 같이 읽는 항목을 추가하여 이를 개정한다:

Subject / 주제	Release No. / 공표 번호	Date / 공표일	Fed. Reg. Vol. and page / 연방규정집 편명 및 페이지
Application of the Federal Securities Laws to Certain Types of Crypto Assets and Certain Transactions Involving Crypto Assets 특정 유형의 암호자산 및 암호자산이 결부되는 특정 거래에 대한 연방 증권 법규의 적용	33-11412	March 17, 2026	[INSERT <i>FEDERAL REGISTER</i> DOCUMENT CITATION]. 향후 연방관보 인용 번호 추가 예정

**PART 241 – INTERPRETATIVE RELEASES RELATING TO THE SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934 AND GENERAL RULES AND REGULATIONS THEREUNDER (1934년 증권거래법 및 그 위임에 따라 제정된 제반 규칙과 규정에 관계되는 해석 문건의 공표)**

3. Part 241에 적용될 권한 인용(authority citation for part 241)은 계속해서 다음과 같이 읽는 것으로 한다: **Authority:** 15 U.S.C. 78a *et seq.*

4. 제241조에서 표 뒤에 다음과 같이 읽는 항목을 추가하여 이를 개정한다:

Subject / 주제	Release No. / 공표 번호	Date / 공표일	Fed. Reg. Vol. and page / 연방규정집 편명 및 페이지
Application of the Federal Securities Laws to Certain Types of Crypto Assets and Certain Transactions Involving Crypto Assets 특정 유형의 암호자산 및 암호자산이 결부되는 특정 거래에 대한 연방 증권 법규의 적용	33-11412	March 17, 2026	[INSERT <i>FEDERAL REGISTER</i> DOCUMENT CITATION]. 향후 연방관보 인용 번호 추가 예정

By the Commission.

Dated: March 17, 2026

**Vanessa A. Countryman,**

*Secretary (위원회 사무총장).*