

2025. 5. 12.

수 신 : REDHeal Team

발 신 : 법무법인 창천 디지털 솔루션 팀

제 목 : 가상자산 레드힐(REDH)의 증권성 등에 관한 법률 검토

위 제목의 건과 관련한 귀사의 질의에 대하여 아래와 같이 법률의견을 드리오니  
업무에 참고하시기 바랍니다.

### Abstract

레드힐(REDH)은 가상자산 예치 및 담보 대출 서비스 등으로 구성된 디파이(DeFi)  
서비스 기반의 REDHeal 플랫폼에서의 기축통화의 성격을 가짐.

이러한 레드힐(REDH)에 관하여, 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」, 「가상자산  
이용자 보호 등에 관한 법률」 등 관련 법령, 금융당국의 가상자산의 증권성판단에  
관한 가이드라인(금융위원회 2023. 2. 6.자 토큰 증권 발행·유통 규율체계 정비방안),  
리플(XRP)의 증권성에 관한 미국 법원의 판례 등에 근거하여 그 증권성 여부를  
판단하였으나,

레드힐(REDH)은 토큰 보유자와 발행자 사이의 공동사업을 전제로 하고 있지 않  
고, 사업의 성과가 토큰 보유자에게 수익으로 귀속되지도 않으므로 「자본시장과  
금융투자업에 관한 법률」상 투자계약증권에는 해당하지 않는 등 증권성이 있다  
고 보기는 어려우며, 이외에 「가상자산이용자 보호 등에 관한 법률」의 내용에  
위배된다고 보기는 어렵다고 판단됨.

---

## I. 기초사실 및 판단의 근거

REDHeal 플랫폼은 가상자산 예치 및 담보 대출 서비스 등으로 구성된 디파이(DeFi) 서비스로, 귀사는 이러한 REDHeal 플랫폼에서 구축통화적 성격을 가지는 레드힐(REDH)이라는 가상자산(이하 “REDH”)을 발행하고 운영하는 주체로, 이와 관련하여 REDH가 대한민국의 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(이하 “자본시장법”)상 증권에 해당할 가능성이 있는지 질의하였습니다.

이와 관련하여 대한민국의 금융당국은 「특정 금융거래정보의 보고 및 이용에 관한 법률」(이하 “특정금융정보법”)과 「가상자산이용자 보호 등에 관한 법률」(이하 “가상자산이용자보호법”)상 가상자산 중 증권성이 있는 것을 이른바 ‘토큰 증권(Security Token)’으로 명명하며, 이를 자본시장법상의 규율 대상으로 편입하는 취지의 가이드라인(이하 “가이드라인”)<sup>1</sup>을 제시하였고, 이에 따라 토큰 증권(Security Token)을 발행하거나 유통하려는 자는 공시, 영업의 인가·등록, 불공정거래 제한 등 자본시장법상 규제를 적용 받으며, 국내에서 공모 발행되었거나 시중에서 거래되고 있는 가상자산이 자본시장법상 증권으로 판명될 경우, 발행인 등은 자본시장법을 위반한 것이 되어 형사처벌을 비롯한 각종 제재대상이 되며, 해당 가상자산은 가상자산 거래소에서의 거래가 불가능하게 됩니다. 또한, 2024. 7. 19.자로 가상자산이용자보호법이 시행됨에 따라 가상자산 관련업에 종사하는 자에 대한 규제가 강화되어 보다 주의가 필요한 상황입니다.

이러한 기초사실을 전제로 저희 창천 디지털 솔루션 팀은, REDH의 관련 설명 페이지 및 백서(White Paper)<sup>2</sup> 등 관련자료, 리플(XRP)의 증권성 판단에 관한 미국 법원의 판례<sup>3</sup>, 자본시장법, 가상자산이용자보호법 등 국내 법령, 금융당국의 증권성 가이드라인을 각 분석하여 REDH가 자본시장법상 증권에 해당하는지 여부 등을 자세히 검토하도록 하겠습니다.

---

<sup>1</sup> 금융위원회, 2023. 2. 6.자, 「토큰 증권(Security Token) 발행·유통 규율체계 정비방안」

<sup>2</sup> <https://redheal.gitbook.io/whitepaper>, 2025. 5. 2. 최종 수정확인

<sup>3</sup> sec v. ripple labs inc u.s. district court southern district of new york no. 20-cv-10832

---

## II. REDH의 자본시장법상 증권성 존재 여부

### 1. REDH의 사용처 및 주요 기능

REDH는 가상자산 예치 및 담보 대출 서비스 등으로 구성된 디파이(DeFi) 서비스 기반의 “REDHeal 플랫폼(이하 “플랫폼”)”에서 기축통화적 성격으로 사용되는 토큰으로, REDH는 플랫폼 내에서 이루어지는 가상자산 예치에 대한 보상 수단, 가상자산 담보 대출 과정에서의 수수료 및 대출이자 지급 수단, 네트워크 내 의사결정 등에 사용되는 것으로 확인됩니다. 즉 불특정 다수의 이용자들은 REDH를 플랫폼 내의 주요 기능을 이용하기 위한 수단으로 취득하고 사용할 뿐, 어떠한 방식으로든 REDH를 통해 발행자 또는 다른 REDH 보유자와 수익을 발생시켜 이를 분배하는 것은 아닌 것으로 보이는데, 이하에서는 국내 금융당국의 가이드라인에 따라 상세히 그 증권성 여부를 검토하도록 하겠습니다.

### 2. 검토의견

#### 가. 증권의 정의 및 판단기준

자본시장법상 “증권”이란 ‘내·외국인이 발행한 금융투자상품<sup>4</sup>으로서 투자자가 취득과 동시에 지급한 금전, 그 밖의 가치가 있는 것(이하 ‘금전등’) 외에 어떠한 명목으로든 추가적인 지급의무를 부담하지 않는 것’을 말하고(자본시장법 제4조 제1항 참조), 증권은 채무증권, 지분증권, 수익증권, 투자계약증권, 파생결합증권, 증권예탁증권으로 6가지로 구분됩니다.

증권에 해당하는지 여부는 구체적인 사실관계와 제반사정(명시적 계약·약관·백서의 내용 및 묵시적 계약, 스마트 컨트랙트에 구현된 계약의 체결 및 집행, 수익배분 내용, 투자를 받기 위해 제시한 광고·권유의 내용 등)을 종합적으로 감안하며, 권리의 실질적 내용을 기준으로 개별 사안별로 판단하여야 하는데, 이러한 증권 중 채무증

---

<sup>4</sup> “금융투자상품”은 ‘이익을 얻거나 손실을 회피할 목적으로 현재 또는 장래의 특정 시점에 금전등을 지급하기로 약정함으로써 취득하는 권리로서 그 권리를 취득하기 위하여 지급하였거나 지급하여야 할 금전등의 총액이 그 권리로부터 회수하였거나 회수할 수 있는 금전등의 총액을 초과하게 될 위험이 있는 것’을 말합니다(자본시장법 제3조 제1항).

---

권, 지분증권, 수익증권, 파생결합증권, 증권예탁증권은 정형화된 증권으로 판단기준이 명확한 반면, 투자계약증권은 포괄적인 개념으로 인해 별도로 판단이 필요하므로 항을 나누어 REDH의 투자계약증권성과 나머지 증권성에 대해서 검토하겠습니다.

## 나. REDH의 채무증권, 지분증권, 수익증권, 파생결합증권, 증권예탁증권 해당성

### 1) 채무증권 해당성

채무증권이란 국채증권, 지방채증권, 특수채증권, 사채권, 기업어음증권, 그 밖에 이와 유사한 것으로서 지급청구권이 표시된 것을 말하는데(자본시장법 제4조 제3항), 주로 특정 날짜에 특정된 금액을 지급받을 권리가 표시된 유가증권을 의미합니다. REDH의 경우 그 보유자가 직접적으로 발행자에 대하여 특정시점에 대여금 등의 금전의 반환을 구하거나 그 이자 등의 지급을 청구할 수 있는 권리가 표시되었다고 보기는 어려우므로 채무증권에 해당하지 않는 것으로 판단됩니다.

### 2) 지분증권 해당성

지분증권이란 주권, 신주인수권이 표시된 것, 법률에 의하여 직접 설립된 법인이 발행한 출자증권, 상법에 따른 합자회사·유한책임회사·유한회사·합자조합·의명조합의 출자지분, 그 밖에 이와 유사한 것으로서 출자지분 또는 출자지분을 취득할 권리가 표시된 것을 말하는데(자본시장법 제4조 제4항), 대표적인 예는 주식입니다. 이와 관련하여 가상자산에 지분증권성이 인정되려면, 투자자가 가상자산을 취득하는 행위가 해당 가상자산 발행자의 지분을 취득하는 성질을 가지게 되고, 가상자산 보유자가 자신이 보유한 가상자산의 비율에 따라 발행자에 대해 수익을 청구할 수 있는 가능성이 존재해야 하며, 해당 가상자산의 전체 발행량의 변동이 발생하게 될 경우 투자자가 이에 부수하는 권리를 가질 수 있는 가능성이 있어야 합니다. REDH는 플랫폼 내 서비스 이용수단의 기능이 있을 뿐 그 보유자가 발행자에 대하여 출자를 하거나 출자지분에 따라 향후 이익을 분배 받게 되는 것은 아니라고 보이므로 지분증권에 해당하지 않는 것으로 판단됩니다.

### 3) 수익증권 해당성

수익증권이란 신탁업자가 금전신탁계약에 의해 발행한 수익증권, 집합투자업자가 투자신탁의 수익권을 균등하게 분할하여 발행한 수익증권, 그 밖에 이와 유사한 것으로서 신탁의 수익권이 표시된 것을 말하는데(자본시장법 제4조 제5항), 대표적인 예는 펀드(Fund)입니다. 이와 관련하여 가상자산에 수익증권성이 인정되려면, 투자자가 가상자산을 거래소 등에서 구입하는 행위가 ‘가상자산 발행자가 투자자들로부터 투자금을 모집한 후 그 투자금을 운용하고 그 운용실적으로서의 수익을 해당 가상자산 보유자들에게 돌려준다’는 금전신탁계약의 성질을 가져야 합니다. REDH의 경우 그 보유자와 발행자 사이에 어떠한 형태로든 신탁계약도 존재하지 않는 것으로 보이므로 수익증권에 해당하지 않는 것으로 판단됩니다.

### 4) 파생결합증권 해당성

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 말하는데(자본시장법 제4조 제7항), REDH는 소유자가 이를 판매하는 시점의 금액이 특정 기초자산의 지수에 연동되어 결정되지는 않는 것으로 보이므로 파생결합증권에 해당하지 않는 것으로 판단됩니다.

### 5) 증권예탁증권 해당성

증권예탁증권이란 자본시장법상 증권을 예탁받은 자가 그 증권이 발행된 국가 외의 국가에서 발행한 것으로서 그 예탁받은 증권에 관련된 권리가 표시된 것을 말하는데(자본시장법 제4조 제8항), 대표적인 예는 주식예탁증서(Depository Receipt)입니다. 이와 관련하여 가상자산에 증권예탁증권성이 인정되려면, 가상자산 발행자가 그 가상자산의 ‘원본’을 계약을 통해 예탁기관에 예치하고, 그 예탁기관이 발행자와의 예탁계약을 증명하는 징표를 발행하여 유통하여야 합니다. 그러나 REDH는 그 권리의 원본을 예탁하고 그 증표를 발행하여 유통하는 것은 아니라고 보이므로 증권예탁증권에 해당하지 않는 것으로 판단됩니다.

---

## 다. REDH의 투자계약증권 해당성

### 1) 투자계약증권의 정의

투자계약증권이란 특정 투자자가 그 투자자와 타인 간의 공동사업에 금전등을 투자하고 주로 타인이 수행한 공동사업의 결과에 따른 손익을 귀속받는 계약상의 권리가 표시된 것을 말하는데(자본시장법 제4조 제6항), 금융당국은 이와 관련하여 아래와 같은 판단기준을 제시하고 있습니다.

### 2) 금융당국이 제시하는 투자계약증권 판단기준 분석

금융당국은 특정 가상자산을 투자계약증권으로 판단하기 위한 요건으로 ① 투자자와 타인 사이의 공동사업이 존재할 것, ② 투자자가 공동사업에 금전등을 투자할 것, ③ 그 공동사업이 주로 투자자 아닌 타인에 의해 수행될 것, ④ 투자자가 공동사업 결과에 따른 손익을 귀속 받는 계약상 권리를 가질 것, ⑤ 투자자에게 이익 획득 목적이 있을 것, 총 5가지를 제시하고 있는데, 핵심 요소인 ‘공동사업성’, ‘공동사업의 타인 수행성’, ‘공동사업의 결과에 따른 손익 귀속성’에 대해 자세히 분석하겠습니다.

#### 가) 공동사업성

공동사업이란 투자자간 수익에 관한 사항을 정하는 형태(수평적 공동)와 투자자와 사업주체인 타인 사이의 수익에 관한 사항을 정하는 형태(수직적 공동)을 모두 포함하는 개념입니다. 가상자산 영역에서의 수평적 공동은 가상자산 보유자, 즉 홀더들 사이의 수익 배분에 관한 사항을 의미하는 것이고, 수직적 공동은 가상자산 보유자와 발행자 사이의 수익 배분에 관한 사항을 의미하는 것으로 해석할 수 있습니다.

## 나) 공동사업의 타인 수행성

공동사업의 타인 수행성이란 공동사업에서 투자자 아닌 타인의 노력이 사업의 성패를 좌우할 정도로 경영상 중대한 것을 말하는데, 투자자 아닌 타인이 공동사업의 모든 영역을 수행하지 않더라도, 투자자 아닌 타인과 투자자 사이에 사업관련 대부분 사항에 관한 정보비대칭성이 있는 경우 또는 투자자 외의 사업 관여 주체<sup>5</sup>의 공동적인 노력이 있는 경우에는 ‘공동사업의 타인 수행성’이 인정될 수 있습니다. 가상자산 영역에서의 공동사업의 타인 수행성은 ‘가상자산 보유자가 발행자 등 사업주체와 수익 분배에 관한 사항을 정하였으나 가상자산 보유자는 해당 가상자산을 보유하는 것 외에 특별한 노력을 하지 않는 반면, 발행자 등 사업주체는 최소기능제품(MVP, Minimum Viable Product) 개발, 마일스톤(Milestone)의 달성 등 사업의 성공을 위한 노력을 하는 형태’로 나타날 수 있을 것으로 보입니다.

## 다) 공동사업 결과에 따른 손익 귀속성

공동사업 결과에 따른 손익 귀속성이란 투자자 아닌 타인이 투자자의 금전등으로 공동사업을 수행하고, 투자자에게 사업에서 발생한 매출이익에 비례 이익 또는 이를 환산한 이익을 분배하는 것을 말하는데, 투자자가 투자자 아닌 타인에 대하여 공동사업의 결과에 따라 손익을 귀속 받을 수 있는 계약상 권리를 가져야 합니다. 이러한 계약상 권리는 주로 특정 시기, 특정 조건 달성 시 손익을 귀속 받기로 하는 명시적 묵시적 약정<sup>6</sup>에 근거한 수익 청구권의 부여 방식으로 구현될 것입니다. 가상자산 영역에서의 공동사업 결과에 따른 손익 귀속성은 ‘가상자산 보유자가 가상자산 발행의 원인 또는 기반이 된 사업의 성과로 인해 해당 가상자산 발행자 또는 이해관계인에게 사업 성과에 따른 수익을 청구할 수 있는 구체적인 권리를 가지는 것 형태’로 나타날 수 있을 것으로 보이며, 이러한 구체적인 권리는 주로 스마트 컨트랙트를 통해 이행될 가능성이 높습니다.

<sup>5</sup> 사업주체가 형식적으로만 분리되어 있는 경우, 동일한 사업주체로 간주될 수 있습니다.

<sup>6</sup> 대한민국 민법상 제3자를 위한 계약(민법 제539조) 유사 형태를 통해 투자자에게 수익을 귀속하는 형태를 포함합니다.

---

### 3) 리플(XRP)의 증권성 여부에 대한 미국 법원의 판단

---

미국 증권거래위원회(U.S. Securities and Exchange Commission, 이하 ‘SEC’)는 Ripple Labs, Inc.(이하 ‘리플랩스’)가 발행하고 유통한 가상자산인 리플(XRP, 이하 ‘XRP’)이 투자계약증권이라고 판단하고 지난 2020. 12.경 리플랩스를 상대로 공모절차 누락 등을 이유로 소송을 제기하였습니다.

이에 뉴욕지방법원(United States District Court for the Southern District of New York)은 이른바 하위테스트(Howey Test)를 기반으로 XRP의 증권성 여부를 판단하였는데, 2023. 7.경 “리플랩스가 기관투자자들에게 XRP를 판매·유통한 행위는 연방증권법 위반(미등록 증권 불법 판매·유통)이지만, 리플랩스가 가상자산거래소에서 일반 투자자들에게 XRP를 판매·유통한 행위와 리플랩스의 직원 및 제3자에게 서비스를 제공받는 대가로 XRP를 유통한 행위에서는 XRP를 증권으로 볼 수 없어 해당 부분은 연방증권법 위반이 아니다”는 취지로 약식 판결하였습니다<sup>7</sup>.

---

위 판단의 주된 논거는, ① 가상자산거래소에서의 판매·유통은 판매자와 구매자가 누구인지 알 수 없으므로 거래자들이 구매를 위해 지불한 금액이 실제로 발행사에 전달되었는지 알 수 없는 구조였고, ② 발행사가 가상자산거래소에서 가상자산을 구매한 일반투자자들과 의무보호예수(lock up)이나 재매매 제한(resale restriction), 면책(indemnification) 등과 같은 내용이 담긴 계약을 체결한 적이 없으며, ③ 일반투자자들은 기관투자자들이 받았던 사업 계획 관련 자료를 전달받지 못하는 등 사업계획을 이해하지 못했기에 발행사에 수익을 기대했다고 볼 수 없다는 것이었습니다. 현재 이에 관한 재판 등의 절차는 계속 중<sup>8</sup>이지만, 위와 같은 법원의 판단은 국내외 가상자산의 증권성 판단에 큰 기준점이 된다고 할 것입니다.

---

<sup>7</sup> sec v. ripple labs inc u.s. district court southern district of new york no. 20-cv-10832

<sup>8</sup> 2025. 5. 7. 현재 SEC 측의 최종적인 소송 철회 등이 확정되지 않은 것으로 확인됩니다.



4) 소결: REDH는 보유자와 발행자 사이의 공동사업을 전제로 하고 있지 않고, 구매자들은 플랫폼에서 대출 수수료 및 이자 납부 등 목적으로 이를 사용할 뿐 발행사의 사업의 성과에 따른 수익을 귀속 받지도 않으므로, 자본시장법상 투자계약 증권에 해당하지 않는다고 판단됩니다.

금융당국은 가이드라인을 통해 ‘디지털자산에 표시된 권리가 없거나 사업 수익에 대한 투자자의 권리가 없는 경우’, ‘현재 또는 미래의 재화·서비스의 소비·이용을 목적으로 발행되고 사용되는 경우’를 증권에 해당할 가능성이 낮은 경우의 예시로서 제시하고 있는데, REDH에는 플랫폼에서의 대출 수수료 및 이자 납부 수단과 네트워크 내의 의사결정 수단 등 기축통화적 성격 외에는 투자계약 성질의 청구권이 부여되어 있지 않은 것으로 보입니다. 즉 REDH 보유자는 플랫폼 내에서 가상자산 담보대출 수수료 및 대출이자 납부 수단, 네트워크 내 의사결정에 참여하기 위해 REDH를 구입하고 사용할 뿐, 이를 매개로 발행자의 사업에 투자한다고 인식하는 것은 아니며, REDH 구입을 통해 발행자에게 사업으로 발생한 수익을 청구할 수 있는 권리를 갖게 된다거나 이러한 권리를 기대하게 되는 것은 아니라고 판단됩니다.

앞서 기재한 SEC와 리플랩스 사이의 재판의 결과를 고려하였을 때, REDH의 발행사와 일반 투자자들 사이에서 REDH에 관하여 의무보호예수(lock up), 재매매 제한(resale restriction), 면책(indemnification) 등과 같은 내용이 담긴 계약을 체결하거나 REDH의 자체적인 기능을 통해 위와 같은 제한을 적용 받은 사실이 없음이 확인된다면 해당 투자자들로서는 REDH 발행사에 대하여 어떠한 사업적 수익 분배를 기대하지는 않았다고 보는 것이 타당하다고 판단됩니다. REDH는 주로 가상자산거래소에서 구입 또는 교환할 수 있을 것으로 보이는데<sup>9</sup>, 일반 가상자산거래소에서는 판매자와 구매자가 누구인지 알 수 없으며 해당 구매 대금이 발행사에게 귀속되었는지 여부도 알 수 없습니다. 또한 일반투자

<sup>9</sup>2025. 5. 7. 현재 REDH의 거래가 가능한 가상자산거래소는 확인되지 않습니다.

---

자들은 발행사와 의무보호예수(lock up)이나 재매매 제한(resale restriction), 면책(indemnification) 등과 같은 내용이 담긴 계약을 체결하거나 REDH의 자체적인 기능을 통해 위와 같은 제한을 적용 받은 사실이 없다고 보이므로 일반 투자자들로서는 REDH 발행사에 대하여 어떠한 사업적 수익 분배를 기대하지는 않았다고 보는 것이 타당합니다.

결국 REDH는 그 보유자와 발행자 사이에 직·간접적 공동사업 약정 및 공동사업 결과에 따른 손익 귀속에 관한 약정이 존재하지 않아 개념상은 물론, 금융당국이 제시한 예시인 ‘디지털자산에 표시된 권리가 없거나 사업 수익에 대한 투자자의 권리가 없는 경우’에 해당하고, 단순히 서비스 이용의 대가로서만 존재하므로 ‘현재 또는 미래의 재화·서비스의 소비·이용을 목적으로 발행되고 사용되는 경우’에 해당하는 등 투자계약증권에 해당하지 않는 것으로 판단됩니다.

### III. 가상자산이용자보호법 위반 여부

2024. 7. 19.자로 시행된 가상자산이용자보호법은 법률상 가상자산사업자에 대하여 예치금 예탁 의무화, 콜드월렛(Cold Wallet) 보관 비율 확대 등 이용자의 자산 보호 의무를 부과하고, 미공개 중요정보 이용 행위, 시세조종 행위 등 부정거래행위에 대한 처벌을 가능하게 하는 것을 그 핵심 내용으로 합니다. 이와 관련하여 발행사인 귀사가 향후 REDH를 대한민국의 가상자산거래소에 상장하여 일반 거래가 가능하게 될 경우에는, REDH에 대해서 대한민국의 가상자산이용자보호법이 적용되고, 이에 따라 귀사 및 귀사의 임직원은 가상자산이용자보호법에 따라 미공개 중요정보를 이용하여 REDH를 거래하거나 REDH에 대한 시세조종행위를 하여서는 안 된다는 점을 참고해주시기 바랍니다.

### IV. 결론

이상을 종합하면 REDH는 자본시장법상 증권에 해당하지 않아 자본시장법 위반 가능성은 낮을 것으로 판단됩니다.

이상과 같이 의견을 드리오니 이에 관하여 추가로 문의하실 사항이 있으시다면 언제든지 연락주시기 바랍니다.

蒼天 법무법인 | 창천

변 호 사 현 지 혜



변 호 사 도 기 화



이 의견서는 의뢰인께서 제공한 자료 등에 나타나 있는 사실과 쟁점에 국한하여 의뢰인의 업무 처리와 판단에 도움을 드리기 위한 목적으로 작성되었습니다. 이 의견서에서 검토하고 있는 사항은 의뢰인의 질의내용에 기재된 것에 한정되며, 추후 위 사실이 법원의 재판 대상이 되는 경우 저희의 의견과 달리 판단될 가능성을 배제할 수 없습니다. 또한 이 의견서는 위와 다른 용도로 또는 의뢰인 이외의 제3자가 사용할 수 없으며, 의뢰인께서 제3자에게 이 의견서 또는 사본을 제공하고자 하실 때에는 반드시 저희 법무법인의 동의를 받으시기 바랍니다.