

2024년도 한국상사법학회 춘계학술대회

# 기업 및 자본시장 법제의 최근 동향과 과제

| 일 시 | 2024년 4월 26일(금) 13:00-18:00

| 장 소 | 한양대학교 법학전문대학원 제3법학관 304호

| 주 최 | (사)한국상사법학회·한양대학교 법학연구소·연세대학교 법학연구원

| 후 원 | 한국상장회사협의회

社團 韓 國 商 事 法 學 會  
法 人 Korea Commercial Law Association



## 개 회 사

한국상사법학회 회원 여러분!

안녕하십니까?

제가 한국상사법학회의 회장을 맡아 준비한 첫 학술대회에 오신 회원님 여러분을 환영하면서, 모든 회원님의 가정과 일터에 건승의 축복이 가득하시기를 기원합니다!



한국상사법학회는 매년 4차례의 학술대회를 통해 국내외 상사법 관련 법학자 및 법률가들의 교류를 활성화하고 변화하는 상거래 환경과 현실에 부합하는 연구 역량을 제고함으로써 상사법 발전에 기여하는 견인차 역할을 해오고 있습니다.

오늘은 그 중 '기업 및 자본시장 법제의 최근 동향과 과제'라는 주제로 2024년 한국상사법학회 춘계학술대회를 개최합니다.

이 학술대회를 위하여 환영사를 해주실 박재완 한양대학교 법학연구소장님의 도움에 감사드리며, 지난 1년간 한국상사법학회 회장으로서는 크게 기여해주신 정경영 교수님의 노고에 대한 공로패수여식을 진행할 것입니다.

이번 춘계학술대회는 최근의 기업 및 자본시장 관련 판례와 국내외 법제에 대한 심도 있는 논의를 통해, 향후 관련 분야 법제에 대한 개선방안 모색을 위한 다양한 전문가들의 의견을 공유하는 자리가 될 것으로,

이번 춘계학술대회는 기조발제와 세 세션으로 구성됩니다.

먼저 이철송 교수님의 '상법 제401조의2에 따른 업무집행지시자 책임의 본질'에 대한 기조발제를 듣고, 이어지는 제1세션에서는 이현균 박사님의 '주주평등원칙에 관한 대법원 판결 검토'에 대한 발표와 정준혁 교수님과 노미리 교수님의 토론, 이어 제2세션에서는 김효정 사법정책연구위원의 '회사소송의 재량기각 제도의 법적 쟁점과 개선방안'의 발표와 임수민 교수님과 권용수 교수님의 토론, 그리고 제3세션에서는 천창민 교수님의 '유럽 압호자산시장법 연구: MiCAR의 적용범위와 업규제 및 입법적 함의를 중심으로'의 발표와 김흥기 교수님과 김갑래 자본시장연구원 센터장님의 토론이 진행될 것입니다. 위 세 세션은 각각 이형규 명예교수님(제1세션), 김성탁 명예교수님(제2세션), 그리고 정준우 수석부회장님(제3세션)의 사회에 따라 진행될 것입니다.



기조발제를 맡아주신 이철송 교수님, 사회를 맡아주신 이형규 교수님, 김성탁 교수님, 정준우 교수님께 감사드립니다. 또한 발표를 맡아주신 이현균 박사님, 김효정 연구위원님, 천창민 교수님과 토론을 맡아주신 정준혁 교수님, 노미리 교수님, 임수민 교수님, 권용수 교수님, 김흥기 교수님과 김갑래 센터장님께 감사드립니다.

춘계학술대회를 마친 후에는 회원님들간의 친목 도모와 함께 학술대회에서 미진하였던 토론의 장을 잇기 위한 만찬의 자리를 마련하였습니다. 많은 회원님들의 참석을 바랍니다.

오늘의 춘계학술대회의 성공적 개최를 위하여 많은 분께서 수고해주셨습니다. 상임이사단이 바뀐지 얼마 되지 않은 시점에서 신년학술대회의 준비를 위하여 애쓰신 손창완 수석총무이사님을 비롯한 모든 상임이사분들의 노고에 감사를 드립니다.

우리 학회는 이번 춘계학술대회에 이어 2024년 6월 28일~29일에 개최될 하계학술대회는 법무부 및 제주대학교와 공동으로 제주 라마다 프라자호텔에서 진행될 예정입니다. 여러 가지로 바쁘시겠지만 학회의 성공적인 개최와 진행을 위하여 귀한 시간을 내어주시기를 부탁드립니다.

앞으로도 저희 학회집행부는 우리 학회의 논문집 「상사법연구」의 최고의 수준 유지를 위하여 노력함과 더불어 우리 학회 회원님 여러분 간의 학문적 교류 증진을 위하여 최선의 노력을 경주하도록 하겠습니다. 부디 성원해주시고 참여해주시기 바랍니다.

끝으로 회원님 여러분께서 올해 계획하시고 실행하시는 모든 일이 순조롭게 진행되시기를 기원합니다.

감사합니다.

2024. 4. 26.

한국상사법학회 회장 안 강 현 올림



## 환 영 사

안녕하십니까? 한양대학교 법학연구소장 박재완입니다.

(사)한국상사법학회, 연세대학교 법학연구원, 한양대 법학연구소가 “기업 및 자본시장 법제의 최근 동향과 과제”를 주제로 공동학술대회를 개최하게 된 것을 매우 기쁘게 생각하며, 학회장님을 비롯하여 바쁘신 와중에도 참석하여 주신 모든 분들을 환영합니다. 특히, 큰 걸음해주신 이철송 교수님과 이형규 교수님께 깊이 감사드립니다.

존경하는 여러분 !

오늘, 우리는 기업법제와 자본시장 법제상의 최신 법률 문제를 탐구한 연구성과물을 공유하고 개선 방안을 모색하기 위해 모였습니다. 이번 춘계공동학술대회가 다루고 있는 각 주제는 기업 및 자본시장 법제의 최근 동향을 파악하고, 이와 관련된 실무적 쟁점에 대해 심도 있게 논의할 수 있는 훌륭한 기회가 되리라 기대합니다.

이번 학술대회는 이철송 교수님의 “상법 제401조의2에 따른 업무집행지시자 책임의 본질”이라는 기초발제를 시작으로, “주주 평등의 원칙에 관한 대법원 판결검토”, “회사소송의 재량기각 제도의 법적 쟁점과 개선방안”, “유럽 암호자산시장법 연구-MiCAR의 적용범위와 업규제 및 입법적 함의를 중심으로”라는 학술적으로 매우 흥미진진하고 시의적절한 주제들로 구성되어 있습니다. 기업활동에서의 책임 소재와 법적 구속력, 주주의 권리와 기업의 의무 간의 균형에 대한 대법원의 시각, 회사소송에서 재량기각 제도가 가지는 법적 문제와 개선 방안, 암호화폐시장의 급성장에 따른 규제적 측면에 대한 견해를 공유하고 개선점을 모색하는 귀중한 자리가 되리라 믿어 의심치 않습니다.

공사다망하심에도 불구하고 기초발제를 하시는 이철송 교수님, 제1세션 좌장을 맡아주신 이형규 교수님께 다시 한번 감사를 드립니다.

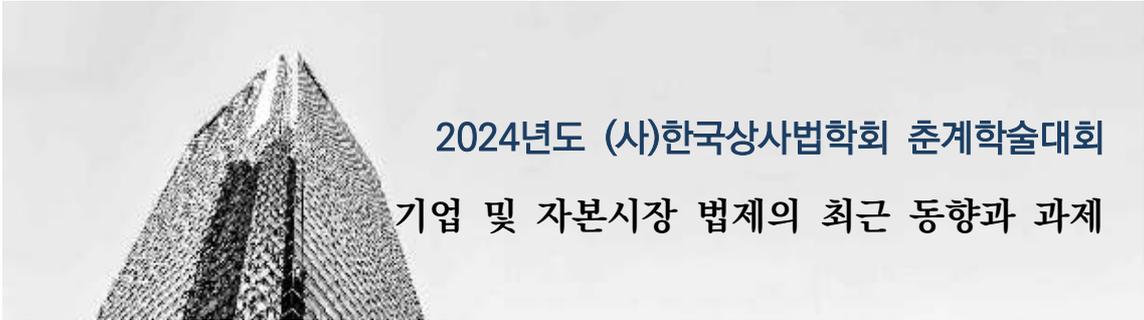


마지막으로 어려운 여건 속에서도 이번 공동학술대회의 성공적인 개최를 위하여 차질 없이 준비해 주신 (사)한국상사법학회 안강현 회장님을 비롯 학회 관계자 여러분, 귀중한 연구 성과를 공유해 주시는 발표·토론·사회자 여러분, 후원을 해주시는 한국상장회사협회의 관계자 여러분, 연세대 법학연구원과 한양대 법학연구소의 실무자 여러분의 노고에 마음깊이 감사의 말씀을 드리며, 이 자리에 계신 모든 분들의 건강과 행복을 기원하면서 환영사를 갈음하겠습니다.

2024. 4. 26.

한양대학교 법학연구소장 박 재 완





# 2024년도 (사)한국상사법학회 춘계학술대회

## 기업 및 자본시장 법제의 최근 동향과 과제

### 학술대회 전 일정

• 11:30 ~ 13:00 이사회 및 오찬

#### > 프로그램 안내

<b>세부 내용</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 일 시 : 2024. 4. 26(금) 13:00 ~ 18:00</li> <li>◆ 장 소 : 한양대학교 법학전문대학원 제3법학관 304호</li> <li>◆ 주 최 : 한국상사법학회, 한양대학교 법학연구소, 연세대학교 법학연구원</li> <li>◆ 후 원 : 한국상장회사협의회</li> </ul>
--------------	--

#### > 등록 및 개회식

<b>세부 일정</b>	<b>4. 26(금)</b>		<b>사회 손창완 교수 (총무이사, 연세대)</b>
	13:00~13:30	등록	
	13:30~13:50	개회식	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 개회사 : 안강현 회장 (한국상사법학회)</li> <li>• 환영사 : 박재완 소장 (한양대학교 법학연구소)</li> <li>• 감사패 증정 : 정경영 교수 (전 한국상사법학회 회장)</li> </ul>
	13:50~14:00	사진 촬영	

#### > 세부일정표

### 학술대회

학술사회 장근영 교수 (연구이사, 한양대)

<b>기조 발제</b>	<b>상법 제401조의2에 따른 업무집행지시자 책임의 본질</b> • 발 제 : 이철송 교수 (건국대)
<b>제1세션</b>	<b>주주 평등 원칙에 관한 대법원 판결 검토</b> • 발 제 : 이현균 박사 (한국법학원) • 사 회 : 이형규 명예교수 (한양대) • 토 론 : 정준혁 교수 (서울대), 노미리 교수 (동아대)
<b>coffee break (15:30 ~ 15:50)</b>	
<b>제2세션</b>	<b>회사소송의 재량기각 제도의 법적 쟁점과 개선방안</b> • 발 제 : 김효정 박사 (사법정책연구원) • 사 회 : 김성탁 명예교수 (인하대) • 토 론 : 임수민 교수 (충북대), 권용수 교수 (건국대)
<b>제3세션</b>	<b>유럽 암호자산시장법 연구: MiCAR의 적용범위와 업규제 및 입법적 함의를 중심으로</b> • 발 제 : 천창민 교수 (서울과학기술대) • 사 회 : 정준우 교수 (인하대) • 토 론 : 김흥기 교수 (연세대), 김갑래 센터장 (자본시장연구원)

#### > 폐회

<b>폐회식</b>	17:40	폐회사 : 안강현 회장 (한국상사법학회)
<b>만찬 일정</b>	18:00	만찬





상법 제401조의2에 따른 업무집행지시자 책임의 본질	3
-------------------------------	---

발 제 : 이철송 교수 (건국대)



주주 평등 원칙에 관한 대법원 판결 검토	17
------------------------	----

발 제 : 이현균 박사 (한국법학원)  
사 회 : 이형규 명예교수 (한양대)  
토 론 : 정준혁 교수 (서울대), 노미리 교수 (동아대)



회사소송의 재량기각 제도의 법적 쟁점과 개선방안	47
----------------------------	----

발 제 : 김효정 박사 (사법정책연구원)  
사 회 : 김성택 명예교수 (인하대)  
토 론 : 임수민 교수 (충북대), 권용수 교수 (건국대)



유럽 압호자산시장법 연구: MiCAR의 적용범위와 업규제 및 입법적 함의를 중심으로	75
--	----

발 제 : 천창민 교수 (서울과학기술대)  
사 회 : 정준우 교수 (인하대)  
토 론 : 김홍기 교수 (연세대), 김갑래 센터장 (자본시장연구원)



[기조 발제]

상법 제401조의2에 따른 업무집행지시자 책임의 본질

---

발 제 : 이철송 교수 (건국대)



**【기조발제】**

**상법 제401조의2에 따른 업무집행관여자의 책임의 법적 성질**  
- 대법원 2020다236848 판결(2023. 10. 26.)의 평석을 곁하여

李 · 哲 · 松\*

《 목 차 》

- I. 머리말
- II. 학설의 현황
  - 1. 불법행위책임설
  - 2. 기관책임설(계약책임설)
  - 3. 법정책임설
- III. 판례의 성질론
- IV. 성질론의 범위
- V. 기관책임설의 논거에 대한 비판
  - 1. 법문의 의미와 문리해석의 한계
  - 2. 입법취지의 근거성
- VI. 결어

**I. 머리말**

우리나라의 기업실무에서는 대소기업을 막론하고 지배주주가 경영에 관여하는 것이 일반적인 현상이다. 지배주주가 임직원과 같은 법상의 업무집행자가 아니면서도 회사에 대한 지배력 내지는 영향력을 배경으로 하여 이사에게 업무집행을 지시하거나 직접 집행하는 예도 흔하다. 보통은 자신의 이익을 위한 동기에서 관여하므로 많은 경우 그 결과는 회사의 손실로 귀결되지만, 이들은 회사에 대해 법적 지위를 갖지 아니하므로 회사의 손해에 관한 책임추궁에 있어서는 수면하로 잠복하는 것이 현실이다. 그리하여 회사의 업무집행에 관여한 지배주주의 책임을 묻는 제도를 마련해야 한다는 논의가 있어 오던 중, 1998년 이른바 IMF 경제위기를 맞아 기업실패의 책임을 지배주주들의 방만한 경영행태로 돌리는 분위기를 타고 이들의 법적 책임을 묻는 제도가 상법 제 401조의2의 신설로 창설되었다. 同條에서는 이사가 아닌 자가 회사에 대한 영향력을 이용하여 이사에 업무집행을 지시하거나(동조 1항 1호), 이사 아닌 자가 이사의 이름으로 업무를 집행하거

\* 건국대 법학전문대학원 석좌교수

나(동조항 2호), 소정의 표현적 명칭을 사용하여 회사의 업무를 집행함으로써(동조항 3호) 회사에 손해를 가한 경우 이들에게 이사와 동일한 책임을 묻도록 하였다.

동조의 입법이 이루어진 후 그 해석·적용에는 여러 가지 의문과 논쟁이 따르는데, 가장 기본적인 쟁점은 동조에 의한 책임의 本質이 무엇이나는 것이다. 이 점을 다루는 學界의 논의는 불법행위책임으로 보는 견해, 계약책임으로 보는 견해, 법정책임으로 보는 견해로 갈려 있다. 어느 쪽으로 보느냐에 따라 이 책임의 내용이나 기타 파생되는 법문제의 해결에 있어 기본적인 입장이 달라지므로 매우 중요한 쟁점이다.

차체에 최근 업무집행관계자의 책임의 성질을 선언한 대법원 판결이 나왔다. 이 글 제목에 표시한 판결인데, 筆者가 아는 바로는 이 문제를 주된 쟁점으로 다룬 최초의 판례이다.<sup>1)</sup> 동 판결(이하 “본 판결”로 인용한다)은 계약책임설을 취하였으나, 筆者는 법정책임설을 취하므로 이 판례의 논리체계를 확인하고, 필자 나름의 해석론을 제시하고자 한다.

본론에 앞서, 제401조의2의 책임과 관련하여 상법학자마다 사용하는 용어가 다양하므로<sup>2)</sup> 이 글에서 사용할 관련 용어를 미리 정의해 둔다. 제401조의2에 따른 책임을 “업무집행관계자의 책임”으로 부르며, 동조 제1항 제1호의 책임주체를 “업무집행지시자,” 제2호의 책임 주체를 “무권대행자,” 제3호의 책임주체를 “표현이사”로 부르기로 한다.

## II. 학설의 현황

업무집행관계자에는 기술한 바와 같이 업무집행지시자, 무권대행자, 표현이사의 세가지가 있으나, 학설은 대체로 이들의 책임을 일괄하여 그 성질을 논하고 있다. 상법 제401조의2 제1항의 법문이 세 가지를 뭉뚱그려 제399조 등을 준용하고 있기 때문으로 보인다. 하지만 필자는 후술

1) 필자의 생각과는 달리, 「대법원 2006. 8. 25. 선고 2004다26119 판결」을 상법 제401조의2 제1항에 의한 책임의 성질을 논한 판결례로 본 견해도 있으나(권순일 편, 「주식 상법[회사 3](제6판), 한국사법행정학회, 2001, 575면(이원석 집필), 이 판례는 상법 제401조의 책임발생의 성립요건을 설명하였을 뿐, 제401조의2 제1항의 책임의 본질론을 언급한 것으로 보기는 어렵다. 同견해가 제401조의2의 책임의 성질을 다룬 것으로 이해한 판지 부분은 다음과 같다.

“상법 제401조의2 제1항 제1호 소정의 ‘회사에 대한 자신의 영향력을 이용하여 이사에게 업무집행을 지시한 자’(이하 ‘업무지시자’라고 한다)에는 자연인뿐만 아니라 법인인 지배회사도 포함되나, 나아가 그에 의하여 부담하는 상법 제401조 소정의 제3자에 대한 책임에서 요구되는 ‘고의 또는 중대한 과실로 인한 임무해태행위’라 함은 회사의 기관으로서 인정되는 직무상 충실 및 선관의무 위반의 행위로서(예를 들면, …[생략]…) 위법한 사정이 있어야 하고 통상의 거래행위로 인하여 부담하는 회사의 채무를 이행할 능력이 있었음에도 단순히 그 이행을 지체하고 있는 사실로 인하여 상대방에게 손해를 끼치는 사실만으로는 이를 임무를 해태한 위법한 경우라고 할 수는 없다.”

2) 제401조의2의 책임자를 대체로 「업무집행관계자」라고 부르지만, 「간주이사」라고 부르는 학자도 있고(이종훈, 「회사법」(제4판), 박영사, 2024, 270면), 「사실상 이사」라고 부르는 학자도 있다(정경영, 「회사법학」, 박영사, 2022, 702면; 최기원, 「신회사법론」(제14개정판), 박영사, 2012, 706면). 그리고 제401조의2 제1항 제1호의 책임자를 「업무집행지시자」로 부르는 것이 다수이지만, 「배후이사」라고 부르는 학자도 있다(孫珠瓚, 「商法(上)」(제15보정판), 박영사, 2004, 817면; 홍복기·박세화, 「회사법강의」(제5판), 법문사, 2017, 533면).

하는 바와 같이 업무집행지시자와 나머지 두 가지 관여자의 책임은 성질을 달리 설명하는 것이 옳다고 본다. 우선은 필자의 생각은 보류하고 학설의 현황을 소개한다.

## 1. 불법행위책임설

현재 업무집행관여자의 전부이든 일부이든 그 책임을 불법행위책임으로 설명하는 견해는 보기 어렵다.<sup>3)</sup> 업무집행관여자의 책임의 성질에 관한 筆者의 입장을 불법행위책임설로 소개하는 학자가 여럿 있는데, 필자는 후술하는 바와 같이 제401조의2 제1항 제2호의 무권대행자 및 제3호의 표현이사의 책임만 불법행위책임으로 설명한다.

## 2. 기관책임설(계약책임설)

상법학계의 다수설은 업무집행관여자의 책임은 회사의 기관으로서의 책임 즉 이사로서의 책임이라고 설명한다(기관책임설). 기관(이사)으로서 지는 책임이란 결국 이사가 회사와의 위임관계에서 지는 책임이라는 뜻이므로 계약책임설이라고도 부른다. 구체적인 논거로는, i) 법문의 형식으로 볼 때 기관설을 취한 것이 명백하다는 것, ii) 지배주주에게 그 권한에 상응하는 책임을 인정하려는 것이 상법 제401조의2의 입법취지라는 점을 제시한다. 그리하여 상법 제401조의2를 적용할 때에는 먼저 당해 업무집행관여자를 이사로 의제할 수 있는지 여부를 판단하고, 아사로 의제할 수 있을 경우에는 다시 임무해태가 있는지 판단해야 하며, 그 결과 업무집행관여자는 자신의 행위(업무집행관여행위)가 임무해태에 해당하는 경우에만 책임을 진다고 한다.<sup>4)</sup>

기본적으로는 기관책임설을 취하지만, 다음과 같이 다소 특색있는 설명을 추가하는 견해도 있다.

- i) 법정책임설과 기관책임설과는 관념적인 차이가 있을 뿐, 실제 결론에 차이가 없으나, 기관책임설이 보다 자연스럽다.<sup>5)</sup>
- ii) 업무집행관여자들은 회사와 위임관계에 있지 않은 이상 임무해태를 인정하기 어려울 것이나, 목적론적 해석에 의해 지배주주나 사실상의 경영자들에게 충실의무를 인정할 수 있을 것이고, 이러한 충실의무의 위반을 임무해태로 표현할 수 있다.<sup>6)</sup>
- iii) 업무집행관여자도 실질적으로는 이사와 같이 업무를 집행하므로 기관으로서 책임을 진다고

3) 다만, 이범찬·임충희·이영종·김지환, 「회사법」(제2판), 삼성사, 2018, 335면에서 “업무집행지시자는 회사의 기관이 아니므로 회사에 대한 임무해태가 있을 수 없기 때문에 이사의 업무집행이 회사에 대해 임무해태가 되면 바로 업무집행지시자의 책임요건을 충족한다.”라고 설명한다. 기관책임설이 아님은 분명하지만, 불법행위책임설의 취지로 보기도 어렵다.

4) 최기원, 「신회사법론」(제14대정판), 박영사, 2012, 707면. 대체동지: 권순일, 앞의 책, 574면(이원석 집필); 김건식·노혁준·천경훈, 「회사법」(제8판), 박영사, 2024, 517면; 김동근, “상법상 업무집행지시자의 책임,” 「企業法研究」, 제9집(2002), 576면; 이기수·최병규, 「회사법」(제12판), 박영사, 485면; 정경영, 전계서, 708면; 鄭東潤, 「商法(上)」(제6판), 法文社, 2012, 649면; 정찬형, 「상법강의(상)」(제24판), 박영사, 2021, 1081면;

5) 송옥렬, 「상법강의」(제13판), 弘文社, 2023, 1103면; 한국상사법학회편, 「株式會社法大系 II」, 法文社, 2022, 1266(최수정 집필).

6) 김정호, 「회사법」(제8판), 法文社, 2023, 623면.

설명하면서도, 한편으로는 업무집행지시자는 조직법상의 지위를 갖지 않으므로 임무해태 개념이 없고, 지시의 상대방인 이사의 업무집행이 임무해태에 해당하면 책임을 진다고 함으로써 일반적인 기관설과는 상이한 입장을 보이는 견해도 있다.<sup>7)</sup>

- iv) 이사는 이사회 구성원일 뿐, 회사의 기관은 아니므로 업무집행관계자는 기관으로서가 아니라 기관구성원으로 의제된 책임을 진다는 견해도 있으나,<sup>8)</sup> 이는 이사의 기관성을 부인하는 뜻을 추가한 것일 뿐, 업무집행관계자가 이사로서의 계약책임을 진다는 점에서는 차이가 없다.
- v) 임무해태를 요건으로 하지만, 그 임무란 이사와 동등한 정도의 의무라고 볼 수는 없다는 견해도 있다.<sup>9)</sup>

### 3. 법정책임설

업무집행관계자들에게는 회사에 대한 임무가 없고 따라서 임무해태가 있을 수 없으므로 업무집행관계자의 책임은 상법이 인정한 법정책임이라고 설명한다.<sup>10)</sup> 책임의 성질에 관해서는 언급하지 않지만, 업무집행지시자와 표현이사의 책임에 관해서는 임무해태가 책임요건이 아니라고 하며, 무권대행자의 책임에 관해서는 무권대행자가 이사였다면 부담하였을 임무에 관한 해태가 있었는지를 요건으로 하여 책임을 물어야 한다고 하는 2원적인 설명을 하는 견해도 있다.<sup>11)</sup>

필자가 무권대행자와 표현이사의 책임을 불법행위책임이라고 설명하는 이유는 다음과 같다.

상법은 「무권대행자」도 업무집행지시자와 마찬가지로 제399조, 제401조 및 제403조를 적용함에 있어 이사로 본다고 규정하지만, 제399조를 적용할 경우 업무집행지시자의 경우와는 달리 무권대행자 자신이 제399조의 요건을 충족하여야 할 것인데, 조직법상의 지위를 갖지 않는 자이므로 제399조가 규정하는 회사에 대한 「임무해태」가 있을 수 없다. 그러므로 법문의 표현에 불구하고, 이 규정은 무권대행자가 회사에 대해 불법행위책임을 진다는 뜻을 표명한 것으로 보아야 한다.<sup>12)</sup> 회사에서 이사의 직위를 갖지 않는 자가 이사의 이름으로 직접 업무를 집행하여 회사에 손해가 발생하였다면 본규정이 없더라도 불법행위를 구성한다. 그러므로 본조가 특별히 새로운 책임을 규정한 것으로 보기는 어렵다. 표현이사 역시 회사에서 그 명칭에 부합하는 조직법상의 지위를 갖지 않는 자이므로 무권대행자의 책임에 관해 말한 것과 같은 이유에서 역시 불법행위책임을 진다고 보아야 한다. 그리고 필자는 제401조의2 제1호의 업무집행지시자의 책임은 후술하는 바와 같이 법정책임으로 본다.

7) 임재연, 「회사법 II」(개정 8판), 박영사, 2022, 588면.

8) 최준선, 「회사법」(제18판), 삼영사, 2023, 577면.

9) 김건식·노혁준·천경훈, 전거서, 517면.

10) 權奇範, 「現代會社法論」(제8판), 三英社, 2021, 956면; 홍복기·박세화, 「회사법강의」(제5판), 法文社, 2017, 533면. 다만 후자의 견해(홍복기·박세화)는 “업무집행관계자는 업무집행지시 또는 업무집행을 했다고 해서 바로 책임을 지는 것이 아니라 법령 또는 정관위반이나 임무를 게을리한 경우에 책임을 부담한다”고 설명하는데, 이 부분은 기관설의 설명과 같다.

11) 이종훈, 「회사법」(제3판), 박영사, 2021, 266면.

12) 拙稿, 「會社法講義」(제32판), 박영사, 2024, 859면.

### Ⅲ. 판례의 성질론

#### [사실관계]

A 주식회사는 호텔, 콘도 관리 및 운영업을 영위하는 회사이다. 2007년 이래 수차 A의 대표이사인 D1과 전무이사인 D2가 A의 자금을 횡령하였고, A의 대주주이면서 회장이라는 이름으로 실제 A의 전반적인 운영을 담당하는 D3가 D1과 D2에 영향력을 행사하는 방법으로 또는 회장이라는 명칭으로 횡령에 관여하였다. A에게는 2018. 3. 16. 파산이 선고되었고, 파산회사 A의 파산관재인으로 선임된 P가 원고가 되어 D1, D2, D3를 상대로 주위적 청구로서 불법행위로 인한 손해배상청구를, 예비적 청구로서 D1, D2에게는 상법 제399조 제1항에 의한 손해배상청구를, D3에게는 상법 제401조의2 제1항 제1호 및 제3호의 적용에 따른 제399조 제1항의 손해배상청구를 하였다.

#### [원심의 판단](부산고등법원 2020. 5. 28. 선고 2019나56565 판결)

원심은 원고의 주위적 청구는 피해자가 손해 및 가해자를 안 날로부터 3년이 경과하여 손해배상청구권이 소멸하였다는 이유로 배척하였다(민법 제766조 제1항), 그러나 예비적 청구인 D1, D2에 대한 상법 제399조 제1항에 따른 손해배상청구는 시효가 10년임을 전제로 인용하였고, D3에 대한 상법 제401조의2 제1항 제1호 및 제3호의 적용에 따른 제399조 제1항의 청구 역시 시효가 10년임을 전제로 청구를 인용하였다.

#### [상고심의 판단](대법원 2023. 10. 26. 선고 2020다236848 판결)

원심의 판단을 유지하되, 상법 제399조 제1항의 이사의 책임 및 제401조의2 제1항 각호의 자의 책임의 법적 성질을 詳論하고 그에 기초하여 적용할 소멸시효의 종류를 특정하였다.

상법 제399조 제1항에 따른 이사의 책임의 성격에 관해 계약책임설, 법정책임설, 불법행위책임설이 대립하고, 우리 통설·판례는 계약책임설을 취하고 있음은 주지하는 바이다. 상고심은 종전의 판례와 같이 계약책임설의 토대에서, A회사의 법정이사인 D1, D2에게 적용될 소멸시효는 불법행위로 인한 손해배상청구권의 시효가 아니라 일반채권의 시효(10년, 민법 제162조 제1항)라고 설시하고 따라서 D1, D2에 대한 A의 손해배상청구권은 아직 소멸시효가 경과하지 않았다고 판단하였다.

이어 D3에 대한 손해배상청구권의 시효에 관해서는, 제401조의2 제1항의 법문의 내용과 취지로 보아 업무집행관여자는 이사와 같은 법률준수의무와 선관주의의무를 지므로 민법 제162조 제1항의 일반채권의 소멸시효가 적용된다고 판시하였다. 즉 업무집행관여자의 책임의 성질을 기관설의 입장에서 파악한 것이다. 관련부분의 판지는 아래와 같다.

「상법 제399조 제1항, 제414조 제1항에서 규정하고 있는 주식회사의 이사 또는 감사의 회사에 대한 임무해태로 인한 손해배상책임은 위임관계로 인한 채무불이행책임이므로 그에 따른 손해배상채권에는 민법 제766조 제1항의 단기소멸시효가 적용되지 않는다고 보아야 한다...

상법 제401조의2 제1항은 ... 주식회사의 이사가 아니지만 이사에게 업무집행을 지시하거나 이사처럼 업무를 집행하는 등으로 회사의 업무에 관여한 자에 대하여 그에 상응하는 책임을 묻기 위함이다.

이러한 법률 문언 내용과 입법 취지에 비추어 보면, 상법 제401조의2 제1항 각호에 해당하는 자는 회사의 이사는 아니지만 상법 제399조에서 정한 손해배상책임을 적용함에 있어 그가 관여한 업무에 관하여 법령준수의무를 비롯하여 이사와 같은 선관주의의무와 충실의무를 부담하고, 이를 게을리하였을 경우 회사에 대하여 그로 인한 손해배상책임을 지게 되는 것이다. 이와 같이 상법 제401조의2 제1항이 정한 손해배상책임은 상법에 의하여 이사로 의제되는데 따른 책임이므로 그에 따른 손해배상채권에는 일반 불법행위책임의 단기소멸시효를 규정한 민법 제766조 제1항이 적용되지 않는다.」(이상 要旨)(관여 대법관: 이흥구(재판장) 안철상(주심) 노정희 오석준)

요컨대 상법 제401조의2 제1항이 정하는 손해배상책임은 상법상의 이사로 의제되는데 따른 책임인데, 상법 제399조의 이사의 책임은 위임관계로 인한 채무불이행책임이므로 상법 제401조의2 제1항의 책임도 채무불이행책임이라는 논리구조를 취한 것이다.

#### IV. 성질론의 범위

제401조의2 제1항은 업무집행지시자, 무권대행자, 표현이사를 열거하고 이들을 제399조, 제401조의 적용에 있어 이사로 본다고 규정하므로 이사 아닌 자들이 이사와 같은 책임을 지는 유형은 다음 6가지로 생겨난다. i) 업무집행지시자가 회사에 대해 지는 책임, ii) 업무집행지시자가 제3자에 대해 지는 책임, iii) 무권대행자가 회사에 대해 지는 책임, iv) 무권대행자가 제3자에 대해 지는 책임, v) 표현이사가 회사에 대해 지는 책임, vi) 표현이사가 제3자에 대해 지는 책임의 6가지이다. 이상의 각 책임이 어떤 성질을 가지느냐는 의문이 제기되는 바이지만(표-1), 통설은 각 책임을 구분하지 않고 제401조의2 제1항에 의해 발생하는 모든 책임의 성질을 일괄하여 기관책임으로 설명한다(표-2). 그리고 본 판결의 사안에서는 업무집행지시자의 회사에 대한 책임이 문제되었으나, 동 판지의 표현상으로는 제401조의2 제1항의 모든 업무집행관계자들의 회사에 대한 책임의 성질을 일괄해서 다루고 있다(표-2).

〈표-1〉 이사 등 책임의 성질에 관한 의문의 범위

	회사에 대한 책임(399조)	제3자에 대한 책임(401조)
법상의 이사	계약책임설 법정책임설	법정책임설
업무집행지시자	?	?
무권대행자	?	?
표현이사	?	?

〈표-2〉 통설 · 판례의 성질론

	회사에 대한 책임(399조)	제3자에 대한 책임(401조)
法상의 이사	계약책임설 법정책임설	법정책임설
업무집행지시자	계약책임설 ?	
무권대행자		
표현이사		

업무집행관여자의 책임은 유형별로 책임의 주체와 상대방을 달리하므로 그 성질도 구분해서 검토하는 것이 바람직하다고 보는데, 여기서는 우선 회사에 대한 책임과 제3자에 대한 책임을 동일적으로 다루는 것이 부적절함을 지적한다. 상법 제401조는 이사가 고의 또는 중과실로 임무를 해태하여 제3자가 입은 손해에 대해서도 이사의 책임을 인정하고 있는데, 이사와 제3자간에는 위임관계가 존재하지 않으니 이는 법정책임이라고 함이 통설이다. 이같이 이사의 책임은 제3자와 직접적인 법률관계에 근거하지 않음을 이유로 법정책임이라 설명하면서, 업무집행관여자의 책임 역시 직접적인 법률관계에 근거하지 않음에도 불구하고 기관책임이라고 설명하는 것은 모순이다. 업무집행관여자의 제3자에 대한 책임은 이사의 책임과 마찬가지로 법정책임이라고 해야 한다.

참고로 이러한 책임의 성질론외에 이사의 제3자에 대한 책임에서도 법문상의 구조로 인해 회사에 대한 책임에 관해 논해지는 바와 같은 책임요건을 어떻게 볼 것이냐는 문제가 생긴다. 제 401조의 이사의 「고의 또는 중대한 과실로 인한 임무해태」란 회사에 대한 임무해태를 뜻한다는 것이 통설이다. 그런데 제401조의2 제1항 본문은 제401조의 이사를 업무집행관여자로 본다고 규정하므로 업무집행관여자의 관여행위로 인해 제3자가 손해를 입었을 경우 업무집행관여자가 책임을 지기 위해서는 업무집행관여자의 회사에 대한 임무해태가 있어야 하느냐는 의문이 생긴다. 기관설과 같은 방식으로 문리해석을 한다면 이를 긍정해야 할 것이나, 업무집행관여자의 회사에 대한 책임에 관해 후술하는 바와 같이 존재하지 않는 임무의 해태를 요구하는 모순이 생긴다. 입법의 부주의로 보아야 할 것이지만, 업무집행관여자의 제3자에 대한 책임은 제도 자체의 존재에 관한 검토가 필요하다고 보는데, 이 글의 주제를 벗어나므로 본격적인 논의는 다음 기회로 미룬다.

## V. 기관책임설의 논거에 대한 비판

판례가 기관책임설의 입장을 취하며 제시하는 논거는 상법 제401조의2의 「법률의 문언」과 동조의 「입법취지」이다. 「법률의 문언」이란 제401조의2의 法文을 文理解釋하면 기관설이 유도되다는 뜻으로 제시하는 논거이고, 「입법의 취지」란 同條는 “업무관계자는 주식회사의 이사가 아니지만 이사에게 업무집행을 지시하거나 이사처럼 업무를 집행하는 등으로 회사의 업무에 관여한 자에 대하여 그에 상응하는 책임을 묻기 위한” 제도로 이해해야 하므로 역시 기관설에 입각하여 해석해야 한다는 논거이다. 기관설을 취하는 학자들이 제시하는 논거도 대체로 같다. 그러면 제401조의2의 법문과 입법취지는 필연적으로 기관설로 연결될 수밖에 없는가? 이하 이 두 가지 개념을 쟁점으로 하여 기관설의 타당성을 검토하기로 한다.

### 1. 법문의 의미와 문리해석의 한계

제401조의2 제1항의 法文은 “다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 자가 그 지시하거나 집행한 업무에 관하여 제399조, 제401조, 제403조 및 제406조의2를 적용하는 경우에는 그 자를 *이사*로 본다”이다. 이 법문에서는 4개의 조문을 열거하고 있으나, 책임의 성질을 논함에 있어 소재가 되는 것은 제399조(회사에 대한 책임)와 제401조(제3자에 대한 책임)이고, 제401조에 관해서는 앞서 검토한 바이므로 이하에서는 제399조와 연결하여 성질론을 검토한다.

#### (1) 적용범위에 관한 규정의 오류

제401조의2 제1항 본문은 제399조 각항의 법문에서의 「이사」라는 개념의 외연을 제401조의2 제1항 각호에서 규정하는 업무집행관계자까지 넓혀 놓겠다는 뜻인데, 이 규정은 적용범위에 관해 다음과 같이 명백한 오류를 안고 있다.

제401조의2 제1항 본문은 제399조 제1항 내지 제3항 전부에 관해 업무집행관계자를 이사로 본다고 규정한다. 그러나 업무집행관계자는 제2항과 제3항의 적용과는 무관하다. 제399조 제2항은 임무를 해태한 이사의 행위가 이사회 결의에 의한 경우에는 그 결의에 찬성한 「이사」도 책임을 진다는 규정인데, 업무집행관계자가 이사회 결의에 참여할 수는 없으니 제2항이 규정하는 「이사」가 업무집행관계자도 포함한다는 명제는 무의미하다. 제399조 제3항이 규정하는 「이사」도 이사회 결의에 관여한 이사를 전제로 하는 것이니 역시 업무집행관계자와는 무관하다.

혹 업무집행관계자가 이사회에 출석하고 결의에 참여하여 업무집행이 이루어진 경우 제2항과 제3항을 적용할 실익이 있다는 반론도 상상해 볼 수 있다. 그러나 업무집행관계자는 제401조의2 제1항 각호에 의해 이미 다른 이사를 통해(제1호의 경우) 혹은 스스로(제2호, 제3호의 경우) 회사의 업무집행에 관여한 자이므로 그 업무집행이 이사회 결의에 의한 것이라 하더라도 업무집행관계자가 그 결의에 찬성하여 연대책임을 진다는 책임구성의 대상이 될 수는 없다.

요컨대 제401조의2 제1항이 업무집행관계자를 이사로 보는 범위를 제399조 각항으로 규정하

것은 입법의 착오이다. 그러므로 동 규정은 제399조 제1항을 적용하는 경우에 업무집행관여자를 이사로 본다는 뜻으로 제한하여 읽어야 한다.

(2) 책임요건에 관한 문리해석의 한계

제401조의2 제1항 본문은 제399조 제1항의 법문에서 主語 역할을 하는 「이사」라는 개념의 외연을 제401조의2 제1항 각호에서 규정하는 업무집행관여자까지 넓혀 놓겠다는 뜻을 말하고 있다. 그 취지대로 제399조 제1항의 「이사」를 제401조의2 제1항 각호의 업무집행관여자로 치환하여 읽어 보면, 제399조 제1항은 아래 표에서와 같이 「제401조의2 제1항 각호의 자」가 고의 또는 과실로 법령 또는 정관에 위반한 행위를 하거나 그 임무를 게을리 한 경우에는 그 자는 회사에 연대하여 손해를 배상할 책임이 있다」라는 법문이 된다.

제399조 제1항 원문	401조의2 제1항에 의해 변형된 문언
<p>「이사가 고의 또는 과실로 법령 또는 정관에 위반한 행위를 하거나 그 임무를 게을리한 경우에는 그 이사는 회사에 대하여 연대하여 손해를 배상할 책임이 있다」</p>	<p>「제401조의2 제1항 각호의 자」가 고의 또는 과실로 법령 또는 정관에 위반한 행위를 하거나 그 임무를 게을리 한 경우에는 그 자는 회사에 연대하여 손해를 배상할 책임이 있다」</p>

원래 同條의 「임무해태」란 이사가 회사에 대해 지는 수입인으로서의 선관주의의무를 위반함을 뜻하므로 동조를 업무집행관여자에게 적용한 결과는 업무집행관여자 역시 회사에 대해 선관주의의무를 진다고 보아야 하고 이를 위반한 경우에 회사에 대해 손해배상책임을 진다는 것이 판례의 해석이다. 법문의 문장구조만 본다면 업무집행관여자의 책임은 임무를 해태한 경우에 한하여 발생하는 것으로 읽는 것이 자연스럽고, 따라서 제401조의2 제1항 본문을 문리해석한다면 기관책임설의 해석론이 옳은 해답이라 할 수밖에 없다.

기관책임설의 해석은 제401조의2 제1항 본문이 제399조를 원용한 뜻은 업무집행관여행위의 효과로서 이사와 같은 손해배상책임을 과하는 한편 그 책임의 발생요건을 이사와 등가적으로 규정한 것이라는 풀이하는 것인데, 법리적으로 가능한 해석인지 의문이다. 예컨대 업무집행지시자의 경우, 상법 제401조의2 제1항 제1호가 정한 바대로 회사에 대한 영향력을 행사하여 어느 이사로 하여금 업무를 집행하게 한 결과 회사에 손해가 발생한 상황에서 동 이사에게 제399조 제1항의 임무해태가 있었는지를 검토하여 임무해태가 인정될 경우 그 책임을 묻는 동시에 업무집행지시자에게도 선관주의의무를 위반하였는지를 살펴 책임을 물을 수 있다는 결론에 이른다. 즉 업무집행지시자의 행위는 이사에게 영향력을 행사하여 특정의 업무집행을 지시한 것인데, 이 행위만으로는 책임을 묻기에 부족하고, 그 영향력의 행사가 회사에 대한 임무해태에 해당할 때에 한해 손해배상책임을 발생하는 것이다. 제401조의2 제1항 제2호의 무권대행자 및 제3호의 표현이

사 역시 각호에서 규정하는 행위외에 임무해태라는 추가적인 요건을 갖추었을 때 책임을 지을 수 있는 것이다.

이 해석론의 결정적인 약점은 필자를 포함하여 법정책임론자가 지적하는 바와 같이 업무집행지사자에게는 "임무"라는 것이 없으니 임무"해태"가 있을 수 없다는 점이다.<sup>13)</sup> 다시 말해 회사와의 관계에서 이사들의 선관주의의무를 발생시키는 근거가 되는 위임관계가 업무집행관여자에게는 결여되어 있는 것이다. 그리하여 업무집행관여자의 법적 책임을 지우기 위한 전제로 「무엇」을 위반하였다는 실책을 위해 필요한 잣대, 그 「무엇」을 발견할 수 없어 책임추궁이 공허해질 수밖에 없는 것이다. 이 난점을 해결하기 위해 업무집행자의 임무해태란 이사라면 저야할 임무를 해태한 것을 뜻한다는 해석도 있지만, 이같이 임무를 가정하여 지우는 책임이라면 계약상의 책임이라고 할 수는 없고, 「법정책임」이라고 부르는 것이 정확한 성질규정이라고 할 수 있다.

기관책임설의 근거가 되는 「법률의 문언」에는 기술한 바와 같이 적용범위에 관한 입법의 오류를 안고 있는 외에 그 문리해석은 법리적으로 설명할 수 없는 가정적 의무를 생성한다. 뿐만 아니라 후술하는 입법취지와 관련지어 보면 제401조의2 제1항 본문은 부주의한 입법임이 분명하다.

## 2. 입법취지의 근거성

### (1) 입법취지의 이해

판례는 상법 제401조의2의 「입법취지」를 “업무집행관여자는 주식회사의 이사가 아니지만 이사에게 업무집행을 지시하거나 이사처럼 업무를 집행하는 등으로 회사의 업무에 관여한 자에 대하여 **그에 상응하는 책임**을 묻기 위한” 제도라고 설명한다. 「**그에 상응하는**」 책임이란 회사에 대한 가해행위에 상응하는 책임을 말하는 것으로 이해되는데, 그 가해행위는 이사와 유사한 지위에서 이루어진 바이니 그 책임 역시 이사의 책임과 대등한 것으로 하여 균형을 맞춘다는 취지일 것이다. 이같이 이사의 책임과 等價를 이루는 책임을 발견하는 방법으로서 앞서 본 바와 같이 기관책임설에 입각한 책임론이 전개된 것으로 보인다.

그러나 이사의 책임과 등가를 이루는 책임을 묻기 위해 반드시 책임요건을 이사의 책임요건(임무해태)과 동일하게 구성해야 할 필요가 있느냐는 의문이 제기된다. 업무집행관여자에게 어떤 책임을 묻건, 우리 손해배상책임제도하에서는 업무집행관여자의 반규범적 행위와 相當因果關係 있는 회사의 손해에 관해 배상책임을 인정해야 할 것이고 또 그로서 족하다(민법 제393조, 제763조→393조). 그러므로 상법에서 업무집행관여자들의 책임을 묻기 위해 두어야 할 규정은 첫째 회사의 손해에 원인이 되는 행위의 반규범성을 명문화하고 아울러 그로 인한 손해배상책임을 명문화하는 것이다.

그런데 상법 제401조의2 제1항 각호에서 이미 이사 아닌 자에 의해 행해지는 반규범적 행위로서 회사의 손해의 원인이 되는 행위를 정형화하고 있으므로 더 필요한 것은 회사에 대한 배상

13) 權奇範, 전거서, 956면; 李哲松, 전거서, 841면; 홍복기·박세화, 전거서, 533면.

책임을 명문화하는 것이라 하겠다. 그러므로 상법 제401조의2 제1항이 제399조 및 제401조를 원용함에 있어 필요한 것은 「회사에 대하여 손해를 배상할 책임이 있다」는 부분의 규정뿐이다. 즉 제401조의2 제1항의 입법취지로 볼 때 제399조를 업무집행관여자에게 적용함에 있어 기관책임설을 취할 필요는 없다고 본다.

## (2) 업무집행관여자의 종류별 입법취지의 차별적 이해

제401조의2의 입법취지와 관련하여 제1항 각호의 업무집행관여자의 제도적 의미는 유형별로 달리 이해할 필요가 있다. 동조가 도입된 1998년 개정법의 입법이유에서는 동조의 취지를 "회사에 대한 영향력을 이용하여 이사의 업무집행을 지시하거나 경영권을 사실상 행사하는 지배주주 등을 이사로 보아 회사 및 제3자에 대하여 이사와 연대배상책임을 부담하도록 함으로써 주식회사의 건전한 경영을 도모함"이라고 설명하고 있다. 즉 지배주주가 경영권을 행사함에도 불구하고 그 형식은 법적이 아니라 "사실상"에 불과하므로 법적 책임의 영역에서는 잠복해 버리는 현실을 직시하고, 지배주주의 책임을 법적으로 현출시키기 위해 둔 제도라 할 수 있다. 이같이 볼 때 동조 제1항 제1호의 업무집행지시자의 책임은 이 입법취지에 부합하도록 만들어진 제도라 할 수 있다. 회사에 손해를 초래하는 실행행위는 타인(이사)에 의해 이루어지므로 지배주주의 책임구성이 어려웠으나, 동조가 지배주주의 영향력행사를 책임요건으로 규정함으로써 법적인 책임추궁이 가능해진 것이다.

이에 대해 무권대행자와 표현이사의 책임에 관한 제2호와 제3호는 제401조의2의 입법취지에 비추어 필요한 입법인지 의문이다. 무권대행자는 이사가 아니면서 「이사의 이름으로 직접 업무를 집행한 자」이다. 이사의 이름을 사용하는 것 그리고 업무를 집행하는 것에 관해 회사의 허락이 있는 경우와 허락이 없는 경우로 나누어 보자. 허락이 있는 경우라면 회사와 무권대행자간에 위임이나 고용등의 기초적인 법률관계가 존재함을 의미하므로 무권대행자의 업무집행으로 회사에 손해가 생겼다면 그 법률관계에 터잡아 책임을 물을 수 있다. 허락이 없이 무권대행이 이루어졌다면 그 자체가 불법행위를 구성하므로 불법행위책임을 물어 회사의 손해를 전보할 수 있다. 어느 경우에도 무권대행자의 책임추궁은 가능하므로 제401조의2의 입법취지에서 볼 때 제2호의 존재의의는 뚜렷하지 않다.

표현이사는 「이사가 아니면서 명예회장·회장·사장·부사장·전무·상무·이사 기타 회사의 업무를 집행할 권한이 있는 것으로 인정될 만한 명칭[이하 표현적 명칭:필자 주]을 사용하여 회사의 업무를 집행한 자」이다. 이 역시 표현적 명칭의 사용과 업무의 집행에 관해 회사의 허락이 있는 경우와 없는 경우로 나누어 볼 수 있고, 허락이 있는 경우에는 위임, 고용 등 기초적 법률관계에 기해 책임을 물을 수 있고, 없는 경우에는 불법행위를 구성하므로 역시 제3호의 존재의의는 희박하다고 할 수 있다.

## VI. 결어

이상 검토한 바와 같이 업무집행지시자의 경우 제401조 제1항 제1호가 영향력의 행사, 업무집행의 지시를 책임요건으로 명문화해 놓았고 이 규정에 의해 비로소 책임이 생겨나므로 법정책임으로 보는 것이 타당하다. 다시 말해 「영향력의 행사, 업무집행의 지시」는 이사의 책임요건을 이루는 「임무해태」에 대칭을 이루며 제3자(업무집행지시자)의 책임요건을 구성하므로 새로이 임무를 의제할 필요가 없다는 것이다. 판례는 책임의 소멸시효에 관해 불법행위책임의 소멸시효를 배척하고 10년을 적용하기 위해 기관책임설을 입각하였으나, 법정책임으로 보더라도 일반채권의 시효규정에 따라 10년이 적용되므로(민법 제162조 제1항) 특히 기관책임설을 취할 실익은 없다.

무권대행자의 책임과 표현이사의 책임은 회사와의 관계에 따라 채무불이행책임이 되거나 불법행위책임이 될 것이며, 제401조의2 제1항 제2호 및 제3호의 규정은 특히 책임을 창설하는 의미는 없고, 주의적 규정으로 보는 것이 타당하다. 이를 기관책임설로 설명하여 임무해태를 요구한다면 이들의 책임추궁을 더 어렵게 할 염려가 있을 뿐이다.

[제1세션]  
주주 평등 원칙에 관한 대법원 판결 검토

---

발 제 : 이현균 박사 (한국법학원)  
사 회 : 이형규 명예교수 (한양대)  
토 론 : 정준혁 교수 (서울대), 노미리 교수 (동아대)



# 주주평등의 원칙에 관한 대법원 판결 검토

이 현 균\*

## 《 목 차 》

- I. 서론
- II. 주주평등의 원칙 일반론
- III. 최근 대법원 판례 검토
- IV. 주주평등의 원칙 관련 구체적인 문제
- V. 결론

## I. 서론

‘주주평등의 원칙’이란 회사는 주주와의 관계에서 주주를 그 보유하는 주식의 종류와 수에 따라 평등하게 대우해야 한다는 원칙이다.<sup>1)</sup> ‘주주평등의 원칙’에 관해 우리나라 상법에는 명문의 규정이 없지만, 통설과 판례는 이를 인정하고 있고 ‘주주평등의 원칙’은 강행규정적 성격을 가지므로 이에 위반한 정관규정, 주주총회 결의, 이사회 결의, 주주와의 약정 등 회사의 업무집행은 무효가 된다.

그동안 주주평등의 원칙은 상법 등 법률의 규정에 의해서만 예외를 인정할 수 있고, 정관이나 주주총회의 결의로 이와 달리 정하였다고 하더라도 효력이 없다고 해석하였다.<sup>2)</sup> 물론 일부 견해에서는 회사의 이익을 증진하고 보호하는데 적합할 뿐만 아니라 비례성을 갖춘 경우에는 주주평등원칙의 예외를 인정할 수 있다고 보았지만,<sup>3)</sup> 판례는 주주평등의 원칙을 경직적으로 적용하였다.<sup>4)</sup> 물론, 비교적 최근의 일부 판결<sup>5)</sup>에서는 “주주평등의 원칙에 위반하여 회사가 일부 주주에게

\* 한국법학원 학술연구부 상사팀 연구위원, 법학박사.

- 1) 대법원 2018. 9. 13. 선고 2018다9920,9937 판결; 대법원 2020. 8. 13. 선고 2018다236241 판결 등.
- 2) 최기원, 「신회사법론」 제14판, 박영사, 2012, 276면.
- 3) 김재범, “주주평등의 원칙을 개관함”, 「안암법학」 제4집, 안암법학회, 1996, 687면.
- 4) 대법원 2003. 5. 16. 선고 2001다44109 판결; 대법원 2007. 6. 28. 선고 2006다38161,38178 판결; 대법원 2009. 11. 26. 선고 2009다51820 판결 등.
- 5) 대법원 2018. 9. 13. 선고 2018다9920,9937 판결; 대법원 2020. 8. 13. 선고 2018다236241 판결 등.

만 우월한 권리나 이익을 부여하기로 하는 약정은 특별한 사정이 없는 한 무효”라고 판시하여 ‘특별한 사정이 있는 경우’에는 상법 명문의 규정 외에도 주주평등원칙의 예외를 인정할 수 있다는 가능성을 열어두기는 하였다.<sup>6)</sup>

판례는 주주평등의 원칙을 형식적 평등의 관점에서 경직적으로 적용하고 있어 이에 대한 유연한 해석을 요구하는 비판들이 오래전부터 꾸준히 제기되고 있었다.<sup>7)</sup>

이러한 상황에서 2023년 7월 13일과 7월 27일 중요한 네 건의 대법원 판결이 주주평등의 원칙에 대해서 기존의 경직된 입장을 완화하여 적용하였다. 이에 따르면, “제반사정을 고려하여 일부 주주에게 우월적 권리나 이익을 부여하여 주주를 차등 취급하는 것이 주주와 회사 전체의 이익에 부합하는지를 따져서 정의와 형평의 관점에 비추어 신중하게 판단하여야 한다”고 이익형량의 관점에서 주주평등원칙의 예외에 대한 구체적인 기준을 제시하였다.<sup>8)</sup> 이는 회사법에 속한 동일한 주제를 놓고 대법원이 단기간에 집중적으로 다룬 것은 매우 이례적인 일이며, 공법 영역에서 발전해온 비례성 원칙을 회사법에 적용하고 있는 접근이라고 평가하는 견해도 있다.<sup>9)</sup>

## II. 주주평등의 원칙 일반론

### 1. 주주평등원칙의 의의

#### 1.1. 주주평등원칙의 개념

‘주주평등의 원칙’이란 회사는 주주와의 관계에서 주주를 그 보유하는 주식의 종류와 수에 따라 평등하게 대우해야 한다는 원칙이다.<sup>10)</sup> 주식회사에서는 사원인 주주가 자본적으로 결합하기 때문에 인적회사인 합명회사, 합자회사에서 두수주의를 적용하는 것과 달리 주주가 갖고 있는 주식에 따라 평등한 대우를 해야 하므로, 정확하게는 ‘주식평등의 원칙’이라 해석하기도 한다.<sup>11)</sup> 이

6) 손태원, “주주평등의 원칙과 주주에 대한 차등적 취급의 예외적 허용 가능성”, 「BFL」 제121호, 서울대학교 금융법센터, 2023, 107면.

7) 김태진, “주주평등원칙에 대한 소고”, 「기업법연구」 제22권 제3호, 한국기업법학회, 2008, 40면; 송옥렬, “포이즌필 도입에 따른 법정채적 쟁점”, 「상사법연구」 제27권 제2호, 한국상사법학회, 2008, 107면; 정태영, “주주평등원칙에 대한 제고”, 「상사판례연구」 제23권 제4호, 한국상사판례학회, 2010, 17면; 강영기, “기업매수방어책과 주주평등의 원칙”, 「경영법률」 제21권 제4호, 한국경영법률학회, 2011, 140면; 정준혁, “주주평등원칙의 발전적 해체와 재정립”, 「상사판례연구」 제35권 제4호, 한국상사판례학회, 2022, 222면; 천경훈, “회사와 신주인수인간의 투자자보호약정의 효력 : 주주평등원칙과의 관계를 중심으로”, 「상사법연구」 제40권 제3호, 한국상사법학회, 2021, 117면 등.

8) 송옥렬, “2023년 회사법 판례 회고”, 「2023년 상사법 판례 회고와 과제」, 2023년 한국상사판례학회·대법원 상사실무연구회 공동학술대회 자료집, 2024, 44~45면.

9) 김정호, “[판례평석] 주주평등의 원칙과 주주간 계약”, 법조신문 2024년 2월 13일 칼럼, <<https://news.koreanbar.or.kr/news/articleView.html?idxno=30140>>, (최종 검색일 : 24년 4월 17일).

10) 대법원 2018. 9. 13. 선고 2018다9920,9937 판결; 대법원 2020. 8. 13. 선고 2018다236241 판결 등.

11) 정찬형, 「상법강의(상)」 제25판, 박영사, 2022, 717~718면.

에 대해서 차별이 구체적으로 문제되는 것은 결국 일부 주주와 관련되는 것이므로 ‘주주평등의 원칙’이 더 적합하다는 반론도 존재한다.<sup>12)</sup> 판례는 대부분 ‘주주평등의 원칙’이라고 판시하고 있고,<sup>13)</sup> 극히 일부 판례<sup>14)</sup>에서 ‘주식평등의 원칙’이라고 언급하고 있다.<sup>15)</sup> 주주를 가진 주식에 따라 평등하게 대우해야 한다는 점에서 ‘주주평등의 원칙’ 또는 ‘주식평등의 원칙’은 평등대우의 기준을 중심으로 볼 것이냐, 평등대우의 대상을 중심으로 볼 것이냐의 차이만 있을 뿐이므로 이하에서는 대다수 판결에서 사용하고 있는 ‘주주평등의 원칙’으로 설명하도록 하겠다.

## 1.2. 주주평등원칙의 인정 여부

독일 주식법 제53a조<sup>16)</sup>, 일본 회사법 제109조 제1항<sup>17)</sup>, 1976년 EC 회사법 제2지침 제42조<sup>18)</sup>, 2007년 EU 상장회사 주주권리지침 제4조<sup>19)</sup> 등 해외 입법례에서는 주주평등의 원칙을 명문으로 인정하는 경우도 있다.<sup>20)</sup>

반면에 우리나라 상법은 이와는 달리 명문의 규정을 두고 있지 않다. 그러나 주주평등의 원칙이 인정되고, 주주평등의 원칙이 강행규정적 성격을 가진다는 것이 통설적 견해이다.<sup>21)</sup> 판례 또한 일관되게 주주평등의 원칙을 강행규정으로 파악하여 이에 위반되는 법률행위의 효력은 무효라고 판시하고 있었다.<sup>22)</sup>

그러나 이에 대해서 주주평등의 원칙을 인정하는 명문의 규정이 없고, 오히려 상법에서 그 예외를 인정하는 규정들이 다수 존재하기 때문에 정관자유의 원칙을 인정하고, 강행법규 또는 공서양속 위반하는 경우 무효로 해석하는 것이 타당하고, 정의·형평 등 공서양속에 반하는지 여부 외의 평등의 원칙을 적용하는 것은 불필요한 구속이라는 견해도 존재한다.<sup>23)</sup>

## 1.3. 주주평등원칙의 근거

우리 상법은 명시적으로 주주평등의 원칙을 인정하는 규정은 없으나, 의결권에 관한 제369조

12) 김건식·노혁준·천경훈, 「회사법」 제7판, 박영사, 2023, 256면.

13) 대법원 1993. 5. 27. 선고 92누9012 판결; 서울고등법원 1976. 6. 11. 선고 75나1555 판결이 대법원 종합법률정보(<<https://glaw.scourt.go.kr>>에서 검색 가능한 범위에서 가장 오래 전에 주주평등의 원칙을 언급한 것으로 보인다.

14) 대법원 2007. 2. 22. 선고 2005다77060 판결; 서울고등법원 1990. 5. 9. 선고 89나28305 판결.

15) 대구고등법원 2017. 12. 13. 선고 2017나71, 2017나88 판결에서는 주주평등의 원칙은 엄밀히는 주주평등이 아니라 주식평등을 의미한다고 직접적으로 서술한 바 있다.

16) 독일 주식법 제53a조 주주는 동일한 조건하에서는 동일하게 취급되지 않으면 안 된다.

17) 일본 회사법 제109조 ① 회사는 주주를 그 보유한 주식의 내용 및 수에 따라서 평등하게 취급하여야 한다.

18) EC 회사법 제2지침 제42조 지침의 적용에 있어서 동일한 지위에 있는 모든 주주들을 동일하게 대우해야 한다.

19) EU 상장회사 주주권리지침 제4조 회사는 주주총회에의 참가 및 주주총회에서의 의결권 행사에 관하여 동일한 지위에 있는 모든 주주를 평등하게 취급해야 한다.

20) 한국상사법학회, 「주식회사법대계 I」 제4판, 법문사, 2022, 418~423면(손영화 집필 부분).

21) 송옥렬, 앞의 발표문, 44면.

22) 대법원 2007. 6. 28. 선고 2006다38161,38178 판결.

23) 한국상사법학회, 앞의 책, 439~440면.

제1항, 신주인수권에 관한 제418조 제1항, 이익배당에 관한 제464조, 잔여재산분배에 관한 제538조 등으로부터 주주평등원칙을 이끌어낼 수 있다는 것이 통설적인 견해이다.<sup>24)</sup>

## 2. 주주평등원칙의 적용범위

### 2.1. 회사와 주주 사이에만 적용

주주평등의 원칙은 회사와 주주 사이에서 주주를 보유주식에 따라 평등대우하도록 회사를 구속하는 원칙이므로 회사와 주주 사이에만 적용되고, 주주와 다른 주주 사이에서, 또는 주주와 제3자 사이에서는 적용되지 않는다.<sup>25)</sup>

### 2.2. 주주명부상 주주에게만 적용

주주평등의 원칙은 주주명부상 주주에게만 적용되고 명의개서를 마치지 않은 실질적 주주에게는 적용되지 않는다.<sup>26)</sup> 이는 주주명부상 명의개서를 마친 자만이 회사에 대하여 주주권을 행사할 수 있고, 회사로서도 주주명부상 주주만을 주주로 취급할 수 있기 때문이다.<sup>27)</sup>

### 2.3. 주주가 이익을 포기한 경우에는 적용되지 않음

주주가 주주평등원칙에 따라 받을 수 있는 이익을 스스로 포기한 경우에는 주주평등원칙이 적용되지 않는다.<sup>28)</sup> 판례에 따라 인정되는 대표적인 경우는 이익배당에서 대주주의 양해하에 소수 주주에게 높은 배당을 주는 경우<sup>29)</sup>, 주주평등원칙을 위반한 회사의 행위로 불이익을 받은 주주들이 이를 승인하는 경우<sup>30)</sup> 등이 있다.

## 3. 주주평등원칙의 예외

### 3.1. 상법 규정에 따른 예외

상법은 주주평등의 원칙에 대해 여러 가지 예외규정을 인정하고 있다. 상법에서 이러한 주주평등의 원칙에 대한 예외를 인정하는 이유는 주주평등의 원칙을 실질적으로 실현하기 위한 기술적·

24) 이철송, 「회사법강의」 제27판, 박영사, 2019, 317면; 정찬형, 앞의 책, 718면; 송옥렬, 「상법강의」 제14판, 홍문사, 819면; 최기원, 앞의 책, 274면 등.

25) 정찬형, 앞의 책, 720면.

26) 최기원, 앞의 책, 275면.

27) 대법원 2017. 3. 23. 선고 2015다248342 전원합의체 판결.

28) 권순일 대표집필, 「주석상법(회사2)」 제6판, 한국사법행정학회, 2021, 407면.

29) 대법원 1980. 8. 26. 선고 80다1263 판결.

30) 대법원 2007. 6. 28. 선고 2006다38161,38187 판결; 대법원 2018. 9. 13. 2018다9920,9937 판결 등.

방법론적 표현을 한 것에 불과하고,<sup>31)</sup> 이러한 예외를 통해서 주주평등의 원칙을 효과적으로 구현할 수 있다고 보았다.<sup>32)</sup>

그리고 종래에는 주주평등의 원칙에 대한 예외는 상법 등 법률의 규정에 의해서만 인정되고, 정관이나 주주총회의 결의로 이와 달리 정하였다고 하더라도 효력이 없다고 해석하였다.<sup>33)</sup>

이하에서는 상법에 따라 인정되는 주주평등원칙의 예외에 대해서 간략히 정리하였다.

#### ① 종류주식(상법 제344조 제1항)

정관의 규정에 의해서 종류주식이 발행된 경우(상법 제344조 제1항)에는 종류주식 상호간에는 주주평등의 원칙이 적용되지 않고, 같은 종류의 주식간에만 주주평등의 원칙이 적용된다.

#### ② 3% 이상 주식, 자기주식의 의결권 행사 제한(상법 제369조, 제409조, 제542조)

감사, 감사위원 선임 시 발행주식총수의 3% 이상을 가진 주주는 그 초과부분에 대하여 의결권이 없고(상법 제409조 제2항, 제542조의12 제4항, 제542조의7 제3항), 회사가 취득한 자기주식 등에도 의결권이 없다(상법 제369조 제2항 및 제3항). 이 경우 주주평등의 원칙이 적용되지 않는다.

#### ③ 소수주주권(상법 제363조의2 등)

일정 수 이상의 주식으로만 주주권을 행사할 수 있는 소수주주권이 인정되는 경우(상법 제363조의2, 제366조, 제382조의2, 제385조, 제402조, 제403조, 제408조의9, 제415조, 제466조, 제467조, 제467조의2, 제520조, 제530조, 제542조의6, 제542조의7)에는 주주평등의 원칙에 적용되지 않는다.

#### ④ 단주의 처리(상법 제443조)

병합에 적당하지 아니한 수의 주식 즉, 단주는 상법 제443조에 따라 처리규정이 적용되므로, 주주평등의 원칙이 적용되지 않는다.

### 3.2. 차등적 취급을 정당화할 수 있는 특별한 사정이 있는 경우

2023년 7월 선고된 대상판결들은 주주평등의 원칙 적용에 대한 예외로써 “법률이 허용하는 절차와 방식에 따르거나 그 차등적 취급을 정당화할 수 있는 특별한 사정이 있는 경우”를 제시하였다. 이 중 법률이 허용하는 절차와 방식에 따르는 경우는 앞서 3.1에서 살펴본 상법 규정에 따른 예외를 의미한다.

그리고 특별한 사정이 있는 경우와 관련해서는, 차등적 취급을 허용할 수 있는지 여부는 제반 사정을 고려하여 일부 주주에게 우월적 권리나 이익을 부여하여 주주를 차등 취급하는 것이 주주

31) 이철송, 앞의 책, 321면.

32) 장덕조, 「상법강의」 제4판, 법문사, 2021, 331면.

33) 최기원, 앞의 책, 276면.

와 회사 전체의 이익에 부합하는지를 따져서 정의와 형평의 관념에 비추어 신중하게 판단하여야 한다고 판시하였다.

2023년 일련의 판결에서 주주평등원칙의 예외를 인정하기 위해 고려해야 할제반사정은 제시한 것은 다음과 같다.

- ① 차등적 취급의 구체적 내용
- ② 회사가 차등적 취급을 하게 된 경위와 목적
- ③ 차등적 취급이 회사 및 주주 전체의 이익을 위해 필요하였는지 여부와 정도
- ④ 일부 주주에 대한 차등적 취급이 상법 등 관계 법령에 근거를 두었는지 아니면 상법 등의 강행법규와 저촉되거나 채권자보다 후순위에 있는 주주로서의 본질적인 지위를 부정하는지 여부
- ⑤ 일부 주주에게 회사의 경영참여 및 감독과 관련하여 특별한 권한을 부여하는 경우 그 권한 부여로 회사의 기관이 가지는 의사결정 권한을 제한하여 종국적으로 주주의 의결권을 침해하는지 여부를 비롯하여 차등적 취급에 따라 다른 주주가 입는 불이익의 내용과 정도
- ⑥ 개별 주주가 처분할 수 있는 사항에 관한 차등적 취급으로 불이익을 입게 되는 주주의 동의 여부와 전반적인 동의율
- ⑦ 그 밖에 회사의 상장 여부, 사업목적, 지배구조, 사업현황, 재무상태 등

주주평등원칙의 예외를 인정할 수 있는 차등적 취급을 정당화할 수 있는 특별한 사정이 있는 경우에 관해서는 2023년 일련의 판결들을 살펴보고 구체적으로 살펴보기로 한다.

#### 4. 주주평등원칙의 입증책임

주주평등원칙의 위반을 주장하는 주주가 일부 주주에게 차등적 취급이 있었고, 그러한 차등적 취급이 정당화할 수 있는 특별한 사정 없이 이뤄졌다는 사실을 증명하는 것은 쉽지 않으므로, 학설은 주주평등원칙의 위반을 주장하는 주주가 차등적 취급이 있었다는 사실만 주장·증명하면 회사가 정당한 사유에 대해서 주장·증명해야 한다고 해석한다.<sup>34)</sup>

#### 5. 주주평등원칙 위반의 효과

주주평등의 원칙은 회사와 주주 간의 법률관계에서 주주를 보유주식에 따라 평등하게 대우하도록 회사를 구속하는 것이므로 강행규정의 성격을 가진다.<sup>35)</sup> 즉, 주주평등의 원칙을 위반한 정관 규정, 주주총회 결의, 이사회 결의, 회사의 업무집행 등은 회사의 선의, 악의를 불문하고 원칙

34) 한국상사법학회, 앞의 책, 436면.

35) 정찬형, 앞의 책, 720면;

적으로 무효가 된다.<sup>36)</sup> 판례도 “주주평등의 원칙을 위반하여 회사가 일부 주주에게만 우월한 권리나 이익을 부여하기로 하는 약정은 특별한 사정이 없는 한 무효”라는 입장을 일관되게 유지하고 있다.<sup>37)</sup>

다만, 판례에 따르면 주주평등의 원칙을 위반한 회사의 행위에 의하여 손해를 받은 주주가 불이익을 승인하는 경우에는 예외적으로 유효가 된다.<sup>38)</sup>

### Ⅲ. 최근 대법원 판례 검토<sup>39)</sup>

#### 1. 대법원 2023. 7. 13. 선고 2021다293213 판결

##### 1.1. 사실관계

원고는 2016년 12월 6일 피고 회사가 발행하는 액면가 500원의 상환전환우선주 200,000주를 1주당 10,000원에 인수하기로 하고, 12월 8일 신주인수대금을 지급하고 12월 9일 주식을 배정받아 회사의 발행주식 총수의 5.27%를 보유하게 되었다. 원고는 피고 회사와 12월 6일 신주인수계약을 체결한 당시 원고의 투자 이후 피고 회사가 원고의 주당인수가격보다 낮은 가격으로 유상증자를 하거나 납입 자본금의 증가 또는 감소 등 주요한 경영사항이 발생하면 원고에게 사전에 통지하고 원고로부터 사전동의를 받아야 한다는 약정을 포함하였다. 그리고 이 약정을 위반할 경우 피고 회사는 원고에게 인수한 200,000주에 대한 조기상환청구권을 부여하고 위약벌을 추가로 부담하기로 하였다.

그 후 피고 회사는 2018년 8월 28일, 2018년 9월 4일 두 차례에 걸쳐 1주당 12,500원의 상환우선주 유상증자를 진행하여 각각 160,000주(2,000,000,000원), 80,000주(1,000,000,000원)를 배정하면서도 원고에게 사전에 통지하거나 사전동의를 받지 않았다.

이에 원고는 피고 회사가 두 차례 유상증자 시 원고에 대한 사전통지 및 사전동의 의무를 위반하였다는 이유로 약정 위반에 따른 이 사건 주식에 대한 조기상환대금 및 위약벌의 지급을 구하는 소를 제기하였다.

##### 1.2 판시사항

원심인 서울고등법원 2021. 10. 28. 선고 2020나2049059 판결에서는 “이 사건 인수인수계

36) 권순일 대표집필, 앞의 책, 409면.

37) 대법원 2007. 6. 28. 선고 2006다38161,38187 판결; 대법원 2018. 9. 13. 2018다9920,9937 판결 등.

38) 대법원 1980. 8. 26. 선고 80다1263 판결.

39) 이에 대한 평석으로는 송옥렬, 앞의 발표문; 손태원, 앞의 논문; 김종원, “주주평등원칙의 예외와 판단 기준에 대한 고찰”, 「상사법연구」 제42권 제4호, 한국상사법학회, 2024; 김정호, 앞의 법조신문 칼럼이 있다.

약 중 주요한 경영사항에 대한 사전동의권을 부여한 부분은 일부 주주인 원고에게 피고 회사의 다른 주주들에게 인정되지 않는 우월한 권리를 부여하고 실질적으로 원고의 투하자본 회수를 절대적으로 보장하는 등 주주평등원칙을 위반하여 무효”라고 판시하였다.

그러나 대법원은 “원심이 피고 회사의 재무상황, 투자금 유치 내지 신주발행의 긴급성 내지 필요성, 원고와 피고들을 비롯하여 다른 주주들 상호 간 이해관계 등 구체적인 사실관계를 보다 면밀하게 심리한 다음 그에 따른 제반 사정을 종합적으로 고려하여 판단했어야 한다. 원심의 이러한 판단은 주주평등원칙에 관한 법리를 오해하여 필요한 심리를 다하지 아니하여 판결에 영향을 미친 잘못이 있다.”고 하여 원심을 파기하였다.

즉, 해당 사안에서 피고 회사가 원고에게 부여한 ‘주요한 경영사항에 대한 사전동의권 약정’과 ‘사전동의권 약정 위반으로 손해배상책임 약정’ 등 두 가지 약정이 주주평등원칙의 예외로써 차등적 취급을 정당화할 수 있는 특별한 사정이 있다고 보았다.

대법원의 구체적인 판단 이유를 살펴보면 다음과 같다.

① 신주인수계약 당시 피고 회사의 사업 현황 및 규모, 재무상태 등 제반 사정에 비추어 보면, 원고가 납입한 신주인수대금은 피고 회사의 유동성 확보와 자본증가 등에 상당한 기여를 하는 등 주주 전체의 이익을 위하여 필요한 경우라고 볼 여지가 많다.

② 상법에서 일정한 지분율 이상의 주식을 보유한 소수주주의 권리를 인정하고 있고, 이와 유사한 측면에서 피고 회사가 발행주식총수의 5% 이상을 취득한 소수주주인 원고에게 피고 회사의 지배주주나 경영진의 경영사항에 대한 감시·감독 등 목적에서 그와 같은 권한을 부여하는 것만으로 다른 소수주주에게 실질적인 손해 등이 발생한다고 보기 어렵다.

③ 투자원금반환, 손실보전 등의 약정과 달리 일부 소수주주가 지배주주의 주요한 경영사항에 대한 감시·감독 등을 위하여 권한이나 지위를 부여받는 정도만으로 다른 소수주주에게 부당하게 불이익을 발생시킨다고 볼 수 없다.

④ 이 사건에서 쟁점이 되는 원고의 사전동의권 등 약정의 대상은 주식회사의 신주발행 내지 유상증자 여부 등이다. 이는 원칙적으로 이사회의 결의가 필요한 사항으로 특별한 사정이 없는 한 주주총회의 결의가 필요한 것은 아니므로, 원고와 같은 일부 주주가 사전동의권 등을 갖더라도 다른 주주의 의결권이 직접적으로 침해된다고 보기도 어렵다.

⑤ 원고가 피고 회사의 주요한 경영사항에 대하여 사전통지 내지 사전동의권 등을 갖더라도, 이는 이 사건 신주인수계약에 따른 채권적 권리에 불과하고 제3자가 원고의 주식을 양수받아도 특별한 사정이 없는 한 양수인에게 그와 같은 지위가 승계되지 않는다.

⑥ 사전동의권 약정 위반으로 손해배상책임 약정은 원고가 처음부터 보유하는 권리가 아니라 피고 회사가 원고와의 약정을 위반할 경우 비로소 발생하는 권리일 뿐이므로 처음부터 일부 주주가 투하자본 회수를 목적으로 투자원금 반환 등을 약정한 사안과 동일하게 볼 수는 없다.

⑦ 나아가 그와 같은 우월적 권한 또는 지위를 부여받은 소수주주가 합리적인 이유 없이 과도하게 지배주주의 경영을 간섭하거나 통제하는 등 그 권한행사로 인하여 당해 회사 또는 전체 주주들에게 손해를 주는 경우에는, 이에 대하여 신의성실의 원칙 또는 권리남용금지 원칙에 따라 그 권한행사를 통제할 수도 있는 점 등에 더하여 보면, 대규모 자금을 투입하여 신주를 인수하는

일부 소수주주에게 회사의 주요한 경영사항에 대한 감시·감독 등 권한을 부여하는 데 대하여 주주 간 평등의 엄격한 잣대만을 내세워 이를 원천적으로 봉쇄할 것도 아니다.

### 1.3 시사점

위 대법원 판결은 주주평등원칙에 대한 기존의 경직적 입장을 완화하여 주주평등원칙의 예외를 인정하기 위한 판단기준을 제시하였다. 일부 주주에게 우월적 권리나 이익을 부여하여 주주를 차등 취급하는 것에 주주평등원칙을 적용하기 위해서는 “제반 사정을 고려하여 주주와 회사 전체의 이익에 부합하는지를 따져서 정의와 형평의 관념에 비추어 신중하게 판단”해야 하고, 이를 고려하였을 때 주주와 회사 전체의 이익에 부합하는 경우 주주평등원칙의 예외를 인정할 수 있다고 판시하였다. 그리고 판단을 위해서 고려해야 할 7가지 제반사정에 대해서도 예시적으로 언급하였다.

## 2. 대법원 2023. 7. 13. 선고 2022다224986 판결

### 2.1. 사실관계

2015년 3월 3일 G회사는 피고 회사가 발행하는 상환전환우선주식을 인수하기로 하면서 피고 회사와 투자계약을 체결하였다. 2016년 3월 2일 G회사는 원고 투자자들에게 피고 회사로부터 인수한 15,000주를 3명이 각 5,000주씩 양도하였고, 피고회사는 원고 투자자들이 G회사가 투자계약에 따라 보유하거나 부담하는 모든 권리·의무를 승계하는 것을 승인하였다.

한편, 투자계약 제25조 제1항 제6호는 “주식인수인의 서면동의 없는 회생절차의 개시신청이 있거나 회생절차가 개시되는 경우, 피고 회사는 주식인수인에게 위약별로 주식 취득가격과 그 금액에 대한 연복리 10% 상당의 이자금액의 합계액을 지급한다”고 규정하고 있었다.

2019년 3월 6일 피고 회사의 다른 주주가 원고들의 동의 없이 피고 회사에 대한 회생절차 개시신청을 하였고, 2019년 8월 19일 그 회생절차가 개시되었다. 이에 원고들은 투자계약에 따른 위약별의 지급을 청구하였다.

### 2.2. 판시사항

원심인 서울고등법원 2022. 2. 17. 선고 2021나2027391 판결은 “회생절차가 개시되는 것을 정지조건으로 원고들이 피고 회사에 대해 약정금 채권이 얻는 것은 원고들에게 투자자본의 회수를 절대적으로 보장하여 다른 주주들에게 인정되지 않는 우월한 권리를 부여하는 것이어서 주주평등의 원칙을 위반하여 효력이 없다.”고 판시하였다.

대법원은 주주평등의 원칙에 위반된다는 결론은 원심과 같지만, 그 구체적인 법리 판단에 관한 심리 미진으로 원심을 파기환송하였다.

대법원의 구체적인 판단은 다음과 같다.

원고들과 피고 회사가 약정한 “원고들의 서면동의 없는 회생절차의 개시신청이 있거나 그 절차가 개시되는 경우”는 피고 회사에 귀책사유 여부와 무관하게 단지 경영성과가 부진하여 다른 신청권자의 신청에 의해 회생절차가 개시된 경우에도 피고 회사에게 주식인수대금과 이자상당액을 지급하도록 의무를 부담시키는 것으로, 실질적으로 회사가 원고들에게 투자자분의 회수를 절대적으로 보장함으로써 다른 주주들에게 인정되지 않는 우월한 권리를 부여하는 것이므로 주주평등의 원칙을 위반하여 무효이다. 이는 배당가능이익이 없어도 회사의 재산으로 사실상 출자를 환급하여 주는 것이어서 자본충실의 원칙 등 상법이 허용하는 한도를 벗어난 것이기도 하므로, 설령 피고 회사의 다른 주주 전원이 그와 같은 차등적 취급에 동의하였다 하더라도 무효이다.

### 2.3. 시사점

위 대법원 판결은 대법원 2023. 7. 13. 선고 2021다293213 판결에서 제시한 바와 동일한 주주평등원칙에 대한 법리를 적용하였다.

다만, 위 대법원 판결은 “배당가능이익이 없어도 회사의 재산으로 사실상 출자를 환급하여 주는 것이어서 자본충실의 원칙 등 상법이 허용하는 한도를 벗어난 것이기도 하다”고 지적하면서 “피고 회사의 다른 주주 전원이 그 차등적 취급에 동의하였다고 하더라도 주주평등원칙에 위반하여 무효”라고 판시하였다.

## 3. 대법원 2023. 7. 13. 선고 2023다210670 판결

### 3.1. 사실관계

원고는 2013년 8월 30일 피고 회사가 발행하는 상환전환우선주 17,850주를 999,600,000원에 인수하면서 피고 회사와 투자계약을 체결하였다. 투자계약에는 “피고가 회생절차 개시신청을 할 경우 사전에 원고로부터 서면동의를 얻어야 하고”(제15조 제8호), 피고 회사가 이를 위반하면 원고의 최고 2주일 이내에 시정조치를 하지 못하는 경우 투자계약을 해지할 수 있으며(제29조 제1항 제10호), 원고에게 주식인수대금과 이자 상당액을 손해배상금으로 지급하도록 하는 약정(제30조 제1항 제4호, 제2항)이 규정되어 있었다.

2016년 5월 30일 피고 회사는 원고의 서면동의 없이 회생절차 개시신청을 하였고, 2016년 7월 4일 원고가 피고 회사에게 시정을 요구하였으나 피고 회사가 별다른 조치를 하지 않았다. 그리고 2016년 7월 14일 회생절차 개시 결, 2017년 2월 15일 회생계획 인가결정이 내려졌고, 2019년 12월 10일 회생절차가 종결되었다.

원고는 피고 회사의 회생절차에서 손해배상채권 1,329,108,555원(주식인수대금 999,600,000원 및 이자상당액 329,508,555원)을 회생채권으로 신고하였으나, 회생법원이 채권부존재결정을 내리자 이 사건 소송을 제기하였다.

### 3.2. 판시사항

원심인 부산고등법원 2023. 1. 12. 선고 2022나52536 판결에서는 “손해배상약정이 회사인 피고가 일부 주자인 원고에게만 다른 주주에게 인정되지 아니하는 우월한 권리를 부여하는 약정에 해당하여 주주평등의 원칙에 반하여 무효”라고 판시하였다.

대법원은 이러한 차등적 취급을 정당화할 수 있다고 인정하여 원심을 기각하였다. 구체적인 논리는 대법원 2023. 7. 13. 선고 2021다293213 판결과 거의 동일하다.

① 원고는 17,850주의 상환전환우선주를 인수하여 피고회사 발행주식 중 약 5%를 보유하게 되었는데, 이는 상법이 정한 소수주주권 중 주주제안권(제363조의2), 주주총회 소집청구권(제366조), 이사해임청구권(제385조 제2항), 감사해임청구권(제415조, 제385조 제2항), 회계장부열람권(제466조), 업무검사권(제467조) 등을 행사할 수 있는 기준이 되는 비율인 3%를 초과한다.

② 피고 회사의 규모와 재무상태 등에 비추어, 원고가 납입한 주식인수대금은 피고의 유동성 확보와 자본 증가에도 상당히 기여하였을 것으로 보인다.

③ 회생절차 개시신청은 원칙적으로 이사회의 결의가 필요한 사항이지만, 피고의 정관에서 따로 정하는 등의 특별한 사정이 없는 한 주주총회 결의까지 필요한 것은 아니므로, 회생절차에 관한 동의권 약정은 다른 주주의 의결권을 직접 침해하지는 않았다.

④ 피고 회사는 원고의 동의 없이는 회생절차 개시신청을 할 수 없게 되므로, 피고 회사의 기관인 이사 등의 의사결정 권한을 제한하는 정도는 상당히 높은 수준이라고 볼 수는 있다. 하지만 손해배상채권은 피고 회사가 원고의 최고일로부터 2주일 동안 소명 및 시정을 하지 못한 경우에 발생하므로, 피고가 회생절차 개시신청 전에 원고에게 회사의 상황과 회생절차 개시신청의 불가피성을 충분히 설명하고 원고를 설득하는 절차를 거침으로써 그 책임을 면할 수 있는 취지를 포함하고 있다.

⑤ 회생절차 개시신청을 하는 것이 회사 전체에 이익이 되는지 여부에 대하여 원고와 피고 회사가 의견을 나누는 과정에서 더 나은 대안을 찾을 수 있고, 피고 회사의 상황이 악화된 원인에 해당하는 경영진의 잘못을 발견할 수도 있는 등 피고 회사가 원고에게 회생절차 개시신청의 필요성을 설명하고 설득하는 절차를 거침으로써 보다 신중한 경영판단을 하게 되어 결과적으로 회사 전체의 이익을 증진시키는 효과를 기대할 수 있다.

⑥ 손해배상채권은 피고 회사가 회생절차 개시신청을 하기 전에 설득 절차를 거쳐 원고의 사전 동의를 받아야 할 의무를 위반하고 사후에라도 원고에게 설명하고 설득하는 절차를 통해 소명 및 시정하는 조치를 취하지 않은 채 피고 회사에 대한 회생절차가 계속 진행되었을 때 비로소 발생하는 것으로, 약정 위반으로 원고가 입게 될 손해를 배상 또는 전보하도록 함으로써 결과적으로 약정에 따른 의무의 이행을 확보하기 위한 것이다. 비록 손해배상의 예정 금액이 원고의 투자금액과 일치하더라도, 이러한 사정만으로 그 약정이 투자자본의 회수를 절대적으로 보장하는 것이라고 단정할 수 없다.

⑦ 회사의 상황을 설명하고 그 주주를 설득하기 위해 합리적이고 충분한 노력을 하였음에도 주주가 회사의 이익에 반하여 합리적인 이유도 없이 회생절차 개시신청에 대한 동의를 하지 않아 부득이하게 그 주주의 동의 없이 회생절차 개시신청을 하였다는 등의 특별한 사정이 있다면, 회

사는 그 주주에게 손해배상책임을 부담한다고 할 수 없다.

### 3.3. 시사점

위 대법원 판결도 대법원 2023. 7. 13. 선고 2021다293213 판결에서 제시한 바와 동일한 주주평등원칙에 대한 법리를 적용하였다. 일부 주주에게 회생절차에 대한 사전동의권을 부여했지만, 회생절차 개시만으로 손해배상책임이 성립하는 것이 아니라 사전 또는 사후에 회생절차 개시 신청에 대해 설득하기 위한 충분한 설명을 기울이지 않는 경우에 손해배상책임이 성립하는 것이므로 설득절차를 하는 과정에서 피고 회사가 신중한 경영판단을 할 수 있는 효과를 가져와 회사 전체에 이익이 된다고 보았다.

## 4. 대법원 2023. 7. 27. 선고 2022다290778 판결

### 4.1. 사실관계

원고들은 2019년 6월 18일 피고 회사가 발행하는 종류주식을 인수하면서 피고 회사와 투자계약을 체결하였다.

투자계약 제1조 제1항 제6호에는 “피고 회사가 연구·개발 중인 조류인플루엔자 소독제에 대하여 2019년 10월까지 질병관리본부에 제품등록을 하고 2019년 12월까지 조달청에 조달등록을 하되, 그 기한은 피고 회사의 요청에 따라 원고들이 동의한 경우 1회에 한하여 연장을 할 수 있고, 약정 기한 내에 제품등록 및 조달등록이 불가능한 경우 투자계약을 즉시 무효로 하고 피고 회사의 책임으로 원고들에게 투자금 전액을 즉시 반환하여야 한다.”라고 규정하고 있었다.

피고 회사는 투자계약에서 정한 기한 내에 조류인플루엔자 소독제에 대한 제품등록 및 조달등록을 마치지 못하였고, 원고들로부터 기한 연장에 관한 동의도 얻지 못하였다.

### 4.2. 판시사항

원심인 수원고등법원 2022. 10. 21. 선고 2022나11483 판결에서는 “제품등록 및 조달등록을 받지 못하는 경우 투자금을 반환하기로 하는 약정은 회사의 자본적 기초를 위태롭게 하여 회사와 주주 등의 이익을 해하는 것이어서, 설령 피고 회사의 기존 주주들 전원의 동의가 있었다 하더라도 원고들과 피고 회사의 법률관계에서 주주평등의 원칙에 반하여 무효”라고 판시하였다.

대법원도 원심의 이러한 판단에 대해서는 그대로 인정하면서, 구체적인 법리 판단에 대한 심리 미진으로 원심을 파기 환송하였다.

### 4.3. 시사점

위 대법원 판결도 대법원 2023. 7. 13. 선고 2021다293213 판결에서 제시한 바와 동일한 주주평등원칙에 대한 법리를 적용하였다. 그리고 대법원 2023. 7. 13. 선고 2022다224986 판결에서 언급하였던 “피고 회사의 다른 주주 전원이 그 차등적 취급에 동의하였다고 하더라도 주주평등원칙에 위반하여 무효”라는 부분에 대해서 보다 구체적인 설명을 덧붙이고 있다. 즉, 주주전원의 동의에 따라 이루어진 차등적 취급은 상법 등 강행규정에 위반하지 않고 법질서가 허용되는 범위 내의 것이라면 사안에 따라 유효로 인정될 수 있는 여지도 있다고 판시하였다.

## 5. 소결 - 주주평등원칙의 예외

초기의 학설과 판례는 상법상 명문의 규정에서 인정하는 예외규정 외에는 주주평등의 원칙에 대한 예외를 인정할 수 없다고 보았다. 그러다 여러 학설에서 주주평등의 원칙을 경직되게 적용하는 판례의 태도를 비판하기 시작했고, 비교적 최근 판결인 2018년, 2020년 판결에서는 “특별한 사정이 없는 한”이라는 표현으로 특별한 사정이 인정되는 경우에는 주주평등원칙의 예외를 인정할 수 있는 여지를 남겨두었다.

그리고 2023년 7월 네 건의 판결에서 주주평등원칙의 예외를 인정하기 위한 구체적인 판단기준을 제시하였다. 이들 판결은 “제반 사정을 고려하여 일부 주주에게 우월적 권리나 이익을 부여하여 주주를 차등 취급하는 것이 주주와 회사 전체의 이익이 되는지”를 비교·형량하여 주주평등원칙의 예외를 인정할 수 있다는 법리를 제시하였다.

판례에서는 일부 주주에 대한 차별적 취급이 주주와 회사 전체의 이익이 되는지 고려할 제반 사정에 대해서는 7가지를 열거적으로 설명했으나, 정의와 형평에 따라서 신중하게 판단하려고 했을 뿐 구체적인 판단방법에 대해서는 언급하지 않았다. 일반적으로 이에 대해서는 헌법상 평등의 원칙에 적용하는 심사기준인 비례의 원칙에 따라 해석할 수 있을 것이다.<sup>40)</sup> 즉, 제반사정을 고려할 때 일부 주주에 대한 차등적 취급을 하는 목적이 정당하고(목적의 정당성), 차등적 취급을 부여하는 수단이 적합하며(수단의 적합성), 차등적 취급으로 다른 주주가 입는 불이익을 최소화함과 동시에 최대한 많은 주주의 동의를 받고(침해의 최소성), 차등적 취급으로 달성하려는 목적이 다른 주주가 침해받는 이익보다 우위에 있는 경우(법익의 균형성)에만 주주평등원칙의 예외를 인정할 수 있는 특별한 사정이 있다고 할 것이다.<sup>41)</sup> 다만, 차별행위로 침해받는 주주의 이익과 그에 의해 보전되는 일부주주 또는 회사의 이익은 일정하게 수치적인 방식으로 형량하기 어렵기 때문에 예외를 쉽게 인정해서는 안될 것이고, 정의와 형평의 관념에 비추어 신중하게 판단해야 할 것이다.<sup>42)</sup>

그리고 주주평등의 원칙은 회사와 주주 사이에 적용되고, 주주와 다른 주주 사이에는 적용되지 않는다.

40) 김정호, 앞의 법조신문 칼럼; 손태원, 앞의 논문, 107면.

41) 손태원, 앞의 논문, 107면.

42) 한국상사법학회, 앞의 책, 432~433면.

또한, 주주평등의 원칙은 일반적이고 추상적인 법리이기 때문에 자본충실의 원칙, 자기주식 취득의 금지, 출자환급금지 등의 법리보다 나중에 적용되어야 할 것이다.<sup>43)</sup> 주주평등의 원칙이라는 상위법 원칙을 적용하지 않고도 해결할 수 있는 경우에는 실정법 위반 여부를 검토하여 해결하는 것이 타당하기 때문이다.<sup>44)</sup>

## IV. 주주평등의 원칙과 관련된 구체적인 문제

### 1. 상환전환우선주

상환전환우선주(Redeemable Convertible Preferred Share; RCPS)은 상환권과 보통주로의 전환권이 부착된 우선주식을 말한다.<sup>45)</sup> 주로 비상장법인 특히, 사업 초기 단계에 있는 벤처기업 또는 스타트업에서 발행되는 경우가 많다.<sup>46)</sup>

상환전환우선주의 주주는 평소에는 보통주주와 동일하게 의결권을 가지고 보통주주보다 높은 배당률에 의한 우선배당을 누리다가, 상환기간이 경과하거나 상환조건이 충족한 때에는 상환권을 행사하여 상환을 받을 수 있고, 기업공개를 앞두고는 보통주로 전환하여 시장에 따른 이익을 누릴 수도 있다.<sup>47)</sup> 즉, 회사의 사업이 성공했을 때는 배당에서의 우선권과 보통주로의 전환권 행사를 통해 보통주보다 많은 이익을 누리고, 회사의 사업이 실패했을 때는 투자금 회수를 위한 상환권 행사를 통해 보통주보다 손실을 줄일 수 있다는 점에서 투자자 입장에서는 다양한 상황에 대처하게 해주는 투자방식이라고 할 수 있다.<sup>48)</sup>

이러한 상환전환우선주는 특정 투자자에게 그 주식의 내용 자체가 다른 우월한 수익구조를 제공하기 때문에 주주평등의 원칙에 위반된 여지도 있지만,<sup>49)</sup> 상환전환우선주가 상법 제344조의2, 제345조, 제346조에서 예정하고 있는 종류주식이므로 정관에 근거 규정을 두고 적법하게 발행된다면 주주평등의 원칙에 위반되지 않는다.<sup>50)51)</sup>

다만, 이러한 상환전환우선주를 발행하면서 ① 회사의 일정한 성장에 대한 진술 및 보증 조항, ② 주요 사항에 대한 사전통지·협의·사전동의 의무 조항, ③ 일정기간 내의 상장 의무 조항 ④ 의무 위반에 대한 손해배상 조항 등 경영통제, 수익확보, 희석화방지, 투자회수 등의 목적으로 다양

43) 이는 특별법이 일반법에 우선해서 적용되는 것과 같다고 한다. 천경훈, 앞의 논문, 110면.

44) 강영기, 앞의 논문, 25~26면.

45) 천경훈, 앞의 논문, 79면.

46) 손태원, 앞의 논문, 106면.

47) 천경훈, 앞의 논문, 79면.

48) 박상철, “벤처투자계약의 국내법상 수용과 관련한 쟁점 - 상환전환우선주 조항의 효력을 중심으로 -”, 「한국상사법학회」 제37권 제2호, 한국상사법학회, 2018, 387면.

49) 한원규·이제원, “상환주식과 전환주식의 법적 성질”, 「증권법연구」 제3권 제1호, 한국증권법학회, 2002, 279면.

50) 상사법학회, 앞의 책, 528~530면.

51) 2011년 상법 개정으로 상환 및 전환 등에 관한 내용이 다른 주식도 종류주식에 포함되게 되었다(상법 제355조 제1항). 이형규, “회사법의 과거와 현재 그리고 미래”, 「법과정책연구」 제21권 제2호, 한국법정책학회, 2021, 16면.

한 형태의 투자자보호약정을 추가하는 경우가 많다.<sup>52)</sup>

상환전환우선주를 발행하는 것 자체에는 문제가 없지만, 이러한 투자자보호약정을 상당한 특자를 하는 특정 인수인에게만 부여하는 경우가 많기 때문에 주주평등원칙에 위반되는지 여부가 문제될 수 있다.<sup>53)</sup> 위에서 검토했던 2023년 7월 일련의 판결 중 3건도 상환전환우선주에 부가된 투자계약약정이 주주평등의 원칙에 위반되는지가 문제된 바 있다.<sup>54)</sup>

이하에서는 다양한 개별약정 중 회사 경영에 대한 통제약정, 투자원금반환약정 내지는 손실보전약정을 중심으로 주주평등의 원칙과 그 예외에 대해서 살펴보고자 한다.

## 2. 회사 경영에 대한 통제약정

사업 초기 단계에 있는 벤처기업 또는 스타트업 회사 등에서는 경영통제의 측면에서 주요 경영사항에 대한 동의권, 거부권, 협의권을 확보하는 등 회사 경영에 대한 최소한의 통제권을 확보하기 위한 약정을 두기도 한다.<sup>55)</sup> 정보 확보를 위해서 회사의 주요 경영상태 또는 재무상태에 대한 진술 및 보증을 제공하도록 하기도 하고, 일정한 주요경영지표를 제공하도록 하기도 한다.<sup>56)</sup>

앞서 살펴본 대법원 2023. 7. 13. 선고 2021다293213 판결의 원심인 서울고법 2021. 10. 28. 선고 2020나2049059 판결에서 벤처투자계약에 포함된 주요 경영사항에 대한 사전동의권을 주주평등의 원칙 위반했다고 보아 무효로 판시한 바 있다. 실무상 투자유치를 위해 회사 경영에 대한 통제권을 부여하는 경우가 빈번하게 이뤄지고 있는데, 회사가 투자유치 후에 자신이 약속한 경영통제권 무효라고 주장하는 것은 배신적 행위로 볼 수 있다면 점에서 서울고등법원의 판결에 대한 다수의 비판이 있었다.<sup>57)</sup>

대법원 2023. 7. 13. 선고 2021다293213 판결에서는 원심과 입장을 달리하여 투자원금반환, 손실보전 등의 약정과는 달리 일부 소수주주가 지배주주의 주요한 경영사항에 대한 감시·감독 등을 위하여 권한이나 지위를 부여받는 정도만으로 다른 소수주주에게 부당하게 불이익을 발생시킨다고 볼 수 없다고 보았다.

2023년 7월 일련의 판례들은 투자원금반환, 손실보전약정에 비해 경영통제약정에 대해서는 비교적 완화된 입장을 취하고 있다고 평가할 수 있다.

다만, 이는 해당 주주가 소수주주권 이상의 지분율을 가지고 있다는 점이 고려되었고, 동의권을 받도록 한 사항이 주주총회가 아닌 이사회 결의사항이었다는 점을 전제로 하고 있다. 만일 해당 주주가 소수주주권 행사 요건 이하의 지분을 보유하고 있거나, 또는 주주총회 결의사항에 대한 사전동의권을 부여한 경우라면 판례가 어떻게 판단할지에 대해서 앞으로 살펴볼 필요가 있을 것

52) 천경훈, 앞의 논문, 74~75면.

53) 천경훈, 앞의 논문, 73면.

54) 대법원 2023. 7. 13. 선고 2021다293213 판결; 대법원 2023. 7. 13. 선고 2022다224986 판결; 대법원 2023. 7. 13. 선고 2023다210670 판결.

55) 손태원, 앞의 논문, 106면.

56) 노승민, “벤처투자계약의 실무상 쟁점”, 「BFL」 제88호, 서울대학교 금융법센터, 2018, 55~58면.

57) 정준혁, 앞의 논문, 222면.

이다.

### 3. 손실보전약정

#### 3.1. 손실보전약정

주식회사의 주주는 인적회사인 합자회사, 합명회사와 달리 퇴사와 출자의 환급은 인정되지 않고, 주식의 양도를 통해서 자신의 출자를 회수하는 것이 일반적이다.<sup>58)</sup> 물론 상법에서 사실상 주주에 대한 출자환급의 효과 발생하도록 하는 경우도 있는데, 주주의 이해관계에 중대한 영향을 미치는 영업양도(상법 제374조의2), 주식의 포괄적 교환(상법 제350조의5), 주식의 포괄적 이전(상법 제350조의22), 합병(상법 제522조의3), 분할합병(상법 제530조의11) 등에서 인정되는 주식매수청구권이 대표적인 것이다.<sup>59)</sup>

이러한 상법 규정에서 인정하는 우회적인 출자환급 외에 회사가 일부 인수인과 합의하여 일정한 출자손실금을 보전해주기로 약정하고 신주를 인수를 권유한 경우 등과 같이 출자환급약정 또는 손실보전약정이 있는 경우 주주평등의 원칙에 반하여 무효라고 보았다.<sup>60)</sup> 그리고 손실보전약정이 포함된 신주인수계약에는 일부무효의 법리를 적용해 신주인수행위 자체는 유효하고, 손실보전약정만을 무효라고 보았다.<sup>61)</sup> 그리고 이러한 법리는 회사 소속 직원들에게 단체협약에 따라 퇴직 시 출자손실금을 전액 보상해주기로 약정하는 경우에도 다르지 않다.

앞서 언급했듯이, 2023년 7월 일련의 판례들이 주주평등원칙을 유연하게 해석하여 그 예외를 인정하고 있지만, 투자원금반환, 손실보전약정에 대해서는 여전히 주주평등원칙의 예외를 적용하는 것에 엄격한 태도를 취하고 있다.

즉, 주주에게 ‘투자자본의 회수를 절대적으로 보장’하는 취지의 금전지급 약정은 주주 책임의 본질에 위배되어 강행법규 위반에 해당함을 확인하였을 뿐만 아니라 나아가 그러한 약정은 ‘설령 기존 주주들 전원의 동의가 있었다 하더라도 무효에 해당한다’는 점을 분명히 하였다. 이는 주주들 전원이 동의할 만큼 투자 유치의 필요성이 큰 경우에도 주주평등원칙의 예외를 인정받기 어렵다는 것을 의미한다.

다만, 이익배당에서 대주주의 양해하에 소수주주에게 높은 배당을 주는 경우<sup>62)</sup>와 비교했을 때 주주 전원이 모두 자신의 이익을 포기하고 일부 주주에 대해서 차등적 취급에 동의했음에도 불구하고 주주평등원칙의 예외를 적용할 수 없다는 판례의 태도는 이해하기 힘들다는 비판도 존재한다.<sup>63)</sup> 다만, 모든 주주들을 대상으로 손실보전약정이 이루어지거나 또는 손실보전약정으로 인해

58) 장근영, “주주의 출자손실에 대한 회사의 보전약정의 효력”, 『법학논총』 제26권 제4호, 한양대학교 법학연구소, 2009, 239면.

59) 노미리, “주식매수청구권의 남용 방지에 관한 연구”, 『상사법연구』 제38권 제1호, 한국상사법학회, 2019, 55~56면.

60) 대법원 2007. 6. 28. 선고 2006다38161,38178 판결.

61) 장근영, 앞의 논문, 256면.

62) 대법원 1980. 8. 26. 선고 80다1263 판결.

63) 송옥렬, 앞의 발표문, 55면.

권리침해를 받은 주주들의 동의가 있어 주주평등원칙의 위반이 없더라도 당해 손실보전약정은 자기 주식취득이나 가장납입을 야기하여 자본충실원칙에 반하여 무효라고 보아야 할 것이다.<sup>64)</sup> 판례가 모든 주주가 동의한 경우까지 자본충실원칙이 아닌 주주평등원칙을 적용한 것에는 여전히 의문이 든다.

### 3.2. 경영통제약정 위반 등으로 인한 손해배상책임

손해배상책임이 주주평등원칙에 위반되는지 여부는 이러한 손해배상책임이 회사의 귀책사유가 있는 의무 위반으로 비로소 발생하는지, 귀책사유와 관련 없이 사실상 투자자본의 회수를 절대적으로 보장하는 것인지를 구분하였다. 2023년 7월 일련의 판결 중에서는 각각 2건의 판결이 손해배상약정을 주주평등원칙에 위반된다고 보았고, 2건의 판결이 주주평등원칙의 예외에 해당한다고 보았다.

#### ① 주주평등의 원칙에 위반된다고 본 판례

대법원 2023. 7. 13. 선고 2022다224986 판결에서는 원고들의 서면동의 없는 회생절차의 개시신청이 있거나 그 절차가 개시되는 경우”는 피고 회사에 귀책사유 여부와 무관하게 단지 경영성과가 부진하여 다른 신청권자의 신청에 의해 회생절차가 개시된 경우에도 피고 회사에게 주식인수대금과 이자상당액을 지급하도록 의무를 부담시키는 것으로, 실질적으로 회사가 원고들에게 투자자본의 회수를 절대적으로 보장함으로써 다른 주주들에게 인정되지 않는 우월한 권리를 부여하는 것이므로 주주평등의 원칙을 위반하여 무효라고 보았다.

또한, 대법원 2023. 7. 27. 선고 2022다290778 판결에서도 “제품등록 및 조달등록을 받지 못하는 경우 투자금을 반환하기로 하는 약정은 회사의 자본적 기초를 위태롭게 하여 회사와 주주 등의 이익을 해하는 것이어서, 설령 피고 회사의 기존 주주들 전원의 동의가 있었다 하더라도 원고들과 피고 회사의 법률관계에서 주주평등의 원칙에 반하여 무효”라고 판시하였다.

#### ② 주주평등원칙에 위반되지 않는다고 본 판례

대법원 2023. 7. 13. 선고 2021다293213 판결에서 사전동의권 약정 위반으로 손해배상책임은 원고가 처음부터 보유하는 권리가 아니라 피고 회사가 원고와의 약정을 위반할 경우 비로소 발생하는 권리일 뿐이므로 처음부터 일부 주주가 투자자본 회수를 목적으로 투자원금 반환 등을 약정한 사안과 동일하게 볼 수는 없다고 보았다.

또한, 대법원 2023. 7. 13. 선고 2023다210670 판결에서는 대법원 2023. 7. 13. 선고 2022다224986 판결과 달리 피고 회사가 회생절차 개시신청하는 경우 원고의 최고 2주일 이내에 시정조치를 하지 않는 경우에 손해배상책임이 발생하는 약정은 피고 회사가 원고의 최고일로부터 2주일 동안 소명 및 시정을 하지 못한 경우에 발생하므로, 피고가 회생절차 개시신청 전에 원고에게 회사의 상황과 회생절차 개시신청의 불가피성을 충분히 설명하고 원고를 설득하는 절차를 거침으로써 그 책임을 면할 수 있는 취지를 포함하고 있어 주주평등의 원칙에 위반되지 않

64) 장근영, 앞의 논문, 260면.

는다고 보았다. 그리고 손해배상의 예정 금액이 원고의 투자금액과 일치하더라도, 이러한 사정만으로 그 약정이 투자자본의 회수를 절대적으로 보장하는 것으로 볼 수 없다고 판시하였다.

### 3.3. 다른 주주가 회사와 함께 손실보전약정에 따른 책임을 부담하는 경우

신주인수계약 혹은 투자계약상 회사의 의무 위반 시 발생하는 금전적 제재에 관해 대주주의 연대책임을 규정하는 것은, 투자자가 여하한 사유로 법률상 혹은 사실상 회사에 대한 채무 이행 을 기대하기 어렵게 되는 경우 대주주에 대해서라도 이를 청구할 수 있게 하기 위한 법적 수단 으로서 실무상 빈번하게 활용되고 있다.

대법원 2023. 7. 13. 선고 2021다293213 판결은 주주평등원칙이 회사와 주주 사이에서만 적용되며 주주와 다른 주주 사이에는 적용되지 아니한다는 점을 분명히 하였다. 즉, 대주주가 회사의 채무를 “연대하여” 부담한다고 규정한 경우 등은 다른 주주의 약정이 회사의 의무에 부종하는 보증채무에 해당하는 것이 아니라 회사와 독립하여 의무를 부담하는 것으로 인정할 수 있다는 점 을 명확히 하였다. 이는 현행 실무에 부합하고 투자자 보호에 유의미한 것으로 평가할 수 있다.

## 4. 포이즌필

포이즌필(Poison Pill)은 적대적 기업매수가 이루어지는 경우 인수자를 제외한 나머지 주주들 에게 시가보다 저렴한 가격으로 신주를 인수할 수 있는 권리(call option)를 부여하는 제도를 의 미한다.<sup>65)</sup>

미국, 일본 등 선진국에서는 이미 포이즌 필을 도입해 적대적 매수에 대한 강력한 방어수단으 로 사용하고 있고, 우리나라도 IMF를 겪으면서 외국기업의 적대적 매수 시도에 대해 포이즌 필 도입 여부를 검토한 바 있다.

포이즌필은 기존주주들로 하여금 시가보다 저렴한 가격으로 신주를 인수하게 함으로 해서 인수 자의 지분율을 희석시키고 인수자의 인수비용을 증가시켜 경영권을 방어하는 수단으로 이용된 다.<sup>66)</sup> 이러한 적대적 기업매수에 대해 포이즌필 등 방어수단들은 대부분 적대적 매수자를 차별적 으로 취급하여야만 방어목적의 실효성을 거둘 수 있는 경우가 많다.<sup>67)</sup>

포이즌필이 주주평등의 원칙이 위반되는지에 대해서 위반된다는 견해<sup>68)</sup>와 위반되지 않는다는 견해<sup>69)</sup>가 대립한다.

65) 박정국, “포이즌 필에 관한 소고 - 신주인수선택권의 도입을 중심으로 -”, 「법학논고」 통권 제40호, 2012, 507면.

66) 김화진·송옥렬, 「기업인수합병」, 박영사, 2007, 345면.

67) 권재열, “한국형 포이즌필의 도입에 관한 연구”, 「경영법률」 제20집 제2호, 한국경영법률학회, 2010, 391면.

68) 송옥렬, “포이즌 필의 적법성과 도입 가능성 - 일본에서의 논의를 중심으로”, 「BFL」 제12호, 서울대학교 금융법센터, 2005, 47면; 박정국, 앞의 논문, 529면; 이영철, “포이즌필과 주주평등의 원칙”, 「기업법연구」 제23권 제3호, 한국기업법학회, 2009, 207면 등.

69) 김태진·이동진, “미국 법제하에서의 적대적 M&A 방어방법의 한국 법제하에서의 활용 가능성”, 「증권법 연구」 제8권 제2호, 한국증권법학회, 2007, 317면; 최문희, “일본의 포이즌 필 발행 사례와 법적 쟁점”,

2023년 7월 일련의 대법원 판결이 제시한 주주평등원칙의 예외 적용 기준을 적용하여 포이즌 필을 통한 적대적 매수자에 대한 차등적 취급이 정당화될 수 있는 특별한 사정이 인정될 수 있다는 견해도 존재한다.<sup>70)</sup>

이와 관련하여 2007년 8월 7일 일본 최고재판소의 불독소스 판결에서는 포이즌필(매수방어책으로서 신주예약권 무상배정을 하는 경우)이 주주평등원칙에 위반되는지에 관해 형식적 평등의 관점이 아니라, 무상배정을 실시할 필요성과 대항조치의 상당성이 충족된다면 예외적으로 주주평등원칙의 취지에 반하지 않는다고 판시하였다.<sup>71)</sup> 이러한 불독소스 판결은 주주평등원칙을 보유주 식수에 따라 형식적인 평등을 절대적으로 인정하는 것이 아니라 실질적으로 회사의 존립과 발전에 공헌할 것을 기대하기 어려운 적대적매수자에 의한 주식 취득을 기업가치 훼손으로 보고 예외적인 취급을 인정한 것이라 해석할 수 있다.<sup>72)</sup>

기존의 포이즌필 도입 논의와 함께 2023년 7월 일련의 대법원 판결을 통해서 포이즌필이 일본 최고재판소의 불독소스 판결과 같이 주주평등원칙의 예외로써 인정될 가능성이 높아졌다는 점은 분명해 보인다. 다만, 포이즌필을 주주평등의 예외로서 상법에 명문으로 도입하게 되더라도 2023년 7월 일련의 판례에서 제시한 기준에 따라 비례성이 인정되어야 할 것이고, 남용을 억제할 수 있는 기준 또한 고민되어야 할 것이다.<sup>73)</sup>

## V. 결론

그동안 통설과 판례는 이를 인정하고 있고 ‘주주평등의 원칙’은 강행규정적 성격을 가지므로 이에 위반한 정관규정, 주주총회 결의, 이사회 결의, 주주와의 약정 등 회사의 업무집행은 무효가 된다고 보았다. 그리고 주주평등원칙의 예외는 상법상 명문에서 규정한 것 외에는 인정되지 않는다고 경직된 입장을 고수하고 있었다. 비교적 최근 판례에서는 ‘특별한 사정이 있는 경우’에는 상법 명문의 규정 외에도 주주평등원칙의 예외를 인정할 수 있다는 가능성을 열어두기는 하였지만, 실제로 특별한 사정이 적용된 예는 없었다.

이에 대해 학설에서는 주주평등원칙의 유연한 적용을 주장하며 판례의 태도에 대한 비판하는 목소리를 높였고, 이러한 입장을 반영하여 2023년 7월 일련의 판결들에서 종래의 판결과는 달리 법률에서 정하는 것 외에 “차등적 취급을 정당화할 수 있는 특별한 사정이 있는 경우”에 주주평등원칙의 예외를 적용할 수 있다고 실시하였다. 그리고 특별한 사정이 있는 경우와 관련해서는, 차등적 취급을 허용할 수 있는지 여부는 제반 사정을 고려하여 일부 주주에게 우월적 권리나 이익을 부여하여 주주를 차등 취급하는 것이 주주와 회사 전체의 이익에 부합하는지를 따져서 정의와 형평의 관념에 비추어 신중하게 판단하여야 한다고 판시하였다. 그리고 이러한 특별한 사정은

「BFL」 제26호, 서울대학교 금융법센터, 2007, 98면 등.

70) 배상현, “주주평등의 원칙 관련 최근 대법원 판례와 포이즌 필의 도입 가능성”, 법률신문 2023년 9월 24일 칼럼, <<https://www.lawtimes.co.kr/news/191500>>, (최종 검색일 : 24년 4월 18일).

71) 한국상사법학회, 앞의 책, 459면.

72) 강영기, 앞의 논문, 23면.

73) 이영철, 앞의 논문, 218면.

헌법상 평등의 원칙에 대한 판단기준인 비례의 원칙에 따라 목적이 정당한지, 수단이 적정한지, 피해가 최소한으로 발생했는지, 법익이 균형을 이루고 있는지를 가지고 판단해야 할 것이다.

그리고 2023년 7월 일련의 판결들 중에서는 대법원 2023. 7. 13. 선고 2021다293213 판결과 대법원 2023. 7. 13. 선고 2023다210670 판결에서는 사전동의권 약정과 회생개시결정 시 설명요구권 약정 등과 관련하여 주주평등원칙의 예외를 인정하였다. 물론 여전히 판례는 투자금 회수약정 또는 손실보전약정, 그리고 손해배상약정이라도 사실상 투자원금을 회수할 수 있는 약정에 대해서는 비례원칙을 적용하더라도 엄격한 해석을 하고 있다.

종래의 판결의 입장과 달리 주주평등원칙이 형식적 평등이 아닌 실질적 평등의 관점에서 유연하게 적용할 수 있게 되었지만, 주주평등원칙의 예외를 지나치게 유연한 관점에서 해석하게 되면 자본충실원칙의 본질을 침해하여 채권자 보호에 소홀해질 수 있는 등 여러 부작용이 발생할 수도 있다. 따라서 주주평등원칙의 예외를 인정하기 위해서 비례의 원칙을 적용함에 있어 개별 사정을 신중하게 고려해야 할 것이다.

또한, 주주평등의 원칙은 일반적이고 추상적인 상위법원칙이므로 이를 적용하지 않고도 해결할 수 있는 경우에는 실정법 위반을 먼저 검토하는 것이 타당할 것이다.

## 〈참고문헌〉

### 1. 단행본

- 권순일 대표집필, 「주석상법(회사2)」 제6판, 한국사법행정학회, 2021.  
 김건식·노혁준·천경훈, 「회사법」 제7판, 박영사, 2023.  
 김화진·송옥렬, 「기업인수합병」, 박영사, 2007.  
 송옥렬, 「상법강의」 제14판, 홍문사, 2024.  
 이철송, 「회사법강의」 제27판, 박영사, 2019.  
 장덕조, 「상법강의」 제4판, 법문사, 2021.  
 정찬형, 「상법강의(상)」 제25판, 박영사, 2022.  
 최기원, 「신회사법론」 제14판, 박영사, 2012.  
 한국상사법학회, 「주식회사법대계 I」 제4판, 법문사, 2022.

### 2. 연구논문

- 강영기, “기업매수방어책과 주주평등의 원칙”, 「경영법률」 제21권 제4호, 한국경영법률학회, 2011.  
 권재열, “한국형 포이즌필의 도입에 관한 연구”, 「경영법률」 제20집 제2호, 한국경영법률학회, 2010.  
 김재범, “주주평등의 원칙을 개관함”, 「안암법학」 제4집, 안암법학회, 1996.  
 김종원, “주주평등원칙의 예외와 판단기준에 대한 고찰”, 「상사법연구」 제42권 제4호, 한국상사법학회, 2024.  
 김태진, “주주평등원칙에 대한 소고”, 「기업법연구」 제22권 제3호, 한국기업법학회, 2008.  
 김태진·이동건, “미국 법제하에서의 적대적 M&A 방어방법의 한국 법제하에서의 활용 가능성”, 「증권법연구」 제8권 제2호, 한국증권법학회, 2007.  
 노미리, “주식매수청구권의 남용 방지에 관한 연구”, 「상사법연구」 제38권 제1호, 한국상사법학회, 2019.  
 노승민, “벤처투자계약의 실무상 쟁점”, 「BFL」 제88호, 서울대학교 금융법센터, 2018.  
 박상철, “벤처투자계약의 국내법상 수용과 관련한 쟁점 - 상환전환우선주 조항의 효력을 중심으로 -”, 「한국상사법학회」 제37권 제2호, 한국상사법학회, 2018.  
 박정국, “포이즌 필에 관한 소고 - 신주인수선택권의 도입을 중심으로 -”, 「법학논고」 통권 제40호, 2012.  
 손태원, “주주평등의 원칙과 주주에 대한 차등적 취급의 예외적 허용 가능성”, 「BFL」 제121호, 서울대학교 금융법센터, 2023.  
 송옥렬, “2023년 회사법 판례 회고”, 「2023년 상사법 판례 회고와 과제」, 2023년 한국상사판례학회·대법원 상사실무연구회 공동학술대회 자료집, 2024.  
 송옥렬, “포이즌 필의 적법성과 도입 가능성 - 일본에서의 논의를 중심으로”, 「BFL」 제12호,

- 서울대학교 금융법센터, 2005.
- 송옥렬, “포이즌필 도입에 따른 법정채적 쟁점”, 「상사법연구」 제27권 제2호, 한국상사법학회, 2008.
- 이영철, “포이즌필과 주주평등의 원칙”, 「기업법연구」 제23권 제3호, 한국기업법학회, 2009.
- 이형규, “회사법의 과거와 현재 그리고 미래”, 「법과정책연구」 제21권 제2호, 한국법정책학회, 2021.
- 장근영, “주주의 출자손실에 대한 회사의 보전약정의 효력”, 「법학논총」 제26권 제4호, 한양대학교 법학연구소, 2009.
- 정준혁, “주주평등원칙의 발전적 해체와 재정립”, 「상사판례연구」 제35권 제4호, 한국상사판례학회, 2022.
- 정래영, “주주평등원칙에 대한 제고”, 「상사판례연구」 제23권 제4호, 한국상사판례학회, 2010.
- 천경훈, “회사와 신주인수인간의 투자자보호약정의 효력 : 주주평등원칙과의 관계를 중심으로”, 「상사법연구」 제40권 제3호, 한국상사법학회, 2021.
- 최문희, “일본의 포이즌 필 발행 사례와 법적 쟁점”, 「BFL」 제26호, 서울대학교 금융법센터, 2007.
- 한원규·이제원, “상환주식과 전환주식의 법적 성질”, 「증권법연구」 제3권 제1호, 한국증권법학회, 2002.

### 3. 기타 자료

- 김정호, “[판례평석] 주주평등의 원칙과 주주간 계약”, 법조신문 2024년 2월 13일 칼럼, <<http://news.koreanbar.or.kr/news/articleView.html?idxno=30140>>.
- 배상현, “주주평등의 원칙 관련 최근 대법원 판례와 포이즌 필의 도입 가능성”, 법률신문 2023년 9월 24일 칼럼, <<https://www.lawtimes.co.kr/news/191500>>.

## 【토론문】

## “주주평등의 원칙에 관한 대법원 판결 검토”에 대한 토론문 2023년 대법원 판결에 대한 평가와 향후 과제

정 준 혁\*

### 1. 2023년 선고된 대법원 판결의 내용 및 분석

#### [기존 대법원 판결의 태도 및 평가]

- 주주평등원칙 관련 기존의 판결은 주주평등원칙을 기계적, 경직적, 형식적으로 해석한다는 비판을 받아옴
- 대법원은 아래와 같이 “특별한 사정”이 없는 한 일부 주주에게만 우월한 권리나 이익을 부여하기로 하는 약정은 무효로 봄

대법원 2020. 8. 13. 선고 2018다236241 판결

“주주평등원칙이란, 주주는 회사와의 법률관계에서는 그가 가진 주식의 수에 따라 평등한 취급을 받아야 함을 의미한다. 이를 위반하여 회사가 일부 주주에게만 우월한 권리나 이익을 부여하기로 하는 약정은 특별한 사정이 없는 한 무효이다.”

- 이에 대해서는 ① 상법에 주주평등원칙이 명문으로 규정되어 있지 않은 상황에서 주주평등원칙이 적용되는 법률관계의 범위가 너무 넓다는 점, ② 특정 주주에게 다른 주주에게 인정되지 않는 우월한 권리나 이익을 제공하였는지에만 초점을 두어 절대적, 형식적 평등을 중요시한다는 점, ③ 자기주식취득금지 등 구체적인 법령이나 개별 규제법리에 의해 해결할 수 있는 경우에도 적용한다는 점, ④ 위반 시 약정 자체를 무효로 한다는 점 등이 여러 학자들에 의하여 문제점으로 지적<sup>1)</sup>
- 특히 VC 계약에서 널리 사용되는 투자자의 동의권 약정을 무효로 본 서울고등법원 판결에 따라 실무계에 상당한 혼란이 있었음

\* 서울대학교 법학전문대학원 교수

1) 정준혁 "주주평등원칙의 발전적 해체와 재정립" 상사판례연구 제35권 제4호 (2022) 218, 219쪽

[2023년 7월 선고 4개 판결]

□ 2023. 7. 대법원은 기존의 다소 경직된 입장을 변경하는 판결 4개를 연달아 선고

대법원 2023. 7. 13. 선고 2021다293213 판결  
 “주주평등 원칙이란, 주주는 회사와의 법률관계에서 그가 가진 주식의 수에 따라 평등한 취급을 받아야 함을 의미한다. 이를 위반하여 회사가 일부 주주에게만 우월한 권리나 이익을 부여하기로 하는 약정은 특별한 사정이 없는 한 무효이다. 다만 회사가 일부 주주에게 우월한 권리나 이익을 부여하여 다른 주주들과 다르게 대우하는 경우에도 법률이 허용하는 절차와 방식에 따르거나 그 차등적 취급을 정당화할 수 있는 특별한 사정이 있는 경우에는 이를 허용할 수 있다.”

- 기존의 판례를 변경하기보다는, “특별한 사정”을 보다 구체화하여, “법률이 허용하는 절차와 방식에 따르거나 그 차등적 취급을 정당화할 수 있는 특별한 사정이 있는 경우”로 확대
- 이를 통해 차등적 권리를 부여함으로써 회사나 주주 전체에 발생하는 이익과 손해를 비교하여 판단하는 시도

[4개 판결의 구체적 법리와 평가]

- 보다 구체적으로 대법원 판결은 약정의 무효 여부와 손해배상금의 무효 여부와 관련하여 다음과 같은 기준을 제시
- 동의권 등 약정의 무효 여부
  - ① 차등적 취급의 구체적 내용, ② 경위와 목적, ③ 회사 및 주주 전체의 이익을 위해 필요하였는지 여부와 정도, ④ 상법 등 관계 법령에 근거가 있는지, 강행법규와 저촉되거나 채권자보다 후순위에 있는 주주 본질적인 지위를 부정하는지(특정 주주 투자자금회수 허용), ⑤ 회사의 경영참여 및 감독 권한 부여하는 경우 주주의 의결권 침해하는지 여부(주총 특별결의→보통결의→이사회 권한)를 비롯한 다른 주주가 입는 불이익의 내용과 정도, ⑥ 개별 주주가 처분할 수 있는 사항에 관한 차등적 취급으로 불이익을 입게 되는 주주의 동의 여부와 전반적인 동의율, ⑦ 투자자의 지분비율, ⑧ 투자자의 공익적 성격 및 감시 기능, ⑨ 동의권 관련 회사가 투자자 설득하기 위해 합리적이고 충분한 노력을 하였음에도 투자자가 합리적 이유 없이 부동의하였는지, ⑩ 회사의 상장 여부, 사업목적, 지배구조, 사업현황, 재무상태 등 제반 사정 고려
  - 일부 주주에게 우월적 권리나 이익을 부여하여 주주를 차등 취급하는 것이 주주와 회사 전체의 이익에 부합하는지를 판단

- 약정 위반으로 인한 손해배상금 등 약정의 유효성
  - 손해배상금 등 약정이 사전동의를 받을 의무 위반으로 주주가 입은 손해를 배상 또는 전보하고 의무의 이행을 확보하기 위한 것이라고 볼 수 있다면, 이는 회사와 주주 사이에 채무불이행에 따른 손해배상액의 예정을 약정한 것으로서 특별한 사정이 없는 한 유효하고 일부 주주에 대하여 투자자본의 회수를 절대적으로 보장함으로써 주주평등의 원칙에 위배된다고 단정할 것은 아님
  - 원고와 피고들이 약정한 상환금액 등이 원고의 투자원금 상당액과 일치한다는 사정만으로 이를 애초부터 일부 주주가 투자자본 회수를 목적으로 투자원금 반환 등을 약정한 사안과 동일하게 볼 수는 없음
  - 법원은 감액 가능하고(민389②), 상환금액이 사실상 투자자본 전부 또는 일부의 회수를 절대적으로 보장하는 수단으로 기능하지 않도록 유의할 필요 있다고 함
  
- 실제 4개 판례 사안을 보면, 결과적으로 투자자 계약 위반과 관련하여 회사에 귀책 사유가 있는지 여부가 결정적 사유가 된 것으로 보임
  - 이는 회사에 귀책 사유가 없는 경우 손해 배상, 의무 이행 확보보다는 투자자본의 회수에 주된 목적이 있는 것으로 볼 수 있기 때문으로 이해됨

판례	위반 조항 및 내용	결과
대법원 2023. 7. 13. 선고 2021다293213 판결	유상증자 시 투자자에 사전 통지하고 동의 받아야 그런데 회사가 동의 없이 신주발행	위반 X 동의권 위반
대법원 2023. 7. 13. 선고 2022다224986 판결	서면동의 없는 회생절차의 개시신청 또는 개시 회사의 다른 주주가 개시신청하여 개시	위반 O 회사 귀책사유 X
대법원 2023. 7. 13. 선고 2023다210670 판결	회생절차개시신청 시 동의 필요 그런데 회사가 투자자 동의 없이 신청하여 절차 개시	위반 X 동의권 위반
대법원 2023. 7. 27. 선고 2022다290778	일정 기한까지 소독제 제품을 질병관리본부에 재등록 하여야 함. 등록 불가 시 투자계약 무효 및 회사, 대표이사 책임으로 투자금 전액 반환 / 기한 내 재등록 실패	위반 O 회사 귀책사유X

## 2. 평가 및 향후 과제

- 2023년 대법원 판례는 주주평등원칙 관련 실무상 혼란을 해소하고, 기존의 경직적, 기계적 해석을 극복하였다는 점에서 높게 평가할 수 있음
  - 아울러 투자업계 실무상 회사의 귀책사유 등과 관계없이 투자자에게 불이익 발생 시 투자자의 자금회수를 보장하는 투자자에게 일방적으로 유리한 계약조항이 사용되는 경우가 많은데, 이러한 조항이 주주평등원칙 위반으로 무효가 될 수 있음을 제시하였다는 점에서도 의미가 있음 → 책임 있는 투자 환경 조성에 기여
  
- 향후 판례 축적을 통해 다음과 같은 점에 대해 명확하게 기준이 정립되길 기대함
  - 배당가능이익, 자기주식취득, 자본감소 등 구체적인 법령이나 개별 규제법리에 의해 해결할 수 있는 경우에도 주주평등원칙을 적용했다는 점에서, 여전히 주주평등원칙을 지나치게 넓게 적용하는 것은 아닌지 고려 필요
  - 예를 들어 주주에 대한 투자원금+일정 수익 반환은 설사 총주주가 동의하거나 모든 주주들에 대해 이루어지더라도 배당가능이익, 자기주식취득, 자본감소 관련 규정에 따라 무효가 될 수도 있음
  - 대법원에서 주주평등의 원칙이 문제된 사안은 거의 대부분 투자자 - 회사(지배주주) 간의 분쟁과 관련됨. 투자자 - 회사 간 관계뿐만 아니라 지배주주와 일반주주 간의 관계에서 어떻게 적용될 수 있을지에 대한 정립 필요<sup>2)</sup>
  - 본래 주주평등의 원칙은 회사가 모든 주주들을 지분비율에 따라 비례적으로 취급하자는 것에서 출발함. 주주들을 공정하게 대우하였는지, 지배주주의 이익을 위해 다른 주주들의 비례적 이익을 침해하지는 않았는지 여부가 이사 의사결정의 타당성을 판단함에 있어서 주주평등의 원칙이 역할을 하여야 함

2) 정준혁 "주주평등원칙의 발전적 해체와 재정립" 상사판례연구 제35권 제4호 (2022) 252, 253쪽

**【토론문】****“주주평등의 원칙에 관한 대법원 판결 검토”에 대한 토론문**

노미리\*

**I. 들어가며**

우선 주주평등의 원칙에 관한 대법원 판결을 충실하게 검토하고, 주주평등의 원칙과 관련된 구체적인 문제를 상세하게 다루어주신 발표자의 노고에 감사드립니다. 발표문을 통해 2023년 7월 13일과 7월 27일에 선고된 4건의 대법원 판결을 심도있게 비교해서 분석해 보고, 주주평등의 원칙에 대해 다시 생각해 볼 수 있는 계기가 되어 뜻깊었던 것 같습니다.

그 동안 판례가 주주평등의 원칙을 경직적으로 적용하였고, 2023년에 선고된 위 대법원 판결들은 주주평등원칙의 경직성을 완화하였다는 점에서 의미가 있다는 발표문의 전반적인 취지에 대해서는 공감합니다만, 저는 토론의 활성화 차원에서 발표문을 읽으면서 의문이 들었던 점에 대한 질문을 발표자에게 드리는 것으로 토론을 같음하고자 합니다.

**II. 회사 경영에 대한 통제 약정 관련(발표문 15면)**

발표자께서는 대법원 2023. 7. 13. 선고 2021다293213 판결에서 일부 소수주주가 지배주주의 주요한 경영사항에 대한 감시·감독 등을 위하여 권한이나 지위를 부여받는 정도만으로 다른 소수주주에게 부당하게 불이익을 발생시킨다고 볼 수 없다고 보았다면서, 대법원 2021다293213 판결에서 해당 주주가 소수주주권 이상의 지분율을 가지고 있다는 점이 고려되었고, 동의권을 받도록 한 사항이 이사회 결의사항이었다는 점이 전제되었으므로, 소수주주권 행사 요건 이하의 지분율 보유하였거나, 또는 주주총회 결의사항에 대한 사전동의권을 부여한 경우라면 달라질 수도 있다고 밝히고 계십니다.

그런데 상법상 소수주주권 행사 요건으로는 발행주식총수의 1%, 3%, 10%가 있습니다. 그렇다면 그 기준을 무엇으로 삼는 것이 타당할까요? 대법원 2023. 7. 13. 선고 2023다21670 판결의 경우에도 판시사항 중에 원고가 주주제안권 등을 행사할 수 있는 기준이 되는 비율인 3%를 초과해서 주식을 보유하고 있다는 내용이 언급되어 있습니다. 위 2개 판결 모두 원고가 보유하고 있

\* 동아대학교 법학전문대학원 교수

는 피고 회사의 발행주식총수를 고려해 보니 그 비율이 5%를 초과하였고, 이 점에 착안하여 대법원 판결문에 소수주주권 행사 요건이 언급된 것일 수도 있을 것 같습니다.

아직 이와 관련된 판결이 많지 않아 추후 판례의 경향에 대해서 살펴볼 필요는 있겠습니다만, 주식이 넓게 분산되어 있고, 그 중 1명의 주주가 발행주식총수의 1% 행사 요건을 충족하는 사안이 있다고 가정했을 때, 이러한 경우에도 소수주주권 행사 요건이 의미가 있다고 볼 수 있을지 여쭙고 싶습니다.

### Ⅲ. 포이즌필 관련(발표문 18면 이하)

발표자께서는 기존의 포이즌필 도입 논의와 함께 2023년 7월 일련의 대법원 판결을 통해서 포이즌필이 주주평등원칙의 예외로써 인정될 가능성이 높아졌다고 하였고, 다만 비례성이 인정되어야 할 것이고, 남용을 억제할 수 있는 기준이 고민되어야 한다고 하셨습니다.

그렇다면 발표자께서 생각하시는 포이즌필 남용 억제 기준은 무엇인지 발표자의 고견을 듣고 싶습니다.

### Ⅳ. 마치며

다시 한 번 발표자의 노고에 감사드리며, 이상으로 토론을 마치겠습니다. 감사합니다.

## [제2세션]

# 회사소송의 재량기각 제도의 법적 쟁점과 개선방안

---

발 제 : 김효정 박사 (사법정책연구원)

사 회 : 김성탁 명예교수 (인하대)

토 론 : 임수민 교수 (충북대), 권용수 교수 (건국대)



# 회사소송의 재량기각 제도의 법적 쟁점과 개선방안

## - 재량기각의 대상 및 판단기준을 중심으로

김 효 정\*

### 《 목 차 》

- I. 서론
- II. 재량기각의 대상
  - 1. 주주총회결의 취소사유 전반에 대한 재량기각 가부
  - 2. 주주총회결의 무효확인의 소·부존재확인의 소와 상법 제189조를 준용하는 소의 재량기각 가부
- III. 재량기각의 판단기준
  - 1. 개관
  - 2. 재량기각의 공통된 판단기준
  - 3. 상법 제189조를 준용하는 소에서의 하자의 보완 요건
- IV. 결론

## I. 서론

회사소송은 단체법적 법률관계에서 발생한 분쟁의 해결을 목적으로 하므로 다수의 이해관계자에게 영향을 미친다. 따라서 회사소송에서는 이미 형성된 법률관계를 유지하고자 하는 법적 안정성의 요청이 일반 민사소송에 비하여 두드러진다. 회사소송의 재량기각 제도는 구체적인 권리 구제의 측면에서 원고의 청구를 인용하여야 함에도 불구하고 거래안전과 법적 안정성을 우선하여 원고의 청구를 법원의 재량에 의하여 기각하는 것이다.<sup>1)</sup> 재량기각 제도는 원고의 청구가 이유 있음에도 불구하고 그 청구를 기각하는 예외적인 제도이므로<sup>2)</sup> 구체적 권리 구제와 법적 안정성

\* 대법원 사법정책연구원 연구위원, 연세대학교 법학전문대학원 겸임교수, 법학박사, 변호사.

- 1) 주주총회결의 취소의 소의 재량기각에 관한 최초의 대법원 판결인 대법원 1987. 9. 8. 선고 86다카2971 판결은 재량기각의 취지에 대하여 “상법 제379조는 결의의 절차에 하자가 있는 경우에 결의를 취소하여도 회사 또는 주주의 이익이 되지 않든가 이미 결의가 집행되었기 때문에 이를 취소하여도 아무런 효과가 없든가 하는 때에 결의를 취소함으로써 오히려 회사에게 손해를 끼치거나 일반거래의 안전을 해치는 것을 막고 또 소의 제기로서 회사의 질서를 문란케 하는 것을 방지하려는 취지이다.”라고 판시함으로써 ‘거래안전’이 재량기각의 취지 중 하나로 명시한다.
- 2) 회사소송의 재량기각 여부를 판단한 최근의 하급심 판결 중 다수는 “재량기각은 어디까지나 예외적인

의 이익을 형량하여 신중하게 결정할 필요가 있다.

상법상 인정되는 재량기각은 주주총회결의 취소의 소의 재량기각(제379조)과 그 밖의 소의 재량기각(제189조)의 두 유형으로 나누어 볼 수 있다. 상법상 주주총회결의 하자의 소 중에서 재량기각의 대상이 되는 소는 주주총회결의 취소의 소에 한하며, 상법 제379조에 규정을 두고 있다. 그 밖의 소의 재량기각의 경우에는 합병회사의 설립무효·취소의 소의 재량기각에 관한 상법 제189조를 준용한다. 주식회사 관련 소송으로서 상법 제189조를 준용하는 소로는, 주식회사의 설립무효의 소(제328조 제2항), 합병무효의 소(제530조 제2항, 제240조), 주식교환무효의 소(제360조의14 제4항), 주식이전무효의 소(제360조의23 제4항), 분할·분할합병무효의 소(제530조의11 제1항), 자본금감소무효의 소(제446조), 신주발행무효의 소(제430조)가 있다. 상법상 재량기각의 대상인 회사소송의 범위가 적절한지에 대해서는 재검토가 필요하다. 특히 주주총회결의 무효확인 소와 부존재확인 소에서는 재량기각을 인정하지 않으면서 합병무효의 소 등 조직재편 행위 무효의 소, 자본금감소무효의 소, 신주발행무효의 소에서는 재량기각을 인정하는 상법의 입장이 타당한지 살펴볼 필요가 있다.

한편 재량기각의 판단기준으로서 주주총회결의 취소의 소의 재량기각을 규정한 상법 제379조는 “결의의 내용, 회사의 현황과 제반사정을 참작”할 것을 요구하는 데 비하여, 그 밖의 소의 재량기각을 규정한 상법 제189조는 “소가 그 심리 중에 원인이 된 하자가 보완되고 회사의 현황과 제반사정을 참작”할 것을 요구한다. 주주총회결의 취소의 소와 그 밖의 소는 회사의 현황과 제반사정을 참작할 것을 요구한다는 점에서는 공통되나, 그 밖의 소의 경우 주주총회결의 취소의 소와는 달리 하자가 보완될 것을 재량기각의 요건으로 한다는 점에 차이가 있다. 위 법문상 재량기각의 판단기준은 상당히 포괄적이고 추상적이기 때문에 실무상 법원이 재량기각을 인정함에 있어서는 구체적인 사안별로 매우 다양한 요소를 고려한다. 이러한 법원의 입장은 회사소송의 재량기각을 널리 인정하여<sup>3)</sup> 재량 남용의 위험을 초래할 뿐만 아니라 당사자의 소송의 승패에 대한 예측을 불투명하게 한다.

회사소송의 재량기각 제도가 본래의 입법취지대로 운용되기 위해서는 재량기각의 대상과 판단기준이 명확하고 적절해야 한다. 재량기각을 어느 유형의 회사소송에 인정할 것인지, 어느 사유

점” 또는 “재량기각 제도는 어디까지나 예외적인 조치인 점”이라고 판시함으로써 재량기각 제도가 예외적인 제도라는 점을 명확히 한다. 수원고등법원 2022. 6. 13. 선고 2021나25577 판결, 서울남부지방법원 2023. 5. 26. 선고 2021가합104239 판결, 서울중앙지방법원 2023. 9. 22. 선고 2021가합535660 판결, 의정부지방법원 남양주지원 2023. 5. 4. 선고 2022가합51219 판결, 인천지방법원 2023. 7. 7. 선고 2022가합58185 판결, 수원지방법원 안산지원 2023. 9. 21. 선고 2022가합8211 판결, 부산지방법원 2022. 6. 29. 선고 2021가합353 판결 등.

- 3) 대법원 판결문 검색시스템을 통하여 회사소송의 재량기각에 관한 2019. 1.부터 2024. 4. 현재까지 최근 5년간의 판결례를 살펴보면, 총 44개의 판결 중 재량기각을 인정한 판결은 10건[① 부산지방법원 동부지원 2024. 1. 18. 선고 2023가합101140 판결(미확정), ② 서울동부지방법원 2023. 5. 18. 선고 2022가합104417 판결(확정), ③ 대전지방법원 천안지원 2023. 9. 26. 선고 2022가합103365 판결(미확정), ④ 부산고등법원 2021. 9. 9. 선고 2021나10114 판결(확정), ⑤ 광주고등법원 2021. 2. 17. 선고 2020나10454 판결(확정), ⑥ 인천지방법원 2021. 7. 9. 선고 2019가합66063 판결(확정), ⑦ 수원지방법원 성남지원 2021. 11. 4. 선고 2020가합404593 판결(확정), ⑧ 부산지방법원 동부지원 2021. 7. 7. 선고 2020가합102562 판결(확정), ⑨ 제주지방법원 2021. 3. 26. 선고 2019가합12066 판결(확정), ⑩ 대전지방법원 2019. 4. 4. 선고 2018가합1033291 판결(확정)]으로, 재량기각 인정비율은 22%이다.

에 대해서 인정할 것인지 분명히 하여야 하고, 그 판단기준도 구체화하여 보다 엄격한 요건 하에 재량기각을 인정할 필요가 있다. 본 논문에서는 회사소송의 재량기각의 대상과 판단기준에 관한 법적 쟁점들을 살펴보고, 상법상 재량기각에 대한 입법론적 개선방안을 제시하고자 한다.

## II. 재량기각의 대상

### 1. 주주총회결의 취소사유 전반에 대한 재량기각 가부

#### 가. 개관

주주총회결의 취소의 소는 “총회의 소집절차 또는 결의방법이 법령 또는 정관에 위반하거나 현저하게 불공정한 때 또는 그 결의의 내용이 정관에 위반한 때”에 제기할 수 있다(제376조 제1항). 상법 제379조는 “결의취소의 소가 제기된 경우”에 재량기각을 할 수 있다고 하고 있으므로, 법문상 일부 취소사유가 아니라 취소사유 전반에 재량기각이 허용됨은 분명하다. 그러나 주주총회결의 취소의 소의 취소사유 전반을 재량기각의 대상으로 하는 것이 타당한지에 대해서는 논란이 있다. 위 취소사유 중 ‘총회의 소집절차 또는 결의방법이 법령 또는 정관에 위반한 때’가 재량기각의 대상이 된다는 점에 대해서는 이견이 없다. 그러나 ‘총회의 소집절차 또는 결의방법이 현저하게 불공정한 때’와 ‘결의의 내용이 정관에 위반한 때’를 재량기각의 대상으로 하는 것이 타당한지에 대해서는 견해의 대립이 있다.

참고로 일본 회사법은 주주총회결의 취소의 소에서의 취소사유에 따라 재량기각의 대상을 제한하고 있다. 일본 회사법상 주주총회결의 취소사유는 주주총회 소집절차 또는 결의방법이 법령 또는 정관에 위반하는 경우(일본 회사법 제831조 제1항 제1호 전단) 또는 현저히 불공정한 경우(일본 회사법 제831조 제1항 제1호 후단), 주주총회결의의 내용의 정관에 위반하는 경우(일본 회사법 제831조 제1항 제2호), 결의에 관하여 특별이해관계를 가진 자가 의결권을 행사함으로써 현저히 부당한 결의가 이루어진 경우이다(일본 회사법 제831조 제1항 제3호). 일본 회사법상 주주총회결의 취소의 소에서의 재량기각은 “주주총회 소집절차 또는 결의방법이 법령 또는 정관에 위반하는 경우”에만 인정되고, 나머지 사유는 재량기각의 대상이 아니다(상법 제831조 제2항). 즉, ‘총회의 소집절차 또는 결의방법이 현저하게 불공정한 경우’와 ‘결의의 내용이 정관에 위반한 때’는 일본 회사법상 주주총회결의 취소의 소의 재량기각 대상에서 제외된다.

#### 나. 결의내용의 정관 위반의 경우

##### (1) 학설 및 판례의 입장

결의내용이 정관에 위반되는 경우에도 재량기각이 가능한지에 대해서는 논란이 있다. 이를 금

정하는 견해는 ① 상법 제379조의 법문이 재량기각이 적용되는 취소사유에 아무런 제한을 두지 않았다는 점,<sup>4)</sup> ② 결의내용의 정관 위반은 정관변경에 의하여 하자가 치유될 수 있다는 점<sup>5)</sup>을 그 근거로 든다. 반면 결의내용이 정관에 위반되는 경우에 재량기각을 부정하는 견해는 ① 재량기각이 주주총회결의 취소사유가 제소기간의 경과로 자동적으로 치유될 수 있는 절차적 하자라는 특성을 가졌기 때문에 인정되는 제도이므로 내용상의 하자를 원인으로 하는 결의내용의 정관 위반에는 적용될 수 없는 점,<sup>6)</sup> ② 1995년 상법 개정을 통하여 종전 무효사유이던 결의내용의 정관 위반을 취소사유로 한 것은 주주에게 선택권을 주기 위해서인데 주주가 주주총회결의 취소의 소를 제기한 때에는 그 선택을 존중할 필요가 있다는 점,<sup>7)</sup> ③ 내용상의 하자는 절차상 하자에 비하여 그 하자가 중대하거나,<sup>8)</sup> 하자의 중대성과 경미성을 구분하기 어렵다는 점,<sup>9)</sup> ④ 절차상 하자는 해당 사건에서 일회적으로 발생하는 것이고 사후에는 영향을 주지 않는 반면 결의내용이 정관에 반하는 경우에 재량기각을 통하여 결의를 존속시키게 되면 정관변경의 절차를 거치지 않고 기존의 정관이 위법한 결의의 내용대로 바뀌는 결과를 초래하게 된다는 점<sup>10)</sup> 등을 근거로 제시한다.

판례는 결의내용이 정관에 위반하는 경우에 재량기각이 인정되는지 여부에 대하여 명시적으로 판단하고 있지는 않다. 대법원 판례는 주주총회결의 취소의 소에서 재량기각을 인정하는 취지에 대하여 “재량기각은 결의의 절차에 하자가 있는 경우에 결의를 취소하여도 회사 또는 주주에게 이익이 되지 않든가 이미 결의가 집행되었기 때문에 이를 취소하여도 아무런 효과가 없든가 하는 때에 결의를 취소함으로써 회사에 손해를 끼치거나 일반거래의 안전을 해치는 것을 막고 결의취소의 소의 남용을 방지하려는 취지”라고 함으로써 ‘결의의 절차에 하자가 있는 경우’에만 재량기각이 허용되는 것으로 보이는 판시를 한다.<sup>11)</sup> 그러나 이 판시는 주주총회결의 취소의 소의 재량기각에 대하여 판단한 최초의 대법원 판결인 대법원 1987. 9. 8. 선고 86다카2971 판결의 판시에서 비롯되어 그 후의 판례에 인용되고 있는 것으로, 위 대법원 판결 선고 당시 시행되던 상법에 따르면 결의내용의 정관 위반은 주주총회결의 취소의 소의 원인이 아니라 주주총회결의 무효

- 4) 임재연, *회사법II*, 개정8판, 박영사, 2022, 256면; 김상근, “주주총회결의하자 소송에 관한 실무적 고찰”, 민사실무연구회, *민사재판의 제문제* 제12권 (2003), 293면.
- 5) 최문희, “회사소송의 재량기각 제도의 법적 제문제 - 비교법과 판례분석에 기초한 입법론”, *한국상사판례학회, 상사판례연구* 제33집 제3권 (2020), 251면. 이철송, *회사법강의*, 제31판, 2023, 646-647면은 원칙적으로 결의내용의 정관 위반은 내용상 하자로 재량기각의 대상이 될 수 없다는 입장이나, 추후 정관변경을 통하여 결의내용이 정당화된 경우에는 예외적으로 재량기각을 하여야 한다고 본다.
- 6) 이철송, 앞의 책, 646면에서는 취소사유가 제소기간의 경과로 자동적으로 ‘치유’되는 하자라고 하나, 제소기간이 경과된 경우에도 그 하자 자체는 여전히 그대로 남아 있는 것으로서 이를 소송법상으로 더 이상 다룰 수 없다는 점에서 하자를 주장할 수 있는 권리가 소멸된 것으로 보아야 할 뿐 그 하자가 치유된 것으로 보기는 어렵다.
- 7) 김진식·노혁준·천경훈, *회사법*, 제8판, 2024, 356면.
- 8) 유명일, “주주총회결의취소의 소와 법원의 재량기각 - 재량기각요건에 관한 우리와 일본 판례의 비교를 중심으로”, *상사판례학회, 상사판례연구* 제16권 (2004), 164면.
- 9) 김대연, “주주총회결의 취소의 소에서의 재량기각”, *민사법의 이론과 실무* 제26권 제4호 (2023), 105면.
- 10) 박성은, “상법 제379조 재량기각의 요건에 대한 비교법적 고찰”, *한국비교사법학회, 비교사법* 제26권 제4호 (2019), 439면.
- 11) 대법원 1987. 9. 8. 선고 86다카2971 판결, 대법원 2003. 7. 11. 선고 2001다45584 판결, 대법원 2003. 10. 10. 선고 2001다56225 판결, 대법원 2004. 4. 27. 선고 2003다29616 판결, 대법원 2009. 1. 30. 선고 2006다31269 판결.

확인의 소의 원인으로 규정되어 있었다. 이러한 점을 고려하면, 위 판시상 ‘결의의 절차에 하자가 있는 경우’라는 문구가 주주총회결의 취소사유 중 결의내용의 위반을 배제하고자 하는 의도로 쓰인 것으로 이해하는 것은 적절하지 않다고 본다.<sup>12)</sup>

하급심 판결 중에는 결의내용의 정관 위반에 해당한다고 볼 수 있는 사안에서 재량기각 여부를 판단한 것이 있다. 대구고등법원 2009. 7. 22. 선고 2009나915 판결(확정)은 이사입후보자를 대표회원집회에서 선출하도록 한 정관규정에 위반하여 주주총회 참석 주주들의 개별 추천으로 이사입후보자로 선출된 사람들에 대한 이사선임결의의 취소를 구한 사안으로, 정관상 이사입후보자가 될 자격이 없는 사람들을 상대로 결의가 이루어졌으므로 결의내용이 정관에 위반한 경우에 해당한다. 다만 위 판결에서는 위와 같은 하자를 ‘결의내용의 정관 위반’으로 보지 않고 ‘소집절차 또는 결의방법의 정관 위반’으로 판시한 후<sup>13)</sup> 재량기각 여부에 대하여 판단하였다. 따라서 이 판결을 근거로 하급심 판결이 결의내용의 정관 위반에 재량기각이 적용되는 것으로 전제하였다고 보기는 어렵다.<sup>14)</sup>

## (2) 검토

상법 제379조는 재량기각이 적용되는 취소사유에 아무런 제한을 하고 있지 않으므로 현행법의 문리해석상 결의내용의 정관 위반은 재량기각의 대상이 된다. 다만 재량기각의 판단기준 적용시 내용상의 하자는 하자의 중대성으로 인하여 재량기각이 부정되는 경우가 다수일 것으로 본다.<sup>15)</sup>

입법론상 결의내용의 정관 위반을 재량기각의 대상으로 할 것인지에 대해서는 검토가 필요하다. 이는 결의내용의 정관 위반이 취소사유라는 점과 내용상 하자라는 점 중 어느 쪽에 더욱 비중을 둘 것인지에 따라 결론이 달라질 수 있다. 만약 전자에 비중을 둔다면 결의내용의 정관 위반은 취소사유로서 재량기각의 대상이 된다고 보아야 할 것이다. 주주총회결의 취소의 소에서는 제소권자가 제소기간 내에 소를 제기하지 않으면 취소사유가 있는 결의도 유효한 것으로 확정되고, 재량기각은 그 취지상 위와 같이 제소권자의 선택에 따라서 결의의 효력 여부를 좌우할 수 있는 소에 대해서만 적용하고자 하는 제도라고 볼 수 있기 때문이다. 한편 내용상 하자라는 성질에 중점을 둔다면 절차상 하자에 비하여 내용상 하자가 보다 중하다는 점을 이유로 재량기각의 대상에서 배제하는 것이 설득력이 있다.

사건으로는 내용상의 하자라는 점에 중점을 두는 것이 타당하다고 본다. 취소사유인지 여부의 구별은 상대적이고, 이는 1995년 개정상법이 결의내용의 정관 위반을 무효사유에서 취소사유로 변경하였다는 사실에서도 확인되기 때문이다.<sup>16)</sup> 내용상 하자가 절차적인 하자에 비하여 주주권에

12) 김상근, 앞의 논문, 293면; 최문희, 앞의 논문, 253면.

13) 위 2009나915 판결은 이사입후보자 선출에 관한 정관규정을 위반한 하자를 소집절차 또는 결의방법의 정관 위반으로 본 이유를 명시하지는 않는다. 다만 주주총회 참석 주주들의 개별 추천으로 이사입후보자로 선출된 사람들에 대한 이사선임결의는 서면으로 통지한 회의의 목적사항 외에 주주들의 추가 이사선임 발의로 인한 결의라는 점에서 소집절차 또는 결의방법의 정관 위반이라고 본 것으로 판단된다.

14) 위 2009나915 판결을 근거로 하급심 판결이 결의내용의 정관 위반에 재량기각이 허용되는 것으로 전제한다고 보는 입장으로는, 송옥렬, “주주총회결의 취소의 소의 재량기각”, 서울대학교 금융법센터, BFL 제74호 (2015), 59면; 최문희, 앞의 논문, 253면.

15) 임재연·남궁주현, 회사소송, 제4판, 박영사, 2021, 187면.

대한 침해의 정도가 항상 중대하다고 단정하기는 어렵지만, 절차상의 하자가 결의부존재사유에 해당할 정도로 중대하지 아니한 이상 내용상의 하자는 일반적으로 절차상의 하자보다 더욱 중한 경우에 해당될 것이다. 결의내용이 정관이 위반하는 경우에는 재량기각의 대상이 되는지의 여부는 구체적인 권리 구제와 법적 안정성의 이익형량에 따라 결정하여야 하는데, 하자의 중대성의 측면에서 내용상의 하자가 있는 경우까지 재량기각의 대상으로 하는 것은 구체적인 권리 구제에 비하여 법적 안정성의 요청을 지나치게 고려하는 것이라고 볼 수 있다. 또한 결의내용의 정관 위반이 재량기각의 대상이 된다고 하면, 법률이 정한 정관변경의 절차를 거치지 않은 채 정관에 반하는 내용의 결의의 효력을 인정할 수 있는 길이 열리게 되는데, 이러한 결과는 용인하기 어렵다.

한편 앞서 살펴본 바와 같이 내용상의 하자는 정관변경을 통해 하자가 치유될 수 있으므로 재량기각의 대상이 된다는 견해도 있으나,<sup>17)</sup> 하자의 치유는 그 하자가 경미한 경우에 예외적으로 인정되어야 한다는 점을 고려하면 사후적으로 정관변경이 있다고 하더라도 내용상 하자가 치유된 것으로 볼 수는 없다. 따라서 내용상 하자의 치유를 긍정하는 전제에서 이를 근거로 내용상 하자가 재량기각의 대상이 된다는 견해는 타당하지 않다. 따라서 입법론으로 결의내용의 정관 위반은 재량기각의 대상에서 배제하는 것이 타당하다고 본다.

## 다. 소집절차 또는 결의방법의 현저한 불공정의 경우

### (1) 학설 및 판례의 입장

주주총회의 소집절차 또는 결의방법이 현저하게 불공정한 경우에 재량기각이 가능한지도 문제된다. 재량기각의 대상이 된다고 해석하는 견해는 ① 상법 제379조가 재량기각의 대상이 되는 취소사유를 제한하고 있지 않은 점, ② 소집절차 또는 결의방법의 현저한 불공정은 소집절차 또는 결의방법의 법령이나 정관 위반보다 경미한 하자라는 점,<sup>18)</sup> ③ 소집절차 또는 결의방법의 현저한 불공정의 경우에도 다른 이해관계자의 이익보호가 절실하다면 주주총회결의취소의 소의 제기를 주주의 소권남용으로 보아 재량기각을 인정할 필요가 있다는 점<sup>19)</sup> 등을 그 근거로 제시한다. 반면 재량기각의 대상이 되지 않는다고 보는 견해는 소집절차 또는 결의방법의 현저한 불공

16) 무효사유는 주주들의 주장 유무에 불구하고 치유되지 않는 하자로서 언제든지 그 하자를 다룰 수 있는 반면, 취소사유는 주주들이 소로써 주장하지 않는 한 제소기간의 경과에 의하여 그 하자를 다루는 것이 소송법상 부적법한 하자이다. 1995년 개정 상법이 결의내용의 정관 위반을 무효사유에서 취소사유로 변경한 이유는 법령과 달리 정관은 주주들의 합의에 의하여 정해진 자치규범으로서 그 위반을 주장할 수 있는 자는 주주들로 제한되어야 하고, 정관은 주주들이 변경할 수 있으므로 주주들이 그 위반을 문제 삼지 않는 경우에는 결의의 효력을 부정할 수 없기 때문이다. 김건식·노혁준·천경훈, 회사법, 제8판, 2024, 349면; 이철송, 앞의 책, 624면.

17) 이러한 견해를 취하는 경우, 내용상의 정관 위반을 재량기각의 대상으로 하되 그 판단기준으로서 ‘하자의 보완’, 즉 추후 정관변경에 의하여 결의내용이 정당화될 것을 요구할 것인지 문제될 수 있다.

18) 전형배, 앞의 논문, 459면은 소집절차 또는 결의방법의 현저한 불공정이란 법령이나 정관의 규정은 준수하였으나 그 실질에 있어 주주권을 침해한 경우이므로 결의방법에 현저한 불공정이 있어 재량기각을 할 수 없다고 하면 그보다 중한 하자라고 할 수 있는 법령이나 정관의 규정을 직접 위반한 하자가 있는 경우도 재량기각을 할 수 없는 문제가 생긴다고 한다.

19) 최문희, 앞의 논문, 254면.

정은 소집절차 또는 결의방법의 법령이나 정관 위반보다 중대한 하자라는 점을 근거로 든다.<sup>20)</sup>

판례는 소집절차 또는 결의방법의 현저한 불공정이 재량기각의 대상이 된다는 전제에서 재량기각 여부를 판단한다. 다만 판례가 소집절차 또는 결의방법의 현저한 불공정의 경우에 항상 그 하자가 중대한 것으로 보아 재량기각을 부정한다고 보기는 어렵다. 대법원 판례는 소집절차의 현저한 불공정이 있다고 본 사안에서 하자의 중대성 등을 이유로 재량기각을 부정한 바 있다. 대법원 2003. 7. 11. 선고 2001다45584 판결은 일부 주주의 총회개최 방해행위를 이유로 소집권자가 12시간 후에 주주총회 장소를 변경하여 결의한 사안에서 소집절차의 현저한 불공정이 있다고 판단하고, 하자가 경미하지 않다는 이유 등을 들어 재량기각을 부정하였다. 그러나 하급심판결 중에는 결의방법이 현저히 불공정하다고 하면서도 하자가 경미하다고 판단하여 재량기각을 인정한 판결도 있다. 수원지방법원 1999. 12. 29. 선고 99가합9571 판결(확정)은 소수주주들이 정관 조항별 축조심의를 요구하였음에도 의장이 일방적으로 일괄표결로 진행한 사안에서 결의방법이 현저히 불공정하다고 하였으나, 이러한 하자는 법령이나 정관에 위반된 하자가 아니고 원고의 표결방법에 대한 부수동의에 대하여 아무런 조치를 취하지 아니하였다는 상대적으로 경미한 하자인 점 등을 이유로 재량기각을 인정하였다.<sup>21)</sup>

## (2) 검토

소집절차 또는 결의방법의 현저한 불공정이 재량기각의 대상이 되는지 여부에 관하여 대립하는 견해는 현저한 불공정과 법령 또는 정관 위반의 경우 어느 쪽이 하자가 중대하다고 볼 것인지에 대하여 서로 상반된 판단을 하고 있다. 소집절차 또는 결의방법의 현저한 불공정은 법령 또는 정관 위반은 아니나 주주권을 침해하는 정도가 심한 경우로서 하자가 중대한 경우에 해당되는 때가 많을 것이다. 그러나 소집절차 또는 결의방법의 현저한 불공정과 법령 또는 정관 위반 사이에 하자의 경중을 따지는 것이 가능하고 유의미한지 의문이다. 예컨대 소집절차 또는 결의방법의 법령 위반이 주주권의 침해 정도가 심각한 경우에 해당하는 때에 소집절차 또는 결의방법의 현저한 불공정과 비교하여 어느 쪽의 하자가 더욱 중대하다는 결론을 내리기는 어렵다. 절차상 하자에 있어서 하자의 중대성이 결의부존재에 이를 정도로 중대하지 아니한 이상 취소사유별로 그 하자의 중대성을 비교하는 것은 의미가 없다고 본다. 소집절차 또는 결의방법의 현저한 불공정과 법령 또는 정관 위반의 경우 모두 제소기간의 경과로 더 이상 이를 소로써 다룰 수 없는 절차적 하자로서 재량기각의 대상이 된다고 볼 필요가 있다.

다만 재량기각의 대상이 된다는 견해 가운데 소집절차 또는 결의방법의 현저한 불공정의 경우에 다른 이해관계자의 이익보호가 절실하다면 주주의 소권남용으로 보아야 하고, 따라서 재량기각의 대상이 된다는 주장에 대해서는 검토할 필요가 있다. 소집절차 또는 결의방법의 현저한 불

20) 이철송, 앞의 책, 646-647면; 유영일, 앞의 논문, 164면.

21) 위 99가합9571 판결의 판시를 보면, 법령이나 정관에 위반된 하자가 그렇지 아니한 하자에 비하여 중대하고, 주주권에 대한 침해가 소극적으로 부작위에 의해서 이루어진 경우에는 적극적으로 작위에 의하여 이루어진 경우에 비하여 상대적으로 경미하다는 입장을 전제로 한 것으로 이해된다. 그러나 법령이나 정관 위반에 해당하지 않고 부작위에 의하여 주주권의 침해가 이루어진 경우라도 그 침해의 정도가 심하다면 하자가 중대하다고 보아야 한다는 점에서 위와 같은 입장에는 동의할 수 없다.

공정이 있음에도 다른 이해관계인의 이익보호가 절실하다고 하여 원고의 소제기 자체를 소권남용으로 볼 정당한 근거를 찾기 어렵다. 따라서 소권남용에 해당하는 경우가 있다는 점을 들어 재량기각 대상으로 보아야 한다는 논리는 합리적이지 않다. 나아가 뒤에서 살펴볼 바와 같이 소권남용은 민사소송법상 신의칙의 발현형태 중 하나로,<sup>22)</sup> 재량기각에 관한 판단과는 별도로 그에 앞서 판단하여야 하는 소송요건에 관한 사항<sup>23)</sup>이라는 점에서 소권을 남용한 경우 부적법한 소로서 이를 각하해야 하므로 소권남용을 재량기각의 판단기준으로 삼는 것도 적합하지 않다.

## 2. 주주총회결의 무효확인 소 부존재확인 소와 상법 제189조를 준용하는 소의 재량기각 가부

상법은 주주총회결의 무효확인 소와 부존재확인 소에 대해서는 재량기각을 허용하는 규정을 두고 있지 않다. 그 이유로는 재량기각이 적용되기 위해서는 결의가 법률상 존재할 것을 전제로 하는데 결의가 무효이거나 부존재한다면 재량기각을 통하여 존치시킬 결의가 없고,<sup>24)</sup> 결의무효확인 소 또는 결의부존재확인 소에서 다루는 하자가 중대하다는 점<sup>25)</sup>이 지적된다. 하급심 판결 중에는 결의부존재확인 소에 대하여 재량기각이 허용될 수 없다고 하면서 피고의 재량기각 주장을 배척한 판결<sup>26)</sup>이 있고, 결의무효확인 소에서는 법원에 의한 재량기각이 허용되지 않는다는 점을 명시한 판결<sup>27)</sup>이 있다.

한편 상법은 합병무효 소 등 조직개편행위 무효 소나 신주발행무효 소 등에 대해서는 합병회사의 설립무효·취소의 소의 재량기각에 관한 상법 제189조를 준용함으로써 재량기각을 허용한다.

상법이 결의무효확인 소와 결의부존재확인 소에 대하여 재량기각을 허용하지 아니하면서 합병무효 소 등 조직개편행위 무효 소나 신주발행무효 소 등에서는 재량기각을 허용하는 것이 하자의 경중의 측면에서 균형 있는 입법인지 검토할 필요가 있다고 지적하는 견해<sup>28)</sup>가 있다. 판례는 신주발행무효 소에 관하여 “거래의 안전, 주주 기타 이해관계인의 이익 등을 고려 하더라도 도저히 묵과할 수 없는 정도라고 평가되는 경우”에 한하여 신주의 발행을 무효로 할 수 있다고 하여 무효원인을 인정하는 데 엄격한 기준을 적용할 것을 요구한다.<sup>29)</sup> 합병무효 소의 경우에도 사후적으로 합병을 무효로 하는 경우 신주발행 무효의 경우와 마찬가지로 다수의 이해관계자의 이익에 큰 영향을 미치므로 무효원인의 인정에 엄격해야 할 것이다.<sup>30)</sup> 즉, 합병무효 소나 신주발행무효 소 등에서는 그 무효원인이 인정될 수 있는 경우는 하자가 매우 중대한 경

22) 김홍엽, 민사소송법, 제11판, 박영사, 2023, 23면.

23) 위의 책, 30면.

24) 전형배, “회사소송과 법원의 재량기각”, 대한변호사협회, 인권과 정의 통권 제459호 (2016), 8면; 최준선, 회사법, 제18판, 2023, 429면.

25) 김홍기, 상법강의, 제7판, 박영사, 2022, 548면; 전형배, 앞의 논문, 8면.

26) 의정부지방법원 고양지원 2019. 7. 19. 선고 2018가합75040 판결.

27) 부산고등법원 2019. 11. 28. 선고 2019나53412 판결.

28) 최문희, 앞의 논문, 259면.

29) 대법원 2010. 4. 29. 선고 2008다65860 판결.

30) 김건식·노혁준·천경훈, 앞의 책, 804면.

우이다. 하자가 중대한 경우에는 재량기각을 허용하기 어려움에도 불구하고 하자가 매우 중대한 경우에만 무효원인이 인정되는 합병무효의 소나 신주발행무효의 소 등에서는 재량기각을 허용하는 한편, 합병무효의 소나 신주발행의 소 등에 비하여 하자가 중대하다고 할 수 없는 결의무효확인의 소와 결의부존재확인의 소에서는 재량기각을 허용하지 않는 입법에 대하여 재고해야 한다는 지적은 경청할 필요가 있다.

하자의 중대성의 측면에서는, ① 결의취소의 소, ② 결의무효확인의 소와 결의부존재확인의 소, ③ 합병무효의 소와 신주발행무효의 소 등에 있어 ①보다는 ②가, ②보다는 ③이 하자가 중대한 경우라고 볼 수 있다. 그런데 상법은 ①과 ③에 대해서 재량기각을 허용하는 반면, ②에 대해서는 재량기각을 허용하지 않는다. 상법의 태도는 하자가 중대한 경우에는 재량기각을 인정할 수 없다는 입장과는 맞아떨어지지 않는다. 이는 ③의 경우가 ②의 경우보다 다수의 이해관계자에게 미치는 영향이 크므로 법적 안정성의 요청이 더욱 강하게 요구된다는 점을 고려한 것으로 이해된다. 그러나 ③의 경우에 법적 안정성의 요청을 재량기각의 허용을 통하여 실현하는 것이 필요하고 타당한지 의문이다. ③의 경우에 무효원인을 어렵게 인정한다면 그로써 법적 안정성의 요구가 충족되는 것이고, 추가적으로 재량기각에 의한 통제가 필요하지는 않다고 본다. 예컨대 합병무효의 소에 있어서 무효원인에 해당하는지 여부는 하자의 중대성, 회사의 주주와 채권자에게 미칠 영향, 다른 구제수단의 존부 등 구체적 사정을 고려하여 엄격하게 판단하게 되고,<sup>31)</sup> 이러한 판단 과정에서 법적 안정성에 대한 고려가 이루어지게 된다.<sup>32)</sup> 그럼에도 이러한 엄격한 판단을 거쳐 무효원인이 인정된 사안에 대하여 다시 법적 안정성을 고려하여 청구를 기각하는 것은 구체적인 권리구제에 비하여 법적 안정성의 요청을 지나치게 우선하는 동시에 법원의 재량을 너무 넓게 허용하는 것이 된다. 따라서 입법론으로는 합병무효의 소 등 조직개편무효의 소나 신주발행무효의 소 등 상법 제189조를 준용하는 소에 대해서는 재량기각 제도를 삭제하는 것이 바람직한 방향이라고 본다.<sup>33)</sup>

### Ⅲ. 재량기각의 판단기준

#### 1. 개관

주주총회결의 취소의 소의 재량기각에 관한 상법 제379조는 재량기각의 요건을 ‘결의의 내용,

31) 권기범, 현대회사법론, 제6판, 삼영사, 2015, 169면; 김건식·노혁준·천경훈, 앞의 책, 804면.

32) 독일 주식법은 결의취소의 소에 대하여 재량기각에 관한 규정을 두고 있지 않은 대신 판례가 중대성이론(Relevanz)을 채택하여 하자가 중대하지 않은 경우에만 결의취소를 인정한다(송옥렬, 앞의 논문, 58면). 즉, 독일은 취소원인에 해당하는지 여부의 판단에서 이미 하자의 중대성을 고려하고, 별도로 재량기각에 의한 통제를 하지 않는다.

33) 일본도 1938년 상법에서는 설립무효의 소, 합병무효의 소나 신주발행무효의 소 등에 대해서 재량기각을 허용하는 규정을 두었으나 그 후 수차례 법개정을 통하여 현행 회사법에서는 주주총회결의 취소의 소를 제외한 나머지 소들에서는 재량기각 규정을 두고 있지 않다. 위 소들에서 재량기각이 인정되지 않는 이유로는 무효원인을 탄력적으로 해석·운용하는 것이 가능하기 때문이라고 한다. 山口和宏, 江頭憲治郎/門口正人(編集代表), 会社法大系, 第4巻, 青林書院, 2009, 280頁.

회사의 현황과 제반사정을 참작하여 그 취소가 부적당하다고 인정한 때'로 명시한다. 즉, 법문상 재량기각의 판단요소는 '결의의 내용, 회사의 현황과 제반사정'이다. 합병무효의 소나 신주발행무효의 소 등 상법 제189조를 준용하는 소는 회사의 현황 및 제반사정과 함께 '하자의 보완'을 재량기각의 요건으로 규정하나, 주주총회결의 취소의 소는 하자의 보완을 요구하지 않는다. 주주총회결의 취소의 소에서 재량기각의 요건으로 하자가 보완될 것을 요구하지 않는 이유는 결의취소의 소의 법적 성질상 이미 이루어진 주주총회결의의 하자를 보완하는 것이 불가능하기 때문이라고 한다.<sup>34)</sup>

결의취소의 소와 그 외의 소에 있어 상이한 요건을 둔 우리나라 상법의 재량기각 규정은 일본의 1938년 개정 상법의 재량기각 규정과 그 내용이 동일하다. 그러나 일본은 1950년 개정 상법에서 재량기각 규정이 일괄 삭제되었다가 1981년 개정 상법에서 주주총회결의 취소의 소에 대해서만 재량기각 규정이 부활하였고, 위 규정은 현행 회사법 제831조 제2항에 그대로 이어졌다.<sup>35)</sup> 일본 회사법 제831조 제2항은 "소집절차나 결의방법이 법령 또는 정관에 위반하는 경우로 그 위반사실이 중대하지 않고 결의에 영향을 미치지 않는다고 법원이 인정한 때" 법원이 재량기각을 할 수 있다고 규정한다. 즉, 일본 회사법은 재량기각의 대상을 주주총회결의 취소의 소에 있어서 소집절차나 결의방법의 법령 또는 정관 위반의 경우로 한정할 뿐만 아니라 재량기각의 판단기준으로서 ① 하자가 중대하지 않을 것, ② 하자가 결의에 영향을 미치지 않을 것을 제시하고 이 두 가지 요건이 모두 충족될 것을 요구한다.

한편 독일의 경우 주주총회결의가 법률 또는 정관에 위반되는 경우에 결의를 취소할 수 있다고 하고(주식법 제243조 제1항, 제251조), 따로 재량기각에 관한 규정을 두고 있지 않다. 대신 판례와 학설은 결의결과에 영향을 준 절차상의 하자만 취소원인이 된다는 인과관계론(Kausalität)을 채택하여 취소원인을 제한적으로 인정하였다.<sup>36)</sup> 그러나 인과관계론에 따르면 가결에 필요한 의결권만 확보한다면 절차는 준수할 필요가 없게 된다는 비판<sup>37)</sup>이 제기됨에 따라 판례는 인과관계론을 폐기하고<sup>38)</sup> 중대성이론(Relevanz)을 채택하여 하자가 중대한지 여부를 취소원인 판단시 고려한다.<sup>39)</sup> 중대성이론은 정보제공의 하자과 관련하여 독일의 2005년 개정 주식법 제243조 제4항 제1문에 명문으로 도입되었다.<sup>40)</sup>

우리나라 판례를 살펴보면, 재량기각 여부를 판단함에 있어서 하자의 결의결과에의 영향과 하자의 중대성을 중요한 판단요소로 고려하지만 일본 회사법과 같이 반드시 누적적 요건으로서 요구하는 것은 아니며, 위 두 가지 요소 외에도 다양한 요소들을 폭넓게 고려한다. 이하에서는 먼저 결의취소의 소와 그 외의 소에서 공통적으로 인정되는 재량기각의 판단요소를 판례를 통하여

34) 이철송, 앞의 책, 645면; 임재연·남궁주현, 앞의 책, 189면.

35) 浜田道代·久保利英明·稲葉威雄 編, 会社訴訟 - 訴訟·非訟·仮処分, 民事法研究會, 2013, 21頁.

36) Hüffer, Aktiengesetz, §243, Rn. 12.

37) KölnerKomm/Zöllner, §243 Rn. 94.

38) BGHZ 160, 385, 392.

39) 송옥렬, 앞의 논문, 58면.

40) 독일 주식법 제243조 제4항은 부정확하거나 불완전한 정보를 제공하거나 또는 정보제공이 거절된 경우, 객관적으로 판단할 수 있는 주주가 그러한 정보제공이 총회참여권 또는 사원권의 적절한 행사를 위한 중요한 전제조건(als wesentliche Voraussetzung für die sachgerechte Wahrnehmung seiner Teilnahme- und Mitgliedschaftsrechte)이라고 생각하는 경우라면 그 결의는 취소가능하다고 규정한다.

살펴보고, 이러한 판단요소들이 재량기각의 판단기준으로 고려하기에 적절한지 검토하고자 한다. 다음으로 합병무효나 신주발행무효의 소 등 상법 제189조를 준용하는 소에서 추가적으로 요구한 ‘하자의 보완’의 요건이 어떠한 의미인지, 실무상 어떻게 해석되고 있는지에 대해서 살펴보고자 한다. 나아가 이러한 분석을 바탕으로 입법론상 재량기각의 판단기준을 어떻게 구체화할 수 있는지를 제시하고자 한다.

## 2. 재량기각의 공통된 판단기준

### 가. 재량기각의 입법취지와 다양한 고려요소

주주총회결의 취소의 소와 그 외 재량기각이 인정되는 소들에서 우리나라 판례는 공통적으로 일본 회사법이 규정한 재량기각의 두 가지 판단요소, 즉 하자의 결의결과에의 영향과 하자의 중대성 여부 외에도 다양한 요소를 고려한다. 우리나라 판례에서 인정하는 재량기각의 판단요소는 재량기각의 입법취지에 관한 판시에서 도출해낼 수 있다. 주주총회결의 취소의 소의 재량기각을 다룬 최초의 대법원 판결은 재량기각의 취지에 대하여 “상법 제379조는 결의의 절차에 하자가 있는 경우에 결의를 취소하여도 회사 또는 주주의 이익이 되지 않든가 이미 결의가 집행되었기 때문에 이를 취소하여도 아무런 효과가 없든가 하는 때에 결의를 취소함으로써, 회사에 손해를 끼치거나 일반거래의 안전을 해치는 것을 막고 또 소의 제기로서 회사의 질서를 문란케 하는 것을 방지하려는 취지”라고 판시하였다.<sup>41)</sup> 그 이후 대법원 판결은 “또 소의 제기로서 회사의 질서를 문란케 하려는 것을 방지하려는 취지” 대신 “결의취소의 소의 남용을 방지하려는 취지”라고 판시하였고,<sup>42)</sup> 이 문구는 재량기각을 다루는 판례에서 관용적으로 등장한다. 판례는 재량기각이 ‘결의를 취소하여도 회사 또는 주주의 이익이 되지 않는 경우’에 인정된다고 보므로 이를 재량기각의 판단기준으로 삼고 있고, 재량기각을 ‘일반거래의 안전을 해치는 것을 막고 결의취소의 소의 남용을 방지하려는 취지’의 제도로 이해하므로 일반거래의 안전을 해치는지 여부와 소권남용인지 여부를 재량기각의 판단기준으로 한다. 다만 위와 같은 재량기각의 입법취지에 대한 판시가 재량기각의 판단기준을 정립하기 위한 의미로서 신중하게 이루어진 것인지는 의문이다.

판례는 위 입법취지에서 도출할 수 있는 요소 외에도 기타 제반사정, 예컨대 결의취소의 경우 회사의 국내외적 지위에 따른 파장,<sup>43)</sup> 경영수지 개선 효과<sup>44)</sup> 등을 넓게 고려한다.

판례에서 나타난 재량기각의 판단기준을 정리해 보면, ① 하자가 결의결과에 영향을 미쳤는지 여부, ② 하자가 중대한지 여부, ③ 결의 취소가 회사 또는 주주에게 이익이 되는지 여부, ④ 결의의 취소가 거래안전을 해치는지 여부, ⑤ 소권남용인지 여부, ⑥ 기타 제반사정 등의 여섯 가지를 제시할 수 있다.<sup>45)</sup> 뒤에서 검토할 바와 같이 판례는 이 중 하나의 요소를 절대적인 판단기

41) 대법원 1987. 9. 8. 선고 86다카2971 판결.

42) 대법원 2003. 7. 11. 선고 2001다45584 판결, 대법원 2009. 1. 30. 선고 2006다31269 판결 등.

43) 수원지방법원 1999. 12. 29. 선고 99가합6571 판결(확정).

44) 부산지방법원 동부지원 2024. 1. 28. 선고 2023가합101140 판결(미확정).

45) 판례에 나타난 재량기각의 판단기준을 위와 같이 정리한 문헌으로는, 송옥렬, 앞의 논문, 64면; 최문희, 앞의 논문, 273면.

준으로 보지 않고, 개별적인 사안에 따라 위 판단요소들에 대한 중요도를 달리 이해한다.

## 나. 구체적 판단요소

### (1) 하자가 결의결과에 영향을 미쳤는지 여부

하자가 결의결과에 영향을 미쳤는지 여부는 하자가 없었더라면 결의결과가 달라졌을 것인지의 기준이다. 결의방법의 하자 중 의결권에 관한 하자의 경우, 하자가 결의결과에 영향을 미쳤는지를 판단하는 것이 용이하다.<sup>46)</sup> 의결권을 행사할 수 없었던 주주가 의결권을 행사하였다면 결과가 달라졌을 경우이거나, 의결권을 행사할 수 없는 특별이해관계인 등이 의결권을 행사함으로써 결과가 달라졌을 경우라면 하자가 결의결과에 영향을 미친 경우에 해당한다.

의결권에 관한 하자가 결의결과에 영향을 미친 경우에는 재량기각을 인정하기가 어렵다. 하자가 결의결과에 영향을 미쳤다고 판단할 수 있는 경우에 재량기각을 인정한 대법원 판결이 있기는 하다. 대법원 1987. 9. 8. 선고 86다카2971 판결은 원고인 36% 초과주주의 위임장 접수를 거부하고 정관변경을 가결한 사안으로, 원고가 의결권을 행사하면 결과에 영향을 줄 수 있음에도 불구하고 결의취소가 회사 또는 주주의 이익이 되지 않는 등의 다른 사정을 들어 재량기각을 인정하였다. 그러나 하자가 결의결과에 영향을 미친 경우에는 재량기각을 부정하는 것이 거의 대부분이다. 대법원 2009. 1. 30. 선고 2006다31269 판결은 의결권 없는 상호주 43.4%가 의결권을 행사한 사안에서 상호주를 제외하면 의결정족수에 이르지 못할 사안에서 하자가 결의에 영향을 미쳤다는 등의 이유로 재량기각을 부정하였다. 서울중앙지방법원 2024. 4. 12. 선고 2023가합66731 판결(미확정)은 의결권 행사가 금지된 특별이해관계인이 의결권을 행사한 사안으로, 해당 특별이해관계인을 제외하면 결의에 찬성한 주주가 존재하지 아니하였던 점을 고려할 때 특별이해관계인의 의결권을 제외하더라도 이사보수한도에 관하여 종전과 같은 결의가 이루어질 것이라고 단정할 수 없다는 점에서 해당 하자가 결의결과에 영향을 미친 경우로 보아 재량기각을 부정하였다. 서울고등법원 2012. 11. 16. 선고 2012나49102 판결은 주주의 의결권 행사 거절이 문제된 사안으로 출석주주만으로 의결정족수를 충족하지 못하므로 하자가 결의에 영향을 미친다는 사정 등을 고려하여 재량기각을 부정하였다.

의결권에 관한 하자가 결의결과에 영향을 미치지 않은 경우에는 재량기각을 인정하는 데 긍정적으로 작용한다. 부산고등법원 2003. 11. 27. 선고 2003나6439 판결(확정)은 의결권 없는 주식의 의결권 행사가 문제된 사안으로, 의결권 없는 주식 12,566주가 전체의 0.037%에 불과하여 하자가 결의결과에 영향을 주지 않는다는 점 등을 근거로 재량기각을 인정하였다.<sup>47)</sup>

소집절차상의 하자에 대해서도 지분비율을 들어 하자가 결의결과에 영향을 미치지 않았다고 보아 재량기각을 인정한 사례도 있다. 수원지방법원 성남지원 2021. 11. 4. 선고 2020가합

46) 송옥렬, 앞의 논문, 64면; 최문희, 앞의 논문, 276면.

47) 그 외에 찬성주주들의 비율 등을 고려할 때 결의결과에 영향이 없었다는 이유로 재량기각을 인정한 사안으로는, 수원지방법원 1999. 12. 29. 선고 99가합9571 판결(확정); 부산고등법원 2000. 9. 29. 선고 2000나4722 판결(확정) 등.

404593 판결(확정)은 소액주주들에 대한 소집통지 누락의 하자가 문제된 사안으로, 소액주주들의 소유지분이 2.81%인 한편 이 사건 임시주주총회는 과반수를 훨씬 상회하는 주주(의결권 있는 주식수의 약 79.87%)가 출석하여 의결권 있는 주식수 중 약 70.32% 또는 출석주주 전원의 찬성으로 가결되었으므로 결의결과에 영향을 미칠 만한 정도가 아니라는 점 등을 고려하여 재량기각을 인정하였다. 소집절차상의 하자의 경우, 하자의 결의결과에의 영향이 재량기각 여부를 판단하는 여러 요소 중 하나로서 고려될 수는 있으나 결정적인 요소로 고려하는 것은 문제가 있다고 본다. 일부 주주에게 소집통지를 누락한 경우 그 주주들의 소유지분이 결의결과를 달라지게 할 정도로 크지 않다고 하더라도 주주들은 주주총회에서 단순표결만 하는 것이 아니라 원칙적으로 안전에 대하여 질의응답과 논의를 하면서 입장을 만들어 가는 과정을 거치기 때문이다.<sup>48)</sup>

하자가 결의결과에 영향을 미쳤는지 여부를 판단하기 어려운 경우에는 다른 판단요소들을 더욱 중요하게 고려하여 재량기각 여부를 결정한다.<sup>49)</sup> 예컨대 절차진행과 관련된 하자 등은 결의결과에 영향을 미쳤는지 여부가 불분명하므로 다른 판단요소들이 더욱 중요한 고려요소로 작용한다. 수원고등법원 2022. 6. 23. 선고 2021나25577 판결(확정)은 의장이 회의장에 출석하지 않은 채 전화로 의사를 진행한 하자 등이 문제된 사안으로, 피고는 이 사건 임시주주총회 결의가 발행주식 총수의 70%가 넘는 찬성에 의한 것이어서 하자의 존부에 따라 결과가 달라질 가능성이 없다는 점에서 재량기각을 주장하였다. 그러나 법원은 의결정족수를 충족하는 결의가 이루어졌다고 하여 위 하자들이 결의의 결과에 영향을 미쳤을 가능성이 없다고 단정할 수 없는 점, 다시 주주총회결의를 하더라도 결과가 달라질 가능성이 없다고 하더라도 이를 절차상 하자를 정당화할 사정으로 보기 어려운 점을 지적하고, 하자의 중대성 등을 이유로 재량기각을 부정하였다.

## (2) 하자가 중대한지 여부

### (가) 하자의 중대성과 하자의 결의결과에의 영향의 관계

하자가 중대한지 여부는 재량기각을 판단함에 있어서 거의 예외 없이 고려되는 요소이다. 하자의 중대성을 판단요소로 할 경우, 하자의 결의결과에의 영향과의 관계를 어떻게 설정해야 하는지 문제된다. 하자가 결의결과에 영향이 없다는 것을 하자의 중대성의 심사과정에서 고려할 요소로 볼 것인지,<sup>50)</sup> 아니면 양자를 서로 별개의 요소로 볼 것인지 문제된다.

판례의 입장은 명확하지 않다. 판결례 중에는 양자의 관계에 대해서 명시한 경우도 찾아볼 수 있다. 서울고등법원 2020. 3. 31.자 2019라20881 결정에서는 “결의의 절차적 하자가 결의의 결과에 영향을 미치지 않은 경우라면 반드시 그 하자가 경미한 때에만 재량기각을 할 수 있다고 좁게 해석할 것은 아니다”라고 하여 양자가 별개의 요소로서 결의결과에의 영향을 하자의 중대성보다 비중이 있는 요소로 고려하는 듯한 판시를 한 반면, 수원지방법원 성남지원 2021. 11. 4.

48) 김대연, 앞의 논문, 108면; 박성은, 앞의 논문, 436면.

49) 송옥렬, 앞의 논문, 64면; 최문희, 앞의 논문, 276면.

50) 하자의 결의결과에의 영향을 하자의 중대성 심사의 일부에 불과하다고 보는 견해로는, 김대연, 앞의 논문, 112면; 박성은, 앞의 논문, 438면.

선고 2020가합404593 판결(확정)은 “결의에 중대하지 아니한 하자가 있어 결의결과에의 영향을 미치지 않고”라고 하여 하자의 중대성이 결의결과에의 영향을 판단하는 요소인 것처럼 판시하기도 한다. 그러나 양자의 관계를 명시하지 않고, 하자의 경미성과 결의결과에의 영향 없음, 또는 하자의 중대성과 결의결과에의 영향 있음을 판시한 사례가 대부분이다.<sup>51)</sup> 그러나 하자의 중대성과 결의결과에의 영향이 항상 같은 방향으로 판단이 이루어지는 것은 아니다. 판결례 중에는 하자가 결의결과에 영향이 없음에도 하자의 중대성을 이유로 재량기각을 부정한 사례들도 있다. 대법원 2003. 7. 11. 선고 2001다45584 판결은 개최시간 또는 소집장소 변경을 알리지 않고 총회를 개최한 하자가 문제된 사안으로, 피고 회사 측 주식만 62.21%에 이르러 하자가 결의결과에 영향을 주지 않는 경우에 해당하였으나<sup>52)</sup> 하자가 중대하다는 이유 등을 들어 재량기각을 부정하였다.<sup>53)</sup>

하자의 중대성과 결의결과에의 영향의 판단은 같은 방향으로 이루어지는 것이 대부분일 것이다. 즉, 하자가 경미하고 결의결과에의 영향이 없는 경우, 또는 하자가 중대하고 결의결과에의 영향이 있는 경우에 해당하는 사안이 대다수이다. 그러나 양자의 판단이 서로 상반된 방향으로 이루어지는 경우도 있다는 점에서 양자는 서로 별개의 요소로 판단된다. 하자가 결의결과에 영향을 미치지 않았지만 중대하다고 판단되는 경우 등 양자의 판단이 상반될 경우, 재량기각 여부를 결정함에 있어서 어떠한 요소를 우선적으로 고려해야 할 것인지 문제된다. 하자의 결의결과에의 영향에 보다 중점을 둔다면 가결에 필요한 충분한 주식수를 확보한 경우 절차를 준수할 유인이 없게 되므로<sup>54)</sup> 결의결과에의 영향을 우선적으로 고려해서는 아니 된다. 따라서 하자가 결의결과에 영향을 미치지 않는 경우라도 하자가 중대하다고 판단되는 경우에는 재량기각을 부정하여야 한다.<sup>55)</sup> 한편 결의결과에의 영향이 있는 경우에도 하자가 경미하다고 판단한 사례를 찾기는 어려우나, 하자의 중대성을 우선적으로 고려한다면 이 경우에 재량기각을 인정할 여지가 있다. 그러나 재량기각 제도가 청구를 인용하여야 할 사안에서 법적 안정성을 고려하여 청구를 기각하는 예외적인 제도로서 그 인정 요건을 엄격하게 할 필요가 있다는 점에 비추어 보면, 하자가 결의결과에 영향을 미치지 않고 하자가 경미한 경우에만 재량기각을 인정하는 것이 바람직하다고 본다.

## (나) 하자의 중대성의 의미

하자의 중대성의 의미에 대해서 실시하고 있는 판례는 찾아보기 어려우나, 하자의 중대성은 일반적으로 주주권에 대한 침해가 심각한 경우에 인정된다고 본다. 다만 구체적인 사안에서 주주권에 대한 침해가 심각한지를 판단하는 것은 쉽지만은 않다. 참고로 독일의 경우, 중대성이론

51) 송옥렬, 앞의 논문, 64면.

52) 다만 앞서 지적한 바대로 위 판결의 사안은 소집절차상의 하자이므로 지분비율만을 이유로 하자의 결의결과에의 영향을 판단하는 것은 적절하지 않다.

53) 하자가 결의결과에 영향을 미치지 않은 경우에도 하자의 중대성을 이유로 재량기각을 부정한 하급심판결로는, 서울고등법원 2008. 3. 28. 선고 2007나65100 판결, 서울고등법원 2005. 4. 27. 선고 2004나56389 판결 등.

54) 독일의 인과관계론에 대하여 동일한 비판이 있어 중대성이론이 중요한 기준으로 등장하게 되었다. KölnerKomm/Zöllner, §243 Rn. 94.

55) 최준선, 앞의 책, 430면.

(Relevanz)에 의할 때 일반적으로 총회의 준비 또는 운영과 관련된 하자가 중대하다고 본다.<sup>56)</sup> 예컨대 주주의 질문권이나 발언권에 대한 제한은 주주총회 운영에 관한 하자로서 하자의 중대성을 인정한다. 그러나 우리나라 판례상 주주총회 준비 또는 운영상의 하자라고 하여 그 하자가 중대하다고 보지는 않으며 구체적 사안별로 하자의 중대성 판단을 달리 한다.

우리나라 판결례를 살펴보면, 상당수 참석자가 동의한다고 외친 것으로 가결을 선포하여 출석 주주의 찬성 확인방법이 부적절한 경우,<sup>57)</sup> 결의과정에서 결의에 찬성하는 주주들의 주식수를 정확히 계산하지 아니하여 과연 결의정족수를 충족시켰는지 확인할 수 없는 경우,<sup>58)</sup> 소수주주들이 조항별 축조심의를 요구했음에도 의장이 일방적으로 일괄표결로 진행한 경우<sup>59)</sup> 등은 하자가 경미하다고 판단한 바 있다. 소집통지기간을 준수하지 않고 목적사항의 통지가 없었다고 하더라도 전원출석총회로 절차상의 하자가 치유된 경우에 하자가 경미하다고 판단한 사례도 있다.<sup>60)</sup>

반면 의결권 행사를 거절함으로써 주주권을 아예 행사할 수 없었던 경우에는 대체로 하자의 중대성을 인정한다.<sup>61)</sup> 주주명부에 등재되어 있는 원고를 포함하여 대부분의 주주들을 배제하고 원고에게는 안건 내용을 사실과 다르게 고지한 후에 주주총회를 개최하여 결의를 마친 경우,<sup>62)</sup> 일부 주주들의 대리인이 주주총회 개최 예정시간에 피고 회사에 도착한 사실을 알았음에도 회의장 입장 전 회의를 개시하여 5분 만에 종료함으로써 해당 대리인들의 의결권 행사를 불가능하게 한 경우,<sup>63)</sup> 무자격자인 의장이 주주총회를 진행하고 이사해임대상인 주주를 특별이해관계인으로 보아 의결권 행사를 거절한 경우,<sup>64)</sup> 경영권 분쟁 상황에서 출석주주 중 60.44% 주주의 의결권 행사를 거절하고 이들의 반대에도 전원 찬성으로 가결된 것으로 처리한 경우<sup>65)</sup> 등에는 하자의 중대성을 인정하였다. 또한 소집통지의 흠결로 주주권을 행사할 수 없었던 경우, 예컨대 소집권자가 당초 개회시각에서 12시간이 지난 후에 총회장소를 변경하였음에도 출석주주에게 알려주지 않아 해당 주주들이 주주권을 행사할 수 없었던 경우,<sup>66)</sup> 주주 23명 중 과반수에도 미치지 못하는 6인에 대해서만 소집통지가 이루어진 채 개최된 경우<sup>67)</sup>에도 하자의 중대성을 인정하였다.

주주권을 아예 행사하지 못한 경우가 아니라고 하더라도 주주권에 대한 침해가 심각하다면 하자의 중대성이 인정된다. 의장이 회의장에 출석하지 않은 채 전화로 의사를 진행한 경우,<sup>68)</sup> 의장의 자격이 없는 자가 총회를 주재한 경우,<sup>69)</sup> 임시주주총회 소집을 위한 이사회 소집통지기간이

56) Katja Langenbacher, Aktien - und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl., C.H.Beck, 2015, S.159.

57) 대법원 2003. 10. 10. 선고 2001다56225 판결.

58) 서울고등법원 1998. 8. 25. 선고 98나5267 판결(확정). 그러나 제1심은 하자의 중대성을 인정하였다.

59) 수원지방법원 1999. 12. 29. 선고 99가합9571 판결(확정). 그러나 앞서 살펴본 대로 위 판결은 결의 방법이 현저히 불공정하다고 하면서도 하자가 경미하다고 판단한 사안으로, 각주 20에서 언급한 것과 같이 법령이나 정관에 위반되지 않고 소극적 부작위에 의하여 주주권의 침해가 이루어진 경우에는 그 하자가 경미하다는 전제에서 하자의 중대성을 판단하고 있다는 점에서 타당하다고 할 수 없다.

60) 서울고등법원 2010. 9. 1. 선고 2009나98692 판결(확정).

61) 송옥렬, 앞의 논문, 65면; 김대연, 앞의 논문, 110면.

62) 인천지방법원 2023. 7. 7. 선고 2022가합58185 판결(미확정).

63) 춘천지방법원 2024. 1. 24. 선고 2023가합30508 판결(확정)

64) 서울고등법원 2012. 11. 16. 선고 2012나49102 판결(확정).

65) 서울고등법원 1996. 6. 15. 선고 2005나82811 판결(확정).

66) 대법원 2003. 7. 11. 선고 2001다45584 판결.

67) 수원지방법원 안산지원 2023. 9. 21. 선고 2022가합8211 판결(확정).

68) 수원고등법원 2022. 6. 23. 선고 2021나25577 판결(확정).

69) 서울중앙지방법원 2023. 9. 22. 선고 2021가합535660 판결(미확정).

1주간으로서 2주에 미치지 못하는 경우<sup>70)</sup> 등에는 하자의 중대성을 인정하였다.

하자의 ‘중대성’은 상대적인 개념으로 가치판단의 문제이므로 어느 경우에 하자가 중대하다고 볼 것인지에 관하여 일률적인 기준을 도출하기는 어렵다. 하자의 중대성은 구체적인 법령이나 정관에 해당 규정을 둔 취지, 하자로 인하여 주주가 입는 실질적 손해의 정도와 범위, 절차상 하자의 치유 여부 등을 종합적으로 고려하여 결정할 사항이다. 다만 판례와 같이 의결권 행사를 거절하거나 소집통지를 누락함으로써 주주권 행사 자체를 못하게 하는 하자는 주주권에 대한 침해의 정도가 심각함이 분명하므로 하자의 중대성을 인정해야 할 것으로 본다.

#### (다) 하자가 중대한 경우 재량기각 인정 여부

하자가 중대한 경우라도 다른 판단요소들을 고려하여 재량기각을 인정할 수 있는지 문제된다. 다수의 견해는 하자가 중대한 경우에 재량기각을 할 수 없다고 본다.<sup>71)</sup> 그 이유로는 하자가 중대한 경우에도 재량기각을 인정한다면 주주총회의 소집절차와 결의방법을 엄격히 규제하여 주주총회의 적정한 운영을 확보함으로써 주주의 이익을 보호하려는 상법의 입법취지가 상실되어 버릴 수 있기 때문이라는 점<sup>72)</sup>을 든다. 반면 하자가 중대한 경우에도 재량기각을 할 수 있다고 보는 견해<sup>73)</sup>도 있다. 이러한 견해는 상법 제379조는 “결의의 내용, 회사의 현황과 제반사정”을 참작하여 재량기각 여부를 정할 수 있도록 규정할 뿐 하자가 중대한 경우에 재량기각을 인정할 수 없다는 제한을 하지 않았으므로 중대한 하자라는 이유로 재량기각을 할 수 없다는 것은 상법 규정에 반한다고 본다.<sup>74)</sup> 즉, 하자가 중대하더라도 상법 제379조의 규정상 결의결과 형성된 기성사실이나 사회적 영향 등을 고려하여 결의취소가 부적당하다고 인정한 때에는 그 청구를 기각할 수 있다는 것이다.<sup>75)</sup>

판례 중에는 하자가 중대한 경우에 해당함에도 불구하고 재량기각을 한 사례가 있다. 대법원 1987. 9. 8. 선고 86다카2971 판결은 원고인 36% 초과 주주의 위임장 접수를 거부하고 정관변경을 가결한 하자가 문제되었는데, 이러한 하자는 중대하다고 볼 수 있음에도 불구하고 하자의 중대성에 대한 언급 없이 결의취소가 회사 또는 주주의 이익이 되지 않는다는 등의 사정을 들어 재량기각을 인정하였다. 그러나 위 판결을 제외하고 하자가 중대함에도 재량기각을 인정한 경우를 찾아보기는 어렵다.

하자가 중대한 경우에는 재량기각을 할 수 없다고 해석하는 것이 타당하다고 본다. 다수설이 적절히 지적하는 바와 같이 하자가 중대한 경우에만 재량기각을 인정함으로써 위법한 결의의 효력을 인정하게 된다면 주주총회의 적정한 운영을 확보함으로써 주주의 이익을 보호하고자 하는 상법의 입법취지가 훼손되는 결과를 초래하고, 법적 안정성의 요청을 지나치게 우선하는 것으로

70) 서울고등법원 2008. 3. 28. 선고 2007나65100 판결(확정).

71) 강위두, “결의취소의 소와 재량기각”, 한국상사판례학회, 상사판례연구 제11권 (2000), 164면; 유영일, 앞의 논문, 164면; 최문희, 앞의 논문, 287면; 최준선, 앞의 책, 430면.

72) 유영일, 앞의 논문, 164면.

73) 임재연·남궁주현, 앞의 책, 187-188면; 김건식·노혁준·천경훈, 앞의 책, 356면.

74) 임재연·남궁주현, 앞의 책, 187-188면.

75) 김건식·노혁준·천경훈, 앞의 책, 356면.

서 재량기각의 제도적 취지에도 어긋나기 때문이다. 하자가 중대한 경우에도 재량기각을 할 수 있다는 견해는 하자가 중대하더라도 ‘결의의 내용, 회사의 현황과 제반사정’을 고려하여 재량기각을 할 수 있다고 하나, 하자가 중대하다면 위 요건들로부터 비롯되는 다른 판단요소들을 고려할 때에도 재량기각을 부정할 가능성이 높다.<sup>76)</sup>

### (3) 회사 또는 주주에게 이익이 되는지 여부

#### (가) 회사 또는 주주에게 이익이 되는지의 판단 근거

판례는 주주총회결의 취소의 소에서는 결의를 취소하여도 회사 또는 주주의 이익이 되지 않거나 오히려 손해를 초래하는 경우에 재량기각을 인정한다. 앞서 살펴본 바와 같이 대법원 1987. 9. 8. 선고 86다카2971 판결이 “결의를 취소하여도 회사 또는 주주에게 이익이 되지 않든가 하는 때”에 결의를 취소하고자 하는 것을 재량기각의 입법취지 중 하나로서 명시한 이래 판례는 회사 또는 주주에게 이익이 되는지 여부를 재량기각의 판단요소로서 고려하여 왔다.

판례는 일반적으로 결의취소가 회사 또는 주주에 이익이 되는지 여부를 판단함에 있어서 그 판단의 근거를 구체적으로 실시하지 않은 채 “결의를 취소할 경우 회사 또는 주주에게 이익이 된다고 볼 만한 자료가 없다”라고 판시하여 재량기각을 인정하거나,<sup>77)</sup> “결의가 취소되더라도 피고나 피고의 주주들에게 아무런 이익이 되지 않는다거나 이를 취소할 실익이 없다고 단정할 수 없는 점”이라고 판시하여 재량기각을 부정한다.<sup>78)</sup>

그러나 회사 또는 주주에게 이익이 되는지 여부에 관하여 구체적인 판단의 근거를 제시한 판례도 있다. 부산고등법원 2021. 9. 9. 선고 2021나10114 판결(확정)은 임시주주총회 결의일 2주 전에 서면으로 원고에 대한 서면통지가 이루어지지 않은 소집절차상의 하자가 문제된 사안으로, 결의가 취소될 경우 이 사건 실시협약의 해지에 따라 피고가 지급받게 될 해지시 지급금이 약 30-40억 원 줄어들게 된다는 점에서 결의취소로 인한 회사의 손해가 큰 반면 이익은 미미하다고 판단하여 재량기각을 인정하였다. 서울고등법원 1998. 8. 25. 선고 98나5267 판결(확정)은 결의가 취소되면 하자 있는 결의로 선임된 이사들로 구성된 이사회에서 행한 일련의 정상화 계획, 특별 용자, 자본의 감소조치, 정부의 출자, 부실채권의 매각 등이 무효로 돌아가 은행의 자기 자본비율이 크게 하락함으로써 그에 따른 예금인출 사태, 업무정지나 폐쇄조치 등에 의하여 도산의 위험성이 예상되고, 다른 금융기관들의 신인도 하락이나 금융위기로 확산될 가능성이 있다는 점을 근거로 결의를 취소하여도 회사, 주주, 나아가 국민들에게 아무런 이익이 되지 않고, 오히려 손해를 끼친다고 하여 재량기각을 인정하였다.

위와 같이 판례는 회사 또는 주주에게 이익이 되는지 여부를 판단함에 있어서 피고 회사가 지

76) 송옥렬, 앞의 논문, 59면은 하자가 중대하다면 여러 사정을 종합하여 판단할 경우에도 재량기각에 부정적으로 작용할 가능성이 많기 때문에 하자가 중대한 경우에도 재량기각이 인정되는지 여부에 관한 견해의 대립이 항상 반대의 결론을 가져온다고 단언할 수 없다고 한다.

77) 부산지방법원 동부지원 2024. 1. 28. 선고 2023가합101140 판결(미확정),

78) 부산지방법원 2022. 6. 29. 선고 2021가합353 판결(확정),

급받게 될 금액의 감소, 피고의 도산 위험성, 피고의 경영정상화 조치의 무효 등을 고려하고, 나아가 다른 금융기관의 신인도 하락이나 금융위기의 발생, 국민에게 이익이 되는지 여부까지 고려하기도 한다. 위 98나5267 판결은 IMF 외환위기라는 특수한 배경 하에서 이루어진 판결로 위 판결의 입장을 일반화하는 데에는 한계가 있으나, 판례는 피고의 경제적 이익을 포함하여 상당히 넓은 범위에서 회사 또는 주주에게 이익이 되는지 여부를 판단한다는 점을 알 수 있다.

판례는 결의내용 그 자체에서 회사나 주주에게 이익이 되는지 여부를 판단하기도 한다. 임원의 보수 지급에 관한 것이거나<sup>79)</sup> 사내이사의 선임 방법에 관한 것인 때,<sup>80)</sup> 새로운 이사 및 감사를 선임하는 것인 때<sup>81)</sup>에는 결의취소가 회사나 주주에게 아무런 이익이 없다고 단정할 수 없다고 함으로써 재량기각을 부정한다. 한편 결의사항이 상법의 내용을 반영하기 위한 경우<sup>82)</sup>나 다른 금융기관과의 업무의 유기적·통일적 연계를 위하여 안전 가결이 필요한 경우<sup>83)</sup> 등에 결의취소가 회사나 주주에게 이익이 되지 않는다고 보아 재량기각을 인정한 바 있다.

한편 상법 제189조를 준용하는 소들의 경우, 주주총회결의 취소의 소에 비하여 재량기각 인정 시 회사나 주주에게 이익이 되는지 여부에 대한 판단의 근거를 보다 구체적이고 제시하는 경향이 있다. 광주고등법원 2021. 2. 17. 선고 2020나10454 판결(확정)은 신주발행 사실에 대한 통지가 사전에 제대로 이루어지지 아니한 하자가 신주발행의 무효사유에 해당된다고 하더라도 신주발행이 무효가 될 경우 피고의 사실상 폐업을 초래하여 원고가 보유한 피고 발행의 주식가치가 크게 하락하는 등 원고에게도 상당한 경제적 손실을 초래할 수 있는 점을 근거로 재량기각을 인정한 바 있다. 한편 서울고등법원 2022. 2. 17. 선고 2021나2026121 판결(확정)에서는 합병계약 체결 등 과정에서 소멸회사가 그 채무관계 등을 투명하게 밝히지 않아 존속회사인 피고가 불측의 채무를 부담할 처지에 놓여있는 경우이므로 합병을 무효로 하는 것이 피고와 그 주주들에게 이익이 될 것이라고 판단하여 재량기각을 부정하였다.

#### (나) 회사 또는 주주 이익의 재량기각 판단요소로서의 적절성

회사 또는 주주에게 이익이 되는지 여부를 재량기각의 판단요소로서 고려하는 것이 적절한지를 살펴보기에 앞서 ‘주주의 이익’의 의미를 명확히 할 필요가 있다. 재량기각 판단요소로서의 ‘주주의 이익’이 원고 주주의 개인적 이익인지, 원고 주주를 포함한 피고 회사 주주들의 집단적 이익인지 의문이 있다. 판례는 원고 주주의 이익을 언급한 것<sup>84)</sup>이 있는가 하면, 피고 회사와 그 주주

79) 광주지방법원 순천지원 2023. 6. 28. 선고 2022가합10881 판결(미확정).

80) 광주지방법원 순천지원 2023. 6. 29. 선고 2022가합10164 판결(확정).

81) 서울중앙지방법원 2019. 4. 11. 선고 2018가합4576 판결(확정).

82) 서울동부지방법원 2023. 5. 18. 선고 2022가합104417 판결(확정)에서는 주주총회 소집통지서에 변경될 정관의 구체적인 내용 등 의안의 요령이 기재되어 있지 않은 하자가 있으나, 이 사건 정관변경 결의에 따라 피고 정관 규정에 추가된 단서조항의 내용은 자본금 총액이 10억 미만인 회사인 경우에는 감사를 선임하지 아니할 수 있다는 상법 제409조 제4항에 기초한 것으로서 상법상 자본금 10억 미만의 회사에 대하여 예정되어 있는 여러 특례규정 중 하나를 피고 정관에 편입시키는 것에 불과한 점 등을 들어 이 사건 정관변경 결의를 취소할 경우 피고와 그의 주주들에게 무용한 수고와 비용이 소요되고 혼란을 가져올 것이라는 이유에서 재량기각을 인정하였다.

83) 대법원 1987. 9. 8. 선고 86다카2971 판결.

84) 부산지방법원 동부지원 2021. 7. 7. 선고 2020가합102562 판결(확정).

들의 이익을 언급한 것<sup>85)</sup>도 있어서 어떠한 입장인지 명확하지 않다. 다만 판례가 관용적으로 ‘회사 또는 주주’에게 이익이 되지 않는다는 등의 판시를 하면서도 대다수의 사례에서 회사의 이익만을 판단하고 있다는 점에 비추어 보면, 주주의 이익을 피고 회사 주주들의 집단적 이익으로 본다고 해석하는 것이 더욱 설득력이 있다. 원고 주주의 이익은 피고 회사의 이익과 대부분 상반되므로<sup>86)87)</sup> 피고 회사의 이익과 별개로 판단할 필요가 있지만, 피고 회사 주주들의 집단적 이익은 피고 회사의 이익과 대체로 일치하므로 피고 회사의 이익과 반드시 별개로 판단할 필요가 없기 때문이다.

그런데 회사의 이익을 고려하면 재량기각을 인정할 여지가 상당히 높아진다. 결의를 취소하거나 합병 또는 신주발행을 무효로 하게 되면 회사가 경제적 손해 등을 입을 수 있는 상황이 많기 때문이다. 또한 앞서 살펴본 바와 같이 판례가 회사의 이익을 엄격하게 판단하는 것이 아니라 상당히 넓은 범위에서 완화하여 판단한다는 점도 고려할 필요가 있다. 재량기각 여부의 판단에 있어서 회사의 이익을 고려하는 것은 법원의 재량을 지나치게 넓게 허용함으로써 재량기각을 예외적인 제도로서 신중하게 인정하고자 하는 취지를 몰각시킬 것이다.

이러한 점을 고려하면, 해석론상 회사 또는 주주에게 이익이 되는지 여부를 재량기각의 판단시 더 이상 고려하지 않거나, 고려한다고 하더라도 결의취소 내지는 합병무효 등의 불이익이 회사의 이익보다 현저하게 큰 경우에만 예외적으로 재량기각을 인정할 필요가 있다.<sup>88)</sup> 입법론상으로는 재량기각의 판단기준을 보다 구체화하여 재량기각 규정에 명시한다고 하더라도 회사 또는 주주에게 이익이 되는지 여부는 판단요소로서 명시하지 않는 것이 적절하다고 본다.

#### (4) 거래안전을 해치는지 여부

판례는 거래안전도 재량기각의 판단요소로서 고려한다. 대부분의 판례에서는 거래안전을 해치는지 여부에 관한 구체적 판단과정이 드러나지 않으나, 판단의 근거를 제시한 판결도 있다. 대법원 2004. 4. 27. 선고 2003다29616 판결은 감사결의를 통한 자본감소 후에 이를 기초로 채권은행 등에 대하여 부채의 출자전환 형식으로 신주발행을 하고 수차례에 걸쳐 제3자에게 영업을 양도하는 등의 사정이 발생하였다면, 자본감소를 무효로 할 경우 부채의 출자전환 형식으로 발행된 신주를 인수한 채권은행 등의 이익이나 거래의 안전을 해할 염려가 있으므로 자본감소를 무효

85) 서울고등법원 2022. 2. 17. 선고 2021나2026121 판결(확정), 부산지방법원 2022. 6. 29. 선고 2021가합353 판결(확정).

86) 김대연, 앞의 논문, 114면.

87) 원고 주주의 이익을 고려하는 경우 이와 상반되는 회사의 이익과의 사이에 비교형량을 하게 된다. 부산지방법원 동부지원 2021. 7. 7. 선고 2020가합102562 판결(확정)은 결의가 취소되더라도 원고들에게 어떠한 이익이 있다고 보이지 않는 반면, 피고 회사는 자본시장법에서 정한 임원(상근감사위원)과 정관에서 정한 코스닥시장위원회 위원에 결원이 생겨 정상적인 경영활동이 저해되는 등 손해가 적지 않을 것으로 보인다는 점 등을 들어 재량기각을 인정하였다. 다만 원고 주주의 예외적으로 피고 회사와 원고 주주의 이익이 일치하는 경우도 있다. 광주고등법원 2021. 2. 17. 선고 2020나10454 판결(확정)은 신주발행을 무효로 하는 경우 피고의 사실상 폐업으로 인하여 원고가 보유한 피고 발행의 주식가치가 크게 하락하는 등 원고에게도 상당한 경제적 손실을 초래할 수 있다고 하였는데, 이는 피고 회사와 원고 주주의 이익이 일치하는 경우로 볼 수 있다.

88) 결의취소로 인한 불이익이 회사 또는 주주의 이익보다 현저하게 큰 경우에만 재량기각이 인정될 수 있음을 지적하는 견해로는, 김대연, 앞의 논문, 115면; 박성은, 앞의 논문, 433면.

로 하는 것이 부적당하다고 볼 사정이 있다고 판단하여 재량기각을 하였다. 앞서 살펴본 서울고등법원 2008. 8. 25. 선고 98나5267 판결(확정)에서도 결의취소로 인하여 하자 있는 결의로 선임된 이사들로 구성된 이사회에서 행한 일련의 정상화 계획, 정부의 출자, 부실채권의 매각 등이 무효가 되어 피고 은행의 자기자본비율을 크게 하락시킴으로써 예금인출 사태 등에 의한 도산 위험성을 초래할 수 있다는 등의 이유로 거래안전에 해가 된다고 판단하고 재량기각을 인정하였다. 광주고등법원 2021. 2. 27. 선고 2020나10454 판결(확정)은 신주발행을 무효로 할 경우 피고가 사실상 폐업에 이르게 되고 이에 따라 피고에게 공장 설비 자금을 대출한 금융기관이나 피고에 투자자한 투자자들이 대출금이나 투자금을 회수하지 못할 우려가 상당한 점 등을 근거로 거래안전 등에 부정적 영향을 미칠 수 있다고 보아 재량기각을 인정하였다.

문제는 거래안전을 고려할 경우 항상 재량기각을 인정하는 방향으로 작용할 것이라는 점이다. 주주총회결의, 합병이나 신주발행 등을 기초로 다수의 이해관계자가 법률관계를 형성하게 될 것이므로, 거래안전을 고려하면 재량기각을 매우 넓게 인정하게 된다.<sup>89)</sup> 판례에서 재량기각을 부정하는 사례에서는 거래안전에 아예 언급하지 않는 반면, 재량기각을 인정하는 사례에서는 거의 예외 없이 거래안전에 언급하는 것도 거래안전에 고려하는 이상 재량기각 판단에 긍정적으로 작용할 수밖에 없다는 점을 보여준다. 이러한 점에 비추어 거래안전에 재량기각을 인정할 것인지 부정할 것인지를 가르는 판단요소로 고려하는 것은 부적절하다고 본다.

## (5) 소권남용 여부

### (가) 소권남용의 판단

판례는 재량기각의 판단요소로서 원고가 소권을 남용하였는지 여부를 고려한다. 판례는 재량기각을 부정하는 사안에서는 거의 대부분 “원고가 주주로서 개인적 이익을 위하여 제소권을 남용하려 한다는 사정을 찾기 어렵다”는 판시가 등장한다.<sup>90)</sup> 주주총회 결의 또한 합병이나 신주발행에 하자가 존재하는 이상 결의취소의 소 또는 합병무효나 신주발행무효의 소를 제기함으로써 그 하자로 인한 취소 또는 무효를 주장하는 것은 원고 주주의 재판받을 권리의 행사로서 소권남용이라고 보기 어렵다.<sup>91)</sup> 따라서 소권남용을 인정하기는 상당히 어렵고, 재량기각을 인정하는 사안에서도 소권남용을 이유로 한 것은 매우 드물다.

소권남용을 재량기각의 판단요소로 보는 경우, 어떠한 경우에 소권남용을 인정할 것인지 문제된다. 부산고등법원 2021. 9. 9. 선고 2021나10114 판결은 사업시행을 위한 실시협약 해지에 관한 결의의 하자가 문제된 사안으로, 원고가 실시협약과 관련한 상대방으로서의 이익을 얻기 위하여 회사의 손실을 야기하면서 주주총회결의 취소의 소를 제기한 것이고, 이와 같이 회사나 주

89) 최문희, 앞의 논문, 275면.

90) 서울중앙지방법원 2024. 1. 25. 선고 2023가합45475 판결(미확정), 춘천지방법원 2024. 1. 24. 선고 2023가합30508 판결(확정), 서울중앙지방법원 2023. 9. 22. 선고 2021가합535660 판결(미확정), 서울남부지방법원 2023. 5. 26. 선고 2021가합104239 판결(확정), 인천지방법원 2023. 7. 7. 선고 2022가합58185 판결(미확정), 수원지방법원 2023. 9. 21. 선고 2022가합8211 판결(확정) 등.

91) 송옥렬, 앞의 논문, 65면.

주의 이익이 아닌 거래상대방으로서의 이익(제3자로서의 이익)을 위하여 회사의 손실을 발생시키며 주주권을 행사한 것은 소의 남용에 해당할 여지가 크므로 재량기각 사유가 있다고 판단하였다. 부산고등법원 2003. 11. 27. 선고 2003나6439 판결은 의결권 없는 주식 12,566주(전체의 0.037%)가 의결권을 행사한 하자에 관하여 재량기각을 인정한 사안으로, 원고들이 이 사건 “소를 제기한 동기와 경위”에 비추어 보면 결의를 취소한다고 하더라도 원고들을 비롯한 주주들에게 어떠한 이익이 생긴다고 보기 어렵고, 오히려 피고 회사와 주주들의 무용한 수고와 비용만 소요되고 혼란만 초래하는 것으로서 소의 남용에 해당한다고 판시하였다. 위 2003나6439 판결에서 소를 제기한 동기와 경위가 무엇인지에 대한 구체적인 설시는 하지 않았지만, 원고 주주인 주식회사 무학과 피고 대선주조 주식회사는 부산경남 지역에 주류를 판매하는 업체로서 소주시장에서 경쟁관계에 있고, 원고 측이 피고 회사의 경영권을 공격하는 상황에서 결의결과에 아무런 영향이 없고 피고 회사나 주주들의 이해에 별다른 영향이 없음에도 결의취소의 소를 제기하였다는 점을 고려하였다고 판단된다.

위 하급심판결들은 소를 제기한 동기와 경위에 비추어 원고 주주가 제3자인 거래상대방으로서의 이익 또는 경영권분쟁 상황에서 유리한 위치를 점하고자 하는 이익 등 ‘개인적 이익’을 위하여 결의 취소의 소를 제기한 경우에 소권남용을 인정한다. 하자가 경미하고 결의결과에 영향이 없음에도 결의취소의 소를 제기한 경우에 소권남용에 해당한다고 보는 견해<sup>92)</sup>도 있으나, 소권남용은 엄격한 요건 하에 신중하게 판단하여야 하고 하자의 중대성과 결의결과에의 영향은 법원에 의한 판단을 받기 전에는 쉽게 파악될 수 있는 성질의 것도 아니라는 점을 고려하면 위 견해는 타당하다고 볼 수 없다. 소권남용을 인정하기 위해서는 결의의 내용 등이 원고 주주와 피고 회사와의 분쟁의 원인과 실질적으로 아무런 관계가 없음에도<sup>93)</sup> 원고 주주가 회사나 주주의 이익과 관계없는 개인적 이익을 위하여 결의취소의 소 등을 이용한 경우여야 할 것이다.

#### (나) 소권남용의 재량기각 판단요소로서의 적절성

소권남용이란 소송상 권능의 행사가 신의칙상 허용되지 않는 것으로서 사법제도를 부당하게 이용하거나 남용하는 경우에 인정된다.<sup>94)</sup> 소권남용은 민사소송법상 신의칙의 발현형태 중 하나로, 소송요건에 관한 사항이다.<sup>95)</sup> 따라서 소권남용에 해당하면 청구를 기각할 것이 아니라 부적법한 소로서 이를 각하해야 한다.<sup>96)</sup> 한편 실체법상 권리의 남용에 해당하면 민법 제2조가 규정한 신의칙 위반으로서 청구를 기각하여야 한다. 그런데 결의취소의 소나 상법 제189조가 준용되는 합병무효의 소 또는 신주발행무효의 소 등은 모두 형성의 소로서 제소권자와 제소기간의 정함이 있고 소로써만 주장할 수 있다. 따라서 결의취소의 소 등의 제기는 실체법상 권리의 행사가 아니라

92) 임재연·남궁주현, 앞의 책, 188면.

93) 송옥렬, 앞의 논문, 65면.

94) 김홍엽, 앞의 책, 23면.

95) 위의 책, 23면, 30면.

96) 위의 책, 30면; 이시윤, 신민사소송법, 제17판, 박영사, 2024, 37면; 정동윤·유병현·김경옥, 민사소송법, 제10판, 법문사, 2023, 40면; 강현중, 민사소송법, 제8판, 박영사, 2023, 97면; 정영환, 신민사소송법, 제3판, 법문사, 2023, 143면; 한충수, 민사소송법, 제3판, 박영사, 2021, 40면.

소송법상 권리의 행사이고, 그 남용이 문제된 경우는 소송법상 권리의 남용으로써 소권남용의 문제가 발생한다. 그럼에도 판례는 결의취소의 소 등의 법적 성격과 소권남용의 의의 및 효과에 대한 이해 없이 만연히 이를 재량기각의 판단요소로 보아 소권남용에 해당하는 경우 청구를 기각하고 있다. 소권남용은 재량기각의 판단에 앞서 그와 별개로 판단하여야 할 소송요건에 관한 사항이므로, 판례가 이를 재량기각의 판단요소로서 고려하는 것은 부당하다.<sup>97)</sup>

## (6) 기타 제반사정

상법 제379조와 제189조는 재량기각 여부 판단시 ‘회사의 현황과 제반사정’을 참작하도록 한다는 점을 근거로, 판례는 위에서 살펴본 판단요소 외에도 제반사정을 널리 고려한다. 부산지방법원 동부지원 2024. 1. 18. 선고 2023가합101140 판결(미확정)은 급여 체계의 전환 및 퇴직금의 지급시기를 정하는 안건과 보수한도를 정하는 안건에 대한 특별이해관계인의 의결권 행사의 하자가 문제된 사안으로, 이 사건 결의에 따른 “경영 수지 개선 효과” 등을 재량기각을 인정하는 하나의 판단요소로서 고려하였다. 한편 수원지방법원 1999. 12. 29. 선고 99가합9571 판결(확정)은 집중투표제 배제를 위한 정관변경 안건에 대하여 소수주주들의 조항별 축조심의 요구를 무시하고 의장이 일괄표결로 진행한 하자에 대하여 재량기각을 인정하면서, 하자의 경미성과 찬성주주의 비율 외에도 피고 회사인 삼성전자가 “국내 굴지의 기업으로서 이 사건 결의의 취소로 인한 대외신인도의 하락 등으로 우리나라 경제에 몰고 올 것으로 예상되는 파장”<sup>98)</sup>을 고려하였다. 서울고등법원 1988. 8. 8. 선고 98나5267 판결(확정)이 회사 또는 주주의 이익을 판단하면서 금융위기 확산으로 인한 국민의 이익까지도 고려하였다는 점에 비추어 보면, 국민경제에 미칠 영향도 기타 제반사정으로서 고려될 수 있을 것이다.

상법 제379조의 법문상 재량기각 판단에 ‘제반사정’을 고려하도록 한 이상 결의취소의 소 등의 청구가 인용되었을 때의 사회·경제적 영향도 재량기각 판단요소로서 고려할 여지가 있다. 그러나 청구 인용시의 사회·경제적 영향을 재량기각 판단요소로 고려하는 판례의 입장에는 동의할 수 없다. 청구 인용시의 사회·경제적 영향은 그 판단기준이 모호하여 재량기각 인정 여부에 대한 예측을 어렵게 할 뿐만 아니라 재량기각 제도를 엄격한 요건 하에 예외적 제도로서 운용하고자 하는 취지에도 반한다. 또한 위 99가합9571 판결에서 알 수 있는 바와 같이 대체로 피고 회사

97) 박성은, 앞의 논문, 425면은 재량기각과 일반적인 권리남용금지 구별된다는 점을 지적하면서도, 권리남용에 해당할 때에는 청구는 기각된다고 한다. 그러나 이는 주주의 결의취소권이 실제법상 권리라고 판단함에 따른 결론이라고 볼 수 없다. 위 논문, 425면, 각주 9에서도 주주의 결의취소권이 실제법상 권리인지 소송법상 권리인지 등에 따라 소가 각하될지 기각될지가 달라질 수 있지만, 결의취소권의 법적 성격이나 판결의 형식에 대해서는 깊이 다루지 않고 일단 다수의 서술방식에 따른다는 점을 밝히고 있다.

98) 위 99가합9571 판결이 명시한 결의 취소시의 “파장”을 ‘유수 기업의 이미지 손상’을 의미하는 것으로 해석하여 오히려 불공정한 절차에 의하여 가결을 시켰다는 것 자체가 회사의 이미지에 대한 부정적 영향을 미친다는 점에서 위 판결의 입장에 동의하지 않는 견해(송옥렬, 앞의 논문, 65면; 최문희, 앞의 논문, 280면)가 있다. 그러나 위 판결이 명시한 “파장”은 판시에 비추어 보면 유수 기업의 이미지 손상이 아니라 유수 기업의 대외신인도 하락 등으로 인하여 “우리나라 경제에 몰고 올 것으로 예상되는 파장”이다. ‘이미지 손상’은 ‘대외신인도 하락’의 원인일 뿐 우리나라 경제에 미칠 파장 자체라고 보기는 어렵다. 위 판결은 ‘우리나라 경제에 미치는 영향’을 기타 제반사정으로서 고려한 것이라고 보아야 한다.

의 규모가 클수록 청구 인용시의 사회·경제적 영향도 크게 되므로, 청구 인용시의 사회·경제적 영향을 재량기각의 판단요소로서 고려하게 되면 규모가 큰 기업에게 더욱 유리하게 작용하는 결과를 초래한다. 이는 규모가 큰 기업으로 하여금 재량기각 제도에 대한 기대 하에 법령 또는 정관을 위반해서라도 안전을 가결시킬 유인을 제공할 여지가 있다는 점에서도 적절하지 않다.

### 3. 상법 제189조를 준용하는 소에서의 하자의 보완 요건

#### 가. 개관

합병무효의 소나 신주발행무효의 소 등 상법 제189조를 준용하는 소에서는 회사의 현황 및 제반사정과 함께 “그 심리 중에 원인된 하자가 보완될 것”을 재량기각의 요건으로 규정한다. ‘하자의 보완’은 주주총회결의 취소의 소에서는 요구되지 않는 재량기각 요건이다.

상법 제189조를 준용하는 소에서 구체적으로 어떠한 경우에 하자가 보완되었다고 볼 것인지 문제된다. 상법 제189조를 준용하는 소에서 하자가 실제로 보완되었다고 판단한 사례를 찾아보기는 어렵다. 이론적으로는 ① 합병비율, 분할비율, 주식교환비율이 불공정한 경우에 공정한 비율에 상응하는 대가를 지급한 경우, ② 채권자보호절차를 거치지 않은 경우 공고 또는 최고절차 종료 후에도 최고를 받지 못한 채권자에 대해서 변제나 상당한 담보를 제공한 경우, ③ 설립무효의 소에 있어서 정관의 절대적 기재사항의 흠결이 보완된 경우에는 하자의 보완을 인정할 수 있을 것이다.<sup>99)</sup>

#### 나. 하자가 보완될 수 없는 성질인 경우 하자의 보완 요부

하자가 보완되기 위해서는 하자가 보완될 수 있는 성질일 것이 전제되어야 한다. 판례는 하자가 추후 보완될 수 없는 성질의 것인 경우에는 하자가 보완되지 않았다고 하더라도 재량기각을 할 수 있다는 입장을 취한다.<sup>100)</sup> 상법 제189조를 준용하는 소에서 재량기각을 인정한 사안은 거의 대부분 하자가 보완될 수 없는 성질이라고 보아 하자의 보완을 요구하지 않았다.

그렇다면 어떠한 경우에 하자가 보완될 수 없는 성질의 것으로 볼 수 있을지 문제된다. 대법원 2004. 4. 27. 선고 2003다29616 판결은 자본금감소무효의 소에 있어 감사결의에 관한 원고들의 위임장 접수를 거부함으로써 의결권의 대리권행사를 부당하게 제한하여 이루어진 결의방법상의 하자가 문제된 사안이다. 위 판결은 자본금감소무효의 소를 재량기각하기 위해서는 원칙적으로 하자가 보완되어야 하나, 이 사건 하자는 추후 보완될 수 없는 성질의 것으로서 하자가 보완되지 않았다고 하더라도 재량기각할 수 있다고 판시하였다. 대법원 2010. 7. 22. 선고 2008다37193 판결은 분할합병무효의 소에 관한 것으로, 분할합병계약의 승인을 위한 주주총회를 개최

99) 최문희, 앞의 논문, 265면, 269면.

100) 대법원 2004. 4. 27. 선고 2003다29616 판결(자본금감소무효의 소), 대법원 2010. 7. 22. 선고 2008다37193 판결(분할합병무효의 소).

함에 있어 발행주식의 9.22%를 보유한 소수주주들에게 소집통지를 하지 아니한 소집절차상의 하자로 인하여 주식매수청구권의 기회를 박탈한 것이 문제된 사안이다. 위 판결은 하자가 보완될 수 없는 성질의 것인 경우에는 그 하자가 보완되지 않았더라도 분할합병무효의 소를 재량기각할 수 있다고 판시하고, 주주가 보유주식을 매도하여 투자자본을 이미 회수하였고, 분할합병을 무효화하는 것이 회사와 주주들에게 이익이 되지 않는다는 점 등을 고려하여 재량기각을 인정하였다.

위 판결들은 자본금감소나 분할합병의 무효원인이 주주총회결의에 관한 하자라는 점에서 공통된다. 하자 있는 주주총회결의에 터잡아 자본금감소나 분할합병 등 후속행위가 이루어진 경우에 판례는 결의의 하자는 후속행위의 하자로 흡수된다고 보아 결의하자의 소가 아니라 후속행위를 다투는 소를 제기하여야 한다는 입장을 취한다.<sup>101)</sup> 그런데 주주총회결의의 하자가 문제되는 경우에는 앞서 살펴본 바와 같이 하자의 보완이 물리적으로 불가능하므로, 주주총회결의의 하자에 터잡아 후속행위의 무효를 주장하는 경우에도 하자의 보완이 그 성질상 추후 보완될 수 없는 것이라고 해석하여야 한다. 따라서 판례는 상법 제189조를 준용하는 소에서도 그 무효원인으로서 주주총회결의의 하자가 문제된 경우에는 하자가 추후 보완될 수 없는 성질의 것으로 보아 하자의 보완을 요구하지 않는 것으로 이해할 수 있다.

한편 무효원인으로서 주주총회결의의 하자가 문제된 경우가 아니라고 하더라도 하자가 보완될 수 없는 성질의 것이라고 보아 하자의 보완을 요구하지 않고 재량기각을 인정한 하급심판결이 있다. 부산고등법원 2021. 10. 14. 선고 2020나2046449 판결(확정)은 주식교환무효의 소에 있어 교환대가의 현저한 불공정이 무효원인인지 여부가 문제된 사안으로, 교환교부금 산정의 기초가 된 재무제표가 왜곡되는 등 회계부정으로 인하여 피고 회사의 주가가 부당하게 낮게 형성되었다고 하더라도 그 하자는 추후 보완될 수 없는 성질의 것으로 보아 하자의 보완이 없음에도 재량기각을 인정하였다.

판례는 상법 제189조를 준용하는 소에서 무효원인이 주주총회결의의 하자에 터잡은 경우뿐만 아니라 그 외의 경우에도 해당 하자가 보완될 수 없는 성질이라고 판단되는 때에는 하자의 보완을 요구하지 않는다는 점에서 하자의 보완 요건을 완화하여 해석하고 있다고 할 수 있다.

## IV. 결 론

재량기각은 원고의 청구가 이유 있음에도 불구하고 법적 안정성의 측면에서 이를 기각하는 예외적인 제도이다. 따라서 재량기각의 대상 및 판단기준도 그 제도적 취지에 맞게 신중하게 정립하여야 한다. 그러나 상법 제379조와 제189조의 법문과 판례의 입장은 법원의 재량을 지나치게 넓게 허용함으로써 예외적 제도로서의 재량기각의 제도적 취지를 몰각시키고 있다. 재량기각 제도가 구체적 권리구제의 요청을 증대하게 침해하지 않으면서 법적 안정성의 요청을 고려하는 방향으로 운용되기 위해서는 재량기각의 대상을 적절한 범위로 제한하고, 그 판단기준도 구체화하

101) 대법원 1993. 5. 27. 선고 92누14908 판결, 대법원 2004. 8. 20. 선고 2003다20060 판결, 대법원 2010. 2. 11. 선고 2009다83599 판결 등.

여 명확히 할 필요가 있다.

재량기각의 대상과 관련하여, 주주총회결의 취소의 소의 재량기각을 규정한 상법 제379조가 재량기각이 적용되는 취소사유를 제한하고 있지 않지만 입법론상 결의내용의 정관 위반은 내용상 하자의 중대성을 고려할 때 재량기각의 대상에서 아예 제외할 필요가 있다고 본다. 한편 합병무효의 소나 신주발행무효의 소 등 상법 제189조를 준용하는 소의 경우, 무효원인 판단과정에서 하자의 중대성, 회사의 주주와 채권자에게 미칠 영향, 다른 구제수단의 존부 등 법적 안정성에 대한 고려가 이루어짐에도 다시 법적 안정성을 고려하여 청구를 기각하는 것은 구체적 권리구제에 비하여 법적 안정성을 지나치게 우선하게 된다는 점에서 타당하지 않다고 본다. 따라서 입법론상 상법 제189조를 준용하는 소에 대해서는 재량기각을 삭제할 필요가 있다. 결국 주주총회결의 취소의 소만 재량기각의 대상으로 하되, 취소사유 중 결의내용의 정관 위반은 재량기각의 대상에서 배제하는 것으로 상법을 개정하는 것이 바람직하다고 본다.

한편 재량기각의 판단기준과 관련하여, 판례는 주주총회결의 취소의 소와 상법 제189조를 준용하는 소에서 공통적으로 ① 하자의 결의결과에의 영향, ② 하자의 중대성, ③ 회사 또는 주주의 이익, ④ 거래안전, ⑤ 소권남용, ⑥ 기타 제반사정을 종합적으로 고려하여 재량기각 여부를 판단한다. 상법 제189조를 준용하는 소는 하자의 보완을 재량기각의 요건으로 하고 있으나, 판례는 하자가 보완될 수 없는 성질의 것인 때에는 하자의 보완을 요구하지 않고 거의 대부분의 사례가 이에 해당하므로 하자의 보완 요건은 실무상 큰 의미를 가지지 못한다.

판례가 제시한 재량기각의 판단요소가 적절한지에 대해서는 재검토가 필요하다. 위 ①과 ②는 재량기각의 판단요소로 하는 것이 적절하다. 하자가 결의결과에 영향을 미치거나 중대한 경우에 재량기각을 인정하는 것은 주주총회의 적정한 운영을 확보함으로써 주주의 이익을 보호하고자 하는 상법의 입법취지를 훼손하는 결과를 초래하고, 법적 안정성의 요청을 지나치게 우선하는 것으로서 재량기각의 제도적 취지에 반하기 때문이다. 그러나 ③ 내지 ⑥을 재량기각의 판단요소로 보는 것에는 문제가 있다. ③, ④, ⑥을 재량기각의 판단요소로 고려하게 되면 재량기각 제도를 엄격한 요건 하에 예외적인 제도로 운용하고자 한 취지를 몰각시킬 우려가 있다는 점에서 적절하지 않다. 한편 ⑤의 경우, 소권남용은 재량기각의 판단에 앞서 그와 별개로 판단해야 할 소송요건에 관한 사항이라는 점에서 재량기각의 판단요소로 보는 것은 타당하지 않다. 따라서 입법론으로는 재량기각의 요건으로 ①과 ②의 판단요소를 누적적 요건으로 제시함으로써 법원의 재량의 범위를 제한할 필요가 있다고 본다.



## [제3세션]

# 유럽 암호자산시장법 연구: MiCAR의 적용범위와 업규제 및 입법적 함의를 중심으로

---

발 제 : 천창민 교수 (서울과학기술대)  
사 회 : 정준우 교수 (인하대)  
토 론 : 김홍기 교수 (연세대), 김갑래 센터장 (자본시장연구원)



# 유럽 암호자산시장법 연구

## - MiCAR의 적용범위와 업규제를 중심으로 -

천 창 민\*

### 《 목 차 》

- I. 여는말
- II. MiCAR의 적용범위와 주요규제
  - 1. MiCAR의 적용범위
  - 2. 그 밖의 MiCAR상 주요규제와 그 평가
- III. MiCAR상의 업규제
  - 1. 암호자산업자의 유형과 진입규제
  - 2. 암호자산업자에 대한 행위규제
- IV. 업규제 등과 관련한 2단계 입법 시 고려사항
  - 1. 규제대상 가상자산의 유형화와 그 범위
  - 2. 가상자산업의 확대와 유형분류
  - 3. 금융업자의 겸업 허용 여부: 이른바, ‘금가분리원칙’의 폐지 여부
  - 4. 가상자산플랫폼을 통해 보유하는 가상자산투자자 권리의 보호
- V. 맺음말

## I. 여는말

2021년 2월 16일 대표적인 가상자산(virtual assets) 내지 암호자산(crypto assets)<sup>1)</sup>인 비트코인이 2010년 7월 처음으로 거래가 되기 시작한 지 10년 7개월 만에 처음으로 5만달러를 돌파하였고 2024년 3월 초에는 우리나라의 대표적인 가상자산유통플랫폼인 업비트와 빗썸의 시세

\* 서울과학기술대, 법학박사

1) 특정금융정보법에서는 국내에서 처음으로 가상자산이라는 용어를 FATF의 용례에 따라 법적 용어로 공식 채택하였고, 2024년 7월 시행예정인 가상자산이용자보호법도 가상자산이라는 용어를 공식적으로 사용한다. 하지만 EU에서는 암호자산이라는 용어를 주로 사용하고 있고 MiCAR도 공식적으로 암호자산이라는 용어를 채택하고 있다. 이 글에서는 양자를 호환적으로 사용하되, MiCAR에 대한 소개에서는 EU의 공식용어인 암호자산(crypto-asset)이라는 용어를 사용하기로 한다.

를 기준으로 1억원을 돌파한 바 있다. 비트코인은 2017년 말부터 2018년 초 2만달러를 넘어며 사회적으로 큰 관심을 끌었고, 국내 한 지상파 언론에서 가상자산 관련 특별대담회까지 마련했을 정도로 우리 사회의 가상자산과 관련한 관심이 뜨거웠다. 그러다 한동안 잠잠하던 가상자산 시장이 코로나 19 이후 넘쳐나는 유동성과 테슬라<sup>2)</sup>와 같은 제조업체나 주류 금융업자인 마스트카드사와 뉴욕멜론은행이 비트코인을 취급하겠다고 선언하고 모건스탠리가 비트코인 투자를 검토하겠다는 소식<sup>3)</sup> 등이 전해지면서 급기야 비트코인이 5만달러까지 넘어서며 다시 전 세계의 주목을 받은 바 있다.<sup>4)</sup> 그러나 가상자산에 대한 규제적 필요성을 전 세계 규제당국에 깊이 각인시킨 계기가 된 것은 2019년 5월에 발표된 Facebook(현 Meta)의 Libra 프로젝트와 2022년 5월에 발생한 테라·루나 사태 등이었다. Libra 프로젝트는 가상자산의 광범위한 사용이 금융안정에 영향을 줄 수 있음을 상기시켰고, 테라·루나 사태 등은 가상자산 자체가 가진 높은 위험성과 적절한 규제장치 없이는 지속가능한 시장이 형성될 수 없음을 보여 주었다. 이에 각국에서 스테이블코인 규제를 비롯한 투자자 보호를 강화하는 가상자산 규제체계 강화조치가 속속 취해졌다. 우리나라에서도 테라·루나 사태를 계기로 투자자 보호 쟁점을 우선하는 1차의 단계적 입법이 완성되어 2023년 6월 30일 「가상자산 이용자 보호 등에 관한 법률」(이하 ‘가상자산이용자보호법’ 또는 ‘가상자산법’)<sup>5)</sup>이 국회통과를 통과하여 오는 2024년 7월 19일에 시행될 예정이다. 공시규제, 가상자산사업자에 대한 진입규제와 영업행위규제 및 스테이블코인규제를 포함하는 2단계 입법작업은 올해부터 본격적으로 이루어질 것으로 예상된다.

그간 2단계 입법에서 예상되는 업자규제 등을 포함하는 규제는 20대 국회와 21대 국회에서 발의되었던 약 10개 이상의 관련 의원입법안에서 이미 다루고 있던 것이었다.<sup>6)</sup> 그러나 2020년 9월 24일 EU집행위원회가 MiCAR안을 최초로 제안하여 2023년 5월 31일 최종법안이 채택·서명되었고, 2024년 12월 30일부터 시행될 예정이고,<sup>7)</sup> 미국과 영국 및 일본 등에서 스테이블코인을 비롯한 가상자산 규제체계가 구축되었거나 이에 대한 논의가 활발히 이루어지고 있다는 점에서 보다 국제정합성을 갖춘 입법을 할 필요성이 제기되었다. 이에, 국회의 입법과정에서 테라·루

2) 그러나 2021년 5월 13일 3개월 만에 일론 머스크가 돌연 환경오염을 이유로 비트코인을 결제수단으로 받지 않겠다고 선언하여 비트코인 가격이 5만달러 선이 붕괴되며 급락한 바 있다. 이에 대하여는 연합뉴스/김유아, 머스크 “테슬라, 비트코인 결제중단”...가상화폐 급락, 연합뉴스TV(2021. 5. 13) 참조.

3) 이에 대해서는 매일경제/진영화, 거침없는 비트코인...5만달러 첫돌파, 2021. 2. 16 기사 참조.

4) 가장 최근인 2024년 1월 10일에는 미국의 SEC가 비트코인 ETF를 승인하며 비트코인을 비롯한 가상자산의 가격이 치솟으며 대중의 관심을 끈 바 있다. SEC의 비트코인 ETF 승인과 관련한 SEC 의장 Gary Gensler의 성명서는 <<https://www.sec.gov/news/statement/gensler-statement-spot-bitcoin-011023>> 참조. 참고로, SEC는 비트코인 ETF의 정식 명칭을 ETP(Exchange-Traded Products)로 명명했다.

5) 법률 제19563호 2023. 7. 18 제정, 2023. 7. 19 공포. 가상자산 규제의 1단계법인 가상자산이용자보호법은 법률의 명칭에서 알 수 있는 것과 같이 테라·루나 사태 이후 투자자(이용자)를 보호하기 위한 목적의 규제를 중심으로 긴급하게 도입된 것이다. 총 22개의 조문으로 ① 고객 예치금의 예치·신탁, ② 고객 가상자산과 동일종목·동일수량 보관, ③ 해킹·전산장애 등의 사고에 대비한 보험·공제의 가입 또는 준비금의 적립, ④ 가상자산 거래기록의 생성·보관에 관한 사항과 ⑤ 3대 불공정거래행위규제(형사제재, 민사제재 및 집단소송도입, 과징금 부과)와 관련한 내용을 담고 있다.

6) 21대 국회에서 발의되었던 주요 의원입법안의 목록에 대하여는 천창민, “글로벌 스테이블코인 규제 흐름과 감독기구의 역할에 대한 연구” 금융법연구 제18권 제3호, 2021, 50면 각주 8 참조.

7) 이와 달리, 스테이블코인에 관한 제3편과 제4편은 2024년 6월 30일부터 시행될 예정되며, 일부 규정은 2023년 6월 29일부터 시행 예정이다(MiCAR 제149조 제2항~제4항 참조).

나 사태로 제기된 긴급한 투자자 보호 문제를 해결하기 위한 1단계 입법을 우선 마무리하고 2023년 이후에 구체화 될 주요국의 입법과 논의 현황을 충분히 반영하여<sup>8)</sup> 2단계 입법에서 가상 자산 규제체계를 완성하기로 하였다.

EU의 MiCAR(Markets in Crypto-Assets Regulation)<sup>9)</sup>는 향후 예상되는 2단계 입법에서 중요한 입법모델 중 하나로 사용될 것으로 예상됨은 물론, 그 완성도 측면에서도 국제적으로 상당한 영향력을 가질 것으로 예상된다. 이에, 이 글에서는 가상자산이용자보호법의 2단계 입법을 염두에 두고 그간 MiCAR와 관련한 선행문헌<sup>10)</sup>에서 잘 다루지 않았던 적용범위와 업자규제를 중심으로 MiCAR의 주요내용을 분석하고 2단계 입법과 관련한 고려사항을 제시하기로 한다. MiCAR 규제의 핵심은 스테이블코인과 관련한 것이라 해도 과언이 아니나<sup>11)</sup> 이와 관련해서는 EU집행위원회의 초안을 기초로 한 선행연구<sup>12)</sup>가 있으므로 이 글에서는 MiCAR의 전반적 이해를 위해 필요한 MiCAR의 적용범위와 주요규제에 대한 소개와 평가를 먼저 다루고, 이어 업규제를 분석하기로 한다. 따라서 이 글의 논의는 우선 MiCAR의 적용범위와 주요규제에 대한 평가를 먼저 제시하고(II), 다음으로 MiCAR상의 주요 업자규제인 진입규제와 행위규제를 중심으로 고찰한다(III). 마지막으로, 해당 논의를 바탕으로 업규제 등과 관련한 가상자산이용자보호법의 2단계 입법 시 고려하여야 할 사항을 제시한 후(IV), 맺음말을 도출한다(V).

8) 1단계 입법을 논의하면서 정무위원회는 가상자산이용자보호법안을 채택하면서 관련 부대의견을 통해 6가지 쟁점(①가상자산 발행·유통 과정의 이해상충 해소, ②스테이블코인 규율체계, ③가상자산평가업·자문업·공시업 등 규율체계, ④통합 시세·공시 시스템 구축·운영 방안, ⑤사고 발생시 전자금융거래법과 유사한 입증책임 전환규정의 마련, ⑥가상자산사업자 영업행위 규율방안)을 제시하고 금융위원회가 이에 관한 연구용역 등을 통해 가상자산 규율체계 관련 사항 즉, 위 6가지 쟁점에 대해 입법의를 포함한 개선방안을 검토하여 가상자산이용자보호법의 시행 전까지 정무위원회에 보고하도록 하였다. 이에, 금융위원회는 동 부대의견의 이행을 위하여 2023. 7. 18 정책연구(가상자산 관련 국회 부대의견에 따른 규제 사항 검토)를 위한 공고(제2023-239호)를 나라장터에 게시한 바 있고, 서울대학교 금융법센터에서 당해 연구를 진행하였다.

9) MiCAR의 정식 명칭은 “REGULATION (EU) 2023/1114 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 31 May 2023 on markets in crypto-assets, and amending Regulations (EU) No 1093/2010 and (EU) No 1095/2010 and Directives 2013/36/EU and (EU) 2019/1937”이다. 참고로, MiCAR의 약칭으로 MiCA도 자주 사용되나, 그간 EU의 관련 법률에 대한 약칭의 명명 관례에 따라 이 글에서는 ‘MiCAR’을 사용하기로 한다.

10) MiCAR를 소개하는 국내문헌으로는 우선 심인숙, “EU 암호자산시장법(MiCA)에 관한 고찰 - 암호자산 규제법으로서의 포괄성과 그 한계를 중심으로 -”, 중앙법학 제25권 제4호, 2023, 205면 이하; 김흥기, “EU의 암호자산시장규정(MiCA)과 우리나라 디지털자산법의 제정방안”, 상사법연구 제41권 제2호, 2022, 333면 이하; 이해봉, “EU의 암호자산시장법(MiCA)과 시사점”, D.E.View(Digital Economy View) 제4권, 2023, 14면 이하; 이해봉, “미국의 책임있는 금융혁신법안(RFIA)과 유럽연합 MiCA법이 주는 시사점”, 지급결제학회지 제15권 제1호, 2023, 153면 이하; 박영윤, “EU의 가상자산 규제 체계 및 시사점”, 금융법연구 제19권 제1호, 2022, 121면 이하; 박영윤, “유럽연합 가상자산법안(MiCA)의 주요 내용 및 시사점”, 경제규제와 법 제15권 제2호, 2022, 176면 이하; 안수현, “암호자산 규제법제 정비를 위한 검토 - 해외 규제사례를 기초로”, 경제법연구 제21권 제1호, 2022, 122면 이하; 민세진, “암호자산 제도권 안착을 위한 제도 연구: EU의 MiCA를 중심으로”, EU학 연구 제27권 제2호, 2022, 15면 이하 참조.

11) Matthias Lehmann, MiCAR - Gold Standard or Regulatory Poison for the Crypto Industry?, EBI Working Paper Series 2024 - no. 160, 2024, 15면은 스테이블코인에 관한 규정이 MiCAR의 핵심이자 존재이유(raison d'être)라고 설명한다.

12) 천창민, 앞의 논문, 49면 이하 참조.

## II. MiCAR의 적용범위와 주요규제

### 1. MiCAR의 적용범위

#### 가. 물적 적용범위

MiCAR의 물적 적용범위는 대상물인 암호자산과 업자로서의 대상행위 및 공모, 거래승인 신청 행위 등으로 구분할 수 있다. 아래에서 먼저 대상물인 암호자산의 정의와 관련한 논의를 진행하고, 암호자산에서 제외하는 것을 소개한다. 대상행위는 업자가 제공하는 암호자산서비스는 인적 적용범위인 암호자산서비스제공자(이하, '암호자산업자')와 관련한 논의에서 보다 상세하게 기술하 되, 아래에서는 이른바, '투자자 주도 매도청약권유행위'(reverse solicitation)와 공모행위 등에 대해서만 간략히 언급하기로 한다.

#### 1) 암호자산의 정의와 유형

MiCAR는 우리나라의 가상자산이용자보호법이 규정하는 바와 같이<sup>13)</sup> 암호자산의 개념을 광의로 규정하고 기존의 금융법 적용대상인 금융상품 등에 대해 그 적용을 제외하는 소극적(negative) 방식을 취한다. MiCAR상 암호자산은 분산원장기술(DLT)이나 이와 유사한 기술을 사용하여 전자적으로 이전 및 저장될 수 있는 가치 또는 권리의 디지털적 표시를 말한다.<sup>14)</sup> MiCAR는 암호자산의 개념을 구성하는 분산원장기술에 대해서는 “분산원장을 운영하고 사용할 수 있도록 하는 기술”로 정의하고, 다시 여기서 파생되는 ‘분산원장’의 개념을 “거래기록을 보관하고 합의메커니즘을 사용하여 일련의 분산원장기술 네트워크노드 간에 공유되고 동기화되는 정보저장소”로 정의하며, 다시 파생 개념인 ‘합의메커니즘’과 ‘분산원장 네트워크노드’를 별도의 조항에서 정의하는 방식을 취한다.<sup>15)</sup> 여기서 알 수 있는 바와 같이 암호자산이라는 용어에도 불구하고 그 개념 자체에는 ‘암호’라는 개념을 직접적으로 사용하지도 있고 또 이를 요구하지도 않다.<sup>16)</sup> 그리고 암호자산이기 위해서는 분산원장기술이나 이와 유사한 기술을 사용해야만 하는데, 분산원장기술과 유사한 기술이 무엇인지에 대해서는 아직 명확한 해설이 없으나 이를 넓게 해석할수록 암호자산에 해당하는 범위가 넓어질 수 있을 것이다.<sup>17)</sup>

13) 가상자산법 제2조 제1호 참조.

14) MiCAR 제3조 제1항 제5호

15) MiCAR 제3조 제1항 제1호 내지 제4호 참조.

16) 이와는 반대로 EU집행위원회의 2020년 9월 초안에서는 분산원장기술을 “암호화된 데이터의 분산기록을 지원하는 유형의 기술”로 정의하여 ‘암호기술’이 사용될 것을 요구했었다. 최종안에서 암호기술을 직접적으로 요구하지 않은 것은 기술중립성이라는 관점에서 이해할 수 있을 것이다. 연혁적으로, 최종 채택된 암호자산의 개념에서 사용되는 분산원장기술, 분산원장, 합의메커니즘, 분산원장기술 네트워크노드는 원래 2002년 3월에 채택된 분산원장기술시범규정(PilotR/Regulation (EU) 2002/858)에서 규정하는 것을 의미하는 것으로 하였다가 최종안에서 분산원장기술시범규정의 정의를 그대로 가져와 다시 규정하는 방식을 채택하였다. EU의 분산원장기술시범규정에 대한 소개로는 우선 Philipp Maume & Finn Kesper, *The EU DLT Pilot Regime for Digital Assets*, European Company Law, Vol. 20, Issue 6, 2023, 118면 이하 참조.

한편, EU에서도 암호자산과 관련하여 자주 기술중립이라는 용어를 사용하는데, 이는 우리나라에서 사용하는 기술중립이라는 개념과 다소 차이가 있다는 점을 유의할 필요가 있다. EU에서 말하는 기술중립은 암호자산이 분산원장기술이나 이와 유사한 기술을 사용하면 되는 것이지<sup>18)</sup> 예컨대 블록체인이라는 특정의 분산원장기술을 이용해야 하는 것은 아니라는 의미와 분산원장기술을 이용했다고 하더라도 채용 기술과 상관없이 전통적인 금융상품에 해당하면 기존 금융규제의 적용대상이라는 의미이다.<sup>19)</sup> 그러나 우리나라의 가상자산이용자보호법과 관련한 기술중립의 의미는 분산원장기술뿐만 아니라 전통적인 정보통신기술(IT)을 사용하여도 무방하다는 것을 의미한다.<sup>20)</sup> 다만, 우리나라도 가상자산에 해당하는가 아니면 자본시장법상 증권에 해당하는가를 판단할 때 그 개념요소를 구성하는 경제적 실질을 중시하여 채용 기술과 상관없이 증권에 해당하면 자본시장시장법의 적용대상이라고 판단한다<sup>21)</sup>는 점에서는 EU의 기술중립이라는 개념과 동일한 접근법을 채용하고 있다고 할 수 있다.

MiCAR는 크게 암호자산을 이른바, ‘스테이블코인’과 스테이블코인이 아닌 암호자산으로 이분하고, 스테이블코인은 하나의 공식통화(암호자산이 아닌 법화)를 준거하는 전자화폐토큰과 복수의 공식통화 등을 준거하는 자산준거토큰으로 다시 이분한다. 그러므로 MiCAR는 규범적으로 암호자산을 전자화폐토큰, 자산준거토큰 및 전자화폐토큰이나 자산준거토큰이 아닌 암호자산(이하 ‘일반암호자산’)으로 삼분한다. MiCAR는 일반암호자산에 적용되는 조항을 제2편(Title II)에서 규정하고, 가장 대표적인 일반암호자산의 유형인 서비스이용형 암호자산 즉, 유틸리티토큰에 대한 정의를 따로 두어 이에 대한 두 가지 특칙<sup>22)</sup>을 규정한다. MiCAR는 유틸리티토큰을 그 암호자산의 발행인이 제공하는 재화(good) 또는 서비스에 대한 접근 권한만을 제공하기로 의도된(intended) 암호자산으로 정의한다.<sup>23)</sup> 따라서 유틸리티토큰의 발행 당시에 해당 재화가 존재하지 않거나 해당 서비스가 제공되지 않을 수 있으므로, MiCAR는 그 경우 공모 기간을 12개월을 넘지 못하도록 규제한다.<sup>24)</sup> 그리고 이미 존재하는 재화나 제공 중인 서비스에 대한 접근을 제공하는 유틸리티토큰의 공모에 대해서는 제2편의 적용이 면제하여,<sup>25)</sup> 공모의 경우에도 암호자산백서를 작성 및 공개할 필요가 없도록 하여 규제를 대폭 완화한다. 다만, 자진하여 암호자산백서를 작성한 경

17) Philipp Maume, *The Regulation on Markets in Crypto-Assets (MiCAR): Landmark Codification, or First Step of Many, or Both?*, ECFR 2/2023, 255면은 ‘유사한 기술’이라는 용어는 암호자산의 해석이 상당히 넓다는 것을 말한다고 한다.

18) 분산원장기술의 사용이 요구된다는 점에서 MiCAR의 암호자산의 개념이 기술중립적이라고 하는 것은 순전히 뭉치서비스라고 비판하는 견해에 대해서는, Matthias Lehmann, 앞의 논문, 7~8면 참조.

19) MiCAR 전문 9 참조.

20) 흥미로운 것은 토큰증권 즉, 증권형 가상자산에 대해서는 분산원장기술을 사용할 것을 요구한다.

21) 금융위원회, 토큰 증권(Security Token) 발행·유통 규율체계 정비방안, 2023. 2. 14면 이하 ‘토큰 증권 가이드라인’(23.2.6) 참조.

22) MiCAR는 유틸리티토큰에 대해 이 두 가지 특칙 외에도 암호자산백서상 약속한 재화나 서비스와 교환될 수 없는 경우에 대해 기술하도록 하고(제6조 제5항 제d호), 암호자산백서에 개발 예정인 재화와 서비스의 주된 특징에 대해 기재하도록 하는 등 암호자산백서에 유틸리티토큰에 대해 기재해야 할 항목을 구체적으로 규정한다(Annex I, Part D, 4; Part G, 4 및 5).

23) MiCAR 제3조 제1항 제9호. ‘의도된’이라는 의미는 해당 토큰의 객관적인 기능을 의미하는 것이지 발행인의 주관적 의도를 말하는 것은 아님을 주의할 필요가 있다(Philipp Maume, 앞의 논문, 257면).

24) MiCAR 전문 30 및 제4조 제6항 및 제12조 제8항(수정된 암호자산백서상의 변경에도 불구하고 당초의 12개월 제한은 그대로 적용된다고 규정한다).

25) MiCAR 제4조 제3항 제c호.

우에는 다시 제2편이 적용되며,<sup>26)</sup> 공모가 아니라 암호자산 거래플랫폼에의 거래승인을 위한 경우<sup>27)</sup>에는 여전히 제2편이 적용됨을 유의할 필요가 있다. 어쨌든, 이미 존재하는 재화나 제공 중인 서비스를 대상으로 하는 암호자산의 공모에 대해서는 공시규제 자체가 적용되지 않을 수 있도록 면제하는 것은 기존의 증권규제와 비교하면 상당한 규제완화라 평가할 수 있는데, 이는 이 경우 투자자(보유자)에게 미치는 위험이 크지 않다고 판단하였기 때문이라고 생각된다.<sup>28)</sup>

마지막으로, MiCAR의 이 같은 암호자산 분류법은 체계적이며, 미래대비적(future-proof)<sup>29)</sup>이라고 평가할 수 있다. MiCAR는 스테이블코인과 스테이블코인이 아닌 일반암호자산으로 구분하여 스테이블코인에 대해서는 스테이블코인이 가진 위험을 감안하여<sup>30)</sup> 상당히 엄격한 규제체계를 두는 반면, 일반암호자산의 경우에는 스테이블코인뿐만 아니라 기존의 EU 자본시장규제에 비하여도 완화된 형태로 규제체계를 설계함으로써 혁신적 기술이 금융분야와 접목될 수 있는 장을 열어준 점에서 체계적이라고 할 수 있다. 그리고 가장 규제가 강하다고 평가할 수 있는 전자화폐토큰을 먼저 정의하고 그 외 복수의 공식통화 등과 같은 그 밖의 자산에 준거하는 스테이블코인을 자산준거토큰이라고 정의하여 스테이블코인 규제를 우회하지 못하도록 개념 체계를 설계하고,<sup>31)</sup> 스테이블코인이 아닌 그 밖의 모든 일반암호자산에 대해서는 기존의 자본시장규제에서 채용되고 있는 개념과 규제 방식을 완화된 형태로 도입함으로써 이 분야의 혁신이 가능하도록 하고 있다는 점에서 추후 분산원장기술의 발전방향에 영향을 받지 아니하고 일관된 규제가 가능하도록 미래를 대비한 개념체계를 설계했다고 평가할 수 있다.<sup>32)</sup>

## 2) 암호자산에서 제외되는 것: 금융상품과 NFT 및 DeFi 등

기술한 바와 같이, MiCAR상 암호자산의 개념이 상당히 넓기 때문에 MiCAR는 암호자산에 해당하더라도 그 성질이 EU 금융법상 금융상품에 해당하는 것 즉, 토큰증권(증권형 토큰)과 그 성질로 인해 적용이 바람직하지 않은 것 등을 적용범위에서 제외한다. 기존의 EU 금융규제가 적용되는 암호자산(토큰증권 등)을 그 적용범위에서 제외하는 것은 MiCAR가 기존의 EU 금융규제가 가진 흠결을 보완하기 위한 것임을 의미한다고 할 수 있다.<sup>33)</sup> 따라서 기존의 EU 금융규제가 적용되는 암호자산은 우리나라와 동일하게 MiCAR의 적용대상이 아니라 EU 금융규제의 적용대상이다.

26) MiCAR 제4조 제8항.

27) EU의 투자설명서 규제는 공모 또는 거래소에의 거래승인을 신청하는 두 경우를 구분하여 각각 투자설명서 공시규제를 적용하는데, MiCAR에서도 정확하게 동일한 접근법을 취하고 있다. 참고로, 우리나라는 모집 없이 곧바로 거래소에 주식 등을 상장하는 경우 별도의 증권신고서 제출의무가 없다.

28) MiCAR 전문 제26이 “비례적 접근법을 보장하기 위하여”라는 문구를 사용하는 것은 이런 맥락에서 이해할 수 있을 것이다.

29) MiCAR 전문 18 참조.

30) ESMA, Consultation Paper on the Draft Guidelines on the Conditions and Criteria for the Qualification of Crypto-Assets as Financial Instruments, 29 January 2024, 17면.

31) MiCAR 전문 18.

32) MiCAR 전문 16 참조.

33) Dirk Zetsche & Julia Snnigh, *The EU Approach to Regulating Digital Currencies*, Law and Contemporary Problems, Vol. 87, No. 2, 2024, 4면; ESMA, 앞의 의견조회문서(금융상품 판단 가이드라인안), 5~6면.

우선 암호자산의 개념에 해당하더라도 금융상품으로서 MiCAR가 적용되지 않는 것은 MiCAR 제2조 제4항 각호에서 규정하는 상품이다. 제2조 제4항에서 열거하는 금융상품은 사실상 기존의 금융상품을 거의 모두 포괄한다고 볼 수 있는데, 이에는 MiFID II상의 금융상품, 구조화예금을 포함한 예금, 전자화폐토큰을 제외한 자금, 증권화 포지션(securitisation position), 손해보험이나 생명보험 또는 재보험 및 재출재계약(retrocession contract), 회원국법에 따른 연금상품, 공식적으로 인정된 직업연금제도, 회원국법에 따라 고용주의 재정적 기여가 요구되는 연금상품 등과 사회보장제도가 포함되어 있다. MiCAR는 ESMA에게 위 상품 중에서 MiFID II에서 규정하는 금융상품에 대한 판단 가이드라인을 2024년 12월 30일 즉, MiCAR의 시행일까지 제정하도록 요구하고 있으며,<sup>34)</sup> 2024년 1월 29일 관련 의견조회 문건<sup>35)</sup>을 공개하고 동년 4월 말까지 의견을 수렴한 바 있다. 동 의견조회 문건은 총론, 양도가능증권, 자금시장상품, 파생계약, 배출권, 암호자산, NFT, 혼성암호자산에 대한 가이드라인안(이하 ‘금융상품 판단 가이드라인안’)과 해설을 제공하고 있다.<sup>36)</sup>

이른바, ‘대체불가토큰’이라고 불리는 NFT(Non Fungible Token)<sup>37)</sup>는 그 성격상<sup>38)</sup> MiCAR의 적용범위에서 제외한다.<sup>39)</sup> MiCAR 제2조 제3항은 NFT를 고유하고(unique) 다른 암호자산과 대체할 수 없는 암호자산으로 정의하면서 MiCAR의 적용을 배제한다.<sup>40)</sup> 따라서 MiCAR상 NFT는 고유성과 대체불가성이라는 두 가지 요건을 모두 만족하여야 한다. 따라서 고유하지만 대체가능성이 있거나 고유하지 않지만 대체가능성이 있다면 적용면제 대상인 NFT가 아니다. 전문 11에 따르면, NFT의 일부 부분(fractional parts) 즉, 조각 내지 지분은 고유하고 대체불가능한 것으로 간주되어서 안되고, 대규모<sup>41)</sup> 시리즈와 컬렉션에서 대체불가능한 토큰으로 암호자산을 발행하는 것을 대체가능성을 가리키는 지표로 간주해서 안된다고 한다.<sup>42)</sup> 또한 고유식별기호를 암호

34) MiCAR 제2조 제5항.

35) ESMA, 앞의 의견조회문서(금융상품 판단 가이드라인안).

36) 금융상품 판단기준 가이드라인은 위 ESMA 의견조회 문건 28면 이하에서 규정하고 있다.

37) NFT의 법적 쟁점에 대한 소개로는 유민호 외 5인, 『NFT 투자의 정석 : 디지털 화폐 혁명과 메타버스가 만드는 부의 대전환』, 한스미디어, 2022, 191면 이하(한서희 집필 부분) 참조.

38) MiCAR 전문 10은 그러한 성격을 다음과 같이 설명한다. 즉, “디지털 아트와 컬렉션을 포함한 고유하고 다른 암호자산과 대체할 수 없는 암호자산은 이 규정의 적용대상에서 제외된다. 이러한 고유하고 대체불가능한 암호자산의 가치는 각 암호자산의 고유한 특성과 토큰보유자에게 제공하는 효용(utility)에 기인한다. 또한 이 규정은 상품 보증이나 부동산과 같이 고유하고 대체불가능한 서비스 또는 물리적 자산을 표시하는 암호자산에는 적용되지 아니한다. 고유하고 대체불가능한 암호자산은 시장에서 거래되고 투기적으로 축적될 수 있는 반면, 용이하게 상호교환될 수 없으며 각각 고유한 암호자산의 상대적 가치는 기존 시장 또는 동등한 자산과의 비교를 통해 확인할 수 없다. 이러한 특징은 해당 암호자산이 가질 수 있는 금융적 사용의 범위를 제한하여 보유자와 금융시스템에 대한 위험을 제한하고 이 규정의 적용 범위에서 제외되는 것을 정당화한다.”

39) 연혁적으로, EU집행위원회 초안에서는 NFT는 백서의 작성이 면제된다는 점을 규정하여(제4조 제2항 제c호) 원칙적으로 NFT도 MiCAR의 적용대상이라는 입장이었으나, NFT는 그 정의상 대체가능성이 없으므로 대체가능성을 개념 요소 중 하나로 하는 암호자산의 개념과 충돌되므로 최종안에서는 NFT를 원칙적으로 MiCAR의 적용대상에서 배제하였다(Philipp Maume, 앞의 논문, 260면).

40) MiCAR 전문 10도 참조.

41) 얼마나 커야 대규모인지 그리고 일부 부분이 얼마를 말하는 것인지에 대해서는 분명하지 않다(Philipp Maume, 앞의 논문, 261면)

42) 따라서 약간의 변경만 있는 동일한 이미지를 표시하는 NFT 컬렉션은 가치상호의존성 기준(value interdependency test)에 따라 MiCAR가 적용된다(ESMA, 앞의 의견조회문서(금융상품 판단 가이드라인안), 20~21면).

자산에 부여하는 것 자체로 고유성과 대체불가능성을 의미하기에 충분하지 않고, 해당 암호자산이 고유하고 대체불가능한 것으로 간주되기 위해서는 표시된 자산 또는 권리 또한 고유하고 대체불가능하여야 한다고 한다. 그리고 NFT인지의 여부는 발행인이 NFT로 지정하였는지 등의 형식과 상관없이 그 실질(substance)에 따라 판단하여야 한다.<sup>43)</sup> ESMA의 금융상품 판단 가이드라인안은 형식과 관련하여 기술적 특징으로서 토큰 식별코드나 고유한 토큰 ID를 암호자산이 채용하는 표준으로서 ERC-721이나 BEP-721을 언급하며, 이는 하나의 지표에 불과하며 고유성과 대체가능성을 평가하는데 중요하지 않다고 한다.<sup>44)</sup>

한편, 흔히 ‘탈중앙화금융’<sup>45)</sup>이라고 불리는 ‘분산권한금융’(DeFi: Decentralised Finance)<sup>46)</sup>에 대해 MiCAR가 취하고 있는 입장 즉, 비트코인과 같이 완전한 분산권한금융은 MiCAR의 적용대상이 아니라는 것은 일견 명확하나, 완전한 분산권한금융이 무엇을 의미하는지 실무상 그 경계는 분명하지는 않다. 입법 방법론적으로 MiCAR는 분산권한금융에 대한 명문의 규정을 직접 두지는 않고, 구속력 없는 전문 22에서 이에 관한 설명만 두고 있다. 전문 22에 따르면, MiCAR는 사람과 법인 및 그 밖의 일부 단체(undertaking)<sup>47)</sup>와 이들이 직간접적으로 수행, 제공 또는 통제하는 암호자산서비스 및 행위에 적용되어야 하며, 이러한 행위 또는 서비스의 일부가 분산된 방식으로 수행되는 경우를 포함하여 암호자산서비스가 중개기관 없이 완전히 분산된 방식으로 제공되는 경우는 MiCAR의 적용범위에 포함되지 않는다고 기술한다. 나아가, 전문 22는 식별가능한 발행인이 없는 암호자산은 MiCAR 제2편 내지 제4편의 적용대상이 아니라고 기술하므로, 비트코인과 같이 발행인을 알 수 없는 경우에는 제2편의 일반암호자산의 발행 및 유통규제, 제3편 및 제4편의 자산준거토큰 및 전자화폐토큰과 관련한 규정이 적용되지 않는다.<sup>48)</sup> 다만, 이러한 발행인을 식별할 수 없는 암호자산과 관련한 서비스를 제공하는 암호자산업자는 MiCAR의 적용대상이며, 사실상 동 암호자산업자가 발행인의 지위에 선다고 볼 수 있다.<sup>49)</sup> 따라서 MiCAR에서

43) MiCAR 전문 11.

44) ESMA, 앞의 의견조회문서(금융상품 판단 가이드라인안), 20면.

45) DeFi에서 탈중앙화라고 할 때 탈중앙화의 개념을 운영의 탈중앙화, 기록의 탈중앙화 및 권한의 탈중앙화로 소개하는 견해에 대하여는 천창민, 『탈중앙화거래플랫폼(DEX) 현상과 법적 쟁점』, 한국법제연구원 규제혁신법제연구 22-21-②-4, 2022, 31~33면 참조.

46) 이 글에서는 탈중앙화금융 대신 분산권한금융이라는 용어를 사용한다. 탈중앙화금융이라는 용어에는 중앙화된 전통적인 금융이 잘못되었거나 적어도 부정적이어서 이에서 벗어난 금융이라는 소극적 의미를 담고 있다고 생각하기 때문이다. 실제로 비트코인의 출발이 이러한 사고에서 시작되었다는 것은 널리 알려진 사실이다. 분산권한금융의 현상과 법적 쟁점에 대한 소개로는 우선 천창민, 앞의 책, 29면 이하; 고동원, “탈중앙화금융(Decentralized Finance: DeFi)의 진전과 불공정거래의 규제 방향” 증권법연구 제23권 제1호, 2022, 143면 이하; 이정수, “탈중앙화금융(DeFi)에 대한 금융규제 연구”, 증권법연구 제23권 제2호, 2022, 183면 이하; 신동우, “탈중앙화 금융(DeFi)의 한계와 규제 검토”, 증권법연구 제24권 제1호, 2023, 129면 이하; 임병화, “디파이(DeFi)의 이해와 시사점”, 글로벌금융리뷰 제2권 제1호, 2021, 74면 이하; 김협·김민수·권혁준, “디파이(De-Fi), 탈중앙화 금융의 가능성과 한계점”, 한국거래학회지 제26권 제2호, 2021, 143면 이하; 이정엽 외 5인, “탈중앙화 금융(디파이)에 대한 법학적 고찰”, Korea Policy Center for the Fourth Industrial Revolution Issue Paper No. 27, 2020 참조.

47) 이는 사람이나 법인과 유사한 방식으로 권리·의무의 주체가 될 수 있는 법인격 없는 단체를 의미한다고 한다(Philipp Maume, 앞의 논문, 253면). 암호자산업자의 인가에 관한 규정인 MiCAR 제59조 제2항도 ‘법인이 아닌 그 밖의 단체’라는 문구를 사용하여 이를 뒷받침한다. 법인격이 있다면 이미 법인에 포함되므로, 그 밖의 단체는 법인격 없는 단체를 의미한다고 할 것이다.

48) 제2편 내지 제4편만 적용대상이 아니므로 발행인을 식별할 수 없는 암호자산도 MiCAR의 나머지 규정은 적용된다는 점을 주의할 필요가 있다.

49) Philipp Maume, 앞의 논문, 253면.

의미하는 분산권한금융 내지 분산권한금융시스템은 중개기관이 없거나 식별가능한 발행인이 없는 분산된 암호자산시스템 양자를 의미하는 것이라고 할 수 있다.<sup>50)</sup> 그런데 기술한 바와 같이 실무상 암호자산서비스 및 행위가 완전히 분산된 방식으로 수행되는 경우가 어떤 경우인지는 여전히 분명하지 않다. Maume 교수는 시장에서 아직까지 완전히 분산화된 솔루션이 없다는 것이 통설이고, 가장 정교한 시스템도 여전히 이를 운영하는 자에게 의존하고 있다고 설명하므로,<sup>51)</sup> 이 견해에 따르면 현재 DeFi라고 불리는 거의 모든 시스템이 MiCAR의 적용대상이라고 할 수 있다. 따라서 '완전히 분산된 방식'의 분산권한금융이 무엇을 의미하는지에 관하여는 EU의 학계 및 감독기구 등에서의 논의를 지켜볼 필요가 있다.<sup>52)</sup> 참고로, MiCAR 제142조 제2항 제a호는 EU 집행위원회에게 2024년 12월 30일까지 분산권한금융의 전개와 발행인 또는 암호자산업자가 없는 분산된 암호자산시스템의 적절한 규제적 취급에 관한 평가 보고서를 작성하여 EU의회 및 EU이사회에 제출하도록 규정함으로써,<sup>53)</sup> 향후 분산권한금융에 관한 적절한 규제를 도입한 MiCAR II를 예정하고 있다.<sup>54)</sup>

### 3) 대상행위와 투자자 주도 매도청약권유행위

#### 가) 대상행위

MiCAR는 암호자산의 발행, 공모(offer to the public) 및 거래플랫폼에의 승인에 종사하거나 암호자산과 관련된 서비스를 제공하는 자연인, 법인 및 그 밖의 일부 단체에 적용된다. 따라서 MiCAR의 규제가 적용되는 대상행위는 (1) 암호자산의 발행, (2) 암호자산의 공모, (4) 거래플랫폼에의 거래승인 및 (5) 암호자산서비스의 제공으로 요약할 수 있다. 암호자산서비스에 대해서는 인적 적용범위 부분에서 후술하므로, 여기에는 발행, 공모 및 거래승인에 대해서만 간략히 언급하기로 한다.

MiCAR는 발행(issuance)이라는 개념에 대해 별도의 정의규정을 두지 않으며, 자산준거토근 및 전자화폐토큰과 관련해서만 발행 자체를 언급하는 규정<sup>55)</sup>을 둔다. 동 규정의 사용례에 따르면 MiCAR에서 사용하는 발행 개념은 사실상 암호자산을 새롭게 생성(creation)하는 것에 가까운 개념이라고 할 수 있다.<sup>56)</sup>

50) MiCAR 전문 22 및 제142조 제2항 제a호 참조.

51) Philipp Maume, 앞의 논문, 253면 각주 42.

52) Dirk Zetzsche & Julia Snnigh, 앞의 논문, 22면은 발행인이 없는 분산권한금융의 구분 기준으로서 중개기관이 없는 경우에 착안하여 발행의 중요기능을 통제하는 기관이나 단체가 적어도 하나라도 존재하는가라는 통제 개념이 존재하면 적어도 발행의 부분적 중앙화가 존재한다고 한다.

53) MiCAR 제142조 제2항은 분산권한금융의 전개에 관한 평가 보고서 외에도 암호자산 대차 규제의 필요성과 타당성, 전자화폐토큰의 이전과 관련한 서비스의 취급 및 NFT시장의 전개와 적절한 규제적 취급 등에 관한 평가 보고서를 제출하도록 규정한다.

54) Philipp Maume, 앞의 논문, 252면; Matthias Lehmann, 앞의 논문(2024), 10면.

55) 예컨대 제23조 및 제49조.

56) 이와 달리 암호자산의 발행은 "암호자산을 자기 또는 타인의 계산으로 대중에게 제공하거나 암호자산 거래플랫폼에서 암호자산거래의 승인을 구하는 행위"로 폭넓게 설명하는 견해도 있다(김흥기, 앞의 논문, 345면).

공모는 이렇게 발행된 암호자산을 불특정한 잠재적 보유자<sup>57)</sup>에 대하여 모집하거나 매출하는 행위를 말하며, MiCAR는 공모의 개념을 잠재적 보유자가 암호자산의 매수 여부를 결정할 수 있도록 권유 조건과 권유하는 암호자산에 관한 충분한 정보를 모든 형태와 수단으로 사람들에게 제시하는 의사소통(communication)으로 규정한다.<sup>58)</sup> 이 정의는 MiCAR의 다른 대다수 용어가 기존의 EU금융규제에서 사용하는 용어 용례를 차용 또는 변용하는 것과 동일하게 투자설명서규정(Prospectus Regulation) 제2조 제d호에서 규정하는 증권공모(offer of securities to the public)의 개념을 거의 그대로 차용한 것이다. 공모와 거래플랫폼에의 거래승인에 대해서는 명문의 예외규정이 있는 경우를 제외하고 발행공시규제인 암호자산백서의 작성 및 공개 규제가 적용된다. 따라서 거래플랫폼에의 거래승인이 되지 않았거나 거래승인을 신청하지 않은 암호자산의 사모에 대해서는 제2편 내지 제4편이 적용되지 않을 뿐만 아니라 불공정거래규제를 규정하는 제6편도 적용되지 않는다.<sup>59)</sup>

MiCAR는 공모의 개념에 해당하는 행위라고 하더라도 투자설명서규정과 유사하게 다음에 해당하는 행위의 경우에는 암호자산백서의 작성·통지·공개 및 마케팅 의사소통문건의 공개가 면제된다.<sup>60)</sup> 즉, (1) 자기계산으로 행하는 회원국당 150인 미만의 사람 또는 법인에 대한 공모,<sup>61)</sup> (2) EU 내에서 현재 공모일로부터 12개월 동안의 공모총액이 1백만유로를 초과하지 않는 경우,<sup>62)</sup> (3) 청약권유되는 암호자산을 적격투자자만(전문투자자)만이 보유할 수 있어, 해당 적격투자자에게만 청약권유된 경우에는 암호자산백서 등의 작성 등이 면제된다. 아울러, 다음에 해당하는 일반암호자산의 공모에 대해서도 제2편의 적용이 제외된다.<sup>63)</sup> 암호자산이 무상으로 제공되는 경우, 비트코인의 채굴과 같이 암호자산이 분산원장의 유지나 거래의 검증에 대한 보상으로서 자동적으로 생성되는 경우, 이미 존재하거나 운영 중인 재화나 서비스를 제공하는 유틸리티토큰의 청약권유, 암호자산보유자가 권유자와 약정이 되어 있는 제한된 상인의 네트워크 내에서 제공되는 재화 및 서비스의 교환에 대해서만 동 암호자산<sup>64)</sup>을 사용할 수 있는 경우에는 일반암호자산에 관한

57) MiCAR는 투자자라는 용어 대신 보유자라는 용어를 사용한다. 그러나 우리의 전문가 개념에 해당하는 적격투자자라는 용어는 사용하나, 이에 대한 반대개념에 대해서는 다시 일반보유자라는 용어를 사용한다. MiCAR는 고객이라는 개념도 사용하는데 이는 암호자산업자가 암호자산서비스를 제공하는 대상인 사람과 법인을 의미한다(제3조 제1항 제39호). 편의상, 이 글에서는 구분이 필요한 경우가 아니면 투자자와 보유자라는 용어를 병용하기로 한다.

58) MiCAR 제3조 제1항 제12호.

59) MiCAR 제86조 참조.

60) MiCAR 제4조 제2항 각호. 동조 제2항 1호에 따르면 제1항 제e호(마케팅 의사소통문건의 작성)는 면제가 되지 않는다. 따라서 암호자산백서의 작성·통지·공개와 마케팅 의사소통문건의 공개는 면제되나, 그 작성은 면제되지 않는다. 입법상 오류일 수도 있으나, 아마도 공개되지 않더라도 추후 분쟁의 발생 시 투자자가 이를 근거로 손해배상책임 등을 묻도록 하기 위한 의도 정도로 보이며, 정확한 이유를 밝히고 있는 문헌은 잘 보이지 않는다.

61) 동 조항의 모델이라고 할 수 있는 투자설명서 규정 제1조 제4항 제b호는 전문투자자의 숫자는 150인에서 제외한다고 명문으로 규정하나 MiCAR는 이에 관한 문구가 없다. 2020년 EU집행위원회의 초안부터 관련 문구가 없었는데, 이를 의도적인 것이라고 한다면 암호자산과 관련한 적용면제 상황을 더 좁히려는 것 즉, 규제를 더 강화하려는 것으로 볼 수 있을 것이다.

62) 이와 상응하는 투자설명서규정 제3조 제2항은 8백만유로까지 투자설명서 없이 증권을 발행할 수 있도록 한다는 점에서 MiCAR의 규정이 더 엄격하다고 할 수 있다.

63) MiCAR 제4조 제3항 각호.

64) 이러한 암호자산은 결국 결제용 암호자산이라고 할 수 있는데, 이를 이용한 결제에 대한 적절한 별도의 규제적 보완 없이 공시규제를 전면 면제하는 것이 바람직한 것인가에 대해서는 의문이다.

제2편의 규정 전체가 적용되지 않는다. 그리고 이 같은 암호자산에 대한 보관·관리 또는 이전서비스를 제공하는 자는 원칙적으로 제59조에 따른 암호자산업자로서의 인가를 요하지 않는다.<sup>65)</sup> 그러나 위 첫 번째 암호자산백서의 작성 등이 면제되는 경우나 제2편의 적용자체가 면제되는 경우에 해당하더라도 해당 암호자산의 거래승인을 신청하려는 의도를 의사소통에서 밝힌 경우에는 이 같은 적용면제는 적용되지 아니한다.<sup>66)</sup>

MiCAR 제2조 제6항은 ECB감독책무규정<sup>67)</sup>을 해하지 않아야 한다고 규정함으로써 ECB 중앙은행으로서의 감독책무에 대해서는 동 규정이 MiCAR의 규정에 우선하여 적용된다. 따라서 ECB의 중앙은행으로서의 역할과 관련해서는 MiCAR가 적용되지 않거나 적용된다고 하더라도 ECB감독책무규정과 충돌하지 않는 방식으로 해석하여야 한다.<sup>68)</sup>

MiCAR는 거래플랫폼에의 거래승인(admission to trading on a trading platform)에 대한 개념도 투자설명서규정과 같이 별도의 정의규정을 두지 않으며, 우리의 상장 내지 ‘거래지원’<sup>69)</sup>과 같이 암호자산을 특정의 거래플랫폼에서 거래의 대상이 되도록 승인하는 것을 의미한다. MiCAR는 공모와 거래승인 신청이 있는 암호자산에 대한 맞춤형 규제를 규정하므로, 거래승인 또는 거래승인의 신청이 없는 암호자산의 사모거래에 대해서는 적용되지 않는다.

#### 나) 투자자 주도 매도청약권행위: 투자자주도기준에 의한 업규제의 적용면제

한편, 영토적 적용범위와 관련하여 후술하는 바와 같이 MiCAR는 EU 내에 소재하지 않는 제3국의 암호자산업자라 하더라도 EU에서 설립되었거나 소재하는 투자자에게 암호자산서비스를 제공하기 위해서는 MiCAR 제59조에 따른 인가를 필요로 한다. 그러나 투자자가 배타적으로 주도하여 제3국 암호자산업자로부터 암호자산서비스를 받는 경우에만 인가를 요하는 경우에는 과잉규제가 될 수 있다. 따라서 MiCAR는 이 같이 EU 내에서 설립되었거나 소재하는<sup>70)</sup> 고객이 자기 자신만의 배타적인 주도로 제3국기업(third-country firm)<sup>71)</sup>으로부터 암호자산서비스 또는 행위

65) MiCAR 제4조 제5항. 예외적으로, 동종의 암호자산에 대한 다른 공모가 존재하고 동조에 따른 면제를 누리지 못하는 경우와 동 암호자산이 거래플랫폼에서 거래승인된 경우에는 다시 인가를 필요로 한다.

66) MiCAR 제4조 제4항.

67) Regulation (EU) No 1024/2013.

68) MiCAR 전문 15.

69) 우리나라의 가상자산거래플랫폼 실무에서는 상장 대신 거래지원이라는 용어를 사용한다. 다만, 향후 가상자산이용자보호법의 시행 이후 금융감독원의 관련 가이드라인에서는 증권시장과 동일하게 상장이라는 용어를 사용할 것으로 보인다.

70) ‘설립되었거나 소재하는’이라는 문구를 문자 그대로 해석하면 법인의 경우에는 EU 내에서 존재하지 않더라도 주영업을 제3국에서 자회사를 통해 영업하는 EU 설립 법인에 대해서도 이 규정이 적용되고, 반대로 사람의 경우에는 EU회원국의 사람이라고 하더라도 EU 내에서 소재하지 않으면 이 규정이 적용되지 않는 것으로 볼 수 있다. 사람에 대한 후자는 타당할 수 있으나, 법인에 대한 전자의 문리해석은 타당하지 않는 경우가 있으므로 문자 그대로 해석해서는 안된다고 본다.

71) 제3국기업이라는 용어는 MiCAR 제61조에서만 사용하는 용어로서 MiCAR에서 별도로 정의하는 용어는 아니다. MiCAR 제59조에 따른 인가를 받지 않은 자이므로 암호자산업자(crypto-asset service provider)라는 용어를 사용하는 것이 적절하지 않으므로 암호자산업자라는 용어 대신 제3국기업이라는 용어를 사용한 것으로 보인다. 기업(firm)이라는 용어를 사용하고 있으나, 개인기업도 존재하므로 제3국에서 암호자산서비스를 제공하는 자연인도 제3국기업의 개념에 포함되는 것으로 보아야 할 것이다. 참고로, ESMA에게 2025년 12월 31일부터 매년 시장전개에 대해 보고하도록 하는 제141조 제m호는 EU에서 인가를 받지 않은 ‘제3국행위자(actors)’라는 용어를 사용하는 점에서 이 같은 해석을 뒷받침한다. 참

(activities)<sup>72)</sup>를 받는 경우에 대해서는 제59조에 따른 인가를 요하지 않도록 규정한다.<sup>73)</sup> 암호자산서비스는 온라인으로 이루어지는 특성으로 인해 그 서비스의 범위가 국경을 넘는 경우가 다반사이고, 현재의 실무에서도 그런 경우가 많다. 그런데 투자자가 주도하여 제3국에 소재하는 암호자산업자(주로 암호자산거래플랫폼)에게 매도청약을 권유하여 서비스를 받게 되는 경우가 엄연히 존재한다. 그러나 이를 넓게 해석하면 문제가 있으므로 이를 예외적으로만 허용함으로써 투자자 보호와 EU에서 인가를 암호자산업자의 정당한 영업을 보장할 필요도 있다. 이에 제61조 제1항 제2문과 제3문 및 제2항은 투자자의 배타적 주도에 의한 매도청약권유행위를 제한할 수 있는 상황을 규정하고, 제3항은 ESMA로 하여금 2024년 12월 30일 즉, MiCAR 시행일까지 이와 관련한 가이드라인을 제정하도록 규정한다.

제61조 제1항 제2문은 그룹 내 관계를 해하지 아니하고, 제3국기업을 대리하거나 그러한 제3국기업 또는 단체를 대리하는 그 밖의 자와 밀접관계(특수관계; close links)<sup>74)</sup>를 가진 그러한 단체를 포함하여 제3국기업이 EU 내에서의 청약권유, 판촉 또는 광고에 사용되는 의사소통의 수단에 관계없이 EU 내에서 (잠재적)고객에게 청약권유하는 경우에는 고객 자신의 배타적 주도로 제공되는 서비스로 간주하지 않는 것으로 규정한다. 즉, 제3국기업이 직접 청약권유 등을 하지 않고 간접적으로 관계회사의 청약권유 등을 투자자가 주도하여 서비스를 받은 경우에서 배제함으로써 투자자 주도 매도청약권유 예외를 잠탈하는 행위를 방지하고자 한다. 이와 관련하여, 약관 등에서 제3국기업에 의한 서비스 제공이 투자자의 배타적인 주도에 따라 제공되는 서비스로 간주한다는 조항이나 면책 조항 등을 포함하고 있는 경우에도 제2문과 같이 이는 투자자의 주도에 의한 매도청약권유에 해당하지 않는다.<sup>75)</sup> 마지막으로, 제61조 제2항은 제1항에서 규정하는 투자

고로, 투자자 주도 매도청약권유와 관련한 ESMA의 가이드라인의 의견조회 문건에 따르면 제3국기업은 본점 또는 등록사무소가 EU 내에 소재하였더라면 제59조의 적용대상이었을 기업을 말하는 것으로 정의한다(ESMA, Consultation Paper on the the Draft Guidelines on Reverse Solicitation Under the Markets in Crypto Assets Regulation (MiCA), 29 January 2024, 15면). 이는 MiFID II의 관련 정의와 유사하다.

72) 암호자산행위라는 용어도 MiCAR 제61조에서만 사용하는 것으로서 이것이 무엇을 의미하는 것인지 별도의 정의가 없다. 암호자산서비스의 정의에 이미 암호자산과 관련한 서비스 및 행위를 포함하고 있으므로 여기서 다시 별로 암호자산서비스 및 행위라는 말을 쓴 것은 암호자산서비스 외의 암호자산 관련 행위를 의도한 것으로 볼 수도 있고, 그게 아니라 이는 MiFID 규정을 답습하는 과정의 실수에 불과하므로 행위라는 것은 별도의 의미가 없고 제16호에서 열거하는 암호자산서비스를 말하는 것으로 해석할 수 있다. 후자가 타당해 보이거나, 전자로 볼 경우에는 제61조가 암호자산서비스업자가 인가 없이 제공하는 일련의 암호자산서비스를 금지하는 것이 주 목적이라는 점에서 암호자산서비스의 부수업으로 제공하는 행위를 의미하는 것 정도로 볼 수 있을 것이나, 이에 대해서는 향후 EU의 논의를 조금 더 지켜볼 필요가 있을 것이다.

73) MiCAR 제61조 및 전문 75. 참고로, 제61조의 투자자 주도 매도청약권유와 관련한 규정은 2023년 4월 20일 의회결의안 제61조에서 처음으로 추가되고, 약간의 변경을 제외하고 거의 동일한 취지로 최종 채택되었다. 제61조는 MiFID II 제42조를 더 확장하여 촘촘하게 도입한 것으로 볼 수 있다. MiFID II 제42조에 대한 해설로는 Danny Busch & Guido Ferrarini, *Regulation of The EU Financial Markets: MiFID II and MiFIR*, Oxford Univ. Press, 2017, 278~280면 참조.

74) 밀접관계는 MiFID II 제4조 제1항 제35에서 정의하는 것으로서 다음을 말한다. 첫째, 기업의 의결권 또는 자본의 20% 이상을 직접 또는 지배를 통해 소유 형태로 참여하는 경우, 둘째, 지침 2013/34/EU (연결재무내역서지침) 제22조 제1항 및 제2항에서 규정하는 모든 경우에서의 모자기업 간의 관계 또는 사람 또는 법인과 기업 간의 유사한 관계 및 자기기업의 모든 자기기업이 또한 역시 해당 기업의 선두에 있는 모회사의 자회사로 간주되는 것을 의미하는 '지배'의 경우, 마지막으로, 지배관계에 의해 둘다 또는 모두가 동일인과 영구적 관계(permanent link)인 경우를 말한다.

75) MiCAR 제61조 제1항 제3문.

자의 배타적 주도 매도청약권유는 제3국기업이 그 투자자에게 새로운 유형의 암호자산이나 암호자산서비스를 마케팅할 수 있는 권리(entitle)를 부여하지 않는다고 규정함으로써 투자자 주도 매도청약권유의 예외는 일회성이지 이로 인해 해당 제3국 암호자산업자가 그 투자자에게 새로운 유형의 암호자산이나 암호자산서비스를 제공할 수 없도록 하고 있다.

기술한 바와 같이, 투자자 주도 매도청약권유 행위의 예외적 인가규제 적용배제와 관련하여, MiCAR는 ESMA로 하여금 MiCAR의 시행일까지 가이드라인을 제정하도록 규정하며 이와 관련하여 ESMA는 지난 2024년 1월 29일 해당 가이드라인안과 관련 해설을 담은 의견조회문서를 공개하였다.<sup>76)</sup> 동 의견조회문서는 투자자 주도 매도청약권유의 적용제외는 매우 엄격하게 해석해야 한다는 점을 기술하며, 이러한 해석이 제61조를 남용하여 인가규제를 회피하려는 시도가 없게 하기 위한 것임을 강조한다.

이를 기초로 가이드라인안 1은 먼저, 제3국기업의 청약권유는 광범위하고 기술중립적으로 해석하여야 한다는 점에서 대면회의, 로드쇼, 기자회견과 같은 물리적인 수단은 물론이고 전화, 소셜미디어, 스마트폰 앱 등 전자적 수단에 의한 청약권유, 판촉, 광고 등을 포함한다고 규정한다.<sup>77)</sup> 여기서 판촉이나 광고 등은 협찬(sponsorship deal)에 의한 브랜드 광고도 포함한다고 함으로써 제3국기업의 EU 투자자에 대한 거의 모든 청약권유를 금지하려는 의지를 표명한다.<sup>78)</sup> 그리고 제3국기업의 웹사이트의 언어가 EU회원국의 공식 언어<sup>79)</sup>로 되어 있는 경우 이는 EU 내에서 설립되거나 소개하는 투자자에 대한 청약권유로 추단할 수 있는 강력한 표시이고, 이와 반대로 EU투자자의 접근을 지리적으로 차단하는 조치를 취한 경우 해당 웹사이트와 앱은 EU회원국의 공식언어를 사용한다고 하더라도 EU투자자를 대상으로 한 청약권유를 하지 않는다는 표시로 볼 수 있다고 한다.<sup>80)</sup>

둘째, 가이드라인안 2는 제61조 제1항 제2문과 관련하여 청약권유는 이를 수행하는 자와 관계 없이 일어날 수 있다는 점을 고려해야 하고, 제3국기업의 대리인이나 MiCAR 제3조 제1항 제31호에서 규정하는 밀접관계(특수관계)를 가진 자에 의해 명시적·묵시적으로 수행될 수 있음을 규정한다. 가이드라인은 그러한 자의 예시로 이른바 인플루언서를 들고 있으며, 제3국기업을 위하여 행위하는 것의 예시로서는 EU투자자가 제3국기업의 웹사이트에 접속하도록 하거나 제3국기업이 제공하는 서비스에 접근할 수 있는 수단을 제공하거나 제3국기업의 로고를 표시하거나 판촉행사를 제공하는 행위를 든다.<sup>81)</sup>

셋째, 가이드라인 3은 먼저 투자자의 배타적 주도는 좁게 해석되어야 함을 규정하고, 투자자의 배타적 주도에 대한 판단은 사실로 판단하는 것이지 계약이나 부인문구에 의하지 않음을 분명히 한다. 특히, 가이드라인 3은 제61조 제2항이 새로운 유형의 암호자산이나 암호자산서비스를 청약권유할 수 없음을 규정하므로, 동종의 암호자산이나 암호자산서비스는 청약권유할 수 있는 것

76) ESMA, 앞의 의견조회문서(투자자 주도 매도청약권유 가이드라인안).

77) ESMA, 앞의 의견조회문서(투자자 주도 매도청약권유 가이드라인안), 18면.

78) ESMA, 앞의 의견조회문서(투자자 주도 매도청약권유 가이드라인안), 18면.

79) EU회원국인 아일랜드의 공식언어가 영어이므로 사실상 영어로 된 웹사이트나 앱은 별도의 조치가 없는 한 EU투자자를 대상으로 한 청약권유를 하는 것으로 본다 할 수 있다.

80) ESMA, 앞의 의견조회문서(투자자 주도 매도청약권유 가이드라인안), 18면. 동 가이드라인안은 앱에 대해서는 예시하지 않으나 앱도 당연히 포함된다고 할 수 있으므로 본문에서 웹사이트와 앱을 병기하였다.

81) ESMA, 앞의 의견조회문서(투자자 주도 매도청약권유 가이드라인안), 18면.

처럼 보이거나 이 또한 투자자 매도청약권유가 있는 경우에만 다시 그러한 청약권유를 할 수 있다는 점을 분명히 한다.<sup>82)</sup>

마지막으로, 가이드라인 4는 가이드라인 3에 따라 동종의 암호자산이나 암호자산서비스가 제공될 수 있다고 할 때 여기서 말하는 동종이라는 개념은 예컨대 MiCAR의 암호자산 분류법 방법인 삼분법에 따라 자산준거토큰, 전자화폐토큰, 일반암호자산으로 구분하면 안된다고 하며 전자화폐토큰이라고 하더라도 다른 공식통화를 준거하는 경우와 같이 다른 종류(유형)의 암호자산과 암호자산서비스에 대한 예시를 제시한다.<sup>83)</sup>

## 나. 인적 적용범위

MiCAR 제2조 제1항은 적용범위라는 표제하에 “이 규정(Regulation)은 EU 내에서 암호자산의 발행, 공모 및 거래승인에 종사(engaged)하거나 암호자산과 관련한 서비스를 제공하는 사람과 법인 및 그 밖의 일부 단체에 적용된다”고 규정한다. 따라서 MiCAR의 인적 적용범위는 발행인, 공모행위자, 거래승인신청인, 암호자산업자로 요약할 수 있고, 제2조가 규정하지는 않으나 이러한 자들의 상대방인 보유자 내지 고객도 인적 적용범위에 포함된다고 할 수 있다. 투자자에 해당하는 보유자 내지 고객 등의 개념에 대해서는 이미 언급하였으므로, 아래에서는 이를 제외한 적용범위에 대해 다루기로 한다.

MiCAR 제2조 제2항은 제2조 제1항에서 규정하는 자에 해당하더라도 투자자 보호에 문제가 없는 경우나 정책적 목적 등을 이유로 다음의 자에 대해서는 원천적으로 인적 적용범위에서 제외한다. 즉, (1) 자신의 모회사, 자회사 또는 그 모회사의 다른 자회사를 위해 배타적으로 암호자산 서비스를 제공하는 자, (2) 제47조<sup>84)</sup>의 목적을 제외하고, 도산절차의 과정에서 행위하는 청산인 또는 관재인, (3) ECB, 통화당국의 자격으로 행하는 회원국 중앙은행 또는 그 밖의 회원국의 공적 권한들, (4) 유럽투자은행(European Investment Bank) 및 그 자회사, (5) 유럽금융안정기구(European Financial Stability Facility) 및 유럽안정메커니즘(European Stability Mechanism) 및 (6) BIS, IMF와 같은<sup>85)</sup> 공적 국제기구는 MiCAR의 적용을 받지 않는다.

발행인은 스테이블코인발행인과 일반암호자산의 발행인으로 구분되며, 스테이블코인발행인은 모두 EU 내에서 설립되고 인가된 법인이거나 그 밖의 단체일 것이 요구되나,<sup>86)</sup> 일반암호자산의 발행인은 법인이나 단체일 것이 요구되지 않고, 별도의 인가도 요하지 않는다.<sup>87)</sup> 그러나 일반암호자산의 공모행위자이나 거래승인신청인은 반드시 법인이어야 한다.<sup>88)</sup> 이 같이 공모행위자이나

82) 이와 관련한 예시와 설명으로는 ESMA, 앞의 의견조회문서(투자자 주도 매도청약권유 가이드라인안), 19면 문단번호 20 참조.

83) ESMA, 앞의 의견조회문서(투자자 주도 매도청약권유 가이드라인), 11면 문단번호 19 및 20면 문단번호 25 참조. 참고로, 유동성이 높은 암호자산과 그렇지 않은 암호자산도 다른 유형의 암호자산으로 제시한다.

84) 제47조는 자산준거토큰발행인이 도산 등의 사유로 그 의무를 이행하지 못하거나 못할 가능성이 있는 경우의 자산준거토큰 상황계획에 관한 규정이다.

85) MiCAR 전문 12.

86) MiCAR 제16조 제1항 제a호(자산준거토큰) 및 제48조 제1항 제a호(전자화폐토큰) 참조. 전자화폐토큰의 경우에는 은행(신용기관)이나 전자화폐기관이어야 함.

87) MiCAR 제3조 제1항 제10호 참조.

거래승인신청인이 법인일 것을 요하는 것은 일반암호자산의 규제대상행위가 발행이 아니라 공모 행위와 거래승인의 신청에 있다는 점에 있을 것이다. 또한 이는 권한당국이 해당 행위를 적절히 감시하고 감독할 수 있도록 하기 위함이다.<sup>89)</sup> 나아가 일반암호자산과 달리 자산준거토큰과 전자화폐토큰의 공모와 거래승인신청은 발행인만 가능하도록 하여 보다 엄격하게 규제한다.<sup>90)</sup>

암호자산업자는 전문적으로 고객(투자자)에게 하나 이상의 암호자산서비스를 제공하는 것을 직업 또는 사업(business)으로 하는 법인 또는 그 밖의 단체로서 제59조에 따른 암호자산서비스를 제공할 수 있는 자를 말한다.<sup>91)</sup> 여기서 전문적으로(on a professional basis)는 서비스의 제공을 단순히 취미로 제공하는 것을 제외한다는 의미이고, EU 금융법상 서비스가 영구적으로 제공되고 서비스제공자가 고객지향의 의사소통에 의해 고객을 상대하는 경우 전문적일 것이라는 요건을 만족한다.<sup>92)</sup> 따라서 MiCAR에서 말하는 암호자산업자도 영리를 목적으로 사업을 영위할 필요는 없다고 생각된다.<sup>93)</sup>

MiCAR는 암호자산과 관련한 서비스 또는 행위 중 다음에서 열거하는 것을 암호자산서비스(암호자산업)로 정의한다.<sup>94)</sup> 즉, (1) 고객을 대신한 암호자산의 보관 및 관리의 제공, (2) 암호자산 거래플랫폼의 운영, (3) 암호자산과 자금의 교환, (4) 암호자산과 다른 암호자산의 교환, (5) 고객을 대신한 암호자산 주문의 집행, (6) 암호자산의 주선(placing), (7) 고객을 대신한 암호자산 주문의 접수 및 전달, (8) 암호자산에 관한 조언의 제공, (9) 암호자산에 관한 일임(portfolio management)의 제공, (10) 고객을 대신한 암호자산의 이전서비스의 제공이 MiCAR의 적용대상인 암호자산서비스이며, 이 같은 암호자산서비스를 제공하는 자가 암호자산업자이다. 이같이 MiCAR가 규정하는 암호자산업자의 유형은 10가지이다. 연혁적으로 2022년 3월 17일에 제안된 의회안에서는 암호자산서비스를 12가지로 규정하고 있었으나, 최종안은 위와 같이 10개로 확정되었다. 최종안에서 제외된 두 가지는 암호자산의 금융상품으로의 교환<sup>95)</sup>과 일임서비스의 제공이다. 후자는 암호자산을 제외한 그 밖의 것에 대한 일임서비스를 의도한 것으로 보이는데, MiCAR는 암호자산에 관한 것이고, 10번째에서 규정하는 암호자산 일임서비스가 있으므로 이를 삭제한 것으로 보인다.<sup>96)</sup>

88) MiCAR 제4조 제1항 제a호 및 제5조 제1항 제a호.

89) MiCAR 전문 23.

90) MiCAR 제16조 제1항(자산준거토큰) 및 제48조 제1항(전자화폐토큰).

91) MiCAR 제3조 제1항 제15호.

92) Zetsche & Sinnigh, 앞의 논문, 25면; Filippo Annunziata, "An Overview of the Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCAR)", EBI Working Paper Series 2023 - no. 158, 11/12/2023, 57면.

93) 종래와 달리, 일본 금융상품법도 금융상품거래업자는 영업으로 할 것을 요하지 않기 때문에 '영업'이 아니라 대중을 상대로 계속적·반복적으로 일정한 '업'을 하면 등록규제의 적용대상이 된다(神崎克郎·志谷匡史·川口恭弘, 金融商品取引法, 青林書院, 2012, 599면; 쿠로누마 에츠로우 저/권중호 역, 『일본 금융상품거래법 입문』, 피엔씨미디어, 2015, 30면 참조).

94) MiCAR 제3조 제1항 16호

95) 암호자산과 금융상품의 교환이 왜 최종 삭제되었는지는 알 수 없으나, 제공 가능 서비스에서 제외되었으므로, 암호자산업자는 이를 영위할 수 없다고 생각된다. 예컨대, 스테이블코인으로 금융상품을 매수한 대가로 지급할 때 이는 암호자산과 금융상품의 교환에 해당하므로 금융상품을 매수도한 대가로 암호자산을 수수하는 것은 MiCAR상 인정되지 않는 서비스라고 할 수 있다. 다만, 이같은 해석이 입법자가 의도한 것인지는 추가적인 검증이 필요하다.

96) 암호자산서비스와 암호자산업자에 대해서는 III장에서 보다 상세히 다룬다.

마지막으로, 기술한 바와 같이 MiCAR는 완전히 분산된 형태의 DeFi서비스제공자는 MiCAR의 적용대상에서 제외하며, 추후 시장의 전개와 조사를 통해 MiCAR II에서 규제대상으로 포함할 것으로 예상된다. 하지만 여기서 ‘완전히’라는 의미를 어떻게 해석하느냐에 따라 현 MiCAR 체제 내에서도 상당수의 DeFi서비스제공자 또는 DeFi플랫폼이 MiCAR의 규제대상이 될 수 있을 것이다. 따라서 향후 실무적으로 EU 및 개별회원국 감독기구가 DeFi서비스제공자에 대해 어떤 입장을 취할 것인지에 대해 주목할 필요가 있을 것이다.

#### 다. 규범적 적용범위

MiCAR는 암호자산과 암호자산시장과 관련한 규제의 기존 EU 금융규제상 흡결을 치유하기 위해 마련된 것이다. 즉, 새롭게 등장한 암호자산과 암호자산서비스는 기존 EU 금융규제의 적용대상인지 불분명하거나 적용대상이 아니었기 때문에 EU는 이러한 규제흡결 내지 규제공백을 치유하기 위해 MiCAR를 제정함으로써 기존의 금융규제를 보완한 것이라고 할 수 있다. 따라서 형식적으로 암호자산에 해당하여도 규범의 해석상 기존의 금융규제 대상인 금융상품과 이에 관한 금융서비스는 형식과 상관없이 그 실질에 따라 기존의 금융규제의 적용대상이다. 따라서 금융상품과 이에 관한 금융서비스는 MiCAR의 적용범위에서 제외된다. 물적 적용범위에서 언급한 바와 같이 MiCAR 제2조 제4항은 이 같은 MiCAR의 기존 EU금융규제상 흡결에 대한 보충적 성격을 보여주는 대표적인 조항으로 볼 수 있다.

한편, MiCAR는 암호자산시장에서 암호자산의 발행 및 유통과 관련한 행위자 및 업자를 규제하는 행정규제이다.<sup>97)</sup> 따라서 이 같은 행위를 목적으로 하지 않는 행정규제나 행정규제가 아닌 규범은 MiCAR의 규범적 적용범위가 아니다. 예컨대, 자금세탁방지규제는 암호자산과 관련이 있다고 하여도 암호자산의 자금세탁 등을 방지하기 위한 목적의 것이므로 행정규제라 하여도 MiCAR의 적용대상이 아니다. 암호자산의 (준)물권적 측면이나 도산법적 측면에 관한 사법적 쟁점이나 재판관할과 준거법에 관한 국제사법적 측면은 행정규제가 아닐 뿐만 아니라 암호자산을 다룬다고 하여도 그 목적이 다르다는 점에서 MiCAR의 적용대상이 아니다. 자금세탁과 관련해서는 EU의 자금세탁방지 지침이 적용되나, 사법적 측면과 국제사법적 측면에 대해서는 EU는 물론이고 국제적으로도 아직까지 확립된 규범이 없고 국제적인 차원의 논의가 진행되고 있을 뿐이다.<sup>98)</sup>

#### 라. 영토적 적용범위

MiCAR는 기본적으로 EU 내에 소재하는 투자자와 암호자산업자에게 적용된다. 따라서 원칙적

97) MiCAR는 공시와 관련한 민사책임 규정을 두고 있으나 이는 일부이며, 형사규제는 별도로 규정하지 않으며 과태료와 과징금만 규정한다. 따라서 MiCAR는 전형적인 행정규제법이라고 할 수 있다.

98) 암호자산의 사법적 측면과 국제사법적 측면을 UNIDROIT의 디지털자산원칙을 기초로 소개한 것으로는 우선 천창민, “가상자산 거래의 물권법적 측면에 관한 연구 - UNIDROIT의 디지털자산 프로젝트 논의를 중심으로 -”, 서울대학교 법학 제63권 제1호, 2022, 43면 이하; 천창민, “디지털자산 거래의 물권적 측면에 관한 준거법”, 국제사법연구 제29권 제2호, 2023, 173면 이하 참조.

으로 MiCAR의 적용범위는 속지적이라고 할 수 있다. 그러나 암호자산업자나 발행인 또는 공모 행위자가 EU에 소재하지 않더라도 EU투자자를 대상으로 암호자산을 발행·공모하거나 암호자산서비스를 제공하는 경우 또는 제3국에서 발행한 암호자산을 EU 내에 소재하는 거래플랫폼에 대해 거래승인을 신청하는 경우에는 여전히 MiCAR가 적용된다. 이 점에서 MiCAR의 적용범위는 국제적이라고 할 수 있으며, MiCAR가 역외적용된다고 할 수 있다.

그러나 앞서 소개한 제61조의 투자자주도기준에 따라 투자자 배타적으로 주도하여 매도청약의 권유 등을 한 경우에는 EU 밖에 소재한 암호자산업자가 MiCAR에서 요구되는 인가를 받지 않고도 해당 투자자에 대해 권유받은 암호자산서비스가 가능하다. 제61조의 조문상 암호자산업자의 암호자산서비스와 행위만 인가규제의 적용을 면제받는 것으로 규정되어 있으나, 논리해석상 발행인이나 공모행위자가 EU투자자를 대상으로 청약권유를 하지 않았지만 해당 발행인이나 공모행위자가 EU투자자의 매도청약권유에 응하여 암호자산을 발행해 준 경우에도 예외적으로 MiCAR에 따른 암호자산백서의 작성·통지·공개를 하지 않아도 된다고 생각된다. 다만 기술한 바와 같이 어느 경우이든 투자자주도기준은 매우 엄격하게 해석해야만 MiCAR를 규정한 목적 중 하나인 투자자(보유자) 보호와 인가 받은 암호자산업자를 통한 건전한 시장질서의 확립이 달성될 수 있을 것이다.<sup>99)</sup> 아울러, MiCAR의 국제적 적용은 결국 효과적인 규제의 집행이 뒷받침되어야만 의미가 있을 것인데, 현재 이에 대한 명확한 해결책은 없으며 각국 감독기관의 협력체계를 구축해 나가는 것이 우선일 것이다.<sup>100)</sup> 이 점에서 필요시 회원국의 권한당국으로 하여금 제3국의 권한당국과 협력약정을 체결하도록 하는 MiCAR 제107조는 의미를 가진다고 평가할 수 있다.

#### 마. 시간적 적용범위

MiCAR는 2024년 12월 30일부터 시행되나, 자산준거토큰과 전자화폐토큰에 관한 규정을 담은 제3편과 제4편은 이보다 앞선 2024년 6월 30일부터 시행된다.<sup>101)</sup> 그리고 ESMA의 가이드라인, 위임규정, 이행기술표준 등의 제정과 관련한 제149조 제4항에서 규정하는 조문은 2024년 6월 29일부터 시행된다.

MiCAR 제143조는 많은 함의를 가진 다양한 경과조치를 규정한다. 우선, MiCAR의 시행일인 2024년 12월 30일 전에 종료된 암호자산<sup>102)</sup> 공모에 대해서는 제2편인 제4조 내지 제15조의 적

99) MiCAR 제1조 제2항 및 전문 4~6 및 EU Commission, Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Crypto-assets, and Amending Directive (EU) 2019/1937, 24, 9, 2020, Com(2020) 593 final, Explanatory Memorandum, 2면 참조.

100) MiCAR 전문 100과 제95조는 암호자산시장의 초국경적 성격을 감안할 때, 권한당국들은 MiCAR의 위반을 탐지하고 방지하기 위해 서로 협력하여야 함을 규정하나, 이는 EU의 권한당국을 의미하는 것이므로 효과적인 규제집행을 위해서는 제3국 권한당국과의 협력체계 구축이 필수적이므로 제107조에 따라 되도록 많은 제3국 권한당국과 협력약정을 체결하는 것이 바람직하다고 생각된다. 물론, 보다 바람직한 것은 국제기구 차원의 협력약정체계를 구축하거나 기존의 IOSCO를 활용한 활발한 정보교환 등의 협력체계를 구축하는 것일 것이다. 이 점에서 전문 8에서 EU가 FSB, 바젤위원회 및 FATF와 같은 국제기구를 통하여 암호자산과 암호자산서비스의 취급에 대한 통일(convergence)을 촉진하기 위한 노력을 지속적으로 지원해야 한다고 선언한 것은 의미가 있다.

101) MiCAR 제149조 제2항 및 제3항.

102) 제2편과 관련한 것이므로 여기서의 암호자산은 일반암호자산을 의미하는 것으로 보아야 한다. 자산준

용을 면제한다.<sup>103)</sup> 따라서 시행일 전에 종료되는 압호자산의 공모는 압호자산백서나 의사소통문건의 작성 등의 규제를 받지 않으며, 시행일 전 동 압호자산의 거래승인을 신청할 경우 제5조의 규제도 받지 않는다. 제13조의 청약철회권도 적용되지 않으므로, MiCAR의 시행일 전에 종료되는 압호자산의 공모에 청약한 투자자는 제13조를 근거로 자신의 청약을 철회하지 못할 뿐만 아니라 그 공모와 관련하여 제15조에 기초한 손해배상책임을 물을 수도 없다. 참고로, MiCAR의 시행일 이전에 공모를 마친 압호자산이라고 하더라도 공모에 대해서만 제2편의 적용이 면제되는 것이므로 해당 압호자산에 관한 압호자산서비스의 제공이나 불공정거래에 대해서는 시행일부터 관련 규정이 그대로 적용되며, 시행 전에 시작되었으나 시행일 이후에 마감된 공모에 대해서도 제143조 제1항의 해석상 제2편이 그대로 적용된다.

둘째, MiCAR의 시행일 전에 거래승인된 일반압호자산에 관해서는 제2편이 면제되고, 다음의 두 가지에 대해서만 적용된다.<sup>104)</sup> 마케팅 의사소통의 작성과 공개에 관한 제7조와 제9조는 시행일 전에 공개된 마케팅 의사소통에 적용되며, 2027년 12월 31일까지 거래플랫폼운영자는 MiCAR에 따라 요구되는 경우 제6조, 제8조 및 제9조에 따라 압호자산백서를 작성·통지·공개하고 제12조에 따라 이를 갱신하여야 한다. 따라서 현재 압호자산거래플랫폼에서 거래지원(상장)되어 있는 일반압호자산에 대한 압호자산백서의 작성 등에 대한 주체는 발행인 내지 거래승인신청자가 아니라 거래플랫폼운영자이며, 그 시기는 MiCAR의 시행일로부터 3년 내라고 요약할 수 있다. 다만 3년이라는 다소 긴 경과기간을 두는 것이 바람직한 것인지에 대해서는 비판이 있을 수 있을 것이다.

셋째, MiCAR의 시행일 전에 회원국의 준거법에 따라 서비스를 제공한 압호자산업자는 2026년 7월 1일까지 동 서비스를 제공하거나 제63조에 따른 인가를 받거나 거절될 수 있으며, 둘 중에서 빠른 날이 적용된다.<sup>105)</sup> 따라서 회원국법에 따라 압호자산서비스를 제공한 압호자산업자는 MiCAR에 따른 인가를 신청하여 인가를 받거나 인가를 신청하지 않은 경우에는 2026년 7월 1일까지 동 서비스를 제공할 수 있으며, 이 날 이전에 인가를 받거나 인가가 거절된 경우에는 그 날에 MiCAR의 인가에 따른 서비스를 제공하거나 인가신청의 거절 시에는 더 이상 서비스를 제공할 수 없다. 또한 회원국이 MiCAR의 시행일 전까지 적용되는 회원국의 규제체계가 MiCAR보다 엄격하지 않다고 판단하는 경우 제3항 제1문에 따른 경과기간을 적용하지 않거나 그 기간을 단축할 수 있다.<sup>106)</sup> 그리고 2024년 6월 30일까지 회원국은 제2문에 따른 선택권의 행사 여부와 그 경과기간을 EU집행위원회와 ESMA에게 통지하여야 한다.<sup>107)</sup>

넷째, 준거법에 따라 2024년 6월 30일 전에 발행된 자산준거토큰과 관련하여 다음의 두 가지 경과규정이 있다. 먼저 그러한 자산준거토큰의 발행인이 은행이 아닌 경우 MiCAR 제21조에 따

거토큰에 대해서는 제143조 제4항과 제5항에서 관련 경과규정을 두고 있기 때문이다. 그리고 전자화폐토큰에 대해서는 별도의 경과규정이 없는데 이는 전자화폐토큰은 규제를 받고 있는 은행과 전자화폐기관만이 발행할 수 있으므로 이들이 아닌 자가 발행한 경우 2024년 6월 30일 이후 그 같은 전자화폐토큰은 EU에서 발행 및 유통될 수 없기 때문에 별도의 경과규정을 두지 않은 것으로 보인다.

103) MiCAR 제143조 제1조.

104) MiCAR 제143조 제2항.

105) MiCAR 제143조 제3항 제1문.

106) MiCAR 제143조 제3항 제2문.

107) MiCAR 제143조 제3항 제3문.

른 인가의 승인 또는 거절이 결정될 때까지 그 자산준거토큰을 계속 발행할 수 있다. 다만, 그 자산준거토큰발행인은 2024년 7월 30일까지 인가신청을 하여야 한다. 다음으로 그러한 자산준거토큰발행인이 은행인 경우에는 MiCAR 제17조에 따라 암호자산백서가 승인되거나 거절될 때까지 그 자산준거토큰을 계속 발행할 수 있다. 다만, 그 은행인 자산준거토큰발행인은 2024년 7월 30일까지 권한당국에 동 암호자산백서를 통지하여야 한다. 은행은 별도의 인가 없이 자산준거토큰을 발행할 수 있는 적격발행인이므로 암호자산백서의 승인을 받도록 한 것이다. 참고로, 은행이 아닌 법인이 자산준거토큰을 발행하기 위해서는 인가를 받아야 하며, 이 인가를 위한 신청 시 암호자산백서를 같이 포함하여 인가를 받게 된다.<sup>108)</sup>

다섯째, 암호자산업자의 인가와 관련한 MiCAR 제62조 및 제63조에도 불구하고, 2024년 12월 30일에 회원국의 국내법에 따라 암호자산업 인가를 받은 단체가 2024년 12월 30일부터 2026년 7월 1일 사이에 제출한 인가신청에 대해 회원국은 간이절차를 적용할 수 있다.<sup>109)</sup> 인가여부의 심사는 암호자산업자의 인가 및 의무와 관련한 제5편 제2장 및 제3장이 그대로 적용되므로, 절차만 간소화하는 특례가 부여되는 것이다.

마지막으로, EBA의 제117조에 따른 감독권행사는 제43조 제11항에서 규정하는 위임입법의 시행일부터이다. 이는 중요자산준거토큰과 중요전자화폐토큰에 대한 감독권한은 회원국의 권한당국에서 EBA에게로 이전되는데, 이와 관련한 감독권 행사의 시작일을 제43조 제11항에서 규정하는 중요성 판단기준에 관한 EU집행위원회의 위임규정 시행일과 맞추도록 하기 위한 조치로 볼 수 있다.

## 2. 그 밖의 MiCAR상 주요규제와 그 평가

MiCAR는 분산원장기술이라는 혁신기술을 디지털혁신의 관점에서 지원하기 위한 시도이다.<sup>110)</sup> 그러나 다른 측면에서 MiCAR는 자산준거토큰과 전자화폐토큰이라는 스테이블코인이 노정하는 위험을 제어하기 위한 엄격한 규제적 도입의 시도라고도 평가할 수 있다.<sup>111)</sup>

MiCAR가 디지털혁신을 지원하고 수용하기 위해 완화된 규제를 도입한 것이라는 점은 기존의 자본시장규제과 비교할 때 다음의 점에서 찾을 수 있다. 우선, 공모규제와 관련하여 MiCAR가 기존의 투자설명서규제와 유사한 암호자산백서에 의한 공시규제를 도입하고 있으나, 투자설명서는 공개 전에 권한당국으로부터 승인을 받아야 하지만,<sup>112)</sup> 암호자산백서의 공개는 권한당국에 이를 통지만 하면 되므로 이 점에서 규제가 완화되었다고 할 수 있다. 그리고 투자설명서는 승인일로부터 1년간 유효한 반면<sup>113)</sup> 암호자산백서는 별도의 유효기간이 없다.<sup>114)</sup> 내용 측면에서도 투

108) MiCAR 제18조 제2항 제k호 참조.

109) MiCAR 제143조 제6항.

110) 이에 관하여는 MiCAR 전문 1~6 참조.

111) MiCAR의 스테이블코인 규제에 대한 평가에 관하여는 천창민, 앞의 논문(2021), 97~98면 참조.

112) MiFID II 제20조 제1항.

113) 투자설명서규정 제12조 제1항.

114) 기술한 바와 같이 재화나 서비스가 존재하지 않거나 제공되지 않는 유틸리티토큰의 암호자산백서를 이용한 공모의 유효기간만 12개월이다(MiCAR 제4조 제6항 및 전문 30). 따라서 이것도 정확하게 말하자면 암호자산백서의 유효기간이 12개월이 아니라 공모의 유효기간이 12개월이나, 공모가 12개월이므로

자설명서에 포함되어야 하는 내용과 암호자산백서에 포함되어야 할 내용을 비교하면 암호자산백서에 포함되는 내용이 투자설명서의 것보다 상대적으로 덜 까다롭다.<sup>115)</sup> 또한 자본시장규제에서는 계속공시규제가 있으나, 암호자산시장규제에서는 별도의 계속공시규제가 없다.<sup>116)</sup> 그리고 기술한 바와 같이 이미 존재하는 재화나 제공되는 서비스에 관한 유틸리티토큰에 대해서는 암호자산백서도 필요치 않는다는 점 등<sup>117)</sup>에서 MiCAR가 완화된 규제를 통해 디지털혁신을 지원하기 위한 노력의 산물이라는 것을 알 수 있다.

이같이 MiCAR의 일반암호자산 규제는 기존의 자본시장 규제체계에서 사용하는 공모규제와 불공정거래규제 및 업자규제를 암호자산과 암호자산시장의 특성에 맞추어 완화된 형태의 맞춤형 규제를 도입한 것이라고 평가할 수 있다. 기존의 금융규제에 근거한 규제체계의 설정이 갖는 최대의 이점은 빠른 제도설계와 추후 규정의 해석과 관련하여 원칙적으로 기존의 자본시장규제에서 채용되고 있는 해석론을 용이하게 채용 또는 변용할 수 있다는 것을 들 수 있다. 뿐만 아니라 시장참여자에게도 기존의 익숙한 자본시장 규제환경을 암호자산시장에서도 완화된 형태이나 기본적으로는 동일한 방식으로 접근할 수 있다는 이점도 있을 것이다. 그러나 이 같은 디지털혁신을 위한 규제완화의 태도는 스테이블코인 규제에서는 찾기 어렵다. EU는 스테이블코인이 금융정책에 혼란을 가져오는 등 금융안정에 위협적인 요소가 될 수 있다는 국제적 공감대<sup>118)</sup>를 반영하여 스테이블코인에 대해서는 상당히 엄격한 형태의 규제체계를 도입하였다. 그런 점에서 스테이블코인 규제는 디지털혁신의 지원과는 거리가 있다고 할 수 있다.

MiCAR는 하나의 공식통화<sup>119)</sup>를 준거하는 스테이블코인을 전자화폐토큰으로, 둘 이상의 공식

그 이후의 공모에는 동 암호자산백서를 사용할 수 없다는 점에서 그러한 암호자산백서의 유효기간이 12개월이라고도 할 수 있을 것이다. 물론 암호자산백서에 별도의 유효기간은 없으나 중요사항이 발생하는 등의 사용이 있을 경우에는 암호자산백서를 수정할 의무가 있고 수정 시마다 수정일시를 해당 암호자산백서에 기재하고 최신 수정된 것에 사용본(applicable version)임을 표시하여야 한다(제12조 제1항 및 제7 참조).

115) Matthias Lehmann, 앞의 논문(2024), 6면. 가장 큰 차이는 투자설명서와 달리 암호자산백서에는 재무내역을 필요로 하지 않는다는 점일 것이다.

116) 심인숙, 앞의 논문, 223면. 동 논문의 223면은 MiCAR 제4조 제7항 제2문에 따라 암호자산백서의 공개 이후 암호자산백서의 작성의무자가 서면으로 동의하면 타인이 해당 일반암호자산에 관한 기존의 암호자산백서를 자신의 후속하는 공모를 위해 사용하는 것도 가능하다는 것이 투자설명서와 다른 규제완화의 사례 중 하나로 소개한다. 그러나 투자설명서의 경우에도 유효한 투자설명서에 대해 작성의무자인 발행인이 서면으로 그 사용에 동의하면 후속하는 매출에 대해 추가적인 투자설명서가 요구되지 않는다(투자설명서규정 제5조 제1항 제2문). 그리고 기술한 바와 같이 중요사항에 대한 변경 등이 있는 경우 암호자산백서를 수정해야 할 의무도 있으므로 이 점에서 사실상 계속공시의무 중의 하나인 수시공시의무가 있다고도 볼 수 있다. 다만 정기공시의무가 없다는 점에서 암호자산에 대해서는 공시의무가 완화되어 있다고 평가할 수 있다. 참고로, 거래플랫폼에서 거래되는 경우에는 해당 거래플랫폼의 운영규칙상 정기공시가 요구된다(MiCAR 제76조 제1항 제f조 참조).

117) 이 외에도 내부자거래규제와 관련하여 시장납용규정(MAR)에서는 발행인으로 하여금 내부자의 리스트를 공개하도록 하나 MiCAR에서는 그러한 그제가 없다는 점도 규제완화의 예로 들 수 있다(Matthias Lehmann, 앞의 논문(2024), 6면). 규제완화는 아니나 투자자 보호 측면에서 기존의 자본시장규제 보다 개선된 것의 예로는 투자설명서규제에는 없는 암호자산백서 및 마케팅 의사소통문건과 관련한 민사책임 규정(제15조)을 도입했다는 점을 들 수 있다.

118) 이에 관하여는 천창민, 앞의 논문(2021), 57~61면 참조. 아울러, 2023년 7월 17 FSB는 글로벌스테이블코인체계에 대한 규제, 감독 및 감시에 관한 상급 권고의 최종보고서를 발간한 바 있다.

119) 초안에서 사용한 법화가 아니라 공식통화라는 용어로 변경한 것은 비트코인을 법화로 인정한 국가(2021년 엘살바도르, 2022년 중앙공)가 있기 때문에 공식통화가 법화인 경우 이를 준거하는 것이 전자화폐토큰인지 자산준거토큰인지 불분명할 수 있기 때문인 것으로 보인다. Philipp Maume, 앞의 논문, 259면도 공식통화라는 용어를 사용한 것은 비트코인이 법화로 승격된 국가가 있기 때문인 것으로 추정

통화를 포함하여 그 외 나머지 자산을 준거하는 스테이블코인을 포괄적으로 자산준거토큰으로 분류한다. MiCAR가 관심하는 스테이블코인은 준비자산이 있는 것에 한하며, 준비자산이 없이 알고리즘에 의해서만 그 가치를 안정시키는 스테이블코인은 제2편의 일반암호자산으로 취급하여 규제한다.<sup>120)</sup> 자산준거토큰이나 전자화폐토큰으로 분류되면 일반암호자산과 달리 적격발행인 규제에 따라 권한당국의 인가를 받아야 하며,<sup>121)</sup> 이러한 인가심사 시에 관련 암호자산백서도 같이 심사를 하게 되므로<sup>122)</sup> 그 규제가 일반암호자산보다 훨씬 까다롭다고 할 수 있다. 나아가 상환의무를 비롯하여 금융회사와 유사한 지배구조, 자기자본규제, 내부통제, 준비자산규제 등 각종 규제를 받게 된다.<sup>123)</sup> 뿐만 아니라 일정한 기준을 넘게 되는 경우 중요자산준거토큰 및 중요전자화폐토큰으로 분류되어 더욱 엄격한 규제를 받게 된다.<sup>124)</sup>

한편, 중요자산준거토큰이나 중요전자화폐토큰은 아니지만 교환수단으로 널리 사용되는<sup>125)</sup> 자산준거토큰과 전자화폐토큰<sup>126)</sup>은 단일통화영역에서 교환수단으로서의 사용과 관련하여 매분기 추정 일일 평균 거래건수가 100만건이고 일일 평균 거래금액이 2억유로를 초과하는 경우 발행인은 해당 자산준거토큰과 전자화폐토큰의 발행을 중지하여야 하고, 해당 기준에 도달한 후 40영업일 내에 권한당국에 계획서를 제출하여 해당 거래의 매분기 추정 일일 평균 거래건수 및 일일 평균 거래금액이 각각 100만건 및 2억유로 미만을 유지하도록 하여야 한다.<sup>127)</sup> 이같이 광범위한 교환수단으로 사용되는 자산준거토큰 및 전자화폐토큰 자체의 발행을 금지하는 것은 2022년 10월 EU이사회안<sup>128)</sup> 제19b조로 최초<sup>129)</sup> 추가되었던 것을 약간의 수정을 거쳐 최종 제23조로 채택한

한다.

120) MiCAR 전문 41 참조. 그러나 일반암호자산의 경우 암호자산백서에 대한 감독기구의 사전적 통제가 없기 때문에 이를 무작정 일반암호자산으로 분류하여 규제하는 것이 바람직한 것인지에 대해서는 의문이다. EU가 이 같은 판단을 한 것은 결국 알고리즘형 스테이블코인에 대한 MiCAR의 태도는 시장이 이를 적절히 판단할 수 있다고 보거나 이것도 디지털혁신의 한 유형이고 금융안정에 큰 영향을 미치지 않으므로 별도의 규제장치가 필요하지 않다고 보았기 때문이라고 생각된다.

121) 전자화폐토큰은 발행인에 대해서는 진입규제가 없는데, 이는 전자화폐토큰의 적격발행인은 은행과 전자화폐기관으로 한정되어 있기 때문이다. 따라서 전자화폐토큰발행인에 대한 규제는 자산준거토큰 발행인의 진입규제보다 더 엄격한 것이다.

122) 다만 전자화폐토큰에 대해서는 암호자산백서의 승인을 요하지 않는다(MiCAR 제51조 제11항 제2문). 이는 은행과 전자화폐기관이 전자화폐와 관련한 엄격한 금융규제를 받는 기관이고, 하나의 통화만을 준거하므로 해당 통화에 대한 공개라는 것이 큰 의미를 가지지 않는다고 보기 때문인 것으로 보인다. 참고로, 은행이 자산준거토큰을 공모하거나 거래승인될 경우 해당 암호자산백서는 다른 발행인들과 같이 승인을 요한다(MiCAR 제17조 제1항 제a호).

123) 예컨대 자산준거토큰의 경우 제27조~제40조, 전자화폐토큰의 경우 제49조, 제50조, 제54조 및 55조 참조.

124) 중요자산준거토큰은 제43조~45조, 중요전자화폐토큰은 제56조~제58조 참조.

125) 교환수단의 광범위성과 관련한 판단에서 교환수단은 가맹점과의 거래 맥락을 포함하여 채무의 지급과 관련한 것을 말하며, 자산준거토큰이 다른 암호자산거래의 결제에 사용된다는 증거가 없는 한 자금 또는 기타 암호자산에 대한 교환수단과 같은 투자 기능 및 서비스와 관련한 거래는 포함되지 않는다(MiCAR 전문 61).

126) 이 경우 전자화폐토큰은 유럽연합 회원국의 공식통화가 아닌 통화로 표시된 전자화폐토큰만이 제23조에서 규정하는 규제의 적용대상이다(MiCAR 제58조 제3항).

127) MiCAR 제23조 제1항. 복수의 발행인이 교환수단으로 광범위하게 사용되는 동일한 자산준거토큰 및 전자화폐토큰을 발행한 경우 위 광범위성기준은 해당 발행인들이 데이터를 합하여 산출한다(동조 제3항).

128) Council of the European Union, Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Crypto-assets, and amending Directive (EU) 2019/1937 (MiCA) - Letter to the Chair of the European Parliament Committee on Economic and

것인데, 상한을 정하여 이를 초과하는 경우에는 투자자 보호에 심각한 영향을 미치거나 시장의 질서 있는 기능과 건전성에 위협이 되는 경우 등의 합리적 사유<sup>130)</sup>가 없어도 발행을 중지시킨다는 측면에서 그 규제 강도가 상당하다고 할 수 있다. 자산준거토큰이나 전자화폐토큰이 교환수단으로 널리 사용되는 경우 지급결제시스템과 금융정책의 전파나 통화주권에 영향을 미치기 때문으로 판단된다.<sup>131)</sup>

요컨대, MiCAR의 공시규제 및 스테이블코인 규제는 다른 입법 배경을 가졌으나 양자 모두 암호자산이라는 공통점 외에도 기존의 증권과 같이 공모의 수단이 되거나 거래플랫폼에서 거래될 수 있다는 공통점을 가지므로 동일한 규제체계 내에서 규제한다는 철학 아래 MiCAR라는 한 지붕 안에서 그 규제가 설계된 것으로 생각된다. 큰 틀에서 기존의 자본시장 규제체계에 기초하고 있으나, 암호자산의 유형을 삼분하되, 우선 전자화폐토큰을 정의한 뒤 나머지 다른 기초자산을 준거하는 모든 유형의 스테이블코인을 자산준거토큰으로 유형화함으로써 MiCAR가 달성하고자 하는 숨은 목적이라고 할 수 있는 스테이블코인 규제를 회피할 수 없도록 개념체계를 설계한 점은 상당한 함의를 가진다. 다만, 기초자산을 준거하지 않고 알고리즘에 의해서만 그 가치를 안정화시키는 알고리즘형 스테이블코인을 일반암호자산으로 취급한 것은 일면 이해할 수 없는 것은 아니나 일반암호자산은 암호자산백서에 대한 사전적 승인규제를 두지 않는다는 점에서 이에 관한 제어장치가 필요하다고 생각된다. 물론, 제105조에서 규정하는 권한당국의 상품개입권한을 이용하여 알고리즘형 스테이블코인이 투자자 보호에 심각한 우려가 있다고 보고 그에 대한 공모나 거래플랫폼에의 거래승인을 금지 또는 제한할 수도 있을 것이다. 그러나 그러한 투자자 보호에 대한 심각한 우려가 있다는 점을 권한당국이 어느 정도 입증해야 할 것이므로 쉽게 상품개입에 의한 거래중지 내지 제한을 내리기는 힘들 것이다. 따라서 알고리즘형 스테이블코인에 대해서는 별도의 조항을 마련하여 사전적인 공시규제를 마련하는 편이 더 나았을 것으로 판단된다.

일반암호자산에 대한 MiCAR의 접근법은 기존의 자본시장규제보다 완화된 형태를 취하므로 나름의 균형을 취하고 있다고 볼 수 있다. 그 중 이미 존재하는 재화나 제공되고 있는 서비스에 관한 유틸리티토큰 대한 공시규제의 면제는 매우 파격적인데, 이것이 바람직한 것인지는 의문이다. 우선 이미 존재하거나 제공되고 있는 재화 및 서비스가 어떤 의미인지가 불분명하여 애초에 예정되었던 암호자산백서상의 일부가 출시된 경우에도 이를 이미 존재하거나 제공되는 서비스로 보아야 하는 것인지 분명하지 않다. 또한 그리고 이미 존재하거나 제공되고 있는 재화와 서비스에 관한 유틸리티토큰이라고 하더라도 도중에 해당 서비스나 재화의 공급이 중단되거나 그 품질이 균일하지 않거나 제대로 공급되지 않는 경우에 대한 투자자 보호가 필요하다. 단순히 몇몇의 투자자에게 사모된 암호자산이라면 사법상 문제로 해결하도록 하는 것이 바람직할 것이나 이를 공모

Monetary Affairs, 2020/0265 (COD), 5 October 2020.

129) 이와 유사한 규정이 이전에 없었던 것은 아니다. 2022년 3월 17일 EU의회 개정안 제40a조는 EU 내에서 광범위하게 지급수단으로 사용되는 '중요자산토큰'을 준전자화폐토큰으로 분류하고 그 감독권한을 EBA로 이전하는 내용을 담고 있었다. 현 MiCAR 제23조는 2022년 의회안 제40a조가 발전된 것으로 보인다.

130) MiCAR 제105조(권한당국의 상품개입)는 동조 제2항에서 규정하는 합리적 사유가 있을 경우 권한당국이 암호자산의 마케팅, 분매 또는 매도 또는 암호자산과 관련한 행위나 실무의 한 유형을 금지 또는 제한할 수 있다.

131) MiCAR 전문 62 참조.

하는 경우에는 다수의 피해자가 발생할 수 있으므로 암호자산백서규제를 완전히 배제하는 것은 바람직하지 않다고 생각된다.<sup>132)</sup> 물론 다른 암호자산에 비해 투자자에게 노정될 수 있는 위험이 낮으므로 그에 맞는 맞춤형 규제를 하는 것이 필요할 것이다.

### III. MiCAR상의 업규제

MiCAR의 업규제는 크게 위에서 언급한 스테이블코인발행인과 암호자산서비스를 제공하는 암호자산업자에 대한 규제로 구분할 수 있을 것이다. 아래에서는 아직까지 우리나라에서 논의가 많지 않은 암호자산업자에 관한 규제를 소개하고 그 함의를 도출하기로 한다.<sup>133)</sup>

#### 1. 암호자산업자의 유형과 진입규제

##### 가. 암호자산업자의 유형과 개념

MiCAR는 10가지 유형의 암호자산서비스를 규정하고, 이 중 하나 이상의 서비스를 제공하면 MiCAR에서 규정하는 암호자산업자로서 진입규제 등의 적용대상이 된다. 10가지 유형의 서비스를 간략히 다시 소개하면 (1) 보관·관리업(이하 ‘보관업’), (2) 거래플랫폼운영업, (3) 자금과의 교환업, (4) 다른 암호자산과의 교환업, (5) 주문집행업, (6) 주선업, (7) 주문 접수·전달업, (8) 조언업, (9) 일임업 및 (10) 이전업이다.<sup>134)</sup> 가상자산 대차·대차업증개업<sup>135)</sup>이나 예치·예치증개업, 신탁업 등은 MiCAR에서 말하는 암호자산서비스가 아니므로 암호자산업자로서의 규제를 받지 않는다.

(3)과 (4)의 교환업은 가상자산이용자보호법상의 교환업과 달리 암호자산업자의 자기자본에 의한 교환을 의미하는 것이므로 매매업의 일종이라고 할 수 있다. 그리고 (5)의 주문집행업과 (7)의 주문 접수·전달업은 증개업의 한 유형으로 볼 수 있다. 보관·관리업은 업자가 고객을 위해 암호자산 자체나 암호자산 접근수단(예: 개인암호키)을 보관하거나 지배하는 것을 말하는데,<sup>136)</sup> 접근수단 자체의 보관·관리도 포함되므로 기존의 자본시장에 존재하는 증권보관업과는 구분된다.

132) 기술한 바와 같이, 약정된 상인의 네트워크 내에서만 사용가능한 암호자산에 대한 공시규제 면제도 결제관련 규정의 보완이 없다면 이용자 보호에 문제가 발생할 가능성이 높다는 점에서 문제가 있다고 본다.

133) MiCAR의 스테이블코인 규제 전반에 관한 소개로는 우선 심인숙, 앞의 논문, 224~229면; 김흥기, 앞의 논문, 350~356면; 안수현, 앞의 논문, 129~132면; 천창민, 앞의 논문(2021), 62면 이하; Dirk Zetzsche & Julia Snnigh, 앞의 논문, 7~21면 참조.

134) MiCAR 제3조 제1항 제16호.

135) MiCAR 전문 94는 MiCAR는 전자화폐토큰을 포함하여 암호자산의 대차를 다루어서는 안되며, 따라서 준거국내법을 방해하여서는 안된다고 기술한다. 나아가 그러한 대차행위에 대한 규제의 타당성과 필요성을 추가적으로 평가를 해야 한다고 규정한다. 이와 관련하여 MiCAR 제142조 제2항 제b호는 EU집행위원회에게 암호자산대차 규제의 필요성과 타당성에 관한 내용을 포함하여 2024년 12월 30일까지 EU의회와 EU이사회에게 최근 전개에 관한 평가 보고서를 제출하도록 규정한다.

136) MiCAR 제3조 제1항 제17호.

거래플랫폼운영업은 제3자의 암호자산상 권리(interests)의 매매를 집중시키는 다자간거래체결 시스템을 관리(management)하는 것을 말한다.<sup>137)</sup> 따라서 별도의 교환업 인가가 없는 한 거래 플랫폼운영자 자신이 매매업자로서 암호자산의 매매에 참여할 수 없다고 할 것이다. 그러나 이 경우에도 높은 이해상충이 발생할 우려가 있으므로, MiCAR는 교환업 인가를 받았다고 하더라도 거래플랫폼운영업자가 소위, 마켓메이커(시장조성자)로서 거래에 참여하는 등 자기계산으로 거래하는 것을 금지한다.<sup>138)</sup>

MiCAR는 MiFID II와 달리 주선업(placing)만 규정하고 인수업은 별도로 규정하지 않는다.<sup>139)</sup> 주선업은 자본시장법상 주선의 개념과 동일하나 그 정의상 인수의 개념도 일부 포함하는 것으로 보인다.<sup>140)</sup> 조언업과 일임업(portfolio management of crypto-assets)은 자본시장규제의 것과 동일하나 그 대상이 암호자산이라는 것에 차이가 있다. 우선 조언업은 고객의 요청이나 암호자산업자의 주도로 암호자산과 관련한 하나 이상의 거래 또는 암호자산서비스의 이용과 관련한 개인화된 추천을 제공하거나 제공하기로 약정하는 서비스를 제공하는 것을 말한다.<sup>141)</sup> 이는 MiFID II에서 규정하는 투자조언과 동일한 구조이나 암호자산서비스의 이용과 관련한 것도 포함되어 있는 점에서 차이가 있으며,<sup>142)</sup> 우리나라의 투자자문업과는 대상과 자문 자체의 범위가 다르고 암호자산업자의 주도에 의한 조언이 가능하다는 점에서 차이가 있다.<sup>143)</sup> 일임업은 고객별로 고객의 위임에 따라 하나 이상의 암호자산이 포함된 포트폴리오를 암호자산업자의 재량으로 관리하는 것을 말하며,<sup>144)</sup> 포트폴리오에 암호자산이 포함되는 경우만 다르고 그 외는 MiFID II 제4조 제1항 제8호에서 규정하는 일임과 정확히 일치한다.<sup>145)</sup> 그런데 포트폴리오에 금융상품이 있으면 금융상품일임업, 암호자산이 있으면 암호자산일임업이므로, 포트폴리오에 금융상품과 암호자산이 모두 포함되어 있는 경우 암호자산일임업과 금융상품일임업 인가를 모두 받아야만 일임을 할 수 있는 것인지 아니면 양자 중 어느 하나의 인가만 받아도 일임을 영위할 수 있는 것인지는 분명하지 않다. MiCAR가 별도로 암호자산 일임업을 규정하였다는 것을 감안하면 전자로 해석하여야 할 것이나 추가적인 조사가 필요해 보인다.

마지막으로, 이전업은 2022년 3월 EU의회안 제3조 제1항 제9호 제fa목에서 최초로 등장하였다가, 2023년 4월 EU의회통과안에서 현재와 같이 제3조 제1항 제16호 제j목 및 동조 동항 제26호에 현재와 동일한 문구로 자리하게 되었다. MiCAR의 동 정의에 따르면 이전업은 사람 또는 법인을 대신하여 한 분산원장 주소 또는 계좌에서 다른 분산원장 주소 또는 계좌로 암호자산

137) MiCAR 제3조 제1항 제18호.

138) MiCAR 제76조 제5항.

139) MiCAR 제3조 제1항 제22호 및 MiFID II 부속서 I Section A (6) 및 (7) 참조.

140) placing으로만 규정하므로 이를 주선이라고 번역하였으나, 이것이 우리 자본시장법상 주선만을 말하는 것은 아니다. MiCAR 제79조 제1항 제a호는 주선인이 발행인, 거래승인신청인 또는 이들을 대신하는 제3자와 주선계약 시에 최소 매수금액의 보증을 포함한 고려 중인 주선의 유형에 대해 소통하도록 하고 있다. 따라서 인수의 요소가 일부 있는 것으로 이해된다.

141) MiCAR 제3조 제1항 제24조.

142) MiFID II 제4조 제4항 참조.

143) 자본시장법 제6조 제7항 참조.

144) MiCAR 제3조 제1항 제25조.

145) 참고로 일임업은 2022년 3월의 EU의회안 제3조 제1항 제17a호에서 최초로 등장하였으나 동안에서는 MiFID II 제4조 제4항 제8호에서 정의하는 일임을 말하는 것으로 되어 있다가, 최종안에서 현재와 같이 별도로 정의하게 되었다.

을 이전하는 서비스를 제공하는 것을 말한다.<sup>146)</sup>

MiCAR 부속서 IV는 10가지 유형의 서비스를 암호자산업자의 자기자본요건을 규정할 목적으로 암호자산업자를 다음과 같이 세 가지 유형으로 분류한다. 우선 이를 표로 소개하면 다음과 같다.

〈표〉 암호자산업자의 최소자기자본요건

유형	암호자산서비스의 유형	제67조 제1항 제a호에 따른 최소자기자본
유형 1	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 주문집행업</li> <li>• 인수·주선업</li> <li>• 이전업</li> <li>• 주문 접수·전달업</li> <li>• 조언업</li> <li>• 일임업</li> </ul>	5만유로
유형 2	유형 1의 암호자산서비스 및 <ul style="list-style-type: none"> <li>• 보관업</li> <li>• 자금과의 교환업</li> <li>• 다른 암호자산과의 교환업</li> </ul>	12.5만유로
유형 3	유형 1과 2의 암호자산서비스 및 <ul style="list-style-type: none"> <li>• 거래플랫폼운영업</li> </ul>	15만유로

이 같은 유형 분류는 EU판 증권회사라고 할 수 있는 투자회사(investment firm)의 건전성규제를 규정하는 Investment Firms Regulation과 Directive<sup>147)</sup>에서 분류하는 영위하는 서비스 및 행위에 따라 75,000유로, 150,000유로 및 750,000유로의 세 가지 유형으로 분류하는 방식과 유사하며, 투자회사에 비해 요구되는 최소자기자본이 적다고 볼 수 있다.<sup>148)</sup> 그런데 이러한 유형의 분류는 투자자의 자산을 암호자산업자가 관리하는지 또는 자기자본으로 투자하는지에 따라 그리고 제공하는 서비스의 난이도와 투자자 보호의 필요성에 대한 경중 등을 감안한 것이라고 할 수 있다. 따라서 유형 1은 암호자산업자가 투자자의 재산을 암호자산업자가 직접 보관·관리하

146) 이전의 개념과 관련하여 계좌상 이전은 없으면서 계좌의 지배권·소유권만 이전되거나 그러한 지배권 등을 넘길 권한이나 계좌상 수익권만 이전되는 경우는 어떻게 취급할 것인지와 분산원장상 계좌 이동 없이 동일한 사업자가 내부장부상으로만 고객 간 이전 처리를 한 경우(옵니버스 지갑·계정에 고객 암호자산을 담아두고 분산원장 밖에서(off-chain) 업자의 내부시스템상으로만 고객의 계좌 간 이전하는 방식)는 별도의 인가대상인 이전에 포함되는가 분명하지 않다는 견해도 있다(심인숙, 앞의 논문, 230면 각주 88). MiCAR에서 정의하는 이전은 분산원장 자체에 암호자산이 기재되도록 이전하는 것을 말하는 것으로 이해되고, 분산원장기술에 따라 계좌형이 있으므로, 동 정의에서 말하는 계좌는 분산원장상에서의 이전을 말한다고 본다. 따라서 분산원장 외부에서 암호자산업자가 전통적인 IT를 이용한 투자자 간 암호자산에 대한 반환청구권 내지 인도청구권을 이전시키는 것은 이전업에서 말하는 이전이 아니라고 본다.

147) 다만, MTF운용자에 대해서도 15만유로가 요구되므로, 암호자산거래플랫폼운영자에 대해 동일한 자기자본을 요구한 것으로 보인다. IFR/IFD에 관한 간략한 소개로는 Jean-François Trapp & Laurent Fessmann, Luxembourg: A New Regulatory and Prudential Framework Applicable to Investment Firms, Baker Mckenzie Client Alert, October 2021 참조.

148) 이는 암호자산업을 영위하는 상당수의 업체가 핀테크기업임을 감안한 것으로 보인다.

지 않을 뿐만 아니라 자기자본투자도 없다. 따라서 가장 낮은 5만유로만 자기자본을 요구하는 것이며, 이와 반대로 고객의 자산을 보관·관리하거나 자기자본으로 투자하는 매매업을 수행하는 유형 2의 암호자산업자에게는 12.5만유로를 요구하는 것이다. 그리고 유형 1과 2를 포함하여 거래 플랫폼운영업까지 제공하기 위해서는 가장 높은 15만유로가 요구하는데, 실제 유형 2의 자기자본에 25,000유로만 추가하면 되므로 유형 3에서 요구하는 자기자본도 상당히 절제된 것이라고 평가할 수 있다.

## 나. 암호자산업자에 대한 진입규제

### 1) 인가대상의 적격성

#### 가) 인가대상의 적격성: 일반 법인 등

EU 내에서 MiCAR에서 규정하는 10가지 유형의 암호자산서비스를 제공하기 위해서는 권한당국으로부터 인가를 받아야 한다. MiCAR는 암호자산업자로서 인가를 받을 수 있는 자의 자격을 두 가지로 구분하여 규정한다. 우선 관련법에 따라 인가를 받은 기존의 금융업자는 별도의 인가 없이 후술하는 범위 내에서 암호자산업의 영위가 가능하다. 다음으로 기존의 금융업자가 아닌 자가 암호자산업 인가를 받기 위해서는 법인 또는 그 밖의 단체(undertaking)이어야 한다.<sup>149)</sup> 기술한 바와 같이 여기서의 ‘그 밖의 단체’는 법인격 없는 단체를 말한다고 할 수 있으며, 이와 관련하여 MiCAR 제59조 제3항은 법인이 아닌 그 밖의 단체는 법인이 제공하는 것과 동등한 수준으로 제3자의 권리(interest)를 보호하고 자신의 법적 형태에 적합한 동등한 건전성 감독을 받는 경우에만 암호자산서비스를 제공할 수 있도록 규정하여, 법인격 없는 단체라고 하여 무작정 인가를 받을 수 없도록 한다. 분산권한금융(DeFi) 서비스제공자의 경우 그 밖의 단체에 해당할 수는 있을 것이나 이 요건으로 인해 인가를 받고자 하여도 받을 수 없는 경우가 있을 것이다. 다만, 분산권한금융 플랫폼이 아니라 그 플랫폼을 통해 서비스를 제공하는 자가 인가의 대상이므로 분산권한금융의 일부는 이에 포함될 수 있을 것이다. 이 같이 MiCAR가 암호자산업자에 대한 법인격이나 법인과 동등한 수준의 단체일 것을 요하는 것은 효과적인 감독과 감독 회피가능성을 제거함으로써 투자자 보호와 시장건전성 및 금융안정을 도모하기 위한 것이다.<sup>150)</sup>

인가를 받기 위한 다음 요건으로, MiCAR는 법인 등이 EU회원국 내에 적어도 암호자산서비스의 일부를 수행하는 등록사무소를 가지고 있도록 하며, 효과적 경영지<sup>151)</sup>가 EU 내에 있어야 하고 적어도 이사 중 일인이 EU 내에 거주하도록 한다.<sup>152)</sup> 이는 위에서 언급한 효과적인 감독 등을 위한 것이다. 등록사무소에서 암호자산서비스의 일부를 제공하도록 하는 것은 자산운용사들이

149) MiCAR 제59조 제1항.

150) MiCAR 전문 74 참조.

151) 여기서 말하는 효과적 경영지가 무엇인지 분명하지 아니하나 이를 경영중심지로 이해하는 견해도 있다(Etay Katz & Simon Helm, MiCA Creates a New Framework for Crypto Custody, Ashurst Banker, 29 August 2023).

152) MiCAR 제59조 제2항.

룩셈부르크 등에 명목회사(paper company) 설립하여 이를 등록사무소로 이용하는 관행을 방지하여 실질적으로 암호자산서비스를 제공하는 사무소를 EU 내에 설치하도록 하려는 의도로 보인다. 그러나 회원국의 권한당국이 이 ‘일부’라는 문구와 ‘효과적인 경영지’의 의미를 어떻게 해석하느냐에 따라 명목회사는 아니라 하더라도 실질적으로 큰 의미가 없는 업무만 명목적으로 EU 내에서 제공하고 실질적인 암호자산서비스는 제3국에서 제공하는 관행도 나타날 수 있다고 생각된다.<sup>153)</sup>

MiCAR 제63조에 따른 인가를 받은 암호자산업자는 항상 인가요건을 만족하여야 한다.<sup>154)</sup> 이에는 건전성요건, 지배구조요건 등이 있는데, 여기서는 건전성요건만 간략히 언급하기로 한다. 암호자산업자는 앞서 언급한 세 가지 유형에 따른 최소자기자본(1유형 5만유로, 2유형 12.5유로, 3유형 15만유로)과 매년 검토하는 직전연도 고정간접비의 25% 중 더 높은 금액을 항상 건전성 안전장치로 유지하여야 한다.<sup>155)</sup> 그리고 안전장치는 보통주 Tier 1 항목을 구성하는 위 최소자기자본 또는 암호자산서비스를 제공하는 EU회원국을 커버하는 보험 또는 이에 상응하는 보증금의 형식을 취하여야 한다.<sup>156)</sup>

인가를 받은 암호자산업자는 금융업자의 패스포트시스템과 같이 EU회원국 모두에서 암호자산업을 영위할 수 있다. 암호자산업 인가의 패스포트시스템에 따라, 암호자산업자는 인가를 받은 원회원국 외의 회원국 즉, 호스트회원국에 별도의 물리적 지점 등을 설치하지 않더라도 전 EU회원국의 투자자를 대상으로 암호자산서비스를 제공할 수 있다.<sup>157)</sup>

마지막으로, ESMA는 인가받은 암호자산업자<sup>158)</sup>에 대한 정보 등을 관리하여 공개하는 공적 장부인 등록부를 창설하여야 하며, 이를 정기적으로 갱신하여야 한다.<sup>159)</sup> ESMA의 암호자산업자 등록부에는 암호자산업자의 명칭, 법적 형태, 법인식별기호(LEI),<sup>160)</sup> 지점 등 암호자산업자에 대한 정보와 인가를 부여한 권한당국, 제공하는 암호자산서비스 목록, 암호자산서비스를 제공하려는 호스트회원국 목록, 서비스개시일 등의 정보가 포함되어야 한다.<sup>161)</sup>

153) 룩셈부르크 등의 경우 이러한 일부의 문구와 효과적인 경영지의 의미를 광의로 해석하여 자국에서 많은 암호자산업자가 등록하도록 유도할 가능성이 있다고 예상된다. 참고로, 암호자산업자의 인가를 위한 신청은 원회원국(home Member State)의 권한당국에 하여야 하는데(MiCAR 제62조 제1항), 암호자산업자의 경우 원회원국은 암호자산업자의 등록사무소 소재지의 회원국이다(MiCAR 제3조 제1항 제34호). 따라서 개념상 순환론에 빠지는 오류가 있으나, 실무상 많은 암호자산업자를 유치하려는 국가에서 ‘일부’와 ‘효과적인 경영지’의 의미를 넓게 해석할 유인은 동일하다.

154) MiCAR 제59조 제4항.

155) MiCAR 제67조 제1항.

156) MiCAR 제67조 제4항.

157) MiCAR 제59조 제7항.

158) 여기의 인가받은 암호자산업자 외에도 후술하는 기존 금융업자로서 암호자산업을 영위하기 위해 권한당국에 관련 정보를 통지한 금융업자도 등록부에 등재된다(MiCAR 제60조 제12항).

159) ESMA가 작성·관리하여야 하는 등록부의 종류는 암호자산업자 등록부 외에도 일반 암호자산의 암호자산백서, 자산준거토큰 및 전자화폐토큰의 발행인 등록부가 있다(MiCAR 제109조 제1항).

160) 이는 글로벌법인식별기호재단(GLEIF)가 관리하는 법인식별기호로서 20개의 숫자와 영문자가 무작위로 혼용되어 신청법인에게 발행되는 고유한 기호이다. LEI는 2008년 글로벌금융위기 이후 법인 식별의 국제적인 통일 필요에 따라 FSB의 권고로 2012년에 창설되었다. LEI와 GLEIF에 대한 소개로는 <www.gleif.org> 참조.

161) 세부항목에 대해서는 MiCAR 제109조 제5항 참조.

## 나) 인가대상의 적격성에 대한 예외: 일부 금융업자 등에 대한 특례

MiCAR 제60조는 기존의 일부 금융업자 등 즉, 은행(credit institution), 투자회사(증권회사), 중앙예탁결제기관(CSD), 시장운영자, 전자화폐기관, UCITS(공모펀드) 및 AIFMD(사모펀드) 자산 운용사에 대한 특례로서 인가 신청 없이도<sup>162)</sup> 암호자산서비스를 최초로 제공하기 40영업일 전에 관련 정보를 권한당국에 통지한 경우 암호자산업을 영위할 수 있도록 규정한다. 다만, 금융업자의 금융업 인가가 철회된 때에는 암호자산서비스를 제공할 수 있는 권리도 철회된다.<sup>163)</sup>

MiCAR 제60조 은행을 제외한 위 금융업자 등에 대해서는 영위가능한 암호자산업에 대한 제한을 둔다. 즉, 은행은 자신이 원하는 암호자산서비스를 모두 영위할 수 있으나,<sup>164)</sup> 그 외 금융업자는 업태에 따라 제60조 제2항 이하에서 열거하는 서비스만을 제한적으로 영위할 수 있다.

먼저, MiFID II에 따라 인가를 받은 투자회사는 그 인가받은 투자서비스 및 행위와 동등한 암호자산서비스를 제공할 수 있다.<sup>165)</sup> 동등성 여부와 관련하여 제60조 제3항 보관업, 거래플랫폼 운영업, 자금 또는 타 암호자산과의 교환업, 주문집행업, 주선업, 주문접수·전달업, 조언업, 일임업이라는 9가지 서비스에 대해 MiFID II 부속서 I에서 규정하는 동등한 업무를 제시한다. 여기서 암호자산 이전업에 대해서는 침묵하고 있는데, 이것이 투자회사는 이전업을 영위할 수 없다는 것인지 아니면 입법 과정에서 미처 반영하지 못한 오류인지는 분명하지 않다.<sup>166)</sup>

UCITS 및 AIFM 운용사는 자신이 인가받은 투자일임업 및 비핵심업무와 동등한 암호자산업을 제공할 수 있는데, 이 경우 인가받은 업무와 동등한 것으로서 제50조 제5항은 주문의 접수·전달업, 조언업 및 일임업을 제시하고 있다. 그리고 중앙예탁결제기관은 고객을 대신한 암호자산의 보관업만 제공할 수 있고,<sup>167)</sup> 시장운영자는 거래플랫폼운영업만을 영위할 수 있으며,<sup>168)</sup> 전자화폐기관은 자신이 발행한 전자화폐토큰과 관련한 보관업과 이전업만 수행할 수 있다.<sup>169)</sup>

금융업자 등으로부터 암호자산업의 영위를 통지받은 권한당국은 통지접수일로부터 20영업일 내에 규정된 관련 정보가 모두 제출되었지를 평가하여야 하며, 정보의 제출이 충분하지 않은 경우 제출되지 않은 정보에 대해 20영업일 이내의 제출마감일을 정하여 즉시 이를 해당 금융업자 등에게 통지하여야 한다.<sup>170)</sup> 정보의 완전한 통지가 없는 한 금융업자 등의 관련 암호자산업의 영위는 불가하며, 완전한 통지가 있는 경우 예정한 서비스 개시일에 해당 암호자산업을 영위할 수

162) MiCAR 제60조 제10항.

163) MiCAR 제60조 제11항.

164) MiCAR 제60조 제1항. 투자회사에 대해 동등성을 요구하는 것과 달리, 은행에 대해서만 동등성 요건 없이 모든 암호자산서비스를 영위할 수 있도록 한 근거는 은행이 제공하는 서비스의 동등성을 추정할 것이 아니라 현행 EU의 은행법에 따른 은행업 인가의 속성 때문이라고 한다(Filippo Annunziata, 앞의 논문, 57~58면).

165) MiCAR 제60조 제3항.

166) 전자화폐기관에 대해서는 이전업을 명문으로 허용하므로, 단순한 실수로 보기는 어렵다고 보는 해석도 가능하나, 투자회사가 이전업을 영위하지 못할 타당한 이유를 찾기 어려우므로 보정해석상 투자회사도 이전업을 영위할 수 있다고 보는 것이 타당해 보이나, 추후 감독당국의 실무와 학계의 논의를 지켜볼 필요가 있을 것이다.

167) MiCAR 제60조 제2항.

168) MiCAR 제60조 제6항.

169) MiCAR 제60조 제4항.

170) MiCAR 제60조 제8항.

있다.

## 2) 인가의 신청 및 평가 등

위의 인가 적격성을 갖춘 법인 등은 자신의 원회원국 권한당국에 암호자산업자로서의 인가를 받기 위한 인가신청서를 제출하여야 하며, 그 신청서에는 법인명과 그 밖의 상업적 명칭 등 인가 신청에 대한 평가를 위해 필요한 관련 정보를 모두 포함하여야 한다.<sup>171)</sup> 그러나 권한당국이 전자화폐지침, MiFID II, PSD II나 2023년 6월 29일 이전에 암호자산업자에게 적용될 수 있는 국내법에 따른 각각의 인가 절차에서 이미 그러한 관련 정보를 수령한 경우에는 신청 암호자산업자에게 그러한 관련 정보를 요구할 수 없다. 다만, 그러한 사전에 제출받은 정보나 서류는 여전히 최신의 것이어야 한다.<sup>172)</sup>

기술한 바와 같이 이미 금융업 등의 인가를 받은 일부의 금융업자 등은 이 같은 인가신청서를 따로 제출할 필요는 없으나, 권한당국에 위 암호자산업 신청 법인 등과 유사한 관련 정보<sup>173)</sup>를

171) MiCAR 제62조 제2항. 법인 등이 인가신청서에 포함하여야 하는 정보는 다음과 같다: (a) 법적 명칭 및 그 밖에 사용하는 상업적 명칭을 포함한 명칭, 신청 암호자산업자의 법인식별기호(LEI), 해당 암호자산업자가 운영하는 웹사이트, 연락 이메일 주소, 연락 전화번호 및 자신의 물리적 주소, (b) 신청 암호자산업자의 법적 형태, (c) 해당하는 경우 신청 암호자산업자의 정관, (d) 신청 암호자산업자가 제공하고자 하는 암호자산서비스의 유형과 해당 서비스를 마케팅할 장소 및 방법을 규정한 운영프로그램, (e) 신청 암호자산업자가 제67조에서 규정하는 건전성 보장요건을 충족한다는 증명, (f) 신청 암호자산업자의 지배구조체계에 대한 설명, (g) 신청 암호자산업자의 경영진 구성원이 충분히 좋은 평판을 받고 있으며 해당 암호자산업자를 관리하기에 적합한 지식 및 기술과 경험을 보유하고 있다는 증명, (h) 신청 암호자산업자에 대해 직간접적으로 적격지분을 보유한 모든 주주 및 사원의 신원과 해당 지분의 규모 및 그들이 충분히 좋은 평판을 가지고 있다는 증명, (i) 자금세탁 및 테러자금조달 위험을 포함한 위험을 식별·평가·관리하기 위한 신청 암호자산업자의 내부통제 메커니즘, 정책 및 절차, 사업연속성 계획에 대한 설명, (j) ICT시스템 및 보안체계에 대한 기술적 문서 및 비기술적 언어로 된 설명, (k) 고객의 암호자산과 자금을 분별하는 절차에 대한 설명, (l) 신청 암호자산업자의 불만처리절차에 대한 설명, (m) 신청 암호자산업자가 고객을 대신하여 암호자산의 보관·관리 서비스를 제공하려는 경우, 보관·관리정책에 대한 설명, (n) 신청 암호자산업자가 암호자산 거래플랫폼을 운영하려는 하는 경우, 해당 거래플랫폼의 운영규칙과 시장납용을 감지하는 절차 및 시스템에 대한 설명, (o) 신청 암호자산업자가 암호자산을 자금 또는 다른 암호자산과 교환하려는 경우, 고객과의 관계를 규율하는 비차별적인 상업정책에 대한 설명과 신청 암호자산업자가 자금 또는 다른 암호자산과 교환할 것을 제안하는 암호자산의 가격을 결정하는 방법론에 대한 설명, (p) 신청 암호자산업자가 고객을 대신하여 암호자산의 주문을 체결하려는 경우, 체결정책에 대한 설명, (q) 신청 암호자산업자가 암호자산에 대한 자문 또는 일임을 제공하려는 경우, 신청 암호자산업자를 대신하여 자문 또는 일임을 제공하는 자연인이 그들의 의무를 이행하는 데 필요한 지식과 전문성을 갖추고 있음을 증명하는 자료, (r) 신청 암호자산업자가 고객을 대신하여 암호자산에 대한 이전서비스를 제공하려는 경우, 해당 이전서비스가 제공되는 방식(manner)에 대한 정보 및 (s) 암호자산서비스와 관련된 암호자산의 유형.

그리고 위 (g) 및 (h)항목과 관련하여 신청 암호자산업자는 추가적으로 해당 경영진이 모두 해당 상법, 도산법, 금융서비스법, 자금세탁방지법, 사기 또는 전문가 책임과 관련하여 유죄판결 또는 처벌을 받은 범죄기록이 없다는 점, 경영진의 구성원인 암호자산업자를 관리하기에 적절한 지식, 기술 및 경험을 총체적으로 보유하고 있으며 업무수행에 충분한 시간을 할애할 수 있다는 점 및 신청 암호자산업자의 적격지분을 직간접적으로 보유한 주주 및 구성원의 경우 경영진과 동일하게 상법 등과 자금세탁방지법, 사기 또는 전문가 책임과 관련하여 유죄판결을 받거나 처벌을 받은 범죄기록이 없다는 점을 모두 증명하여야 한다(MiCAR 제62조 제3항).

172) MiCAR 제62조 제4항.

173) 이러한 금융업자가 권한당국에 통지하여야 하는 관련 정보는 다음과 같으며, 모든 금융업자에 공통적으로 요구된다(MiCAR 제60조 제7항). 즉, (a) 서비스를 마케팅할 장소와 방법을 포함하여, 신청 암호자산서비스제공자가 제공하고자 하는 암호자산서비스의 유형을 명시한 운영프로그램, (b) Directive (EU)

통지하여야 한다.

인가신청서를 받은 권한당국은 즉시 그리고 늦어도 신청서의 접수일로부터 5 영업일 내에 서면으로 접수 사실을 해당 신청인에게 통지하여야 하며, 접수일로부터 25 영업일 내에 제출정보를 확인하여 그 완전성을 평가하여야 한다.<sup>174)</sup> 불완전한 신청서의 경우 권한당국이 마감일<sup>175)</sup>을 정하여 이를 정정하도록 하고, 그 마감일까지도 신청서가 불완전한 경우 권한당국이 심사를 거부할 수도 있다.<sup>176)</sup> 그리고 권한당국은 완전한 신청서를 접수한 날로부터 40영업일 내에 신청 압호자산업자의 요건 준수 여부를 평가하고, 인가를 부여하거나 거부하는 충분한 근거를 지닌 결정을 채택하여야 하며, 그 채택일로부터 5영업일 내에 그 결정을 신청인에게 통지하여야 한다.<sup>177)</sup>

권한당국은 압호자산업자로서의 인가를 부여하거나 거부하기 전에, 신청 압호자산업자가 다른 회원국에서 인가를 받은 은행, 증권예탁결제기관, 투자회사, 시장운영자, UCITS 또는 AIFM 운영사, 지급결제기관, 보험사, 전자화폐기관 또는 직역퇴직연금제공기관의 자회사, 그 단체의 모회사의 자회사, 그 단체를 지배하는 동일인이 그 압호산업자를 지배하는 경우, 해당 회원국의 권한당국과 협의를 하여야 한다.<sup>178)</sup> 또한, 신청 압호자산업자와 다른 사람 또는 법인 사이에 특수관계(close links)가 존재하는 경우, 권한당국은 그 특수관계가 감독기능의 효과적인 행사를 방해하지 않는 경우에만 인가를 부여하여야 하며, 신청 압호자산업자와 특수관계가 있는 하나 또는 그 이상의 사람 또는 법인을 규율하는 제3국의 법, 규정 또는 행정 조항이나 그들의 감독집행에 수반된 어려움으로 인해 감독기능을 효과적으로 행사하는 것이 방해받는 경우 권한당국 인가를 거부해야 한다.<sup>179)</sup> 따라서 조세회피지역 등에 설립된 모회사를 둔 EU법인 등이 압호자산을 신청할 경우 권한당국이 감독집행에 어려움이 있다고 보고 그 신청을 거부할 가능성이 있다. 특히, 감독집행의 난점으로 인한 효과적인 감독기능의 행사가 어려울 경우에는 재량이 아니라 의무적으로 그 인가를 거부해야 한다는 점에서 동 규정의 함의가 크다고 생각된다.

또한, 다음과 같은 객관적이고 입증가능한 근거가 있는 경우에도 권한당국은 인가를 거부하여

2015/849(자금세탁방지지침)를 이행하는 국내법 조항의 준수를 보장하기 위한 내부통제메커니즘, 정책 및 절차에 대한 설명, 자금세탁 및 테러자금조달 위험의 관리를 위한 위험 평가 기본체계에 대한 설명 및 사업연속성 계획에 대한 설명, (c) ICT시스템 및 보안체계(arrangement)에 대한 기술적 문서 및 비기술적 언어로 된 설명, (d) 고객의 압호자산과 자금을 분별하는 절차에 대한 설명, (e) 고객을 대신한 압호자산의 보관·관리를 제공하기 위한 보관·관리정책에 대한 설명, (f) 압호자산 거래플랫폼을 운영하고 자 하는 경우, 거래플랫폼 운영규칙과 시장남용 감지 절차 및 시스템에 대한 설명, (g) 압호자산을 자금 또는 다른 압호자산과 교환하려는 경우, 고객과의 관계를 규율하는 비차별적 상업정책에 대한 설명과 고객이 자금 또는 다른 압호자산과 교환하기 위해 제안하는 압호자산의 가격을 결정하는 방법론에 대한 설명, (h) 고객을 대신하여 압호자산의 주문을 집행하려는 경우, 집행정책에 대한 설명, (i) 신청 압호자산업자가 압호자산에 대한 자문 또는 일임을 제공하려는 경우, 신청 압호자산업자를 대신하여 자문 또는 일임을 제공하는 자연인이 그들의 의무를 이행하는 데 필요한 지식과 전문성을 갖추고 있음을 증명하는 자료, (j) 압호자산서비스가 자산준거토큰, 전자화폐토큰 또는 일반압호자산과 관련되어 있는지 여부 및 (k) 고객을 대신하여 압호자산에 대한 이전서비스를 제공하려는 경우, 해당 이전서비스가 제공되는 방식에 대한 정보를 통지하여야 한다.

174) MiCAR 제63조 제1항 및 제2항 제1문.

175) 이 마감일이 언제까지인지에 대한 제한은 없다. 따라서 정정을 위한 마감일의 설정은 권한당국의 재량이라고 할 수 있다.

176) MiCAR 제63조 제2항 제2문 및 제3항.

177) MiCAR 제63조 제9항.

178) MiCAR 제63조 제5항.

179) MiCAR 제63조 제7항 및 제8항.

야 한다.<sup>180)</sup> 우선, 신청 압호자산업자의 경영진이 효과적이며 건전하고 신중한 경영과 사업연속성, 고객의 이익과 시장건전성에 대한 적절한 고려에 위협이 되거나, 신청 압호자산업자가 자금세탁 또는 테러자금조달의 심각한 위협에 노출되어 있는 경우에 인가를 거부하여야 한다. 둘째, 신청 압호자산업자의 경영진 구성원이 제68조 제1항에서 규정하는 기준(평판·지식·기술·경험 등 및 무범죄경력 요건)을 만족하지 못한 경우에 인가를 거부하여야 한다. 셋째, 신청 압호자산업자의 적격지분을 직간접적으로 보유하고 있는 주주 또는 구성원이 제68조 제2항에서 규정하는 충분히 좋은 평판 기준을 만족하지 못하는 경우 신청을 거부하여야 한다. 마지막으로 신청 압호자산업자가 인가를 규정하는 제5편의 요건 중 어느 하나라도 만족하지 못하거나 만족하지 못할 가능성이 있는 경우에도 신청을 거부하여야 한다.

한편, 권한당국은 인가를 부여하거나 거부하기 전에 신청 압호자산업자가 자금세탁 또는 테러자금조달과 관련된 행위에 대한 조사대상이 아니었는지 확인하기 위해 자금세탁방지 및 테러자금조달 방지를 위한 권한당국 및 금융정보부서와 협의할 수 있고, 자금세탁방지 지침 제9조에 따라 식별된 고위험 제3국에 설립된 사업장을 운영하거나 그러한 국가에서 설립된 제3자를 의존하는 신청 압호자산업자가 해당 지침 제26조 제2항, 제45조 제3항 및 제45조 제5항을 이행하는 국내법 조항을 준수하는지를 보장하여야 하며, 마지막으로, 적절한 경우, 신청 압호자산업자가 자금세탁방지 지침 제18a조 제(1)항 및 제(3)항을 이행하는 국내법의 조항을 준수하기 위한 적절한 절차를 마련했는지를 보장하여야 한다.<sup>181)</sup>

마지막으로, 인가의 철회와 관련하여 MiCAR는 의무적 철회요건과 임의적 철회요건으로 구분하여 규정하며, 부여한 압호자산서비스의 특정 부분으로 제한하여 그 인가를 철회<sup>182)</sup>할 수도 있도록 규정한다. 우선, 의무적 철회요건으로서 압호자산업자가 다음 중 어느 하나에 해당하는 행위를 하는 경우 권한당국은 이미 부여한 해당 압호자산업자의 인가를 철회하여야 한다.<sup>183)</sup> (1) 인가일로부터 12개월 이내에 자신의 인가를 사용하지 않은 경우, (2) 자신의 인가를 명시적으로 포기한 경우, (3) 9개월 연속으로 압호자산서비스를 제공하지 않은 경우, (4) 인가신청서에 허위 진술을 하는 등 비정상적인 방법으로 인가를 받은 경우, (5) 더 이상 인가가 부여된 조건을 충족하지 못하고, 지정된 기간 내에 권한당국이 요청한 시정조치를 취하지 않은 경우, (6) 자금세탁방지 지침에 따라 자금세탁 및 테러자금조달을 탐지하고 방지하기 위한 효과적인 시스템, 절차 및 체계를 갖추지 못한 경우 및 (7) 압호자산보유자 또는 압호자산업자의 고객 보호 또는 시장건전성과 관련한 조항을 포함하여 MiCAR를 심각하게 위반한 경우에는 의무적으로 그 인가를 철회하여야 한다. 다음 임의적 철회요건으로서, (1) 압호자산업자가 자금세탁방지 지침을 이행하는 회원국의 국내법 조항을 위반한 경우나 (2) 압호자산업자가 지급결제기관으로서의 인가 또는 전자화폐기관으로서의 인가를 상실하였으며 해당 압호자산업자가 40일 이내에 해당 상황을 시정하지 못한 경우, 권한당국은 이미 부여한 해당 압호자산업자의 인가를 철회할 수 있는 재량권을 가진다.<sup>184)</sup>

180) MiCAR 제63조 제10항.

181) MiCAR 제63조 제6항.

182) MiCAR 제64조 제3항.

183) MiCAR 제64조 제1항.

184) MiCAR 제64조 제2항.

## 2. 암호자산업자에 대한 행위규제

MiCAR는 우리 자본시장법상 영업행위규제 방식과 유사하게<sup>185)</sup> 암호자산업자에 대한 행위규제를 모든 암호자산업자에게 적용되는 공통규제와 개별 암호자산업자의 제공서비스에 맞춘 업자별 개별규제로 대별한다. 공통 행위규제와 암호자산업자별 개별 행위규제는 모두 MiFID II를 기초로 암호자산업의 특성에 따라 행위규제를 조정한 것이다. 공통 행위규제는 선관·충실의무(제66조), 건전성요건(제67조), 지배구조체계(제68조), 고객 암호자산과 자금의 보관규제(제70조), 불만처리절차(제71조), 이해상충규제(제72조), 업무위탁(제73조) 및 질서있는 정리(제74조)로 구성되어 있다. 이에 대하여는 우리 자본시장법상 금융투자업자의 공통 영업행위규제와 유사하므로 아래에서는 개별 암호자산업자 중 우리에게 시사점을 많은 암호자산 보관업자와 거래플랫폼운영자의 영업행위규제를 소개하기로 한다.

### 가. 암호자산 보관업자

MiFID II가 보관업을 본업인 투자서비스 또는 행위가 아니라 부수업의 하나로 규정하는 것과 달리 MiCAR는 보관업을 독립된 암호자산서비스의 하나로 규정한다.<sup>186)</sup> 그런데 MiCAR 제75조에서 규정하는 보관업자에 대한 행위규제는 MiFID II라기보다는 EU의 공모펀드와 사모펀드 규제인 UCITS지침과 AIFM지침에서 규정하는 수탁자(Depository) 규제를 모델로 한 것이다.<sup>187)</sup> 이는 암호자산 보관업은 실물증권의 보관과 달리 실제 암호자산에 접근할 수 있는 수단인 개인키를 담은 물리적 장치(예: USB, 디스켓 또는 PC)나 개인키를 종이에 프린트한 것을 하드웨어에 보관·관리하는 것보다 개인키를 핫월렛인 보관업자의 전자지갑이나 보관업자의 관리하는 개별고객의 전자지갑에서 관리하는 경우가 많기 때문에 수탁자로서의 높은 신인의무가 더 중요하다고 본 것으로 생각된다.<sup>188)</sup>

보관업자는 각 고객의 암호자산에 대한 권리에 상응하여 각 고객의 명의로 개설한 포지션등록부를 작성하여야 하며, 고객의 지시에 따른 암호자산의 이동(movements)이 있을 시 지체없이

185) 자본시장법은 제4장 제1절에서 공통 영업행위 규칙으로서 신의성실의무 등, 투자권유, 직무관련 정보의 이용 금지 등을 규정하고, 제2절에서 금융투자업자별 영업행위 규칙을 규정한다.

186) 아마도 이는 FATF가 규정하는 가상자산업무의 유형 분류에 따라 이미 독립된 업무로 존재하는 서비스이므로 MiCAR에서 이를 그대로 승인한 것으로 보인다. Filippo Annunziata, 앞의 논문, 60면은 암호자산시장의 특수성과 크립토윈터의 경험 때문이라고 설명한다. 이른바, 2022년 ‘크립토윈터’로 인한 암호자산 거래플랫폼과 대차회사(일종의 예치업자)의 파산 등으로 인한 투자자 보호의 문제점 등을 분석한 연구로는 Ilya Kokorin, “The Anatomy of Crypto Failures and Investor Protection Under MiCAR”, Hazelhoff Research Paper Series No. 15, Leiden Law School, 2023 참조.

187) Etay Katz & Simon Helm, 앞의 자료.

188) 실무상 암호자산보관업은 암호자산에 접근할 수 있는 매체 즉, 개인키 또는 그러한 개인키의 정보를 담고 있는 전자지갑 자체를 관리하는 것이다. 따라서 MiCAR에서 암호자산보관업을 암호자산이나 암호자산의 접근매체를 보관·관리/지배한다고 할 때, 접근매체가 아닌 암호자산 자체를 보관 내지 지배한다는 것은 무엇을 의미하는 것인지 분명하지 않다. 분산원장기술을 구현한 현재의 기술인 블록체인에서 암호자산의 보관·관리는 개인키의 보관·관리를 의미하는 것이기 때문이다. 추정컨대, 암호자산의 보관·관리는 장래 다른 형태의 분산원장기술이 나타나서 개인키가 아니라 암호자산 자체를 보관·관리하는 것이 구현될 수도 있음을 미리 반영한 것이거나 개인키가 포함된 전자지갑 자체를 보관하는 것으로 보이지만, 현재로서는 후자일 것으로 추정된다.

이를 포지션등록부에 기록하여야 한다.<sup>189)</sup> 포지션등록부는 고객의 암호자산에 대한 권리를 기록한 장부이므로 이것을 분산원장기술을 이용하여 작성할 필요는 없고 전통적인 정보통신기술로 작성하면 무방할 것이며, 실무적으로도 후자의 경우가 많을 것이다.

보관업자는 암호자산 또는 접근매체를 고객에게 지체없이 반환하기 위해 필요한 절차를 수립하여야 한다.<sup>190)</sup> 따라서 보관업자는 고객의 지시가 있을 경우 고객의 전자지갑이나 제3자의 전자지갑으로 암호자산을 이전하는 업무를 해야 하므로 보관업과 더불어 이전업도 영위하여야 할 것이다.<sup>191)</sup>

보관업자는 자신의 암호자산과 고객의 암호자산을 분별하여야 하며, 고객의 암호자산에 대한 접근수단이 명확하게 식별되도록 해야 한다. 분별관리의 방식으로서, 보관업자는 ‘분산원장에서’ 고객의 암호자산이 자신의 암호자산과 분별하여 보유되도록 해야 한다.<sup>192)</sup> 이 같은 분별관리규제는 보관업에 대한 핵심적인 행위규제라고 할 수 있으며, 실무적으로 분산원장에서 분별되도록 보관하기 위해서는 보관업자의 지갑과 고객용 옴니버스 지갑이나 고객별 지갑을 생성하여 관리하는 방법이 있을 것이다. 분별관리 규제의 법적 효력을 확보하기 위하여 MiCAR는 준거법에 따라 보관되어 보유되는 암호자산의 고객분을 보관업자의 재산으로부터 ‘법적으로’ 분리하도록 하며, 특히 도산의 경우에 보관업자의 채권자가 고객분에 대해 권리를 주장할 수 없도록 하고, 고객의 암호자산에 대한 접근매체가 명확히 특정되도록 의무화한다.<sup>193)</sup> 따라서 EU회원국은 이 같은 법적 효력을 부여하기 위해 관련 법률을 정비해야 할 것인데, 이는 행정규제법적 영역임과 동시에 사법(private law)적 영역에도 해당하므로 MiCAR에서는 이에 대해 더 규정하지 않는다.

보관업자와 관련한 MiCAR상 행위규제의 다른 핵심은 보관업자의 손해배상책임에 대한 한도 설정과 입증책임의 전환이다. 즉, 암호자산보관업자는 자신의 과실로 인한 암호자산 또는 암호자산에 대한 접근매체의 손실 발생 시 이에 대한 책임이 있으며, 그때 손해배상액은 손실 발생 시 분실된 암호자산의 시장가를 한도로 한다.<sup>194)</sup> 최고액에 대한 제한을 두는 형식이지만 손해배상액을 사실상 특정했다고 볼 수 있다. 문제는 시장가가 없는 경우인데, 시장가가 없는 것을 보관업자에게 보관위탁할 상황이란 것이 많지 않겠지만 암호자산은 내재적 가치가 없으므로 그 가치산정을 둘러싼 다툼이 있을 것으로 생각된다. 두 번째 보관업자의 과실책임과 관련한 특칙은 입증책임을 보관업자에게 전환시킨 것이다. 즉, 제76조 제8항 제2문단은 보관업자가 그 손실이 관련 서비스의 제공과 무관하게 또는 보관업자가 통제할 수 없는 분산원장의 운영에 내재된 문제와 같이 보관업자의 운영과 무관하게 발생했음을 입증한 경우에는 보관업자에게 유책사유가 없다고 규정한다. 이 같은 보관업자의 과실책임에 대한 입증책임전환은 UCITS지침과 AIFM지침의 규정을 본받은 것이다.<sup>195)</sup>

마지막으로, 보관업자는 고객과 그들의 권리·의무 등을 규정하는 보관계약을 체결하여야 하며,

189) MiCAR 제75조 제2항.

190) MiCAR 제75조 제6항.

191) Etay Katz & Simon Helm, 앞의 자료 참조.

192) MiCAR 제75조 제7항 제1문.

193) MiCAR 제75조 제7항 제2문. 암호자산보관업자는 보관되어 보유되는 암호자산이 암호자산보관업자의 재산과 운영적으로(operationally)도 분별되도록 의무화한다(동항 제3문).

194) MiCAR 제75조 제8항 제1문.

195) Etay Katz & Simon Helm, 앞의 자료 참조.

암호자산과 접근매체의 보관과 통제를 위한 내부규칙과 절차를 담은 보관정책을 마련하여야 한다.<sup>196)</sup> 그리고 보관업자는 암호자산에 부착된 권리를 고객이 행사할 수 있도록 하여야 하며, 별도의 약정이 없는 한 분산원장기술의 변경이나 고객의 권리를 창설하거나 변경할 가능성이 있는 그 밖의 사건이 있는 경우 해당 변경이나 사건 발생 시 고객의 포지션에 기반하여 새롭게 생성된 모든 암호자산이나 권리는 고객에게 귀속시켜야 한다.<sup>197)</sup> 한편, 보관업자는 보관서비스를 타인에게 업무위탁을 할 수 있지만, 위탁을 받을 그 타인은 보관업 인가를 받은 자이어야 하며, 보관서비스를 위탁할 경우 보관업자는 이를 고객에게 통지하여야 한다.<sup>198)</sup>

#### 나. 암호자산 거래플랫폼운영자

암호자산거래의 실무상 거래플랫폼운영자는 투자자들과 가장 많은 접점을 가지며, 투자자의 자금과 암호자산을 직접 보관하는 경우가 대부분이고, 거래를 체결하는 기능을 제공함은 물론 결제까지 수행한다. 이에, MiCAR는 거래플랫폼업을 암호자산업자 중 가장 많은 자기자본이 요구되는 유형으로 분류함으로써 규제 핵심 중 하나에 있음을 강조한다. 무엇보다 우리의 가상자산이 용자보호법과 달리 거래플랫폼운용업을 별도의 서비스로 구분하고 업자에 대한 개별 행위규제를 따로 규정하고 있는 점이 특색이다. 실무상 거래플랫폼은 대체거래시스템이 아니라 ‘거래소’라고 불리는 만큼 단순한 거래체결시설이 아니라 거래승인과 취소의 결정,<sup>199)</sup> 시장감시, 결제 등 현 자본시장에서는 분화되거나 엄격한 이해상충체계 내에서 이루어지는 업무를 통합하여 하나의 조직에서 제공하고 있다는 점에서 거래플랫폼업자에 대한 특칙을 두는 것은 어쩌면 당연한 것이라고 할 수 있다.

거래플랫폼운영자는 원회원국의 언어<sup>200)</sup> 또는 국제파이낸스 영역에서 관례적으로 사용되는 언어 즉, 영어로 명확하고 투명한 거래플랫폼 운영규칙을 제정, 관리 및 시행하여야 한다. 이러한 운영규칙에는 (1) 거래플랫폼에 암호자산을 승인하기 전에 적용되는 실사요건을 포함한 승인 절차, (2) 거래플랫폼에의 거래승인이 거부되는 유형이 있는 경우 그 거래승인이 거부되는 암호자산 종류의 배제유형, (3) 거래플랫폼에 암호자산을 거래승인하기 위한 정책, 절차 및 수수료 수준, (4) 거래를 원하는 고객의 거래플랫폼에 대한 공정하고 개방적인 접근을 촉진하기 위한 객관적이고 비례적인 거래 활동 참여 기준, (5) 공정하고 질서정연한 거래를 보장하기 위한 비재량적 규칙과 절차 및 효율적인 주문집행을 위한 객관적인 기준, (6) 유동성 기준 및 정기공시 요건을 포함하여 암호자산의 거래 접근성을 유지할 수 있는 조건, (7) 암호자산의 거래가 일시 중지될 수 있는 조건 및 (8) 암호자산과 자금의 효율적인 결제를 위한 절차를 설정하여야 한다.<sup>201)</sup>

암호자산의 거래승인 전에 거래플랫폼운영자는 해당 암호자산이 운영규정을 준수하도록 하여야

196) MiCAR 제75조 제1항 및 제3항.

197) MiCAR 제75조 제4항.

198) MiCAR 제75조 제9항.

199) 영국의 경우 상장심사는 거래소가 아니라 별도의 상장위원회에서 결정한다.

200) 암호자산 거래플랫폼이 원회원국이 아닌 다른 호스트회원국에서 운영되는 경우 운영규칙은 그 호스트 회원국의 언어나 영어로 작성되어야 한다(MiCAR 제76조 제4항 제2문).

201) MiCAR 제76조 제1항 및 제4항.

하며, 적합성의 평가 시에 해당 암호자산발행인과 그 개발팀의 경험, 이력 및 평판을 고려하여, 특히 채택된 기술적 솔루션의 신뢰성과 불법 또는 사기적 행위의 연루가능성을 평가하여야 한다.<sup>202)</sup> 그리고 익명화 기능이 내장된 암호자산은 평가자제도 필요없이 거래승인이 불허되지만, 해당 거래플랫폼운영자가 암호자산보유자 및 거래이력을 식별할 수 있는 경우에는 예외적으로 거래승인을 허용할 수 있다.<sup>203)</sup>

이미 언급한 바와 같이, 높은 이해상충 가능성으로 인해 거래플랫폼운영자는 자신의 거래플랫폼에서 자기거래를 할 수 없다. 이는 거래플랫폼운영자가 자기계산으로 행위하는 자금 또는 다른 암호자산과의 교환업 인가를 받은 경우에도 동일하다.<sup>204)</sup> 이는 투자자 입장에서 거래플랫폼운영자가 교환업자로서 매매를 하는 것인지 아니면 매매체결을 위한 중개를 하는 것인지 알 수 없을 뿐만 아니라 교환업자로서 매매를 하더라도 일반적인 거래시스템에서 상대방의 신원을 알 수 없는 것이 일반적이므로 이해상충을 원천적으로 방지하지 위해 교환서비스도 불가하다고 규정하는 것으로 생각된다. 하지만, 예외적으로 매칭자기거래(matched principal trading)<sup>205)</sup>는 몇 가지 요건을 만족하는 경우 가능하다. MiCAR 제3조 제1항 제40호에서 규정하는 정의에 일치하여야 함은 물론이고, 고객이 해당 프로세스에 동의하여야 한다.<sup>206)</sup> 매칭자기거래 이후 거래플랫폼운영자는 자신의 매칭자기거래 이용을 설명하는 정보를 권한당국에 제공하여야 하며, 권한당국은 거래플랫폼운영자의 매칭거래 관여를 감시하고 거래플랫폼운영자가 매칭자기거래에 관여하는 것이 그러한 거래의 정의에 계속 부합하고 거래플랫폼운영자와 고객 간에 이해상충을 일으키지 않도록 하여야 한다.<sup>207)</sup> 이 같은 매칭자기거래는 EU집행위원회의 원안은 물론이고 2022년 3월 EU의회 안에서는 없던 것인데, 2022년 10월 EU이사회안 제68조 제3a항에서 최종안 제76조 제6항과 동일한 내용의 조항이 추가되었다. 거래플랫폼의 실무가 반영된 것으로 추측된다.

거래체결시스템으로서의 역할을 다하고 시장건전성을 도모할 수 있도록 거래플랫폼운영자는 거래시간 동안 지속적으로 호가와 거래관심도의 깊이를 공지하여야 하며,<sup>208)</sup> 기술적으로 가능한 한 실시간으로 거래플랫폼에서 거래된 암호자산의 가격, 거래량 및 거래체결 시간을 공개하여야 한다.<sup>209)</sup> 그리고 거래플랫폼운영자가 자신의 거래시스템상에서 또는 거래시스템을 통하여 발생한 시장남용이나 시장남용미수 사례를 확인한 경우 이를 권한당국에 통지하여야 한다.<sup>210)</sup>

마지막으로, 거래플랫폼운영자의 분산원장상 최종결제의 마감시간과 관련하여 MiCAR는 그 거

202) MiCAR 제76조 제2항.

203) MiCAR 제76조 제3항.

204) MiCAR 제76조 제5항.

205) 매칭자기거래는 거래의 촉진을 위해 거래촉진자가 매도자와 매수자 사이에 개입하여 매도자에 대해서는 매수자로서, 매수자에 대해서는 매도자로서, (1) 주문을 집행하는 동안 시장위험에 노출되지 않고 (2) 자신에게 이익이나 손실이 없는 가격으로 그리고 (3) 시간적으로 동시에 거래를 체결시키는 거래를 말한다. 우리 용어로는 시장조성자기거래가 대표적인 예라고 할 수 있다. MiCAR 제3조 제1항 제40호는 매칭자기거래의 정의를 MiFID II 제4조 제1항 제38호에서 규정하는 것으로 정의하는데, MiFID II의 동 조항의 정의는 앞서 설명한 것과 같이 규정한다.

206) MiCAR 제76조 제6항. 이 동의가 약관에 포함되어도 가능한 것인지에 대한 별도의 언급은 없다. 따라서 약관에 포함되어 있을 경우 고객의 동의 요건은 큰 의미가 없을 것이다.

207) MiCAR 제76조 제6항.

208) MiCAR 제76조 제9항.

209) MiCAR 제76조 제10항.

210) MiCAR 제76조 제8항.

래의 체결이 어디에서 일어나는 것인지에 따라 그 마감시간을 달리 규정한다. 거래플랫폼운영자의 거래플랫폼에서 거래가 체결된 경우에는 그 거래가 체결된 후 24시간 내에, 분산원장 밖에서 이미 결제된 거래의 경우에는 당일 마감 시까지, 분산원장에 그 암호자산 거래의 최종결제를 개시하여야 한다. 이는 거래플랫폼에서의 거래와 암호자산 자체의 분산원장 거래가 다르기 때문에 거래플랫폼에서 일어난 거래를 분산원장에 실제 반영해야 하는 절차가 있어야 하므로 이를 최종결제(final settlement)라는 용어를 사용하여 거래플랫폼에서 일어난 거래는 체결 후 24시간 이내에, 그리고 이미 거래플랫폼 밖에서 즉, 장외에서 당사자들 간의 거래는 그 거래일의 종료시점(closing)에<sup>211)</sup> 분산원장에 해당 거래의 최종내역을 반영하기 위한 작업을 각 암호자산의 분산원장상에서 개시하도록 하는 것이다.<sup>212)</sup>

#### IV. 업규제 등과 관련한 2단계 입법 시 고려사항

자본시장은 증권을 이용하여 자금수요자인 발행인과 자금공급자인 투자자 간 또는 투자자 간에 직접적인 관계를 맺는 방식으로 거래가 발생하는 직접금융시장이다. 암호자산시장은 증권을 암호자산으로 치환하여 자본시장과 동일한 방식을 자금을 조달하고 투자자 간 매매를 하는 등 새로운 유형의 직접금융시장이라는 특성을 갖는다. MiCAR는 암호자산시장이 이 같은 신유형의 직접금융시장이라는 점에 착안하여 MiFID II와 투자설명서규정, 시장남용지침 등 기존의 직접금융시장에 관한 EU 자본시장규제를 기초로 MiCAR를 설계하였다. 완전히 새로운 구조로 암호자산시장의 규제체계를 설계할 경우 불측의 흠결이 발생할 수도 있고, 시장참가자 등에게 새로운 규제체계에 대한 이해가 난해할 수도 있어 도리어 법적 확실성을 저해할 수도 있다. 따라서 EU의 입법자들은 제한된 시간 내에 신속하고 보다 법적 확실성을 담보할 수 방식 즉, 기존의 자본시장규제를 기초로 이를 암호자산시장에 변형·조정·보충하는 방식으로 MiCAR를 설계하였다고 평가할 수 있다.

올해 7월 19일부터 시행 예정인 가상자산이용자보호법도 이와 다르지 않다. 가상자산이용자보호법은 가상자산이용자를 보호하기 위한 사전적 규제장치로서 예치금의 별도관리와 가상자산의 보관 등을 규정하고, 사후적 규제장치로서 불공정거래규제를 규정하는데, 이는 모두 자본시장법에 기초하여 이를 가상자산시장에 맞추어 조정한 것이다.<sup>213)</sup> 그러나 가상자산이용자보호법을 제

211) 이것이 장외거래 당일의 자정까지를 의미하는 것인지 아니면 장외거래 당일의 해당 거래플랫폼 업무 마감시간을 의미하는 것인지 분명하지 않다. 문구상으로는 전자로 이해된다.

212) EU위원회의 원안에서는 24시간 내에 최종결제를 완료하도록 되어 있었으나, 비트코인의 경우 하나의 거래가 체결되는 데 평균 10분 정도 소요되므로 상당량의 거래를 24시간 안에 종료한다는 것은 불가능하다는 점을 반영하여 이를 완료가 아니라 개시로 수정한 것으로 생각된다. 참고로, 완료를 개시로 변경한 것은 2022년 3월 EU의회안부터이나, EU의회안은 ‘암호자산의 예치와 반환 행위의 경우 거래플랫폼에서 체결된 거래의 72시간 내에’ 분산원장에 최종결제를 시작하도록 규정하고 있었고, 2022년 10월 EU이사회안에서 현재와 거의 동일한 내용으로 규정되었다. 그러나 입법적으로 개시 시점만 규정하고 완료 시점에 대해서는 전혀 언급하지 않은 것은 비판의 대상이 될 수 있다고 생각한다. 적어도 실무적으로 가능한 시점 내에 지체없이 분산원장에서 결제를 완료하여야 한다는 정도의 제한은 두는 것이 바람직했다고 본다.

213) 가상자산법의 입법배경과 주요내용에 대한 소개로는 이정수, “가상자산 이용자 보호 등에 관한 법률의

정하는 과정에서 당시 우리 사회에 가장 문제가 되었던 것을 우선 해결하기 위해 불공정거래규제와 이용자의 재산을 보호하기 위한 규제만 먼저 도입하고,<sup>214)</sup> 공시규제, 업자규제 및 스테이블코인규제 등은 2단계 입법으로 남겨두었다.<sup>215)</sup> 1단계 입법 당시 상당수의 의원안이 국회에 제출되어 있었지만 이를 모두 무시하고 단지 불공정 거래와 이용자 보호를 위한 몇 개의 조문만 담은 미완성의 법을 제정했다는 것은 분명 비판의 대상이라 할 수 있지만, 현재 시점에서 이 같은 비판은 무용하며 2단계 입법에서 보다 완벽한 규정을 마련할 수 있도록 보다 활발한 논의가 필요한 시점이라고 본다. 이 점에서 아래에서는 위에서 논의한 MiCAR상 적용범위와 업규제의 주요 쟁점을 염두에 두면서 2단계 입법 시 고려할 사항을 제시하기로 한다.<sup>216)</sup>

## 1. 규제대상 가상자산<sup>217)</sup>의 유형화와 그 범위

### 가. 가상자산의 유형화

가상자산이용자법상 가상자산의 정의는 FATF에서 채택한 virtual currency를 가상자산으로 번역하고 FATF에서 정의하는 가상자산의 개념을 일부 수정하여 규정한 특정금융정보법상 가상자산의 정의<sup>218)</sup>를 다시 제2조 제1호에서 그대로 차용하면서 제외되는 것에 대한 범위를 조정하는 수준이다. 따라서 가상자산이용자법이 업규제를 규정하지 않고, 이용자보호와 불공정거래규제에 관한 규정만 두므로 별도의 유형화가 필요하지 않을 것으로 보인다. 그러나 업규제와 공시규제 등을 종합적으로 규정하는 2단계 입법에서는 가상자산의 유형화와 제외되는 것의 범위를 보다 촘촘하게 고려할 필요가 있다. 그리고 MiCAR와 유사하게 스테이블코인이 아닌 일반암호자산 중 유틸리티토큰(서비스이용형 가상자산)에 대한 특칙을 마련할 경우에는 그와 관련한 유형화의 필요성이 있다.

그러나 가상자산시장에 관한 규제설계의 목적상 가상자산의 유형화를 필요로 하는 가장 큰 이

법적 의의와 쟁점 및 향후 입법방향”, 증권법연구 제24권 제2호, 2023(이하 “이정수, 앞의논문(2023a)”로 인용), 89면 이하; 최민혁·강련호, “가상자산법의 입법 배경과 경위 및 향후 전망”, BFL 제22호, 2023. 11, 6면 이하 참조.

214) 이에 대하여는, 이정수, 위의 논문, 95면 참조.

215) 이정수 위의 논문, 114~115면; 최민혁·강련호, 앞의 논문, 17면.

216) 1단계 입법의 완성물인 가상자산법상 불공정거래규제에 관한 규정의 개정도 불가피해 보이나 이를 다룬 선행연구가 있으므로, 이하에서는 2단계 입법에서 추가적으로 규정해야 할 사항 중 이 글의 주제와 관련하여 중요하다고 판단하는 것에 한정하여 기술하기로 한다. 참고로, 가상자산법상 불공정거래규제에 대한 논의로는 우선, 원대성, “가상자산 이용자 보호 등에 관한 법률»에 따른 가상자산 불공정거래의 규제와 과제” 증권법연구 제24권 제3호, 2023, 53면 이하; 한서희, “가상자산 이용자 보호 등에 관한 법률»에서의 불공정거래행위에 대한 법적 고찰”, 증권법연구 제24권 제3호, 2023, 53면 이하; 임세영·박영주, “가상자산법의 법적 쟁점 3 : 제3장 불공정거래의 규제(상) (제10조, 제19조~21조)”, BFL 제122호, 2023. 11, 72면 이하; 윤종수·이정명, “가상자산법의 법적 쟁점 4 : 제3장 불공정거래의 규제(하) (제11조, 제12조 및 제17조)”, BFL 제122호, 2023. 11, 87면 이하 참조.

217) 이하 국내 가상자산법과 관련한 논의에서는 암호자산이 아니라 가상자산법상 법률용어인 가상자산이라는 용어를 사용하기로 한다. EU MiCAR의 맥락에서는 이를 구분하기 위해 암호자산이라는 용어를 따로 쓰기로 한다.

218) 특정금융정보법상 가상자산의 정의가 FATF가 2019년 채택된 국제기준에 따른 것임을 알 수 있는 것으로는, 금융위원회, 제30기 제3차 국제자금세탁방지기구 (FATF) 총회 참석, 2019. 6. 24 보도자료 참조.

유는 스테이블코인 규제에 있다. 스테이블코인 규제는 스테이블코인이 아닌 일반 가상자산과는 그 규제의 방법이나 수준이 일반 가상자산의 것과 확연한 차이가 있을 것이기 때문이다. 따라서 가상자산의 세부적인 유형화의 여부는 2단계 입법에서 가상자산법에 스테이블코인 규제를 포함하여 일원적으로 규정할 것인지 아니면 스테이블코인은 다른 가상자산과는 다른 특징을 가지므로 타법률에서 다루는 것으로 정할 것인지에 달려 있다고 할 수 있다. 가상자산규제법은 광의의 가상자산시장을 행위를 규제하는 행정규제법으로서의 성격을 가진다. 즉, 가상자산규제법은 새로운 유형의 직접금융시장이라고 할 수 있는 가상자산시장<sup>219)</sup>의 업자와 가상자산의 발행 및 유통에 관한 규제법이다. 따라서 스테이블코인이 실물경제에서 지급결제용으로만 사용된다면 모르겠으나, 현재 스테이블코인의 대부분은 거래플랫폼에서 거래되고 있고,<sup>220)</sup> 모집·매출의 형태로 불특정다수에게 청약권유되는 현상이 발견되므로, 발행과 유통의 시장규제 측면에서는 동일한 가상자산법에서 이를 규율하는 것이 동일기능·동일행위·동일규제 원칙에 부합한다. 그리고 스테이블코인의 지급결제법적 쟁점에 대해서는 은행법이나 전자금융거래법 등을 개정하여 별도로 이를 정리하는 것이 바람직하다. 이에 대해, 스테이블코인에 대해서는 일본과 유사하게 우선 MiCAR의 전자화폐토큰에 해당하는 하나의 법화만을 준거하는 스테이블코인에 대해서만 우선적으로 다른 법률에서 규율하자는 견해도 있으나,<sup>221)</sup> 가상자산규제법의 목적상, 스테이블코인도 발행과 유통 단계의 참여하는 다수의 불특정 투자자에 대한 보호가 다른 일반적인 가상자산과 동일하게 필요하다는 점을 고려하면 기능적으로 하나의 법률에서 규율하는 것이 바람직하다. 일본이 EU와 달리 하나의 법률에서 스테이블코인을 규율하지 못한 것은 하나의 법화를 기초로 하는 스테이블코인은 일본 은행법상 환에 해당한다는 해석을 해 오다가 이를 법적으로 승인하여 규범화한 것이어서 단일 법률에서 규정하지 않은 것이다. 우리도 그렇게 해석할 여지가 없지 않으나, 우리 금융감독 당국이 그러한 해석을 한 사례가 없고 현재도 USDT가 일부 거래플랫폼에서 거래되고 있는 상황에서 우리가 일본과 유사한 경로를 취할 필요는 없다. 오히려, 가상자산의 발행과 유통을 일괄하여 규정함으로써 동일한 해석론하에서 투자자보호의 흠결을 없앨 수 있다는 장점이 크다는 점을 고려할 필요가 있다.<sup>222)</sup> 따라서 스테이블코인을 가상자산법에 포섭하여 규정한다면, 결국 MiCAR의

219) 가상자산시장이 새로운 유형의 직접금융시장이라고 언급하여 가상자산규제를 다루는 가상자산법이 금융법의 일부라는 의미는 아니다. 연혁적으로나 정책적으로 볼 때, 현 가상자산법은 금융법의 일부에 포함되지 않는 것으로 설계되었다고 보는 것이 타당하다. 다만, 강학상의 금융법에는 포함된다고 할 수 있으며, 후술하는 바와 같이 일정한 시점에는 이른바, ‘금가분리원칙’을 폐지하여 가상자산규제를 금융규제의 일부로 수용하는 것이 타당하다고 본다. 원대성, 앞의 논문, 43면 각주 3도 가상자산법이 금융규제법이 아니라는 점을 강조한다. 이정수, 앞의 논문(2023a), 91면은 가상자산법은 가상자산에 대한 최초의 금융규제법이라고 평가하는데, 여기서의 금융규제법은 강학상 넓은 의미의 금융규제법으로 이해된다.

220) 스테이블코인의 상당수는 DeFi에서 거래의 결제수단으로 이용되고 있다.

221) 이정수, “가상자산기본법의 입법방향에 관한 연구—2차 입법을 중심으로”, 증권법연구 제24권 제3호, 2023(이하 “이정수, 앞의 논문(2023b)”로 인용), 12면 및 30면. 이정수 교수의 이 논문은 스테이블코인을 결제성 가상자산이라고 칭하지만, 그 명칭과 달리 결제에 사용하느냐의 여부가 아니라 실질적으로 가격변동이 없는 가상자산을 의미한다고 한다(30면). 그렇다면 결제성 가상자산이라고 할 것이 아니라 도리어 가치안정형 가상자산이라고 하는 것이 더 정확한 것이 아닌가 생각된다. 결제성 가상자산이라고 하면 그 의미가 결제에 사용되는 가상자산으로 이해되고, 이 경우 비트코인 등도 결제성 가상자산이 되기 때문이다.

222) 이정수, 앞의 논문(2023b), 12면은 결제성 가상자산은 투자성 가상자산과 달리 미공개중요정보이용행위나 시세조종 등 불공정거래의 대상이 아니고 지급결제수단으로 사용된다고 기술한다. 그러나 스테이블코인이 국내 가상자산 거래플랫폼에서 엄연히 거래되고 있고 이에 관한 시세조종도 일반 가상자산과는

암호자산 분류방식에 따른 유형화가 유력한 입법사례<sup>223)</sup>가 될 것으로 생각된다.

#### 나. 규제대상 가상자산의 범위: 적용제외

가상자산이용자법은 (1) 고객 포인트나 항공마일리지와 같이 화폐·재화·용역 등으로 교환될 수 없는 전자적 증표 또는 그 증표에 관한 정보로서 발행인이 사용처와 그 용도를 제한한 것, (2) 게임산업진흥법에 따른 게임물의 이용을 통하여 획득한 유·무형의 결과물, (3) 전자금융거래법에 따른 선불전자지급수단과 전자화폐, (4) 전자증권법에 따른 전자등록주식등, (4) 전자어음법에 따른 전자어음, (5) 상법에 따른 전자선하증권, (6) 한국은행이 발행하는 전자적 형태의 화폐(CBDC) 및 그와 관련된 서비스<sup>224)</sup> 그리고 동법 시행령에서 규정하는 것<sup>225)</sup>을 가상자산의 범위에서 제외한다.<sup>226)</sup> MiCAR의 규정방식과 차이가 있는 것은 MiCAR는 암호자산이 전자적 표시라는 그 자체와는 무관하게 기존 법령의 금융상품을 제외하는 방식을 취한다. 입법기술적 측면에서 이런 방식을 취하는 것이 더 합리적이라고 할 수 있다. 예컨대, 전자어음법에 따른 전자어음이 제외된다고 규정하면, 전자어음법상 발행요건을 맞추지 않으면 전자어음법상 전자어음이 아니고, 대량성 등을 갖추지 못하면 자본시장법상 채무증권에도 포함되지 않아서 단순히 민법상 지명채권에 불과하지만 가상자산이용자법의 적용을 받게 되는 불합리한 상황이 발생할 수 있다. 또한 주식을 전자증권법에 따라 발행하지 않고, 개별회사의 전산시스템에서 발행한 경우 전자증권법상 주식등이 아니므로 가상자산에 포함되는 불합리한 상황도 발생된다. 따라서 현재와 같은 체계로 규정할 것이 아니라 자본시장법이나 은행법, 전자금융거래법 등의 금융법에서 규정하는 금융상품이 아니면 금융소비자보호법상 금융상품을 일괄하여 배제하는 하는 것을 검토할 필요가 있다.

NFT와 관련해서는 가상자산이용자보호법시행령안 제2조 제4호에서 “수집을 주된 목적으로 하

그 양상이 다를 것이나 이론적으로 불가능한 것도 아니며, 시장정보나 정책정보를 이용하여 미공개중요 정보이용행위를 할 수 있음은 물론이다. 그리고 현재 우리나라에서는 스테이블코인이 지급결제수단으로 사용되는 경우도 거의 없다. 특히, 하나의 법화에 폐기된 스테이블코인이 아니라 복수의 법화나 자산에 준거하는 스테이블코인은 불공정거래규제나 발행공시규제의 필요성이 상당하다. 그리고 하나의 법화를 준거하는 스테이블코인을 전자금융거래법과 같은 별도의 법률에 포함하여 규율하는 것도 가능하나, 수범자 측면에서 하나의 법화를 준거하면 예컨대 전자금융거래법을, 그 외의 스테이블코인은 가상자산법이나 다른 법을 적용해야 한다면 오히려 혼란스러울 수도 있다는 점에서 적어도 스테이블코인의 발행과 유통 및 불공정거래규제에 대해서는 가상자산법에서 통일적으로 규정하는 것이 바람직할 것이다.

223) 영국도 스테이블코인의 1단계 규제를 준비하고 있으므로 이도 추가적인 검토의 대상일 것이다. 미국의 움직임도 주시해야 함은 물론이다. 영국의 준비에 대하여는 FCA, Regulating Cryptoassets Phase 1: Stablecoins, Discussion Paper DP 23/4, November 2023; Bank of England, Regulatory Regime for Systemic Payment Systems Using Stablecoins and Related Service Providers, Discussion Paper, 6 November 2023 참조.

224) 여기서 CBDC를 제외한 것은 자연스러우나, 가상자산의 개념에 속하지도 않는 ‘서비스’를 제외한다고 규정한 것은 실망스럽다. 무슨 의도이고 왜 그렇게 규정한 것인지 이해할 수 없는 것은 아니나, 가상자산의 개념을 정의하는 곳에서 CBDC와 관련한 서비스를 제외한다고 규정한 것은 입법기술적으로 적절해 보이지 않는다.

225) 입법예고된 가상자산법시행령안 제2조에서는 전자금융거래법상 전자채권, 모바일기기에 저장되어 사용되는 상품권, 한국은행이 CBDC를 발행·관리하는 네트워크 내에서 전자적 형태로 발행되는 예금자보호법에 따른 예금등, NFT를 가상자산의 범위에서 제외한다. MiCAR와 달리 일반적인 은행의 예금을 제외하지 않은 것은 의외이다. 예금도 도매시장에서는 거래가 되므로 가상자산의 정의에 포함된다고 해석될 수 있기 때문이다.

226) 가상자산법 제2조 제1호.

거나 거래 당사자 간에 거래의 확인을 위하여 수수하는 것 등과 같이 단일하게 존재하여 상호 간에 대체할 수 없는 전자적 증표”라고 정의하여 이를 가상자산의 개념에서 제외시키는 시도를 하고 있다. 이 정의는 MiCAR의 고유성 및 대체불가성과 유사하게 단일성<sup>227)</sup>과 비대체성을 요구하고 있지만, 단일성 및 대체불가성이 있다고 하여 모두 배제할 것은 아니라고 생각된다. 이와 관련해서는 MiCAR의 관련 논의를 충분히 검토할 필요가 있을 것이며, 이에 관한 MiCAR의 논의는 우리법의 해석론에도 충분히 반영되어야 할 것이다. 다만, MiCAR와 달리 가상자산이용자 보호법은 형사적 규제를 포함하고 있으므로, 확장해석에 한계가 있기 때문에 시행령안의 정의가 바람직한 것인지를 다시 점검해야 할 필요는 있다고 본다.

가상자산은 아니나 법의 적용범위와 관련하여 분산권한금융에 대한 충분한 검토도 필요하다고 본다. MiCAR와 같이 완전히 분산되어 있는 경우에만 제외시키고 일부분이 중앙화되어 있다면 이를 가상자산이용자법의 적용범위로 포섭할 것인지를 검토할 필요가 있다. 일부분의 의미가 명확하지 않다는 점에서 우리로서는 먼저 분산권한금융이 무엇인지 그 개념을 정립하고, 다음으로 법의 적용범위에서 제외시킬 수 있는 요건을 정할 필요가 있을 것이다. MiCAR가 전문 22를 통해 부분적으로만 분산된 형태로 암호자산업이 영위되는 경우 이를 MiCAR의 적용범위라고 실시하는 것은 분산권한금융이라는 형태를 취한다고 하여 이를 MiCAR의 적용범위에서 제외시킬 의사가 없는 것을 명확히 했다고 볼 수 있다. 그런 점에서 우리로서는 분산권한금융규제의 관점에 서라도 먼저 업자의 진입규제 측면에서 영업이라는 개념 대신에 영리성을 요구하지 않는 단순한 계속적·반복적 행위로 규제의 대상을 삼을 필요가 있을 것이다. 갑자기 영업이라는 개념을 포기하면 어렵다면 영리성의 개념에 대한 해석을 넓게 할 수 있는 하는 방식도 고려할 수 있을 것이다. 어느 경우이든 현재와 같은 형태의 영업 개념을 고집할 경우 현재의 분산권한금융 실무를 감안할 때 이를 규제대상으로 삼기는 요원하다고 생각된다. 분산권한금융을 계속 법의 사각지대로 남겨둘 경우 풍선효과에 의해 오히려 투자자 보호가 더 취약해지는 경우가 발생할 수 있음을 고려하여 2단계 입법에서는 분산권한금융에 대해 보다 적극적인 규제체계의 설계작업이 이루어져야 할 것이다.

## 2. 가상자산업의 확대와 유형분류

사실상 가상자산이용자보호법은 특정금융정보법이 규정하는 가상자산사업자의 개념과 유형을 그대로 차용한다. 현재 약한 단계의 진입규제와 영업행위규제가 특정금융정보법에 규정되어 있으므로, 특정금융정보법과 다른 유형의 가상자산업을 규정하기는 어려웠을 것이기 때문에 2단계 입법 전까지는 가상자산업의 종류를 현재와 같은 형태로 유지하는 쪽으로 정한 것이라고 추정된다.<sup>228)</sup> 특정금융정보법상 가상자산사업자의 유형도 FATA의 분류방법을 모델로 한 것이고 그 모델은 6년 전인 2018년에 확정된 것이므로 빠르게 변하고 있는 가상자산시장의 변화를 충분히

227) 고유성과 단일성은 반드시 같은 의미가 아닐 수 있으나, 같은 취지로 이해해야 할 것이다.

228) 물론, 가상자산법에 부칙으로 특정금융정보법을 개정하는 방식으로 가상자산업을 확대하거나 수정하는 것도 가능했을 것이나 그렇게 하지 않은 것은 이 같은 추론을 뒷받침한다. 물론, 빠른 입법의 마무리를 위해 쟁점을 최소화했을 가능성도 컸다고 생각된다.

반영하지 못하고 있음은 분명하다. 무엇보다 자본시장법과 MiCAR에는 존재하는 자문업과 일임업이 부재하고, 대차업과 대차중개업, 예치·스테이킹업도 규제대상에서 벗어나 있다. 국내에 가상자산 인수업 실무는 없는 것으로 보이나 주선행위는 있는 경우가 있으므로 이에 관한 측면도 규제흡결 상태이다. 또한, 가상자산거래시설운영업을 별도로 규정하지 않는 점도 규제의 불균형을 초래하는 중요한 원인이 되고 있다.

먼저, 현재 SNS 등 온라인을 통해 수많은 가상자산자문업이 횡횡하고 있음을 감안할 때 가상자산자문업을 규제체계 내로 포섭할 필요성은 충분하다고 본다. 그리고 가상자산시장이 보다 정보에 입각한 건전한 투자시장이 될 수 있도록 유도하기 위해서라도 가상자산자문업의 도입은 필요성은 높다고 할 것이다. 따라서 가상자산자문업과 관련하여, 이를 투자자문업자의 영역에 포섭하여 허용할 것인지, 아니면 별도의 가상자산만을 위한 자문업을 도입할 것인지, 그도 아니면 현 상황에서 이를 도입하지 않는 것이 바람직 것인지를 검토할 필요가 있을 것이다. 우선 가상자산자문업의 도입은 가상자산투자자의 이익을 증진시킬 수 있다는 점에서 그리고 건전한 가상자산시장의 도모와 이를 통한 투자자 보호의 측면에서 독립된 형태의 가상자산자문업을 도입할 필요가 있다. 자본시장법상 투자자문업의 ‘금융상품등’ 개념에 가상자산을 추가할 투자자문업자가 가상자산자문업을 제공할 수 있도록 하는 방법도 있으나, 이른바, ‘금가분리 원칙’을 고수하는 상황에서 이를 투자자문업으로 포섭하는 것은 다소 현실성이 떨어지는 안일 수 있다. 따라서 가상자산자문업을 도입할 경우에는 가상자산이용자보호법에서 이를 규율하는 것이 설득력을 가질 것으로 보인다. 다만, ‘금가분리 원칙’을 포기한다면, 투자자문업으로 일원화하는 것이 해당 업을 촉진하고 투자자 보호라는 가상자산자문업의 도입 목적에도 더욱 부합할 수 있을 것이다. 그러나 가상자산만을 위한 자문업을 도입할 경우 실제로 해당 업을 영위려는 수요가 많지 않을 것이지만, 난립한 온라인상의 가상자산에 관한 유사자문행위를 일부분 해소할 수 있는 효과는 거둘 수 있을 것으로 예상된다. 마지막으로, 가상자산자문업을 도입할 필요가 없다는 측면은 현재 법인투자가 허용되지 않으므로 가상자산자문업을 도입해도 영업성 실제로 이 업을 영위할 자가 거의 없을 것이기 때문에 굳이 이를 도입할 필요가 없다는 주장이 그 근거의 하나가 될 수 있을 것인데, 앞서 언급한 바와 같이 업자의 출현과는 상관없이 가상자산자문업이 존재할 때 이를 위반한 업자에게 제재를 가할 수 있으므로 건전한 가상자산시장의 도모라는 측면에서는 자문업의 도입이 이익부합적 판단이라고 본다. 가상자산일임업도 유사한 논리가 가능하며, 가상자산일임업의 도입 필요성은 이에 관한 업규제가 없다면 로보어드바이저와 같이 AI를 활용한 가상자산일임투자를 규제대상에 포섭할 수 없는 문제가 있으므로 업의 장려 측면이 아니라, 소극적 규제 측면에서라도 가상자산일임업을 적극적으로 검토할 필요가 있다.

2단계 입법에서 가상자산 대차업 또는 대차중개업, 환매조건부매매업 및 환매조건매매관리업(3자간 Repo), 예치업, 예치중개업 또는 스테이킹중개업을 가상자산업의 하나로 추가할 것인지에 대해서도 적극적인 검토할 필요가 있다. MiCAR는 현재 이에 대해서는 아무런 규정을 두고 있지 않으나, 2024년 말까지 대차 및 스테이킹과 관련한 보고서를 EU의회와 EU이사회에 제출하도록 하여 향후 MiCAR II에서 이를 반영할 것으로 예상된다. 우리 입장에서는 외국사례가 없다고 이에 대한 입법을 미룰 필요는 없다고 본다. 환매조건부매매업을 제외한 나머지 업무는 현재 자본

시장법상 별도의 진입규제는 없기 때문에 이를 별도의 업무로 규제할 필요성이 높지 않다고 주장하는 견해도 있을 수 있다. 가상자산업의 유형을 자본시장법과 같이 매매업, 중개업, 신탁업, 집합투자업, 일임업, 자문업과 유사하게 구분하면 스테이킹중개업을 제외하고 나머지 업무는 그 하위 업무로 수용할 수도 있다는 견해<sup>229)</sup>에서는 타당한 주장이 될 수 있다. 사실 MiCAR에서 제시하는 가상자산업의 유형은 MiFID II의 투자회사 분류법을 따른 것이므로 우리가 이를 그대로 따를 필요는 없다.<sup>230)</sup> 어느 방법을 취하든 장단점이 있으나 우리의 입장에서는 자본시장법을 통해 이미 익숙한 업분류 방식을 따르는 것이 수범자 입장이나 법의 해석론 차원에서도 편리할 것이다. 다만 이 경우에도 스테이킹중개업은 별도로 고려할 필요가 있다. 스테이킹을 가상자산발행인이 직접 하는 경우에는 이는 POS(Proof of Stake: 지분증명) 방식을 취하는 블록체인에서 불가피한 것이므로 이를 별도의 업으로 규정하여 규제하는 것은 지나친 규제일 수 있다. 그러나 스테이킹을 촉진하기 위해 해당 가상자산의 스테이킹을 중개하는 유형의 서비스를 제공하고 중간에서 일부의 이익을 수취하는 스테이킹중개업은 별도의 업으로 규제할 필요성이 있다고 본다. 그리고 스테이킹중개와는 관계없는 순수한 유형의 예치업은 수취자의 입장에서 보면 예치한 가상자산을 차입하고 대차기간의 종료시점에 수수료와 함께 대차가상자산을 예치인(대여자)에게 반환하는 것과 같은 실질을 가지므로 대차업을 넓게 규정함으로써 이를 포섭하는 것도 가능하다. 다만, 이를 위해서는 명문의 규정으로 계약의 형식에도 불구하고 일방 당사자가 타방 당사자에게 가상자산을 이전하고 일정한 시점이나 가상자산을 이전한 일방 당사자가 요청하는 시점에 일정한 금전 등의 이익을 더하여 이전받은 가상자산을 반환하는 행위는 대차업으로 간주하는 것이 필요할 것이다.

가상자산이용자보호법은 특정금융정보법과 달리 ‘가상자산시장’이라는 개념을 도입하여 이를 가상자산의 매매 또는 가상자산 간 교환을 할 수 있는 시장으로 정의한다.<sup>231)</sup> 그런데 이 같은 가상자산시장의 개념은 구체적인 거래장소 내지 거래시설을 지칭하는 것이기도 하지만, 광의로 거래가 체결되는 곳을 의미하는 것으로도 읽힌다.<sup>232)</sup> 따라서 가상자산거래소 내지 가상자산거래 플랫폼운영업자에 대한 2단계 입법의 규제에서 우선 MiCAR의 거래플랫폼에 상응하는 개념이라고 할 수 있는 가상자산거래시설과 이를 운영하는 자인 가상자산거래시설운영자라는 개념을 새로 도입할 필요가 있다. 그리고 그 규제의 내용은 MiCAR의 관련 규제와 자본시장법상 다자간매매 체결회사와 거래소에 관한 규제 부분을 일부 참고할 수 있을 것이나, 매칭자기거래와 관련해서는

229) 본문과는 다르나 자본시장법을 모델로 하는 견해로서, 이정수, 앞의 논문(2023b), 14면은 자본시장법을 모델로 매매업(매매, 중개)과 관리업(일임, 자문, 신탁, 집합투자)로 크게 구분하여 재분류하고 가상자산시장의 특성을 고려하여 시장인프라 관리업(거래소, 보관, 평가, 공시업 등)을 별도로 고려하는 방안이 바람직하다고 한다.

230) 이정수, 앞의 논문(2023b), 14면은 이를 주장하며, 이러한 분류를 그대로 수용하는 경우 기존의 업자 분류와 충돌하거나 혼란을 가져올 여지가 있고 주문접수·전송업과 주문집행업은 중개업에 포함될 수 있으므로 반드시 그대로 따라야 할 필요성이 없다고 한다.

231) 가상자산법 제2항 제4호.

232) 예컨대, 제1조의 가상자산법의 목적과 관련한 부분은 물론이고, 제5조는 가상자산 관련 위원회와 관련하여 ‘가상자산시장 및 가상자산사업자에 대한 정책 및 제도’라는 문구를 사용하므로 여기서의 가상자산시장은 광의로 시장을 의미하는 것으로 읽어야 할 것이다. 반대로, 제12조 제1조의 이상거래감시와 관련하여 ‘가상자산시장을 개설·운영하는’이라는 문구를 사용하므로 여기서의 가상자산시장은 협의의 거래시설로 보아야 할 것이다.

이를 허용할지 아니면 제3자인 시장조성자를 통해서만 가능하도록 할지에 대해 논의할 필요가 있을 것이다. 자본시장법상 거래소가 직접 자기계산으로 시장에서 거래할 수 없으므로, 가상자산의 경우에도 이를 그대로 적용할 것인지 아니면 가상자산시장에서는 자본시장과 같은 시장조성자 역할을 할 수 있는 자가 없지만 시장조성의 역할은 필요하므로 해당 거래플랫폼운영자가 그 역할을 할 수 있도록 할 것인지에 대해 정책적으로 결정할 필요가 있을 것이다.

마지막으로, 가상자산업의 분류를 자본시장법에 터잡을 경우이든 현재의 방식에 새로운 유형을 추가하는 방식을 취하든 특정금융정보법과는 달리 그 진입규제의 수준으로 ‘신고’는 바람직하지 않다. 자본시장법을 모델로 할 경우 자연스럽게 인가와 등록의 수준으로 규정하는 것이 바람직하다. 다만, 자본시장법과 같은 수준의 과도한 자기자본 등을 요구하는 것은 후발주자들의 진입을 막는 역기능이 나타날 수밖에 없으므로 가상자산업자의 특성도 적절히 반영하는 것이 필요하다고 생각된다.

### 3. 금융업자의 겸업 허용 여부: 이른바, ‘금가분리원칙’의 폐지 여부

미국, EU, 영국 및 일본의 사례를 볼 때, 우리나라와 같이 금융업과 가상자산업을 엄격히 분리하여 양 업을 겸업할 수 없도록 하는 이른바, ‘금가분리원칙’을 고수하는 주요국은 없다. 이를 두고 가상자산규제정책의 갈라파고스라고 비판할 수도 있겠지만, 이러한 입장을 취하게 된 배경에는 과열된 가상자산시장<sup>233)</sup>에 금융업자의 진출을 허용하는 경우 불에 기름을 붓는 격이 될 수 있다는 우려와 금융회사를 투기적 성격이 심한 가상자산에 노출시킬 경우 자칫 금융회사의 신용에 악영향을 미칠 수 있다는 우려가 섞여 있는 것이 아닌가 생각된다. 그리고 특정금융정보법의 불완전한 업규제 및 행위규제를 제외하고 제대로 된 규제가 없던 가상자산시장에 금융업자를 노출시키거나 금융업자가 가상자산 관련 상품을 제조하거나 판매할 수 있게 되면 마치 자본시장 투자자에게 가상자산이 엄격한 규제를 받는 금융상품으로 오인하게 함으로써 오히려 자본시장의 투자자 보호를 해칠 수 있다는 우려가 밑바탕에 깔려 있다고 생각된다. 나아가, 자본시장과 달리 가상자산시장이 국민경제와 우리 사회에 어떤 편익을 가져오는 것인지에 대한 확증이 없는 상황에서 ‘금가겸업주의’로 급전환할 경우 정상적으로 작동하고 자본시장마저 영향을 받아 국민경제와 우리 사회 전체에 부정적인 영향을 줄 수 있다는 고려도 그 근거에 있다고 본다.<sup>234)</sup>

따라서 외국의 사례를 가지고 당장 금가분리원칙을 철폐를 주장하기에는 가상자산시장과 그 산업에 대한 우리 사회 한편의 시각이 여전히 부정적이라는 점을 부인하기는 어렵다. 따라서 현재의 금가분리원칙을 당분간 유지하되, 가상자산규제체계의 도입 이후 시장의 건전성이나 규율체계가 적절히 작동한다고 판단되는 시점에 이를 폐지하는 것이 바람직할 것이다. 그러나 이를 장래

233) 우리나라의 가상자산시장은 국제적으로도 그 과열 양상이 뚜렷하다. 2024년 4월 16일자 블룸버그 기사에 따르면 2024년 1분기에 원화가 달러를 제치고 전 세계에서 가장 높은 거래량을 차지한 통화라고 한다(Bloomberg/Sidhartha Shukla, Korean Won Topped Dollar as Preferred Currency for Crypto Trades in First Quarter, 2024. 4. 16 기사 참조).

234) 최민혁·강련호, 앞의 논문, 17면은 국회의 입법과정에서 가상자산법의 목적 조항에 ‘국민경제 발전에 이바지’를 포함하지 않은 것이 가상자산업이 전통적인 금융업에 준할 정도로 보기에 아직 시기상조라는 입법자의 입장과 가상자산에 대한 우리 사회의 유보적 입장을 단적으로 보여주는 것이라고 한다.

의 일로 치부할 것이 아니라, 단기적으로는 시장이나 투자자에게 미치는 영향력이 크지 않은 영역부터 점진적으로 금가분리원칙을 폐지하여 그 결과를 조금씩 관찰해 나가고, 긍정적인 결과가 있을 경우 5~10년 정도 내에 이를 철폐하는 것이 바람직하다고 본다.

단기적으로 당분간 금가분리원칙을 고수할 경우에는 MiCAR와 같이 기존의 금융업자가 인가 없이 가상자산업을 영위할 수 있도록 하는 것은 논의의 대상이 아닐 것이다. 금가분리원칙하에서는 인가를 받고 가상자산업을 영위하는 것조차도 논의의 대상이 아니므로, MiCAR의 사례를 본 받아야 한다는 것은 공염불일 수 있으나, 늦어도 중장기적으로는 금가겸업주의를 취해야 한다는 필자의 입장에서는 MiCAR의 관련 사례는 여전히 의미가 있다고 생각된다. 특히, 금융투자업자, 한국거래소, 한국예탁결제원, 전자화폐업자 등에 대해 관련 정보의 통지만으로 상응하는 업무를 영위할 수 있도록 한 점은 추후 금가겸업주의의 채택 시 고려해야 할 중요한 포인트라고 생각된다.

#### 4. 가상자산플랫폼을 통해 보유하는 가상자산투자자 권리의 보호

현재 우리나라 가상자산 거래플랫폼에서 거래되는 가상자산은 엄밀히 말하면 가상자산이 아니라 가상자산투자자<sup>235)</sup>의 거래플랫폼이 고객용으로 별도 관리하는 해당 거래플랫폼의 전자지갑에 표시된 가상자산의 수량에 상응하는 것을 다시 거래플랫폼 자신의 전산시스템에서 표시한 것에 지나지 않는다. 즉, 거래플랫폼에서 관리하는 장부에 기재된 가상자산투자자의 가상자산 보유분의 법적 성질은 거래플랫폼에 의해 개별 가상자산의 분산원장상에 기재되어 관리되고 있는 실제의 가상자산을 해당 투자자에게 반환 내지 인도해 줄 것을 청구할 수 있는 채권적 권리이다.<sup>236)</sup> 따라서 가상자산투자자의 권리에 대한 법적 확실성을 도모하기 위해서는 2단계의 보호절차가 필

235) 투자자의 물권적 권리와 관련한 쟁점 부분에서는 가상자산투자자라는 용어를 사용한다. 이는 MiCAR의 고객이라는 개념에 상응한다. MiCAR는 암호자산보유자와 고객이라는 개념을 동시에 사용하면서 후자는 암호자산업자가 제공하는 서비스의 상대방의 의미로 사용된다. 그러므로 우리도 가상자산이용자라는 용어를 쓸 것이 아니라 가상자산업자와의 관계에서는 고객이라고 하고 그 외 측면은 자본시장법의 용례에 따라 투자자라는 용어를 사용하되, 자본시장법상 투자자와 구분하기 위해 가상자산투자자라는 용어를 사용하는 것을 고려할 필요가 있을 것이다. 이 글의 주제와 직접적으로 관련된 것은 아니나, 가상자산법에서 채택하고 있는 이용자라는 용어는 가상자산을 이용한다는 의미인데, 가상자산을 어디에 또는 어떻게 이용한다는 것인지 그 의미 자체가 애매하고, 나아가 가상자산규제법에서 가상자산을 투자하는 자가 아니라 '이용'하는 자를 법이 두텁게 보호할 이유를 찾기 쉽지 않다. 뿐만 아니라, 이용이라는 말에는 이를 투자에 이용하는 것뿐만 아니라 그 외 다른 용도로 이용하는 경우도 모두 포함될 수 있으므로 법이 추구하는 '보호'라는 목표와 그리 일치하는 용어는 아니라고 판단된다. 실제 현 가상자산법은 제1조에서 이용자의 자산 보호와 불공정거래행위 규제 등에 관한 사항을 정하여 가상자산 이용자의 권익을 보호하고 가상자산시장의 투명하고 건전한 거래질서 확립을 목적으로 한다고 규정한다. 불공정거래규제는 투자시장에서 발생하는 정보불균형에 따른 약자 즉, 투자자의 보호를 위한 것이므로 가상자산법의 이용은 투자에 이용하는 것으로 해석할 수 있다. 따라서 향후 2단계 입법에서는 이용자 대신 가상투자자와 고객이라는 용어를 채택하거나 보다 실질에 부합하는 용어를 채택하는 것이 바람직할 것이다.

236) 서울중앙지방법원 2021. 10. 21. 선고 2019가합574334 판결은 가상자산거래플랫폼의 가상자산 '반환의무'는 피고인 가상자산거래플랫폼이 관리하는 전자지갑에 보관되어 있는 가상자산 중 일정한 종류와 수량의 가상자산을 '반환목적물'로 하는 의무로서 한정종류물의 인도의무의 유사한 성질을 갖는다고 실시하였다(항소심인 서울고등법원 2022. 10. 6. 선고 2021나2043201 판결도 이를 인용). 서울고등법원 2021. 12. 8. 선고 2021나2010775 판결은 가상자산투자자와 거래플랫폼운영자 사이의 계약관계를 '유사임치계약의 성질을 가지는 비전형계약'을 보고, 피고인 거래플랫폼운영자의 원고인 가상자산투자자에 대한 비트코인 '이전 내지 반환의무'는 종류채무와 유사한 성질을 가진다고 실시하였다.

요하다.

1단계는 거래플랫폼이 작성한 가상자산투자자명부의 기록에 대한 사법적 효력의 부여이고, 2단계는 이를 실질적으로 보장하기 위한 가상자산업자의 가상자산투자자분 가상자산에 대한 분산원장상 분리관리이다.<sup>237)</sup> 가상자산이용자보호법 제2항과 제3항의 내용이 2단계의 조치에 해당한다고 할 수 있다.<sup>238)</sup> 법리적으로는 엄연히 다르나 외관상 이는 마치 증권예탁결제시스템에서 투자자명부의 기재에 대해 공유지분권의 추정과 점유 의제를 규정하고, 투자자명부에 기재된 수량에 해당하는 증권을 중앙예탁결제기관이 분리하여 보유하도록 하는 것과 유사하다.<sup>239)</sup> 그 법적 성질이 반환 내지 인도청구권인 가상자산투자자의 권리에 대해 증권예탁결제시스템과 유사한 물건적 방식의 이론구성은 불가하며, 전자증권법과 같이 법률에 의한 특수한 보호규정을 두는 방식이 유력할 것이다. 이를 통해 가상자산투자자명부 기재의 변경으로 그 권리의 이전이 가능하도록 하고, 질권의 표시 등으로 담보권이 성립할 수 있도록 법적 효력을 부여하여야 할 것이다. 현재 국내 거래플랫폼에서는 하루에 수천억원<sup>240)</sup>에 해당하는 금액의 매매거래가 이루어지고 이에 대응한 명부기재가 이루어지고 있지만 담보거래는 법적 효력이 명확하지 않아 시스템에서 이를 지원하지도 않는다. MiCAR는 EU 금융규제법의 관례에 따라 사법적 효력에 대해서는 별도의 규정을 두지 않지만,<sup>241)</sup> 우리는 자본시장법이 투자자의 권리에 관한 물건적 효력을 다루는 증권예탁결제제도를 포함하고 있으므로 MiCAR와 달리 2단계 입법에서 이를 가상자산이용자보호법에 규정하는 것이 바람직하다고 본다. 가상자산이용자보호법에서 이에 관한 규정을 두지 않는 경우 딱히 이에 관한 제도를 수용할 법률도 마땅치 않다는 점에서 더욱 그런 입법적 조치가 필요하다고 생각된다.

## V. 맺음말

미국의 1933년 증권법(Securities Act of 1933)과 1934년 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934)이 현대 증권규제법의 모범이 된 것과 같이 MiCAR는 향후 가상자산규제법의 대표적인 표준 중 하나로서 전 세계 가상자산규제법에 상당한 영향을 줄 것으로 예상된다.<sup>242)</sup> 이 글

237) 실무적으로 거래플랫폼운영자는 증권의 통합계좌와 유사하게 별도의 투자자용 지갑에 투자자의 가상자산을 혼합하여 보관하며, 개별 투자자별로 각각 전자지갑을 만들지는 않는다. 후자의 업무는 보관업자가 제공할 수 있을 것이다.

238) 가상자산법 제7조 제2항과 제3항은 다음과 같다. ② 가상자산사업자는 자기의 가상자산과 이용자의 가상자산을 분리하여 보관하여야 하며, 이용자로부터 위탁받은 가상자산과 동일한 종류와 수량의 가상자산을 실질적으로 보유하여야 한다. ③ 가상자산사업자는 제1항에 따라 보관하는 이용자의 가상자산 중 대통령령으로 정하는 비율 이상의 가상자산을 인터넷과 분리하여 안전하게 보관하여야 한다.

239) 자본시장법 제309조 내지 제312조 참조.

240) 비트코인 가격의 급등으로, 2024년 2월 29일 업비트의 24시간 거래량이 무려 12조원을 넘어섬으로써 코스피 거래대금을 넘어선 사례도 있다(매일경제/최근도, 코인 하루 거래대금 12조 돌파 김프 치솟고 은행업 접속 물려, 2024. 2. 29).

241) 사법적 쟁점에 대한 입법권은 EU회원국에 있으므로 EU의 입법인 MiCAR에서 이를 규정하지 못한 것이다.

242) Philipp Maume, 앞의 논문, 250면; Matthias Lehmann, 앞의 논문(2024), 1~2면. Brexit 이후 더 이상 EU회원국이 아닌 영국도 가상자산업자의 규율을 위해 스테이블코인을 중심으로 한 규제 체계를

은 가상자산이용자보호법의 2단계 입법을 위해 본격적인 논의가 필요한 시점에서 MiCAR의 적용 범위와 업자규제를 중심의 주요내용을 살펴보고 이를 바탕으로 우리의 2단계 입법 시 고려사항을 검토하였다. MiCAR 자체가 매우 방대하고 가상자산과 관련한 법정 쟁점이 많은 관계로 이 글은 2단계 입법과 관련한 고려사항에 대해서는 규제대상 가상자산의 유형화와 그 범위, 가상자산업의 확대와 유형분류 및 금융업자의 겸업허용 여부 및 가상자산플랫폼을 통해 보유하는 가상자산투자자 권리의 보호라는 네 가지 쟁점에 대해서만 간략히 필자의 의견을 제시하였다. 추후 이에 관한 세부적인 논의의 전개가 있기를 기대한다.

고려사항으로 논의는 하지 않았으나, MiCAR의 시간적 적용범위와 관련한 사항은 추후 부칙으로 적절히 반영할 필요가 있고, 인적 적용범위와 관련하여 논의한 투자자 주도에 의한 권유기준도 해석론으로만 맡길 것이 아니라 2단계 입법에서 이를 명문으로 규정할 필요가 있다. 감독집행이 쉽지 않을 것이라는 현실적 문제가 있겠지만 전 세계 최대의 가상자산거래플랫폼인 바이낸스를 비롯한 다수의 거래량 상위 거래플랫폼에 우리 투자자들이 다수 참여하고 있는 점을 감안하면 이에 관한 명확한 규정의 도입은 감독집행에 있어서도 역외적용 조항에만 의존한 현재의 한계를 보충할 수 있는 계기가 될 것이다. 불완전했던 1단계 입법의 흠결을 말끔히 정리하여 시장참여자와 수범자들에게 법적 확실성과 예측가능성을 제고하여 가상자산투자자를 보호하고 가상자산산업의 진흥을 도모함으로써 가상자산산업이 국민경제의 발전에 기여할 수 있기를 기대하며 여기서 이 글을 맺는다.

---

준비하고 하고 있다. 2024년 중순까지 최종안을 도출할 계획이며, 2025년부터 시행할 계획이라고 한다 (Coindesk/Amitoj Singh, UK Minister Expects Stablecoin and Staking Legislation Within Six Months: Bloomberg, Feb. 20 2024) 시행일을 2025년부터로 한 것은 MiCAR의 시행일을 의식한 것으로 보인다.

## 참고문헌

- 고동원, “탈중앙화금융(Decentralized Finance: DeFi)의 진전과 불공정거래의 규제 방향” 증권법연구 제23권 제1호, 2022.
- 금융위원회, 토큰 증권(Security Token) 발행·유통 규율체계 정비방안, 2023. 2.
- 금융위원회, 제30기 제3차 국제자금세탁방지기구 (FATF) 총회 참석, 2019. 6. 24 보도자료.
- 김협·김민수·권혁준, “디파이(De-Fi), 탈중앙화 금융의 가능성과 한계점”, 한국거래학회지 제26권 제2호, 2021.
- 김흥기, “EU의 암호자산시장규정(MiCA)과 우리나라 디지털자산법의 제정방안”, 상사법연구 제41권 제2호, 2022.
- 매일경제/최근도, 코인 하루 거래대금 12조 돌파 김프 치솟고 은행앱 접속 몰려, 2024. 2. 29.
- 매일경제/진영화, 거침없는 비트코인...5만달러 첫돌파, 2021. 2. 16.
- 민세진, “암호자산 제도권 안착을 위한 제도 연구: EU의 MiCA를 중심으로”, EU학 연구 제27권 제2호, 2022.
- 박영운, “EU의 가상자산 규제 체계 및 시사점”, 금융법연구 제19권 제1호, 2022.
- 박영운, “유럽연합 가상자산법안(MiCA)의 주요 내용 및 시사점”, 경제규제와 법 제15권 제2호, 2022.
- 신동우, “탈중앙화 금융(DeFi)의 한계와 규제 검토”, 증권법연구 제24권 제1호, 2023.
- 심인숙, “EU 암호자산시장법(MiCA)에 관한 고찰 - 암호자산 규제법으로서의 포괄성과 그 한계를 중심으로 -”, 중앙법학 제25권 제4호, 2023.
- 안수현, “암호자산 규제법제 정비를 위한 검토 - 해외 규제사례를 기초로”, 경제법연구 제21권 제1호, 2022.
- 연합뉴스/김유아, 머스크 “테슬라, 비트코인 결제중단”...가상화폐 급락, 2021. 5. 13.
- 원대성, “「가상자산 이용자 보호 등에 관한 법률」에 따른 가상자산 불공정거래의 규제와 과제” 증권법연구 제24권 제3호, 2023.
- 윤종수·이정명, “가상자산법의 법적 쟁점 4 : 제3장 불공정거래의 규제(하) (제11조, 제12조 및 제17조)”, BFL 제122호, 2023. 11.
- 이정수, “가상자산기본법의 입법방향에 관한 연구—2차 입법을 중심으로”, 증권법연구 제24권 제3호, 2023.
- 이정수, “가상자산 이용자 보호 등에 관한 법률의 법적 의의와 쟁점 및 향후 입법방향”, 증권법연구 제24권 제2호, 2023.
- 이정수, “탈중앙화금융(DeFi)에 대한 금융규제 연구”, 증권법연구 제23권 제2호, 2022.
- 이정엽 외 5인, 탈중앙화 금융(디파이)에 대한 법학적 고찰, Korea Policy Center for the Fourth Industrial Revolution Issue Paper No. 27, 2020.
- 이해봉, “EU의 암호자산시장법(MiCA)과 시사점”, D.E.View(Digital Economy View) 제4권, 2023.

- 이해봉, “미국의 책임있는 금융혁신법안(RFIA)과 유럽연합 MiCA법이 주는 시사점”, 지급결제학회지 제15권 제1호, 2023.
- 임병화, “디파이(DeFi)의 이해와 시사점”, 글로벌금융리뷰 제2권 제1호, 2021.
- 임세영·박영주, “가상자산법의 법적 쟁점 3 : 제3장 불공정거래의 규제(상) (제10조, 제19조~21조)”, BFL 제122호, 2023. 11.
- 천창민, “디지털자산 거래의 물권적 측면에 관한 준거법”, 국제사법연구 제29권 제2호, 2023.
- 천창민, 『탈중앙화거래플랫폼(DEX) 현상과 법적 쟁점』, 한국법제연구원 규제혁신법제연구 22-21-②-4, 2022.
- 천창민, “가상자산 거래의 물권법적 측면에 관한 연구 - UNIDROIT의 디지털자산 프로젝트 논의를 중심으로 -”, 서울대학교 법학 제63권 제1호, 2022.
- 천창민, “글로벌 스테이블코인 규제 흐름과 감독기구의 역할에 대한 연구” 금융법연구 제18권 제3호, 2021.
- 쿠로누마 에츠로우 저/권종호 역, 『일본 금융상품거래법 입문』, 피엔씨미디어, 2015.
- 최민혁·강련호, “가상자산법의 입법 배경과 경위 및 향후 전망”, BFL 제22호, 2023. 11.
- 한서희, ““가상자산 이용자 보호 등에 관한 법률”에서의 불공정거래행위에 대한 법적 고찰”, 증권법연구 제24권 제3호, 2023.
- Bank of England, Regulatory Regime for Systemic Payment Systems Using Stablecoins and Related Service Providers, Discussion Paper, 6 November 2023.
- Bloomberg/Sidhartha Shukla, Korean Won Topped Dollar as Preferred Currency for Crypto Trades in First Quarter, 2024. 4. 16.
- Coindesk/Amitoj Singh, UK Minister Expects Stablecoin and Staking Legislation Within Six Months: Bloomberg, Feb. 20 2024.
- Danny Busch & Guido Ferrarini, *Regulation of The EU Financial Markets: MiFID II and MiFIR*, Oxford Univ. Press, 2017.
- Dirk Zetzsche & Julia Snnigh, “The EU Approach to Regulating Digital Currencies, Law and Contemporary Problems”, Vol. 87, No. 2, 2024.
- ESMA, Consultation Paper on the Draft Guidelines on the Conditions and Criteria for the Qualification of Crypto-Assets as Financial Instruments, 29 January 2024.
- ESMA, Consultation Paper on the the Draft Guidelines on Reverse Solicitation Under the Markets in Crypto Assets Regulation (MiCA), 29 January 2024.
- Etay Katz & Simon Helm, MiCA Creates a New Framework for Crypto Custody, Ashurst Banker, 29 August 2023.
- FCA, Regulating Cryptoassets Phase 1: Stablecoins, Discussion Paper DP 23/4, November 2023.

- Filippo Annunziata, “An Overview of the Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCAR)”, EBI Working Paper Series 2023 – no. 158, 2023.
- Ilya Kokorin, “The Anatomy of Crypto Failures and Investor Protection Under MiCAR”, Hazelhoff Research Paper Series No. 15, Leiden Law School, 2023
- Jean-François Trapp & Laurent Fessmann, Luxembourg: A New Regulatory and Prudential Framework Applicable to Investment Firms, Baker Mckenzie Client Alert, October 2021 참조.
- Matthias Lehmann, “MiCAR – Gold Standard or Regulatory Poison for the Crypto Industry?”, EBI Working Paper Series 2024 – no. 160, 2024.
- Phillipp Maume, “The Regulation on Markets in Crypto-Assets (MiCAR): Landmark Codification, or First Step of Many, or Both?”, ECFR 2/2023.
- Philipp Maume & Finn Kesper, *The EU DLT Pilot Regime for Digital Assets*, European Company Law, Vol. 20, Issue 6, 2023.
- 神崎克郎·志谷匡史·川口恭弘, 『金融商品取引法』, 青林書院, 2012