

## MEMORANDUM

수 신 :

발 신 : 차앤권 법률사무소 (담당변호사: 권오훈, 변서연)

일 자 : 2024. 03. 13.

제 목 : 『AAH 코인에 관한 법률 검토 의견』

상기 제목 건과 관련된 귀사의 질의에 대하여 다음과 같이 의견을 드립니다.

### I. 검토의 범위

본 법률 의견서는 제공하여 주신 AAH White Paper (이하 “백서”라 합니다)를 기준으로 하여 AAH 코인(이하 “AAH”라 합니다)의 증권(Security) 관련 이슈를 검토한 의견을 담고 있습니다.

### II. AAH의 증권 관련 이슈 검토

#### 1. AAH의 이코노미

AAH 플랫폼은 분산 어플리케이션 제작을 위한 대체 프로토콜을 만드는 것을 목적으로 하는 스마트 컨트랙트와 탈중앙화된 어플리케이션 플랫폼(이하 “플랫폼”이라 합니다)입니다. AAH는 플랫폼에서 사용되는 주요 코인으로 플랫폼의 기본적인 지불수단으로 트랜잭션 수수료를 지불하는데 사용됩니다.

#### 2. 국내 자본시장과 금융투자업에 관한 법률에 따른 AAH의 증권 여부

##### 가. 자본시장법상 금융투자상품의 개념

자본시장법은 “금융투자상품”의 개념을 정하면서 그 기능과 위험을 기초로 일반적으로 정의하고(제3조 제1항), 금융투자상품을 크게 증권과 파생상품으로

구분한 후 상품별로 구체적인 개념을 규정하고 있습니다(제3조 제2항). 따라서 특정한 대상의 증권 여부를 판단하기 위해서는 금융투자상품에 해당하는지를 먼저 살펴본 후, 이에 해당한다면 증권과 파생상품 중 무엇에 해당하는지를 검토해야 합니다. 다만 위와 같은 자본시장법의 규정체계상 금융투자상품의 일반적인 정의에 해당하더라도 증권 또는 파생상품에 속하지 않는 상품은 금융투자상품에 해당하지 않습니다. 따라서 이하에서는 먼저 AAH의 금융투자상품 해당 여부를 검토한 후, 증권 해당 여부를 검토하도록 하겠습니다.

자본시장법은 금융투자상품의 개념을 규정하며 먼저 목적, 금전 등의 지급, 계약상의 권리, 투자성 등 금융투자상품의 기능과 위험을 기초로 “일반적으로 정의”하고(자본시장법 제3조 제1항 본문), 일반적 정의 방식에 따른 실무상의 혼선을 최소화하기 위하여 위와 같은 개념요소를 모두 갖춘 경우에도 일부에 대하여는 명시적으로 금융투자상품의 개념정의에서 배제(자본시장법 제3조 제1항 단서 및 각호)하는 방식을 취하고 있습니다.

#### 1) 일반적 정의상 금융투자상품의 개념(자본시장법 제3조 제1항)

- ① 이익을 얻거나 손실을 회피할 목적으로 (금융상품의 거래 동기)
- ② 현재 또는 장래의 특정 시점에 금전, 그 밖의 재산적 가치가 있는 것(이하 ‘금전 등’)을 지급하기로(금전 등의 이전성)
- ③ 약정함으로써 취득하는 권리로서(계약상의 권리)
- ④ 그 권리를 취득하기 위하여 지급하였거나 지급하여야 할 금전 등의 총액이 그 권리로부터 회수하였거나 회수할 수 있는 금전 등의 총액을 초과하게 될 위험이 있는 것(투자성)

일반적 정의상 금융투자상품이란 위 네가지의 요건을 모두 갖춘 것을 의미하며 각 요건의 구체적인 내용은 다음과 같습니다.

##### 가) 금융상품의 거래 동기

“금융상품의 거래 동기”는 금융투자상품거래와 일반상품을 대상으로 하는 상업 또는 소비목적의 실물거래를 구분하는 기준으로 작용합니다. 여기서의 동기는 금융투자상품거래와 일반상품을 대상으로 하는 상업 또는 소비목적의 실물거래는 구분하는 기준으로 작

용합니다. 예금 또는 보험 역시 이익을 얻거나 손실을 회피할 목적이 존재하지만 이들 상품들은 투자성이 결여되어 금융투자상품에 해당하지 않습니다.

#### 나) 금전 등의 이전성

“금전 등의 이득”은 금전 외에 “그 밖의 재산적 가치가 있는 것”이라고 규정한 것은 파생상품거래와 관련하여 舊증권거래법 체제에서 자본시장법 체제로 전환되며 기존 법 체제하에서 이루어지던 결제방식이 새로운 법에서는 불가능해지면 시장에 혼란을 발생시키므로 기존 자본시장에서 사용되던 금전에 의한 차액결제(Cash settlement)와 현물결제(physical delivery)까지 포함시키기 위한 입법적 배경이 있는 것으로서 “재산적 가치가 있는 것”이어야 하므로 무상 배포되는 응모권과 같이 투자자의 금전 등의 지급이 전혀 없는 경우에는 단순한 이익의 기대에 불과하므로 금융투자상품에 해당하지 않는다는 것이 일반적인 해석입니다.

#### 다) 계약상의 권리

금융투자상품은 “약정함으로써 취득하는 권리”로서 “계약상의 권리”임을 본질적인 특징으로 하고 있습니다. 여기에서 “권리”는 계약에 따라 발생하면 되는 것으로서 해당 권리의 목적물이 금전 또는 그 밖에 재산적 가치가 있는 것임을 의미합니다. “현금흐름을 취득할 권리” 외에도 “현물을 취득할 권리” 역시 포함된다고 해석되므로 그 계약의 목적물은 다소 범위가 넓으나 계약에 의한 권리가 아닌 특정한 사물, 정보, 표시, 기록 그 자체는 이에 해당할 수 없습니다.

#### 라) 투자성

“투자성”이란 해당 권리의 취득 대가보다 그 권리를 통하여 회수할 수 있는 금전 등이 더 적을 가능성을 의미합니다. 투자성의 요소는 두 가지로서, 하나는 시장가격변화에 따른 손실이 발생할 수 있는 경우(취득가격 - 매도가격의 차이로서 해당 상품의 유통성이 전제)이며 다른 하나는 금융투자상품 구조 자체에 따라 시장위험과 무관하게 손실이 발생할 수 있는 경우(취득가격 - 상품을 통한 회수 총액의 차이로서 해당 상품의 유통성과 무관)입니다. 발행인의 신

용위험이 투자성에 포함되는지 실무적으로 논란이 많이 되나 신용 위험은 그 자체로는 투자성의 구성요소가 될 수 없다는 것이 일반적인 해석이고 다만 발행자의 신용위험은 유통성이 있는 상품의 경우 그 시장가격에 변화를 미치므로 투자성과 관련하여서는 시장 가격변화요인으로서 작용하고 있다고 이해하는 것이 적절합니다.

마) 금융투자상품의 명시적 배제(자본시장법 제3조 제1항 단서 및 각 호)

위와 같은 일반적 정의 상 금융투자상품 개념 요소를 갖추고 있는 경우라 할지라도 자본시장법은 명시적 제외규정을 두어 금융투자상품에서 제외하고 있는 경우가 있는데 원화 양도성예금증서(자본시장법 제3조 제1항 제1호), 관리신탁의 수익권(자본시장법 제3조 제1항 제2호), 상법상 Stock Option(자본시장법 제3조 제1항 제3호 및 동법 시행령 제3조 제3호)의 경우 금융투자상품에 해당하지 않게 됩니다.

원화표시 양도성예금증서의 경우 금융투자상품과 경제적 기능은 동일하나 기존에 은행업권에서 주로 취급해온 이상 기존 업권구분을 존중하기 위한 정책적 목적이 있으며, 관리신탁의 수익권 역시 금융투자상품의 일반적 정의상 개념요소를 모두 구비하였으나 관리신탁에서의 투자성은 주로 수탁자의 행위가 아니라 신탁재산의 가치 등락에 따라 발생하는 것이라는 점을 고려한 것이고, 마지막으로 상법상 Stock Option은 임직원들의 업무에 대한 동기부여를 위한 보수라는 측면을 고려한 것입니다.

2) 자본시장법에 따른 AAH의 금융투자상품성 판단

가) 금융상품의 거래 동기

"금융상품의 거래 동기"와 관련하여 AAH는 이를 거래하여 수익을 얻도록 하는 것을 목적으로 하고 있지 않습니다. AAH는 플랫폼에서 사용되는 일종의 통화이며, AAH를 거래하는 것은 일반 상품의 실제 거래와 동일한 목적을 가지고 있습니다. 따라서 AAH는 "금융상품의 거래 동기"요건을 갖추기 어려워 보입니다.

## 나) 금전 등의 이전성

"금전 등의 이전"과 관련하여 먼저 AAH를 취득하기 위하여 특별한 대가가 지급되지 않는다면, 이는 무상으로 배포되는 응모권과 같이 투자자의 금전 등의 지급이 없는 경우에 해당하여 "금전 등의 이전"의 요건을 갖추기 어렵다고 사료됩니다. 한편, AAH를 취득하기 위하여 다른 가상자산을 대가로 지급하게 된다면 가상자산이 "금전 등의 이득"에 해당하는지 여부를 살펴봐야 합니다. 그런데 자본시장법이 금전 외에 "그 밖의 재산적 가치가 있는 것"이라고 규정하고 있기는 하나 이는 입법 연혁적으로 현물결제방식의 파생상품을 포함시키기 위한 것입니다. 이러한 연혁적 배경에 비추어 볼 때 파생상품과는 무관한 가상자산의 성격은 "금전 등의 이득"과는 상당한 거리가 있는 것으로 보입니다.

## 다) 계약상의 권리

"계약상의 권리"와 관련하여서 일반적으로 코인은 약정함으로써 발생하는 권리라고 하기 보다는 블록체인기술을 이용하여 작성된 전자적 정보 내지 표시에 불과하여 계약의 목적물이 될 수 있을 가능성은 있으나 코인 자체를 권리라고 보기는 어려울 것으로 사료됩니다.

한편, 이용자들은 서비스에서 특정 활동에 참여하고 AAH를 보상으로 획득할 수 있으나, 이는 별도의 행위에 따른 보상에 해당할 뿐이어서 AAH 자체가 계약상 권리에 해당하는 것은 아니라고 판단됩니다.

## 라) 투자성

"투자성"과 관련하여서는 AAH는 백서에 기재된 바에 비추어 볼 때 그 내재적인 구조 자체로는 투자성이 없습니다. 그러나 AAH의 가치는 AAH의 시장 거래 가격에 의하여 결정되므로 AAH의 가치가 변동할 가능성이 있습니다. 따라서 시장 가격 변동에 따른 투자성이 있을 수 있습니다.

마) 금융투자상품의 명시적 배제(자본시장법 제3조 제1항 단서 및 각 호)

그 외 AAH의 자본시장법상 금융투자상품에서 명시적 제외대상 해당여부와 관련하여서는 AAH는 원화 양도성예금증서, Stock Option, 관리신탁의 수익권 등과는 거리가 있으나 금융투자상품의 일반적 정의에 해당하지 않는 이상, 명시적 제외대상에 해당하는지 여부와 상관없이 AAH를 금융투자상품으로 보기는 어려울 것으로 사료됩니다.

이상 검토한 바에 따르면, AAH는 금전 등의 이전성 및 투자성이 있다고 하더라도, 금융상품의 거래 동기가 없으며 계약상의 권리에 해당한다고 보기 어려우므로 금융투자상품에 해당한다고 보기 어렵습니다. 또한 금융투자상품에 해당하기 어려운 이상 그 한 종류인 증권에 해당하기도 어려울 것으로 보입니다. 그러나 가상자산산업에서는 금융투자상품에 해당여부 외에 증권 해당여부에 대한 중요도가 보다 높으므로 이하에서는 증권 해당 여부에 대하여도 추가적으로 검토하겠습니다.

#### 나. 자본시장법에 따른 AAH의 증권 해당 여부 판단

##### 가) 증권의 종류

##### ① 지분증권(주권)

지분증권이란 주권, 신주인수권이 표시된 것, 법률에 의하여 직접 설립된 법인이 발행한 출자증권, 상법에 따른 합자회사·유한책임회사·유한회사·합자조합·익명조합의 출자지분, 그 밖에 이와 유사한 것으로서 출자지분 또는 출자지분을 취득할 권리가 표시된 것을 말합니다. 따라서 AAH가 귀사 또는 여하한의 회사, 조합 등에 대한 지분권을 표상하는 경우에는 지분증권에 해당할 수 있습니다.

##### ② 채무증권

만약 AAH가 기업 또는 특정인에 대한 채무나 부채를 표상하는 경우 채무증권(회사채)에 해당할 수 있습니다. 예를 들어 변제 기일이 정해진 회사의 채무 또는 이자에 대한 청구권을 부여하는 경우 회사채에 해당합니다.

③ 수익증권

수익증권은 신탁계약에 따라 발생한 수익권을 증권화 한 것으로 만약 약 AAH가 설정된 신탁에 따른 수익권이 표시된 것이라면 수익증권에 해당할 수 있습니다. 대표적인 수익증권으로는 신탁형 펀드에 투자하는 경우 투자자가 취득하게 되는 투자신탁의 수익증권이 있으며 수익증권의 존재는 신탁계약의 존재를 전제합니다.

④ 투자계약증권

자본시장법은 금융투자상품 개념정의에 포함되어 투자자보호를 위하여 자본시장법이 적용되어야 할 권리가 다른 증권유형에 해당하지 않는 경우를 대비하여 투자계약증권을 규정하였습니다.

만약 AAH가 금융투자상품에 해당하고 투자계약증권을 제외한 다른 5가지 증권유형에 해당하지 않는다고 판단될 경우 마지막으로 투자계약증권 해당여부가 문제가 될 것으로 보입니다.

투자계약증권은 특정 투자자가 그 투자자와 타인 간의 공동사업에 금전등을 투자하고 주로 타인이 수행한 공동사업의 결과에 따른 손익을 귀속받는 계약상의 권리가 표시된 것을 의미합니다.

특히 금융위원회는 2023.02.06.자 코인 증권 가이드라인을 통하여 다음과 같은 코인의 투자계약증권 해당 여부를 판단하는 구체적인 기준을 제시한 바 있습니다.

(i) (투자의 대상이) 공동사업에 해당할 것:

- 수평적 공동성 또는 수직적 공동성이 있는 경우 공동사업에 해당함
- 수평적 공동성: 2인 이상 투자자 간의 수익 관련성이 있는 경우  
수직적 공동성: 투자자와 발행인 간의 수익 관련성이 있는 경우

(ii) 금전 등의 투자가 있을 것:

- 투자되는 금전등은 반드시 법정통화(금전)일 필요는 없으며, 법정통화와의 교환 가능성, 재산적 가치의 유무 등을 종합적으로 고려하여 판단함

(iii) 주로 타인이 수행하는 공동 사업에 투자할 것:

- 타인(발행인)의 노력이 부정할 수 없을 정도로 중대하고 사업의 성패를 좌우하는 필수적인 경영상의 노력이어야 함
- 발행인이 모든 사업을 직접 수행하지 않더라도, 투자자 외에 사업 주체의 공동적·집단적 노력이 있는 경우를 포함
- 발행주체와 사업주체가 형식적으로만 상이한 경우 공동 발행인으로 볼 수 있음
- 투자자가 사업 일부를 수행하는 경우에도 사업의 대부분의 사항에 대한 정보비대칭성이 있는 경우 주로 타인이 수행한 것으로 볼 수 있음

(iv) 공동사업의 결과에 따른 손익을 귀속 받는 계약상의 권리일 것:

- 장래 일정 시점이 도래하거나 일정한 객관적 조건(예: 매출액 목표)이 달성될 경우 사업 결과에 따른 손익을 귀속 받기로 계약한 경우도 포함될 수 있음
- 투자자의 권리가 스마트계약을 통해 이행되나 그 스마트계약의 구현을 계약으로 약속한 발행인이 있다면 발행인에 대한 계약상 권리로 해석 가능
- 발행인 등이 투자자의 금전등으로 사업을 수행하고, 수행한 사업의 성과에 따른 수익을 귀속시키기로 약속한 경우 해당함. 특히 약속한 수익이 사업에서 발생한 매출·이익과 비례관계에 있거나, 사업에서 발생한 매출·이익을 환산하여 분배하기로 약속한 경우 공동사업의 결과에 따른 손익에 해당함
- 발행인이 투자자에게 사업 수익을 직접 분배할 것을 명시적·묵시적으로 약속하거나, 발행인이 제3자와의 계약 등을 바탕으로 해당 제3자가 투자자에게 사업 수익을 분배할 것을 약속하는 등 투자자와 발행인 간 계약에 따른 수익 청구권이 인정되어야 함

(v) 이익획득의 목적이 있을 것

- 투자자는 투자 이익을 목적으로 금전 등을 투자하였어야 함

#### ⑤ 파생결합증권

파생결합증권이란 기초자산의 가격·이자율·지표·단위 또는 이를 기초로 하는 지수 등의 변동과 연계하여 미리 정하여진 방법에 따라 지급하거나 회수하는 금전 등이 결정되는 권리가 표시된 것을 의미합니다.

⑥ 증권예탁증권

증권예탁증권이란 자본시장법상 증권을 예탁받은 자가 그 증권이 발행된 국가 외의 국가에서 발행한 것으로서 그 예탁받은 증권에 관련된 권리가 표시된 것을 의미합니다. 현재 자본시장법상 증권예탁증권은 한국예탁결제원만 발행할 수 있습니다.

나) AAH의 증권 해당 여부 판단

① 지분증권(주권) 해당 여부

AAH에는 여하한의 회사의 배당금에 대한 권리가 부여되었거나 기타 회사의 자산에 대한 소유권이 부여되어 있지 않습니다. 따라서 AAH가 지분증권에 해당할 가능성은 낮다고 판단됩니다.

② 채무증권 해당 여부

정해진 기일이 도래하거나 또는 이용자의 청구가 있을 경우에 원금 또는 이자를 지급해야 하는 채무가 있다면 채무증권에 해당합니다. 그런데 AAH는 원금이나 이자에 대한 지급청구권이 표시된 것에 해당하지 않으므로, 채무증권에 해당할 여지는 낮다고 판단됩니다.

③ 수익증권 해당 여부

현재 백서에 따르면 AAH과 관련하여서는 어떠한 신탁도 설정되어 있지 않습니다. 수익증권의 존재는 신탁계약의 존재를 전제로 하므로 AAH가 수익증권에 해당할 여지는 낮다고 판단됩니다.

④ 투자계약증권 해당 여부

코인의 성질에 비추어 볼 때 AAH는 금융위원회에서 제시한 (i) 공동사업에 해당할 것, (ii) 금전 등의 투자가 있을 것, (iii) 주로 타인이 수행하는 공동 사업에 투자할 것, (iv) 공동사업의 결과에 따른 손익을 귀속 받는 계약상의 권리일 것, (v) 이익획득의 목적이 있을 것이라는 요건 가운데 특히 ‘공동사업의 결과에 따른 손익을 귀속 받는 계약상의 권리일 것’이 부정됩니다.

이와 관련하여, 단순히 공동사업의 결과가 코인의 가치 상승에 영향을 미칠 가능성이 있고 이로 인하여 코인 소지자가 양도차익 소정의 이익을 획득하는 경우에도 ‘공동사업의 결과에 따른 손익을 귀속 받는 계약상의 권리’에 해당하는지 문제됩니다.

그런데, ‘공동사업의 결과에 따른 손익을 귀속 받는 계약상의 권리’에 해당한다는 의미는 적어도 발행인과 투자자 사이에서 위 사업 수익을 분배한다는 내용을 포함하고 있어야 합니다. 이와 달리, 가상자산 양도차익은 발행자와 투자자 사이의 계약상의 권리로 실현되는 이익이 아닌 양도인과 양수인 사이의 ‘가상자산 양도’라는 별도의 법률행위에 의하여 실현되는 이익에 해당합니다.

그러므로 AAH를 취득하기 위하여 금전 등의 지급이 이루어졌으며, 이를 구매한 자가 양도차익을 획득할 목적이 있었다는 등의 사유만으로 발행자와 구매자 사이 특별한 손익 분배 약정이 없는 AAH가 투자계약증권에 해당한다고 보기는 어려울 것으로 판단됩니다.

따라서 금융 당국이 투자계약증권으로 의율하여 규제할 법적 리스크 역시 낮다고 평가할 수 있을 것으로 사료됩니다.

⑤ 파생결합증권 해당 여부

현재 백서에 따르면 AAH는 "생태계 외부의 어떠한 자산의 가격"과 "AAH의 사용방법, 기능, 효용 등"을 연동되도록 한 바가 없어 파생결합증권에 해당할 가능성은 낮을 것으로 판단됩니다.

⑥ 증권예탁증권 해당 여부

현재 백서에 따르면 AAH는 생태계 외부의 어떠한 증권을 예탁하도록 한 바가 없어 증권예탁증권에 해당한다고 하기는 어려워 보입니다.

다. 결론

위에서 검토한 바와 같이 AAH는 국내 자본시장법에 따르면 금융투자상품의 요건인 금융상품의 거래 동기가 없으며 계약상의 권리에 해당한다고 보기 어려우므로 금융투자상품에 해당한다고 보기 어렵습니다.

또한 자본시장법상 증권은 금융투자상품의 한 종류에 불과함과 더불어 AAH는 자본시장법에서 규정하고 있는 증권 종류 중 어느 것에도 해당하지 않으므로 결국 국내에서 "AAH의 증권 해당 여부"가 문제될 가능성은 낮을 것으로 사료됩니다.

- 끝 -

---

본 법률의견서는 프로젝트 담당자로부터 2024. 03. 12. 자 제공받은 백서(최종 확인 2024. 03. 13, AAH White Paper, 2023.1.19.)를 기준(as is)으로 하여 작성 및 제공됩니다.

백서 내용의 변경이나 관련 법률, 각국의 정책 및 규제 상황의 변화에 따라 본 의견서의 검토 의견은 언제든지 변경될 수 있는 바, 본 의견서의 어떠한 내용이라도 장래 시점까지 변경되지 않는다는 점을 담보하지 않습니다.

또한 본 의견서의 검토의견 및 결론은 오로지 회사가 제공한 정보와 자료에 의거하여 이루어진 것으로 본 의견서로부터 의견서상 명시된 사실 이외에는 그 어떤 다른 의견이나 결론도 도출될 수 없습니다.

본 의견서는 대상 가상자산에 한하여 검토되었으며 해당 가상자산을 이용하는 다른 상품, 가상자산, 지급수단은 검토 범위에 포함되지 않습니다.

본 의견서는 오로지 의뢰인의 질의에 따른 법률 검토에 도움을 드리기 위한 목적으로 작성되었습니다. 따라서 그 외 목적 또는 의뢰인 이외의 분이 사용할 수 없습니다. 만약 본 의견서의 수령인이 아닌 제3자에게 본 의견서 또는 그 사본을 제공하고자 하실 때에는 반드시 사전에 차엔권 법률사무소의 동의를 받으시기 바랍니다.

이상과 같은 의견을 드리오니 업무에 참고하시고 의문이 있으시면 언제든지 연락하여 주시기 바랍니다.

차엔권 법률사무소

대표 변호사 권오훈

