

폴 앳킨스 SEC 위원장이 SEC의 “프로젝트 크립토”(Project Crypto)” 추진 배경을 설명하면서, 2025년 11월 12일, 필라델피아 연방준비은행에서 행한 연설문을 번역해서 제공해 드립니다. 볼드 표기 부분은 번역 과정에서 추가했다는 점을 말씀드립니다.

- 번역: 피터젠(@업비트)

## 디지털자산에 대한 SEC의 접근법: “프로젝트 크립토” 배경 The SEC's Approach to Digital Assets: Inside “Project Crypto”

Paul S. Atkins, Chairman

필라델피아 연방준비은행 / 2025.11.12.

신사 숙녀 여러분, 좋은 아침입니다. 우리가, 미국이 다가오는 금융 혁신 시대를 어떻게 선도해 나갈 것인지를 두고 대화를 이어가는 가운데, 오늘 이 자리에 초대해 주셔서 감사합니다.

최근 저는 디지털 금융 혁명 부문에서 미국의 리더십을 언급하면서, “프로젝트 크립토”(Project Crypto)는 미국 혁신가들의 에너지가 이들을 가치 있게 다룰 규율 체계와 결합할 수 있게 하려는 저희의 노력이라고 말씀드렸습니다. 오늘, 저는 그 여정으로 나갈 다음 단계를 간략히 설명드리고자 합니다. 다음 단계의 핵심은 기본적인 공정성(basic fairness)과 상식(common sense)에 관한 것인데요, 암호자산들 그리고 그와 관련된 거래들에 대한 연방 증권 법규의 적용에 그런 요소가 관련되기 때문입니다.

저는 앞으로 몇 달 안에, 증권거래위원회가 우리의 법률과 규정들에는 제한적 원칙이 있다는 점을 인식하면서, 오래된 *Howey* 투자 계약 증권 분석(investment contract securities analysis)에 기반하는 토큰 분류 기준(token taxonomy) 마련을 고려할 것으로 예상합니다.

제가 말씀드릴 내용의 상당 부분은 헤스터 피어스(Hester Peirce) 위원이 이끄는 크립토 TF (Crypto Task Force)가 선구적으로 이뤄낸 작업을 바탕으로 합니다. 피어스 위원은 슬로건이나 두려움 보다는, 경제적 실질(economic reality)에 기반하여 암호자산들을 연방 증권법규에 따라 일관되고, 투명하게 취급하는 데 필요한 틀을 제시했습니다. 그녀의 생각에 저 역시 공감한다는 점을 다시 한번 강조하고 싶습니다. 저는 그러한 이슈를 수년간 옹호해 온 피어스 위원의 노고와 리더십, 끈기를 높이 평가합니다. 저와 함께 오래 일해 왔던 피어스 위원이 흔쾌히 이 과업을 계속 맡아주시기로 해주신 것 또한 매우 기쁜 일이 아닐 수 없습니다.

제가 말씀드릴 주제는 세 가지입니다: 첫째는, 명확한 토큰 분류의 중요성(importance of clear token taxonomy); 둘째는, 투자 계약들이 종료될 수 있다는 사실(the fact that investment contract can come to an end)을 인식하는 방향으로 *Howey* 기준을 적용하는 방법; 그리고 셋째는, 이것이 실제로 혁신가들, 중개업자들과 투자자들에게 어떤 의미를 줄 수 있는지입니다.

시작에 앞서, 저는 위원회 보좌진들이 기존의 규칙들에 대한 개정 초안을 열심히 마련하고 있으며, 의회가 크립토 시장 구조에 관한 포괄적 규율 체계를 법률 조문에 반영하고자 기울이고

있는 노력을 전적으로 지지한다는 점을 다시 한번 강조하고자 합니다. 제가 구상하는 방향은 의회의 결정적인 작업을 대체하기보다는 보완하려는 것으로, 현재 의회에서 논의되는 입법 방향과 일치합니다. 피어스 위원과 저는 무엇보다 의회의 노력을 지원하는 일을 우선시해 왔고, 앞으로도 계속 그렇게 할 것입니다.

CFTC의 팸(Caroline D. Pham) 위원장 대행과 함께 일할 수 있어 기뻐고, 트럼프 대통령이 CFTC 위원장으로 지명한 마이크 셀릭(Mike Selig)의 인준도 순조롭게, 신속하게 처리되기를 기대합니다. 지난 몇 달 동안 함께 일하면서, 마이크와 저 두 사람 모두 의회를 도와 **초당파적인 시장 구조 관련 법안**이 신속하게 트럼프 대통령 책상 위에 놓일 수 있도록 전념하고 있습니다. 무모한 규제당국에 맞서 미래를 보장하는 데 **의회가 마련해주는 상식에 맞는 법조문보다 더 강력한 도구**는 없을 것입니다(There is no stronger tool to future-proof against rogue regulators than sound statutory language from Congress).

컴플라이언스 부문에 있는 분들을 위해 평소처럼 면책 문구를 말씀드리자면: 제 발언은 SEC 위원장으로서 저의 개인적 견해를 반영하는 것이며 따라서 동료 위원들이나 위원회 전체의 견해를 대표하는 건 아니라는 말씀을 드립니다.

### 불확실성이 지속된 지난 10년 / A Decade of Uncertainty

“암호자산들은 증권인가?”(Are crypto assets securities?) 이런 질문을 듣는 데 지치셨을 텐데요, 저도 매우 공감합니다. 이 질문이 다소 혼란스러웠던 건 “크립토 애셋”이 연방 증권 법규들에 정의됐던 용어가 아니기 때문입니다. 기술적 표현(technological description)입니다. 기록들이 유지되고 가치가 이전되는 방식에 관한 어떤 무엇(something about how records are kept and value is transferred)을 말해주는 용어입니다. 그러나, 이 용어는 특정 수단에 첨부된 법적 권리 (legal rights attached to a particular instrument)에 대해 혹은 특정 거래의 경제적 실질 (economic reality of a particular transaction)에 대해 거의 말해주지 않습니다. 이런 요소는 어떤 무엇이 증권에 해당하는지를 판단하는 데 핵심입니다.

저는 오늘날 매매되는 크립토 토큰들의 대부분이 그 자체로는 증권이 아니라고 생각합니다. 물론, 증권 모집(청약 권유, securities offering)에서 어떤 투자 계약의 일부로 특정 토큰이 판매되었을 가능성도 있습니다. 과격한 표현(radical statement)은 아닙니다; 증권 법규들을 있는 그대로 적용하는 표현입니다. 증권들을 정의하는 법령들에서는 주식, 어음, 채권 등의 친숙한 수단들을 열거한 뒤, 여기에 포괄적 범주(open-ended category)인 “투자 계약”(investment contract)을 추가하고 있습니다. 이 뒤의 용어는 당사자들 간의 관계(relationship between parties)를 표현하는 것이지; 어떤 대상물에서 떼어낼 수 없게 붙어 있는 표식은 아닙니다(it is not an unremovable label attached to an object). 안타까운 점은, 이 용어가 법규로는 정의되지 않았다는 것입니다.

투자 계약들은 **이행이 완료될 수도 있고 만료될 수도 있습니다**(Investment contract can be performed and they can expire). 어떤 투자 계약의 대상물이 블록체인에서 계속해서 매매된다는 이유만으로 투자 계약들이 영원히 존속하는 건 아닙니다(They do not last forever simply because the object of an investment contract continues to trade on a blockchain).

그러나 지난 몇 년 동안, 너무도 많은 사람들이, 일단 어떤 토큰이 투자 계약의 대상물이었던다면, 그 토큰은 영원히 증권이 될 것(if a token was ever subject to an investment contract, it would forever be a security)이라는 견해를 주장해 왔습니다. 이처럼 **흠결이 있는 견해**는 심지어 이후의 모든 매매는, 어디에서든 그리고 언제나, 증권 거래라고 추정하는(presuming that every subsequent trade, everywhere and always, is a securities transaction) 주장으로까지 확장되었습니다. 저는 이런 견해를 법률의 조문(text of the law), 앞선 연방대법원의 판례(Supreme Court precedent), 나아가 상식(common sense)과 조화시키기 어렵습니다.

이런 와중에 개발자들, 거래소들, 보관·관리 수탁자들(custodians), 그리고 투자자들은 SEC의 지침(guidance)은 없이, 오히려 방해만 가득한 안개 속을 어렵게 헤쳐 나왔습니다. 이들은 지급 수단(payment instrument), 거버넌스 도구(governance tools), 수집품(collectibles), 또는 접근 키(access keys) 기능을 하는 토큰들을 보아 왔습니다. 기존의 그 어떤 틀에도 딱 들어맞지 않는 절충형 설계(hybrid designs)도 있습니다. 그리고, 이들은 너무 오랫동안, 이들 토큰 모두를 마치 보통주 지분(shares of common stock)인 것처럼 다루는 태도를 보아 왔습니다.

그런 관점은 지속될 수도 없고(not sustainable), 실제로 적용할 수도 없습니다(is not practicable). 상당한 비용을 수반하지만, 가져다줄 이점은 미미합니다. 시장 참여자들이나 투자자들에 대해 공정하지도, 법률에 부합하지도 않습니다. 해외로 빠져나가는 파괴적 대열(destructive race to move offshore)까지 초래합니다. 현실입니다. 미국이 모든 온체인 혁신에 대해 증권법이라는 지뢰밭(securities-law minefield)을 통과해야 한다고 계속해서 고집한다면, 그런 혁신들은 한발 앞서 각기 다른 자산 유형들을 구별하고 규칙들을 마련하려 더욱 힘쓰는 국가들로 옮겨갈 것입니다.

저희는 그러한 관점 대신, 규제 기관들이 해야 할 일(what regulatory agencies are supposed to do)을 할 것입니다. 선들을 명확히 긋고 명확한 용어로 이를 설명해 나가겠습니다.

### 프로젝트 크립토의 핵심 원칙 / Core Principles of Project Crypto

증권 법규들이 크립토 토큰들에 어떻게 적용되어야 하는지 저의 견해를 말씀드리기 전에, 제 생각을 이끄는 두 가지 기본 원칙을 말씀드리고자 합니다.

첫째는, 주식은 종이 증서(a paper certificate)이든, 증권예탁기관 계정에 기록된 것(an entry in a DTCC account)이든, 혹은 어떤 개방형 블록체인에서 토큰으로 표시된 것이든(a token on a public blockchain) 여전히 주식(a stock)입니다. 채권(bond)은 그 이자 지급의 흐름(payment streams)이 스마트 컨트랙트들을 통해 추적된다고 해서 그 채권이라는 지위가 멈추는 것이 아닙니다. 어떤 방식으로 표시되든, 증권은 증권으로 남습니다. 이 부분은 쉬운 애입니다.

둘째는, 표식보다는 경제적 실질이 앞선다(economic reality trumps labels)는 것입니다. 어떤 무엇을 “토큰” 혹은 “NFT”라고 부른다 해도, 그것이 만약 실질적으로(in substance) 어떤 기업의 수익에 대한 청구권을 나타내고(represent a claim on the profits of an enterprise) 타인들의

필수적인 노력을 바탕으로 하는 약속의 유형으로 권유되는 것(is offered with the sorts of promises based on the essential efforts of others)이라면 현행 증권 법규 적용에서 면제되지 않습니다. 이와는 반대로, 어떤 토큰이 한때 자본-조달 거래의 일부였다는 사실만으로는 그 토큰이 마법처럼, 어떤 운영 회사의 주식으로 전환되는 건 아닙니다.

결코 새로운 원칙이 아닙니다. 이런 원칙은, 증권 법규의 적용 여부를 판단할 때, 그 “형식”이 아닌 거래의 “실질”을 고려해야 한다(look to the “substance” of a transaction, not its “form”)는 연방대법원의 거듭된 판시에도 녹아있습니다. 새로운 점이라면, 그러한 이 새로운 시장에서 자산 유형들이 진화하는 규모와 속도(the scale and speed at which asset types evolve in these new markets)입니다. 그런 속도감 때문에 우리는, 지침을 원하는 시장 참여자들의 긴급한 요청에 민첩하게 대응해야 합니다.

### 일관된 토큰 분류법 / A Coherent Token Taxonomy

이런 배경을 토대로, 제가 현재 다양한 범주의 암호자산들에 대해 생각하는 바를 간략히 말씀 드리겠습니다. 다만, 모든 걸 아우르는 최종 목록은 아니라는 데(this list is not exhaustive) 유념 해 주시면 좋겠습니다. 이 틀은 수개월에 걸친 원탁회의, 100회 이상 시장 참여자들과의 회의, 그리고 수백 여건 대중이 제출한 서면 의견을 바탕으로 하는 것입니다.

- 첫째, 현재 의회에 계류 중인 법안에서 상정하고 있는 것처럼, “디지털 상품들”(digital commodities) 혹은 “네트워크 토큰들”(network tokens)은, 제 생각에, 증권들이 아닙니다. 본질적으로 이런 암호자산은 “기능적”이고 “탈중앙화된” 크립토 시스템의 프로그램에 따른 운영과 연결되어 있고 그러한 운영에서 그 가치가 유래되며(intrinsically linked to and derive their value from a programmatic operation of a crypto system that is “functional” and “decentralized”), 타인의 필수적인 경영 노력으로부터 나올 수익에 대한 기대(expectation of profits arising from the essential managerial efforts of others)에서 그 가치가 비롯되지는 않습니다.
- 둘째, “디지털 수집품들”(digital collectibles)은, 제 생각에, 증권들이 아닙니다. 이런 암호자산은 수집이나 사용 목적으로 설계되고(designed to be collected and/or used) 그리고 예술품, 음악, 비디오, 트레이딩 카드, 게임-내 아이템, 또는 인터넷 밈, 캐릭터, 시사성 높은 이벤트나 트렌드에 대한 디지털 표시물이나 참조물들에 대한 권리를 나타낼 수도, 그러한 권리를 동반할 수도 있습니다. 디지털 수집품을 구매하는 자들은 타인의 필수적인 경영 노력으로부터 나올 수익을 기대하지는 않습니다.
- 셋째, “디지털 도구들”(digital tools)은, 제 생각에, 증권들이 아닙니다. 그런 암호자산은 회원권(membership), 티켓, 자격(credential), 권원 증서(title instrument), 신분증(identity badge)과 같은 실제 기능(practical function)을 하는 것들입니다. 디지털 도구들을 매수하는 자들은 타인의 필수적인 경영 노력으로부터 나올 수익을 기대하지는 않습니다.
- 넷째, 마지막으로, “토큰화된 증권들”(tokenized securities)은 현재도 앞으로도 계속 증권일 것입니다. 이런 암호자산은 크립토 네트워크에서 유지되며 “증권”의 정의에서 열거된 어떤

금융상품에 대한 소유권(ownership of a financial instrument)을 표시합니다.

## 투자 계약 사례, 약속, 그리고 종료 / **Howey, Promises, and Endings**

자, 암호자산들 대부분은 그 자체로는 증권이 아니지만, 암호자산은 어떤 투자 계약의 일부가 될 수도 있고 그 대상물이 될 수도 있습니다(crypto assets can be part of or subject to an investment contract). 이런 암호자산에는 (투자 계약 판단 기준인) *Howey test*를 충족하게 되는 필수적인 경영상의 노력을 떠맡겠다는 어떤 의사표시나 약속들(certain representations or promises to undertake essential managerial efforts)이 수반됩니다.

*Howey test*의 핵심은, 타인의 필수적인 경영 노력으로부터 나오게 될 수익을 합리적으로 기대하면서 어떤 공동 사업에 금전을 투자하는 행위(an investment of money in a common enterprise with a reasonable expectation of profits to be derived from the essential managerial efforts of others)가 수반된다는 것입니다. 수익에 관한 매수자의 합리적 기대는 필수적인 경영 노력에 관여하겠다는 발행자의 의사표시나 약속(the issuer's representations or promises to engage in essential managerial efforts)에 달려 있습니다.

제 생각에, 그러한 의사표시나 약속은 발행자가 떠맡을 필수적인 경영 노력에 대해 분명하고 모호하지 않은 것이어야 합니다(these representations or promises must be explicit and unambiguous as to the essential managerial efforts to be undertaken by the issuer).

그러면, “어떤 투자 계약으로부터 비-증권 암호자산(non-security crypto asset)이 어떻게 분리될 수 있는가?” 이런 의문이 생기겠지요. 간단하면서도 심오한 답은 이겁니다: 그 발행자가 그런 의사표시나 약속을 완수하거나, 이행하지 못하든가, 아니면 그런 의사표시나 약속들이 종료된다는 것입니다(the issuer either fulfills the representations or promises, fails to satisfy them, or they otherwise terminate).

맥락을 말씀드려 보면, 저도 자라면서 잘 알고 있는 땅, 플로리다의 구릉지대 언덕 중심에 하위의 감귤 왕국(William J. Howey's citrus empire)이 자리하고 있었습니다. 20세기 초, 하위는 그의 저택 언저리에 오렌지와 자몽 과수원을 조성하기 위해 거의 경작된 적이 없는 6만 에이커가 넘는 땅을 매입했습니다. 그의 회사는 이 과수원 부지를 개인 투자자들에게 매각하면서, 이들을 대신해 오렌지를 재배하고 수확해서 판매하겠다고 제안했습니다.

연방대법원은 *Howey*의 약정을 검토했고, 여러 세대에 걸쳐 “투자 계약”을 정의하게 될 기준(test)을 확립했습니다.<sup>1)</sup> 그러나 오늘날, 하위의 땅이 들려주는 건 다른 이야기(different story)입니다. 1925년 그가 플로리다주 레이크 카운티에 지은 원래의 저택은 1세기가 지난 지금도 여전히 결혼식과 여타 모임을 개최하며 그대로 서 있지만, 한때 그 주변을 에워 쌓았던 감귤 농장은 대부분 사라지고 리조트 부지, 챔피언십 골프 코스, 주거 지역으로 바뀌었습니다. 은퇴 거주자들이 머물기 좋은 지역입니다만, 오늘날 누군가가 그 페어웨이와 막다른 골목 한 가운데 서서 그것이

---

1) *SEC v. W. J. Howey Co.*, 328 U.S. 293, 298-299 (1946) 참조.

증권이 해당한다(they constitute a security)고 결론 내릴 수 있을까요, 상상하기 어렵습니다. 하지만 아직도, 여러 해 동안, 우리는 아무것도 변하지 않은 것처럼 여전히 그 출시 당시의 표식(label of their launch)을 달고 있다고, 엄청난 변화를 겪은 디지털자산들에 대해서도 그 동일한 판단 기준을 적용하는 것을 지켜봐 왔습니다.

하위의 저택을 둘러싸고 있는 땅, 그 자체는 결코 증권이 아니었습니다. 특정의 약정을 통해 어떤 증권이 되었었지만, 그 약정이 종료되면서 더 이상 어떤 증권이 되는 걸 멈췄습니다(ceased to be subject to one when that arrangement ended). 물론, 그 약정의 토대가 되었던 사업들은 완전히 바뀌었지만, 그 땅은 변함없이 그대로 남아 있습니다.

피어스(Pierce) 위원은 처음에는 출시된 어떤 프로젝트의 토큰에 어떤 투자 계약이 결부될 수도 있지만, 그러한 약속은 영속되지 않을 수도 있다는 점을 정확히 파악했습니다. 네트워크들은 성숙해지고, 코드는 배포되며, 통제권은 분산됩니다. 발행자 역할은 약화하거나 사라집니다. 어느 시점이 되면, 매수자들은 발행자의 필수적인 경영 노력에 더 이상 의존하지 않게 되고, 이제 어떤 특정의 팀이 여전히 그 중심에 자리하는 그 어떤 합리적 기대 없이도 토큰들 대부분이 매매됩니다. 간단히 말하면, 토큰이 한 때, 어떤 투자 계약 거래의 일부였다고 해서 더 이상 증권이 아닌 것은 어떤 골프 코스가 감귤 농장 투자 사업의 일부였었다고 해서(because it used to be part of a citrus grove investment scheme) 증권이 되지 않는 이치와 같습니다.

투자 계약이 그 여정을 마쳤다고 이해될 수 있거나 그 조건이 만료되더라도, 해당 토큰은 계속해서 매매될 수는 있지만, 단지 그 토큰의 생성 배경만으로는 그러한 매매가 더 이상 “증권 거래”인 것은 아닙니다(those trades are no longer “securities transactions” simply by virtue of the token's origin story).

많은 분이 잘 아시다시피 저는, 단일의 규제 라이선스 내에서(within a single regulatory license) 다양한 자산 클래스들의 보관·관리 수탁(custody)과 매매(trading)를 가능하게 해주는 금융 부문의 “슈퍼 앱”(super-apps)을 강력히 지지하는 사람입니다. 저는 위원회 보좌진들에게 어떤 투자 계약에 연계된 토큰들이, CFTC에 등록된 중개업체들처럼 SEC의 규제를 받지 않는 플랫폼들에서(on non-SEC regulated platforms) 혹은 주의 규제 제도를 통해(through a state regulatory regime) 매매될 수 있게 허용하는 위원회 앞 권고안을 준비해 달라고 요청했습니다. 자본 형성(capital formation)은 계속해서 SEC의 감독 대상이 되어야 하지만, 다른 곳이 있는데도 그 기초자산들은 규제되는 환경 한 곳에서만 매매되어야 한다고 요구함으로써(requiring the underlying assets to trade in one regulated environment versus another) 혁신과 투자자 선택을 저해해서는 안 됩니다.

중요한 점은, 그렇다고 해서 이것이 갑자기 사기가 용인될 수 있다거나 위원회의 관심이 약해졌다는 것을 뜻하는 건 아닙니다. 반-사기 규정들은 투자 계약의 판매 행위와 관련해서 이루어지는 허위 표시(misstatements)와 중요사항 기재 누락(omissions)에 대해, 나아가 그 기초자산 자체가 증권이 아닌 경우라도 여전히 적용될 수 있습니다. 물론, 해당 토큰이 주간 상거래에서 상품(commodities)에 해당한다면, 그러한 자산의 매매에서 행해지는 부정행위를 추궁할 반-사기 및 반-시세조작 단속 권한은 CFTC가 가지고 있습니다.



우리의 규칙과 법 집행을, 투자 계약들은 종료될 수 있고 네트워크들은 그 자체로 유지될 수 있다는 경제적 실질(economic reality that investment contracts can end and networks can stand on their own)에 맞춰 조율해 나가겠다는 뜻에서 이런 점을 말씀드립니다.

## 크립토 규제 / Regulation Crypto

현재 의회에서 발의된 입법안에서 상정하고 있는 것처럼, 저는 앞으로 몇 달 안에, 위원회가 투자 계약의 일부이거나 대상물인 암호자산 권유에 적용할 맞춤형 제도(a tailored offering regime for crypto assets that are part of or subject to an investment contract)를 신설하는 일련의 면제 규칙들(a package of exemptions)도 검토해 나갈 것으로 기대하고 있습니다.

저는 보좌진들에게, 자본 형성을 촉진하고 혁신은 수용하면서 동시에 투자자들에 대한 보호는 확보 되도록 하려는 위원회의 고려와 관계되는 권고안을 마련해줄 것을 요청했습니다.

이 절차를 간소화함으로써, 블록체인 분야의 혁신가들은 종잡을 수 없는 규제 불확실성이라는 미로를 헤쳐 나가는 대신 개발과 사용자 관여 확대(user engagement)에 그들의 에너지를 집중할 수 있습니다. 나아가, 이런 접근법을 취하게 되면 더 작은 규모의 그리고 자원-집약도가 낮은 프로젝트들이 자유롭게 실험하고 발전해 나갈 수 있는 환경, 더 포용적이고 역동적인 생태계가 조성될 것입니다.

물론, 저희는 비-증권성 암호자산 부문에 적절한 규제 제도가 확보될 수 있도록 CFTC에 계신 관계자들, 은행업 규제당국들, 그리고 의회와 긴밀하게 협력해 나갈 것입니다. 저희의 목표는 SEC의 관할권 자체를 확대하려는 게 아니라, 투자자들이 보호되도록 하면서 자본 형성이 원활해질 수 있게 하려는 것입니다.

계속 귀를 기울이겠습니다. 크립토 TF와 관련 부서 보좌진들은 이미 여러 차례 원탁회의를 개최했고 방대한 양의 서면 제출 의견도 검토했습니다. 더 많은 의견이 필요합니다. 저희는 투자자들로부터, 배포 규칙을 염려하는 개발자들로부터(from builders worried about shipping code), 그리고 종이-기반 시대에 작성된 규칙들(rules written for a paper-based era)을 지키면서 온-체인 시장에 적극 관여하고자 하는 전통 금융기관들로부터 피드백을 받고자 합니다.

마지막으로, 앞서 말씀드렸듯이, 저희는 법조문에 건전한 시장 구조 규율 체계를 반영하려는 의회의 노력을 계속 지원해 나가겠습니다. 위원회는 현행법하에서 합리적 견해를 제공할 수 있지만, 그 입장을 미래의 위원회가 번복할 위험은 항상 존재합니다. 목적에 부합하는 입법이 매우 중요한 이유(fit-for-purpose legislation is so vital)가 여기에 있고, 연말까지 크립토 시장 구조에 관한 입법을 마무리하겠다는 트럼프 대통령의 목표를 기꺼이 지지하는 이유입니다.

## 무결성, 가독성, 그리고 법의 지배 / Integrity, Intelligibility, and the Rule of Law

자, 이 틀이 무엇이며 무엇이 아닌지 명확히 해 보겠습니다. 이 틀은 SEC 차원의 느슨한 법 집행에 대한 약속이 아닙니다(this framework is not a promise of lax enforcement at the SEC). 사기는 사기입니다. SEC는 투자자들을 증권 사기들로부터 보호하지만, 연방 정부는 불법 행위를 감시하고 예방하는 데 충분한 역량을 갖춘 여러 규제 기구를 두고 있습니다. 요컨대, 어떤 네트워크를 구축하겠다고 약속하면서 금전을 조달하고, 그 모은 자금을 챙겨 사라진다면, 문답 조사를 받게 될 것이고, 행위자는 법이 허용하는 최대한의 범위까지 추적될 것입니다.

이 틀은 무결성과 가독성에 대한 약속입니다(this framework is a commitment to integrity and intelligibility). 사업을 이곳 미국에서 시작하길 원하고 명확한 규칙들을 기꺼이 준수하려는 기업가에게, 우리는 어깨를 으쓱하며 무시하거나(shrug), 협박하거나(threat), 소환장을 발부하는 것(subpoena) 이상의 무엇을 제공해야 할 것입니다. 주식의 토큰화된 지분을 사려는 행위와 비디오 게임 내 수집품을 사려는 행위의 차이를 분별하려는 투자자에게, 우리는 법 집행 조치라는 포위망(web of enforcement actions) 이상의 무엇을 제공해야 할 것입니다.

가장 중요한 점을 말씀드리면, 이 틀은 SEC가 미칠 수 있는 범위에 겸허함을 갖겠다는 약속입니다(this framework is a commitment to humility about the SEC's own reach). 의회는, 타인의 정직성(honesty)과 역량(competence)에 의존하게 될 약속을 바탕으로 사람들이 자신의 돈을 갖고 참여하게 되는 상황이라는 특정 사안들을 다루기 위해 증권 법규들을 제정했습니다. 이들 법규가 디지털이든 그 밖의 다른 것이든, 가치의 새로운 모든 형태를 규제하기 위한 보편 헌장(universal charter)으로 설계된 것은 아닙니다.

## 계약, 자유, 그리고 책임 / Contracts, Freedom, and Responsibility

끝으로, Pierce 위원이 "새로운 패러다임"(New Paradigm) 연설<sup>2)</sup>을 시작하면서, 우리 미국의 역사를 상기했던 부분으로 마무리하고자 합니다. 그녀는, 큰 개인적 위험을 무릅쓰면서 실제로는 거의 죽음을 앞둔 상황에서도, 자유민은 자의적 법령으로 통치되어서는 안 된다는 원칙(principle that free people should not be governed by arbitrary decrees)을 위해 맞섰던 미국의 애국자 정신을 되돌아보게 해주었습니다.

다행히도, 저희가 할 일은 그와 같은 희생을 요구하진 않습니다. 그 원칙은, 그러나 변함이 없습니다. 자유로운 사회에서, 경제 일상을 관장하는 규칙들은 알 수 있는 것이어야 하고, 합리적 근거가 있어야 하며, 적절하게 제한되어야 합니다(rules that govern economic life should be knowable, reasoned, and appropriately constrained). 우리가 그 적절한 범위를 넘어 증권 법규들을 확장할 때, 우리가 모든 혁신을 의심되는 것으로 추정해 취급할 때, 우리는 그 핵심 원칙에서 벗어나게 되는 것입니다. 우리가 부여받은 권한의 한계들을 인식할 때, 우리가 투자 계약들은 종료될 수 있고 네트워크들은 그 자체의 장점을 이어갈 수 있다는 점을 인식할 때, 우리는 그

---

2) Hester Peirce, New Paradigm: Remarks at SEC Speaks (May 19, 2025), available at: <https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/peirce-remarks-sec-speaks-051925-new-paradigm-remarks-sec-speaks>.



원칙을 존중하게 되는 것입니다.

크립토에 대한 위원회의 합리적 접근법만으로는 그 자체로 시장의 운명—혹은 어떠한 특정 프로젝트의 운명을 결정하지 않을 것입니다. 그건 시장이 하게 될 것입니다. 그러나 그런 접근법은 미국이, 확고하면서도 공정한 규칙들 아래에서 사람들이 실험하고 배우고, 실패하고 성공할 수 있는 장소로 남을 수 있게 도와줄 것입니다.

이것이 바로 Project Crypto의 지향점이고, 위원회가 나아가야 할 방향입니다. 오늘 제가, 위원장으로서 여러분께 드리는 약속이기도 합니다: 저희는 **미래에 대한 두려움이 우리를 과거 안에 가둬놓지 않게 할 것입니다**(we will not let fear of the future trap us in the past). 그리고 우리는 토큰을 둘러싼 논쟁 뒤에는, 솔루션을 구축하려 애쓰는 기업가들, 미래를 위해 투자하려 애쓰는 근로자들, 그리고 이 나라의 번영을 함께 누리고자 애쓰는 미국인들 — **실제의 사람들(real people)**이 있다는 사실을 잊지 않을 것입니다. 위원회의 역할은 이 세 부류의 사람들 모두를 위해 봉사하는 것입니다(The Commission's role is to serve all three).

감사합니다. 그리고 앞으로도 몇 달간 계속해서 이런 대화를 나눌 수 있기를 기대합니다.//

#### [참고]

Paul S. Atkins 미국 SEC 위원장은 지난 9월 10일, 파리에서 열린 “글로벌 금융시장에 관한 **OECD 원탁회의**”에서 행한 기조연설에서도 SEC의 ‘Project Crypto’ 등을 언급한 바 있습니다. (upbitcare.com > 조사·연구 > 해외동향)

어떤 맥락에서 폴 앳킨스 위원장의 생각이 다듬어지고 있는지 참고하실 수 있도록, OECD 원탁회의 기조연설문도 다시 정리해 첨부해 드립니다.

[참고]

## OECD 글로벌 금융시장 라운드테이블 출범 행사 기조연설

Keynote Address at the Inaugural OECD Roundtable on Global Financial Markets

Paul S. Atkins, SEC Chairman

프랑스 파리 / 2025년 9월 10일

(일부 발췌)

### 프로젝트 크립토 (Project Crypto)<sup>3)</sup>

우리가 각 관할권에서 투자자 신뢰와 역동적 시장을 조성하자고 회원국들에 요청하는 것처럼, 미국에서도 그러한 우선순위에 따라 미국 내에서 디지털자산의 잠재력이 발휘될 수 있게 해야 한다는 요구가 이어지고 있습니다.

앞서 제가 언급했듯이, 1980년대 후반에 저는 이곳, 콩코르드 광장에서 약 4km 떨어진 데서 일했습니다. 그때 저는, 한때 무시당했거나 완전히 저항을 받기도 했었지만 이제 글로벌 파이낸스를 혁명적으로 변화시키고 있는 기술들을 비롯하여, 새로운 기술을 말하는 현재의 제 역할로 돌아오리라곤 상상할 수도 없었습니다. 빅토르 위고 대로에서 몇 걸음 떨어진 이곳이다 보니, 빅토르 위고가 했던 말을 지금 시대로 다시 불러들이는 게 적절하다는 생각이 듭니다: “군대의 침략에는 저항할 수 있지만, 아이디어의 침투에는 저항할 수 없다”—군대가 침략해 오는 건 저항할 수 있지만, 이미 그 시대가 열린 아이디어에는 그럴 수 없다고 했습니다.<sup>4)</sup>

신사 숙녀 여러분! 자 오늘, 우리는 인정해야 합니다: 이미 크립토 시대가 도래했습니다.

SEC는, 너무도 오랫동안, 기관이 가진 조사, 소환, 법 집행 권한을 무기 삼아 크립토 산업을, 암호화폐 산업을 뒤엎었습니다. 이 접근법은 효과도 없었고, 오히려 해로웠습니다: 일자리, 혁신, 그리고 자본을 해외로 내쳤습니다. 미국 기업가들은 혹독한 대가를 치렀고—사업은 커녕 법적 방어선을 구축하는데 막대한 비용을 쏟아부어야 했습니다. 그런 장면은 역사의 뒤편길로 사라질 것입니다.

3) [역주] 미국에서는 “디지털 금융 기술 부문의 미국 리더십 강화”(Strengthening American Leadership in Digital Financial Technology)라는 제목의 트럼프 대통령 행정명령(2025.1.23.)에 따라, 범정부 대표들로 디지털자산 시장에 관한 대통령 직속 실무단(PWG on Digital Asset Markets)이 구성됐고, 지난 7월 30일, 백악관은 행정명령과 같은 제목으로 된, 166쪽 분량의 실무단 보고서(PWG's Digital Asset Market Report)를 발표하였음. 실무단(PWG)의 일원이었던 폴 애킨스 SEC 위원장은 7월 31일, 보고서에 적시된 권고를 이행하기 위한 SEC의 “Crypto Project” 정책 추진 방침을 발표하였고; 역시 PWG의 일원이었던 캐롤라인 팜 CFTC 위원장 대행도 CFTC의 “Crypto Sprint” 착수 계획을 8월 1일 발표하였으며; 9월 29일에는 SEC와 CFTC 간의 디지털자산 규제 조율을 위한 공동회의가 역사상 처음으로 개최됨. SEC의 Crypto Task Force는 8월 4일부터 12월까지, 미 전역 10개 주요 도시를 돌며 공개적인 라운드테이블을 개최할 예정이기도 함(SEC 웹사이트를 통해 실시간 중계 예정).

4) Victor Hugo, The History of a Crime (1877).

SEC에 새로운 날이 시작되었습니다. 더 이상 임시방편적인 법 집행 조치를 통해 정책을 만들어 가지 않을 것입니다.<sup>5)</sup> 우리는 미국에서 혁신가들이 번성할 수 있게 표지판 역할을 할 명확하고, 예측할 수 있는 규칙(clear, predictable rules of the road)을 제공해 나가려 합니다. 트럼프 대통령은 저와 행정부처에서 비슷한 지위에 있는 관계자들에게 미국을 세계의 크립토 수도로 만들라는 임무를 부여했고, **대통령 직속의 디지털자산 시장 실무단(President's Working Group on Digital Asset Markets)**은 그렇게 노력해 갈 우리를 인도할 과감한 청사진을 제시했습니다.

의회가 포괄적 법안을 마련하고 있는 가운데, 대통령 직속 실무단은 미국 규제당국들에 대해 시대에 뒤떨어진 규정집을 신속히 현대화하도록 지시했습니다. SEC는, 미국의 시장들이 온-체인으로 이동해 갈 수 있도록 증권 규칙과 규정들을 현대화하는 포괄적 대책인 Project Crypto를 통해 그러한 지시를 이행하고 있습니다. 우선순위는 명확합니다: 크립토 자산들의 증권 지위에 관한 확실성을 제공해야 한다는 것입니다. 크립토 토큰들 대부분은 증권이 아닙니다, 그 경계를 명확히 확정할 것입니다. 우리는 기업가들이 끝 모를 법적 불확실성 없이 온-체인으로 자본을 조달할 수 있게 해야 합니다. 시장 참여자들에게 선택지를 늘려주는 "슈퍼-앱"을 갖춘 매매 플랫폼 혁신("super-app" trading platform innovation)을 허용해야 합니다. 플랫폼들은 매매, 대여, 스테이킹 서비스를 단일 규제 체계하에서 제공할 수 있어야 합니다.<sup>6)</sup> 투자자들, 자문업자들, 브로커-딜러들 역시 복수의 커스터디 솔루션 중에서 선택할 자유가 있어야 할 것입니다.

SEC는, 최근 발표된 실무단 보고서와 보조를 맞추면서, 다른 기관들과도 협력하여 단일 규율 체계하에서 한 플랫폼이 스테이킹과 렌딩 같은 서비스들과 함께, (증권 해당 여부와 관계없이) 암호자산 매매(거래) 서비스를 제공할 수 있게 해나갈 예정입니다. 규제 당국들은 투자자들을 보호하는 데 필요한 최소한의 효과적 규제만 제공해야 하지, 그 이상이 되어선 안 된다고 생각합니다. 기업가들에게 대기업들만이 감당해 낼 수 있는 중첩되는 규칙들로 과도한 부담을 지게 해서는 안 될 것입니다. 거래 장소와 상품 경쟁을 활성화함으로써, 우리는 미국 회사들이 범세계적으로 공평한 운동장에서(on a level playing field) 경쟁할 수 있게 도울 수 있습니다.

트럼프 대통령은 미국을 "건설자들의 나라(nation of builders)"라고 부릅니다. 제가 위원장으로 재임하는 동안, SEC는 그러한 건설자들을 격려하고, 이들이 관료적 규제(red tape)하에서 숨 막히지 않게 해나갈 것입니다. 우리의 목표는 간단합니다: 바로 미국 땅 위에 **금융 혁신**이

5) [역주] PWG의 DAM Report에서는 SEC가 바이든 정부 시절, 규정을 명확히 하기보다는 '법 집행에 의한 규제'에 나선 결과 적대적 환경이 조성됐던 점을 비판하며, बैं킹 서비스에 대한 디지털자산 사업자들의 접근을 차단하는 등의 '숨통 조이기 작전'(Operation Choke Point 2.0)이 완전히 종식되었다고 언급하고 있음(보고서 원문 5, 7, 63-71쪽).

6) [역주] PWG의 DAM Report에서는 SEC와 CFTC에 등록된 업자들이 가능한 한 가장 효율적인 면허 체계하에서 복수의 사업 분야(multiple business lines)에 종사할 수 있게 허용해야 할 것이고(보고서 원문 6쪽): **매매(trading)와 보관·관리(custody) 서비스를 결합해서 제공할 수 있도록 허용**하고(보고서 원문 52쪽, 142쪽); 장기적으로는 등록 사업자들이 **복수의 서비스를 단일 유저 인터페이스 내에서 제공할 수 있게 허용**하기 위해 SEC와 CFTC가 서비스 제공의 유연성을 검토해야 할 것이라고 권고함(보고서 원문 143쪽). 구체적으로는, 이해상충 요소를 해소하면서 그리고 기존의 등록 사업자들에게 불이익이 되지 않도록, 등록 사업자들이 **하나의 비즈니스 모델 내에 여러 금융 서비스를 통합할 수 있게 허용**하는 규제 제도가 채택된다면, 마찰 지점을 줄이고 이용자 경험을 개선할 수 있을 것이며; **거래교환 서비스와 브로커 서비스를 결합**할 수 있게 되면 **규모의 경제**를 가능케 하고 동일한 기술 스택으로 고객 주문을 곧바로 연결해 처리할 수 있게 되면서 **운영의 복잡성**을 줄일 수 있다고 언급하고 있음.

라는 황금기를 여는 것입니다. 토크화된 주식 원장들을 통해서든 완전히 새로운 자산군을 통해서든, 우리는 미국의 감독 장치 하에서, 미국 투자자들의 이익이 되도록, 획기적인 변화가 미국 시장에서 일어나기를 바라는 것입니다.

### 국제적 파트너들과 보조를 같이할 기회

물론, 우리의 혁신과 규제에 명확성에 대한 의지를 공유하는 국제적인 파트너들과 전략적으로 협력할 때 그러한 우선순위는 비로소 그 최대한의 잠재력에 도달할 수 있을 것입니다. 시장은 자본이 시장의 가장 생산적인 용처로 자유롭게 흐를 때 번성할 것입니다. 그리고 본질적으로 범세계적인 퍼블릭 블록체인들은 지급결제와 자본시장의 토대를 현대화할 드문 기회를 제공합니다. 서로 협력한다면, 미국과 유럽은 대서양을 넘나드는 제휴 관계를 다시 강화하면서 양측의 국내 경제를 강화할 수 있을 것입니다. 이미 인정받고 있듯이, 유럽은 아주 선제적으로 움직였습니다. PWG의 디지털자산 시장 보고서(Digital Asset Market Report)<sup>7)</sup>도 인정하듯이, EU의 암호자산시장에 관한 법률(MiCA, Markets in Crypto-Assets regulation)은 디지털자산에 관한 포괄적 제도의 전형이 되고 있습니다. 유럽연합의 일부 정책 결정자들은 분산 금융(DeFi), 대체-불가 토큰, 디지털자산 대여를 다루기 위해 "MiCA 2"를 이미 요구하고 있습니다. 저는 유럽 동맹국들이 규제의 명확성을 제공해 주려는 그런 앞선 시도에서 보여주는 선견지명에 찬사를 보냅니다. 미국도 그러한 노력에서 배우는 게 아주 중요하다고 생각합니다.

저의 확고한 생각을 말씀드리자면, 금융 혁신을 뒷받침하는 경제 환경을 조성하는 데 있어 미국이 그 어느 나라보다 뒤처지지 않게 한다는 것입니다.<sup>8)</sup> 우리는 따라잡으면서, 더욱 혁신적인 시장을 촉진하기 위해 국제적 동반자들과 협력해 나갈 수 있으리라 기대합니다. 토크빌이 말했던 것처럼, 서로 협력한다면, 우리는 자유와 번영의 "지평을 넓혀갈" 수 있을 것입니다.

### 인공지능과 금융: 시장 혁신의 새로운 시대

저희 쪽을 말씀드리면, 미국의 금융 리더십은 미래를 두려워하기보다는 미래를 설계하는 데 달려 있습니다. 자산을 거래하고 결제하는 방식을 블록체인이 변화시키고 있는 것처럼, 인공지능은 에이전트 금융(agentive finance)으로 가는 문을 열고 있습니다—에이전트 금융이란 그 코드 내에 증권법 준수 체계가 내장된, 자율적인 AI 에이전트들이 인간이 따라올 수 없는 속도로 매매를 실행하고, 자본을 배분하며, 위험을 관리하는 시스템을 말합니다.

AI 에이전트에 의해 작동되는 금융이 가져올 혜택은 엄청날 수 있습니다: 더 빨리 돌아가는 시장, 더 낮아진 비용, 그리고 한때 월가의 거대 기업들만 누릴 수 있었던 전략에 대한 접근성 확대가 그 예입니다. AI가 블록체인과 결합하도록 한다면, 우리는 개개인들의 능력을 배가하고, 경쟁을 강화하며, 새로운 번영의 기회를 열 수 있습니다.

7) President's Working Group on Digital Asset Markets, Strengthening American Leadership in Digital Financial Technology, 60-61 (July 30, 2025), available at: <https://whitehouse.gov/wp-content/uploads/2025/07/Digital-Assets-Report-EO14178.pdf>.

8) 위 PWG DAM Report 59쪽에도 나와 있는 내용.

정부의 책무는 혁신을 억누르는 규제 장벽들을 제거하면서 동시에 상식에 맞는 안전장치가 마련 되도록 하는 것입니다. AI는 이제 자본시장의 일부가 되었고, 그 역할은 커져만 갈 것입니다. 두려움 때문에 과잉 반응하려는 유혹에서 벗어나야 합니다. 온체인으로 옮겨탄 자본시장과 에이전트 금융의 지평이 열렸고, 세계가 이를 목도하고 있습니다. 우리 앞에 놓인 선택지는 간단하지만 매우 중요합니다: 미국이 자신감과 확신을 갖고 앞으로 나갈 것인지, 아니면 다른 나라들이 그렇게 해나가도록 할 것인지를 선택해야 합니다. 저는 미국의 시장, 미국의 경제, 그리고 다음 세대를 위해— 리더십, 자유, 그리고 성장을 선택하겠습니다. 그리고 저는 더욱 번성하며 자유로운 사회를 향한 저희의 노력에 동참하려는 국제 사회의 파트너들과 적극 협력해 나갈 생각입니다.

\*\*\*

정리해 말씀드리면, 여러분과의 제휴를 통해, 우리는 혁신가와 기업가들이 번성해 나갈 충분한 여지를 마련해 줌과 동시에 투자자들을 보호한다는 그 본래의 기능에 부합하도록 앞으로의 규제 정책들을 마련해 나갈 수 있을 것입니다. 앞서 말씀드렸듯이, SEC에서는 새로운 날이 **열렸고**, 당 기관이 오래 견지해 왔던 원칙들을 새롭게 다가온 가능성에 맞춰 재조정하고 있습니다. 말씀드린 규제 사안들에 대한 국제 협력은 장기적으로는, 미국 전역에 걸쳐 그리고 전 세계를 아울러, 우리 모두에게 혜택을 가져다줄 것으로 확신합니다. 찾아온 여러 기회에 걸맞은 결의로, 이러한 협업 과제에 함께 하기를 기대합니다. 경청해 주셔서 감사합니다.

<기조연설에서 언급한 여타 주제>

- **Special Accommodations for Foreign Issuers**

외국 증권 발행자들을 위한 특별 우대장치

- **High-Quality Accounting Standards**

고품질 회계처리 기준 - 미국 GAAP과 조율할 필요 없이 IFRS를 적용한다는 내용

- **Financial Materiality (금융에 미치는 중요도)**

기업이 창안해 내는 상품, 서비스, 일자리에 힘을 보태주는 자본을 제공하는 투자자들의 이익에 초점을 두는 공시 요건; 기업 경영지배구조 표준 및 여타 규정이면 족하지, 비-금융성 중요도까지 고려하는 이중의 중요성(double materiality)을 기반으로 하는 규제 제도는 부담만 초래한다는 내용

최근 EU에서 제정된 **기업의 지속가능성 보고 지침(CSRD, Corporate Sustainability Reporting Directive)**과 **기업의 지속가능성 실사 지침(CSDDD, Corporate Sustainability Due Diligence Directive)**처럼 이중의 중요도를 고려하는 규제 접근법은 EU에서 활동하는 미국 기업들에게도 영향을 줄 것이므로, 그 대신 금융성 중요도(financial materiality)라는 원칙에 기반하는 규제 제도에 초점을 맞춰 이 법규들을 간소화, 단순화할 것을 제안하는 내용//