디지털 자산

이더리움 현물 ETF 승인 전망과 쟁점 분석

분석의 기본 가정
- 2/26일까지 발표된 데이터로 판단
- 기존 시나리오에 영향을 주는 새로운 판례/데이터 입수 시 업데이트 예정

디지털자산 담당 임민호
T.02)2004-9911/ leem.min-ho@shinyoung.com

이더리움 현물 ETF 관련 주요 쟁점과 승인 가능성 점검

이 보고서에서는 비트코인 현물 ETF 승인 논리를 바탕으로 1) 이더리움 현물 ETF와 관련된 주요 쟁점을 정리하고 2) SEC의 관점에서 이더리움 현물 ETF의 승인 가능성을 점검해 보았음

SEC, 2025년까지 이더리움 현물 ETF 승인 예상

SEC는 2025년까지 이더리움 현물 ETF를 승인할 것으로 예상됨. SEC는 이더리움을 증권으로 주장하기 어려운 상황이며 이더리움 CME 선물과 현물 시장 간의 상관성이 결국 SEC의 기준에 부합할 가능성이 높기 때문. 승인 거부 시 소송으로 이어질 수 있는 가능성도 SEC에게는 부담 요인. 다만, 스테이킹이 포함된 형태의 ETF는 현재 SEC의 체계에서 승인이 어려울 것으로 보임

SEC의 5월 승인 가능성 40%로 평가

시장의 관심은 5월 이더리움 현물 ETF 승인 여부. 당사는 5월 SEC의 이더리움 현물 ETF 승인 가능성을 40% 수준으로 추정. 5월 승인 가능성을 평가할 때는 SEC의 현재 상황도 고려해야 함. 이더리움과 SEC가 증권으로 간주한 가상자산들 간에 구분이 모호한 속성이 존재해 코인베이스와 소송 중인 SEC는 이더리움의 법적 성격에 대해 명확한 입장을 제시하기 어려운 상황. SEC가 5월 이더리움 현물 ETF를 전격적으로 승인할 가능성도 존재하지만 1) 기준 대비 낮은 이더리움 CME 선물과 현물 시장 간 상관성, 2) 지분 증명 방식 및 ETF의 중앙화 위험에 따른 증권거래법 6(b)(5) 불충족 등을 근거로 승인을 거절할 가능성이 더 높다고 판단됨

5월 23일 전 이더리움 강세 트레이딩의 되돌림 가능성. 중장기적 흐름은 긍정적

최근 시장에서는 덴쿤 업그레이드(3/13), SEC의 이더리움 현물 ETF 승인 가능성(5/23) 등을 반영해 이더리움의 상대적 강세 흐름이 나타나고 있음. 앞서 제시한 기본 시나리오에 근거하여 5월 23일 전 이러한 흐름의 되돌림이 나타날 가능성도 존재함. 다만 견조한 비트코인 현물 ETF 수급, 반감기 이벤트, 하반기 연준의 기준 금리 인하 가능성 등 가상자산 시장에 우호적인 환경과 이더리움 네트워크의 펀더멘탈 개선이 나타나면서 가격 자체의 하방 압력은 제한적일 것으로 판단. 시장은 점차 2025년 이더리움 현물 ETF 승인 가능성과 효과를 가격에 반영해 나갈 것

이더리움 현물 ETF 승인 가능성 점검

비트코인 현물 ETF 승인 이후 가상자산 시장 참가자들의 관심은 이더리움 현물 ETF 승인 여부에 쏠려 있다. 이더리움 현물 ETF도 비트코인 현물 ETF 사례처럼 일괄 승인될 가능성이 높기 때문에 가장 먼저 돌아오는 최종 심사 기일인 5월 23일에 대한 기대가 커지고 있다.

이 보고서에서는 비트코인 현물 ETF 승인 논리와 이더리움 현물 ETF와 관련된 쟁점을 정리하고 SEC 관점에서 이더리움 현물 ETF 승인 가능성을 점검해 보았다.

도표 1. SEC의 이더리움 현물 ETF 관련 일정

회사	상품	관보 게시일	1 차 마감	2 차 마감	3 차 마감	SEC 최종 마감일
VanEck	VanEck Ethereum ETF	23.9.6	23.11.10 (연기)	23.12.25 (연기)	24.3.24	**24.5.23**
Ark & 21Shares	ARK 21Shares Ethereum ETF	23.9.6	23.11.11 (연기)	23.12.26 (연기)	24.3.25	24.5.24
Hashdex	Hashdex Nasdaq Ethereum ETF	23.9.20	23.11.17 (연기)	24.1.1 (연기)	24.3.31	24.5.30
Grayscale	Grayscale Ethereum Trust (전환)	23.10.2	23.12.6 (연기)	24.1.20 (연기)	24.4.19	24.6.18
Invesco	Invesco Galaxy Ethereum ETF	23.10.20	23.12.23 (연기)	24.2.06 (연기)	24.5.6	24.7.5
BlackRock	IShares Ethereum Trust	23.11.21	24.1.25 (연기)	24.3.10	24.6.8	24.8.7
Fidelity	Fidelity Ethereum Fund	23.11.17	24.1.21 (연기)	24.3.5	24.6.3	24.8.2
Franklin Templeton	Franklin Ethereum Trust	-	-	-	-	-

자료 : Bloomberg Intelligence, SEC.gov, 신영증권 리서치센터

(1) 비트코인 현물 ETF 승인 사례를 통해 살펴본 SEC의 승인 조건

비트코인 현물 ETF 승인 논리 선제적 이해 필요

이더리움 현물 ETF 승인 가능성을 판단하기 위해서는 SEC가 비트코인 현물 ETF를 승인한 핵심 논리를 이해하는 것이 필수적이다. 비트코인 현물 ETF는 사실상 DC 법원의 그레이스케일-SEC 소송 판결에 의해 승인되었기 때문에 해당 판결과 SEC의 승인 논리를 종합적으로 이해하는 것이 중요하다.

현물 ETF 승인 핵심은 증권 거래법 제6(b)(5)항 규정 충족 여부

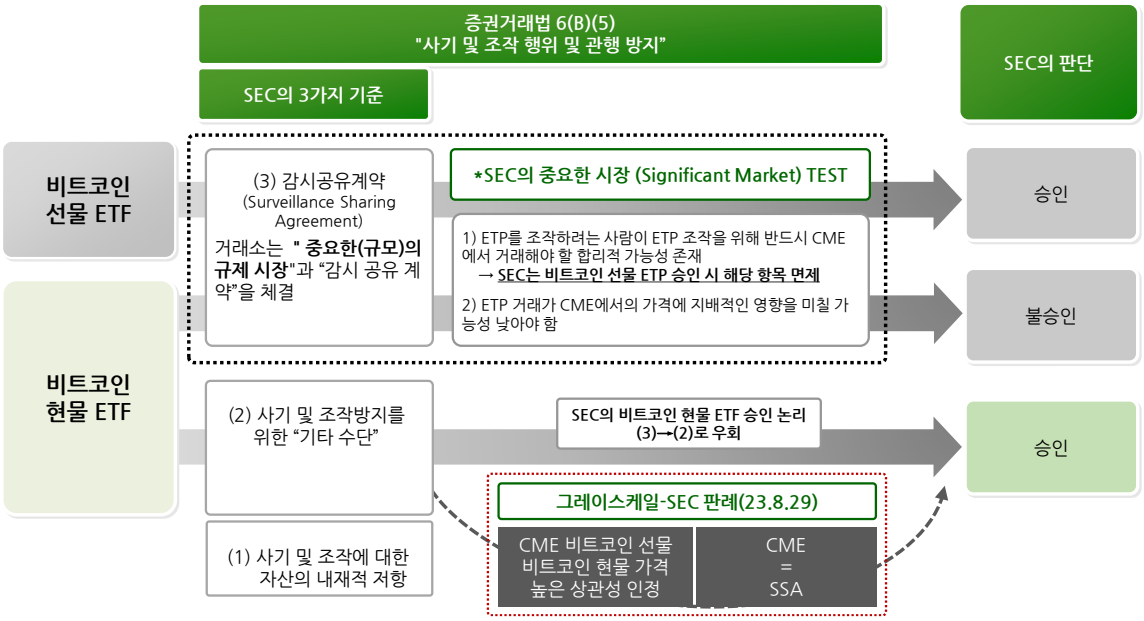
SEC는 규제된 거래소가 없는 비트코인 현물 시장의 조작 가능성을 우려해 비트코인 현물 ETF 승인을 거부해왔다. 반면 비트코인 선물 ETF는 상장 거래소와 CME 간 감시공유계약을 통해 사기 및 시장 조작을 사전에 예방할 수 있다는 논리로 승인되었다.

비트코인 현물 ETF 승인의 핵심은 시장에서의 사기 및 조작 가능성을 방지하기 위한 증권거래법 제6(b)(5)항의 규정을 충족시키는데 있다. SEC는 6(b)(5) 조항 충족 요건으로 (1) 사기 및 조작에 대한 자산의 내재적 저항 (2) 사기, 조작 방지를 위한 기타 수단, (3) 중요한 규모의 규제 시장과의 감시공유계약을 제시했다.

SEC는 CME 선물 시장을 비트코인 현물 ETF에 대한 중요한 규모의 시장으로 인정X

비트코인 현물 ETF 발행사들은 선물 ETF 승인 사례처럼 "CME와의 감시공유계약"을 통해 세 번째 요건을 만족시키려 했지만 SEC는 CME 비트코인 선물 시장을 비트코인 현물 ETF에 대한 "중요한 규모의 규제 시장"으로 인정할 수 없다고 판단하며 승인을 거부했다.

도표 2. SEC의 비트코인 선물/현물 ETF 승인 과정 구조도



자료 : 신영증권 리서치센터

그레이스케일 SEC에 소송 제기

그레이스케일은 비트코인 현물 ETF가 SEC가 승인한 비트코인 선물 ETF와 실질적으로 동일하다며 SEC에 소송을 제기했다. 1) 비트코인 현물 시장과 CME 비트코인 선물시장은 높은 상관관계가 존재하기 때문에 2) CME와의 감시공유계약을 통해 시장의 사기 및 시장조작 행위를 간접적으로 탐지할 수 있다는 주장이다.

그레이스케일 승소

법원은 1) 비트코인 현물시장과 CME 선물 시장간 높은 상관관계가 있고, 2) CME와의 감시공유계약은 비트코인 현물 시장과 CME 선물시장에서 사기 및 조작 행위를 탐지할 가능성이 동일하다고 결론 내리고 SEC의 결정이 부당하다고 판결했다.

SEC, (3)에서 (2)로 판단 논리 변경 비트코인 현물 ETF 승인

SEC는 제6조(b)(5)항의 법적 의무 판단 논리를 (3) 중요한 규모의 규제 시장과의 감시공유계약에서 (2) 사기, 조작 방지를 위한 기타 수단으로 변경해 비트코인 현물 ETF를 승인했다. SEC는 CME선물 시장이 여전히 "중요한 시장" 기준을 충족하지 못하더라도 비트코인 CME 선물 시장과 현물 시장 간의 일관되고 높은 상관성이 존재해 사기 및 조작 방지를 위한 수단이 있다고 판단했다. 다만 SEC는 거래소와 코인베이스의 감시공유계약을 제외할 것을 요구했다.

가상자산 현물 ETF 승인 선제 조건 세 가지

이 과정에서 도출할 수 있는 미국 내 가상자산 현물 ETF 승인의 선제 조건은 1) 가상자산의 법적 성질(비증권성)과 속성이 비트코인과 동일 하고 2) 규제 선물 시장이 존재하며 3) SEC가 제시한 기준에 따라 현물 시장과 규제된 선물 시장 간의 일관되고 높은 상관성이 검증되어야 한다는 것이다.

도표 3. SEC 비트코인 현물 ETF 19b-4 주요 내용

원문	주요 내용
And because the CME's surveillance can assist in detecting those impacts on CME bitcoin futures prices, the Exchanges' comprehensive surveillance-sharing agreement with the CME—a U.S. regulated market whose bitcoin futures market is consistently highly correlated to spot bitcoin, albeit not of "significant size" related to spot bitcoin—can be reasonably expected to assist in surveilling for fraudulent and manipulative acts and practices in the specific context of the Proposals.	**거래소가 현물 비트코인과 관련된 "중요한 규모"는 아니지만** CME의 감시가 CME 비트코인 선물 가격에 미치는 영향을 감지하는 데 도움이 될 수 있기 때문에, 비트코인 선물 시장과 지속적으로 높은 상관관계를 가지고 있는 **미국 규제 시장인 CME와 포괄적인 감시 공유 계약을 체결한 것은** 제안의 특정 맥락에서 **사기 및 조작 행위 및 관행에 대한 감시에 도움이 될 것으로 합리적으로 기대할 수 있다.**
The robustness of the Commission's correlation analysis rests on the pre-requisites of (1) the correlations being calculated with respect to bitcoin futures that trade on the CME, a U.S. market regulated by the CFTC, (2) the lengthy sample period of price returns for both the CME bitcoin futures market and the spot bitcoin market, (3) the frequent intra-day trading data in both the CME bitcoin futures market and the spot bitcoin market over that lengthy sample period, and (4) the consistency of the correlation results throughout the lengthy sample period.	위원회의 상관관계 분석의 견고성은 (1) CFTC에 의해 규제되는 미국 시장인 CME에서 거래되는 비트코인 선물과 관련하여 계산되는 상관관계, (2) **CME 비트코인 선물 시장과 현물 비트코인 시장 모두의 가격 수익률의 긴 표본 기간,** (3) CME 비트코인 선물 시장과 현물 비트코인 시장 모두에서 그 긴 표본 기간 동안의 **빈번한 하루 내 거래 데이터**, (4) **긴 표본 기간 동안의 상관관계 결과의 일관성의 전제조건에 달려 있다.**
Nasdaq's and BZX's amended filings (see supra notes 6-13) removed any statements regarding such potential agreements. Because those amended filings no longer reference these agreements, and because the Commission finds that other means have been demonstrated to satisfy the Exchange Act Section 6(b)(5) statutory obligation that an exchange's rules be designed to prevent fraudulent and manipulative acts and practices, the surveillance-sharing agreements with Coinbase are not a basis for approval.	나스닥과 BZX의 수정된 제출물(6-13 참조)은 그러한 잠재적 계약에 관한 모든 진술을 제거했다. 수정된 서류는 더 이상 이러한 계약을 참조하지 않으며, 위원회는 사기 및 조작 행위와 관행을 방지하기 위해 거래소의 규칙을 설계해야 한다는 거래소법 제6조(b)(5)항의 법적 의무를 충족하기 위해 다른 수단이 입증되었다고 판단하기 때문에, 코인베이스와의 감시 공유 계약은 승인의 근거가 되지 않는다.

자료 : SEC, 신영증권 리서치센터

(2) SEC가 바라보는 이더리움의 법적 성격과 속성

현재 미국에서 현물 ETF 출시가 가능한 가상자산은 CME 선물이 존재하는 이더리움이 유일하다. 이더리움의 1) 법적 성격과 속성 2) CME 선물 시장과 현물 시장 간의 상관성이 SEC의 기준에 부합한지 살펴볼 것이다.

이더리움에 대한 SEC의 인식을 알기 위해서 역사적 흐름 고려

이더리움 현물 ETF 승인 여부를 결정하는 핵심 요소 중 하나는 이더리움의 법적 성격 및 속성이다. 2022년 이더리움의 네트워크 합의 알고리즘이 변화했기 때문에 SEC의 이더리움 속성에 대한 인식은 역사적 맥락을 통해 판단할 필요가 있다. 이더리움은 2014년 ICO 이후 이더리움 개발팀의 개발과정을 거쳐 2015년 탄생했기 때문에 증권성에 대한 논쟁이 지속됐다. 핵심 논점은 "투자자들이 이더리움 네트워크 개발팀의 노력에 의존해 이익을 기대하고 있었는지 여부"이다.

2018년 힌만 연설 이더리움 증권이 아닌 근거 이더리움의 네트워크의 분산성

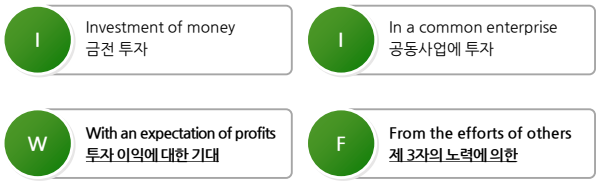
2018년 6월 윌리엄 힌먼 SEC 기업금융 국장은 야후 파이낸스 주최 서밋에서 비트코인과 이더리움을 증권으로 보지 않는다고 발언했으며 핵심 근거로 '네트워크의 분산성'을 들었다. 네트워크와 토큰이 충분하게 분산되어 있다면 이더리움, 비트코인 구매 행위는 제3자의 노력에 의한 이익을 기대하는 것이 아니라 "네트워크를 사용하고 참여하기 위한 목적"으로 볼 수 있다는 것이다.

하지만 2022년 9월 이더리움 네트워크 방식이 작업증명 방식(Proof of Work, PoW)에서 지분증명방식(Proof of Stake, PoS)으로 전환되면서 SEC가 이더리움의 속성을 다르게 볼 수 있는 가능성이 발생했다.

게리 겐슬러 위원장은 POS 블록체인의 증권성 주장

게리 겐슬러 SEC 위원장은 지분증명 방식 블록체인이 증권 범위에 포함될 수 있다는 견해를 밝혔다. 스테이킹 메커니즘 구조는 "투자자들이 제3자 노력(예: 스테이킹 풀 운영자, 검증자)에 의해 발생하는 수익을 기대한다"는 하위 테스트를 충족시킬 수 있다는 것이다. SEC가 코인베이스, 크라켄 등 거래소들의 스테이킹 서비스 프로그램을 증권법 위반으로 기소한 것은 같은 맥락으로 해석이 가능하다.

도표 4. 미국 하위 테스트 (Howey Test)



자료 : 신영증권 리서치센터

도표 5. 윌리엄 힌먼 전 SEC 기업금융 국장의 하위테스트 적용

요건	비트코인	이더리움 (PoW)
증권성 여부	증권성 불인정	증권성 불인정
금전 투자	해당	해당
공동사업에 투자	해당X 채굴자간 명확한 경쟁으로 탈중앙화 되어있어 공동사업 없음	해당X 공동사업성이 없을 정도로 분산화
제3자의 노력으로	탈중앙성 인정 해당 없음 강하게 추정	탈중앙성 인정 해당 없음 추정
투자 이익 기대	해당 가능성 추정	해당 가능성 추정

자료 : 신영증권 리서치센터

SEC의 인식
: 미국에 집중된
이더리움 노드 네트워크

또한, SEC는 가상자산 유튜버 이안 발리나를 미등록 ICO 홍보 혐의로 기소하면서 이더리움 블록체인 상의 노드 네트워크에 의해 검증된 거래가 미국에서 발생했다고 주장했다. 이더리움 노드 네트워크가 미국에 집중됐기 때문에 거래가 미국에서 발생한 것으로 간주해 발리나에게 소송을 제기할 권리가 있다는 주장이다.

소수에 집중된 스테이킹풀
전체 블록의 40%
OFAC의 검열
→ 이더리움의 중앙화 위험

현재 스테이킹 풀은 리도, 코인베이스, 크라켄, 바이낸스 등 주요 검증업체와 프로토콜에 집중되어 있으며 주로 미국에 위치해 있다. 전체 이더리움 유통양의 25%인 3,066만개가 스테이킹되어 있으며, 전체 블록의 40% 이상 MEV-Boost를 통해 재무부 OFAC의 검열을 받고 있다.

이는 광의적 관점에서 힌먼이 제시한 '네트워크의 분산성'에 영향을 줄 수 있는 요인으로 볼 수 있으며 SEC는 지분증명방식으로 전환된 이더리움 메커니즘의 부분적 증권성과 중앙화 위험을 인지하고 있는 것으로 보인다.

도표 6. 작업증명 방식과 지분증명 방식 비교

	작업증명 (Proof of Work)	지분증명 (Proof of Stake)
블록 생성 권한 결정	연산력(채굴 참여)	지분 보유량
초기비용	채굴 하드웨어 구입	지분 구입
탈중앙성	높음	중간
보안	높음	중간
속도	느림	빠름
보상	블록당 보상 + 수수료	수수료

자료 : 신영증권 리서치센터

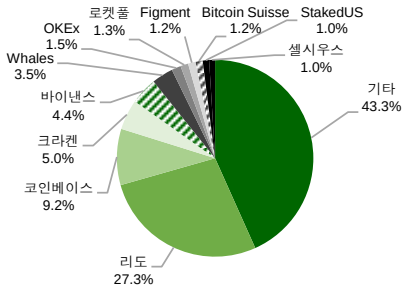
도표 7. SEC의 이안 발리나 공소장 69번째 문단

69. The U.S.-based investors in Balina's pool irrevocably committed to the transaction when, from within the United States, they sent their ETH contributions to Balina's pool. At that point, their ETH contributions were validated by a network of nodes on the Ethereum blockchain, which are clustered more densely in the United States than in any other country. As a result, those transactions took place in the United States.

70. As alleged below, the SPRK tokens that Balina distributed to the pool were securities under federal law. Balina included a disclaimer in the online form that his investing pool participants were required to complete, stating that the offering may constitute an "unregistered securities offering." Balina received the SPRK tokens from Sparkster with the

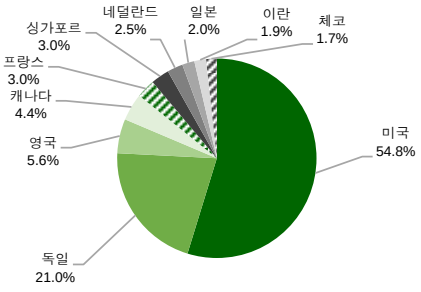
자료 : 신영증권 리서치센터

도표 8. 이더리움 스테이킹 풀 구성



자료 : Etherscan, 신영증권 리서치센터
주: 2/23 기준

도표 9. 국가별 이더리움 노드 분포



자료 : Etherscan, 신영증권 리서치센터
주: 2/23 기준

SEC의 우려는 이더리움 현물 ETF 관련 문서에서도 나타남

SEC의 우려는 이더리움 현물 ETF 관련 문서에서도 나타난다. SEC는 그레이스케일의 이더리움 현물 ETF 승인을 연기하면서 사기 및 조작 취약성에 대한 우려를 야기할 수 있는 이더리움 및 생태계의 특정 기능 여부에 대한 공개 의견을 요청했다. SEC는 지분 증명 합의 메커니즘과 소수 개인/주체에 집중된 통제력/영향력을 언급했는데 이러한 특징을 문서에 명시한 것은 이례적이다. 이는 SEC가 비트코인과 다른 이더리움 고유의 특징을 증권법 제6(b)(5) 관점에서 검토하고 있다는 것을 알 수 있다.

도표 10. SEC, 그레이스케일/인베스코 갤럭시의 이더리움 현물 ETF 연기 시 이더리움 POS 및 중앙 집중성에 대한 질문 포함

원문	주요 내용
The Exchange raises substantially similar arguments to support the listing and trading of the Shares as those made in proposals to list and trade spot bitcoin exchange-traded products ("Bitcoin ETPs"). **Do commenters agree that arguments to support the listing of Bitcoin ETPs apply equally to the Shares?** Are there particular features related to ETH and its ecosystem, including its proof of stake consensus mechanism and concentration of control or influence by a few individuals or entities, that raise unique concerns about ETH's susceptibility to fraud and manipulation?	거래소는 상장/거래하기 위한 논리로 비트코인 ETP와 실질적으로 유사한 주장을 제기한다. **비트코인 ETP 상장을 지지하는 주장이 이번에도 동일하게 적용된다는 것에 동의하는가?** **사기 및 조작에 대한 이더리움의 취약성에 대해 고유한 우려를 불러일으키는 이더리움 및 생태계와 관련된 특정 기능(지분 증명 합의 메커니즘과 소수 개인/단체에 의해 집중된 통제력/영향력 등을 포함)이 있는가?**

자료 : SEC, 신영증권 리서치센터

아크, 프랭클린템플턴은 스테이킹 포함 ETF 가능성 시사

한편 아크 & 21쉐어스와 프랭클린템플턴은 이더리움 현물 ETF S-1 등록 신고서에 제3자 스테이킹 업자를 통한 신탁 자산의 스테이킹 가능성을 잠재적 위험 요소로 포함시켰다. 이는 이더리움 스테이킹을 포함한 ETF 설계를 계획하고 있다는 것을 의미한다. 이는 코인베이스와 소송을 진행하고 있는 SEC의 이더리움 현물 ETF 승인에 대한 승인 판단을 어렵게 만드는 요인이다.

도표 11. 아크 & 21쉐어스, S-1 수정본에 신탁의 스테이킹 위험 추가

원문	주요 내용
[Risks associated with the Sponsor staking a portion of the Trust's assets.] **The Sponsor may, from time to time, stake a portion of the Trust's assets through one or more trusted Staking Providers.** The Sponsor generally expects to stake ether tokens from the Trust's Cold Vault Balance. In consideration for any staking activity in which the Trust may engage, the Trust would receive certain staking rewards of ether tokens, which may be treated as income to the Trust. The amount of ether the Trust may receive as reward for its staking activity can vary significantly. **Staking activity comes with a risk of loss of ether tokens**. Staked assets are not subject to the protections enjoyed by depositors with FDIC or SIPC member institutions. The Trust may also be subject to "slashing" penalties. Slashings occur when a validator attests to two different histories of the chain and penalties occur when a validator is offline for a prolonged period of time. In combination, they deter malicious validators from attacking blockchains. The Sponsor believes that the Staking Providers are reputable and will not engage in harmful behavior that could lead to slashing or penalties. In addition, each Staking Provider with which the Sponsor engages in staking activity with respect to the Trust's assets must represent to the Trust that it maintains sufficient insurance coverage to cover any slashing penalties incurred with respect to staked assets of the Trust.	[신탁 자산의 일부를 스테이킹하는 것에 관련된 위험들] **스폰서는 때때로 하나 이상의 신뢰할 수 있는 스테이킹 제공업체를 통해 신탁 자산의 일부를 스테이킹할 수 있다**. 스폰서는 일반적으로 신탁의 Cold Vault에서 이더리움 토큰을 스테이킹할 것으로 예상된다. 스테이킹 활동에 대한 대가로 신탁은 특정 스테이킹 보상을 이더리움 토큰으로 받게 되며, 이는 신탁의 수입으로 처리될 수 있다. 신탁이 스테이킹 활동을 통해 받을 수 있는 이더의 양은 변동될 수 있다. **스테이킹 활동에는 이더리움 토큰의 손실 위험이 있다**. 스테이킹된 자산은 FDIC 또는 SIPC 회원 기관의 예금자가 누리는 예금자 보호를 받지 못한다. 신탁은 또한 "삭감(Slashing) 처벌을 받을 수 있다. 슬래싱은 검증인이 체인의 서로 다른 두가지 내역을 증명할 때 발생하며, 검증인이 장기간 오프라인 상태일 때 벌금이 부과된다. 이는 악의적인 검증자가 블록체인을 공격하는 것을 방지한다. 스폰서는 스테이킹 공급자가 평판이 좋으며 삭감이나 처벌로이어질 수 있는 유해한 행동을 하지 않을 것이라고 믿는다. 또한, 스폰서가 신탁의 자산과 관련하여 **스테이킹 활동에 참여하는 모든 스테이킹 제공업체는 스테이킹된 자산과 관련하여 발생하는 모든 벌금을 충당할 수 있는 충분한 보험 예산을 유지하고 있음을 신탁에 표명해야 한다.**

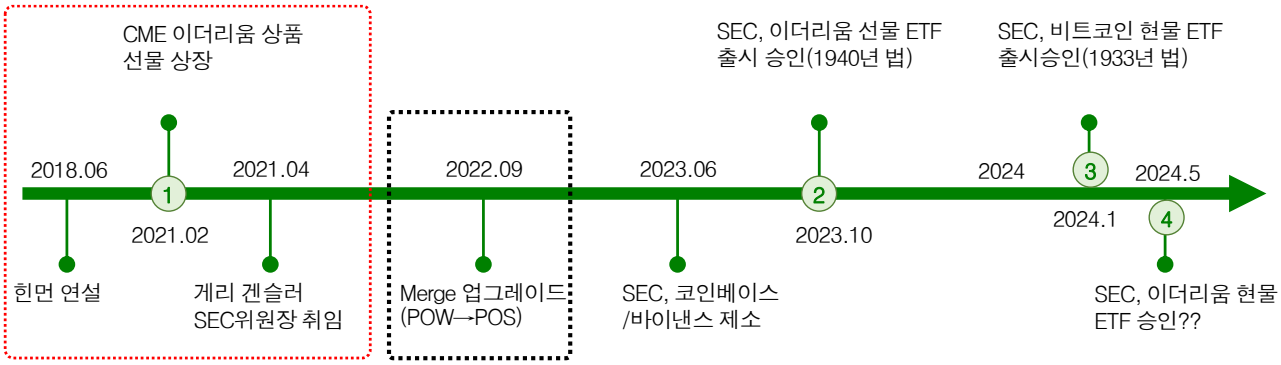
자료 : SEC, 신영증권 리서치센터

SEC는 이더리움 현물 ETF 승인 과정에서 지분 증명 방식 전환 이후 이더리움의 중앙화 위험과 스테이킹 서비스에 대한 증권성에 대한 문제를 제기할 수 있다. 하지만 Merge 업그레이드 전후의 상황을 종합적으로 고려할 때 SEC는 이더리움을 증권으로 간주하기 어려운 상황이다.

SEC는 이더리움을 증권으로 간주하기 어려운 상황

만약 이더리움이 증권으로 분류된다면, 이더리움 선물은 CFTC와 SEC와 공동 규제를 받는 증권 선물로 간주되어야 한다. 그러나 SEC는 2021년 CME 이더리움 선물 상장될 때, 2023년 이더리움 선물 ETF가 승인될 때 이더리움이 CFTC에 의해 규제되는 상품(Commodity)으로 분류된 것에 대해 이의를 제기하지 않았다. 또한 SEC가 2023년 바이낸스와 코인베이스 기소할 때 이더리움을 증권으로 분류된 가상자산에 포함시키지 않은 점 역시 SEC가 이더리움을 비증권 자산(Non-Security Asset)으로 간주한다고 판단할 수 있는 근거이다.

도표 12. SEC의 이더리움에 대한 법적 판단 관련 타임 라인



자료 : 신영증권 리서치센터

(2) 이더리움 CME 선물시장과 현물시장 간 상관성

2.5년 일일 데이터
1분, 5분 1시간 간격
CME선물-현물시장 간
상관성분석인

SEC는 비트코인 대비 상대적으로 짧은 시계열을 근거로 이더리움 CME 선물 시장과 현물시장의 상관성에 대한 반론을 제기할 수 있다. SEC는 비트코인 현물 ETF 승인 과정에서 2.5년간의 일일 데이터(2021/3/1~2023/10/20)의 다양한 시간 간격(1분, 5분, 1시간)을 분석해 CME 비트코인 선물 시장과 비트코인 현물 시장(크라켄, 코인베이스) 간에 일관되고 높은 상관성을 확인했다.

도표 13. SEC의 비트코인 CME 선물시장과 현물 시장(코인베이스, 크라켄)간 상관성 분석 결과

	Coinbase			Kraken		
	Hourly	5 Minutes	1 Minute	Hourly	5 Minutes	1 Minute
Full Sample: 03/01/21 to 10/20/23	98.4	94.6	77.1	98.4	94.2	76.9
Rolling Three-Month Correlations Over the Full Sample Period:						
Maximum	99.2	94.3	83.2	99.1	94.5	82.4
Minimum	95.0	87.6	69.5	95.0	84.0	67.9

자료 : SEC, 신영증권 리서치센터

시간 경과에 의해
SEC의 기준에 도달할 것

이더리움 CME 선물시장은 2021년 2월 8일에 출시되어 2017년 12월 18일 출시된 비트코인 CME 선물 대비 짧은 시계열을 가지고 있다. 2.5년 기간을 적용할 경우 이더리움 CME 선물 출시 초기 거래량이 낮은 기간의 수익률이 포함되어 상관관계는 낮아질 수 있다. CME 이더리움 선물시장과 현물시장 간 높은 상관관계가 나타나더라도 SEC의 기준에서는 해석이 달라질 여지가 존재한다.

코인베이스는 SEC 기준에 따라 비트코인과 이더리움 CME선물-현물시장의 상관성 분석을 수행했으나 비트코인 선물-현물시장의 상관성은 SEC 발표 결과보다 높게 나타났다. 이는 SEC가 자체적인 데이터 정제 과정을 거쳐 상관성 분석을 수행했음을 시사한다. 다만 이더리움 CME 선물시장과 현물시장 간에 높은 상관성이 존재하기 때문에 시간이 경과함에 따라 SEC가 비트코인 현물 ETF에 적용한 기준에 도달할 것으로 예상된다.

도표 14. 코인베이스의 자체 CME 선물시장과 현물 시장간 상관성 분석(비트코인, 이더리움)

	Correlation between Coinbase Spot Bitcoin Market and CME Bitcoin Futures (Front Month) Market			Correlation between Coinbase Spot ETH Market and CME ETH Futures (Front Month) Market		
Return Frequency	Hourly	5 minutes	1 minutes	Hourly	5 minutes	1 minutes
Coinbase Replication Analysis						
Full Sample: 03/01/21 to 1/31/24	99.1	96.4	85.8	99.3	96.2	84.7
Rolling Three-Month Correlations Over the Full Sample Period:						
Maximum	99.6	97.1	88.6	99.7	97.1	88.0
Minimum	97.6	94.1	81.8	98.1	93.8	80.4

자료 : SEC, 신영증권 리서치센터

(3) SEC의 이더리움 현물 ETF 승인 가능성은?

5월 이더리움 현물 ETF 가능성 40% 평가

당사는 5월에 SEC가 이더리움 현물 ETF를 승인할 가능성을 40%로 평가한다. SEC가 5월에 전격적으로 승인할 가능성도 존재하지만 1) SEC의 기준 대비 낮은 이더리움 CME 선물과 현물 시장 간 상관성, 2) 지분 증명 방식 및 ETF의 중앙화 위험에 따른 증권거래법의 6(b)(5)조 요구사항 불충족을 근거로 승인을 거절할 가능성이 더 높다고 판단한다.

SEC는 코인베이스 소송에 이더리움의 법적 성격에 대해 명확하게 입장 제시하기 어려운 상황

5월 승인 가능성을 평가할 때는 SEC의 현재 상황도 고려해야 한다. SEC는 현재 코인베이스와 소송 중이므로 이더리움의 법적 성격에 대해 명확한 입장을 제시하기 어려운 상황이다. 만약 SEC가 이더리움을 비증권 자산(Non-Security asset)으로 인정할 경우 SEC가 증권으로 간주한 가상자산들과 이더리움 간에 구분이 모호한 속성이 존재해 법적 공방이 커질 수 있다. 게리 겐슬러 위원장이 이더리움의 증권성에 대한 질문에 답변을 피하는 것도 이와 같은 맥락에서 해석될 수 있다.

SEC 위원회 5명 중 과반의 동의 필요 게리 겐슬러 위원장 캐스팅 보트 행사 예상

이더리움 현물 ETF의 승인 결정은 SEC 위원회 5명 중 과반수의 동의가 필요한데, 비트코인 현물 ETF 사례처럼 게리 겐슬러 위원장이 캐스팅 보트(Casting Vote)를 쥐고 있다. 현재 게리 겐슬러 위원장은 비트코인 현물 ETF 승인 결정이 증권이 아닌 상품(비트코인)에만 국한된 것이라고 강조하고 있다.

SEC, 2025년까지는 승인 예상 스테이킹 포함 형태는 현재 체계에서 승인 어려움

SEC는 2025년까지 이더리움 현물 ETF를 승인할 것으로 예상한다. 이더리움 CME 선물과 현물 시장 간의 상관성이 결국 SEC의 기준에 부합할 가능성이 높고 SEC는 이더리움을 증권으로 주장하기 어려운 상황이기 때문이다. SEC의 승인 거부 시 소송으로 이어질 수 있는 가능성도 부담 요인이다. 그러나 프랭클린템플턴, 아크/쉐어스가 제안한 스테이킹이 포함된 형태의 ETF는 현재의 체계에서 승인받기 어려울 것으로 보인다.

도표 15. SEC 위원회 구성

이름	세부	정당	비트코인 현물 ETF
게리 겐슬러	- 위원장, 임기 2021년~2026년 - 오바마 행정부에서 상품선물거래위원회(CFTC) 의장 역임	민주당	찬성(Casting Vote)
헤스터 피어스	- 임기 2018년~2025년 - 과거 조지 W. 부시 행정부 근무	공화당	찬성
캐롤라인 크렌쇼	- 위원, 임기 2020년~ 2024년 - 과거 미국 상원 금융위원회 근무	민주당	반대
마크 우예다	- 위원, 임기 2022년~ 2028년 - 미국 하원 금융서비스위원회 근무	공화당	찬성
하이메 E.리자라가	- 위원, 임기 2022~2027년 - 하원 금융서비스위원회 근무	민주당	반대

자료 : 신영증권 리서치센터

이더리움 현물 ETF의 승인 가능성을 높일 요인으로 1) 법원의 SEC-코인베이스 소송 기각 2) 공화당 후보의 대통령 당선이 있다.

현 시점에서 법원이 SEC-코인베이스 소송을 기각할 가능성은 낮음

현 시점에서 법원이 SEC와 코인베이스 간의 소송을 기각할 가능성이 낮지만 대법원까지 갈 경우 코인베이스의 승소 가능성은 높다고 예상되는 상황이다. 해당 소송을 담당하고 있는 뉴욕주 법원의 캐서린 폴크 파일라 판사는 작년 유니스왑 관련 소송에서 비트코인과 이더리움을 상품(Commodity)로 분류했다. 이 결정은 이더리움의 법적 지위에 대한 최종 판결은 아니지만 SEC의 법적 접근 방식에 영향을 미칠 수 있는 요인이다.

공화당 후보 승리 시 게리 겐슬러 SEC 위원장 자진 사퇴 가능

2024년 대선에서 공화당 후보가 승리할 경우 게리 겐슬러 SEC 위원장은 자진 사퇴할 가능성이 높다. 이는 이더리움 현물 ETF의 승인 가능성을 높일 수 있는 요인으로 작용할 수 있다. 5년 임기인 SEC 위원장은 미국 대통령에 의해 임명, 상원의 승인을 받는다. 하지만 정당 교체가 수반되는 대선 이후에는 임기 전에 사임하는 경향이 있다. 반면 바이든 대통령이 재선되면 게리 겐슬러 위원장의 임기는 연장될 수 있다. 현재 공화당 후보로 트럼프 전 대통령이 유력하며, 트럼프는 최근 비트코인에 대해 과거의 부정적인 입장과는 상반되는 발언을 하기도 했다.

코인베이스 소송 미 대선 결과에 대한 연간 주목 필요

SEC-코인베이스의 소송과 미 대선 결과는 이더리움 현물 ETF 뿐만 아니라 가상자산 산업에 대한 법적 불확실성을 줄이며 미국의 정책 기조에 큰 변화를 가져올 수 있다. 따라서 연간 이러한 이벤트에 대한 주목이 필요하다.

도표 16. 1980년 이후 미 대선 결과와 SEC 위원장의 자진 사임 여부

대통령	대통령 정당	의회 구성	SEC 위원장 자진 사임 여부 및 임기
로널드 레이건 (1981-1989)	공화당	상원: 공화당 →민주당 하원: 민주당	**- 대통령 당선 후 해럴드 M. 윌리엄스 SEC 위원장 자진 사임** - 로널드 레이건 대통령, 존 샤드 SEC 위원장 임명 - 존 샤드 (1981 -1987), 데이비드 S. 루더 (1987 - 1989)
조지 H. W 부시 (1989-1993)	공화당	상원: 민주당 하원: 민주당	- 대통령 당선 이후 새롭게 임명되지 않음 : 데이비드 S. 루더는 1987년의 주식시장 붕괴와 그 이후의 조사 및 대응에 대한 비판에 자진 사임 - 리처드 C. 브리든 (1989 - 1993)
빌 클린턴 (1993-2001)	민주당	상원: 민주당 →공화당 하원: 민주당 →공화당	- 대통령 당선 이후 새롭게 임명되지 않음. 리처드 C. 브리든 SEC 위원장은 당선 이후 "자진 사임" - 클린턴 대통령, 5월 아더 레빗 주니어 SEC 위원장 임명 - 아더 레빗 주니어 (1993 - 2001)
조지 W. 부시 (2001-2009)	공화당	상원: 민주당 →공화당 하원: 공화당	**- 대통령 당선 후 아더 레빗 주니어 SEC 위원장 자진 사임** - 조지 W. 부시 대통령, 하비 피트 SEC 위원장 임명 - 하비 피트 (2001 - 2003), 윌리엄 H. 도널드슨 (2003년-2005년), 크리스토퍼 콕스 (2005-2009)
버락 오바마 (2009-2017)	민주당	상원: 민주당 →공화당 하원: 민주당 →공화당	**- 대통령 당선 이후 크리스토퍼 콕스 SEC 위원장 자진 사임** - 버락 오바마 대통령, 메리 샤피로 SEC 위원장 임명 - 메리 샤피로(2009 - 2012), 엘리스 B. 월터 (2012 - 2013), 메리 조 화이트 (2013~2017)
도널드 트럼프 (2017-2021)	공화당	상원: 공화당 하원: 공화당 →민주당	**- 대통령 당선 이후 메리 조 화이트 SEC 위원장 자진 사임** - 도널드 트럼프 대통령, 제이 클레이튼 SEC 위원장 임명 - 제이 클레이튼 (2017 - 2020)
조 바이든 (2021-현재)	민주당	상원: 민주당 하원: 민주당	**- 대통령 당선 이후 제이 클레이튼 SEC 위원장 자진사임** - 조 바이든 대통령, 게리 겐슬러 SEC 위원장 임명 - 게리 겐슬러(2021 - 2026)

자료 : 신영증권 리서치센터

(4) 이더리움 가격 흐름 예상

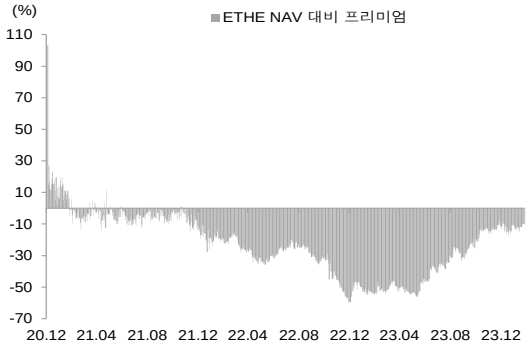
시장에는 이더리움 강세 베팅이 나타나는 중

최근 시장에서 이더리움의 상대적 강세 흐름이 나타나고 있다. 이는 덴쿤 업그레이드(3/13), 이더리움 현물 ETF 승인 가능성(5/23) 등을 반영한 것으로 판단된다. 베팅 시장에서는 5월 이더리움 현물 ETF 승인 가능성을 49% 수준으로 평가하고 있지만 3, 4, 5월 만기 행사가가 3,000달러를 초과하는 콜옵션에 대한 미결제 약정은 크게 증가했다. ETH/BTC 가격 비율은 비트코인 현물 ETF 승인 직후 수준으로 상승했으며 이더리움 대비 주요 레이어1, 2의 상대적 약세 흐름도 나타나고 있다.

5월 전 이더리움 강세 트레이딩의 조정 가능성 다만, 가격 자체의 하방 압력은 제한될 것

앞에서 제시한 이더리움 현물 ETF 승인 관련 기본 시나리오에 근거하여 5월 23일 전 이더리움 강세 트레이딩의 조정이 나타날 수도 있다. 다만 4월 예정된 비트코인 반감기 이벤트, 연준의 하반기 기준 금리 인하 가능성, 견조한 비트코인 현물 ETF 수급 등 가상자산 시장에 우호적인 환경이 지속되고 디플레이션 강화, 일일 활성주소 수 증가 등 이더리움 네트워크의 펀더멘탈 개선이 나타나면서 이더리움 가격에 대한 하방 압력은 제한적일 것으로 판단된다. 시장은 결국 2025년 승인 가능성이 높은 이더리움 현물 ETF 효과를 가격에 반영해 나갈 것으로 예상된다.

도표 17. 그레이스케일 이더리움 신탁 NAV 대비 할인율: -9.97%

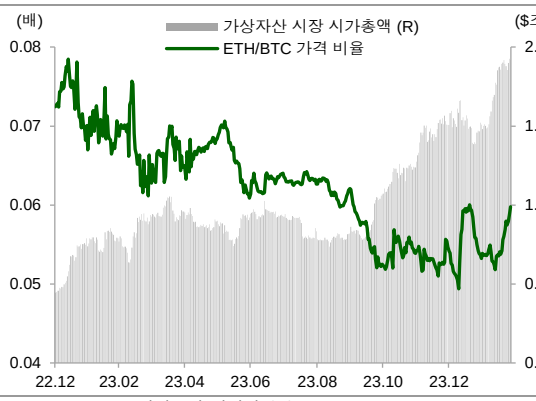


자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터
주: 2/26 기준

도표 18. Betting 시장에 반영된 5월 승인 확률: 49%

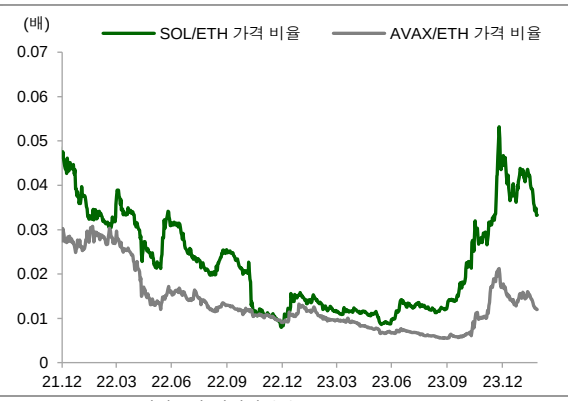
자료 : Polymarket, 신영증권 리서치센터
주: 2/26 기준

도표 19. 가상자산 시장 시가총액과 ETH/BTC 가격 비율



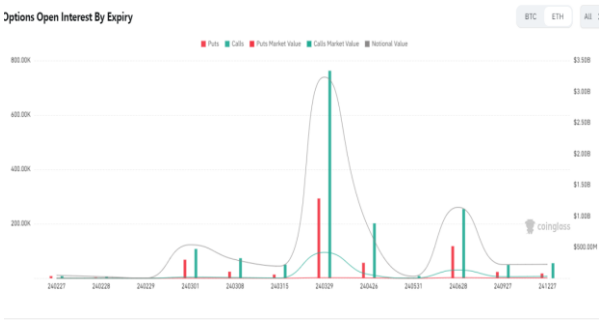
자료 : Tradingview, 신영증권 리서치센터

도표 20. 레이어1 상대가치: SOL/ETH, AXAX/ETH 가격 비율 ↓



자료 : Tradingview, 신영증권 리서치센터

도표 21. Derbit 거래소 ETH 옵션 만기별 미결제 약정: 3,4월 집중

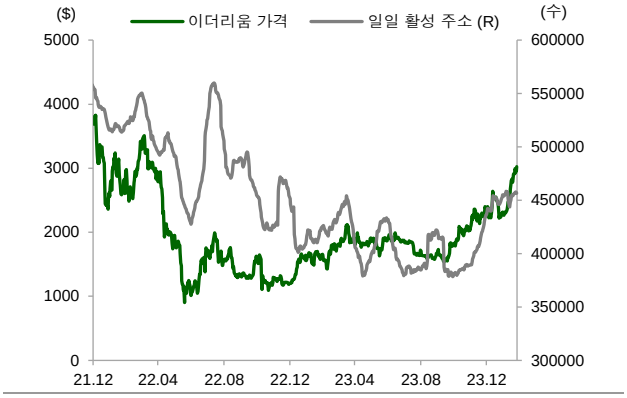


자료 : CoinGlass, 신영증권 리서치센터

도표 22. Derbit 거래소 4월 ETH 옵션 미결제 약정 행사가

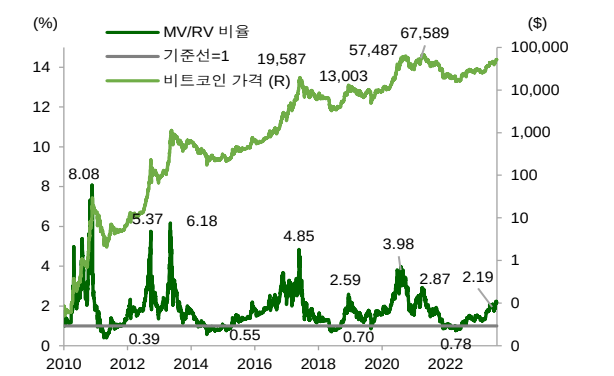
자료 : CoinGlass, 신영증권 리서치센터
주: 만기 4/26

도표 23. 이더리움 일일 활성 주소 수는 증가 추세로 전환



자료 : Etherscan, 신영증권 리서치센터
주: 30일 이동평균

도표 24. 비트코인 MV/RV 비율: 과거 사이클 대비 높지 않은 수준



자료 : Glassnode, Coinmetrics, 신영증권 리서치센터

Compliance Notice

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.