

SEC v. Ripple Labs

의의 및 한국시장 적용가능성

2023. 8. 29.

CHA & KWON

차·권 법률사무소



### 권오훈 변호사

- 차앤권 법률사무소 대표 변호사
- 동국대학교 문화예술대학원 겸임교수
- 대한변호사협회 IT블록체인위원회 위원
- 대한변호사협회 국제위원회 위원
- 서울변호사회 국제위원회 위원
- NIPA 블록체인 규제개선 자문위원
- KISA 블록체인 자문위원
- 스타트업 법률지원단 위원

[ohkwon@chakwon.com](mailto:ohkwon@chakwon.com)

02-6245-9092

# SEC v. Ripple

- Background Facts

- 2012년 미국의 Ripple Labs가 금융기관들을 상대로 크로스 보더 자금 이체에 대한 저비용 신속 결제 서비스를 약속하면서, RippleNet 네트워크를 개발
- RippleNet 네트워크에서 XRP라 불리는 암호화폐 형태의 거래가 이루어짐  
→ 실시간 거래 기록 보관, 정산, 청산, 결제 완료
- 그러나, 2013년 Ripple Labs 설립자는 원래 약속한 용도를 벗어나서, XRP를 자금을 모집하는 데 사용하였고, 그 결과, SEC는 Ripple Labs 및 전현직 임원들 (Chris Larsen, Brad Garlinghouse)을 2020년 연방 증권법 위반으로 미연방법원에 제소하였음

# SEC v. Ripple

- 법원 판결의 요지

2023년 7월 13일, 미연방 뉴욕남부지방법원 (US District Court, Southern District of New York)

1심 약식판결 결론:

- 기관투자자들을 상대로 XRP 판매: 증권법 위반
- 거래소를 통해 개인투자자에게 XRP 판매: 증권법 위반이 아님
- 기타 제공 (임직원 상여, 용역 대금으로 XRP 제공): 증권법 위반이 아님
- Garlinghouse, Larsen CEO의 XRP 판매: 증권법 위반이 아님

# SEC v. Ripple

- 법원의 Reasoning

미 대법원 판례 상 “투자계약” 여부를 판단하는 “하위테스트 (“Howey Test”) 적용

- 하위테스트:

- 첫번째, 누군가의 “자금의 투자”가 해당 거래에 수반되어 있는가?
- 두번째, 공동의 사업 (수평적 공통성)이 존재하는가? 다시 말해, 투자자들의 자산이 하나의 풀 (pool)을 구성해서, 어느 한 투자자의 성공 여부가 다른 투자자들의 성공 여부 및 전체 사업의 성공 여부에 서로 묶여 있는가?
- 세번째, 해당 거래가 자금을 투자한 이들로 하여금 제삼자의 사업적 또는 경영적 노력에 의해 창출된 수익을 얻을 것이라는 합리적 기대를 갖도록 이끌었는가?

# SEC v. Ripple

- 기관투자자 XRP 판매에의 하위테스트 적용

1. 첫번째, “자금의 투자가 해당거래에 수반되었는가”:

기관투자자들이 리플에 XRP 구매 대가로 법정 화폐 등 통화 지급, 리플이 해당 자금을 수령한 사실 확인에 따라 “자금의 투자”가 수반되었다고 인정

2. 두번째, “공동의 사업 (수평적 공통성) 이 존재하는가”:

- ✓ 기관투자자들이 리플에 XRP의 구매 대가로 지급한 자금은 리플의 계좌에서 리플의 운영자금으로 리플이 통합 관리 (자금의 “pooling” 존재)

- ✓ 각 기관투자자들은 동종의 대체가능한 XRP 수령하여 모든 투자자들이 사업의 손익을 공유, 이른바, “각 투자자들의 성공 여부는 다른 투자자들의 성공 여부 및 리플의 성공 여부에 연결”

# SEC v. Ripple

- 기관투자자 XRP 판매에의 하위테스트 적용

3. 세번째, “해당 거래가 자금을 투자한 이들로 하여금 제삼자의 사업적 또는 경영적 노력으로 부터 창출된 수익을 얻을 것이라는 합리적인 기대를 갖도록 이끌었는가”:

- ✓ 리플이 2013년 부터, 각종 언론 방송, 소셜미디어, 또는 브로셔 배포를 통해 기관투자자들에게 XRP의 가치는 리플의 성공 여부 및 리플의 노력에 따라 상승할 수 있다는 시사를 하였고, 기관투자자들과의 매매 계약서에 락 업 조항이나, 재판매 제한 조항 등을 넣었던 사실에 비추어 리플이 기관투자자들로 하여금 리플의 노력으로 창출된 수익을 얻을 것이라는 합리적 기대를 갖도록 이끌었다고 판단
- ✓ 기관투자자들이 실제 그러한 기대를 했는지 여부와 상관없이 “해당 상황에 처한 경우라면, 누구든지 합리적으로 그런 기대를 했을 것” 이라면, 요건 충족

# SEC v. Ripple

- 거래소 XRP 판매의 하위테스트 적용

- ✓ 법원은 거래소에서의 XRP 판매 행위가 하위 테스트의 첫번째, 두번째 조건 충족 여부를 다룰 필요도 없이 세번째 조건을 충족하지 않아 “투자계약”으로 볼 수 없다 판시
- ✓ 세번째 조건에 해당하려면 “해당 거래가 누군가로 하여금 제삼자의 사업적 경영적 노력으로부터 창출된 수익을 얻을 것이라는 합리적 기대를 갖도록 이끌어야” 함.
- ✓ 기관투자자들이 리플과의 직접 계약을 통해 XRP를 구매한 경우와는 달리, 거래소상의 거래는 세번째 조건 해당 안됨
  - ✓ 리플은 매수인이 누구인지 알 수 없음
  - ✓ 매수인도 매도인이 리플인지 알 수 없었음
  - ✓ 리플이 이들에게 어떠한 약속이나 제안을 한 것이 없음
  - ✓ 투자자들을 리플의 사업적 노력으로 XRP의 가치가 상승할 것이라는 합리적 기대를 갖도록 이끌었다고 볼 수 없다고 판단

# SEC v. Ripple

- 기타 결정

- 리플이 임직원 보수를 XRP로 지급하거나 제3자에게 용역수수료를 XRP로 대신 지급하고, 이를 시장에 매도하도록 한 행위:

→ 하위 테스트의 첫번째 조건 “자금의 투자”가 존재하지 않아 “투자계약”으로 볼 수 없음

임직원이나 제3자의 용역 제공은 돈 (money, capital, cash) 이 아님

- 리플의 고위 임원 Larsen 및 Garlinghouse의 미연방증권법 위반 교사/방조 혐의:

→ 이들이 XRP가 “증권”임을 알았다는 증거가 불충분하고, 이들의 고의/미필적 고의에 대한 증거 불충분으로 SEC 주장 기각

# SEC v. Terraform Labs and Do Hyeong Kwon

- SEC가 테라폼 랩스 및 CEO 권도형을 무등록 암호화폐 사기행위를 이유로 미연방 뉴욕남부 지방법원에 제소
- 2023년 7월 31일, 동 법원은 테라폼 랩스 측의 소송기각신청을 기각하면서 “리플 소송 결정의 하위테스트 적용 방식의 인용을 거부한다”고 판시
- 본 법원 결정으로 리플 법원 결정 이후, 동일 연방지방법원에서 암호화폐의 증권성과 관련하여 두 가지 서로 다른 이론이 세워지게 되었음

# SEC v. Terraform Labs and Do Hyeong Kwon

- 결정의 요지:

- ✓ 암호화폐의 증권성 인정 여부를 결정하는데, 암호화폐가 어떤 방식으로 판매되었는지 (기관투자자에게 판매되었는지 유통시장에서 판매되었는지)를 구분하여서는 안되며, 암호화폐 자체의 성격에 따라 결정하여야 함
- ✓ 하위 테스트는 구매자 유형별로 증권 여부를 판단하고 있지 않음
- ✓ 암호화폐가 기관투자자에게 판매되었는지 거래소에서 판매되었는지가 “합리적인 개인이라면, 피고인의 행위 및 언급들이 피고인의 노력에 의해 수익을 얻을 것임을 약속하는 것으로 객관적으로 볼 수 있는지 여부”에 영향을 미치지 않음
- ✓ 테라폼 랩스가 기관투자자 뿐 아니라 개인투자자들을 상대로도 공공연한 캠페인을 벌이며 투자를 격려했기 때문에, 이러한 사실 관계를 종합할 때, “개인투자자들이 피고인의 노력에 의해 수익을 얻을 수 있을 것이라고 믿을만한 충분한 이유가 있었다”고 결론

# SEC의 리플 소송 항소

- 리플 소송과 관련하여 SEC는 8월 18일 중간 항소 신청서를 제출한 상태임
- SEC는 관련 서류에서 리플 사건의 결과는 SEC의 바이낸스 및 코인베이스 소송 포함 다른 소송에 “상당한 영향”을 미치며 진행 중인 SEC의 다른 암호화폐 플랫폼 판매에 대한 집행조치 (“enforcement action”)에도 “상당한 설득력”을 행사할 것이라고 주장
- 중간 항소의 경우는 2025년 초 경에 결정이 나올 것으로 예상하며, SEC가 1심 최종 판결 이후 항소하는 경우, 2025년 말이나 2026년 초에 항소심 결정이 나올 것으로 예상

# SEC의 리플 소송 항소

## ● 항소 내용

1) 피고의 “자동화된(Programmatic)” 거래소에서의 청약과 판매는 투자자들이 제3자의 노력으로 수익을 기대하는 점으로 이어지지 않는다는 법리적 판단

✓ 투자자들의 선택은 “무엇”을 구매하는가에 있었기 때문에, “어떻게” 구매하는가는 중요하지 않음

✓ 개별적 투자자들의 의도가 중요한 것이 아니라 어떠한 약속이 객관적으로 제시되었는지 보아야함

2) 용역의 대가로 XRP를 지급하는 것이 금전의 투자에 해당하지 않는다는 법리적 판단

✓ 투자는 금전 뿐만 아니라 물품과 용역으로도 가능하다는 대법원 판례 제시

✓ 다른 암호화폐 사례에서도 비금전적 투자에 대해 금전의 투자를 인정한 사례 존재

# 리플 소송 판결의 의의와 한계

- 하위테스트 적용에 있어 발행사가 직접 판매한 암호화폐와, 유통시장(Secondary Market)에서 판매되는 암호화폐에 대한 증권성 판단을 구분
- 바이낸스 또는 코인베이스 소송 처럼 다른 유사한 암호화폐 증권법 위반 소송에서 암호화폐의 비증권성을 주장하는 논거를 제시했다는 데에 의의
- 다만 테라폼랩스 판결에서 시사하듯, 유사 암호화폐 소송에서 리플 소송 판결의 인용이 거부될 가능성 있음
- SEC가 항소 신청서를 제출한 상태로, 확정 시 2nd circuit 내에서 구속력

# 한국에의 적용가능성 (투자계약증권)

- 미국의 경우, 명문 규정으로 명확한 가이드라인이 나오기 전까지 미국 리플 및 테라폼랩스 법원의 판결에서 시사하듯 case by case로 증권성과 관련한 판단이 달라질 것으로 보임
- 한국의 경우도 가상자산 증권성 판단과 관련한 명확한 기준이 아직 세워지지 않은 상황이며 루나 소송에서 기준이 본격적으로 다뤄질 것으로 예상
- 금융감독원은 토큰증권 서식을 정비하면서 리플 소송의 결정을 참고 중이라고 전해져, 금감원이 발행할 토큰증권 관련 가이드라인에 리플 소송의 결정이 반영될 가능성 있음
- 금융위는 지난 2월, 토큰증권 발행, 유통 규율체계 정비방안을 발표하며, 암호화폐 증권성 여부에 대해 “구체적인 사실관계와 투자를 받기 위해 제시한 광고, 권유의 내용 등을 종합적으로 감안해 개별 사안별로 판단하겠다”고 밝힘.
  - 증권에 해당할 가능성이 큰 예시 “사업 운영에 대한 지분권을 갖거나 사업의 운영성과에 따른 배당권 또는 잔여재산에 대한 분배청구권을 갖게 되는 경우, 발행인이 투자자에게 사업성과에 따라 발생한 수익을 귀속시키는 경우”

# 한국에의 적용가능성 (투자계약증권)

- 가상자산 증권성 판단과 관련한 유일한 판결인 2020년 3월 서울남부지법 판결:
  - ✓ 해당 암호화폐 보유자가 암호화폐를 보유함으로써 수익을 분배받기는 하나, 그러한 수익 분배는 암호화폐 거래 활성화를 위해 부수적으로 제공하는 이익일 뿐, 암호화폐에 내재된 구체적인 계약상 권리라거나 본질적 기능은 아니며, 암호화폐 자체 거래로 발생하는 시세차익 취득이 암호화폐 A 매수의 가장 큰 동기이고, 이에 관하여 투자자 사이에 이해관계가 상충한다는 점을 들어 증권성 부인
- 서울남부지검의 테라폼랩스 권도형 및 신현성 자본시장법 위반 혐의 기소 내용:
  - ✓ “루나 코인은 자금 조달을 위해 발행한 상품이고, 투자자 입장에서는 테라 프로젝트에 투자해 수익을 나눠받을 권리를 얻는 금융투자상품이며, 테라 프로젝트의 사업 성과가 루나 코인의 가치에 반영된 점을 들어 투자계약증권으로 해석”
  - ✓ 단, 법원은 구속영장 기각 시, 루나 코인을 자본시장법에서 규제하는 금융투자상품에 해당한다고 보기 어렵다고 언급하였음

# 미국증권법의 역외 적용

- 암호화폐의 모집과 판매가 미국 이외의 지역에서 이루어진 경우, 미연방증권법 적용 제외
- 미국 시민권자나 거주자가 미국 이외 지역에서 매수계약을 체결하더라도, 이들에게 권유 또는 판매를 하게 되는 경우, 미국증권법 적용
- 모집과 판매가 미국 이외의 지역에서 이루어진 경우란, 투자자가 투자 권유를 받은 시점 및 매수 계약을 체결한 시점에 물리적으로 미국 이외의 지역에 거주한 경우를 의미
- 미국 시민권자나 미국 거주자 중 해외 관할에서 영구 거주하는 경우, 미국증권법의 적용을 받아야 할 미국 투자자로 볼 수 없어 미국증권법 적용 없음. 단, 미국 시민권자나 거주자가 해외 관할에서 한시적으로 거주하는 경우에는 미증권법 적용을 받는 미국 투자자에 해당함

# 미국증권법의 역외 적용

## ● 미국 증권법을 위반하지 않기 위해 주의해야 할 사항

- ✓ IP 주소를 제한하여 미국 내에 위치한 매수인이 토큰을 구매할 수 없도록 하는 조치 시행
- ✓ IP 주소를 알 수 없게 하는 기술, 예를 들어 TOR, 프록시 서버, 가상 프라이빗 네트워크, 익명화 기술 등을 사용하는 매수인과의 거래 거절
- ✓ 미국 시장을 상대로 토큰 또는 플랫폼 광고/홍보 금지 및 매수 시점에 미국 밖에 위치한 매수인이더라도 미국 시민권자나 거주자에 대한 판매 금지
- ✓ 발행 후 1년 동안 토큰이 미국 내로 재판매되지 않도록 스마트 컨트랙트를 설정하거나 기타 메커니즘 부과
- ✓ 토큰을 상장하는 경우, 미국 계정을 개설하지 않거나, 토큰 구매자들과 미국 계정, 미국인을 분리시킬 수 있는 거래소에 상장