社團法人 韓國商事法學會 2021년 추계학술대회

자본시장과 증권거래의 새로운 쟁점과 과제

- 일시: 2021년 10월 29일 (금) 13:30~18:00
- 장소: 대한출판문화협회 대강당(4층)

- 주최: 社團法人 韓國商事法學會 Korea Commercial Law Association
  건국대학교 법학연구소
- 후원: 대한출판문화협회 KOREAN PUBLISHERS ASSOCIATION

2021년 추계학술대회 안내

▣ 2021년 한국상사법학회 추계학술대회

◈ 대 주 제 : 자본시장과 증권거래의 새로운 쟁점과 과제
◈ 일　　시 : 2021. 10. 29. (금) 13:30 ~ 18:00
◈ 장　　소 : 대한출판문화협회 대강당(4층)
◈ 주　　최 : 한국상사법학회, 건국대학교 법학연구소
◈ 후　　원 : 대한출판문화협회
◈ 세부일정
- 등록 : 13:00~13:30
- 개회식 : 13:30~13:50
  · 개회사 : 권종호 한국상사법학회장
  * 학회 참석자 사진 촬영

【학술대회 일정】

전체사회 : 윤승영(총무이사, 한국외대)

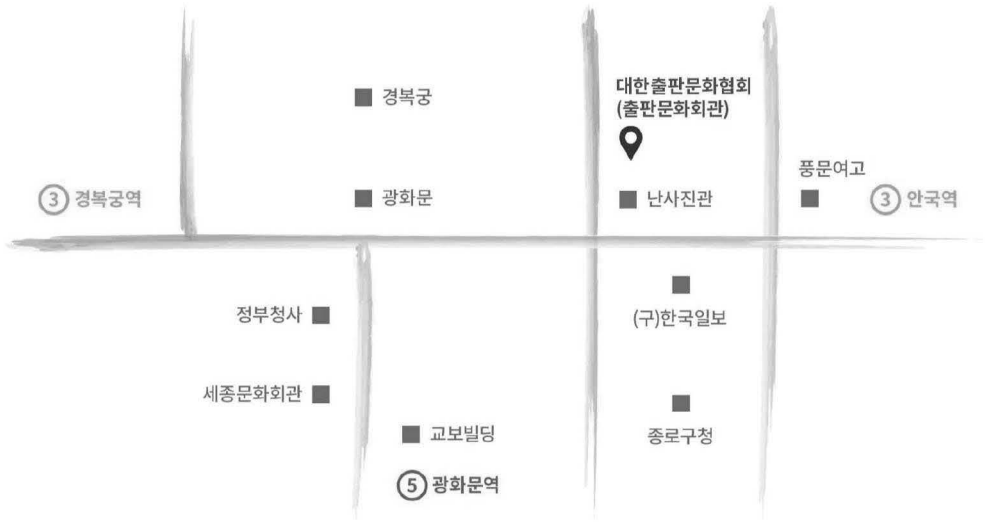
세션	발표자	주제	사회자	토론자
학술사회 : 문상일(연구이사, 인천대)				
제1주제 14:00-14:50	박준선 교수 (제주대 법전원)	**가상자산(증권형 토큰)과 전자증권**	정순섭 교수 (서울대 법전원)	육태우 교수 (강원대 법전원)
				석지웅 박사 (한국예탁결제원)
제2주제 14:50-15:40	남궁주현 교수 (성균관대 법전원) 조웅규 변호사 (법무법인 바른)	**블록체인을 이용한 수익권의 디지털화와 관련한 법적 쟁점**	최병규 교수 (건국대 법전원)	양기진 교수 (전북대 법전원)
				배승욱 박사 (벤처시장연구원)
Coffee break (15:40-16:00)				
제3주제 16:00-16:50	김지안 박사 (한국법학원)	**기업인수목적회사(SPAC) 상장의 최근 쟁점과 규제 동향**	안성포 교수 (전남대 법전원)	김홍기 교수 (연세대 법전원)
				권용수 교수 (건국대)
제4주제 16:50-17:40	김종승 교수 (한국금융연수원)	**변화하는 자본시장과 자기책임원칙 확립을 위한 과제**	유진희 교수 (고려대 법전원)	임정하 교수 (서울시립대 법전원)
				김태진 교수 (고려대 법전원)

폐회식 (17:40~18:00)

※진행안내 – 발표자, 사회자, 토론자는 현장에 참석하여 발표합니다. 유튜브 생중계를 통하여 온·오프라인 동시 진행하고, 온라인으로 세미나에 참여할 회원들을 위하여 온라인 학회 참여를 위한 링크를 통해 방송할 예정입니다.(메일 및 학회 홈페이지에 게재). 학술대회 자료집은 학회 홈페이지에 공지하고, 유튜브로 생중계 혹은 화면 공유 기능을 통해 업로드합니다.

유투브 링크 : https://youtu.be/bYPKgT3JXXc

장소안내



주소 : (03062) 서울시 종로구 삼청로 6(사간동) 출판문화회관

전화 : 02) 733.8402

3호선 안국역 1번 출구에서 우측 방향으로 7분 정도 직진, 난 스튜디오를 끼고 우측으로 돌면 검은색 4층 건물 출판문화회관이 보입니다.

3호선 경복궁역 5번 출구에서 경복궁 동문 방향으로 오시면, 맞은편 검은색 4층 건물 출판문화회관이 보입니다.

5호선 광화문역 2번 출구에서 대한민국역사박물관 방향으로 오시다가 (구) 한국일보 앞 횡단보도를 건너 난 스튜디오를 지나면 검은색 4층 건물 출판문화회관이 보입니다.

목 차

제1세션 : 가상자산(증권형 토큰)과 전자증권 ····· 박준선 / 1
(제주대학교 법전원 교수)

- 사회자 : 정 순 섭 교수 (서울대)
- 토론자 : 육 태 우 교수 (강원대), 석 지 웅 박사(한국예탁결제원)

제2세션 : 수익권의 디지털화에 관한 법적 쟁점 ····· 남궁주현/ 17
(성균관대학교 법학전문대학원 교수) / 조웅규 (법무법인 바른 변호사)

- 사회자 : 최 병 규 교수 (건국대)
- 토론자 : 양 기 진 교수 (전북대), 배 승 욱 박사 (벤쳐시장연구원)

제3세션 : SPAC 상장의 최근 쟁점과 규제 동향 ····· 김지안 / 49
(한국법학원 박사)

- 사회자 : 안 성 포 교수 (전남대)
- 토론자 : 김 홍 기 교수 (연세대), 권 용 수 교수 (건국대)

제4세션 : 변화하는 자본시장과 자기책임원칙 확립을 위한 과제 ····· 김종승 / 74
(한국금융연수원 교수)

- 사회자 : 유 진 희 교수 (고려대)
- 토론자 : 임 정 하 교수 (서울시립대), 김 태 진 교수 (고려대)

제1세션

가상자산(증권형 토큰)과 전자증권

발표자 : 박준선 교수(제주대학교)
토론자 : 육태우 교수(강원대학교)
석지웅 박사(한국예탁결제원)
사회자 : 정순섭 교수(서울대학교)

가상자산(증권형 토큰)과 전자증권*

박준선**

목 차

Ⅰ. 서론
Ⅱ. 증권형 토큰의 의의
Ⅲ. 자본시장법 적용 가능성 검토
Ⅳ. 전자증권법 적용 가능성 검토
Ⅴ. 시사점 및 과제

I. 서론

최근 가상자산에 많은 관심이 집중되고 있다. 가상자산에 대한 관심이 늘어남에 따라 가상자산에 투자하는 투자자 수가 증가하였고, 이와 함께 관련 피해 사례도 급증하였다. 특히, 가상자산은 기초자산도 없이 발행되는 경우가 많고 가격등락 폭이 커서 그동안 각종 투자자 피해의 원인이 되어왔다. 이러한 상황 속에서 각국 정부는 투자자 보호를 위해 가상자산을 규제할 필요가 있다는 점에 공감하면서도 전 세계적으로 통일된 규제 기준이나 방향성을 확립하지는 못한 상태이다.

이러한 상황 속에서 최근 우리 정부는 가상자산의 문제점을 인식하고, 일부 가상자산을 제도권 내로 포함시켜 규율하는 방안을 검토하고 있다.[1] 즉, 기초자산이 없이 발행되어 가격등락 폭이 큰 기존의 가상자산과는 달리 기초자산이 있는 경우에만 토큰이 발행되는 증권형 토큰을 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 '자본시장법'이라 한다)의 규제 범위로 포섭하여 투자자를 보호하는 방안을 검토하는 중이다. 최근 정부는 규제 샌드박스를 통해 증권형 토큰의 발행을 시범적으로 허용하고 있다.[2] 그동안 가상자산이 기초자산이 없어서 무분별하게 발행되어 왔기 때문에 이를 바로잡고자 기초자산이 있는 경우에만 토큰으로 사용하여 자본시장법의 규제를 받도록 하는 것이다.[3] 새로운 거래수단인 증권형 토큰을 전통적인 자본시장에 연결시키는 작업이라고 할 수 있다. 신구방식의 혼합인 만큼 종래의 자본시장 관련 규제를 어떻게 조화롭게 증권형 토큰에 적용할 수 있는지가 문제된다.

자본시장법상 증권의 개념 범주에 들어오는 증권형 토큰의 경우 동법에 의한 공시규제, 불공정거래규제 등이 적용될 수 있다. 그러나 이러한 방향이 세워진다고 하더라도 전통적인 증권시장에 적용되는 규제를 증권형 토큰이라는 새로운 대상에 안정적으로 적용되기까지는 여러 시행착오 및 정비가 필요할 것으로 예상된다. 특히, 증권형 토큰과 관련하여 자본시장법상 문제되는 법적 쟁점, 2019년부터 시행된 주식·사채 등의 전자등록에 관한 법률(이하 '전자증권법'이라 한다)상

---

* 본고는 학술대회 발표 목적으로 작성된, 내용·형식면에서 미완성의 초고이므로 학술 인용에 적합하지 않음을 밝힙니다.

** 제주대학교 법학전문대학원 부교수.

1) 윤원섭·이새하, "가상화폐, 증권형 토큰으로 제도권 첫발...'투자자 보호' 길 열어", MK뉴스, 2021.06.28.
2) 금융위원회, "21.4.14. 금융위원회, 혁신금융서비스 3건 지정", 금융위원회 보도자료, 2021.04.14.
3) 윤원섭·이새하, 앞의 글.

전자등록과의 관계 등이 문제된다. 따라서 본 논문은 증권형 토큰에 관한 자본시장법과 전자증권법의 해석 및 정비 방안을 검토하고자 한다. 이를 위해 우선 II에서 증권형 토큰에 대한 개괄적인 내용을 살펴본 후, III과 IV에서 증권형 토큰에 대한 자본시장법 적용 가능성과 전자증권법의 적용 가능성을 검토한 다음, V에서 시사점과 향후 과제를 제시하며 글을 마무리하고자 한다.

II. 증권형 토큰의 의의

1. 증권형 토큰의 개념

토큰이란 ICO 과정에서 투자자들에게 투자에 대한 대가로 지급하는 것을 말한다.[4] 토큰은 크게 지급형 토큰, 유틸리티(이용형) 토큰, 증권형(자산형) 토큰, 세 가지로 분류할 수 있다.[5] 우선, 지급형 토큰은 상품이나 재화 취득에 대한 지급 수단으로 사용하기 위해서 만들어진 토큰이다.[6] 화폐처럼 지급수단으로 사용되는 것이므로 토큰 발행자에 대한 어떠한 청구권도 존재하지 않는다. 유틸리티 토큰은 블록체인기술을 이용하여 응용 프로그램이나 서비스에 디지털 방식으로 접근할 수 있도록 만들어진 토큰이다.[7] 끝으로, 증권형 토큰은 권리가 표창될 수 있도록 만들어진 토큰이다.[8] 회사의 수입(earnings), 장래의 자금 흐름(future capital flow) 등을 공유하는 것으로서 지분증권(equities), 채권(bonds), 파생상품(derivatives)과 동일한 경제적 기능을 수행한다고 할 수 있다. 물리적 자산을 블록체인에 기초하여 거래되도록 한 토큰이 여기에 해당한다.[9]

이 세 가지 종류 토큰 중에서 특히 유틸리티 토큰과 증권형 토큰의 구분을 눈여겨 볼 필요가 있다. 유틸리티 토큰은 블록체인에서 다양한 서비스에 사용되는 토큰으로 기초자산이 없이 발행되는 반면, 증권형 토큰은 본래 존재하고 있던 기초자산에 근거하여 발행된다. 증권형 토큰은 전통적인 경제에 존재하거나 존재할 자산과 연계되어 발행된다는 점에서 전통적인 기존 경제와 연결된다. 즉, 실물자산이나 금융자산 등 전통적인 자산을 블록체인기술을 통해 토큰화하는 것을 의미한다.[10] 다만, 이와 관련하여 증권형 토큰이 자본시장법상 증권에 해당하는지 여부가 문제된다. 증권에 해당한다고 판단되면, 자본시장법의 적용을 받게 되므로 증권형 토큰의 증권성은 법적으로 중요한 문제이다.[11]

2. 증권형 토큰의 효용 및 한계

---

4) 최지웅, “증권형 토큰 발행·유통 현황 및 합리적 규제방안”, 경제법연구 제19권 제2호, 한국경제법학회, 2020, 5면.
5) 성희활, “가상화폐의 공모(ICO)와 상장에 대한 적정 규제방안”, 상사법연구 제37권 제1호, 한국상사법학회, 2018, 69면.
6) 김범준·이채율, “금융투자자 보호를 위한 가상자산(Virtual Assets)의 법제화 방안, 법학연구 제21권 제1호, 한국법학회, 2021, 62면.
7) 김범준·이채율, 앞의 논문, 62면.
8) 정승영, “ICO(Initial Coin Offering)의 소득 과세 쟁점에 관한 고찰”, 조세학술논집 제35집 제1호, 한국국제조세협회, 2019, 81면.
9) Financial Market Supervisory Authority(FINMA), Guidelines for enquiries regarding the regulatory framework for initial coin offerings (ICOs), 2018, § 3.1, https://www.finma.ch/en/~/media/finma/dokumente/dokumentencenter/myfinma/1bewilligung/fintech/wegleitung-ico.pdf?la=en.
10) 최지웅, “증권형 토큰 발행·유통 현황 및 합리적 규제방안”, 경제법연구 제19권 제2호, 한국경제법학회, 2020, 7면.
11) 육태우, “가상화폐 또는 암호화폐에 의한 금융의 변화 및 법적 시사점”, 강원법학 제53권, 강원대학교 비교법학연구소, 2018, 256-257면; 성희활, 앞의 논문, 69면; 정순섭, “가상통화의 법률문제”, BFL 제89호, 2018, 서울대학교 금융법센터, 13면(형태나 구조에 따라 경제적 이익에 대한 배당이나 참가권, 이익의 배당이나 사업상의 의결권을 가지는 등의 요소가 존재할 경우에는 증권으로 규제될 가능성을 지적함).

증권형 토큰을 이용하면 어떠한 점이 유용한가. 첫째, 발행비용을 절감할 수 있다. 전통적인 증권 발행 방식을 이용할 경우 엄격한 절차를 준수해야 하고, 각 단계별로 중개기관이 개입되어 있어 상당한 시간과 비용이 소모된다. 이에 반해 증권형 토큰은 발행 시 증개기관을 거치지 아니하고 직접 발행인 홈페이지를 통해 홍보와 모집이 가능하다. 따라서 보다 저렴한 비용으로 신속하게 발행절차를 진행할 수 있다.[12] 둘째, 증권형 토큰을 이용하면 투자대상이 확대된다. 전통적인 증권시장에서는 제한된 시간에만 거래가 가능하므로 국제거래는 국가 간 시차로 인해 거래가 용이하지 않다. 그러나 증권형 토큰의 거래는 전통적인 시장과는 달리 요일과 시간상 제약 없이 항시 거래가 가능하다.[13] 또한, 거액의 투자를 요하는 사업의 경우 종래에는 투자 여력이 부족한 투자자들이 증권형 토큰을 통해 적은 투자금으로도 해당 사업에 참여할 수 있다.[14] 이처럼 증권형 토큰을 이용할 경우 전 세계 어느 곳에서나 투자할 수 있고, 투자금액의 규모를 불문하고 투자가 가능하다 보니 투자자 기반이 확대되는 효과가 있다.

증권형 토큰은 이처럼 유용한 점을 많이 가지고 있지만, 다른 한편으로는 부정적인 측면도 존재한다. 증권형 토큰에서 특히 문제될 수 있는 부분은 규제의 불확실성이다.[15] 증권형 토큰은 개념상 증권에 해당하는 것을 전제로 하기 때문에 증권에 적용되는 제반 규정이 적용되는 것이 원칙이나, 그 적용대상에 포함되는지 여부에 대한 불확실성이 존재하며 적용된다고 하더라도 전통적인 방식의 증권에 관한 규정을 증권형 토큰에 그대로 적용하는 데에는 일정한 한계가 있을 수 있다.

3. 블록체인의 운영방식

블록체인의 운영방식에 대해 살펴보기로 한다. 블록체인의 운영방식은 네트워크 참가자의 성격과 범위에 따라 크게 폐쇄형과 개방형으로 나눌 수 있다.[16] 블록체인기술의 특징은 누구나 네트워크에 참여하여 동일한 정보를 공유하고 감독할 수 있다는 것이다. 따라서 관리자의 허가 없이 누구나 네트워크 참여가 가능한 것이 블록체인기술의 특징이라고 할 수 있다. 이것이 개방형 블록체인이다. 그러나 이와는 달리 허가받은 자만 네트워크에 참여할 수 있고, 중앙관리자와 일반 참가자 간에 접근 가능한 권한을 달리하는, 즉 중앙관리자는 모든 정보에 접근이 가능하나, 일반 참가자는 자신과 관련된 내용만 확인이 가능한 경우가 있는데, 이를 폐쇄형 블록체인이라 한다.[17]

증권거래 등 금융거래에서는 발행에서부터 시작하여 유통, 권리행사에 이르기까지 오류의 수정 등 공적 권위에 의한 일괄적 관리할 필요가 있으므로 본래의 블록체인기술이 추구한 완전한 탈중앙화는 허용되기 어렵다.[18] 2016년 12월 미국의 Overstock사에서 블록체인 기술을 이용한 주식발행 사례에서도 폐쇄형 블록체인을 이용하였다. Overstock사는 t0라는 전자증권 플랫폼을 이용하여 주식을 발행하였는데, 이 t0 플랫폼은 폐쇄형 블록체인으로 구성되었다.[19] 주식에 대한

12) 최지웅, “증권형 토큰 발행·유통 현황 및 합리적 규제방안”, 경제법연구 제19권 제2호, 한국경제법학회, 2020, 10면.
13) 손창완, “블록체인을 이용한 주식거래의 가능성과 회사법상 쟁점”, 기업법연구 제32권 제2호, 2018, 56면.
14) 최지웅, “증권형 토큰 발행·유통 현황 및 합리적 규제방안”, 경제법연구 제19권 제2호, 한국경제법학회, 2020, 11면.
15) 최지웅, “증권형 토큰 발행·유통 현황 및 합리적 규제방안”, 경제법연구 제19권 제2호, 한국경제법학회, 2020, 11-12면.
16) 정승화, “블록체인 기술기반의 분산원장 도입을 위한 법적 과제 -금융산업을 중심으로-”, 금융법연구 제13권 제2호, 한국금융법학회, 2016, 113면; 김지안, “블록체인기술을 활용한 주식발행 및 거래에 관한 시론적 고찰”, 상사법연구 제38권 제4호, 한국상사법학회, 2020, 17면; 손창완, 앞의 논문, 46면; 최지웅, “증권형 토큰 발행·유통 현황 및 합리적 규제방안”, 경제법연구 제19권 제2호, 한국경제법학회, 2020, 20-21면.
17) 정승화, 앞의 논문, 113면; 김지안, 앞의 논문, 17면; 손창완, 앞의 논문, 46면; 최지웅, “증권형 토큰 발행·유통 현황 및 합리적 규제방안”, 경제법연구 제19권 제2호, 한국경제법학회, 2020, 20-21면.
18) 정승화, 앞의 논문, 114면; 손창완, 앞의 논문, 46면.
19) 손창완, 앞의 논문, 51면.

강제집행을 하기 위해 주식의 이전을 정지하는 경우와 같이 자본시장법상 증권에 해당하는 증권형 토큰은 공적 권위에 의한 관리가 필요한 경우가 있다.[20] 이러한 이유로 증권형 토큰의 경우에는 개방형 블록체인보다는 폐쇄형 블록체인이 적절하다고 본다.

III. 자본시장법 적용 가능성 검토

1. 자본시장법상 금융투자상품 해당 여부

증권형 토큰은 앞서 설명한 바와 같이 자본시장법의 규제를 받는 것을 전제로 한다. 따라서 증권형 토큰에 자본시장법이 적용되는지가 문제된다.[21] 자본시장법은 금융투자상품을 규제대상으로 삼고 있다.[22] 따라서 증권형 토큰의 자본시장법 적용 여부를 판단하기 위해서는 증권형 토큰이 자본시장법상 금융투자상품에 해당하는지를 검토해야 한다.

자본시장법에서 말하는 금융투자상품은 이익을 얻거나 손실을 회피할 목적으로 현재 또는 장래의 특정시점에 금전 등을 지급하기로 약정함으로써 취득하는 권리를 의미하는데, 이 중 투자성이 있는 것을 금융투자상품이라고 한다.[23] 즉, 금융투자상품은 ① 이익을 얻거나 손실을 회피할 목적으로 ② 현재 또는 장래의 특정 시점에 금전, 또는 그 밖의 재산적 가치가 있는 것을 지급하기로 ③ 약정함으로써 취득하는 권리로서 ④ 투자성이 있는 것을 말한다(동법 제3조 제1항 본문). 자본시장법은 금융투자상품의 개념과 범위를 한정적으로 열거하지 아니하고 포괄적으로 규정하는 방식을 취하고 있다.[24] 금융투자상품의 개념을 한정적으로 열거하는 방식은 새로운 금융상품이 시장에 출시할 경우에 법령 개정 없이 규제가 불가능하기 때문에 자본시장법은 이러한 규제의 공백을 메우고자 포괄주의 방식을 취하고 있다.[25]

증권형 토큰이 자본시장법상 금융투자상품의 개념에 포함되는지를 검토하면 다음과 같다. 첫째, 이익을 얻거나 손실을 회피할 목적, 즉 금융투자목적이 있어야 한다.[26] 증권형 토큰은 이득을 얻는 것을 주된 목적으로 하므로 이 요건을 충족한다고 볼 수 있다.[27] 둘째, 금융투자상품은 현재 또는 장래의 특정 시점에 금전, 그 밖의 재산적 가치가 있는 것을 지급하기로 하는 약정에 해당해야 한다.[28] 증권형 토큰은 그것을 받는 대가로 금전 등 재산적 가치가 있는 것을 지급하기로 약정하는 것이므로, 이 요건을 충족한다.[29] 셋째, 금융투자상품은 약정함으로써 취득하는 권리이어야 한다. 여기서 권리는 계약상의 권리를 말한다.[30] 증권형 토큰도 약정을 통해 기초자산에 대한 권리를 취득하는 것에 해당하므로, 이 요건을 충족한다.[31] 넷째, 금융투자상품은 투자성

---

20) 손창완, 앞의 논문, 46면 각주 77.
21) 이지언·이보미, 「ICO 현황과 규제방안 -자본시장법 중심으로-」, KIF VIP 리포트 2018-07, 한국금융연구원, 2018, 52-59면.
22) 김건식·정순섭, 「자본시장법(새로 쓴 제3판)」, 두성사, 2013, 55면.
23) 이지언·이보미, 앞의 보고서, 52면.
24) 김건식·정순섭, 앞의 책, 55면.
25) 임재연, 「자본시장법」, 박영사, 2021, 27면
26) 김건식·정순섭, 앞의 책, 56면.
27) 이지언·이보미, 앞의 보고서, 52면 참조.
28) 임재연, 앞의 책, 28면.
29) 이지언·이보미, 앞의 보고서, 52면 참조.
30) 김건식·정순섭, 앞의 책, 58면. 다만, 이에 대하여 금융투자상품에 해당하기 위해서는 엄밀하게 '약정을 이행함으로써 취득하게 되는 목적물'이 아니라, '약정함으로써 취득하는 권리'이어야 하므로 이를 엄격하게 해석하면 인수계약에 따라 발행하는 주식은 '약정의 이행으로 취득하게 되는 목적물'에 해당하므로 금융투자상품에 해당하지 않아 금융투자상품에서 제외되는 현상이 발생할 수 있으므로, 이러한 불합리한 결과를 방지하기 위해 '약정함으로써 취득하는 권리'의 범위를 넓고 유연하게 보아야 한다는 견해가 존재한다. 임재연, 앞의 책, 28-30면.

이 있어야 한다. 투자성은 원본손실위험을 의미한다.[32] 자본시장법 제3조 제1항은 원본손실위험에 대해서 "그 권리를 취득하기 위하여 지급하였거나 지급하여야 할 금전 등의 총액이 그 관리로부터 회수하였거나 회수할 수 있는 금전 등의 총액을 초과하게 될 위험이 있는 것"이라고 규정하고 있다. 증권형 토큰도 시장가격하락으로 시장위험에 의한 손실가능성이 존재한다.[33] 즉, 투자자의 매수가격보다 매도가격이 하락하면 손실을 볼 수 있는 것이다.[34] 따라서 증권형 토큰은 투자성 요건을 충족한다.

증권형 토큰은 금전 등 재산적 가치가 있는 것을 제공하고 그 대가로 투자성 있는 권리를 부여받는 것으로서, 이상의 요건을 충족한다. 따라서 증권형 토큰은 일응 금융투자상품의 개념에 포함된다고 볼 수 있다.[35]

2. 자본시장법상 증권 해당 여부

자본시장법은 금융투자상품에 대하여 일반적인 정의를 내린 다음, 금융투자상품을 각 상품별로 세부적 개념을 규정하고 있다. 자본시장법상 금융투자상품은 원본초과손실 가능성 여부를 기준으로 증권과 파생상품으로 구분한다.[36] 자본시장법 제3조 제2항은 "금융투자상품은 다음 각 호와 같이 구분한다"라고 하여 금융투자상품의 일반적 정의의 해당한다고 하더라도 증권이나 파생상품의 구체적인 개념에 속하지 아니하는 상품은 금융투자상품에 해당하지 않는다고 본다.[37] 따라서 어느 특정 상품이 금융투자상품에 해당하여 자본시장법의 적용을 받기 위해서는 제3조 제1항의 금융투자상품 요건만 갖추는 것으로는 불충분하고, 이에 더하여 제3조 제2항상 금융투자상품의 세부 유형, 즉 증권이나 파생상품 중에서 어느 하나에 해당해야 한다. 여기에 속하지 않는 금융상품은 자본시장법의 적용 대상이 아니다.[38]

자본시장법 제4조는 증권을 "내국인 또는 외국인이 발행한 금융투자상품으로서 투자자가 취득과 동시에 지급한 금전등 외에 어떠한 명목으로든지 추가로 지급의무를 부담하지 아니하는 것"으로 규정하고 있다.[39] 증권형 토큰은 원본을 초과하는 손실이 발생할 위험성은 없으므로 일응 자본시장법상 증권에 해당할 가능성이 있다. 그러나 증권형 토큰이 원본을 초과하여 손실을 보는 구조는 아니다.[40] 따라서 증권형 토큰은 파생상품은 아니고, 증권에 해당한다고 할 수 있다.

자본시장법은 증권을 다시 여섯 가지 유형으로 구분한다. 증권형 토큰이 자본시장법 제4조 제2항의 각 호에 규정된 증권에 해당하는지 여부를 살펴보기로 한다. 자본시장법 제4조 제2항은 증권을 증권에 표시되는 권리의 종류에 따라 채무증권, 지분증권, 수익증권, 투자계약증권, 파생결합증권, 증권예탁증권 등으로 구분하여 규정하고 있다. 증권형 토큰이 금융투자상품 중 증권에 해당하여 자본시장법의 적용대상이 되면 발행 및 공시 규제, 중개업체의 진입규제 및 각종 영업행위규제를 받게 된다.

---

31) 이지언·이보미, 앞의 보고서, 52면.
32) 한국증권법학회, 자본시장법[주석서 I](개정판), 박영사, 2017, 12면; 김건식·정순섭, 59면.
33) 이지언·이보미, 앞의 보고서, 52면.
34) 이희종, "가상자산의 법적 규제에 관한 연구", 법과 정책연구 제21집 제2호, 한국법정책학회, 2021, 155면.
35) 최지웅, "증권형 토큰 발행·유통 현황 및 합리적 규제방안", 경제법연구 제19권 제2호, 한국경제법학회, 2020, 23면.
36) 이지언·이보미, 앞의 보고서, 53면; 김건식·정순섭, 앞의 책, 66-68면.
37) 김건식·정순섭, 63면; 임재연, 앞의 책, 27-28면.
38) 임재연, 앞의 책, 33-34면.
39) 또한, 자본시장법은 금융투자상품의 개념에서 제외되는 상품을 규정하고 있다. 자본시장법 제3조 제1항 단서는 투자성이 있는 상품 중에서 원화로 표시된 양도성 예금증서, 수익증권발행신탁이 아닌 신탁으로서 관리형 신탁의 수익권 등은 금융투자상품에서 제외하고 있다. 증권형 토큰은 이에 해당하지 아니하므로 자본시장법 적용 제외 대상에 해당되지 않는다.
40) 최지웅, "증권형 토큰 발행·유통 현황 및 합리적 규제방안", 경제법연구 제19권 제2호, 한국경제법학회, 2020, 23-24면.

첫째, 증권형 토큰이 채무증권에 해당하는가. 자본시장법 제4조 제3항에 의하면, 채무증권은 국채증권, 지방채증권, 특수채증권, 사채권, 기업어음증권, 그밖에 이와 유사한 것으로서 지급청구권이 표시된 것을 의미한다. 일반적인 가상자산은 지급청구권을 표시하고 있지 않으므로 채무증권에 해당하지 않을 것이나,[41] 가상자산이 증권형 토큰으로서 특정인에 대하여 부담하는 채무를 관리할 목적으로 발행되었다면 자본시장법상 '이와 유사한 것으로서 지급청구권이 표시된 것'에 해당하여 채무증권에 해당할 가능성이 있다.[42]

둘째, 증권형 토큰이 지분증권에 해당하는가. 자본시장법 제4조 제4항에 의하면, 자기자본에 대한 지분을 나타내는 지분증권은 주권, 신주인수권이 표시된 것, 법률에 의하여 직접 설립된 법인이 발행한 출자증권, 상법에 따른 합자회사, 유한책임회사, 유한회사, 합자조합, 익명조합의 출자지분, 그밖에 이와 유사한 것으로서 출자지분, 출자지분을 취득할 권리가 표시된 것을 의미한다. 일반적인 가상자산은 출자지분 또는 출자지분을 취득할 권리가 표시된 것이 아니므로 지분증권에 해당하지 않을 것이나,[43] 가상자산이 증권형 토큰으로서 법인 전반에 대한 출자지분 또는 출자지분을 취득할 권리가 표시된 것에 해당한다면 자본시장법상 지분증권에 해당할 가능성이 있다.[44]

셋째, 가상자산이 수익증권에 해당하는가. 수익증권은 신탁재산의 운용에서 발생하는 수익을 분배받고 그 신탁재산을 상환받을 수 있는 수익자의 권리, 즉 수익권이 표시된 증권을 말한다. 자본시장법 제4조 제5항에 의하면, 수익증권은 동법 제110조의 수익증권, 제189조의 수익증권, 그밖에 이와 유사한 것으로서 신탁의 수익권이 표시된 것을 의미한다. 여기서 제110조의 수익증권은 신탁업자가 금전신탁 계약에 의한 신탁수익권에 대하여 발행하는 수익증권을 의미하고, 제189조의 수익증권은 투자신탁을 설정한 집합투자업자가 투자신탁의 수익권을 균등하게 분할하여 발행하는 수익증권을 말한다. 일반적인 가상자산은 신탁의 수익권이 표시된 것이 아니므로 수익증권이 아니나,[45] 가상자산이 증권형 토큰으로서 부동산을 지분화해서 여기에서 발생하는 수익권에 대하여 증권형 토큰을 발행하는 경우에는 수익증권에 해당할 가능성이 있다.

넷째, 가상자산이 투자계약증권에 해당하는가. 자본시장법 제4조 제6항에 의하면, 투자계약증권이란 특정 투자자가 그 투자자와 타인 간의 공동사업에 금전 등을 투자하고, 주로 타인이 수행한 공동사업의 결과에 따른 손익을 귀속 받는 계약상의 권리가 표시된 것을 의미한다. 그런데 일반적인 가상자산은 타인이 수행한 공동사업의 결과에 따른 손익을 귀속 받는 계약상의 권리가 표시된 것이 아니므로 투자계약증권에도 해당하지 않는 경우가 많을 것이나, 가상자산 중에서 증권형 토큰은 투자계약증권에 해당할 가능성이 있다.[46]

증권형 토큰이 자본시장법상 투자계약증권에 해당하는지를 검토하기로 한다. 자본시장법상 투자계약증권은 미국 증권법상 투자계약(investment contract)에 대한 판단기준을 기초로 한다. 따라서 자본시장법상 투자계약증권 해당 여부를 따지기 위해서는 미국의 증권법상 투자계약 판단기준인 Howey 기준을 살펴볼 필요가 있다.

미국의 Howey 기준은 SEC v. W. J. Howey Co., 328 US 293 (1946) 사건판결에서 시작되었

---

41) 임재연, 앞의 책, 38면.
42) 정승영, 앞의 논문, 85면.
43) 임재연, 앞의 책, 38면.
44) 특정 법인 전반이 아닌 특정 사업에 대해서만 자금을 모집한 경우에도 지분증권에 해당하는지에 대해서는 논의의 여지가 남아 있다고 보는 견해가 있다. 이 견해는 특정 사업에 대해서만 자금을 모집한 경우, ICO가 IPO를 대체하여 특정 법인 전반에 대한 지분을 나타낸다고 볼 수 있다면 지분증권에 해당할 수 있을 것이나, 그것이 아니라면 지분증권에는 해당하지 않을 가능성이 있다는 점에 근거한다. 정승영, 앞의 논문, 85-86면.
45) 임재연, 앞의 책, 38면.
46) 임재연, 앞의 책, 38면 각주 25.

다. 연방대법원은 Howey 판결에서 투자계약(investment contract)에 해당하기 위해서는 공동의 사업에 금전을 투자하여, 오로지 사업자나 제3자의 노력으로부터 수익을 기대하는 계약, 거래, 계획에 해당해야 한다고 보았다.[47] 이것을 Howey 기준이라 부르는데, 이 기준의 세부 요건을 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 금전의 투자이어야 한다. 여기서 금전은 반드시 현금에 한하는 것은 아니다. 금전적 가치가 있는 것을 대가로 지급하면 충분하므로 증권형 토큰을 매수하는 대가로 현금을 지급하는 외에 다른 가상자산을 지급하는 경우에도 금전의 투자에 해당한다.[48]

둘째, 공동의 사업이어야 한다. 공동의 사업 요건을 충족하기 위해서는 수평적 공동성 또는 수직적 공동성이 존재해야 한다.[49] 증권형 토큰에 투자하는 경우, 투자자의 수익은 거래자 간에 연결되어 있거나 사업자의 노력이 성공하는지에 의존하게 되므로 공동사업 요건을 충족할 가능성이 높다. 시장가격이 변동함에 따라 투자수익이 변동하는 경우에는 수평적 공동성이 인정될 것이고, 시장가격이 변동함에 따라 발행인과 투자자들의 자산이 변동하는 방향이 같다면 수직적 공동성이 인정될 수 있을 것이다.[50]

셋째, 오로지 사업자나 제3자의 노력으로부터 수익을 얻는 구조이어야 한다. 이 요건의 충족 여부를 판단하기 위해서는 투자자가 사업자나 제3자의 노력에 의존하는 것을 합리적으로 기대할 수 있는지, 사업자의 노력이 사업의 성패에 영향을 줄 정도로 중요한 노력인지를 고려해야 한다.[51] 예컨대, 사업자가 네트워크의 개발, 개선, 운영, 홍보, 가상자산의 시장조성 등의 역할을 수행한 경우 등에는 이 요건을 충족할 가능성이 있다. 반면, 네트워크의 탈중앙화의 정도가 클수록 사업자의 역할이 상대적으로 줄어들게 되므로 투자계약에 해당하지 않게 될 가능성이 높아진다.[52]

넷째, 수익의 합리적 기대가 있어야 한다. 여기서의 수익은 일반적으로 사업이 성장함에 따라 발생하게 되는 자산평가 이익, 투자자금을 활용한 결과 발생하는 이익 등을 말한다.[53] 예컨대, 사업자의 경험과 능력을 강조하며 네트워크 및 가상자산의 가치를 높일 수 있다고 마케팅을 하는 경우, 명시적으로 또는 묵시적으로 가상자산의 양도가능성이나 거래시장 구축에 대한 약속을 강조하며 마케팅하는 경우에는 이 요건을 충족할 가능성이 높아진다.[54]

자본시장법 제4조 제6항은 투자계약증권을 "투자계약증권"이란 특정 투자자가 그 투자자와 타인 간의 공동사업에 금전등을 투자하고 주로 타인이 수행한 공동사업의 결과에 따른 손익을 귀속받는 계약상의 권리가 표시된 것"이라고 규정하고 있어, 미국의 Howey 기준의 요소를 대부분 포함하고 있다. 따라서 일반적인 가상자산은 타인이 수행한 공동사업의 결과에 따른 손익을 귀속받는 계약상의 권리가 표시된 것이라 할 수 없으므로 자본시장법상 투자계약증권에 해당하지 않는 경우가 많을 것이지만, 투자자로부터 가상자산으로 자금을 조달하고 투자자들에게 그 대가로 토큰을 지급하는 경우와 같이 증권형 토큰으로 발행되는 경우에는 자본시장법상 투자계약증권에 해당할 가능성이 있다.[55]

---

47) SEC v. W. J. Howey Co., 328 US 293, 298-299 (1946); Securities and Exchange Commission, Framework for "Investment Contract" Analysis of Digital Assets, 2019, https://www.sec.gov/corpfin/framework-investment-contract-analysis-digital-assets.
48) *Id.*
49) *Id.*
50) 김갑래, "미국과 EU의 가상자산거래자 보호제도의 시사점", 이슈보고서 21-13, 자본시장연구원, 2021, 12면.
51) *Id.*
52) 김갑래, 앞의 보고서, 13면.
53) Securities and Exchange Commission, op. cit.; 김갑래, 앞의 보고서, 13면.
54) 김갑래, 앞의 보고서, 13면.
55) 임재연, 앞의 책, 38-39면 참조.

이와 같이 증권형 토큰에 자본시장법이 적용된다고 하더라도 전자증권법까지 당연히 적용되는 것은 아니다. 전자증권법은 자본시장법보다 적용대상의 범위를 축소하고 있기 때문에 증권형 토큰이 자본시장법의 적용을 받는다고 하더라도 전자증권법 적용 여부는 별도로 검토해보아야 한다.

IV. 전자증권법 적용 가능성 검토

1. 의의

전자증권제도란 실물 증권을 발행하지 않고 전자등록기관의 전자등록부에 소유관계사항을 등록하여 증권의 발행 및 유통 권리행사 등 증권 관련 모든 사무를 전자적인 방법으로 처리하는 제도를 의미한다.[56] 전자증권제도는 실물증권의 발행으로 인하여 발생하는 유가증권제도의 문제점을 개선하여 금융시장의 발전에 기여하기 위하여 도입되었다. 전자증권제도를 도입함으로써 얻을 수 있는 이익은 다음과 같다. 우선, 전자등록계좌를 통해 단기간 내에 관리내역을 직접 확인할 수 있고, 증권 사무를 전면적으로 전자화하여 수행할 수 있어 증권 거래의 편의성을 제고할 수 있다. 투자자의 요구가 있는 경우 주식을 실물로 발행해야 했는데, 전자증권제도가 적용되는 주식에 대해서는 실물증권의 발행이 전면 금지됨에 따라 불필요한 실물증권 발행 비용을 절감할 수 있고, 위조나 분실 등의 위험을 경감할 수 있다. 또한, 전자증권제도 하에서는 거래정보가 전산 관리되므로 명의신탁, 음성거래 등을 통한 탈세 등이 방지되어 기업지배구조와 증권 거래정보에 대한 투명성을 제공할 수 있다.[57] 이러한 기대 하에 2011년 상법 개정에서 주식 등에 대한 전자등록제도의 기초가 마련되었고, 그 후 2016년에 전자증권법이 제정되어 2019년부터 시행됨에 따라 전자증권제도가 본격적으로 개시되었다.[58]

이러한 전자증권법은 증권형 토큰에도 적용될 수 있는가. 전자증권제도가 실물 증권을 발행하지 않고 증권 관련 모든 사무를 전자적인 방법으로 처리하는 제도를 말하므로 증권형 토큰에 전자증권법이 적용되기 위해서는 실물 증권을 발행하지 않는 경우이어야 하고, 관련 모든 사무를 전자적인 방법으로 처리한다면 증권형 토큰에 전자증권법이 적용될 가능성이 있다. 우선, 증권형 토큰에 전자증권법이 적용되려면 그 전제로서 실물 증권이 발행되지 않아야 한다.

2. 전자증권법상 전자등록

증권형 토큰에 전자증권법이 적용되기 위해서는 관련 모든 사무를 전자적인 방법으로 처리할 수 있어야 한다. 관련 사무를 전자적으로 처리한다는 것의 구체적인 의미는 전자증권법상 '전자등록'의 개념을 보면 파악할 수 있다. 전자증권법 제2조 제2호는 '전자등록'을 "주식등의 종류, 종목, 금액, 권리자 및 권리 내용 등 주식등에 관한 권리의 발생ㆍ변경ㆍ소멸에 관한 정보를 전자등록계좌부에 전자적 방식으로 기재하는 것"이라고 정의한다. 따라서 증권형 토큰의 발생, 변경, 소멸에 관한 정보를 전자등록계좌부에 전자적 방식으로 기재할 수 있다면 전자증권법상 전자

56) 노혁준, "전자증권법의 상법상 쟁점에 관한 연구: 주식관련 법리를 중심으로", 비교사법 제24권 제4호, 한국비교사법학회, 2017, 1646면; 법무부·금융위원회, "전자증권제도 및 법령 주요내용", 설명자료, 2019. 6, 1면; 임재연, 앞의 책, 1484면.
57) 법무부·금융위원회, 앞의 설명자료, 1-3면; 최지웅, "전자증권법제의 도입 및 향후 법적 정비 과제", 증권법연구 제20권 제3호, 한국증권법학회, 2019, 241면.
58) 노혁준, 앞의 논문, 1646면.

등록에 해당하여 전자증권법이 적용될 수 있을 것이다. 증권형 토큰에서 사용하는 블록체인상의 기재는 전자적 방식으로 기재하는 것라고 볼 수 있으므로 전자등록에 해당한다고 볼 수 있다.[59]

3. 전자증권법의 적용대상

전자증권법의 적용대상은 자본시장법의 적용대상과 일치하지 않는다. 자본시장법의 적용대상은 실물 발행을 전제로 하기 때문에 '증권'을 적용대상으로 하지만, 전자증권법은 실물발행을 전제로 하지 않기 때문에 그 증권에 표시될 수 있거나 표시되어야 할 '권리'를 적용대상으로 한다.[60] 또한, 자본시장법은 그 적용대상을 포괄적으로 규정하고 있으나, 전자증권법은 적용대상을 한정적으로 열거하여 규정하고 있다.[61]

전자증권법은 적용대상을 '주식등'으로 규정하고, 다시 그 '주식등'을 지분증권, 채무증권, 수익증권, 증권예탁증권, 파생결합증권, 기타로 구분한다(동법 제2조 제1호 및 동 시행령 제2조). 적용대상 지분증권으로는 주식, 신주인수권증서, 신주인수권증권을 규정하고 있다. 적용대상 채무증권으로는 사채, 국채, 지방채, 특수채, 이중상환청구권부 채권을 규정하고, 동법 시행령에서 은행법 및 금융지주회사법상 조건부 자본증권을 추가하고 있다. 적용대상 수익증권으로는 신탁법상 수익권, 자본시장법상 투자신탁의 수익권, 주택저당증권, 학자금대출증권을 규정하고, 적용대상 증권예탁증권으로는 시행령에서 국내 발행 증권예탁증권을 규정하고 있다. 적용대상 파생결합증권에 대해서도 시행령에서 주식워런트증권을 규정하고 있다. 기타의 적용대상으로는 자산유동화법상 유동화증권과 외국법인의 국내 발행 증권을 규정하고, 시행령에서 양도성예금증서를 추가하고 있다. 다만, 전자증권법 제2조 제1호 거목은 대통령령에 근거하여 '주식등'의 개념을 확대할 수 있음을 규정하고 있다.[62] 이 규정에 근거하여 양도성 예금증서와 같이 자본시장법상 증권이 아닌 경우에도 전자증권법상 '주식등'에 포함된다. 전자증권법상 '주식등'에 해당하지 않으면 전자증권법상 전자등록제도를 이용할 수 없다.[63]

이와 같이 전자증권법의 적용대상이 되는 '주식등'의 개념에는 자본시장법상 증권을 대부분 포함하고 있다. 그러나 자본시장법상 증권의 개념 중에서 대체가능성이나 유통가능성이 낮은 투자계약증권이나 주식회사 이외의 출자지분 등은 배제되어 있다.[64] 따라서 증권형 토큰이 자본시장법상 투자계약증권이나 주식회사 이외의 출자지분 등에 해당하는 경우에는 자본시장법상 증권에는 포함되더라도 전자증권법상 '주식등'에는 포함되지 않는다. 따라서 증권형 토큰이 투자계약증권이나 주식회사 이외의 출자지분에 해당하는 경우에는 자본시장법상 증권에는 해당된다고 하더라도 전자증권법의 적용을 받지 아니한다. 자본시장법과는 달리 전자증권법이 그 적용대상을 열거하고 있기 때문에 발생하는 문제이다.[65]

---

59) 김지안, 앞의 논문, 19면.
60) 임재연, 앞의 책, 1490면.
61) 정순섭, "전자증권법 시행에 따른 상법 정비방안", 법무부 용역보고서, 서울대학교 금융법센터, 2018, 19면.
62) 노혁준, 앞의 논문, 1652면.
63) 한편, 전자증권법 제25조 제1항 단서에서는 상장주식, 채권 등 상장증권, 투자신탁의 수익권, 투자회사의 주식을 의무적용 대상으로 규정하고, 동법 시행령 제18조에서는 조건부자본증권, 파생결합사채, 주택저당증권, 학자금대출증권, 주식워런트증권, 국내발행 증권예탁 증권을 의무적용 대상으로 규정하고 있다. 또한, 전자등록업무규정 제3-15에서는 전자등록되었거나 전자등록하려는 주식의 종류주식, 신주인수권증서증권을 의무적용 대상으로 규정하고 있다. 따라서 이러한 의무적용의 경우에 해당되면 실물발행은 불가하고 전자등록의 방법으로만 신규 발행이 가능하다.
64) 노혁준, 앞의 논문, 1652면.
65) 자본시장법은 포괄주의를 취하고 있어 새로운 유형의 증권이 출현하였을 때 바로 대처가 가능하나, 전자증권법은 열거주의를 취하고 있기 때문에 새로운 유형의 증권이 출현하였을 때 대처가 쉽지 아니하다. 노혁준, 앞의 논문, 1652면. 따라서 전자증권법상 주식등의 개념을 자본시장법과 같이 포괄적으로 규정하여 향후 등장할 다양한 유형의 증권을 전자적으로 등록 가능한 환경을 조성할 필요가 있다.

4. 전자증권제도 운영기관

전자증권법의 운영기관을 보기로 한다. 우선 전자증권의 운영기관은 전자등록기관과 계좌관리기관이 수행한다. 상법상 전자등록기관은 유가증권 등의 전자등록업무를 취급하는 기관을 말하고(상법 제356조의2 제1항), 전자증권법상 전자등록기관은 주식등의 전자등록에 관한 제도의 운영을 위하여 전자등록업허가를 받은 자이다(전자증권법 제2조 제6호). 전자증권법상 전자등록기관은 주식등의 전자등록에 관한 업무, 발행인관리계좌, 고객관리계좌 및 계좌관리기관등 자기계좌의 개설, 폐지 및 관리에 관한 업무, 발행인관리계좌부, 고객관리계좌부 및 계좌관리기관등 자기계좌부의 작성 및 관리에 관한 업무, 소유자명세의 작성에 관한 업무, 전자등록주식등에 대한 권리 행사의 대행에 관한 업무, 전자등록주식등의 발행 내용의 공개에 관한 업무 등을 수행하는데(동법 제14조 제1항), 전자등록업허가를 받지 아니한 자는 이러한 전자등록업을 영위할 수 없다(동법 제4조). 한편, 계좌관리기관은 고객계좌를 관리하는 자를 말한다.[66] 계좌관리기관은 고객계좌부에 따른 주식등의 전자등록에 관한 업무, 고객계좌의 개설, 폐지 및 관리에 관한 업무, 고객계좌부의 작성 및 관리에 관한 업무 등을 수행한다(동법 제20조 제2항).

이처럼 전자증권법상 전자등록업은 전자등록업허가를 취득한 전자등록기관만 영위할 수 있으므로 증권형 토큰이 단순히 전자적 형태로 되어 있다고 하여 바로 전자증권법상 전자증권에 해당한다고 볼 수는 없고, 증권형 토큰도 전자증권법상 전자등록업허가를 취득한 전자등록기관에서 관리하는 중앙집중적 계좌 체계에서 발행, 유통되는 경우에만 전자증권법상 전자증권이라고 볼 수 있다.[67]

5. 전자증권법상 계좌구조

전자증권법상 개설되는 계좌는 발행인관리계좌부, 전자등록계좌부, 고객관리계좌부로 구분된다.[68] 우선, 발행인관리계좌는 발행인 등이 전자등록기관에 개설하는 계좌이다(동법 제21조 제1항). 다음, 전자등록계좌부는 주식등에 관한 권리 발생, 변경, 소멸에 대한 정보를 전자적 방식으로 편성한 장부이며, 세부적으로는 고객계좌부와 계좌관리기관등 자기계좌부로 구분된다. 이 중에서 고객계좌는 전자등록주식 등의 권리자가 되려는 자, 즉 투자자가 계좌관리기관에 개설한다(동법 제22조 제1항). 고객관리계좌부는 계좌관리기관이 고객계좌부에 전자등록된 전자등록주식등의 총수량 또는 총금액을 관리하기 위하여 전자등록기관에 개설하는 계좌이다(동조 제3항). 한편, 계좌관리기관등 자기계좌는 계좌관리기관 등이 전자등록기관에 개설하는 계좌이다(동법 제23조 제1항). 계좌관리기관이 고객계좌를 개설하지 아니하고 전자등록기관에 직접 자기계좌를 개설하는 경우이다.[69] 즉, 투자자는 계좌관리기관에 고객개좌를 개설하고, 계좌관리기관은 관리 목적으로 전자등록기관에 고객관리계좌를 개설한다.[70] 따라서 전자등록기관에는 발행인관리계좌, 고객관리계좌 및 계좌관리기관 등 자기계좌가 개설되고, 계좌관리기관에는 고객계좌가 개설된다.

이러한 계좌 간의 체계를 유형화하면 복층식과 다층식으로 구분할 수 있다.[71] 복층식과 다층식

66) 임재연, 앞의 책, 1496면.
67) 최지웅, "증권형 토큰 발행·유통 현황 및 합리적 규제방안", 경제법연구 제19권 제2호, 한국경제법학회, 2020, 25면.
68) 정순섭, 앞의 보고서, 24면.
69) 임재연, 앞의 책, 1500면.
70) 최지웅, "전자증권법제의 도입 및 향후 법적 정비 과제", 증권법연구 제20권 제3호, 한국증권법학회, 2019, 261면.
71) 허항진, "유가증권의 전자화와 그 법적 과제에 관한 연구", 법학연구 제30집, 한국법학회, 2008, 187-194면; 정순섭, 앞의 보고서, 23면.

구분은 중앙등록기관과 계좌관리기관 등이 몇 단계로 이루어져 있는지에 따른 구분인데, 하나의 중앙등록기관과 하나의 계좌관리기관으로 이루어진 경우를 복층식이라고 하고, 하나의 중앙등록기관과 복수의 계좌관리기관으로 이루어진 경우를 다층식이라고 한다. 즉, 복층식은 중앙등록기관, 계좌관리기관, 개별투자자로 구성되고, 다층식은 중앙등록기관, 상위 계좌관리기관, 하위 계좌관리기관, 개별투자자로 구성된다.[72] 현행 전자증권법은 중앙등록기관, 계좌관리기관, 개별투자자로 구성되는 것을 전제로 하므로 복층식으로 이루어졌다고 볼 수 있다.[73]

이와 같이 전자증권법이 전자등록기관 중심의 중앙집중적 계좌구조와 중앙등록기관, 계좌관리기관, 개별투자자로 구성되는 복층식 계좌구조를 기반으로 하고 있기 때문에, 증권형 토큰이 전자증권법상 전자증권으로 인정되려면 증권형 토큰이 사용하는 블록체인기술도 이와 같은 중앙집중적, 복층식 계좌구조를 취해야 한다. 증권형 토큰이 이러한 요건을 갖추어 발행될 수 있는 한 기존 전자증권제도로 포섭될 수 있을 것이다.[74]

6. 전자증권제도 운영방식

전자증권제도의 운영방식은 통합관리방식과 개별관리방식으로 구분할 수 있다. 통합관리방식은 중앙등록기관이 개별투자자들의 주식 보유 상황을 직접 관리하는 것이 아니라 계좌관리기관이 투자종목을 합산한 총괄적인 정보만 관리하고, 개별투자자의 세부적인 보유상황은 계좌관리기관에서 관리하는 방식을 말한다.[75] 기존 예탁결제제도와 유사하게 고객이 계좌관리기관을 통해 간접적으로 권리를 보유하는 방식이다. 특히, 이 방식은 비용부담이 적고 투자자의 개인정보보호에 충실하다는 장점을 지닌다.[76] 즉, 중앙등록기관에서 전체적인 총괄 정보를 관리하지만, 개별투자자의 세부 정보는 계좌관리기관에서 개별적으로 관리하기 때문에 중앙등록기관 시스템에 과부하가 걸릴 염려가 없고, 개별 고객의 정보는 계좌관리기관에서 분리하여 관리하기 때문에 고객 정보가 중앙등록기관 한 곳에 집중되었을 때 발생할 수 있는 개인정보유출사고에 대한 우려가 상대적으로 낮다.

반면, 개별관리방식은 중앙등록기관에서 개별투자자의 보유 상황을 실시간으로 파악하여 그 정보를 관리하는 방식이다. 개별투자자가 중앙등록기관에 직접 계좌를 개설하는 경우뿐만 아니라, 개별투자자가 자신의 계좌를 중앙등록기관에 직접 개설하지는 아니하고 계좌관리기관에만 개설하더라도 계좌관리기관에서 각 계좌의 정보를 모두 중앙등록기관에 전달하여 그곳에 등록되도록 하는 경우에는 개별관리방식에 해당할 수 있다.[77] 개별관리방식은 개별투자자의 보유상황을 전자등록부에 직접 등록함으로써 주주의 주식보유내역을 실시간 파악할 수 있으므로 경영권 분쟁 등 위험을 신속하게 파악하고 대응할 수 있다. 또한, 회사와 주주 간의 의사소통도 원활하게 이루어질 수 있다.[78] 다만, 이 방식을 취할 경우 중앙등록기관은 실시간 이루어지는 매매거래에 따른 보유 증권 변동사항을 기록하고 보관해야 하는 어려움이 있고, 투자자의 개인정보가 충분하게 보호되지 않고 노출될 위험이 있다.[79]

현행 전자증권법은 위의 두 가지 운영방식 중 통합관리방식을 취하고 있다. 전자증권법 제22조

72) 노혁준, 앞의 논문, 1649-1650면.
73) 노혁준, 앞의 논문, 1650면.
74) 최지웅, "증권형 토큰 발행·유통 현황 및 합리적 규제방안", 경제법연구 제19권 제2호, 한국경제법학회, 2020, 25면.
75) 노혁준, 앞의 논문, 1648-1649면.
76) 김지안, 앞의 논문, 20-21면.
77) 노혁준, 앞의 논문, 1648-1649면.
78) 김지안, 앞의 논문, 20면.
79) 김지안, 앞의 논문, 20-21면.

제3항 및 제4항에 의하면, 계좌관리기관은 고객계좌부에 전자등록된 전자등록주식등의 총수량 또는 총금액을 관리하기 위하여 전자등록기관에 고객관리계좌를 개설하여야 하고, 고객관리계좌가 개설된 경우 전자등록기관은 계좌관리기관의 명칭 및 주소, 전자등록주식등의 종류, 종목 및 종목별 수량 또는 금액 등을 기록하여 계좌관리기관별로 고객관리계좌부를 작성하여야 한다. 즉, 전자증권법은 개별투자자의 세부 정보는 계좌관리기관에서 관리하고, 중앙등록기관에 그 정보를 그대로 전달하는 것이 아니라 총괄적인 정보만을 통지하면 되므로 통합관리방식에 해당한다고 볼 수 있다.[80]

이와 같이 전자증권법이 전자등록기관 중심의 중앙집중적 체계를 갖추고 있되, 그 운영방식은 중앙등록기관이 개별투자자의 세부 정보를 관리하는 것이 아니라, 세부 정보는 계좌관리기관에서 관리하고, 중앙등록기관에서는 총괄적인 정보만을 관리하는 통합관리방식을 취하고 있다. 그런데 블록체인기술은 본래 정보가 암호화되어 블록에 저장되고, 이는 참여자 모두에게 자동적으로 공유되는 탈중앙화를 특징으로 한다.[81] 따라서 증권형 토큰의 기반이 되는 블록체인이 통합관리방식의 체계에 맞추어 설계되어야만 전자증권법을 준수할 수 있다.

V. 시사점 및 과제

1. 전자증권법 체계 하에서의 증권형 토큰 발행

앞서 살펴본 바와 같이, 자본시장법은 적용대상인 금융투자상품을 포괄적으로 규정하고 있으므로 증권형 토큰도 자본시장법의 적용대상이 될 수 있다. 증권형 토큰에 자본시장법이 적용된다고 하더라도 전자증권법의 적용까지 담보할 수는 없다. 전자증권법은 그 적용범위를 자본시장법보다 축소하면서 구체적인 대상을 한정적으로 열거하고 있기 때문이다. 따라서 자본시장법의 적용을 받는 증권형 토큰이라고 하더라도 전자증권법의 적용 여부는 별도로 검토해보아야 한다.

증권형 토큰이 전자증권법상 전자증권으로 편입되기 위해서는 전자증권법에 열거된 전자증권 중 어느 하나에 해당해야 하고, 전자증권법상 전자등록업허가를 취득한 전자등록기관이 관리하는 중앙집중적 복층식 계좌 체계를 갖추고 있어야 한다.[82] 이 경우에 해당하면 증권형 토큰은 전자증권법상 전자증권에 해당하여 전자증권법의 적용을 받게 된다. 그러나 증권형 토큰이 전자등록기관이 관리하는 중앙집중적인 복층식의 계좌체계를 갖추지 못한 경우에는 전자증권법상 전자증권으로 인정받을 수 없을 것이다.[83]

전자증권법에 의하면 전자등록업허가를 취득한 전자등록기관만이 전자등록을 할 수 있다. 따라서 현재 전자등록기관으로 인정된 기관이 전자증권법의 운영체계를 유지하는 범위 내에서 블록체인기술을 도입하여 이용하는 것은 법적으로 문제가 없다. 그러나 이러한 전자증권법상 전자등록기관이 아닌 가상자산거래소 등에서 증권형 토큰을 발행하는 경우는 무허가 전자등록영업행위로서 전자증권법 위반에 해당된다. 상법 제356조의2 제1항은 회사는 주권을 발행하는 대신 정관으로 정하는 바에 따라 유가증권 등의 전자등록 업무를 취급하는 기관, 즉 전자등록기관의 전자등록부에 주식을 등록할 수 있다고 규정하고, 동조 제4항은 전자등록의 절차·방법 및 효과, 전자

80) 노혁준, 앞의 논문, 1649면.
81) 육태우, 앞의 논문, 232-233면; 김지안, 앞의 논문, 2면.
82) 최지웅, “증권형 토큰 발행·유통 현황 및 합리적 규제방안”, 경제법연구 제19권 제2호, 한국경제법학회, 2020, 25면.
83) 최지웅, “증권형 토큰 발행·유통 현황 및 합리적 규제방안”, 경제법연구 제19권 제2호, 한국경제법학회, 2020, 25면.

등록기관에 대한 감독, 그 밖에 주식의 전자등록 등에 필요한 사항은 따로 법률로 정한다고 규정하고 있다. 이 규정에 근거해 2016년에 전자증권법이 제정된 것이다. 전자증권법상 '전자등록'이란 주식등의 종류, 종목, 금액, 권리자 및 권리 내용 등 주식등에 관한 권리의 발생·변경·소멸에 관한 정보를 전자등록계좌부에 전자적 방식으로 기재하는 것을 의미하고(동법 제2조 제2호), 증권형 토큰의 발행은 블록체인기술을 이용한 전자적 방식의 기재에 해당하므로 일응 전자등록의 개념에 포함될 수 있다. 그런데 전자증권법 제5조 제1항은 전자등록업, 즉 전자등록 등의 업무[84]를 영업으로 하려는 자는 전자등록의 대상이 되는 주식등의 범위를 구성요소로 하여 업무 단위의 전부 또는 일부를 선택하여 금융위원회 및 법무부장관으로부터 하나의 전자등록업허가를 받을 것을 요하고 있다. 만약 전자등록업허가를 받지 아니하고 전자등록업을 영위하는 경우에는 동법 제4조의 무허가 전자등록영업행위 금지 규정 위반으로서 이를 위반한 자는 5년 이하의 징역 또는 1억원 이하의 벌금에 처하게 된다(동법 제4조 및 제73조). 따라서 전자등록업허가를 취득하지 아니하고 가상자산거래소에서 증권형 토큰의 발행, 즉 주식등의 전자등록에 관한 업무를 수행하면 동법 제4조 위반이 될 것이다.

결국, 증권형 토큰은 투자계약증권이나 주식회사 이외의 출자지분 등 전자증권법에 열거되지 아니한 대상에 한하여 발행이 가능하다고 본다.

2.. 과제

전자증권법상 전자증권은 열거주의를 취하고 있기 때문에 증권형 토큰이 그 유형 중 어느 하나에 해당해야 하고, 전자등록기관을 중심으로 중앙집권적 계좌구조를 갖추고 있어야 한다. 따라서 전자증권법의 적용대상에 대하여 증권형 토큰을 발행하기 위해서는 입법적 정비가 필요하다.

반면, 전자증권법이 허용하는 범위 내에서 증권형 토큰을 발행할 경우에는 그 운영체계를 어떻게 구성할 것인지가 문제된다. 특히, 증권형 토큰에 대하여 기존 전자증권법의 체계를 유지할 것인지, 아니면 기존 체계를 유지하지 아니하고 새로운 체계를 구축할 것인지가 문제된다. 이를 위하여 기존 전자증권제도에 대한 근본적인 질문이 필요하다. 우선적으로 생각해보아야 할 것은 블록체인기술의 유용성이다. 현행 전자증권법상 전자등록방식은 과거 실물증권의 거래구조의 틀을 유지한 상태에서 수정·보완한 것이다. 중개자인 중앙등록기관과 계좌관리기관의 존재를 전제하고, 주식거래는 투자자가 직접 수행하지 못하고 중개인을 통해서만 가능하다. 중개인의 존재로 인해 비용이 발생했으나, 블록체인기술을 이용한 거래, 즉 증권형 토큰을 이용하게 되면 중개인이 없이도 모든 거래 정보가 분산 저장되어 거래에 대한 신뢰성, 안정성을 확보할 수 있다.[85] 따라서 증권형 토큰을 발행할 때에는 거래소와 전자등록기관의 역할을 겸할 수 있도록 하는 방안을 생각해볼 필요가 있다. 블록체인기술을 이용할 때에는 거래와 동시에 그 정보가 기록되므로 거래소와 전자등록기관의 업무를 겸할 수 있도록 하더라도 추가적인 부담이 발생하지 않을 것이다.[86]

이처럼 증권형 토큰의 이용을 활성화하면서도, 투자자를 보호하고 시장의 투명성을 확보하는 방향으로 나가는 것이 증권형 토큰의 바람직한 발전방향이라고 할 수 있다.

---

84) 주식등의 전자등록에 관한 업무, 발행인관리계좌, 고객관리계좌 및 계좌관리기관등 자기계좌의 개설, 폐지 및 관리에 관한 업무, 발행인관리계좌부, 고객관리계좌부 및 계좌관리기관등 자기계좌부의 작성 및 관리에 관한 업무, 외국 전자등록기관과의 약정에 따라 설정한 계좌를 통하여 하는 주식등의 전자등록에 관한 업무, 소유자명세의 작성에 관한 업무, 전자등록주식등에 대한 권리 행사의 대행에 관한 업무, 주식등의 전자등록 및 관리를 위한 정보통신망의 운영에 관한 업무, 전자등록주식등의 발행 내용의 공개에 관한 업무, 그 밖에 금융위원회로부터 승인을 받은 업무 등을 말한다(전자증권법 제14조 제1항).

85) 손창완, 앞의 논문, 55-57면.

86) 김지안, 앞의 논문, 22-23면.

제2세션

수익권의 디지털화에 관한 법적 쟁점

발표자 : 남궁주현 교수(성균관대학교)
조응규 변호사(법무법바른)

토론자 : 양기진 교수(전북대학교)
배승욱 박사(벤쳐시장연구원)

사회자 : 최병규 교수(건국대학교)

수익권의 디지털화에 관한 법적 쟁점

남궁주현* , 조웅규**

목 차

Ⅰ. 들어가며
Ⅱ. 신탁을 활용한 자산유동화의 개관 및 수익권의 디지털화 필요성
Ⅲ. 수익증권의 발행과 수익권의 디지털화
Ⅳ. 결어

Ⅰ. 들어가며

최근 들어 재정 확대 정책에 따라 퍼진 풍부한 유동성을 바탕으로 부동산시장, 주식시장, 가상자산[3]시장 등에 투자금이 몰리면서, 해당 자산의 가격이 급등하거나 거래대금의 규모가 큰 폭으로 확대되고 있다.[4] 이처럼 활발한 투자 열기에 맞물려 남녀노소를 가리지 않는 다양한 부류의 사람들이 자산의 증식을 꾀하고자 자본시장으로 유입되었다. 상당수의 일반투자자들은 자신이 보유한 자금의 범위 내에서 투자를 하나, 근래에는 소위 빚을 내서 투자한다는 취지의 '빚투'라는 용어가 유행할 정도로 공격적인 투자를 하는 성향의 일반투자자들도 많이 등장하게 되었다.

부동산에 관한 투자, 특히 주택에 대한 투자는 정부의 각종 규제로 거액의 현금을 가

* 성균관대학교 법학전문대학원 교수

** 법무법인 바른 변호사

3) 가상자산은 암호화폐, 가상통화, 가상화폐 등으로 불리기도 하나, 이 글에서는 「특정 금융거래정보의 보고 및 이용 등에 관한 법률」(이하 '특정금융정보법'이라 한다)에서 정의한 가상자산으로 통일하여 칭하기로 한다. 참고로 특정금융정보법 제2조 제3호에서 가상자산을 '경제적 가치를 지닌 것으로서 전자적으로 거래 또는 이전될 수 있는 전자적 증표와 그에 관한 일체의 권리'로 정의한다. 다만 발행인이 사용처와 그 용도를 제한한 것, 게임물의 이용을 통하여 획득한 유·무형의 결과물, 전자화폐, 전자증권,전자어음 등은 가상자산에서 제외된다.

4) 박성준, "멈추지 않는 '유동성 파티'…7월 시중통화량 32조↑", 서울파이낸스(2021. 9. 14), http://www.seoulfn.com/news/articleView.html?idxno=432024 (검색일 2021. 9. 27).

진 자산가가 아니면 투자 자체를 하기가 쉽지 않은 상황이고, 또 설령 거액의 자금을 보유하고 있는 투자자라고 하더라도 현재와 같은 규제 기조가 유지되는 상황에서 적극적으로 부동산을 매수하기보다는 정책의 변화를 기다리며 투자의 숨고르기를 하는 모습을 보이고 있다. 가상자산시장은 정보의 불균형 현상이 현저하고, 가격의 등락폭이 주식과 비교하여 매우 크며, 거래소 규제 이슈가 계속적으로 제기되면서 안정적인 투자처를 찾는 투자자로서는 섣불리 발을 담글 수 없는 상황이다. 주식시장은 부동산시장과 비교하여 규제가 적고 거액의 현금이 없어도 원하는 종목에 투자가 가능하며, 가상자산시장과 비교하여서는 안정적인 시장이라는 장점이 있다. 이에 따라 최근 들어 개인투자자들의 막대한 투자금이 주식시장에 유입된 것으로 보이나, 그럼에도 투자자들은 이에 만족하지 못하고 여전히 조금 더 매력적인 투자처를 찾고 있는 것으로 판단된다.[5] 국내 투자자들이 국내주식을 넘어 해외주식에 직접 투자를 하는 비율이 급격하게 증가하는 것도 그와 같은 판단을 단적으로 보여주는 예이다.[6]

이처럼 국내 투자자들의 투자금을 기존 투자 시장에서 모두 흡수하지 못하는 상황이 발생하면서, 투자자들은 사실상 제로 금리에 가까운 은행 적금 상품에 가입하기보다는 새로운 투자처로서 전통의 자산거래시장과는 다른 형태의 자산거래시장으로 눈을 돌리고 있다.

그러나 부동산 투자는 많은 규제로 제약을 받고 있고, 증시나 암호화폐는 높은 수익률보다 더 큰 위험으로 인해 장려되기 쉽지 않다. 마땅한 투자처를 찾지 못하는 금융소비자들을 겨냥하여 최근 부동산 소유권을 지분 단위로 잘개 쪼개어 거래하는 형태의 투자상품이 출시되고 있다. 이러한 부동산 지분거래는 신탁을 이용하여 자산을 유동화한 후 수익권을 지분으로 구성해서 거래하는 방식을 취한다. 이와 맞물려 전통적인 부동산 간접투자기구인 부동산펀드와 리츠 이외에 블록체인 기술을 기반으로 한 부동산 디지털유동화증권(Digital Asset Backed Securities, 이하 DABS) 관련 플랫폼이 주목을 받고 있다.

위와 같은 수익권의 지분거래가 원활하게 진행되기 위해서는 즉각적인 매매 효력의 발생 및 그 확인이 필요하고, 이러한 거래방식은 전자적인 처리가 필수적이다. 본고에서는 이러한 전자적 거래방식의 전제가 되는 수익권의 디지털화를 어떤 방식으로 진행할 수 있는지 검토해보기로 한다.

Ⅱ. 신탁을 활용한 자산유동화의 개관 및 수익권의 디지털화 필요성

5) 양성모, “넘쳐나는 유동성, 증시 넘어 장외로… K-OTC 시총 6년 5개월만에 20조 돌파”, 아주경제(2021. 4. 28), https://www.ajunews.com/view/20210427142643547 (검색일 2021. 9. 27).

6) 이경탁, “국내 투자자 해외주식 거래액 300조 돌파...매수 1위 ‘테슬라’”, 조선비즈(2021. 9. 22), https://biz.chosun.com/stock/stock_general/2021/09/22/QLUO5WS56ZBGRDZAUIETQRPEAI/?utm_source=naver&utm_medium=original&utm_campaign=biz (검색일 2021. 9. 27).

1. 문제의 소재

가상자산의 전 세계 시장규모는 2021년 5월 2,930조 원까지 급등한 후, 6월 1,377조 원으로 급격히 감소한 뒤 최근 다시 2,000조 원을 넘어섰다.[7] 한국의 가상자산 시장 규모는 중국, 미국에 이어 3위로 추정되고,[8] 젊은층을 중심으로 과도한 가상자산 투자 쏠림 현상이 나타나고 있는 것으로 보인다.[9] 우리나라의 가상자산 관련 투자 규모는 22.7조 원, 투자자는 587만 명(2021. 5. 3. 기준, 중복자 포함) 정도로 추정되고 있다.[10] 우리나라의 가상자산 거래소 중 가장 큰 규모인 업비트를 기준으로 24시간 거래 규모는 12.5조 원이고, 방문자수는 214만 명 정도로 추정된다(2021. 8. 11. 현재 기준).[11] 한편 우리나라의 주식시장 관련 증권사의 모바일트레이딩시스템 이용실적은 2020년 일평균 26조 6,581억 원이었다.[12] 이러한 수치만을 가지고 우리나라의 주식시장과 가상자산시장을 규모의 차이를 단순 비교하기는 어렵지만, 가상자산시장이 엄청난 규모로 성장한 것은 부인하기 어렵다.

비트코인을 필두로 한 가상자산거래가 이미 본격화되기 시작한 시점에 이르러서도 여전히 비트코인이 화폐인가 자산인가에 관한 논의가 진행되었을 뿐 구체적으로 이를 어떠한 규제의 영역에 포섭시킬 것인지 등에 대해서는 의미 있는 논의가 사실상 이루어지지 못하였다. 이러한 규제의 공백이 지금과 같은 가상자산거래시장의 성장을 촉진시킨 발판이 되었을 수도 있지만, 그렇다고 해서 규제의 공백이 정당화될 수 있는 것은 아니다.

우리나라에서 가상자산이 화폐인지 자산인지 등에 관해서는 여전히 다양한 논의가 존재한다.[13] 지금도 그에 관한 논의는 진행형이나 투자자들은 가상자산을 이미 주식, 부

---

7) 박연서, "가상자산 최근 동향 및 과세 이슈", 「NABO 추계&세제 이슈」 Vol.3 제16호(국회예산정책처, 2021년), 72면.

8) 박연서, 위의 글, 74면

9) 박소영, "흙수저 탈출구로 '가상화폐' 찾는 2030", IT조선, http://it.chosun.com/site/data/html_dir/2021/03/12/2021031202512.html (검색일 2021. 9. 27); 이정훈, "'스릴 또는 새로운 도전'…젊은층 비트코인 투자 경고한 英당국", 이데일리(2021. 3. 24), https://www.edaily.co.kr/news/read?newsId=03571926628986600&mediaCodeNo=257&OutLnkChk=Y (검색일 2021. 9. 27)

10) 박연서, 앞의 글. 74면.

11) 박연서, 앞의 글. 75면.

12) 한국은행, "2020년도 금융정보화추진 현황 발간", 보도참고자료(2021. 9. 7); 이는 전년 대비 219.6% 증가한 수치이다.

13) 김홍배, "가상자산 비트코인은 화폐인가, 자산인가?", 「금융공학연구」 제19권 제4호(한국금융공학회, 2020), 34면.

동산 등과 대등한 투자대상으로 인식하고 있는 것으로 보인다. 즉 가상자산의 법적 성격에 관한 논의와는 별개로 가상자산은 디지털 통화로서의 기능보다는 자본이익에 대한 시장기대가 더 크게 작용하게 되었고, 그 결과 가상자산에 대한 수요가 급증하면서 가상자산은 투기적 거래의 성격이 강한 자산으로 변화하였다.[14] 가상자산은 대중에 발행 목적 또는 경제적 기능과 무관하게 자본이득을 볼 수 있는 투자대상으로 인식되면서 주식과 같은 방식으로 거래되고 있는 것이다.[15]

문제는 국내의 가상자산거래시장을 통하여 국내기업의 자본조달이 이루어지고 있는가이다. 우리나라 기업이 해외에서 가상자산의 최초 판매, 이른바 최초 코인 공개라고 하는 'ICO(Initial Coin Offering, 이하 ICO)'를 통하여 수천억 원의 자금을 조달하였다는 이야기도 들리나 그 구체적인 규모나 내역은 확인하기 어렵다.[16] 즉 국내 가상자산거래시장에서 엄청난 규모의 자금이 투자되고 거래되고 있으나 정작 그 자금이 우리나라 기업으로 유입되는지 조차 확인하기 어려운 것이 지금의 현실이다. 결과론적으로 ICO에 관한 규제를 일찍이 국내 규제의 영역으로 포섭시켜, 적법·정당하게 기업에게 ICO를 할 수 있는 길을 열어주었다면 현재 시중에 돌고 있는 막대한 자금이 기업들에게 투자되지 않았을까하는 생각도 가져본다.

본고는 위와 같은 문제의식에서 비롯되었다. 다만 그 논의의 범위를 일반 자산에 대한 수익권의 디지털화로 한정하였다. 즉, 현재의 자산거래시장에 대한 수요를 보았을 때, 앞으로 다양한 기초자산의 유동화가 시도될 것으로 예상되며, 특히 유동화된 권리를 주식이나 가상자산처럼 디지털 플랫폼 형식의 거래소에 상장하여 거래가 이루어지는 형태의 사업모델이 지속적으로 시도될 것으로 보인다. 따라서 이러한 사업모델에 관한 법적 구조를 검토하여 앞으로 제기될 수 있는 문제들을 예측해 봄으로써 해당 사업모델이 중간에 좌초되지 아니하고 그 문제들을 원만하게 해결해 나갈 수 있는 토대를 마련할 필요가 있다. 이를 통해 투자자들에게 다양한 금융투자상품을 제공하는 효과를 발생시키면서, 궁극적으로는 기업들이 다양한 방식으로 적법·정당하게 자금을 조달할 수 있는 여건을 조성할 수 있게 될 것이다.

2. 자산유동화 금융의 도입 배경

1997년 외환위기 이전까지 우리나라는 주로 금융회사나 비금융회사가 보유한 자금을 토지와 주택을 담보로 대여하는 대출금융이 일반적인 자금조달방식이었다.[17] 그러나

---

14) 김홍배, 앞의 논문, 34면.

15) 이성복, "가상자산 발행과 유통 현황", 「자본시장포커스」 2021-15호(자본시장연구원, 2021), 8면.

16) 송학주, "한국 토종 ICO, 수천억 조달하고도 '쉬쉬'", https://news.mt.co.kr/mtview.php?no=2018030700432277310 (검색일 2021. 9. 27)

1997년 외환위기 이후 부동산경기의 침체, 주택건설사업자의 대량 도산 등으로 부동산가격이 폭락하자 기업과 금융회사들은 담보로 받은 자산을 처분하는데 어려움을 겪었다.[18] 특히 당시 우리나라의 경제는 기업의 구조조정 과정에서 부실채권이 폭증하였는데, 국가와 기업의 신용등급이 투자부적격 대상 수준으로 지정되자 해외차입비용이 높아지거나 나아가 차입을 할 수 없는 상태에 이르게 되었다. 이에 우리 경제계에서는 금융회사가 보유하고 있는 부실자산을 고유자산에서 분리하여 재무구조를 개선할 수 있는 자산유동화가 자기자본비율의 증가를 유도하면서 위험관리능력의 향상에도 기여할 수 있고, 더불어 침체된 부동산경기를 부양시키고 활성화하여 장기적인 자금의 안정적인 공급에 기여할 수 있는 점 등 그 중요성과 필요성을 인식하기 시작하였다. 그 이후로 이러한 위험을 타개하기 위한 방법으로 부동산의 유동화 논의가 활발하게 제기되었고, 이에 정부에서는 기업들의 현금유동성 문제를 해결하고자 부동산을 유동화시키거나 자본시장을 통한 자금조달을 통하여 비유동자산을 이용하여 자금을 조달하는 방법을 마련하고자 하였다.[19] 이에 따라 1998. 9. 16.「자산유동화에 관한 법률」(이하 '자산유동화법'이라 한다)이 제정되었다.

자산유동화법 제2조 제1호는 자산유동화를 아래와 같이 정의하고 있다. 첫째, 유동화전문회사가 자산보유자로부터 유동화자산을 양도받아 이를 기초로 유동화증권을 발행하고, 당해 유동화자산의 관리ㆍ운용ㆍ처분에 의한 수익이나 차입금 등으로 유동화증권의 원리금 또는 배당금을 지급하는 일련의 행위('가'목), 둘째,「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」에 따른 신탁업자가 자산보유자로부터 유동화자산을 신탁받아 이를 기초로 유동화증권을 발행하고, 당해 유동화자산의 관리ㆍ운용ㆍ처분에 의한 수익이나 차입금등으로 유동화증권의 수익금을 지급하는 일련의 행위('나'목), 셋째, 신탁업자가 유동화증권을 발행하여 신탁받은 금전으로 자산보유자로부터 유동화자산을 양도받아 당해 유동화자산의 관리ㆍ운용ㆍ처분에 의한 수익이나 차입금 등으로 유동화증권의 수익금을 지급하는 일련의 행위('다'목), 넷째, 유동화전문회사 또는 신탁업자가 다른 유동화전문회사 또는 신탁업자로부터 유동화자산 또는 이를 기초로 발행된 유동화증권을 양도 또는 신탁받아 이를 기초로 하여 유동화증권을 발행하고 당초에 양도 또는 신탁받은 유동화자산 또는 유동화증권의 관리ㆍ운용ㆍ처분에 의한 수익이나 차입금 등으로 자기가 발행한 유동화증권의 원리금ㆍ배당금 또는 수익금을 지급하는 일련의 행위('라'목)이다. 요약하면, 자산유동화란 자산을 보유한 자가 대출채권, 매출채권 등 일반적으로 유동성이 없는 자산을 유가증권, 기타 채무증서로 전환하여 자본시장에서 현금화하

17) 최승재·김용진, "신탁수익증권을 통한 부동산개발사업의 자금조달방안", 「증권법연구」 제16권 제3호(한국증권법학회, 2015), 21면.

18) 최승재·김용진, 앞의 논문, 21면.

19) 최승재·김용진, 앞의 논문, 22면.

는 일련의 행위를 의미한다고 할 수 있다.[20]

자산유동화는 자산보유자로부터 자산을 이전받고 이를 토대로 유동화증권을 발행하는 특수목적기구(Special PurposeVehicle, 이하 "SPV"라 한다)로서 유동화회사나 신탁 등을 이용하여 진행된다. 자산유동화법이 도입된 이후 다양한 기법에 의한 자산유동화 거래가 활발히 이루어져 왔고,[21] ABL(asset backed loan), ABCP(asset backed commercial paper), 부동산 PF(project financing), CDO(synthetic collateralized debt obligations) 등 자산유동화법의 요건을 준수하지 못하여 등록유동화 방식으로 진행하기 어려운 일부 유형의 자산유동화 거래는 자산유동화법에 의하지 않고 비등록 유동화 방식으로 이루어지기도 하였다.[22]

3. 자산유동화 도구로서의 신탁

3.1. 신탁의 의의

신탁은 타인에 대한 신임을 기초로 재산의 관리·처 분을 맡기는 법률관계이다.[23] 신탁법은 이러한 신탁에 관하여 위탁자와 수탁자 간의 신임관계에 기하여 위탁자가 수탁자에게 특정의 재산을 이전하거나 담보권의 설정 또는 그 밖의 처분을 하고 수탁자로 하여금 수익자의 이익 또는 특정의 목적을 위하여 그 재산의 관리, 처분, 운용, 개발, 그 밖에 신탁 목적의 달성을 위하여 필요한 행위를 하게 하는 법률관계라고 정의하고 있다(신탁법 제2조). 위탁자에게 속해 있던 재산은 신탁의 설정을 통하여 수익자에게 귀속되고, 그 재산 자체 또는 그로부터 발생하는 이익은 수익자에게 귀속된다.[24]

3.2. 신탁의 기능

신탁이 금융거래에서 할 수 있는 기본적인 역할로, 첫째, 신탁재산의 독립성에 따라 신탁재산이 위탁자와 수탁자의 도산으로부터 절연될 수 있게 하는 기능(도산절연기능), 둘째, 투자가치 있는 자산을 단일 또는 복수의 층을 가진 신탁수익권으로 변환시켜 보

---

20) 반기로, "구조화상품의 도입과 전망", 「BFL」 제1호(서울대학교 금융법센터, 2003), 14면.

21) 박준·김용호·이미현·정순섭·황호석, "좌담회: 자산유동화 10년의 회고와 전망", 「BFL」 제31호(서울대학교 금융법센터, 2008), 7-10면.

22) 자산유동화법에 의한 자산유동화는 자산유동화계획등록과 자산양도등록을 하므로 '등록유동화'라고 부르고, 이러한 등록 없이 이루어지는 자산유동화는 '비등록유동화'라고 한다.

23) 정순섭, 「신탁법」, 지원출판사, 2021, 4면.

24) 오영걸, 「신탁법」, 홍문사, 2021, 16면.

다 쉽게 금융거래의 수단이 될 수 있도록 하는 기능(재산변환기능), 셋째, 신탁재산이나 그에 관한 수익권의 행사를 수익자에 대한 채무의 담보 목적으로 제한하는 경우 실질적으로 수행하게 되는 담보의 기능(담보기능), 넷째, 신탁설정으로 수탁자가 직접 신탁재산을 관리・처분하는 권한을 보유하면서 특정한 신탁목적을 달성하기 위하여 신탁재산의 관리를 수행하는 기능(재산관리기능) 등을 들 수 있다.[25]

신탁은 기본적으로 타인을 위한 재산관리제도 중 하나이다.[26] 신탁은 제3자에게 재산적 이익을 귀속시키고자 할 때 증여처럼 단순히 재산권을 이전하는 방식을 취하지 아니하고 수탁자를 개입시켜 제3자에게 수익권의 형태로 그 재산상의 이익을 수여할 수 있고, 또 재단법인을 설립하는 것에 갈음하여 신탁을 설정하거나, 상사적 또는 공익적 목적을 위하여 신탁을 이용하는 등 다양한 목적으로 활용될 수 있다.[27]

한편, 신탁을 통하여 형식적 재산귀속자와 실질적 이익향수자가 나누어지면서 이익향수자를 위하여 재산의 안전지대를 만들어 내는 것이 신탁의 특성이기도 하다.[28] 이러한 신탁은 앞서 설명한 것처럼 재산변환(전환)기능을 가지는데, 구체적으로 신탁의 설정을 통하여 위탁자가 보유하면서 그 이익을 향유하던 재산은 ① 수익권이라는 형태로, ② 위탁자가 설계한 시기에, ③ 자신 또는 제3자가, ④ 수익자로서 누리는 형태로 전환되는 것이다.[29] 이러한 신탁의 변환기능은 권리자 측면에서, 재산권적 측면에서, 시간적 측면에서 각각 발현될 수 있는데, 그중 재산권의 유동화와 관련해서는 재산권적 측면에서의 전환기능이 특히 중요한 의미를 가진다.

3.3. 신탁을 이용한 자산유동화

자산유동화는 채권·부동산 등의 자산을 보유한 자가 해당 자산을 유동화전문회사에게 매도 또는 신탁하여 자금을 조달하고, 유동화전문회사는 양도 또는 신탁받은 자산을 모아 이를 기초로 유동화증권을 발행함으로써 유동화자산으로부터 나오는 현금흐름을 투자자에게 이전시키는 것을 기본적인 구조로 하고 있다. 이때 자산보유자가 유동화전문회사에게 유동화대상자산을 매도하는지 또는 신탁하는지에 따라 매매형 자산유동화 또는 신탁형 자산유동화 등으로 분류할 수 있다.

---

25) 류혁선·최승재, “개정 신탁법상 자기신탁 및 수익증권발행제도를 활용한 유동화 금융투자상품 설계에 대한 연구”, 「증권법연구」 제14권 제2호(한국증권법학회, 2013), 470-471면.

26) 아라이 마코토 저/안성포 역, 「信託法」 제3판, 전남대학교출판부, 2011, 91면; 최수정, 「신탁법」 개정판, 박영사, 2019, 26면.

27) 최수정, 앞의 책, 26면.

28) 아라이 마코토 저/안성포 역, 앞의 책, 91면.

29) 오영걸, 앞의 책, 16면.

신탁형 자산유동화는 신탁의 "재산변환기능"에서 시작한다. 투자가치 있는 자산을 신탁수익권으로 변환시켜 금융의 수단으로 만든다. 신탁의 재산변환기능을 활용하면, 그 자체로 금융의 수단이 되기 어렵던 자산들을 손쉽게 금융의 수단으로 만들어 낼 수 있다.

신탁의 재산권 전환기능을 통하여 재산권은 신탁수익권으로 전환된다. 이렇게 전환된 수익권은 이를 증권화함으로써 본래의 재산권의 유동성을 더욱 증대시킬 수 있다.[30] 수익권화된 재산권은 그 양도도 수익권의 양도를 통하여 이루어지는데, 이때 증권화되지 아니한 수익권은 민법상 지명채권의 방식과 유사한 방법으로 양도가 이루어지고(신탁법 제65조),[31] 증권화된 수익권은 유가증권법리에 따라 양도가 이루어지게 된다(신탁법 제81조).[32][33]

종래 신탁을 이용한 자산유동화 거래는 대부분 신탁의 수익권을 투자자에게 직접 발행하지 않고 수탁자가 유동화회사에 수익권증서를 발행한 후 유동화회사가 이를 기초자산으로 유동화증권(사채, CP 등)을 투자자에게 발행하는 2단계의 과정을 거쳤다.[34]

---

30) 최수정, 앞의 책, 27면.

31) 제65조(수익권 양도의 대항요건과 수탁자의 항변)
① 수익권의 양도는 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 경우에만 수탁자와 제3자에게 대항할 수 있다.
1. 양도인이 수탁자에게 통지한 경우
2. 수탁자가 승낙한 경우
② 제1항 각 호의 통지 및 승낙은 확정일자가 있는 증서로 하지 아니하면 수탁자 외의 제3자에게 대항할 수 없다.
③ 수탁자는 제1항 각 호의 통지 또는 승낙이 있는 때까지 양도인에 대하여 발생한 사유로 양수인에게 대항할 수 있다.
④ 수탁자가 이의를 보류하지 아니하고 제1항제2호의 승낙을 한 경우에는 양도인에게 대항할 수 있는 사유로써 양수인에게 대항하지 못한다. 다만, 수탁자가 채무를 소멸하게 하기 위하여 양도인에게 급여한 것이 있으면 이를 회수할 수 있고, 양도인에 대하여 부담한 채무가 있으면 그 성립되지 아니함을 주장할 수 있다.

32) 제81조(수익증권발행신탁 수익권의 양도)
① 수익증권발행신탁의 경우 수익권을 표시하는 수익증권을 발행하는 정함이 있는 수익권을 양도할 때에는 해당 수익권을 표시하는 수익증권을 교부하여야 한다.
② 기명수익증권으로 표시되는 수익권의 이전은 취득자의 성명 또는 명칭과 주소를 수익자명부에 적지 아니하면 수탁자에게 대항하지 못한다.
③ 제78조제1항 후단에 따라 특정 수익권에 대하여 수익증권을 발행하지 아니한다는 뜻을 정한 수익증권발행신탁의 경우 해당 수익권의 이전은 취득자의 성명 또는 명칭과 주소를 수익자명부에 적지 아니하면 수탁자 및 제3자에게 대항하지 못한다.
④ 수익증권발행신탁에서 수익권을 표시하는 수익증권을 발행하는 정함이 있는 수익권의 경우 수익증권의 발행 전에 한 수익권의 양도는 수탁자에 대하여 효력이 없다. 다만, 수익증권을 발행하여야 하는 날부터 6개월이 경과한 경우에는 그러하지 아니하다.

33) 최수정, 앞의 책, 28면.

그 이유는 수탁자가 발행하는 수익권이 유동화회사가 발행하는 유동화증권보다 불리하거나 불확실하다고 여겨졌기 때문이다.[35] 자산유동화법 제2조 제1호 나목에서 신탁업자가 신탁받은 자산을 기초로 유동화증권을 발행하는 방식의 자산유동화의 근거를 두었으나, 정작 자산유동화시장에서는 위 규정이 앞서 설명한 2단계의 거래구조 중 1단계 유동화증권을 발행하는 신탁의 근거로만 활용되었던 것이다.[36] 같은 이유에서 신탁을 이용한 자산유동화는 신용카드채권이나 매출채권과 같이 장래에 증감 변동하는 경우에 활용되어 왔을 뿐 자산유동화의 핵심 도구로는 활용되지 못하였다.[37] 그러나 최근 자산유동화를 자산보유자의 안정적인 자금조달이라는 관점이 아니라 소액투자자의 새로운 투자대상이라는 관점에서 접근하면서 투자자 보호에 유리한 신탁의 중요성이 더욱 부각되고 있다.

3.4. 신탁을 활용한 자산유동화의 장점

영미에서 신탁법이 재산적 거래에 이용되는 이유로 도산위험의 회피, 조세편의 기능, 신뢰의 체제, 신탁설계상의 유연성 등을 들 수 있다.[38] 이 중에서도 자산유동화와 같은 복잡한 구조화금융에서 신탁이 가질 수 있는 최대 장점은 바로 당사자의 수요에 탄력적으로 대응할 수 있다는 점,[39] 즉, '신탁설계상의(혹은 내용상의) 유연성(flexibility in design)'에 있다. 신탁은 신탁계약을 통해 수익권의 내용을 자유롭게 정할 수 있으므로, 그 수익권의 내용을 유동화거래에 맞추어 구체적으로 정할 수 있다는 장점이 있다. 자산유동화 과정에서 경우에 따라 수익권을 선순위ㆍ후순위수익권으로 분할하거나 파생금융상품과 결합하기도 하는데, 이런 거래구조에 가장 적절한 현금흐름을 표창할 수 있는 권리를 만들어 낼 수 있기 때문이다.

신탁의 도산절연효과도 자산유동화의 장점이 될 수 있다. 신탁재산은 수탁자와 위탁자의 재산에서 분리되어 수탁자나 위탁자의 파산으로부터 자유로울 수 있는데, 이는 자산이 독자적인 재단을 형성하는 것과 같은 효과를 내기 때문에 자산을 유동화하는데 매우 큰 도움이 된다.

---

34) 한민, "신탁제도 개혁과 자산유동화", 「BFL」 제50호(서울대학교 금융법센터, 2011), 54면.

35) 한민, 위의 논문, 54면.

36) 류혁선·최승재, 앞의 논문, 468면.

37) 류혁선·최승재, 앞의 논문, 464면.

38) John H. Langbein, "The Secret Life of the Trust: the Trust as an Instrument of Commerce", 107 Yale L. J. (1997), p176.

39) 심인숙, "수익권에 관한 신탁법 개정시안", 「선진상사법률연구」 통권 48호(법무부, 2009), 10면.

4. 논의의 방향: 유동화 된 자산의 지분거래에 따른 수익권 디지털화의 필요성

신탁을 통해 달성할 수 있는 자산유동화의 기능은 자산유동화법(제1조)이 목표로 하는 '금융기관과 일반기업의 자금조달을 원활하게 하여 재무구조의 건전성을 높이고 장기적인 주택자금의 안정적인 공급을 통하여 주택금융기반을 확충하기 위한 것'에 그치지 않는다. 나아가 신탁형 자산유동화는 유동화자산을 공급하는 입장에서는 자금조달이라는 이점을 얻고, 유동화자산을 취득한 투자자에게도 새로운 투자 기회를 부여하는 것을 목표로 한다.

이러한 목표가 실현된 결과 중의 하나가 그동안 소액투자자들이 투자의 대상으로 삼기 어려웠던 고액의 물건에 대하여 소액 투자가 가능하게 되었다는 점이다. 가령 금융투자업자가 투자가치 있는 국내외 부동산 등을 발굴한 후, 먼저 자기자본투자를 통하여 해당 자산을 취득하고 이를 유동화하여 일반투자자에게 공급하는 방식을 고려할 수 있다.[40]

여기서 그치지 않고 한발 더 나아가 자산유동화와 그에 따른 지분거래를 가능하게 할 경우 일반투자자들이 고가의 투자물건에 대하여 적은 금액이라도 투자를 할 수 있는 길이 열리게 되는 것이다. 이처럼 자산유동화의 효과를 극대화하기 위해서는 지분거래가 필수적이고, 지분거래를 원활하게 진행하기 위해서는 마치 주식 또는 가상자산의 거래처럼 상시적인 전자거래의 허용이 뒷받침되어야만 한다.

부동산의 지분거래와 관련해서는 그 부동산 자체에 관한 공유지분을 나누어 거래하는 방식을 생각해볼 수 있으나, 이러한 방식은 우리 민법상 물권법정주의에 따라 소유권의 이전이 법률이 정한 방식에 따라야 하고, 특히 부동산의 경우 등기가 물권변동의 효력발생요건이므로 빈번한 지분거래에 따른 소유권의 변동을 그때마다 등기에 의하여 모두 표상하는 것은 현실적으로 불가능하다는 점에서 실현되기 어렵다. 따라서 유동화자산의 소유권 자체를 거래하는 것보다 자산의 신탁을 통하여 발행된 수익권을 지분화하여 거래하는 것이 훨씬 용이하고, 보다 현실적인 대안이 될 수 있다.

참고로 최근 블록체인 기반의 분산원장 기술을 활용하여 디지털 형태로 부동산자산을 유동화한 수익증권을 지분형태로 발행하여 디지털 플랫폼 형태의 거래소에 상장하고 일반투자자들은 스마트폰 어플리케이션을 통해 주식처럼 자유롭게 실시간으로 거래할 수 있는 부동산 디지털유동화증권(DABS) 플랫폼 거래소가 등장하여 주목을 받고 있다.[41] DABS란 신탁회사가 위탁받은 부동산을 기반으로 한 수익증권을 발행하는 경우 블록체인 기술을 활용한 전자증권 형태로 발행하는 자산유동화증권을 의미한다.[42] DABS는 유사한 간접투자상품인 상장 REITs처럼 투자자가 스마트폰의 앱상 플랫폼을

40) 류혁선·최승재, 앞의 논문, 471면.

41) 신용상, "일반투자자의 접근성 제고를 위한 부동산 디지털유동화증권(DABS) 시장 활성화", 「금융브리프」 제29권 제3호(한국금융연구원, 2020), 5면.

통하여 디지털 형태의 수익증권을 거래한다는 측면에서 소액투자자들의 시장접근성이 뛰어나고, 법인에 투자하는 것이 아니고 개별 부동산에 투자한다는 점에서 REITs와 다르다.[43] DABS는 혁신금융서비스(금융규제 샌드박스)로 지정되어 신탁법과 자본시장법에 근거하여 금융위원회의 감독을 받는다.[44]

다시 돌아와, 지분화된 수익권을 전자적인 방법을 이용하여 상시적으로 거래되도록 하기 위해서는 해당 수익권을 디지털화하는 것이 반드시 전제되어야 한다. 수익권을 디지털화하는 방법은 수익권이 수익증권 형태로 발행된 경우와 수익권증서의 형태로 발행된 경우(수익증권이 발행되지 않은 신탁의 경우를 말한다)로 나누어 살펴볼 필요가 있다. 이에 관해서는 항을 달리하여 설명하기로 한다.

Ⅲ. 수익증권의 발행과 수익권의 디지털화

1. 수익권의 법적 성질

수익권의 디지털화는 수익권의 자유로운 양수도를 위한 작업이라고 볼 수 있다. 법률관계 측면을 생각하면 수익권의 매매를 통한 권리의 이전이 전자적인 방법으로 적법하게 이루어질 수 있도록 그 법적 구조를 설계할 필요가 있다. 따라서 수익권의 디지털화에 관한 논의를 하기 위해서는 먼저 수익권의 법적 성질을 살펴보는 것이 선행되어야 한다. 수익권의 법적 성질에 따라 권리의 이전 방식이 달라질 수 있기 때문이다.

수익권은 신탁의 수익자 지위에서 누리는 권리들의 총체를 말한다.[45] 수익자는 수탁자에 대하여 신탁재산에 속한 재산의 인도와 그 밖의 신탁재산에 기한 급부를 청구할 수 있는데, 이를 수익채권이라 한다(신탁법 제62조). 수익자는 신탁재산으로부터 이익을 향유하는 자이고, 수익채권은 기본적으로 수익자가 보유하는 수익권의 주요 부분을 구성한다.[46]

현행 신탁법상 수익권의 성질에 대하여는 물권적 요소가 있는 채권으로 보는 견해[47], 특수한 채권으로 보는 견해[48] 등 여러 견해[49]가 대립한다. 그러나 어느 견해에 의하더

42) 신용상, 앞의 글, 6면.

43) 신용상, 앞의 글, 7면.

44) 신용상, 앞의 글, 7면.

45) 오영걸, 앞의 책, 285면; 이계정, “신탁의 수익권의 성질에 관한 연구”, 민사법학 제77권(한국민사법학회, 2016. 12), 105면.

46) 최수정, 앞의 책, 110면.

47) 정순섭, “신탁의 기본구조에 관한 연구”(정순섭·노혁준 편저), 「신탁법의 쟁점」(제1권), 소화, 2015, 39면.

라도 수익권이 채권으로서의 성질을 가진다는데 의문이 없다. 나아가 우리 신탁법을 보면, 법문상 수익채권이란 표현을 사용하는데, 이러한 점을 보더라도 수익권의 본질이 채권성을 띈다고 보는 것이 합리적이다.[50] 대법원 판례는 채권설을 취하고 있는 것으로 해석된다.[51] 우리법은 물권법정주의를 채택하고 있으므로 법률 또는 관습법에 의하지 아니하고는 물권을 임의로 창설할 수 없는 점, 수익자가 수익권을 취득하는 경우에 물권행위가 이루어지지 아니하고 신탁법 역시 물권행위를 요구하지 아니하는 점, 신탁재산이 동산 또는 부동산인 경우에 이를 고의 또는 과실로 침해한 제3자에 대하여 불법행위에 기한 손해배상책임을 청구할 수 있는 자는 수탁자인 점(동산 또는 부동산의 소유권이 수탁자에게 귀속되어 있음) 등을 고려하더라도 수익자는 신탁재산에 관하여 물권을 갖는다고 해석하기 어렵다고 봄이 타당하다.[52] 즉 수익자는 신탁 목적물의 종류와 무관하게 채무자인 수탁자에 대한 채권으로서의 수익권을 가진다고 볼 수 있다.

2. 수익증권의 디지털화

2.1. 수익증권 발행의 의의

수익권이 수익권증서[53]로 발행된 경우 수익권은 지명채권의 일종이므로, 그 양도를 위해서는 지명채권의 양도 방식에 의하여야 한다. 그런데 수익권증서가 아니라 수익증권[54]으로 수익권을 분할하여 발행할 경우 다수의 수익자에게 연속적으로, 손쉽게 유통

---

48) 남동희, “부동산신탁의 위탁자에 대한 회생절차의 실무상 쟁점”, 「사법」 제15호(사법발전재단, 2011), 132면.

49) 그 외에도 수익권은 채권인 수익채권을 중심으로 하는 권리와 의무의 총체이고, 수익자는 신탁재산에 관하여 물권을 가지는 것은 아니나, 수익권의 보호를 위한 신탁법의 정함에 따라 단순한 채권자 이상의 보호를 받는다는 것을 전제로, 수익권의 성질을 단편적으로 채권이나 물권, 혹은 막연히 특수한 권리로 분류하는 것보다는, 위와 같이 이해할 때 신탁법상 수익권에 관한 규정을 보다 체계적으로 해석할 수 있다는 견해도 있다(최수정, 앞의 책, 116-117면).

50) 오영걸, 앞의 책, 286면.

51) 대법원 2014. 11. 27. 선고 2012두26852 판결.

52) 오영걸, 앞의 책, 286-288면.

53) 수익권증서는 수익권이 표창된 상법상 유가증권이 아니라 수익권을 표시해주는 증거증권이다. 수익권을 양도하는 경우 신탁업자는 기발행 수익권증서를 회수하고 양수인 명의의 새로운 수익권증서를 발급한다. 수익증권을 발행할 경우에는 금융위원회에 발행신고를 하여야 하나 수익권증서를 발행할 때에는 별도의 신고절차가 없다. 따라서 수익권증서와 수익증권은 개념적으로나 규제 측면에서 상당한 차이가 있다[이상의 내용은 임재연, 「자본시장법」 2021년판, 박영사, 2021, 50면 각주 55)의 내용 참조].

하는 것이 가능해지므로 다수의 투자자로부터 대규모의 자금을 조달하는 데 유리하다.[55] 또한, 수익증권예탁제도를 이용하면, 계좌부상 기재 또는 계좌간 대체만으로 수익권의 보유·양도 등이 가능하여 수익권의 양도 가능성이 더욱 증대되므로 유동화 된 자산의 지분거래가 매우 활발하게 진행될 수 있다.

2.2. 부동산 신탁의 수익증권 발행 제한

신탁법은 '신탁행위로 수익권을 표시하는 수익증권을 발행하는 뜻을 정할 경우' 신탁의 종류에 관계없이 수익증권을 발행할 수 있도록 규정하고 있다(신탁법 제78조 제1항).[56] 기존에 신탁에 있어서 수익증권의 발행은 은행의 불특정금전신탁, 투자신탁, 유동화증권 등과 같이 특별법에 정함이 있는 경우에 한하여 발행이 허용되어 왔으나, 개정 신탁법에서는 수익권의 양도성 증대와 거래비용 감소의 필요성은 특별법상의 일부 상사신탁에만 국한되는 것이 아니므로 일반적으로 수익증권의 발행을 허용할 필요가 있다는 판단에서 위와 같이 수익증권 발행을 일반적으로 허용한 것이다.[57] 따라서 신탁법에 따를 경우 신탁업자뿐만 아니라 신탁법의 적용을 받는 민사신탁의 경우에도 신탁재산에 상관없이 신탁행위로 수익증권 발행의 뜻을 정하면 수익증권을 발행할 수 있다.[58] 그러나 자본시장법은 금전신탁에 한하여 수익증권을 발행할 수 있도록 규정하고 있다(제110조 제1항).[59] 따라서 자본시장법의 적용을 받는 신탁업자는 자산유동화법 제4장에 따른 유동화증권의 발행(제27조 내지 제33조)[60]과 한국주택금융공사법에 따른 주택저당증권(동법 제32조)[61] 등 개별 법률에서 예외적으로 수익증권의 발행을 허용하

---

54) 수익자가 수탁자에 대하여 가지는 권리인 수익권이 화체되어 있는 유가증권을 말한다(아라이 마코토 저/안성포 역, 앞의 책, 443면).

55) 아라이 마코토 저/안성포 역, 앞의 책, 442면.

56) 신탁법 제78조(수익증권의 발행)
① 신탁행위로 수익권을 표시하는 수익증권을 발행하는 뜻을 정할 수 있다. 이 경우 각 수익권의 내용이 동일하지 아니할 때에는 특정 내용의 수익권에 대하여 수익증권을 발행하지 아니한다는 뜻을 정할 수 있다.

57) 법무부(김상용 감수), 「신탁법 해설」, 법무부, 2012, 618면; 류혁선·최승재, 앞의 논문, 478면.

58) 최승재·김용진, 앞의 논문, 23면 각주 10) 참조.

59) 자본시장법 제110조(수익증권)
① 신탁업자는 금전신탁계약에 의한 수익권이 표시된 수익증권을 발행할 수 있다.

60) 자산유동화법 제32조
① 신탁업자는 자산유동화계획에 따라 수익증권을 발행할 수 있다.
② 제1항의 규정에 의한 수익증권의 발행에 관하여는 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제110조 제1항부터 제4항까지를 적용하지 아니한다.

는 규정을 두지 않는 이상 금전신탁 이외의 신탁에서는 수익증권을 발행할 수 없다.[62] 특히, 자산유동화법의 적용을 받는 등록유동화를 위하여는 같은 법에서 요구하는 요건을 충족해야 하는데, 상당수가 위 요건을 충족하기 어려워 비등록유동화 방식을 취하고 있으므로 위 법률에 따른 특례를 적용받는 것이 불가능하다.

이처럼 신탁법이 허용하고 있더라도 신탁을 활용한 금융투자상품을 다양하게 개발하기 위해서는 상품개발의 주체인 금융투자업자를 규율하는 자본시장법이 신탁법의 취지에 맞추어 함께 개정되지 아니하면 신탁을 활용한 금융투자상품의 개발은 현실적으로 어렵게 된다.[63]

2.3. 비금전신탁에 관한 예외적인 수익증권 발행의 허용(금융위원회 혁신금융서비스)

신탁업자는 자산유동화법 등의 예외규정이 적용되지 않는 한 자본시장법상 금전신탁에 한해서만 수익증권의 발행이 가능한 점은 앞서 살펴보았다. 그런데 최근 금융위원회의 혁신금융서비스 절차를 통하여 그 예외가 한시적으로 허용되었다. 구체적으로 금융위원회는 '분산원장 기반 부동산 수익증권 거래 플랫폼'을 혁신금융서비스로 지정하였는데, 이에 의하여 비금전재산인 부동산 신탁에 의한 수익증권 발행이 한시적으로 허용된 것이다. 금융위원회는 이러한 부동산 수익증권 거래 플랫폼을 통하여 일반투자자에게 중·소형 상업용 부동산에 대한 간접투자의 기회가 확대될 것으로 예상하고 있다.[64]

블록체인의 분산원장 기반 부동산 수익증권 거래 플랫폼은 부동산관리처분신탁 수익증권을 전자등록 방식으로 발행한 후 블록체인의 분산원장 기술을 이용하여 거래하는 서비스를 제공한다. 이때 신탁회사는 신탁수익증권(전자증권)을 발행하고, 투자자의 수익증권의 이전은 플랫폼회사가 개설한 플랫폼과 연동된 계좌관리기관의 계좌부에 등재되는 경우 그 효력을 인정하게 된다.[65] 이때 적용되는 혁신금융서비스상 특례의 내용은 다음과 같다.[66]

---

61) 한국주택금융공사법 제32조(주택저당증권의 발행 등)
① 공사는 「신탁법」 제3조제1항에도 불구하고 채권유동화계획에 따라 자신을 수탁자로 하는 신탁을 설정하여 주택저당증권을 발행할 수 있다.

62) 최승재·김용진, 앞의 논문, 23면 각주 10) 참조.

63) 류혁선·최승재, 앞의 논문, 483면.

64) 금융위원회(담당부서 금융규제샌트박스팀), "금융위원회, 혁신금융서비스 3건 지정", 2021. 5. 26.자 보도자료.

65) 금융위원회(담당부서 금융규제샌트박스팀), 위의 보도자료.

66) 금융위원회(담당부서 금융규제샌트박스팀), 위의 보도자료.

자본시장법상 신탁업자는 ① 금전신탁수익증권 발행만 가능하고, 신탁업자가 아닌 자의 ②신탁계약 체결의 권유, 투자중개업자가 아닌 자의 수익증권의 ③ 공모주선, ④ 매출중개, 거래소가 아닌 자의 ⑤ 시장개설은 허용되지 않으며, 증권의 매출 시 발행인은 ⑥ 매출에 따른 신고서를 제출해야 하는 의무가 있고, 또한 사업자는 ⑦ 개인정보보호법상 투자자의 개인정보에 대해 파기해야 할 의무가 존재한다.

그런데 금융위원회는 혁신금융서비스 지정을 통하여 해당 서비스 영위를 위해 일정 범위 내에서 신탁업자에게 ① 부동산신탁 수익증권을 발행할 수 있도록 하고, 사업자에게는 ② 신탁계약 체결의 권유, 플랫폼을 통한 ③ 공모주선, ④ 매출중개, ⑤ 시장개설 행위에 대해 각각 투자중개업 인가·시장개설 허가를 받은 것으로 간주하고, 충분한 공시체계를 갖출 경우 매출 시 증권신고서 제출을 생략하며, 블록체인 상 개인정보는 참조값의 형태로 저장하는 등 관련 특례를 부여하였다.

위 특례에 의하면, 자본시장법 제110조 1항의 수익증권 발행, 같은 법 제373조의 무허가 시장개설행위 금지, 같은 법 제11조의 증권거래 중개를 위한 투자중개업 인가에 대한 예외 규정을 인정하여, 금전신탁계약에 의한 수익증권 외에 부동산신탁계약에 의한 수익증권 발행을 허용하며, 투자중개업 및 거래소 인ㆍ허가를 받지 않더라도 수익증권거래 중개가 가능하게 된다.[67]

참고로 현재 부동산 지분거래 업체로 카사[68], 루센트블록[69], 펀드블록글로벌[70] 등의 업체가 각각 신탁회사 및 은행과 컨소시엄을 구성하여 금융위원회로부터 혁신금융서비스로 지정되어 특례를 적용받고 있다. 위 부동산 지분거래 업체 중 루센트블록의 거래구조를 설명하면, 수익증권의 발행과 전자등록은 신탁회사가, 디지털증권의 매매관리는 은행·증권사 등 계자관리기관이, 디지털증권의 공모와 거래 중개는 루센트블록의 자체 거래소(플랫폼)가 수행하는 구조이다.[71] 투자자로 하여금 금융회사에 계좌관리와 대금을 이체하게 하고, 한국예탁결제원에 수익증권을 예탁하며, 거래가 발생할 때마다 금융회사와 한국예탁결제원에 거래정보를 동시에 저장하는 '블록체인 미러링' 방식을 활용하는 것으로 알려져 있다.[72]

즉 부동산의 소유자가 거래소에 수익증권을 상장하면 일반투자자들은 스마트폰 앱을

---

67) 신용상, "일반투자자의 시장접근성 제고를 위한 공모·상장형 부동산 유동화시장 활성화 방안 연구 - 공모형리츠 및 부동산 DABS 거래소를 중심으로-", 「KIF VIP 리포트」(한국금융연구원, 2020), 91면.

68) 금융위원회 공고 제2019-147호.

69) 금융위원회 공고 제2021-117호.

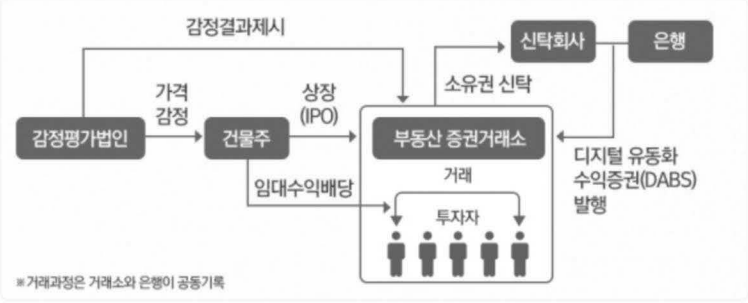
70) 금융위원회 공고 제2021-183호.

71) 삼성증권, "COMPANY UPDATE"(2021. 7. 30자).

72) 삼성증권, 위의 자료.

통하여 주식처럼 실시간으로 거래를 할 수 있는 것이다.[73] 이때 DABS란 신탁회사가 위탁받은 부동산을 기초로 수익증권을 발행할 때, 블록체인 기술을 활용하여 전자증권 형태로 발행한 자산유동화증권을 의미하는데, 블록체인 시스템 내의 데이터로만 보관·관리하는 증권으로서 증권의 발행기간과 상장 소요기간을 단축함으로써 투자자금을 조기에 회수할 수 있고, 증권의 도난, 분실의 위험과 위·변조 위험을 막을 수 있으며, 증권 가격의 움직임을 거래소를 통하여 실시간으로 파악할 수 있어 거래의 투명성이 높은 것이 특징이다.[74] 또한 DABS 거래소는 상업용 부동산 거래에 초점을 맞추고 있는데, 이에 의하면, 일반투자자는 특정건물의 지분을 거래소를 통하여 주식처럼 소액으로 자유로운 거래를 할 수 있게 된다.[75] 그 과정에서 부동산 소유자는 해당 건물의 유동화를 통하여 자금을 조달할 수 있고, 일반투자자는 중소형·상업용 부동산에 대한 간접투자의 기회를 얻게 되며, 관련 업계의 회사들은 지분거래를 통하여 수수료 등의 수익을 얻을 수 있다는 장점이 있다.[76]

<그림> 부동산 DABS 거래소의 거래구조[77]



2.4. 수익증권 발행의 효과

수익증권 발행이 허용되는 신탁의 경우, 수익권이 증권화되어 유통성이 높아지므로 수익자의 수가 많아질 뿐만 아니라 그 변동가능성도 높아져서 다수의 변동 가능한 수익자 간의 법률관계를 획일적으로 원활하게 처리하기 위하여 상법상의 주주명부처럼 수익자명부 제도가 도입되었다(신탁법 제79조).[78] 또한 수익증권의 유통성을 강화하기

73) 신용상, 앞의 리포트, 90면.

74) 신용상, 앞의 리포트, 90-91면.

75) 신용상, 앞의 리포트, 92면.

76) 신용상, 앞의 리포트, 92면.

77) 이다인, "그림 부동산 DABS 전문거래소 작동원리", 시사저널, http://www.sisajournal-e.com/news/articleView.html?idxno=214062 (검색일 2021. 9. 30.)

위하여 수익증권 소지자의 실질적 권리를 조사할 필요도 없이 권리의 외관만을 신뢰하고 거래할 수 있도록 수익증권 발행신탁의 수익증권 점유자에 대하여 자격수여적 효력을 인정하고, 상법상 주권의 선의취득과 마찬가지로 수익증권의 선의취득을 인정하였다.[79] 따라서 수익증권의 점유자는 적법한 소지인으로 추정되므로(신탁법 제82조 제1항) 실질적 권리를 주장·증명함이 없이 수탁자에 대하여 명의개서를 청구할 수 있다.[80]

2.5. 수익증권의 디지털화

수익증권 발행신탁의 경우 신탁행위로 정한 바에 따라 수익증권을 발행하는 대신 전자등록기관(유가증권 등의 전자등록 업무를 취급하는 것으로 지정된 기관을 말한다)의 전자등록부에 수익증권을 등록할 수 있다(신탁법 제78조 제6항).[81] 「주식·사채 등의 전자등록에 관한 법률」(이하 '전자증권법'이라 한다)은 신탁법에 따라 수익자가 취득하는 수익권을 전자등록할 수 있도록 정하고 있다(전자증권법 제2조).[82] 따라서 수익증권을 전자등록하는 방법으로 디지털화하면, 전자등록계좌부에 전자등록함으로써 권리를 적법하게 가지는 것으로 추정되며, 전자등록을 하는 방법으로 수익권을 양도할 수 있게 된다(전자증권법 제35조).[83]

신탁행위에 의하여 수익증권을 전자등록하는 방법으로 발행한다면, 수익권의 디지털

---

78) 법무부, 앞의 책, 622면.

79) 법무부, 앞의 책, 639-640면.

80) 법무부, 앞의 책, 639면.

81) 신탁법 제78조(수익증권의 발행)
⑥ 수탁자는 신탁행위로 정한 바에 따라 수익증권을 발행하는 대신 전자등록기관(유가증권 등의 전자등록 업무를 취급하는 것으로 지정된 기관을 말한다)의 전자등록부에 수익증권을 등록할 수 있다. 이 경우 전자등록의 절차·방법 및 효과, 전자등록기관의 지정·감독 등 수익증권의 전자등록 등에 관하여 필요한 사항은 따로 법률로 정한다.

82) 전자증권법 제2조(정의) 이 법에서 사용하는 용어의 뜻은 다음과 같다.
1. "주식등"이란 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 것을 말한다.
가. 주식
사. 「신탁법」에 따른 수익자가 취득하는 수익권(受益權)
2. "전자등록"이란 주식등의 종류, 종목, 금액, 권리자 및 권리 내용 등 주식등에 관한 권리의 발생·변경·소멸에 관한 정보를 전자등록계좌부에 전자적 방식으로 기재하는 것을 말한다.

83) 전자증권법 제35조(전자등록의 효력)
① 전자등록계좌부에 전자등록된 자는 해당 전자등록주식등에 대하여 전자등록된 권리를 적법하게 가지는 것으로 추정한다.
② 전자등록주식등을 양도하는 경우에는 제30조에 따른 계좌간 대체의 전자등록을 하여야 그 효력이 발생한다.

화가 가능하다. 이렇게 디지털화된 수익증권은 전자증권법에 따라 전자적인 방식으로 거래될 수 있으므로, 상시적인 전자거래가 가능하다.

수익증권을 전자증권법에 따라 전자등록하는 방법 이외의 방법으로 디지털화할 수 있는지에 대해서 살펴본다. 수익증권 발행신탁의 경우 수익권의 양도는 수익증권의 교부에 의해서만 가능하고(신탁법 제81조 제1항), 그 밖의 방법에 의한 수익권의 양도는 전자증권법 제35조 제2항 또는 자본시장법 제311조 제2항[84]과 같은 법률의 규정이 있어야만 가능하다. 이처럼 법률의 특별규정이 없는 경우 수익증권 발행신탁의 수익권 양도는 수익증권의 인도(교부)에 의해서만 가능하고, 수익증권의 인도가 가능하기 위해서는 유체물로서의 수익증권 실물의 존재가 반드시 필요하다. 따라서 수익증권은 전자증권법에 의한 전자등록 이외의 방법으로는 디지털화가 어렵다는 결론에 이르게 된다.

현재 금융위원회의 혁신금융서비스로 지정된 부동산 지분거래 업체 카사, 루센트블록, 펀드블록글로벌 등은 전자증권법에 따른 전자등록이 아니라 블록체인을 이용해서 수익증권을 디지털화한 것으로 알려져 있다. 그런데 금융위원회의 혁신금융서비스로 '분산원장 기반 부동산 유동화 유동 플랫폼 서비스'가 지정됨에 따라 한시적으로 인정된 특례의 내용은 자본시장법 제110조 제1항(부동산신탁의 수익증권 발행 허용), 같은 법 제373조(거래소 허가 없이 수익증권 거래시장 개설 허용), 같은 법 제11조(투자중개업 인가 없이 수익증권 거래중개업 허용)에 관한 특례가 전부로서, 수익증권의 전자등록 방법에 관한 특례나 수익증권 발행신탁의 수익권 양도방법에 관한 특례를 인정한 것은 아니다. 따라서 위 업체들이 전자증권법에 따른 전자등록이 아니라 블록체인을 이용하여 디지털화하였다는 수익증권은 법률적 관점에서의 수익증권의 디지털화라고 보기는 어렵다.[85]

3. 수익권의 디지털화

3.1. 수익권 디지털화의 의의

3.1.1. 개념

---

84) 자본시장법 제311조(계좌부 기재의 효력)

② 투자자계좌부 또는 예탁자계좌부에 증권등의 양도를 목적으로 계좌 간 대체의 기재를 하거나 질권설정을 목적으로 질물(質物)인 뜻과 질권자를 기재한 경우에는 증권등의 교부가 있었던 것으로 본다.

85) 블록체인에 의한 디지털화는 전자증권법에 따른 것이 아니므로 전자수익증권 발행으로 볼 수 없고, 전자문서 및 전자거래기본법(제1조 제1항 및 제4조 제1항)에 의할 때 블록체인에 기록하는 것만으로는 실물 수익증권의 발행으로 볼 수 없을 것이다. 따라서 특례에도 불구하고 현행법상으로는 수익증권을 블록체인을 활용하여 디지털화하는 것은 불가능할 것으로 보인다.

금전신탁 이외의 신탁에서 수익권을 증권화하여 거래하는 것은 자본시장법에서 원칙적으로 허용되지 않고, 허용되더라도 수익증권을 발행하면 그에 따른 여러 추가적인 규제를 받게 됨은 앞서 살펴보았다. 따라서 현행 법제 하에서는 수익증권을 발행하는 대신 채권의 성질을 가지는 수익권을 디지털화하여 거래할 수 있는 방법을 모색하는 것 역시 수익권의 거래 활성화 측면에서 상당한 의미가 있다. 수익권을 디지털화하여 블록체인을 기반으로 한 거래소를 통하여 전자거래가 가능하도록 하면 다양한 시장 참여자 간의 신뢰문제를 해결하고, 당사자 간의 조정비용을 주여주는 장점이 있다.[86]

3.1.2. 수익권의 양도성

3.1.2.1 수익권 양도의 자유

수익권은 재산권이므로 원칙적으로 양도성을 가진다.[87] 따라서 전(前)수익자는 신(新)수익자에게 수익권의 전부나 일부를 이전할 수 있다.[88] 엄밀히 말하면, 수익권은 수익채권과는 개념적으로 구분되기 때문에 그 양도성 여부가 문제될 수 있으나, 신탁법 제64조는 그러한 수익권의 양도성을 명시적으로 선언하면서, 다만 예외적으로 그 양도성이 제한되는 경우를 정하고 있다.[89] 수익권이 일신전속적이거나 신탁계약상 양도가 제한되는 등으로 양도가 허용되지 아니하는 경우를 제외하면, 수익자는 수익권의 전부 또는 일부를 자유롭게 양도할 수 있는 것이 원칙이다.[90]

3.1.2.2. 수익권 양도의 법적 성격

수익권의 법적 성격에 관해서는 학설의 대립이 존재하나, 수익권의 양도와 관련해서는 신탁법이 민법상 지명채권의 양도와 유사한 방식으로 규율하고 있다(신탁법 제65조).[91] 이 글에서 수익권의 디지털화는 사실상 그 양도의 편의성을 확보하기 위한 전제로서 논의하는 것이므로, 이하에서도 수익권의 법적 성격에 관한 논의의 결론과는 상관없이 채권의 성질을 가지는 것을 전제로 설명하고자 한다.

---

86) 강신, “자본시장에서의 블록체인 기술 적용 방안: 수익증권 양수도업무 PoC 사례를 중심으로”, 숭실대학교 대학원 IT정책경영학과 석사학위논문(2018. 12), 23면.

87) 최수정, 앞의 책, 124면.

88) 정순섭, 앞의 책, 481면.

89) 최수정, 앞의 책, 124면.

90) 최수정, 앞의 책, 124면.

91) 법무부, 앞의 책, 513면.

수익증권이 발행된 수익권은 수익증권의 교부만으로 양도할 수 있다는 점에서 채권인 수익권(수익증권이 발행되지 않은 신탁의 수익권)보다는 훨씬 간편한 방법으로 양도가 가능하다. 그러나 수익증권의 디지털화는 전자증권법에 따른 전자등록의 방법밖에 없음은 이미 검토하였다.

이에 반하여 수익권은 수익증권과 달리 인도의 대상인 유체물의 존재를 전제하지 않으므로 전자증권법에 의한 전자등록 이외의 방법으로 디지털화할 가능성이 열려 있다. 수익권을 디지털화할 수 있다면, 수익증권이 발행된 신탁의 수익권과 같이 용이한 방법으로 수익권을 양도할 수 있는 길이 열릴 수 있는 것이다. 최근 전자상거래의 핵심 이슈로 떠오르고 있는 분산형 데이터 저장기술(블록체인)이 그 해법이 될 수 있다.

3.1.2.3. 수익권의 양도방법

수익권의 양도계약은 양도인과 양수인의 합의만으로 성립한다.[92] 이처럼 수익권은 양도인과 양수인 사이의 합의만으로 이전되나, 이를 수탁자에게 행사하거나 당해 수익권에 대하여 양립할 수 없는 제3자에게 수익권을 주장하기 위해서는 대항요건을 갖추어야 한다.[93] 수익권의 양도를 가지고 수탁자와 제3자에게 대항하기 위해서는 양도인의 통지나 수탁자의 승낙이 필요하다(신탁법 제65조 제1항). 이러한 규정은 민법상의 채권양도에 관한 규정과 동일한 취지의 내용이나 지명채권양도에 의하여 이전되는 권리는 개별 채권인 반면, 수익권양도의 대상인 수익권은 수익채권을 비롯하여 그밖에 신탁감독기능을 하는 권리 등도 포함한다는 점에서 신탁법에 별도의 수익권 양도 규정을 둔 의미가 있다.[94]

3.1.2.4. 소결

수익권은 지명채권과 같이 당사자 사이의 합의만으로 양도할 수 있으므로, 양도인과 양수인 사이의 수익권 양도 합의를 객관적으로 확인해줄 수 있는 구조를 가진 플랫폼만 존재하더라도 이론적으로는 전자적인 방법으로 수익권의 양도가 가능하다. 그러나 문제는 양수인은 이러한 양도합의만으로는 수탁자 또는 제3자에 대해서 수익권의 양도 사실을 주장할 수 없고, 이는 궁극적으로 양수인이 수탁자에 대해서 수익권을 행사할 수 없는 문제를 초래할 수 있다. 수익권의 디지털화에 관한 논의는 그 거래의 활성화

92) 최수정, 앞의 책, 127면; 지명채권의 양도 또한 동일하다(편집대표 김용담, 「주석민법」 제4판. 한국사법행정학회, 364면).

93) 최수정, 앞의 책, 127면.

94) 이근영, “신탁수익권의 양도에 관한 고찰”, 「비교사법」 제22권 제1호(한국비교사법학회, 2015), 261면.

를 통하여 주식이나 가상자산거래처럼 시세차익을 보다 손쉽게 얻도록 하기 위한 목적도 있으나 신탁재산인 부동산으로부터 실현되는 임대수익 등의 배당을 통하여 추가 수익을 얻도록 하는 목적도 있다. 따라서 양수인이 수탁자에 대하여 수익권을 행사하지 못한다면, 사실상 수익권 양도의 용이화는 무의미한 논의에 불과하다. 따라서 수익권의 디지털화에 관한 논의는 양수인으로 하여금 어떻게 수익권 양도의 대항요건을 갖추게 할 수 있는가의 논의에 초점이 맞춰지게 된다. 이러한 전제 하에 수익권의 디지털화 방안에 관하여 구체적으로 살펴보고자 한다.

3.2. 블록체인을 통한 디지털화 방안

3.2.1. 블록체인 기반의 온라인 거래소(플랫폼)를 통한 수익권 양도의 문제점

블록체인을 이용해 수익권증서 형태로 발행된 수익권을 양도하는 경우에도, 수익권은 지명채권에 해당하므로 수익권의 양도를 위해서는 민법의 지명채권 양도의 요건과 유사한 내용을 정한 신탁법 제65조의 요건을을 갖추어야 한다는 점에는 변함이 없다.[95]

수익권의 양도가 대항력을 갖추기 위해서는 '양도인에 의한', '수탁자에 대한', '확정일자 있는', '증서'에 의한 통지(또는 '수탁자에 의한', '확정일자 있는', '증서'에 의한 승낙)가 필요하다(신탁법 제65조 제1항). 블록체인을 이용한 수익권의 양도와 관련하여 양도인과 양수인의 거래와는 별개의 절차로 양도인 또는 수탁자가 개별적으로 통지 또는 승낙하도록 하여 양도의 대항요건을 충족시키도록 하는 것도 생각해볼 수 있으나 빈번한 거래가 이루어질 것으로 예상되는 수익권 거래소의 특성상 그러한 절차를 일일이 갖추도록 요구하는 것은 매우 비효율적이고, 또 블록체인을 이용하여 수익권을 거래하도록 하는 취지를 몰각시키는 것이어서 부적절하다. 따라서 이 글에서는 블록체인을 이용하여 수익권을 양도하는 과정 자체에서 대항 요건을 충족시킬 수 있는지를 중심으로 살펴본다.

3.2.2. 블록체인에 등재하는 것을 '증서'에 의한 통지(또는 승낙)로 해석 가능성

전자문서는 정보처리시스템에 의하여 전자적 형태로 작성ㆍ변환되거나 송신ㆍ수신 또는 저장된 정보를 말한다(전자문서법 제2조 제1호). 전자문서법은 다른 법령에 특별한 규정이 있는 경우를 제외하고는 모든 전자문서 및 전자거래에 적용된다(전자문서법 제3조). 전자문서는 전자적 형태로 되어 있다는 이유로 문서로서의 효력이 부인되지 아

95) 만약 블록체인에 수익권 양도에 관한 사항이 등재되는 것으로 수익권 양도의 대항력을 갖춘 것으로 인정받을 수 있다면, 블록체인을 통해 디지털화된 수익권의 양도는 증권화된 수익권의 양도보다 더욱 간편하게 이루어질 수도 있게 된다.

니한다(전자문서법 제4조 제1항).[96] 전자문서법은 전자문서의 내용을 열람할 수 있고, 작성、변환되거나 송신、수신 또는 저장된 때의 형태 또는 그와 같이 재현될 수 있는 형태로 보존되어 있으면 전자문서로서의 효력을 인정한다(전자문서법 제4조의2).[97]

전자문서법상 전자문서의 개념이 포괄적이어서 블록체인상 거래정보가 전자문서에 해당하는지에 관한 의문이 있을 수 있는데,[98] 만약 블록체인에 등재되어 있는 것을 전자문서로 인정할 수 있다면, '증서'로서 그 효력이 인정될 수 있을 것이다. 블록체인상의 거래정보는 전자적 장치에 해당하는 노드에 의하여 송·수신 또는 저장된 전자적 형태의 정보로서 전자문서법상 전자문서인 "전자적 형태의 정보"에 해당한다고 볼 수 있다.[99] 블록체인에 등재할 때 일반적으로 공개키, 해싱값, 전자서명 등이 기재되는데, 해싱값 이외에 리마크나 메모 등의 방법으로 문서의 내용을 문자로 확인할 수 있도록 그 내용을 보충하는 것이 가능할 것이다. 수익권 양도의 통지(또는 승낙)에 관한 내용을 이런 방식으로 기재한다면, 일반적인 블록체인 기록과 달리 그 내용을 열람할 수 있고, 작성、변환되거나 송신、수신 또는 저장된 때의 형태 또는 그와 같이 재현될 수 있는 형태로 보존되는 것이므로 전자문서로서의 효력이 인정될 수 있을 것이다. 이에 의하면 블록체인상의 거래정보는 전자문서법상 전자문서의 개념에 포함되게 되고, '증서'에 의한 통지 또는 승낙에 있어서 증서로서 인정될 수 있을 것이다.

3.2.3. "양도인에 의한" 통지 및 "수탁자에 대한" 통지로 해석 가능성

거래정보를 블록체인에 등재한 것을 '양도인에 의한' 통지(또는 '수탁자에 의한' 승낙)로 볼 수 있는지나 '수탁자에 대한' 통지로 볼 수 있는지, 그리고 수탁자에게 도달된 것으로 볼 수 있는지가 문제될 수 있는데, 이와 관련해서는 앞서 언급한 것처럼 해당

---

96) 전자문서 및 전자거래 기본법
제2조(정의) 이 법에서 사용하는 용어의 뜻은 다음과 같다.
1. "전자문서"란 정보처리시스템에 의하여 전자적 형태로 작성·변환되거나 송신·수신 또는 저장된 정보를 말한다.
제4조(전자문서의 효력)
① 전자문서는 전자적 형태로 되어 있다는 이유만으로 법적 효력이 부인되지 아니한다.

97) 전자문서 및 전자거래 기본법 제4조의2(전자문서의 서면요건)
전자문서가 다음 각 호의 요건을 모두 갖춘 경우에는 그 전자문서를 서면으로 본다. 다만, 다른 법령에 특별한 규정이 있거나 성질상 전자적 형태가 허용되지 아니하는 경우에는 서면으로 보지 아니한다.
1. 전자문서의 내용을 열람할 수 있을 것
2. 전자문서가 작성·변환되거나 송신·수신 또는 저장된 때의 형태 또는 그와 같이 재현될 수 있는 형태로 보존되어 있을 것

98) 정규, "개정 전자문서법상 블록체인 기술 관련 쟁점 고찰", 「법과 정책연구」 제21권 제1호(한국법정책학회, 2021), 326면.

99) 정규, 앞의 논문, 326면.

거래정보가 블록체인에 등재를 지시하는 시스템이나 등재 후 전달처리에 관한 기술적인 조치로 해결될 수 있다.

블록체인에 기재되는 방식을 추가 내지 변경하여 양도인(또는 수탁자)의 전자서명을 기재할 수 있고, 시스템에 등재 후 이를 채무자인 수탁자에게 전달하고 추가로 이메일이 송부되도록 하는 등의 방식으로 채무자에 대한 통지가 가능하다. 수익권 양도의 통지가 양도인에 의하여(또는 승낙이 채무자에 의하여) 이루어져야 한다는 점과 관련하여 '양도인에 의하여'라는 요건을 갖추기 위한 특별한 절차는 없으며 양도인의 의사에 기한 것이라는 점이 증명되기만 하면 된다. 그리고 이러한 점은 양도인의 전자서명 등의 방법으로 충분히 확인할 수 있을 것이고, 일반적인 문서에 의한 통지의 경우에 있어서 양도인의 의사에 기한 것이라는 점에 대한 증명(통지 문서가 위조된 것이 아니라는 점에 대한 증명)의 경우와 다를 바가 전혀 없다. 그리고 블록체인 등재 과정에 양도인 또는 수탁자가 직접 관여하기 어려운 경우에는 양도의 통지 등에 관한 대리권 부여[100]의 방법으로 해결할 수 있을 것이다.

블록체인에 기록된 수익권 양도 통지 내용이 채무자(수탁자)에게 전달되어야 하는데, 이는 블록체인 등재와 동시에 양도 통지에 관한 내용이 문서화되어 자동적으로 채무자(수탁자)에게 이메일로 발송되도록 하는 기술적 조치로 해결할 수 있다. 이때 통지의 도달시점은 전자문서법 제6조 제2항[101]에 따라 판단하면 된다.

3.2.4. "확정일자 있는" 증서에 의한 통지로 해석 가능성

대법원은 확정일자와 확정일자 있는 증서의 의미에 관하여, "확정일자란 증서에 대하여 그 작성한 일자에 관한 완전한 증거가 될 수 있는 것으로 법률상 인정되는 일자를

---

100) 블록체인 서비스 사용을 위한 회원 가입 단계에서 약관 등을 통해 시스템 운영자 등에게 대리권을 부여하는 방법을 생각할 수 있을 것이다

101) 전자문서법 제6조(송신·수신의 시기 및 장소)

① 전자문서는 작성자 또는 그 대리인이 해당 전자문서를 송신할 수 있는 정보처리시스템에 입력한 후 해당 전자문서를 수신할 수 있는 정보처리시스템으로 전송한 때 송신된 것으로 본다.

② 전자문서는 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 때에 수신된 것으로 추정한다.

1. 수신자가 전자문서를 수신할 정보처리시스템을 지정한 경우: 지정된 정보처리시스템에 입력된 때. 다만, 전자문서가 지정된 정보처리시스템이 아닌 정보처리시스템에 입력된 경우에는 수신자가 이를 검색 또는 출력한 때를 말한다.
2. 수신자가 전자문서를 수신할 정보처리시스템을 지정하지 아니한 경우: 수신자가 관리하는 정보처리시스템에 입력된 때

③ 전자문서는 작성자 또는 수신자의 영업소 소재지에서 각각 송신 또는 수신된 것으로 보며, 영업소가 둘 이상일 때에는 해당 전자문서를 주로 관리하는 영업소 소재지에서 송신·수신된 것으로 본다. 다만, 작성자 또는 수신자가 영업소를 가지고 있지 아니한 경우에는 그의 상거소(常居所)에서 송신·수신된 것으로 본다.

말하며 당사자가 나중에 변경하는 것이 불가능한 확정된 일자를 가리키고, 확정일자 있는 증서란 위와 같은 일자가 있는 증서로서 민법 부칙 제3조[102] 소정의 증서를 말한다."고 판시하고 있다.[103] 블록체인의 특성(타임스탬스)상 블록체인에 기재된 일시는 사후 조작이 불가능하다. 이는 대법원이 설시하고 있는 확정일자의 취지에 가장 잘 부합하는 것이지만, 그것의 작성 주체가 민법 부칙 제3조가 정하고 있는 공증인, 법원서기 또는 공무소가 아니므로 법률상의 효력이 있는 확정일자로 인정될 수 있는지가 문제될 수 있다.

확정일자가 인정되지 아니할 경우 수익권의 이중양도 등의 상황에서 제3자에게 대항할 수 없으므로 특히 이 부분의 면밀한 검토가 필요하다. 특히, 확정일자는 제3자의 이해관계에도 중요한 영향을 미치므로 당사자 간의 양해 내지 약정으로 해결하는 것도 불안정한 방법이다. 따라서 기존에 확정일자로 인정되던 방식으로 포섭될 수 있는 방식으로 처리하는 것이 가장 안정적인 해결방법이다.

냉정하게 이야기하면, 블록체인의 기재를 확정일자로 인정하는 명확한 유권해석이 없고, 기존 판례에 의할 때 확정일자로 인정되지 않을 가능성이 높은 것이 현재의 상황이다. 만약의 사태를 고려하여 일정한 시간 단위로 공증인에게 공증받은 양도통지를 일괄 발송하는 등으로 보완하는 작업을 고려해야 할 것으로 보인다. 이러한 작업은 제휴 공증기관을 통해 일(日)단위로 처리하는 시스템을 구축한다면, 특별한 어려움 없이 해결될 수 있다. 정기적인 공증기관을 통한 서면 송달을 통해 확정일자를 부여받는 효력을 가짐과 동시에 블록체인으로 구현한 채권양도 통지 대항력에 관한 다른 요건들의 효력을 확인받는 효과도 얻을 수 있다.

이처럼 현재의 판례에 비추어 볼 때 블록체인의 기재를 확정일자로 인정받기 어려울 가능성도 있으나, 확정일자의 취지와 블록체인의 특성 등에 비추어 판례에 의해 확정일자로 인정받을 가능성이 충분히 있고(민법 부칙 3조의 문서를 확정일자문서로 제한한 것은 법률 규정이 아니라 판례이므로 새로운 입법 없이도 판례에 의해 확정일자문서의 범위를 얼마든지 확장 가능), 그렇지 않다고 하더라도 별도의 보완조치(정기적인 공증 등)에 의해 문제를 해결할 수 있을 것이다.

---

102) 민법 부칙 <법률 제471호, 1958. 2. 22.>
제3조 (공증력 있는 문서와 그 작성)
① 공증인 또는 법원서기의 확정일자인 있는 사문서는 그 작성일자에 대한 공증력이 있다.
② 일자확정의 청구를 받은 공증인 또는 법원서기는 확정일자부에 청구자의 주소, 성명 및 문서명목을 기재하고 그 문서에 기부번호를 기입한 후 일자인을 찍고 장부와 문서에 계인을 하여야 한다.
③ 일자확정은 공증인에게 청구하는 자는 법무부령이, 법원서기에게 청구하는 자는 대법원규칙이 각각 정하는 바에 의하여 수수료를 납부하여야 한다.
④ 공정증서에 기입한 일자 또는 공무소에서 사문서에 어느 사항을 증명하고 기입한 일자는 확정일자로 한다.

103) 대법원 1988. 4. 12 선고 87다카2429 판결.

아울러 별도의 보완조치에 의해 확정일자증서 의한 통지 요건을 갖추는 경우, 시스템에 의해 자동 통지되는 내용(자동 이메일 송부 포함)은 그 자체를 확정일자증서로 볼 수 없어 이메일 등이 채무자에게 도달한 사실이 증명되더라도 그것이 확정일자증서에 의한 통지가 아닌 이상 아무런 의미가 없는 것이 아닌가 하는 의문이 생길 수 있으나, 이메일 등에 의한(확정일자 없는 문서에 의한) 통지가 먼저 도달된 후 그 문서에 사후에 확정일자를 받더라도 확정일자를 받은 시점에 대항력을 취득하는 것이므로(대법원 1988. 4. 12 선고 87다카2429 판결) 보완조치를 취하는 시점에는 대항력 취득할 수도 있다.

3.2.5. 기타의 방법에 관한 검토

3.2.5.1. 문제점

수익권의 양도에 있어서 대항요건은, 양수인이 수익권을 수탁자에 대하여 행사하거나 해당 수익권에 대하여 양립할 수 없는 제3자에게 수익권을 주장하기 위하여 갖출 필요가 있는 것이다. 따라서 수익권 양도를 가지고 양도거래 당사자 이외의 자에게 대항하기 위한 방법으로는 신탁법 제65조상의 대항요건을 충족시키는 것이 가장 안정적이나 앞서 살펴본 것처럼 거래의 편의를 위하여 디지털화된 수익권의 경우 확정일자 있는 증서인지에 관해서 다툼의 여지가 존재하는 만큼, 그 외의 방법에 관해서도 고민해 볼 필요가 있다.

일단 대항요건 관련해서는 ① 채무자인 수탁자에 대해서는 수익권의 행사에 관한 문제, ② 그 외 제3자에 대해서는 이중양도의 문제 등이 발생하는 것과 관련이 있다고 볼 수 있다.

먼저 수탁자인 신탁회사와의 관계에서는 신탁회사가 수익권거래소를 통하여 수익권을 취득하고, 해당 거래소 시스템에 의하여 정당한 수익권의 양수인, 즉 수익권자로 인정되는 자에 대해서 권리의 행사를 허용하는 조치를 취한다면 위 ①의 문제는 일응 해결할 수 있을 것으로 보인다. 이를 위해서는 신탁회사와 거래소간의 신뢰관계 구축이 필요한데, 그 신뢰는 단순히 신탁계약, 신탁회사와 거래소 사이의 별도의 업무처리계약 등에 의존하는 것을 넘어 신탁회사가 거래소의 시스템 중 일부를 기술적으로 공유하는 차원까지 고려되어야 할 것이다.

문제는 수익권의 이중양도에 관한 것인데, 수익권은 양도인과 양수인 사이의 합의만으로도 일응 이전된다는 점에서 수익권의 양도인이 거래소 밖에서 해당 수익권을 양도하는 경우[104] 거래소에서 수익권을 양도한 양수인과 거래소 밖에서 수익권을 양수한

104) 거래소 내에서의 이중양도는 이를 시스템적으로 불가능하게 할 수 있으므로, 현실적으로 거래소에서 수익권이 이중으로 양도되어 문제가 되는 경우는 사실상 발생하기 어려울 것이다.

양수인 사이의 우열관계가 문제될 수 있다.

3.2.5.2. 거래소 밖에서의 수익권 양도제한

당사자의 의사표시에 의하여 채권의 양도가 금지되는 경우는 드물지 않다.[105] 채무자로서는 채권양도를 금지하거나 일정한 조건이나 절차하에서만 양도를 허락할 동기들을 충분히 가질 수 있다.[106] 이때 의사표시에 의한 양도의 금지는 채권이 계약으로부터 발생한 때에는 일반적으로 계약당사자의 합의에 의할 것이다.[107]

채권의 양도금지특약은 반사회질서행위나 하자 있는 의사표시와 같이 법률행위효력 일반에 영향을 미치는 사유가 존재하지 아니하는 한 유효하다고 봄이 타당한데,[108] 수익권의 경우 이를 디지털 방식으로 유동화할 경우 신탁계약을 체결하는 위탁자와 수탁자 사이에 거래소 외에서의 수익권 양도를 금지하는 특약을 체결할 강력한 유인이 존재하므로, 신탁계약상 양도금지특약을 두는 것 자체는 큰 어려움이 없을 것이다. 수익자는 신탁의 이익을 누리는 자이므로, 신탁계약에 의하여 정해진 범위 내에서만 그 이익을 누릴 수 있다. 따라서 신탁계약상 그 수익권에는 양도금지특약(거래소 밖에서의 수익권 양도를 제한하는 내용)이 내재되어 있다고 볼 수 있다. 채권의 양도금지특약은 약관의 형태로도 이루어질 수 있다.[109]

채권과 관련하여 양도금지특약에 반하는 양도의 효력에 관하여 물권적 효력설과 채권적 효력설 등이 대립하는데, 물권적 효력설이 다수의 견해인 것으로 보인다.[110] 물권적 효력설에 의하면 양수인에 대해서는 채권양도의 효력이 발생하지 아니한다고 보나, 채권적 효력설에 의하면 채권자에게 채권을 양도하지 아니할 의무를 부담시킬 뿐이므로 이에 반하는 채권양도도 유효한다고 한다.[111]

그러나 신탁계약으로 수익권의 양도를 제한하더라도 그 제한을 선의의 제3자에게 대항하지 못한다는 문제가 있다.[112] 이에 의하면, 양도금지특약을 알지 못한 선의의 양

105) 편집대표 김용담, 앞의 책. 348면.

106) 편집대표 김용담, 앞의 책. 348면.

107) 편집대표 김용담, 앞의 책. 348면.

108) 편집대표 김용담, 앞의 책. 349면.

109) 편집대표 김용담, 앞의 책. 349면.

110) 편집대표 김용담, 앞의 책. 350면.

111) 편집대표 김용담, 앞의 책. 350면.

112) 신탁법 제64조 제2항 참조; 채권양도에 관해서도 동일한 취지의 규정이 있다(민법 제449조 제2항 단서). 수익권의 양도가 지명채권양도에 관한 규정을 모범으로 규정된 만큼 그 해석에 있어서 지명채권양도에 관한 법리가 참고할 수 있을 것이다(정순섭, 앞의 책, 481면; 최수정, 앞의 책, 126면).

수인은 특약에도 불구하고 유효하게 수익권을 취득하여 수탁자에 대하여 수익권을 주장할 수 있다. 신탁법 제64조 제2항 단서는 선의의 제3자라고만 규정하고 있기 때문에, 이때 제3자의 과실 유무가 문제될 수 있다. 참고로 판례는 양도금지특약이 있는 지명채권의 양도와 관련하여 제3자의 중대한 과실은 악의와 같이 취급되어야 할 것이므로 양도금지특약의 존재를 알지 못하고 채권을 양수하였더라도 알지 못함에 중대한 과실이 있는 때에는 악의의 양수인과 같이 채권을 취득할 수 없다고 해석한다.[113] 여기서 중대한 과실이란 통상인에게 요구되는 정도의 상당한 주의를 하지 않더라도 약간의 주의를 한다면 손쉽게 그 특약의 존재를 알 수 있음에도 불구하고 그러한 주의조차 기울이지 않아 특약의 존재를 알지 못하는 것을 말한다.[114] 신탁법의 규정과 위 판례의 취지를 종합하면, 거래소 밖에서의 양도금지특약이 있는 수익권을 양수한 당사자가 선의·무중과실인 경우에는 대항할 수 없게 된다.

살피건대, 현재 수익권거래소에서 거래되는 수익권을 거래소 밖에서 양도할 경우 그 양수인이 무중과실인 경우는 쉽게 상정하기 어렵다. 양도인이 거래소를 통하여 보유하는 수익권을 거래소 밖에서 양도하려는 경우, 거래관행상 당연히 양수인에게 수익권의 보유사실을 증명하여야 하는데, 이때 위 수익권은 별도로 실물의 수익권증서가 발행되지 아니한 상태이므로,[115] 결국 거래소 앱을 통하여 그 보유사실을 확인시켜줘야 할 것이다. 만약 거래소 앱을 통하여 수익권의 보유사실증명원을 발급받거나 이를 화면으로 띄울 경우 해당 페이지에 수익권거래소를 통하지 아니한 양도는 금지된다는 특약의 내용이 표시되도록 기술적인 조치를 해놓는다면, 양수인으로서는 앱을 통하여 양도인의 수익권보유사실을 확인하는 과정에서 거래소 밖에서의 양도금지특약을 쉽게 알 수 있을 것이므로 중과실이 인정될 가능성이 높게 된다.[116]

참고로 예금거래약관은 은행거래의 경험이 있는 자에 대해서는 널리 알려진 사항이므로 특별한 사정이 없는 한 양수인은 악의라고 할 것이고 그렇지 않더라도 알지 못한 데에 중과실이 인정된다.[117]

실제의 거래상황을 고려하면, 거래소에서 거래되는 수익권을 굳이 거래소 밖에서 양

113) 대법원 2000. 12. 22. 선고 2000다55904 판결.

114) 대법원 2010. 5. 13. 선고 2010다8310 판결.

115) 수익권증서를 발급받는 절차가 있다고 하더라도 그 증서에 거래소 밖에서의 양도금지특약을 알 수 있도록 눈의 쉽게 띄는 곳에 알아보기 좋은 형태로 표시하면, 양수인은 간단한 검토만으로 그 존재와 내용을 알아차릴 수 있으므로, 이때는 중과실이 인정될 것이다.

116) 같은 취지 편집대표 김용담, 앞의 책. 353면(양도금지특약이 있는 지명채권의 양도와 관련하여 채권증서가 양수인에게 교부되어 양수인이 특약의 존재를 알 수 있는 상태에 있고 특약도 눈에 쉽게 띄는 곳에 알아보기 좋은 형태로 기재되어 있어 간단한 검토만으로 그 존재와 내용을 알아차릴 수 있는 등의 사정이 있다면 충분히 중과실을 추단할 수 있다고 본다).

117) 대법원 2003. 12. 12. 선고 2003다44370 판결.

도할 유인도 거의 없을 것이나, 만에 하나 그러한 상황이 발생한다고 하더라도 양도인이 수익권의 보유사실을 증명하거나 양수인이 이를 확인하는 과정에서 양도금지특약의 존재를 알게될 가능성이 상당히 높다. 따라서 이에 의하면 수익권자가 거래소에서 거래되는 수익권을 거래소 밖에서 양도하는 경우 그 양도를 원인으로 하여 수탁자 등에게 수익권을 유효하게 주장할 수 없다고 봄이 타당하고, 그 결과 거래소 안에서의 수익권 양도만 유효한 것으로 처리할 수 있는 법적 조치가 이루어졌다고 볼 수 있다.

3.3. 온라인 수익권 거래소에 대한 자본시장법의 적용 가능성

자본시장법상 "수익증권"이란 제110조의 수익증권, 제189조의 수익증권, 그 밖에 이와 유사한 것으로서 신탁의 수익권이 표시된 것을 말한다(자본시장법 제4조 제5항).[118] 신탁업자가 비금전신탁계약의 수익권에 대하여 발행하는 수익증권은 '그 밖에 이와 유사한 것으로서 신탁의 수익권이 표시된 것'에 해당한다. 자산유동화구조에서 유동화기구를 신탁으로 구성한 경우 발행되는 신탁수익권증서, 신탁업자가 신탁계약에 따라 발행하는 신탁수익권증서 등도 이에 해당한다. 여기서 수익권증서는 수익권이 표창된 상법상 유가증권이 아니라 수익권을 표시해주는 증거증권이고 수익권을 양도하는 경우 신탁업자는 기발행 수익권증서를 회수하고 양수인 명의의 새로운 수익권증서를 발급한다. 그리고 수익증권을 발행할 경우에는 금융위원회에 발행 신고를 하여야 하나 수익권증서를 발행할 때에는 별도의 신고절차가 없다. 따라서 수익권증서와 수익증권은 개념적으로나 규제 측면에서 상당한 차이가 있다. 그런데 증권의 정의를 규정한 자본시장법 제4조에서는 수익증권의 개념에 수익권증서를 포함시키고 있다.[119]

이에 의하면, 자본시장법상 투자중개업자가 아닌 자의 수익증권의 공모주선, 매출중개, 거래소가 아닌 자의 시장개설은 허용되지 않으며, 증권의 매출 시 발행인은 매출에 따른 신고서를 제출해야 하는 의무가 있다. 따라서 온라인 수익권 거래소 운영 사업자에게 투자중개업 인가와 시장개설 허가를 받을 것이 요구될 수 있다(자본시장법 제11조, 제373조).

4. 입법론적 검토

앞서 검토한 것처럼 현행 법령상 수익권을 디지털화하여 전자거래소에서 안정적인 거래가 이루어지도록 하기 위해서 가장 문제되는 것 중의 하나가 수익권 양도 시 대항요

118) 종래의 신탁업법은 금전신탁에 한하여 수익증권의 발행을 허용하였으나, 자본시장법은 제4조 제5항에서 "그 밖에 이와 유사한 것으로서 신탁의 수익권이 표시된 것"도 수익증권이라고 규정함으로써 수익증권의 범위를 대폭 확대하였다.

119) 임재연, 앞의 책, 50면.

건을 갖추는 것이다. 즉 수익권의 양도 통지와 승낙이 확정일자 있는 증서에 의하여야 제3자에게 대항할 수 있는데, 민법 부칙과 현행 법령 등에 의하면 확정일자는 ① 공증인이 사서증서에 확정일자인을 날인한 경우의 일자, ② 법원서기가 사서증서에 일자 있는 인장을 날인한 경우의 일자, ③ 공정증서의 일자 ④ 공무소에서 사문서에 어느 사항을 증명하고 기입한 일자,[120] ⑤ 공무소 즉 관청에서 발급한 증명서에 찍혀있는 일자 등 5가지이다.[121]

확정일자란 증서에 대하여 그 작성된 일자에 관한 완전한 증거력을 부여하는 것으로 법률에 의하여 인정되는 일자를 말한다.[122] 블록체인의 특성(타임스탬스)상 블록체인에 기재된 일시는 사후 조작이 불가능하다는 점에서 대법원이 판시하고 있는 확정일자의 취지에 가장 잘 부합하는 것이지만, 그것의 작성 주체의 제한으로 말미암아 거래소 플랫폼에 의하여 확정일자를 부여받는 것은 불가능한 상황이다.

전자문서가 이미 도입되었고, 스마트계약시스템과 같은 전자적 형태의 계약체결시스템이 앞으로 일반화될 것이 확실한 상황에서 확정일자를 전자적인 방법으로 부여받는 방법 역시 도입될 필요가 있음은 너무나도 명확하다. 이와 관련하여 확정일자를 부여할 수 있는 주체를 확대하는 방법과 기존 주체를 유지한 상태에서 전자적인 방법으로 확정일자를 부여하는 방법을 도입하는 것을 생각해볼 수 있다. 가장 효율적인 것은 주체와 상관없이 작성된 일자에 관하여 기술적으로 조작이 불가능할 경우 이를 확정일자로 인정하는 것이나 대규모 자산거래에 그와 같은 방법이 인정되기에는 우리 사회의 신뢰가 많이 부족한 상황이라고 생각된다. 따라서 궁극적으로 그와 같은 방법을 도입하는 것을 목표로 하되, 현재의 상황에서는 공증인 등에게 전자적 시스템에 의하여 전자로 확정일자를 부여할 수 있는 권한을 부여하고, 거래소가 공증인의 시스템과의 연계를 통하여 자동적으로 확정일자를 부여받는 방법을 먼저 추진하는 것이 현실적인 대안일 것으로 생각된다.

Ⅳ. 결어

자산의 지분형태의 유동화는 일반 국민들이 가치 있는 자산에 소액투자를 가능하게 하는 새로운 투자 상품이 될 수 있고, 자산의 보유자에게 효율적인 자금조달수단이 될 수 있다. 그 과정에서 신탁은 지분거래의 안정성을 담보하기 위한 중요한 수단이 된다. 수익권을 디지털화할 경우 매우 간편하고 안전하게 유동화된 자산을 거래하는 방

120) 대법원 1962. 10. 4 선고 62다568 판결.

121) 박동섭, “확정일자에 관하여”, 「민사재판의 제문제」 제7권(한국사법행정학회, 1993. 6.), 55면; 정승열, “확정일자 제도의 문제점 고찰”, 「법조」 제51권 제3호(법조협회, 2002. 3), 214면.

122) 대법원 1988. 4. 12. 선고 87다카2429 판결.

법이 될 수 있다. 신탁법이 열어 둔 신탁의 무한한 가능성에 걸맞게 자본시장법 등 관련 법령이 개정된다면, 신탁은 우리 경제에 더욱 긍정적이고 중요한 역할을 할 수 있을 것이다.

실물자산을 디지털화하여 이를 전자적으로 거래하려는 사업 시도는 앞으로 계속될 것으로 보인다. 이러한 상황에서 기존의 거래소 규제에 맞추어 위와 같은 디지털자산의 거래를 일방적으로 규제할 경우 결국 그러한 시도를 포기하는 것보다는 탈법적인 방법으로 전자적 거래 사업을 시도할 가능성이 높다. 이 경우 기존의 암호화폐라는 가상자산의 거래 초기처럼 규제기관 조차 제대로 확정되지 못하고, 그 거래규모를 무시할 수 없는 상황에 이르러서야 문제의 심각성을 인식하고 규제를 시도할 가능성이 있는데, 규제의 공백과 이어진 갑작스런 규제라는 일련의 과정에서 선량한 다수의 피해자를 양산할 수 있으므로 신중한 접근이 필요하다.

규제기관 역시 기존의 실물 자산에 대한 규제의 관점에서 벗어나 모든 자산이 디지털화될 수 있고, 이러한 자산이 독자적인 거래소 플랫폼에 의하여 거래될 수 있다는 점을 항상 유념하면서 해당 시장에 대한 감시·감독에 임할 필요가 있다. 자산의 유동화가 전자적 방식으로 이루어질 경우 합법적인 거래와 함께 유사수신 거래의 문제가 발생할 수 있다는 점에서 결국 새로운 형식의 범죄가 출현할 수도 있으므로 이 역시도 규제 당국에서 고려할 필요가 있다. 이처럼 디지털 자산의 전자적 거래가 반드시 도래하는 미래의 상황이라면, 기존의 규제 체제에서 그 도입을 늦추는 것보다는 미리 그에 맞는 규제점을 포착하여 합리적인 범위 내에서 규제가 이루어지도록 시도하는 것이 바람직하다.

제3세션

SPAC 상장의 최근 쟁점과 규제 동향

발표자 : 김지안 박사(한국법학원)
토론자 : 김홍기 교수(연세대학교)
권용수 교수(건국대학교)
사회자 : 안성포 교수(전남대학교)

SPAC 상장의 최근 쟁점과 규제 동향

김지안*

목 차

Ⅰ. 들어가며
Ⅱ. SPAC 상장의 특징
Ⅲ. 주요쟁점
Ⅳ. 해외규제동향
Ⅴ. 시사점
Ⅵ. 마치며

Ⅰ. 들어가며

2009년 금융위원회와 한국거래소는 IPO 시장의 활성화, 우회상장의 건전화를 목표로 미국의 SPAC 상장을 우리 자본시장법에 도입하였다.[1] 증권시장을 활성화시킬 수 있는 SPAC 상장의 장점은 지금도 유효하며, 특히 Covid-19 확산으로 주식시장 불확실성이 확대되면서 신속한 상장을 위해 전통적인 IPO 절차보다 단기에 상장이 가능한 SPAC 상장을 택하는 경우가 증가하였고[2] 원조국인 미국에서 그 활용이 활발할 뿐 아니라 영국 등 유럽의 여러 나라에서는 SPAC 상장이 가능한 환경을 조성함으로써 자국 내 상장기업을 유치하기 위한 노력을 이어가고 있다.[3]

* 한국법학원 연구위원

1) 안현수, "한국형 기업인수목적회사(SPAC) 규제체계의 특징과 개선과제", 증권법연구 제21권 제1호 (2020), 192면.

2) 자본시장연구원, "2020년 미국의 SPAC 상장 급증 및 시사점", 자본시장포커스 2020-27호 (2020)

3) 가령 영국 FCA는 SPAC 상장을 위한 법적 장애를 감소시키는 내용으로 상장규칙을 개정하였는데, 이에 대해서는 SPAC 상장을 유치하기에는 다소 늦은 감이 없지 않다는 우려가 제기된다.

그러나 국내에서는 최근 다수의 SPAC들이 합병대상 기업의 확정과 상관없이 주가 과열 양상을 보이고, 이중 일중 주가 변동률이 상·하한가(±30%)를 기록하는 종목도 다수 출현함에 따라, 2021년 5월 한국거래소 시장감시위원회가 기획감시를 실시한 바 있다. 한국거래소 시장감시위원회는 기획감시를 실시한 결과[4] 주가상승률이 과도한 SPAC 17종목 가운데 7종목에서 불공정거래 혐의사항이 발견되었다고 보고하였다.[5]

SPAC 상장이 활발히 이루어지고 또한 이로 인한 문제가 불거지고 있는 것은 우리나라에만 국한된 현상은 아닌 것으로 보인다. 미국에서는 2021년 1/4분기동안 약 300여 개의 SPAC이 상장되었고 IPO 규모는 3억2500만 달러에 달하였다.[6] 이러한 급증으로 인해 2021년 첫 달에만 SPAC에 대해 약 40여 건의 소송이 제기되었다.[7] 미국 SEC 기업재무부서는 2020년 12월 SPAC 공시 가이던스[8]를 제시하고 21년 4월 28일 공개성명서(Public Statement)(이하 'SEC 21년 4월 공개성명서')[9]를 발표하였으며 2022년 4월 규칙 개정안을 준비 중에 있다.[10] 유럽에서도

Vanya DamyanovaRehan Ahmad, Changes to UK SPAC rules open door for more listings, S&P Global (Sep 15 2021) 〔https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/changes-to-uk-spac-rules-open-door-for-more-listings-66199184〕

4) 한국거래소, "한국거래소 시장감시위원회는 최근 급등 스팩(SPAC) 관련주에 대한 기획감시를 실시할 예정입니다", 보도자료 (2021. 6. 3.) 〔https://www.kif.re.kr/kif2/publication/maildetview.aspx?nodeid=402&controlno=288924&ismail=1&email=〔$email$〕&SL=0〕

5) 거래소, 이상급등 스팩 7개 종목 시세조종 혐의 포착, 중앙일보 2021년 8월 26일자 기사. 〔https://www.joongang.co.kr/article/25001548#home〕

6) Kramer Levin LLP., Recent SPAC Litigation Focusing on State Law Claims, Client Alerts (Apr 7 2021) 〔https://www.kramerlevin.com/en/perspectives-search/recent-spac-litigation-focusing-on-state-law-claims.html#_ftn4〕

7) Stephen Blake, Along Came SPACs, and Then SPAC Litigation, LAW.COM (Mar 2 2021) 〔https://www.law.com/therecorder/2021/03/02/along-came-spacs-and-then-spac-litigation/〕

8) SEC Division of Corporation Finance, CF Disclosure Guidance: Topic No. 11 (Dec 22 2020) 〔https://www.sec.gov/corpfin/disclosure-special-purpose-acquisition-companies〕

9) John Coates, SPACs, IPOs and Liability Risk under the Securities Laws, SEC

SPAC 상장에 관한 관심이 높아지면서 ESMA는 2021년 7월 15일 공개성명서(Public Statement)(이하 'ESMA 21년 7월 공개성명서')[11]를 발표하였고, 영국도 SPAC 상장을 유치할 의도로[12] 상장규정을 개정하여 2021년 8월 10일부터 시행 중이다.[13]

우리나라는 미국발 금융위기로 어려움을 겪던 2009년 12월부터 비교적 일찍 SPAC 상장이 제도화되어 도입되어[14] 이미 활발히 활용되고 있고, SPAC 상장의 메커니즘에 대해서는 다수의 국내 문헌이 정리해둔 바 있다. 그러나 아직 SPAC을 둘러싼 실제 분쟁에 대한 관심은 저조한 편이어서, 본고에서는 실제 미국의 여러 사례에서 문제되었던 쟁점들을 정리하고 미국과 유럽의 최근 규제 동향을 통해 우리 법제에 주는 시사점을 검토하고자 한다.

II. SPAC 상장의 특징

Division of Corporation Finance (Apr 8 2021) 〔https://www.sec.gov/news/public-statement/spacs-ipos-liability-risk-under-securities-laws〕

10) SEC Announces Annual Regulatory Agenda, U.S. SEC. & EXCHANGE COMMISSION (June 11, 2021) 〔https://www.sec.gov/news/press-release/2021-99〕

11) ESMA, SPACs: prospectus disclosure and investor protection considerations, Public Statement, ESMA 32-384-5209 (Jul 15 2021) 〔https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma32-384-5209_esma_public_statement_spacs.pdf〕〔이하 'ESMA 21년 7월 공개성명서'〕

12) Silla Brush, "U.K. Revises SPAC Rules to Attract Listings to London Market", Bloomberg (Jul 27 2021) 〔https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-07-27/u-k-revises-spac-rules-to-attract-listings-to-london-market〕; 2021년 3월 영국 상장규정 개선에 관한 Hill Report 역시 SPAC 상장이 가능하도록 제도를 정비할 것을 요구하고 있다. Jonathan Hill, "UK Listing Review", HM Treasury (Mar 3 2021), pp. 28~31.

13) FCA, FCA publishes final rules to strengthen investor protections in SPACs (Jul 27 2021) 〔https://www.fca.org.uk/news/news-stories/fca-publishes-final-rules-to-strengthen-investor-protections-in-spacs〕

14) 소프트로가 아닌 법령에서 직접 규율하는 방식을 취하고 있는 나라 중 하나로 분류하고 있는 논문으로는 Daniele D'Alvia, The International Financial Regulation of SPACs between Legal Standardised Regulation and Standardisation of Market Practices, Journal of Banking Regulation Vol. 21 (2020)

1. SPAC 상장 절차

SPAC 상장은 크게 SPAC의 상장(SPAC IPO)과 기업결합(소위 'deSPAC 거래')으로 나뉜다. 본고에서는 이러한 2단계 구분에 따라 주로 미국에서의 SPAC 상장 절차에 대하여 설명한다. 이를 다시 세분하여 (i) SPAC을 상장하는 단계, (ii) 대상회사를 물색하고 기업결합에 대해 협상을 하는 단계, (iii) 기업결합을 승인하고 거래를 종결하는 단계의 3단계로 나누기도 한다.[15] SPAC 상장시 주가 변화를 언급할 때는 여기에 (iv) 기업결합 이후를 덧붙여 4단계로 설명할 수도 있다. 주가는 SPAC 상장 후 변동이 거의 없이 횡보하다가 기업결합 즈음 되어 주가가 상승하고 기업결합 이후 주가가 하락하는 양상을 보이기도 한다.

(1) SPAC 상장

SPAC 상장을 통해 조달된 자금은 신탁계정에 보관되고 이후 기업결합 자금으로 쓰이거나 혹은 주식 상환을 위해 쓰인다. SPAC 상장은 전통적인 IPO에 비해 상당히 신속하게 이루어진다. 미국의 경우 빠르면 8주만에 완료될 수 있다.

미국의 전통적인 IPO에서 인수인은 총 IPO 수익금의 5~7% 할인을 받고 이후 마감시 전달되는 수익금에서 원천징수하는 방식이라면, SPAC IPO는 인수 수수료가 두 번에 나누어 지급되어 IPO 종료시 총 수익금의 2%가 지불되고 나머지 3.5%는 신탁계정에 예치되었다가 기업결합거래, 즉 De-SPAC 거래 종료시에 지불되게 된다. 만약 De-SPAC 거래가 발생하지 않으면 3.5%의 수수료는 지급되지 않고 주식을 상환하는데 사용된다. 후술하겠지만 이러한 인수인의 보수 구조는 기업결합을 성사시킬 유인으로 작용한다는 주장의 근거가 되기도 한다.

미국은 우리나라와 달리 IPO시 보통주 1개와 워런트 1개로 구성되는 유닛(unit)을 발행하고, 하나의 유닛에 대해 통상 $10 정도의 가격이 책정된다. 따라서 투자자들은 상장 후 합병에 따른 주가차익과 함께 워런트를 통한 수익을 얻을 수 있다. 이와 달리 우리나라는 신주인수권 등 합병에 따른 인센티브는 없어 투자자에 대한 인센티브 구조가 상대적으로 경직되어 있다고 평가되기도 한다.[16]

---

15) ESMA 21년 7월 공개성명서가 3단계로 나누어 설명하고 있다.

16) 안현수(2020), 197면.

(2) 기업결합

1) 기업결합의 방식

일반적으로 SPAC 상장 후 18~24개월 이내에 대상회사를 선택하고 소위 'de-SPAC'이라 불리는 기업결합절차를 거친다. 만약 기업결합이 기간 내에 이루어지지 않으면 기간 연장을 위해 주주총회 승인을 얻어야 하고, 기간이 도과하면 SPAC은 청산되고 주주들에게 환원된다.[17] 다양한 기업결합방식을 인정하고 있는 미국과 달리, 한국은 SPAC이 대상회사를 흡수하는 합병만을 인정하고 있다는 차이가 있다.[18] 다만 현금대가 인수는 드물고 주식대가 또는 혼합대가의 역삼각합병이 다수인 것으로 보인다.[19]

2) 가격의 책정

SPAC 상장은 기업결합을 통해 그 절차가 완료된다. '기업상장'이 시장에 알려지지 않은 회사를 투자자에게 알리는 것이라고 한다면, SPAC 상장에서는 기업결합단계에 이르러야 비로소 잘 알려진 바 없던 비상장기업이 시장에 알려지게 된다. 다만 전통적인 IPO에서는 인수인의 실사와 평가에 따라 IPO의 진행 여부 및 공모가액이 달라질 수 있는 반면, SPAC 상장 중 기업결합단계에서 합병가액 등의 설정은 합병 당사자들의 협의와 주주총회 승인을 거친다는 차이가 있다.

3) 기업결합의 승인여부

---

17) Kramer Levin LLP, "Recent SPAC Litigation Focusing on State Law Claims", Client Alerts (Apr 7 2021) 〔https://www.kramerlevin.com/en/perspectives-search/recent-spac-litigation-focusing-on-state-law-claims.html〕

18) 한국이 합병 외 기업결합 방식을 제한한 것은 주식교환 등은 지주회사 규제를 받을 수 있고, 합병 이외의 기업결합방식은 증권신고서를 통한 공시제도가 마련되지 않았다는 점 때문이라는 설명으로는 안현수(2020), 202면.

19) 鈴木克昌 等, "米國ＳＰＡＣの實務と日本版ＳＰＡＣに向けた課題", 商事法務 No.2261 (2021. 4.25), 12~13면.

합병 주주총회시 미국은 소수주주의 다수결 방식(MOM), 즉 임원, 이사, 10% 이상의 주요주주를 제외한 일반주주의 출석 의결권의 과반수의 승인을 요구하지만, 한국형 SPAC은 상법상 특별결의 요건(출석주주 의결권 3분의 2 이상의 수와 발행주식총수 3분의 1 이상)을 요구하는 차이가 있다.[20]

참고로 21년 8월 10일, 영국 FCA는 SPAC을 허용하는 내용으로 상장규정을 개정하였는데, 미국이나 유럽의 다른 나라와 달리 영국은 기업결합승인에 관한 주주총회에서 스폰서, 설립자 및 이사는 의결권을 인정하지 않고 따라서 일반주주의 찬성이 더욱 요구된다는 특징이 있다.

2. 인수인 역할의 차이[21]

전통적인 IPO에서 인수인은 총액인수를 통해 판매에 따른 경제적 리스크를 부담한다.[22] 또한 등록신고서의 부실기재 또는 중요한 사실의 기재누락에 대하여 발행관여자와 함께 법적인 책임을 지고, 상당한 주의(due diligence)의 항변이 가능하다.[23] 전통적인 IPO 하에서 인수인은 일종의 게이트키퍼로서 발행인이 제출한 등록신고서를 심사하고 정확성에 문제가 있을 때 IPO 진행을 막는 등 공모에서의 정보비대칭성을 줄이는 역할을 하게 된다.[24] 전통적인 IPO에서는 투자은행이 공모가격을 결정하는데 투자은행이 총액인수에 따르는 위험부담으로 인하여 공모가격을 낮게 책정하려는 경향이 있는 것[25]도 이러한 측면에서 설명될 수 있다.

그러나 SPAC 상장에서 인수인은 이러한 게이트키퍼 역할을 더 이상 하지 않는다.[26] SPAC이 최초 상장될 때는 빈껍데기 회사이기 때문에 별도로 검증할 것이

---

20) 한국이 엄격한 의결권 요건을 갖추어 합병이 무산된 경우도 많다는 설명으로는 안현수(2020), 193면.

21) 스폰서, 투자자, 대상회사의 인센티브 구조에 대해 분석한 논문으로는 안현수(2020), 196~202면.

22) 김건식/송옥렬(2001), 62면.

23) 미국 증권법 제11조(a) ; 한국 자본시장법 제125조 제1항.

24) Sjostrom, William K., The Due Diligence Defense Under Section 11 of the Securities Act of 1933. Brandeis Law Journal, Vol. 44 (2006), pp. 555~556.

25) 자본시장연구원(2020), 2면 ; 일본경제신문 2020. 10. 10. 미IPO, 재인용?

26) Rodrigues, Usha/Michael Stegemoller, SPACs: Insider IPO, University of Georgia School of Law, Research Paper Series, Paper No. 2021-09 (2021), p. 20. 〔이하 'Rodrigues, Usha/Michael Stegemoller(2021)'〕

없고, 기업결합의 과정에서 인수인이 관여할 바가 없기 때문이다. 인수인은 기업결합에 있어 관례상 요구되는 공정성 의견서를 제출하는 역할을 맡을 수도 있지만, 실제 미국 SPAC 상장 실무에서는 일반적인 기업결합과 달리 공정성 의견서 없이도 기업결합거래가 성사되는 경우가 다수 있다고 한다. 다만 기업결합, de-SPAC 과정 이후 잔존한 SPAC의 주주들이 기업결합이 적정한 조건 하에 이루어졌는지를 문제 삼을 수 있기 때문에 SPAC의 이사회로서는 기업결합에 대해 공정성 의견을 확보할 필요가 있다.[27]

SPAC의 최초 IPO 종료시 총 수익금의 일부(약 2%)가 지불되고 나머지(약 3.5%)는 신탁계정에 예치되었다가 기업결합이 종료될 때 지불되고 기업결합이 무산될 경우 수수료는 주식 상환 비용으로 쓰이는 구조 하에서는 오히려 인수인이 SPAC의 기업결합을 성사시킬 유인이 있다. 일각에서는 가치파괴적이고 비효율적인 기업결합이라도 인수인으로서는 이를 추진할 동기가 생긴다고 평가하고[28] SPAC 상장에서 인수인의 책임을 강화하자는 주장, 또는 인수인의 이해상충이 발생하지 않도록 인수 수수료를 설계해야 한다는 주장이 제기된다.

III. 주요쟁점

1. 증권신고서의 중대한 오류 또는 누락에 대한 책임

전통적인 IPO에서 등록신고서가 발효하는 시점에 기재된 중요 사실의 부실기재가 있거나 누락이 있는 경우 발행인 등 증권 발행에 관여한 자들은 손해배상채임을 지게 된다.[29] 이와 관련하여 BarChris 판결(1968)은 핵심집행간부들은는 전문가담당부분인지 여부와 상관없이 회사의 재무상황을 모두 파악하고 있어야 하고 사외이사 등은 상대적으로 낮은 주의의무가 부과되며, 인수인 역시 합리적인 노력을 기울일 필요가 있다고 판시한 바 있다.[30] 실무에서는 보통 due diligence 조사에 관한 체크리스트를 둔다.[31]

27) Rodriques/Stegemoller(2021), p. 25.

28) Rodrigues, Usha/Michael Stegemoller(2021), p. 6.

29) 미국 증권법 제11조;한국 자본시장법 제125조.

30) 김건식/송옥렬(2001), 126~128면;박준, “상장법인의 투자자에 대한 손해배상책임과 기업의 대응방안”, 상장협 제27호(1993), 163~171면.

31) 김건식/송옥렬(2001), 123~125면.

SEC 기업재무부서의 2021년 4월 공개성명서는 SPAC 상장 이후 de-SPAC, 즉 기업결합과정에서 제출되는 증권신고서(registration statement)에 대해 연방 증권법 제11조가 적용된다는 의견을 제시하였다. 또한 증권거래법 제14조(a) 및 Rule 14a-9의 위임장 권유에 일반적으로 적용되는 '과실책임' 원칙이 적용된다고 하였다. 후술하겠지만 실제로 2021년 8월 SEC는 SPAC 상장의 증권법 위반 사례[32]를 적발하여, 대상회사의 기술 및 관련 문서를 충분히 검토하지 않은 것은 SPAC, SPAC의 CEO, 스폰서의 상당한 주의의무 부족으로 과실에 의한 반사기조항 위반이 됨을 이유로 과징금을 부과한 바 있다.

2. 예측정보 제공에 대한 법적 책임

향후전망정보에 대해 미국 SEC는 1970년대 초반까지 향후전망정보의 공시를 금지하였으나 1978년 **향후전망에 대한 정보공시가 합리적인 근거에 기하지 않았거나 선의에 의하지 않았다는 점이 드러나지 않는 한 아무런 책임을 지지 않는 것으로 하였다.**[33] 또한 1995년 제정된 증권소송개혁법(Private Securities Litigation Reform Act : PSLRA)은 사적 소송의 안전항을 두어, 향후전망정보가 결과적으로 사실과 다르다고 하더라도 정보제공자가 주의문구를 삽입한 경우, 정보제공자의 실제 인식이 입증되지 않은 경우 등에 있어서는 회사는 책임을 면할 수 있음을 정하고 있다.

1995년 PSLRA 제정을 통해 사적 소송의 안전항 규정을 두었다. 확립된 실적이 있는 경험이 많은 발행인의 정보제공을 촉진하기 위함이다.[34] 다만 IPO, 백지수표회사, 백지수표발행인의 세 가지 예외를 두었는데,[35] 이 중 IPO의 의미가 구체적으로 정의되지 않은 까닭에 SPAC 상장 및 이후 기업결합거래에도 안전항의 예외가 인정되는지에 대해 논란이 있었다. 일반적으로 미국 실무에서는 대상기업에 관한 미래예측정보에는 PLSRA의 안전항 조항이 적용된다고 보아[36] 보다 자유로이 정보가 공개되곤 하였다.

---

32) SPAC Stable Road Acquisition Company/Momentus Inc., 사례) (Aug 2021)

33) 17 CFR § 230.175

34) Debate in Senate to Override President's Veto, 141 Cong. Rec. S190602 (daily ed. Dec. 21, 1995); 2021년 4월 28일, 기업재무부서는 공개성명(Public Statement), 주 16 재인용. 입법 당시 상원의원 Diane Feinstein은 'PSLRA의 규정은 확립된 기록이 실적이 있는 회사에만 적용되고, 안전항은 새 회사에는 적용되지 않고 경험이 많은 발행인에만 적용된다'고 진술했다고 한다.

35) 15 U.S. Code § 77z-2(b)(2)

36) deSPAC 거래는 PSLRA의 안전항 조항이 적용된다고 보는 것이 21년 4월 SEC 공개서명서 이전의 일반적인 견해였다는 설명으로는 Robert Malionek et al., SPAC-Related

그러나 SEC 기업재무부서의 2021년 4월 공개성명서는 (i) 직상장, dual-track IPO/M&A 등 상장의 방법이 당초 예측했던 것보다 다양해지고 있는 현 시점에서 상장의 실질을 가지고 있는 경우, 즉 증권시장에 알려지지 않은 회사를 새로이 알리는 경우에는 PSLRA의 안전항을 적용하지 않는 것으로 봐야 하고, (ii) 설사 적용된다고 하더라도 PLSRA는 민사소송에 적용되는 것이고 규제당국이 연방증권법을 집행할 때 적용되는 것은 아니기 때문에 큰 차이가 없다는 반론을 제기하였다. 그리고 (iii) 안전항 조항이 적용되는 것이 명백하더라도 오류 또는 오인가능하다는 점을 인지하고 행한 진술을 보호하는 것은 아니라는 입장을 분명히 하였다.[37] 또한 일부 판례[38]에서 인정하듯이 현재 기업가치와 운영에 대한 진술은 설사 미래예측정보로부터 도출된 것이라 하더라도 안전항으로 보호될 수 없다고 해석하였다.

3. 기업결합에 관한 이사의 신인의무

SEC 기업재무부서의 2021년 4월 공개성명서는 SPAC 상장 및 이에 따른 기업결합과정에 대해 주법상 책임[39]을 물을 수 있고, 가령 델라웨어 회사법에 따라 이해상충문제나 절차적인 문제에 대해 신인의무 법리를 적용할 수 있다는 의견을 제시하고 있다. 후술할 21년 8월 SEC 집행사례에서도 SEC는 기업결합절차가 시간 제약 하에 이루어지기 때문에 모든 중요 사실과 리스크를 고려하여 더욱 더 철저히 문서화되어야 한다는 점을 강조하였다.[40]

Litigation Risks and Mitigation Strategies, Harvard Law School Forum on Corporate Governance (Aug 9 2021) 〔https://corpgov.law.harvard.edu/2021/08/09/spac-related-litigation-risks-and-mitigation-strategies/〕

37) John Coates, SPACs, IPOs, Public Statement (Apr 8, 2021)

38) Rodriguez v. Gigamon Inc., 325 F. Supp. 3d 1041, 1049-50 (N.D. Cal. 2018). 다음 분기 예상 수익에 대한 다른 진술에 근거하여 작성된 진술은 기업의 현재 상태에 관한 사실이 포함된 것으로 PSLRA의 안전항 조항이 적용되지 않는다고 판시하였다.

39) 미국에서 대부분의 SPAC은 케이먼제도에 설립하고 있지만, 케이먼제도에서도 이사는 회사에 대해 신인의무를 부담하고 자기거래, 권한남용, 이해상충에 있어 회사의 이익을 최우선으로 행동할 의무를 부담한다는 점은 동일하다. 9 Fletcher Corp. Forms § 35:163 (5th ed.).

https://corpgov.law.harvard.edu/2021/03/14/limiting-spac-related-litigation-risk-disclosure-and-process-considerations/#5

회사법적으로 기업인수합병에서 이사회의 판단은 경영판단원칙, 혹은 본질적공정성 심사기준에 의해 그 적정성이 판단되며, 이는 SPAC을 이용한 합병상장에서도 다르지 않다.[41] SEC의 SPAC 가이던스는 SPAC의 구조적 특성으로 인하여 합병거래가 잠재적 이해상충에 노출될 가능성이 있음을 지적하고 있다.

이해상충은 기업결합거래에 시간적 제약이 있다는 점으로 인하여 생길 수 있다. 가령 합병 없이 청산될 가능성으로 인하여, 상장시로부터 적정한 대상회사를 물색하여 합병을 진행할 때까지 시간적 제약을 받게 된다. 따라서 청산일에 임박하여 합병거래가 이루어지고 이후 주가가 하락한다면, 주주들로서는 SPAC의 경영진들이 청산을 피하기 위해 부적절한 거래를 진행했음을 이유로 제소하는 경우가 생긴다. 2018년 11월에 제기된 Welch v. Meaux 사건(SPAC(Lancadia)이 Waitr 사를 인수)[42]에서 원고는 SPAC 스폰서들이 2억5천만 달러를 환급하는 것을 피하고 투자자로서의 명성을 지키기 위해 거래를 감행했음을 주장하였던 바 있다.

또한 이사의 보수 지급 방식에 따라 이해상충이 발생할 수 있다. 가령 2015년 뉴욕주 대법원 판례는 기업결합거래가 종결되지 않으면 SPAC 이사의 과반수가 보유하고 있던 주식 및 워런트의 가치가 없어지는 상황에서는 경영판단원칙 적용의 전제가 충족되지 않는다고 판시하여, SPAC 상장의 구조에 따라 이사가 기업결합거래를 체결할 때 경영판단원칙 적용이 어려울 수 있음을 보였다.[43] 설사 독립된 위원회라 하더라도 독립이사에 지급된 보수가 창립자 지분, 즉 기업결합거래가 완결되지 않을 경우 그 가치가 없어지는 지분으로 지급된다면 이사의 독립성이 훼손될 수 있다.[44]

---

40) 그 외에도 일반적인 M&A보다 더욱 신중하게 검토될 필요가 있다는 의견으로는 Goodwin Procter LLP, Limiting SPAC-Related Litigation Risk : Disclosure and Process Consideration, Harvard Law School Forum on Corporate Governance (Mar 14 2021) 〔https://corpgov.law.harvard.edu/2021/03/14/limiting-spac-related-litigation-risk-disclosure-and-process-considerations/〕

41) 미국에서 대부분의 SPAC은 케이먼제도에 설립하고 있지만, 케이먼에서도 이사는 회사에 대해 신인의무를 부담하고 자기거래, 권한남용, 이해상충에 있어 회사의 이익을 최우선으로 행동할 의무를 부담한다는 점은 동일하다고 설명.

42) Welch v. Meaux et al., No. 2:19-CV-1260 (W.D. La.).

43) AP Services, LLP v. Lobell, No. 651613/12, 2015 WL 3858818 (N.Y. Sup. Ct. June 19, 2015)

44) Kwame Amo v. MultiPlan Corp. , CA No. 2021-0258 (Mar 25 2021) para. 63.

4. 공의결권 : 기업결합에 대한 주주의 승인권 및 상환권

전통적인 IPO에서는 인수인이 상장을 제지할 수 있는 역할을 맡는다면, SPAC 상장에서는 기업결합 단계에서 주주총회가 기업결합, de-SPAC 으로 완성되는 SPAC 상장을 저지할 수 있는 역할을 맡게 된다. SPAC 주주는 대상회사의 합병에 대한 승인권과 주식 상환청구권을 보유하는데, 이는 SPAC 주주 등 투자자 보호 기제로 작용하고, SPAC 상장을 하루속히 마무리 지을 인센티브가 있는 SPAC 이사회 등에 제동을 거는 기제가 될 수 있다.

그러나 투자자 보호 및 상장 규제 기능을 하던 주주의 승인권 및 주식상환청구권은 2008년 금융위기 이후 미국에서 다소 다른 양상이 출현하게 된다. 금융위기 당시 헤지펀드 등이 SPAC 주식 매입 후 제안된 합병거래 승인을 거부하겠다고 나선 것이 배경이 되었다. SEC는 SPAC 상장 및 기업결합 절차를 안정적으로 보장하는 방향으로 법운영/법 개정을 하였고, 이에 따라 일부 SPAC 상장이 주주가 기업결합에는 찬성하면서 상환청구권을 행사하는 것을 허용하는 내용으로 진행되었다.[45] 보다 정확히는 상환청구권을 행사할 수 있는 자를 기업결합에 반대한 자로 국한하지 않는 것으로, 이는 경제적 이익과 의결권 행사가 분리되는 현상, 일종의 '공의결권(empty voting)'이라고 평가되기도 한다.[46] 심지어 2008년 이전에는 40% 이상의 주주가 상환권을 행사하면 기업결합은 이루어지지 않는 것으로 정하였지만, 2010년 이후 이러한 상환율의 제한을 삭제하였다. 따라서 공의결권의 문제는 심화될 수 있다. 미국에서 2019-2020년 성공한 SPAC 상장 사례에서 상환율은 평균 58%이었다고 보고된다.[47] 공의결권이 문제될 경우, 주주총회에 앞서 기업결합에 관한 정보가 충실히 공개된다고 하더라도 회사에 비효율적인 의사결정을 막을 수 없게 된다.

---

45) Proxy Statement, Prospectus and Information Statement, VectoIQ Acquisition Corp., U.S. SEC. & EXCH. COMM'N 11 (May 8, 2020) 〔https://sec.gov/Archives/edgar/data/1731289/000104746920002928/a2241585z424b3.htm〕 이는 Nikola 사례의 위임장설명서로, Q&A에서 기업결합의 찬반, 기권 여부를 불문하고 상환권을 행사할 수 있음을 안내하고 있다.

46) Rodrigues, Usha/Michael Stegemoller(2021),, pp. 34~40.

47) Klausner, Michael D. and Ohlrogge, Michael and Ruan, Emily, A Sober Look at SPACs (October 28, 2020). Yale Journal on Regulation, Forthcoming, ; Insider (2021), pp. 37.

IV. 해외규제동향

1. 미국

(1) 20년 12월 SPAC 공시 가이던스[48)]

미국 SEC의 기업재무부서는 2020년 12월 22일 SPAC 공시 가이던스(CF Disclosure Guidance)를 발표하였다. 20년 12월 가이던스는 SPAC의 기합결합거래의 경우 합병가액 등을 결정할 때 시장이 관여하기 힘든 측면이 있기 때문에 스폰서, 이사 등 SPAC의 기업결합거래를 협상할 책임이 있는 관련자들의 잠재적 이해관계를 공개하는 것은 매우 중요하다고 본다. 이 가이던스는 규칙을 개정하거나 법적 효력을 가지는 것은 아니지만, 후술할 21년 8월 집행사례에 이르기까지 SEC 기업재무부서의 일관된 입장을 명확히 보여준다.

가이던스는 SPAC이 Regulation S-K 등에 따라 공시의무를 이행함에 있어 고려해야 할 요소를 크게 두 가지 단계로 나누어 다음과 같이 제시한다.

SPAC IPO 단계에서는 SPAC의 스폰서, 이사 및 임직원이 (i) 제한된 시간 내에 기업결합거래를 완성시킬 인센티브가 있는지, (ii) 기업결합에 관한 의사결정에 어느 정도의 지배력이 있는지, (iii) 일반주주와 이해가 일치하지 않게끔 하는 보수체계나 투자구조가 설계되었는지 등을 염두에 두고 공시할 것을 요구한다. 또한 인수인은 기업결합거래 종결시까지 보수지급을 미루는 것에 합의할 수 있다고 하면서, 대상회사 식별이나 투자자문서비스의 제공과 같은 별도의 서비스를 제공하는 경우 이를 공개하고 보수 및 보수를 현금 외의 방식으로 지급받는지 여부 등을 공시하였는지를 체크하도록 하고 있다.

기업결합단계에서는 (i) 추가적인 자금조달이 있었는지 여부와 일반 주주에 영향을 미칠 만한 조건이 있는지에 대한 포괄적인 설명과 더불어, (ii) SPAC의 스폰서, 이사 및 임직원이 대상회사 선정과정에서 이해관계가 있었는지 여부와 SPAC이 이러한 이해관계를 조율하기 위해 어떠한 조치를 취했는지, (iii) SPAC의 스폰서, 이사 및 임직원이 대상회사 선정을 통해 얻게 되는 이익과 존속회사에 대해 갖게 되는 지분에 대한 상세 정보 등을 공개하였는지를 체크할 것을 요구한다. 또한 SPAC IPO에서의 인수인이 기업결합완료를 통해 받게 되는 수수료를 공개하고, 추가적인 서비스를 제공한 경우 그 비용과 기업결합완

48)

료를 조건으로 추가적인 보상을 받기로 했는지 여부 등을 공개해야 한다.

(2) 21년 8월 SEC 집행사례 (Momentus 인수사례)

1) 사건의 개요[49]

2021년 8월 SEC는 SPAC 상장의 증권법 위반 사례를 적발하여, 대상회사의 기술 및 관련 문서를 충분히 검토하지 않은 것은 SPAC, SPAC의 CEO, 스폰서의 상당한 주의의무 부족으로 과실에 의한 반사기조항 위반이 됨을 이유로 페널티를 부과한 바 있다.

SPAC(Stable Road Acquisition Company)이 2019년 11월 IPO를 통해 1억 7250만 달러를 조달하였고 2020년 11월 대상회사(Momentus)와 합병계약을 체결하였고, 이 과정에서 SPAC은 PIPE 투자를 통해 1억7500만 달러를 추가 조달하였다. 그러나 SPAC의 등록신고서가 대상회사의 핵심기술을 오도하고 미국의 對美외국투자위원회(CFIUS)의 명령 미이행 등을 공개하지 아니하였음을 이유로, SEC는 2021년 1월 소환장(Subpoena)을 발부하였다. 동년 7월 SPAC, SPAC의 CEO, SPAC의 스폰서는 과실에 의한 증권법 위반, 대상회사는 고의(scienter)에 의한 증권법 위반 등 SEC가 제기한 혐의를 인정하고, (i) SPAC에 대해서는 백만 달러, 대상회사에 대해서는 7백만 달러, SPAC의 CEO에 대해서는 4만 달러의 과징금을 부과하고, 형평법상 구제수단으로 (ii) 스폰서의 25만주의 설립자 주식을 몰수하고(총 설립자 주식의 약 6%), (iii) PIPE 투자자에게 기업결합 승인에 관한 주주총회가 개최되기 전에 그들의 인수계약을 종료할 수 있는 권한을 인정하고 (iii) 대상회사가 독립이사회 및 내부컴플라이언스 절차를 2년동안 유지하는 등 정보투명성을 제고할 것을 요구하는 대신 (iv) 진행되고 있던 기업결합거래의 효력은 유지하는 것으로 하여 조속히 합의종결(settlement)되었다.

2) 시사점[50]

49) SEC Press Release, press releasePAC, Sponsor, Merger Target, and CEOs for Misleading Disclosures Ahead of Proposed Business Combination (Jul 13 2021) 〔https://www.sec.gov/news/press-release/2021-124〕

50) Adam Brenneman et al., SEC Brings SPAC Enforcement Action and Signals More to Come, Clearly Gottlieb LLP (Jul 16 2021) 〔https://www.clearyenforcementwatch.com/2021/07/sec-brings-spac-enforcement-action-and-signals-more-to-come/〕

이 사례는 SEC 기업재무부서의 21년 4월 공개성명서가 법적인 효력이 있는 것은 아님에도 실제 SEC의 집행 사례에서도 공개성명서의 입장이 유지되었던 점에서 의미가 있다.[51] 또한 공개성명서는 현행법 하의 책임규정이 SPAC 상장의 이해관계자들에게 대상회사 검토에 상당한 주의의무를 다 하고 대중투자자에 공시를 충실히 할 충분한 인센티브를 부여하고 있는지에 대해 의문을 제기하였는데, 21년 8월 SEC 집행사례는 SPAC 스폰서 등에 대해 보다 적극적인 게이트키퍼 역할을 요구하고자 한 시도가 반영되어 있는 것으로 평가된다. 특히 대상회사의 고의에 의한 사기를 인정하더라도 SPAC, SPAC의 CEO, SPAC의 스폰서 등은 상당한 주의를 하지 않음으로 인한 반사기조항 위반이 인정될 수 있다.

또한 SPAC으로서는 기업결합거래를 조속히 완결할 필요가 있기 때문에 SEC가 제기한 혐의 및 금전적 제재를 조속히 인정하고 대신 기업결합거래는 유지하는 합의에 나아간 것으로 보여진다. 다만 일반 주주의 집단소송은 별도로 제기되어 진행 중이다.

2. ESMA

(1) 내용

2021년 7월 15일, ESMA는 SPAC 상장이 특히 중소기업의 자금조달에 큰 기여를 하고 있음을 인정하면서 (i) 투자설명서 규제(Prospectus Regulation)[52] 하에서 SPAC의 투자설명서에 대한 각 회원국 감독당국의 심사가 일관될 필요성, (ii) MiFID II의 금융상품 지배구조에 관한 규제가 SPAC의 주식 및 워런트에도 적절히 적용될 필요성에 따라 「SPAC 투자설명서 공시 및 투자자 보호 고려사항에 관한 공개성명서(Public Statement)」를 발표하였다. 특히 기업결합단계에서는 EU의 투자설명서 규제가 따로 요구하지 않는한 투자설명서가 별도로 제공되지 않을 수 있기 때문에 SPAC IPO 단계의 투자설명서에 대해 <표>와 같이 보다 충실한 내용을 담을 것을 요구하고, 각 회원국 감독당국 역시 이에 초점을 맞추어 규제할 것을 장려하고 있다.

---

51) 동일한 평가로는 Marc Berger et al., SEC Focuses Enforcement Efforts on SPAC Transactions, Harvard Law School Forum on Corporate Governance (Aug 3 2021) 〔https://corpgov.law.harvard.edu/2021/08/03/sec-focuses-enforcement-efforts-on-spac-transactions/〕

52) Regulation (EU) 2017/1129

1	위험요소 (risk factors)	발행인과 그 증권에 관련된 위험요소, 가령 SPAC 거래에 고유한 이해상충, SPAC의 지배구조, 기업결합 관련 의사결정구조, 예상되는 각각의 시나리오에 따른 지분 희석 정도
2	투자전략과 목적	재무적 및 비재무적 목적. 발행인의 투자 정책 및 전략에 대한 구체적인 정보, 대상회사 선정 기준 등.
3	에스크로 계정과 수익 재투자에 관한 정보	발행인의 펀딩구조에 관한 정보 대상회사 취득 전에 에스크로 계정과 수익의 재투자에 관한 정보
4	경영, 감독기구의 관련 경험	SPAC의 경영진이나 감독기구의 이전 관련 경험 등 발행인 외부에서 수행하였던 주요 활동
5	스폰서의 이해상충	다음과 같은 상황에서 발생하는 이해상충을 공개해야 한다. (i) 특정 기한 내로 기업결합이 완료되지 않았을 때 스폰서가 초기투자를 잃게 되는 경우 (ii) 스폰서가 발행인의 증권을 처분하는 것을 제한하는 약정이 있는 경우 (iii) SPAC이 스폰서와 관련 있는 회사에 투자할 수 있는 가능성이 있는 경우 (iv) 스폰서 및 그 관계인이 이미 동종 분야에 투자하고 있는 경우 (v) 다만 SPAC의 스폰서와 그 관계인은 잠재적인 대상회사에 관한 정보를 SPAC과 공유해야 할 의무는 없음.
6	주식, 워런트	상환권 등 주식 및 워런트에 관한 상세 정보
7	주요주주(Major shareholder)	주요주주의 성명 및 지분율. 만약 주요주주가 없다면 그로 인한 영향 진술.
8	특수관계자 거래 정보	특수관계자 거래에 관한 정보
9	중요한 이해관계	이해상충을 포함한 SPAC 거래의 중요한 이해관계. 특히 스폰서 및 관계인이 발행인에게 서비스를 제공하는 경우, 발행인은 이해상충에 대한 정보를 공개해야 함.
10	청약의 수익에 관한 정보	발행인은 IPO 외에 추가적인 자금조달이 필요하다는 점을 인식하고 있다면, 추가 자금의 정도 및 자금원, 예상되는 수익에 대한 사항도 공개하여야 함.

		대상회사를 인수하는 경우 자금조달에 필요한 정보를 담아야 함. 주주들의 신중한 의결권 행사를 위하여 각각의 시나리오에 따른 충분한 정보가 제공되어야 함.
11	청약 의향에 관한 정보	주요주주, 이사, 감사 등이 청약 의향이 있는지, 혹은 5% 이상을 인수할 의향이 있는지 여부.
12	공모가액에 관한 정보	공모가액과 실질적인 현금 비용간의 중요한 차이

또한 각국의 감독당국이 SPAC의 투자설명서에 (i) 대상회사 취득 이후 SPAC 스폰서의 예상 보수 및 지위, (ii) 스폰서 및 관련인의 장래 지분비율, (iii) 대상회사 인수 후 지배구조를 변경할 것인지의 정보, (iv) 대상회사를 찾지 못 하였을 경우 청산 등 가능한 시나리오의 상세 등의 내용을 요구할 것을 권장하고 있다.

(2) 평가

ESMA는 주로 정보공시에 초점을 맞추고 있다. 다만 장차 가능한 시나리오에 따른 지분희석의 정도나 자금조달방식, 인수 후 지배구조 및 스폰서의 보유지분 등에 대한 사항은 실제 기업결합단계에서 협상주체의 협상력에 따라 달라질 수 있는 것으로, SPAC IPO 단계에서 발행인에게 공시를 요구하는 것은 상당한 부담이 될 수 있다. 따라서 규제당국은 SPAC IPO 단계에서의 정보공개가 확정적이기 보다는 예시적인 것임을 인식하고, 적절한 시기에 보완을 할 수 있도록 할 필요가 있다는 의견이 있다.[53] 또한 일각에서는 시장남용행위에 대해 규제조치로서 주식처분제한을 고려할 필요가 있다는 의견도 제시된다.[54]

53) Ferdinand Mason et al., ESMA Guidance on EU SPAC prospectuses, White&Case LLP, (Jul 21 2021) 〔https://www.whitecase.com/publications/alert/esma-guidance-eu-spac-prospectuses〕

54) Andreas Weitzell, Wo lauern die kapitalmarktstrafrechtlichen Risiken?, NZG 2021, 1145

V. 시사점

이상 살폈던 SPAC 상장의 최근 쟁점과 규제 동향에 비추어 우리나라 SPAC 상장의 향후 과제는 다음과 같이 정리할 수 있다.

1. 정보공개 강화

(1) 증권신고서 및 투자설명서 : 이해상충

SEC 기업재무부서의 21년 4월 가이던스나 ESMA의 21년 7월 공개성명서 모두 SPAC의 IPO 및 이후 기업결합절차, 소위 de-SPAC 과정에 있어 정보공개를 강화함으로써 SPAC 상장을 둘러싼 문제를 해결하고자 한다는 공통점을 가진다. 특히 인수인의 보수구조, 이사회 구성, 주주총회 결의요건, 상환청구권의 행사요건 등 SPAC 상장을 둘러싼 이해관계인들의 행동에 상당한 영향을 미치는 사항에 대한 공시가 보완되어야 한다.

다만 SEC의 가이던스는 SPAC의 IPO 단계 뿐 아니라 기업결합단계, 이 두 단계에서의 증권신고서 내용을 각각 구체화하는 것을 내용으로 한다면, ESMA의 가이던스는 SPAC의 최초 IPO 단계에서의 투자설명서 내용을 구체화하는 것을 내용으로 한다. 후자의 방안은 SPAC IPO 단계에서 최장 2년 이후에 있을 기업결합단계에서의 상황을 예측해서 증권신고서를 기재하여야 하기 때문에 보다 부실공시책임을 묻는데 있어 유연한 해석과 운영이 필요할 수 있다.

(2) 부실공시에 대한 관계자 책임과 행위규범의 제시

정보공개는 단순히 증권신고서나 투자설명서의 내용을 구체화하는 것에 그치지 않는다. 증권신고서나 투자설명서에 중대한 오류 또는 누락이 있을 경우 관계자의 책임을 명확히 하는 것이 필요하다.

미국 SEC 기업재무부서는 기업결합과정에서 제출되는 증권신고서(registration statement)에 대해 연방증권법 제11조가 적용되어 관계자들은 과실책임을 부담한다고 본다. 그리고 이는 SPAC 상장을 둘러싼 증권신고서의 내용을 구체화하는 2020년 12월 SPAC 공시 가이던스의 발표와 함께 발행인 및 인수인이 실사의무를 엄격히 이행하는 기

제로 작동한다. 때로는 임원책임배상보험을 통해 실사의무를 분담할 수 있다는 견해도 제시된다. 보험계약 체결을 위한 보험사의 실사가 SPAC 자체의 실사를 보완하여 보험사가 게이트키퍼의 역할을 분담하게 된다는 것이다.[55]

우리 자본시장법 제125조은 연방증권법 제11조와 유사한 내용[56]을 규정하여, 발행인 및 관계인들의 부실공시책임과 '상당한 주의'의 항변[57]을 규정한다. 미국의 실무가 부실공시책임규정과 상세한 공시 가이던스로부터 적극적인 실사 의무 등을 도출한 점을 고려할 때, 유사한 구조를 취하고 있는 우리 자본시장법 하에서도 이러한 적극적인 해석을 시도해볼 필요가 있다.

(3) 예측정보에 대한 책임

우리 자본시장법은 미국 PSLRA와 같이 예측정보의 면책규정을 두고 최초공모(IPO)는 면책거래에서 제외하고 있어,[58] 전통적인 IPO와 SPAC 상장 사이의 규제 불균형이 야기될 가능성이 있다. 미국에서도 최근까지 견해가 대립되었지만, SEC 기업재무부서가 21년 4월 공개성명서를 통해 SPAC 상장 이후의 기업결합거래단계에 대해서도 전통적인 IPO와 동일하게 예측정보의 면책규정이 적용되어서는 안 된다는 입장임을 밝혔고 또한 이후에도 예측정보의 면책규정의 범위를 SPAC 상장에도 확대하고자 하는 입법 시도가 있었다. SPAC 상장 및 이후 기업결합거래가 증권시장에 공시경험이 없는 회사를 처음으로 공시하는 실질을 가진 점을 고려하면 우리 역시 자본시장법 제125조 제3항를 SPAC 상장 및 이후 기업결합거래에까지 확장할 것을 고려해볼 수 있다.

---

55) Emily Maier, Yelena Dunaevsky, SPAC Litigation Case Studies: How Insurance Responds, ABA Business Law Section (Sep 15 2021) 〔https://businesslawtoday.org/2021/09/spac-litigation-case-studies-how-insurance-responds/〕

56) 다만 우리 자본시장법은 발행인에 대해서도 '상당한 주의' 항변을 인정하는 특징이 있다는 설명으로는 천경훈, "재무정보의 부실공시에 대한 상장회사 이사의 책임과 '상당한 주의' 항변, 증권법연구 제18권 제2호 (2017), 125면.

57) 자본시장법 제125조 제1항 단서.

58) 자본시장법 제125조 제2항 및 제3항. 다만 구두에 의한 예측정보의 개념과 그에 대한 면책을 인정하는 미국 증권법과 달리 자본시장법상 투자설명서는 반드시 서면임을 요한다는 차이가 있어, 우리 법제 하에서는 투자설명서, 언론매체의 직접 취재, 일반투자자를 상대로 한 경영진의 발표 등과 같은 구두에 의한 설명은 면책대상이 될 수 없다고 해석된다. 자세한 것은 임재연, 자본시장법 (2016), 488~489면 참고.

2. 합병의 공정성을 담보할 수 있는 법리의 개발

전통적인 IPO에서는 초기 상장 단계에 규제가 집중되어, 시장에 보다 신뢰가능한 정보를 제공하여 정보비대칭을 극복하는 것이 주된 규제 목적이 된다. 이와 달리 SPAC 상장에서는 껍데기 회사에 불과한 SPAC 자체를 상장하는 단계보다 'de-SPAC'이라고 불리는 기업결합단계에서 규제가 이루어질 필요가 있다.

미국은 합병의 공정성을 담보하기 위한 기제로서 이사의 신인의무에 관한 법리가 오랜 기간을 두고 발전해 왔다. 의사결정 과정의 이해상충 문제를 해결하기 위해 본질적 공정성 심사기준을 제시한 Weinberger 판결(1983)을 비롯하여 합병의 공정성을 추정할 수 있는 절차적 요건으로 독립이사회의 판단과 소수주주의 다수결(MOM:Majority of Minority)을 제시하고 있는 MFW 판결(2014) 등이 바로 그 예이다. 따라서 기업결합단계에서 이루어지는 불공정 상황 및 투자자보호에 대해 기존의 신인의무 법리 적용이 가능하고, 실제 SPAC을 둘러싼 다수의 소송에서 이사의 신인의무 위반을 주장하는 경우도 종종 있다.

우리 법제 하에서 합병 또는 기업결합에 있어 이사의 신인의무는 아직은 구체적인 행위지침으로 발전하고 있지는 않은 점, 또한 증권집단소송에 대한 부담감이 있다는 제약이 있다. 이에 대해 '독립된 이사회의 합병안 검토와 충분한 정보를 제공받은 소수주주의 다수결'이라는 절차적 보호장치를 갖췄다면 이사회의 경영판단을 존중한다는 취지의 MFW 판결 및 이로부터 이사의 구체적인 행위지침을 도출하고 있는 일본의「공정한 기업인수 합병 지침 (M&A 지침)」(2019)[59] 등을 참고하여 SPAC 상장 중 기업결합단계에서 SPAC의 이사회의 운영지침을 제시하는 방안[60]을 고려할 수 있다. 또한 이는 법원의 적극적인 해석과 운영이 전제됨으로써 실효성 있는 규범으로 작동할 것으로 생각된다.

3. 주주총회의 기능 강화

59) 日本経済産業省,「公正なM&Aの在り方に関する指針－企業価値の向上と株主利益の確保に向けて－」, 2019年6月28日
[https://www.meti.go.jp/press/2019/06/20190628004/20190628004_01.pdf]

60) 미국 MFW 판결과 일본의 공정한 합병에 관한 지침을 참고하여 합병의 공정성을 담보하기 위한 이사의 행위지침 수립을 제안하고 있는 것으로는 졸고, "M&A 거래의 공정성 확보를 위한 이사의 행위기준 가이드라인 정립의 제언", 상사법연구 제39권 제4호 (2019)

미국의 SPAC 상장 중 기업결합단계에서는 주주총회 의결과 주식의 상환청구권을 별도로 보아 기업결합에는 찬성하면서 주식의 상환청구권을 행사하는 경우가 왕왕 있다. 이는 경제적 이해관계와 의결권이 분리되는 공의결권 행사를 가능하게 하고, 회사에 비효율적인 결정을 야기할 수 있다. 아직 우리는 반대주주의 주식매수청구권의 관점에서 접근하는 탓에 공의결권 문제가 목도되지는 않지만, 향후 제도를 개선하는 과정에서 유의할 필요가 있다.

또한 공의결권 문제가 없다고 하더라도 주주총회에서 과연 장래성이 있는 회사와 기업결합을 하고 있는지를 걸러내는 기능을 충실히 할 수 있도록 해야 한다. 영국이 SPAC 상장에 있어 기업결합시에는 일반주주의 다수결 승인을 거치도록 한 것도 이와 같은 맥락인 것으로 이해된다. 또한 투자자교육 강화로 SPAC의 주주들이 SPAC의 거래구조 및 SPAC의 이해관계자들이 어떠한 유인하에 움직이는지를 충분히 이해하고 의결권을 행사할 수 있도록 할 필요가 있다. 전술하였던 바와 같이 기업결합을 둘러싸고 정보공개를 충실히 하고 이사의 신인의무를 강화하여 이해상충상황을 방지하고 대처하는 등으로 제반적인 정비가 겸비되어야 할 것이다.

Ⅵ. 마치며

SPAC 상장에 대해서 우리나라 뿐 아니라 미국, 유럽에서의 관심이 커지고 있다. 우리나라는 그 중에서도 발빠르게 2009년부터 SPAC 상장을 할 수 있는 제도적 기반을 마련하여 지금까지 활발히 이용되고 있다. 유럽의 일부 나라들이 뒤늦게 SPAC 상장에 관련된 제도를 정비하면서 다소 늦게 시도한 것에 대해 아쉬움을 표하고 있는 것을 생각하면 매우 다행인 일이다.

이에 더하여 최근에 불거지고 있는 쟁점들에 대해 국제적인 논의 흐름에 맞추어 투자자 보호를 고려하여 환경을 정비하되, SPAC 상장의 이점이 퇴색되지 않도록 종합적이고 적극적인 고려가 이루어지길 희망한다.

제4세션

변화하는 자본시장과 자기책임원칙 확립을 위한 과제

발표자 : 김종승 교수(한국금융연수원)
토론자 : 임정하 교수(서울시립대학교)
김태진 교수(고려대학교)
사회자 : 유진희 교수(고려대학교)

변화하는 자본시장과 자기책임원칙 확립을 위한 과제

김종승
한국금융연수원, 변호사

목 차

Ⅰ. 국내 자본시장의 발전과 전개
Ⅱ. 금융투자와 자기책임의 원칙
Ⅲ. 자기책임의 전제조건
Ⅳ. 사적자치와 자기책임원칙
Ⅴ. 자기책임원칙 확립을 위한 개선과제

국내 자본시장의 발전과 전개

- 태동기(1950~1960)
  - 1951년 건국국채 및 지가증권 발행
  - 1956년 대한증권거래소 설립
    - 조흥은행, 상업은행 등 4개 은행
    - 경성방직, 대한해운 등 6개 일반기업
- 발행시장 육성 (1960~1970)
  - 1962년 증권거래법 제정
  - 1968년 자본시장육성에 관한 법률
  - 1972년 기업공개촉진법
- 국민주 보급 및 국제화 (1980~1990)
  - 1988년 포스코, 한국전력, KT 대상 국민주 발행
  - 1996년 코스닥 증권시장, 주가지수 선물거래 시장 개설
  - 1997년 주가지수 옵션시장 개설
  - 1998년 자산유동화증권(ABS) 등 선진 금융상품 도입
  - 1992년 자본시장 개방 조치 → 1998년 전면 개방

국내 자본시장의 발전과 전개

- 자본시장의 다변화 (2000~현재)
  - 2002년 개별주식 옵션시장 개설
  - 2002년 상장지수 펀드(ETF) 시장 개설
  - 2004년 간접투자자산운용업법 제정 및 펀드투자 활성화
  - 2005년 주식워런트 증권(ELW) 시장 개설
  - 2006년 엔, 유로 선물시장 개설
  - 2008년 개별 주식 선물시장 개설
  - 2009년 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제정
  - 2014년 KRX 금시장, 상장지수증권(ETN) 시장 개설
  - 2015년 온실가스배출권 거래시장 개설
  - 2016년 해외지수 선물, ETF 선물 등 상장
  - 기타
    - ELS, DLS 등 구조화증권, 장외파생상품 거래
    - 사모펀드 투자 활성화
    - 온라인 소액투자중개업(증권형 크라우딩 펀드)
    - 가상자산 거래(SEC 비트코인 선물 ETF 거래 승인, 2021. 10.)

금융투자와 자기책임의 원칙

❖ 관련 법규

➢ 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 '자본시장법')

제71조(불건전 영업행위의 금지)
투자매매업자 또는 투자중개업자는 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 하여서는 아니 된다. 다만, 투자자 보호 및 건전한 거래질서를 해할 우려가 없는 경우로서 대통령령으로 정하는 경우에는 이를 할 수 있다.

[금융투자업규정]

제4-20조(불건전 영업행위의 금지) 제1항
7. 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 행위[사전에 준법감시인(준법감시인이 없는 경우에는 감사 등 이에 준하는 자를 말한다)에게 보고한 경우에 한한다]를 제외하고 증권의 매매, 그 밖에 거래와 관련하여 손실을 보전하거나 이익을 보장하는 행위
가. 투자매매업자・투자중개업자 및 그 임직원이 자신의 위법(과실로 인한 위법을 포함한다. 이하 이 조에서 같다)행위여부가 불명확한 경우 사적 화해의 수단으로 손실을 보상하는 행위. **다만, 증권투자의 자기책임원칙에 반하는 경우에는 그러하지 아니하다.**
나. 투자매매업자 또는 투자중개업자의 위법행위로 인하여 손해를 배상하는 행위
다. 분쟁조정 또는 재판상의 화해절차에 따라 손실을 보상하거나 손해를 배상하는 행위

금융투자와 자기책임의 원칙

❖ 관련 법규

➢ 자본시장법

제55조(손실보전 등의 금지)
금융투자업자는 금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래와 관련하여 제103조제3항에 따라 손실의 보전 또는 이익의 보장을 하는 경우, 그 밖에 건전한 거래질서를 해할 우려가 없는 경우로서 정당한 사유가 있는 경우를 제외하고는 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 하여서는 아니 된다. 금융투자업자의 임직원이 자기의 계산으로 하는 경우에도 또한 같다.
1. 투자자가 입을 손실의 전부 또는 일부를 보전하여 줄 것을 사전에 약속하는 행위
2. 투자자가 입은 손실의 전부 또는 일부를 사후에 보전하여 주는 행위
3. 투자자에게 일정한 이익을 보장할 것을 사전에 약속하는 행위
4. 투자자에게 일정한 이익을 사후에 제공하는 행위

- 증권회사 등이 고객에 대하여 증권거래와 관련하여 발생한 손실을 보전하여 주기로 하는 약속이나 그 손실보전행위는 위험관리에 의하여 경제활동을 촉진하는 증권시장의 본질을 훼손하고 안이한 투자판단을 초래하여 가격형성의 공정을 왜곡하는 행위로서, 증권투자에 있어서의 자기책임원칙에 반하는 것이라고 할 것이므로...(대법원 99다30781판결, 대법원 2000다56952 판결 등)
- 특정금전신탁은 위탁자가 지정한 운용방법에 따른 자산운용에 의하여 그 수익률이 변동함으로써 항상 위험이 따르고, 그 위험은 신탁회사가 신탁재산에 대하여 선량한 관리자로서의 주의의무를 다하지 아니하였다는 등의 특별한 사정이 없는 한 수익자가 부담하여야 하므로, 그 신탁재산의 운용 결과에 대한 손익은 모두 수익자에게 귀속되는 자기책임주의와 실적배당주의를 그 본질로 한다고 할 것이고... 원본 보전이나 이익 보장의 약정은 모두 특정금전신탁의 본질과 기능에 반하고 건전한 신탁거래질서를 해치는 것으로서 강행법규인 구신탁업법 제11조의 규정에 반하여 무효라고 할 것이다.(대법원 2005다64552 판결)

금융투자와 자기책임의 원칙

❖ 자기책임원칙의 의의

➢ 적극적 vs 소극적

- (적극적) 자기책임원칙이란, 개인은 자신의 자유로운 선택과 결정에 따라 행위하고 그에 따른 결과를 다른 사람에게 귀속시키거나 전가하지 아니한 채 스스로 이를 감수하여야 한다는 원리를 의미
  - ✓ 계약을 통해 형성되는 법률관계에 있어 당사자는 자신의 자유로운 선택과 결정에 따라 계약을 체결한 결과 발생하게 되는 이익이나 손실을 스스로 감수해야 할 책임을 부담
  - ✓ 자기책임원칙에 의할 경우 위와 같은 책임범위를 넘어 일방 당사자가 타방 당사자에게 손실이 발생하지 아니하도록 하는 등 상대방의 이익을 보호하거나 배려할 일반적인 의무는 부담하지 아니함
- (소극적) 자기책임원칙에 따라 당사자는 자신의 선택과 경정에 대한 책임을 스스로 부담하여야 하나, 이는 다른 한편으로 계약당사자의 책임을 한정하는 의미도 내포
  - ✓ 즉, 개인은 자신이 결정하지 않은 것이나 결정할 수 없는 것에 대하여는 책임을 부담하지 않으며,
  - ✓ 책임을 부담할 경우에도 그 범위는 스스로 결정한 결과 내지 그와 상관관계가 있는 부분에 국한

☞ <대법원 2010다92438 전원합의체 판결>, <대법원 2016다35833 전원합의체 판결> 등

➢ 자기책임원칙 적용에 따른 효과

- 금융거래에 따른 이익이나 손실 발생 등 결과 여부와 무관하게 금융회사는 금융소비자를 상대로 계약의 구속력에 따라 계약 내용대로의 책임을 물을 수 있음
- 단, 자기책임원칙을 그대로 관철시키기 어려운 사정이 있는 때에는 당사자간 법률관계의 내용에도 불구하고, 계약의 무효나 취소, 손해배상책임 등 형태로 자기책임원칙의 적용이 배제 또는 제한되는 효과가 발생

금융투자와 자기책임의 원칙

❖ 자기책임원칙의 근거

➢ 실질적 법치주의 원리의 파생원칙

- 자신이 관여하지 않은 행위에 대한 책임을 묻는 것은 정의, 형평의 관념에 배치

➢ 인간의 존엄 및 일반적 행동자유권으로부터 도출되는 자유권적 권리

- 헌법 제10조로부터 도출되는 자기결정권은 이성적이고 책임감 있는 개인이 자유의지에 따라 자신의 운명을 자유롭게 결정 또는 선택할 수 있는 권리를 의미
- 이는 개인의 선택과 결정에 관한 권리부여의 근거로 기능함과 동시에, 자기결정권의 한계로서 자신의 결정이나 선택에 따라 발생하는 책임은 이를 스스로 부담해야 한다는 점을 전제
- 자기책임의 원칙은 위와 같은 자기결정권의 한계 논리로 기능하게 되며, 결국 헌법상 인정되고 있는 자기결정권의 개념에는 자기책임의 원리 역시 내포

  ☞ <헌법재판소 2007헌바101 · 140 위헌소원>, <헌법재판소 2008헌바146등 위헌소원>, <헌법재판소 2002헌가27 위헌제청> 등 참조

➢ 근대 민법의 기본원리

- 추상적 인간상을 전제로 한 사적자치(계약자유) 원칙, 과실책임(자기책임) 원칙

☞ 자기책임원칙은 자기결정권과 더불어 인간의 자유와 유책성을 반영하고 있는 헌법상 원리 중 하나로 사적자치의 실현을 위한 불가결한 요소에 해당

금융투자와 자기책임의 원칙

❖ 자기책임원칙의 제한

➢ 19세기 말 이후 근대 민법원리의 수정

- 추상적 인간상과의 괴리
- 계약자유 원칙에 대한 제한, 입증책임 전환 및 무과실 책임 등
- 사인간 법률관계나 경제활동에 대한 독자적 법 영역 형성

➢ 헌법상 제한 근거

- 계약자유 원칙 역시 무제한의 절대적 자유를 의미하지 않으며, 이와 표리관계에 있는 자기책임 원칙 역시 절대적인 명제에 해당하지 아니함(헌법 제23조, 제37조 제2항 참조)
  - ✓ 관련 법령상 근거가 있는 경우이거나
    → ex. 금소법상 영업상 준수의무 위반 관련 손해배상, 입증책임 전환, 청약철회, 위법계약 해지 등
  - ✓ 개별 사안에 따라 공공복리, 사회질서, 정의나 형평의 관념 등 관념에 따른 제한 가능

➢ 민사상 제한 원리

- 신의성실 및 사정변경 원칙에 따른 계약의 해석 및 조정(민법 제2조)
- 선량한 풍속, 사회질서에 위반한 법률행위의 무효(민법 제103조)
- 불공정한 법률행위의 무효(민법 제104조)
- 의사표시상 하자(착오, 사기 등)로 인한 취소(민법 제109조)
- 계약상 선관주의의무, 보호의무 불이행에 따른 손해배상책임(민법 제 390조, 제750조)
- 「약관의 규제에 관한 법률」 상 편입통제, 해석통제, 내용통제
- 기타 사법적 법률관계에 관한 강행법규나 법령위반 행위의 효력 제한

금융투자와 자기책임의 원칙

❖ 금융소비자와 자기책임원칙

➢ 자기책임원칙에 따른 법률관계

- 금융소비자는 자신의 자유로운 선택과 결정에 따라 금융상품에 관한 계약을 체결하고, 그로부터 발생하는 이익이나 손실은 스스로 감수할 책임이 있음(매수인 위험부담의 원칙, 'caveat emptor')

  매매당사자 사이에 직접 거래가 이루어지는 장외시장에서 증권의 매도인은 증권회사 임직원의 고객 보호의무와 유사한 매수인 보호의무를 부담하지 아니하므로, 장외시장에서 증권을 거래하면서 증권투자 경험이 있는 매도인이 그러한 경험이 없는 매수인에게 투자 손실의 위험성이 높은 증권의 매수를 적극적으로 권유하였고 그 결과 매수인이 손실을 보았더라도, 매수 여부나 매수 가격을 결정하는 데 기초가 되는 거래의 중요한 사항에 관하여 구체적 사실을 신의성실의 원칙에 비추어 비난받을 정도의 방법으로 허위로 고지하여 기망하는 등의 위법행위가 없다면 매도인의 불법행위가 성립하지 않는다(대법원 2004다62955 판결).

  - ✓ 증권거래에 관한 매수인위험부담 원칙은 1900년대 초반 미국의 주 법원을 통해 형성된 판례와 1934년 증권거래법 제정을 통해, 증권거래에 관한 사기 행위를 금지함으로써 비로소 제한되기 시작

- 금융투자상품 거래에 있어 금융소비자는 계약체결에 필요한 정보를 스스로 수집하고, 해당 금융상품의 내용과 특성, 손익구조, 위험성 등을 판단한 후 그에 따른 결과를 계약 내용대로 감수하는 형태로 발현

  기본적으로 금융상품의 투자자로서는 자기책임의 원칙에 따라 투자하고자 하는 금융상품의 개념과 내용, 손익구조, 투자위험성 등에 관하여 신중히 검토한 다음 투자 여부를 결정하여야 한다.(대법원 2001다112407 판결)

- 형사, 행정 분야 외 사법적 거래관계에 있어서도 자기책임원칙은 기본원리로 적용된다고 할 것이지만, 적용강도상의 차이는 존재(금융회사에 부여된 가중한 의무, 무과실책임 · 입증책임 전환 등)

금융투자와 자기책임의 원칙

❖ 금융회사와 자기책임원칙

➢ 자기책임원칙에 따른 법률관계

- 금융상품에 관한 계약당사자인 금융회사 역시 자기책임 원리에 따라 일차적으로는 계약상 정하여진 권리와 의무를 부담하고, 그에 따른 이익이나 손실을 계약 내용대로 감수하여야 함.
  - ✓ 다만 금융상품 거래에 있어 자기책임원칙만을 엄격하게 고수할 경우 금융소비자 보호에 공백을 초래할 수 있으며, 이는 금융산업이 갖는 공공적 성격에도 반할 소지가 큼.
  - ✓ 금융회사는 금융소비자에 대한 보호의무 이행을 비롯해 금융상품의 유형별로 금소법상 요구되는 다양한 준수사항을 이행하여야 하며, 이러한 의무를 다하지 못한 때에는 금융소비자를 상대로 엄격한 자기책임을 묻기 어려움
- 한편 자기책임원칙은 금융회사가 부담하는 책임 범위의 한계를 정하는 원리로도 기능할 수 있는데(소극적), 금융소비자에 대해 가중한 의무를 부담하고 있는 금융회사의 입장에서 보다 유의미하게 고려될 여지
- 자기책임원칙이 금융투자에 관한 일반 원칙으로 자리매김하기 위해서는 그 전제조건으로서 금융회사가 이행해야 할 의무의 종류와 수준을 유형화하고, 이를 관철시키기 위한 체계적이고 지속적인 노력이 요구됨.

금소법 제10조(금융상품판매업자등의 책무) 금융상품판매업자등은 제7조에 따른 금융소비자의 기본적 권리가 실현되도록 하기 위하여 다음 각 호의 책무를 진다.

1. 국가의 금융소비자 권익 증진 시책에 적극 협력할 책무
2. 금융상품을 제공하는 경우에 공정한 금융소비생활 환경을 조성하기 위하여 노력할 책무
3. 금융상품으로 인해 금융소비자에게 재산에 대한 위해가 발생하지 않도록 필요한 조치를 강구할 책무
4. 금융상품을 제공하는 경우에 금융소비자의 합리적인 선택이나 이익을 침해할 우려가 있는 거래조건이나 거래방법을 사용하지 아니할 책무
5. 금융소비자에게 금융상품에 대한 정보를 성실하고 정확하게 제공할 책무

금융투자와 자기책임의 원칙

❖ 자본시장과 자기책임원칙 적용에 관한 고려사항

➢ 무형상품에 대한 자기결정권 보장

- 금융상품은 물리적 실체가 존재하지 않으며, 이에 관한 정보를 바탕으로 한 관념적인 의사결정이 이루어짐
- 해당 상품에 대한 금융소비자의 접근과 분석이 이루어지고 이를 바탕으로 자기결정권 행사가 이루어질 수 있기 위해서는, 관련 상품에 대한 충분한 정보제공과 설명이 필수적인 요건에 해당

  → 정보의 정확성 및 신뢰성을 담보할 필요

➢ 정보비대칭 및 교섭력의 차이

- 금융소비자는 정보수집에 소요되는 비용이나 인적 · 물적 자원의 한계 등으로 인해 금융회사에 비해 제한된 정보만을 취득할 수밖에 없으며, 해당 상품에 대한 분석능력 역시 열위한 편임.
- 대부분의 금융소비자는 약관, 상품설명서, 안내장, 판매담당자의 설명 등 금융회사가 제공하는 정보를 토대로 계약체결 여부만을 고려하는 실정이므로 상호 대등한 교섭력이 부여된 것으로 보기 어려움.

➢ 투자상품의 복잡성 · 위험성 증대

- 주식이나 채권 등 비교적 단순한 형태를 띠고 있던 과거 금융상품과 달리, 최근의 금융상품은 파생성의 결합, 구조화, 복층적 투자 형태, 투자대상의 다변화 등 한층 복잡하고 난해한 특성을 지니고 있음
- 금융소비자는 물론 금융상품을 판매하는 자에 대해서도 동일하게 발생 가능하나, 그로 인한 피해는 일차적으로 금융소비자가 부담 → 상품숙지의무로 반영(금소법 시행령 제14조 제2항)

금융투자와 자기책임의 원칙

❖ 자본시장과 자기책임원칙 적용에 관한 고려사항

➢ 금융소비자의 제한된 합리성

- 현실의 금융소비자들은 한정된 시간과 정보처리능력으로 인해 자신에게 주어진 정보를 잘못 처리하는 오류가 빈번
- 합리적 의사결정에 따른 처리보다는 개인적인 직관이나 신념, 다수 금융소비자들의 거래 행태에 무비판적으로 편승하는 사례

➢ 금융소비자 유형의 고려

- 일반금융소비자 – 금융소비자 보호의 주요 고려대상, 완화된 자기책임원칙?
  - ✓ 전문투자자가 아닌 사모펀드 투자자의 경우 전문지식과 투자경험 등을 고려 공모펀드 투자자보다 높은 수준의 자기책임원칙 적용(부산고법2018나57981판결, 서울고법 2012나26864 판결 등)
- 전문금융소비자 – 엄격한 자기책임원칙 적용, 금융소비자보호의 예외?
  - ✓ 투자권유단계에서 판매회사의 투자자 보호의무는 전문투자자라는 이유만으로 배제된다고 볼 수는 없으며, 다만 투자신탁재산의 특성과 위험도 수준, 투자자의 투자 경험이나 전문성 등을 고려하여 투자자 보호의무의 범위와 정도를 달리 정할 수 있음(대법원 2014다17220 판결)
  - ✓ 특정금전신탁의 신탁업자가 계약 체결 이후 투자자의 재산을 관리 · 운용하는 단계에서 수익자에 대하여 부담하는 선관주의의무 및 충실의무의 정도는 수익자가 전문투자자인지 여부에 따라 달라진다고 보기 어려움(대법원 2016다224626 판결)
- 금융소비자보호 vs 자기책임원칙 – 상호대립의 관계?

자기책임의 전제조건

❖ 자기책임원칙 적용의 전제 요건

➢ 사적자치의 온전한 실현(대법원 2012다74076 전원합의체 판결 중, 다수의견에 대한 보충의견)

> 사적 자치의 원칙은 시장경제질서의 기초가 되는 헌법상의 원리이다. 이러한 사적 자치의 원칙이 법률행위의 영역에서 나타난 형태인 계약자유의 원칙은 계약의 체결 여부, 계약의 상대방, 계약의 방식과 내용 등을 당사자의 자유로운 의사로 결정하는 자유를 말한다. 이는 시장에 참여한 사람들이 저마다 자유로운 경쟁 아래 최적의 계약조건을 탐색하고 자신의 조건을 수정하는 과정을 거친 끝에 서로 간에 의사가 합치되는 지점을 찾아낸 경우 그 지점에서 계약이 이루어지도록 하는 것이 가장 합리적·효율적인 의사결정 방법이 된다는 시장경제에 대한 믿음을 바탕으로 하는 것으로서, 각자의 의사결정으로 인한 이익 또는 불이익을 스스로 향유 또는 부담하도록 하는 자기책임 원칙의 전제조건이 된다.

➢ 설명의무 이행(서울고법 2013나2021183 판결)

> 금융투자상품을 거래함에 있어 그 투자결정은 수익의 귀속자인 투자자가 자기의 책임 하에 하여야 한다는 '자기책임의 원칙' 하에서 이루어져야 하지만 금융상품시장에는 관련 지식의 전문성 및 정보의 편재성이 있으므로 투자자가 투자판단을 내리는 시점에서 합리적인 투자판단을 할 수 있도록 충분한 양과 질의 정보가 제공되어야 하고 그러한 정보는 투자자가 구체적으로 이해할 수 있는 것이어야 하는바, 금융투자업자의 설명에 따라 투자자로 하여금 금융투자상품의 내용과 위험성을 바르게 이해하고 그에 기초하여 적정한 투자판단을 내릴 수 있게 함에 있다. 이러한 설명의무는 자기책임원칙의 전제조건이 된다 할 것이다.

➢ 정보제공의무(서울고법 2012나82321 판결, 대법원 2004나53197 판결 등)

> 간접투자증권은 그 종류나 매매의 시기 및 방법 등에 의하여 그 수익률이 변동함으로 인하여 항상 위험이 따르고 그 위험은 원칙적으로 투자자가 부담할 수밖에 없다고 할 것이나, 이와 같은 자기책임의 원칙은 위험부담의 중요한 사항인 투자신탁의 구성, 투자대상, 투자비중 등에 관하여 정확한 정보가 제공되고 이에 따라 투자자의 투자결정이 적정하게 이루어질 것을 전제로 한다. 따라서 ... 판매회사 및 자산운용회사는 투자자가 자기책임의 원칙 하에서 올바른 투자결정을 내릴 수 있도록 정확한 정보를 제공할 의무가 있다.

자기책임의 전제조건

❖ 자기책임원칙 적용의 전제 요건

➢ 계약관계 형성에 따른 의무 이행

▪ 기본적 채무

✓ 계약 당사자 상호간 대가적 의미를 지닌 급부를 교환하는 쌍무계약 특성상, 거래 상대방에게 계약 체결에 따른 책임을 묻기 위한 일차적 요건

✓ 투자대상, 거래상대방 선택, 자산의 운용 및 관리에 있어서의 선관주의 이행
ex. 자본시장법 제79조(집합투자업자), 제96조(투자자문 및 일임업자), 제102조(신탁업자) 등

> 특정금전신탁은 위탁자가 지정한 운용방법에 따른 자산운용에 의하여 그 수익률이 변동함으로써 항상 위험이 따르고, 그 위험은 신탁회사가 신탁재산에 대하여 선량한 관리자로서의 주의의무를 다하지 아니하였다는 등의 특별한 사정이 없는 한 수익자가 부담하여야 하므로, 그 신탁재산의 운용 결과에 대한 손익은 모두 수익자에게 귀속되는 자기책임주의와 실적배당주의를 그 본질로 한다 할 것이고...(대법원 2005다64552 판결)

▪ 부수적 채무

✓ 주된 급부의 준비나 확보, 기타 계약 목적 실현을 위해 필요한 의무를 위반한 경우

> 통화옵션계약 체결과정에서 요구되는 적합성의 원칙이나 설명의무는 은행이 전문가로서 비전문가인 고객의 합리적인 의사결정을 돕는 차원에서 신의칙상 부수적으로 인정되는 성질의 것이므로 ... (중략) 위 의무 위반을 이유로 손해배상을 구할 수 있는지 여부는 별론으로 하고, 특단의 사정이 없는 한 그와 같은 부수적 의무 위반이 있다는 사정만으로 계약체결의 과정이 신의칙에 위반하여 계약이 무효라거나 계약 자체의 해지나 이행거절권이 인정될 수는 없다(서울고법 2009. 8. 21.자 2009라997 결정).

자기책임의 전제조건

❖ 자기책임원칙 적용의 전제 요건

➢ 계약관계 형성에 따른 의무 이행

▪ 보호의무

✓ 금융투자상품의 거래에 수반되는 위험성이나 계약의 중요사항 등에 대해 설명의무를 이행하지 않은 때에는 투자자에 대한 보호의무 위반으로 인한 손해배상책임을 부담하게 되며, 이로써 금융소비자에 대한 자기책임원칙을 그대로 적용하기 어려운 효과가 발생

> 이 사건 각 펀드의 가입행위에 필연적으로 수반되는 위험성에 관한 올바른 인식형성을 방해하거나 또는 고객의 투자 상황에 비추어 과대한 위험성을 수반하는 거래를 적극적으로 권유함으로써 원고들에 대한 보호의무를 위반한 불법행위를 저질렀으며, 이에 따라 원고들이 이 사건 각 펀드의 위험성을 정확하게 인식하지 못한 채 이 사건 각 펀드에 가입하게 되었다. 그러므로 피고 우리증권, 우리운용은 위와 같은 공동의 불법행위에 따라 원고들이 이 사건 각 펀드에 가입함으로써 입은 손해를 배상할 의무가 있다(대법원 2012다7199 판결)

✓ 보호의무의 인정 범위(사후적 보호의무의 인정 여부)

- 당사자가 계약의 주된 내용을 이해하여 계약이 유효하게 체결된 이후 계약에 잠재된 위험이 실제로 발생한 경우 고객의 손실이 확대되지 않도록 적합한 방안을 진지하게 권유하여야 할 의무
- 사후적 보호의무 부정사례(서울고법 2009라 997 결정)
- 사후적 보호의무 인정사례(서울중앙지방법원 2008가합131793 판결, 2011가단195363 판결)

자기책임의 전제조건

❖ 자기책임원칙 적용의 전제 요건

➢ 금소법상 영업행위 관련 준수사항

▪ 신의성실의무 등(금소법 제14조)

✓ 금융상품판매업자등은 금융상품 또는 금융상품자문에 관한 계약의 체결, 권리의 행사 및 의무의 이행을 신의성실의 원칙에 따라 하여야 한다.(제1항)

✓ 금융상품판매업자등은 금융상품판매업등을 영위할 때 업무의 내용과 절차를 공정히 하여야 하며, 정당한 사유 없이 금융소비자의 이익을 해치면서 자기가 이익을 얻거나 제3자가 이익을 얻도록 해서는 아니 된다.(제2항)

자기책임의 전제조건

❖ 자기책임원칙 적용의 전제 요건

➢ 금소법상 영업행위 관련 준수사항

▪ 적합성 원칙

✓ 일반금융소비자의 연령, 재산상황, 체결목적, 거래경험, 금융상품에 대한 이해도나 위험에 대한 태도 등을 고려, 적합하지 않은 금융상품의 계약 체결을 권유해서는 안 될 의무(소극적 의무)

✓ 금융상품에 관한 정보의 비대칭성, 복잡성 및 위험성 요소를 감안한 자기책임원칙의 수정 원리

→ 입증책임 전환 규정은 적용 X (금소법 제44조 제2항 참조).

✓ 적합성 원칙 위반에 따라 자기책임원칙에 수정이 가해질 수 있다 하더라도, 계약체결에 따른 자기책임원칙은 여전히 우선적으로 고려되어야 할 일반원리에 해당

→ 따라서 계약체결을 권유받은 금융상품에 높은 위험이 수반된다거나 소득에서 차지하는 비중이 높다는 등의 단편적인 사정만으로 적합성 원칙에 위반한 것으로 평가하기는 어려우며, 투자자의 개별적 특성을 감안한 필요

<KIKO 상품 가입 고객의 경우>
- 환율변동에 따른 환차익을 얻으려는 투자 내지 투기적 목적으로 통화옵션계약을 체결한 경우 계약체결을 저지하거나 거부하지 않았다고 하여 곧바로 적합성의 원칙을 위반하였다고 볼 수 없는데 반해(대법원 2012다1146,1153 판결),
- 투기거래의 목적이 없는 고객을 대상으로 투기적 성격을 지닌 계약을 환 헤지 목적의 거래라고 하면서 적극 권유한 때에는 적합성 원칙에 위반(대법원 2013다26746 판결)

자기책임의 전제조건

❖ 자기책임원칙 적용의 전제 요건

➢ 금소법상 영업행위 관련 준수사항

▪ 설명의무

✓ 일반금융소비자를 상대로 계약체결을 권유하는 경우 금융상품에 관한 중요한 사항을 고객들이 이해할 수 있도록 설명하여야 하며, 고객의 합리적인 판단이나 금융상품의 가치에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사항에 대해 거짓 또는 왜곡하여 설명하거나 이를 누락하여서는 아니됨

✓ 일반금융소비자와의 정보비대칭 해소와 균형적인 교섭력 확보, 정보제공을 통한 합리적인 선택기회 제공을 위한 수단으로 자기책임원칙 적용을 위한 주요 전제조건에 해당

✓ 설명의무 위반으로 인해 금융거래에 필연적으로 수반되는 위험성에 관한 올바른 인식형성을 방해하거나 또는 고객의 상황에 비추어 과대한 위험성을 수반하는 거래를 적극적으로 권유한 때에는 고객에 대한 보호의무를 저버린 것으로 평가되어 손해배상책임 발생(대법원 2017다229536 판결 등)

- 다만 고객에게 어느 정도의 설명을 하여야 하는지는 당해 상품의 특성, 위험도의 수준, 고객의 거래경험, 능력 등을 종합적으로 고려하여 판단할 사항이며,
- 고객이 이미 그 내용을 충분히 알고 있는 경우에는 그러한 사항에 대해서까지 설명의무가 인정된 된다고 보기 어려움(대법원 2013다26746 판결 등).

✓ 설명의무 위반에 대해서는 고의나 과실이 없다는 점을 금융회사 스스로 입증할 의무(금소법 제44조 제2항) → 금융소비자에 대한 자기책임원칙 적용에 제한이 가해질 소지 ↑

자기책임의 전제조건

❖ 자기책임원칙 적용의 전제 요건

➢ 금소법상 영업행위 관련 준수사항

▪ 적정성 원칙

✓ 일반금융소비자를 상대로 계약체결의 권유 없이 금융상품을 판매할 경우, 해당 상품이 고객에게 적정하지 않다고 인정될 때에는 그 사실을 알릴 의무

✓ 금융회사의 투자권유 없이 이루어진 행위에 대해서까지 일정한 의무를 부담하도록 하는 것은 금융소비자에 대한 과잉보호에 해당한다고 볼 여지도 있으나,

✓ 최소한 그 위험성을 경고하여 금융소비자로 하여금 신중을 기하도록 할 의무를 부여하고, 위반 시 손해배상책임이 발생할 수도 있다는 점에서 자기책임원칙에 대한 제한원리로 기능

- 다만 적정성 원칙 위반의 경우 금융소비자의 자기결정권 침해소지는 상대적으로 낮은 편이므로, 적합성 원칙, 설명의무 등 타 유형의 의무위반에 비해 보다 엄격한 자기책임원칙의 적용할 필요
- 적정성 위반과 그로 인한 손해발생 사이의 인과관계 인정에도 신중을 기할 필요

자기책임의 전제조건

❖ 자기책임원칙 적용의 전제 요건

➢ 금소법상 영업행위 관련 준수사항

▪ 부당권유행위 금지

✓ 금융회사는 금융상품에 관한 계약 체결을 권유하는 경우 다음과 같은 행위들을 하여서는 아니됨(법 제21조, 동법 시행령 제16조 제3항 참조).

- 불확실한 사항에 대하여 단정적 판단을 제공하거나 확실하다고 오인하게 할 소지가 있는 내용을 알리는 행위
- 금융상품의 내용을 사실과 다르게 알리는 행위
- 금융상품의 가치에 중대한 영향을 미치는 사항을 미리 알고 있으면서 금융소비자에게 알리지 아니하는 행위 등

✓ 권유행위 자체에 위법한 요소가 있어 금융소비자의 올바른 인식 형성에 방해를 초래한 때에는 금융소비자의 자기책임원칙을 고수하기 어렵다는 점을 반영

→ 일반금융소비자 및 전문금융소비자에 공통 적용

✓ 부당권유행위에 해당할 경우 금소법상 손해배상책임의 발생 원인이 되며, 금융소비자에 대한 자기책임원칙 적용이 제한되는 효과가 발생

자기책임의 전제조건

❖ 자기책임원칙 적용의 전제 요건

➢ 금소법상 영업행위 관련 준수사항

▪ 광고 관련 준수사항

✓ 금융회사는 금융상품에 관한 광고를 하는 경우 금융소비자가 해당 금융상품의 내용을 오해하지 않도록 명확하고 공정하게 전달해야 할 의무를 부담

✓ 다만, 광고의 경우 이를 통해 금융소비자와의 계약관계가 곧바로 형성되는 것은 아니며, 이후의 계약체결 과정에서 금융소비자의 오인 등을 바로잡을 기회가 추가적으로 부여될 여지가 있음.

→ 결국 광고 관련 준수사항의 위반만으로 자기책임원칙의 적용에 직접적인 제한이 가해진다고 보기는 어려우며, 금융회사의 손해배상책임이 문제되는 경우는 부당한 광고 내용과 더불어 적합성 원칙, 설명의무 위반 등 사유가 복합적으로 결부되어 있는 경우가 대부분

▪ 불공정영업행위 금지 관련 규정

✓ 금융회사는 금융회사는 자신의 우월적 지위를 이용하여 금융소비자의 권익을 침해하여서는 아니 되며, 이는 일반금융소비자와 전문금융소비자에게 공통적으로 적용

ex. 업무와 관련한 편익의 요구나 제공, 금융소비자의 계약 변경 및 해지와 관련하여 정당한 사유없이 금전을 요구하거나 불이익을 부과하는 행위 등

✓ 불공정영업행위 금지 관련 규정은 위반행위자의 제재에 관한 공법적 규제를 주요 내용으로 하고 있으며, 금융거래에 관한 사법적 거래관계에도 당연히 영향을 미친다고 보기는 어려움

→ 자기책임원칙에 관한 직접적인 제한사유로 기능하는데는 일정한 한계가 존재

사적자치와 자기책임원칙

❖ 반사회질서의 법률행위 등과 자기책임 원칙

➢ 민법 제103조

- 선량한 풍속 기타 사회질서에 위반한 사항을 내용으로 하는 법률행위는 무효로 한다.
- 계약내용이 법질서가 허용할 수 있는 목적을 벗어난 경우 계약에 따른 법률효과의 부인

→ 사적자치의 한계를 벗어난 것으로 자기책임원칙의 적용 배제

✓ 강행법규(효력규정)에 위반한 경우

✓ 선량한 풍속 기타 사회질서에 위반한 경우

➢ 민법 제104조

- 당사자의 궁박, 경솔 또는 무경험으로 인하여 현저하게 공정을 잃은 법률행위는 무효로 한다.
- 민법 제103조 위반과 동일한 취지(예시규정)

✓ 피해당사자의 궁박, 경솔, 무경험

✓ 급부와 반대 급부 사이의 현저한 불균형

✓ 상대방 당사자의 폭리행위에 대한 악의

어떠한 법률행위가 불공정한 법률행위에 해당하는지는 법률행위 시를 기준으로 판단하여야 한다. 따라서 계약 체결 당시를 기준으로 전체적인 계약 내용을 종합적으로 고려한 결과 불공정한 것이 아니라면 사후에 외부적 환경의 급격한 변화로 인하여 계약당사자 일방에게 큰 손실이 발생하고 상대방에게는 그에 상응하는 큰 이익이 발생할 수 있는 구조라고 하여 그 계약이 당연히 불공정한 계약에 해당한다고 말할 수 없다(대법원 2011다53683 전원합의체 판결).

사적자치와 자기책임원칙

❖ 의사표시상 하자와 자기책임 원칙

➢ 민법 제109조

- 의사표시는 법률행위의 내용의 중요부분에 착오가 있는 때에는 취소할 수 있다. 그러나 그 착오가 표의자의 중대한 과실로 인한 때에는 취소하지 못한다(제1항).
- 표의자의 의사에 따른 정상적인 자기결정권 행사를 보호하되, 일정한 경우에는 취소를 제한하고 자기책임 원칙 하에 거래 안전과 상대방의 신뢰를 보호
- 금융소비자가 착오를 이유로 계약을 취소하면 금융소비자는 계약의 구속력으로부터 벗어나게 되며, 금융회사는 금융소비자로부터 지급받은 급부를 모두 되돌려 주어야 할 의무

→ 계약의 소급적 무효 효과로 인한 자기책임의 배제

- 착오에 의한 취소를 위해서는 금융소비자에게 중대한 과실이 없을 것이 요구되므로, 금융소비자의 유형 및 특성에 따라 동일한 상품에 대해서도 취소 인정 여부는 달리 판단될 수 있음(서울고법 2014나60608 판결)

라임펀드 투자자들의 경우,

- 금융회사 판매직원이 허위·부실 기재된 투자제안서와 그에 기초한 설명으로 펀드 가입을 권유한 점,
- 고객들은 이 사건 펀드가 정상적으로 운용 중인 다수의 해외 무역펀드에 분산투자하여 수익성을 갖추고 있고, 무역금융보험을 통해 원본손실의 위험성이 낮은 것으로 오신한 점,
- 그러나 이 사건 펀드는 계약 체결시점에 이미 회복하기 어려운 수준의 손실이 현실화되어 정상적인 운용을 기대하기 어려운 상황이었으며, 이를 알았더라면 신청인은 물론 누구라도 계약을 체결하지 않았을 것이라는 점

등을 근거로 착오를 이유로 이 사건 계약을 취소할 수 있으며, 피신청인(금융회사)은 신청인에게 수익증권 매매대금 전액을 반환할 의무를 부담(금융분쟁조정위원회 제2020-5호)

사적자치와 자기책임원칙

❖ 의사표시상 하자와 자기책임 원칙

➢ 민법 제110조

- 사기나 강박에 의한 의사표시는 취소할 수 있다.(제1항)
- 기망이나 강박 등 불법적인 수단에 의해 의사표시가 이루어진 경우 표의자에 의사에 따른 정상적인 자기결정권 행사가 이루어진 것으로 보기 어려우며, 표의자는 의사표시의 취소를 통해 계약의 구속력으로부터 벗어날 수 있음

  → 계약의 소급적 무효 효과로 인한 자기책임의 배제

  → 기망행위가 민법 제750조에 따른 손해배상 요건을 충족할 경우 불법행위에 따른 손해배상책임 역시 발생 가능하며, 과실상계에 따라 피해원금 일부를 회복할 경우 자기책임원칙 적용이 일부 제한되는 효과
- 단, 금융회사의 부당한 권유행위가 있더라도 이를 고의적인 기망행위에 이를 정도로 평가하기 어려운 경우가 많으며, 정보의 편재로 인해 금융소비자가 취소 요건을 직접 입증하기도 쉽지 않아, 사기를 원인으로 한 금융상품 거래의 취소 주장은 대부분 받아들여지지 않고 있는 실정임.
  - ✓ 저축은행 후순위채 사건, 동양그룹 사태, 키코사건 등 주요 분쟁사례에서도 사기에 의한 취소 법리가 주장된 바 있으나, 기망행위에 대한 고의나 인과관계에 대한 입증 부족 등을 이유로 대부분 배척.
  - ✓ <대법원 2015. 11. 27. 선고 2013다211032 판결>, <대법원 2018. 6. 15. 선고 2016다212272 판결>, <대법원 2016. 4. 15. 선고 2013다97694 판결>, <대법원 2013. 9. 26. 선고 2013다26746 전원합의체 판결> 등

사적자치와 자기책임원칙

❖ 약관통제와 자기책임 원칙

➢ 약관규제법상 제한사항

- 약관에 의한 계약체결 역시 원칙적으로 사적자치 및 자기책임 원칙이 적용되는 영역에 해당
- 약관은 사업자에 의해 일방적으로 작성되므로 고객이 구체적인 내용을 검토하거나 확인할 충분한 기회를 갖지 못하는 경우가 많으며, 계약상 위험을 고객에게 전가하거나 불리한 조항을 일방적으로 강제할 여지
- 약관에 의한 계약체결의 경우 계약정의를 실현하는데 한계가 존재하며, 약관규제법은 고객의 실질적인 자기결정권의 보장을 위해 약관을 통해 형성된 사적자치의 내용에 일정한 제한을 가하고 있음
  - ✓ 약관통제의 결과 약관 조항의 구속력이 인정되지 않거나 금융소비자에게 유리하게 해석되어 자기책임원칙이 배제 또는 제한되는 효과가 발생
  - ✓ 편입통제, 해석통제, 내용통제
- 다만 고객의 자기결정권 행사 침해 여지가 없는 때에는 계약의 구속력 및 이에 관한 자기책임원칙이 그대로 적용된다고 볼 것임
  - ✓ 약관의 특정 조항에 관하여 상대방과 개별적인 교섭을 거침으로써 상대방이 자신의 이익을 조정할 기회를 가진 경우, 약관규제법상 제한은 적용 배제
  - ✓ 거래상대방인 금융소비자가 그 내용을 충분히 잘 알고 있는 사항
  - ✓ 거래상 일반적이고 공통된 사항이어서 별도 설명이 없더라도 그 내용을 충분히 예상할 수 있는 사항

  ☞ <대법원 2013다23891 판결>, <대법원 2013다217108 판결> 등

사적자치와 자기책임원칙

❖ 신의성실의 원칙과 자기책임 원칙

➢ 신의성실 원칙과 사법적 법률관계의 조정

- 신의성실의 원칙은 법 질서 전반에 걸쳐 적용되는 일반 원리로 권리의 행사나 법적 지위에 관한 내재적 한계를 설정하며, 이에 따라 사법적 법률관계의 내용이나 자기책임원칙의 적용에도 제한이 가해질 수 있음.
- 또한 1) 계약 성립의 기초가 되었던 객관적 사정이 현저히 변경되고, 2) 당사자가 계약의 성립 당시 이를 예견할 수 없었으며, 3) 계약의 구속력을 그대로 유지하는 것이 당사자의 이해에 중대한 불균형을 초래하거나 신의칙에 현저히 반하게 되는 경우, 계약준수의 예외로서 사정변경을 이유로 한 계약의 해제, 해지를 인정
- 금융거래와 같은 계속적 계약의 경우에는 계약의 체결 시점과 이행 시점 사이의 간격으로 인해, 당사자들이 예상할 수 없었던 사정변경이 발생할 가능성이 비교적 높다고 할 수 있음
  - ✓ 다만, 조항 자체의 추상성으로 인해 신의성실의 원칙 등을 개별 권리의무 관계에 포괄적으로 적용하는 것은 법적 안정성과 예측가능성을 침해할 소지
  - ✓ 경제상황의 변동으로 인한 경제적 손해나 불이익이 발생만으로는 인정 불가

[사정변경을 원인으로 한 계약 해지의 가부]

- 환율의 변동성은 통화옵션계약에 이미 전제된 것이며, 각 당사자는 환율이 예상과 다른 방향과 폭으로 변동할 경우의 위험을 각자 인수한 것이지, 일정 범위 내에서 환율이 유지될 것을 계약의 기초로 삼지 아니함.
- 환율이 녹인 환율 이상으로 상승하여 현실적으로 손해가 발생하더라도 적합성 원칙에 위반하는지의 문제는 별론으로 하고 원고가 통화옵션계약의 구조를 이해하고 그 계약을 체결한 이상 그 손해는 기본적으로 원고의 책임으로 부담하여야 함.
- 이 사건 각 통화옵션계약의 내용대로 구속력을 인정한다고 하여 신의칙에 현저히 반하는 결과가 되는 것으로 보기는 어려움(대법원 2012다13637판결, 2013다26746 판결 등)

자기책임원칙 확립을 위한 개선과제

❖ 영업행위 준수사항의 개선

➢ 적합성 원칙의 실질화

- 금융소비자의 선택권 보장의 문제
  - ✓ 소비자기본법 제4조(소비자의 기본적 권리) vs 금융소비자보호법 제8조(금융소비자의 책무)
  - ✓ 금융소비자 선택권 보장 및 적극적 의미의 적합성 원칙 반영 필요
- 고난도금융투자상품 외 상품선정 분류기준의 상세화
- 적합성 원칙의 실질화를 위한 업무처리 및 평가기준 마련

➢ 설명의무 이행의 질적 향상 방안 마련

- 금융상품에 대한 이해도는 자기책임에 관한 인식형성에 영향을 미치는 주요 요소에 해당
- 중요사항의 설명의무, 핵심설명서 → 주요사항에 대한 열거와 확인서 징구 등 형식적 절차에 그칠 우려
- 대량의 정보전달 시 정보선별에 어려움을 느끼는 행태적 특성에 대한 고려
- 설명의무의 이행 여부 외에, 설명의 방식이나 대상 등에 관한 질적 향상 방안의 도모

➢ 신의성실의 원칙 및 고객이익 우선의무의 실효성 확보 방안

- 이모작 형태의 판매수수료 수취, 판매량 할당, 판매실적에 연동한 성과평가 등
- 고객이익 우선의무는 법률상 마련된 의무사항임에도 불구하고 세부방안이나 제재수단은 미흡한 실정
- 수수료 체계 및 성과평가 방안의 개선 등 추상적 원리의 구체화 필요성

자기책임원칙 확립을 위한 개선과제

❖ 사후적 보호의무 인정과 범위

➢ 금융소비자 보호에 관한 감독규정 제29조

✓ 계약 체결 후 금융소비자 보호를 위해 필요한 사항 점검 및 관련 제도 개선에 관한 사항을 금융회사 내 소비자보호기준을 통해 반영

➢ 금융소비자보호 모범규준 제28조의2

▪ 금융회사는 금융상품 판매 이후에도 필요한 상품내용(권리행사, 거래조건 변경 등)에 대해 신의성실의 원칙에 따라 적극 안내하는 등 소비자의 권익과 재산보호를 위해 노력해야 할 의무를 규정(한시적 행정지도 형태)

➢ 관련 판례

▪ 상품 자체에는 별다른 변함이 없다 하더라도 법률의 개정이나 과세관행의 변경으로 인해 투자자에게 귀속될 손익에 영향을 미치게 될 경우 펀드판매 이후에도 그 위험에 관해 객관적이고 균형있게 설명해야 할 의무(서울중앙지법 2011가단195363 판결)

▪ 고객이 금융상품 거래에 따른 손실을 줄이고자 거래의 구속력에서 벗어나는 방안 또는 손실을 감소시킬 수 있는 방안 등을 요청하는 경우, 객관적으로 보아 현저한 손실이 발생할 가능성이 명백하고 이러한 손실을 줄일 수 있는 방안이 확실히 있음에도 은행이 이러한 상황을 그대로 방치하는 것이 신의칙상 묵과할 수 없다고 보이는 경우에는 고객에게 손실을 줄일 수 있는 방안을 제시하고 이를 적절히 설명해야 할 의무(서울중앙지법 2008가합131793 판결)

→ 계속적 거래관계로서의 성격 및 금융회사의 책무(금융상품으로 인하여 금융소비자의 재산에 위해가 발생하지 않도록 필요한 조치를 강구할 책무, 금소법 제10조 제3호) 감안시, 사후적 보호의무의 내용과 수준을 구체화할 필요

자기책임원칙 확립을 위한 개선과제

❖ 거래단계별 자기책임원칙 확립을 위한 점검 요소

▪ 상품의 제조, 판매, 청산에 이르는 거래단계별 점검요소를 내부통제기준으로 반영

판매 진행 단계	주요 고려사항
상품 기획 및 개발	금융소비자 이익 및 침해 가능성에 대한 고려
상품 광고	광고 관련 준수사항 이행 여부
상품안내 및 권유	적합성·적정성 원칙, 설명의무, 부당권유행위 금지 등 영업행위 준수사항 이행 여부
약관 등 계약서류 제공	약관규제법 준수 여부
계약 체결	강행법규·사회질서 위반에 따른 계약의 유효성 여부 불공정한 법률행위 해당 여부 착오·사기 등 금융소비자의 자기결정권 침해 여부 금지규정 위반 등 공법적 규제사항 저촉 여부
이행 및 사후관리	신의칙 및 사정변경에 따른 책임범위 조정 필요성 금융소비자의 권익이나 재산보호에 관한 보호의무, 선관주의의무 이행 여부
계약종료 및 청산	금융소비자의 청약철회 및 위법계약 해지권 행사 금융회사의 의무위반에 대한 손해배상책임 등

자기책임원칙 확립을 위한 개선과제

❖ 대체적 분쟁해결 수단의 활용과 자기책임 인정기준의 확립

➢ 금융분쟁조정위원회 배상 기준(DLF 불완전판매 건의 경우)

✓ 기본배상비율: 적합성 원칙 및 설명의무 위반의 경우 30%, 부당권유 결합시 40%

✓ 공통 가산요인: 내부통제 부실 20%, 고위험상품 5% → 55%를 기본배상 비율로 인정

✓ 가산요인: 예적금 가입고객, 금융취약계층, 모니터링 콜 부실, 비영리성

✓ 차감요인: 투자경험, 거래규모, 이해능력, 일임여부, 영리성 등

→ 피해구제의 신속성, 자기책임에 관한 세부 고려요소 등을 반영

➢ 개선사항

▪ 불법행위로 인한 재산상의 손해는 불법행위가 없었더라면 존재하였을 재산상태와 불법행위가 가해진 이후의 재산상태와의 차이를 의미(대법원2011다25695 판결, 설명위반의 경우 자본시장법 제48조 제2항)

▪ 기본배상비율 인정의 합리성 여부

✓ 손해액에 대한 기본배상 비율 인정 후 가산/차감 요인을 고려하는 방식 vs

✓ 위법행위 존재시 발생한 손해액(100%)을 기준으로 금융소비자 측 과실을 차감하는 방식

→ 설명의무 위반만 존재할 경우 기본 배상비율을 20%(금융소비자측 책임비율 80%)로 인정하는 것이 손해배상액 인정 후 과실상계를 고려하도록 하는 현행 법체계에 부합?

▪ 자기책임 판단 요소의 구체화

✓ 형사책임에 관한 양형기준, 행정책임에 관한 과징금부과 세부 기준 등에 관한 고시

자기책임원칙 확립을 위한 개선과제

❖ 감독당국의 역할 개선

➢ 규제 사각지대의 보완

▪ 유사투자자문업자

✓ 신고제 형태로 운영되어 진입요건이 사실상 없으며, 금소법상 영업행위 규제의 미적용

✓ 온라인 양방향 채널을 통해 유료 회원제 방식으로 운영하는 경우 → 투자자문업 등록 추진

✓ 유료회원제 형태로 불특정 다수 투자자로부터 대가를 받는 경우 → 유사투자자문업 신고 대상

✓ 2020년 기준 등록 유사투자자문업체 2,122개 → 감독권 행사의 현실적 한계

✓ 유사투자자문업 폐지 논의

▪ 미등록 유사수신, 투자자 모집 행위 규제

✓ 밸류인베스트먼트코리아(VIK) 사건의 경우 크라우드펀딩 형태로 자금모집 후 1조원대 피해 유발

✓ 사후적 · 사법적 구제(민사소송, 형사소송) 외 사전적 · 행정적 감독 방안 마련 필요성

➢ 기타

▪ 일반 금융소비자의 교섭력 및 영향력 확보 방안

✓ 금융소비자에 대한 자기책임원칙 적용을 위해서는 소액주주 보호방안, 정보공시, 미공개중요정보 활용, 공매도 규제 등에 있어서도 이러한 이념을 고려할 필요

▪ 금융교육의 실효성 제고 방안

✓ 현행 – 파생상품 거래시 사전교육 및 모의거래 이수(금투협 및 한국거래소 규정)

✓ 금소법 제30조에 따른 법률상 의무

자기책임원칙 확립을 위한 개선과제

❖ 금융소비자에 대한 시사점

➢ 투자자보호와 자기책임원칙 간 바람직한 관계 정립

- 최근의 금융소비자 피해 사례에 대한 상반된 시각
  - ✓ 자기책임원칙의 훼손 vs 투자자 보호의 미흡
- 두 요소는 상호 대립, 모순되는 관계에 있는 것은 아니며, 금융상품에 대한 완전판매를 위해 각 당사자가 기울여야 할 주의와 의무의 구성요소로 파악할 필요
  - ✓ 금융소비자 보호가 자기책임원칙의 희생 하에 이루어져야 하는 것으로 보기는 어려우며, 금융소비자 역시 자기책임에 대한 인식수준을 개선할 필요

➢ 합리적 의사결정 능력의 제고

- 금융소비자의 경우 고수익 또는 안정적인 수익에 대한 기대치는 높으나, 합리적 의사결정에 대한 준비는 소홀한 경우 역시 존재
  - ✓ 판매직원 등의 설명에 지나치게 의존하는 경우, 금융회사의 명성이나 시류에 편승한 추종매매
- 신뢰성 있는 정보를 기초로 금융상품에 대한 명확한 이해와 합리적 의사결정 능력을 제고함과 동시에 계약상 결과에 대해 최선의 경우는 물론 최악의 상황에 대해서도 이를 인식하고 대비할 필요
- 계약 자체에 내재한 위험요인과 외부환경 변화에 따른 손실발생을 구분하고, 외부환경 변화에 따른 결과적 손실에 대해 금융회사의 책임을 묻는 것이 아니라는 점을 인식할 필요