

2026년 08월 24일

Kiwoom Digital Issue Focus

키움증권 리서치센터 투자전략팀
디지털자산/원자재 심수빈

SEC, 미국 내 가상자산 발행·자금조달 규정안 제안

Summary

- 미 증권거래위원회(SEC)는 지난주 가상자산 규정(Regulation Crypto Assets)' 제정안을 발표했으며, 추후 60일간 공개 의견을 수렴할 예정
- SEC가 발표한 내용은 가상자산 발행 및 자금조달을 위한 등록 면제 제도와 투자계약 제외 절차로 구성되어 있으며, 이는 2025년 Project Crypto와 2026년 3월 발표했던 가상자산 관련 증권법 해석 지침의 연장선
- CLARITY Act 입법이 지연되고 있으나, SEC가 현행법 내 규제 공백을 일부 보완하는 구조를 계속해서 확인. 이전보다 완화된 규제 불확실성 하에서 미국 내 블록체인 관련 사업은 지속적으로 진행될 것으로 예상

SEC, 미국 내 가상자산 발행 등록 면제안 제안

미국 CLARITY Act의 연내 통과 기대가 제한적인 가운데 미국 증권거래위원회(SEC)는 8월 18일(현지시간) '가상자산 규정(Regulation Crypto Assets)' 제정안을 발표했다. 이번 제안은 2026년 3월 SEC가 발표했던 가상자산 관련 연방 증권법 해석의 후속 규칙이다. 트럼프 행정부 출범 이후 가상자산의 증권성과 관련한 불확실성이 점차 해소돼 온 가운데, 이번 규정안은 가상자산의 발행과 자금조달 과정에 적용할 수 있는 구체적인 기준을 제시했다. 해당 규정안은 60일간 공개 의견을 수렴할 예정인 만큼 아직 확정된 내용은 아니지만, 향후 미국 내 블록체인 사업의 제도적 기반에 영향을 줄 수 있다는 점에서 주목할 필요가 있다.

이번에 SEC가 발표한 규정안은 크게 등록면제 요건과 조건부 면책조항으로 구성된다. 먼저 등록면제 요건은 ①4년 동안 최대 500만 달러까지 조달할 수 있는 일회성 면제와 ②매 12개월 동안 최대 7,500만 달러까지 조달할 수 있는 면제로 나뉜다. 발행자가 등록면제 제도를 활용해 자금을 조달할 경우 투자자에게 해당 프로젝트와 가상자산 등에 관한 주요 정보를 제공해야 하며, 두 번째 면제를 이용하는 발행자에게는 재무제표 제공과 지속적인 보고의무가 추가된다. 특히 두 번째 면제는 기존 증권 등록면제 제도인 Regulation A와 유사한 구조로, SEC 역시 기존 Regulation A를 참고해 이번 제도를 설계했다고 밝혔다.

또한 SEC는 가상자산이 '투자계약(investment contract)'에서 제외될 수 있는 조건부 면책조항과 신고 절차도 제안했다. 이는 가상자산 자체와 이를 발행·판매할 당시 형성된 투자계약을 구분하는 구조다. 관련 내용은 2026년 3월 SEC가 발표한 가상자산 관련 연방 증권법 해석지침에서도 이미 언급된 바 있다. 당시 SEC는 가상자산 자체와 이를 둘러싼 투자계약을 구분하고, 일정 요건을 충족할 경우 투자계약과의 관계가 종료될 수 있다는 원칙을 제시했다. 이번 Regulation Crypto Assets는 이러한 원칙을 실제로 적용하기 위한 조건부 면책조항과 신고 절차를 마련했다는 점에서 앞선 조치와 연결된다.

SEC의 규정안 발표로 기존의 'Howey Test'가 사라지는 것은 아니다. 가상자산 발행과 판매가 금전의 투자, 공동사업, 수익에 대한 기대, 타인의 노력에 대한 의존 등 'Howey Test' 기준에 부합하는 경우 해당 거래는 투자계약에 해당될 가능성이 높다. 다만, 가상자산 발행 단계에서 활용할 수 있는 등록면제 제도와 이후 투자계약에서 벗어날 수 있는 절차를 제시한 만큼, 가상자산과 관련한 규제 예측력이 이전보다 높아졌다고 볼 수 있다. 발행자가 사전에 증권법 적용 가능성과 필요한 절차를 보다 명확하게 파악할 수 있게 되었기 때문이다.

SEC의 가상자산 규정(Regulation Crypto Assets)' 제정안 내용

구분	내용
규정 성격	- 가상자산 관련 투자계약에 특화된 발행·자금조달 규정안
등록면제 요건 및 공시·보고 의무	- ① Startup Exemption: 4년간 최대 500만 달러 조달, 일회성 면제 - ② Fundraising Exemption: 매 12개월 동안 최대 7,500만 달러까지 조달 가능한 등록면제 - 공시·보고: 프로젝트·가상자산 관련 정보 공시, ②는 재무제표 지속 보고의무 추가
투자계약 제외 요건 및 신고절차	- 발행자가 약속한 핵심적인 경영 노력을 완료하거나 영구적으로 중단하고 추가적인 핵심 경영 노력을 약속하지 않는 등 요건을 충족할 경우, 해당 가상자산을 투자계약에 종속되지 않는 것으로 간주 - 세이프하버 이용 시 Form TR을 제출해 핵심 경영 노력 종료 여부와 그 판단 근거 등을 공개

자료: SEC, 키움증권 리서치센터.

가상자산 관련 투자계약의 성립·종료 기준 및 주요 행위에 대한 판단 (2026년 3월 발표)

구분	내용
투자계약 성립 기준	- 자금 투자 유도, 공동사업, 발행자의 핵심적인 관리 노력 약속, 투자자가 이익을 기대할 수 있는 구조 - 혹은 약속이나 표현의 출처, 전달방식, 제공되는 정보의 수준
투자계약 종료 기준	- 발행자가 약속을 이행한 경우나 이행하지 못한 경우 - 계약관계 자체가 종료되면 해당 자산은 더 이상 투자계약 대상이 아님
특정활동에 대한 규제 적용 기준	- 프로토콜 채굴, 프로토콜 스테이킹, 비증권 가상자산의 래핑은 증권 발행 및 판매에 해당하지 않음 - 일부 에어드롭은 Howey 테스트의 "금전투자(Investment of money)" 요건을 충족하지 않음

자료: SEC, 키움증권 리서치센터.

2025년 7월 말 Project Crypto 발표 이후 2026년 3월과 8월까지 이어진 SEC의 조치는 CLARITY Act에서 논의되는 일부 규제 영역을 현행법의 범위 안에서 먼저 다루고 있다는 점에서 의미가 있다. CLARITY Act의 주요 내용으로 디지털자산의 증권·상품 구분, 성숙한 블록체인 요건, 초기 발행 단계의 등록면제 등을 들 수 있는데 증권성 판단과 초기 발행, 자금조달과 관련해서는 SEC가 가상자산의 증권법 적용 기준과 투자계약 종료 원칙, 등록면제와 신고 절차 등을 제시하고 있기 때문이다.

물론 SEC의 해석이나 행정조치가 디지털상품의 법적 지위, SEC와 CFTC의 관할, 현물시장 및 중개기관 규제 등 시장구조 전반을 연방법으로 규정하는 CLARITY Act를 대체할 수 없고, 관련 내용은 향후 행정부나 규제기관의 정책 변화에 따라 수정될 가능성도 있다. 다만 CLARITY Act의 입법이 지연되는 가운데 SEC가 가상자산의 증권성 판단과 토큰 발행을 통한 자금조달에 관한 기준을 제시하고 있다는 점에서, 입법이 완료되기 전까지 미국 내 블록체인 사업의 규제 공백을 일부 보완하는 역할을 하고 있는 것으로 보인다. 이를 고려했을 때, 규제가 다소 지연되더라도 미국 내 블록체인 관련 사업은 지속적으로 추진될 수 있을 것으로 전망한다.

CLARITY Act 법안의 주요 내용

구분	내용
SEC-CFTC 관할 재배분	- 디지털자산의 발행 단계와 유통 단계를 구분하고 SEC와 CFTC의 관할을 명확화 혹은 약속이나 표현의 출처, 전달방식, 제공되는 정보의 수준 - 투자계약 방식의 발행·판매는 SEC, 2차 시장에서 거래되는 디지털상품은 CFTC 중심으로 규율, 금융적 권리를 부여하지 않는 일정 네트워크 토큰은 비증권으로 취급 가능
토큰 자체와 투자계약의 분리	- 투자계약 방식으로 판매된 토큰이라도 토큰 자체가 영구적으로 증권으로 취급되는 것은 아니라는 원칙 명시 - 초기 발행 판매는 투자계약으로 SEC 규제를 받을 수 있으나, 일정 요건 충족 후 2차 시장에서는 디지털상품으로 취급 가능
성숙한 블록체인 시스템	- 특정 주체의 조정 통제(coordinated control) 여부를 네트워크 성숙도 판단의 핵심 기준으로 활용 - 판단의 핵심 기준으로 활용네트워크 통제권, 토큰-의결권 보유비중, 오픈소스 여부, 자율적 운영 여부, 가치 형성의 특정 발행자 의존 여부 등을 판단
내부자 토큰 매각 제한	- 발행자·창립자·경영진·대규모 보유자 등 관련자의 초기 대량 매각 제한 - 네트워크 탈중앙화 이전에는 보유기간 및 판매량 제한을 강화하고, 이후에는 일부 완화. 위반 시 이익반환 책임 가능
DeFi·소프트웨어 개발자 규율	- 통제권이 없는 개발자와 비수탁형 서비스에 대해 등록의무 적용을 제한하고 자기수탁 권리를 보호 - 단순 개발자·노드 운영자는 규제 대상에서 제외 가능. 다만 프로토콜 실질 통제, 고객자산·프라이빗키 보유, 접근 제한·검열 등이 가능한 경우 규제 적용
AML/BSA 및 불법 금융 방지	- 디지털상품 거래소·브로커·딜러 등에 AML/BSA 의무 부과 - KYC, 의심거래보고(SAR), 제재 스크리닝, 거래 모니터링, 독립 감사, AML 프로그램 구축 등 요구. 익서·텀블러 관련 연구 의무도 포함
은행의 디지털자산 업무 허용	- 금융지주회사·국법은행·신용조합 등의 디지털자산·블록체인 관련 업무를 제도적으로 허용을 제도적으로 허용 - 커스터디, 스테이킹, 담보대출, 지급결제, 노드 운영, 자기수탁 지갑 소프트웨어, 시장조성·브로커리지 등
증권의 토큰화	- 토큰화 증권의 규제체계 마련을 위한 SEC 연구 및 정책 검토 의무 부과 - 토큰화 증권은 원래 증권과 동일하게 취급하되, 블록체인 특성에 맞춰 수탁·투자자 보호·국제 협력 등 규제 조정 가능

자료: 법무법인 태평양, 키움증권 리서치센터.

〈Compliance Notice〉

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.

〈고지사항〉

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.