

## 國際的인 證券擔保去來의 準據法

—헤이그국제사법회의의 유가증권협약을 중심으로—\*

石 光 現

(한양대 법대 부교수)

### 【초 록】

국제거래에서 유가증권은 훌륭한 담보수단으로 이용되는 자산이다. 그런데 투자자가 유가증권을 보유하는 데는 유가증권의 증서가 발행되어 투자자가 증서를 직접 점유하거나 발행인의 장부에 권리자로 기재됨으로써 발행인과 직접적인 법률관계를 가지는 ‘직접보유’와, 장부에 투자자 대신 중앙예탁기관 또는 중앙등록기관이 기재되고 투자자는 그러한 기관에 계좌를 개설한 중개기관의 장부에 기재되는 ‘간접보유’가 있다. 투자자가 간접보유하는 유가증권에 대한 담보권의 準據法의 결정은 상당히 까다로운 문제를 제기한다. 이는 다층보유의 모습을 띠므로 더욱 어렵다. 이러한 배경하에서 국제적인 증권담보거래를 가능하게 하고 그와 관련된 법적 안정성을 제고하기 위해, 담보설정자가 증권계좌를 개설하고 그를 통하여 유가증권을 보유하는 중개기관 소재지법을 간접보유유가증권에 대한 담보, 처분 기타 物權法的인 爭點의 準據法으로 보는 견해가 전세계적으로 설득력을 얻고 있다. 이것이 이른바 ‘관련 중개기관 소재지 접근방법—PRIMA’이다. 문제의 핵심은, 동산 또는 직접보유방식에 의한 국제적인 증권담보거래를 대상으로 발전해온 國際私法의 전통적인 연결원칙이 간접보유방식으로 전환된 유가증권시장의 새로운 현실에 대응할 능력이 있는가, 만일 없다면 과연 어떻게 변경되어야 하는가에 있다. 결론을 먼저 말하자면 전통적인 연결원칙은 변화된 상황에 비추어 수정되어야 하며 수정된 연결원칙이 바로 ‘변형된 PRIMA’라는 것이다. 여기에서는 2002년 12월 헤이그국제사법회의에서 채택된 「중개기관에 보유된 유가증권에 관한 일부 권리의 準據法에 관한 협약」의 주요 내용을 검토하고, 협약에의 가입이 국내증권거래에 미치는 영향과 우리의 대응방안을 간단히 논의한다. 유가증권협약은 예비초안과 달리, 계좌보유자와 관련중개기관간에 명시적으로 합의한 계좌약정의 準據法이 간접보유유가증권에 대한 담보권의 準據法이 되도록 한다. 이 점에서 유가증권협약이 취하는 것은 이른바 “변형된 PRIMA”라고 할 수 있다. 여기에서의 논의를 계기로 우리나라에서도 유가증권협약은 물론 나아가 국제적인 증권거래와 관련한 國際私法的 諸論點과 實質法的 諸論點에 대한 좀더 종합적이고도 체계적인 연구가 이루어지기를 기대한다.

주제어: 간접보유 / PRIMA / 변형된 PRIMA / 관련중개기관 소재지 접근방법 / 헤이그유가증권협약 / 간접보유유가증권에 대한 담보권의 準據法

### 【차 례】

#### I. 머리말

#### II. 實質法上的의 論點

1. 간접보유유가증권에 대한 권리자의 권리의 성질
2. 實質法的의 통일을 위한 노력

#### III. 유가증권협약의 도입배경

1. 중개기관 소재지법원칙의 도입을 위한 지역적 노력

2. 중개기관 소재지법원칙의 도입을 위한 헤이그국제사법회의의 노력

#### IV. 유가증권협약의 주요 내용

1. 유가증권협약의 목적
2. 간접보유유가증권의 準據法 —일차적 규칙
3. 당사자들의 승의가 없는 경우의 처리—보충적 규칙
4. 복수단위국가의 準據法 결정 (협약 제12조)
5. PRIMA의 도입과 기존권리 및 기존계좌약정의 취급
6. 國際倒産의 문제점(협약 제8조)
7. 反定の 배제(협약 제10조)
8. 準據法の 결정과 관련된 몇 가지 논점들

#### V. 협약에의 가입이 국내증권거래에 미치는 영향과 우리의 대응방안

1. 협약에의 가입이 국내증권거래에 미치는 영향
2. 협약에의 가입에 따른 증권거래법의 개정의 필요성
3. 증권거래법의 개정의 문제—증권권리 개념의 도입 문제
4. 우리의 대응방안

#### VI. 맺음말

##### I. 머리말

국제거래, 특히 국제금융거래에서 유가증권은 훌륭한 담보수단으로 이용되는 자산이다. 그런데 투자자(또는 권리자. 이하 호환적으로 사용한다)가 유가증권을 보유하는 데는 두 가지 모습이 있다. 하나는 전통적인 방법으로, 유가증권의 증서(증권 또는 실물. 이하 호환적으로 사용한다)가 발행되어 투자자가 증서를 직접 점유하거나 발행인(또는 발행인의 대리인)의 장부(또는 계좌부. 이하 호환적으로 사용한다)에 투자자가 권리자로 기재(또는 등록. 이하 호환적으로 사용한다)됨으로써 발행인과 직접적인 법률관계를 가지는 경우이고, 다른 하나는 그 장부에 투자자 대신 중앙예탁기관 또는 중앙등록기관이 기재되고 투자자는 그러한 기관에 계좌를 개설한 중개기관(intermediary)(이하 문맥에 반하지 않는 한 중앙예탁기관, 중앙등록기관과 중개기관을 포괄적으로 “중개기관”이라 한다)의 장부에 기재되는 경우가 있다. 전자를 유가증권의 ‘직접보유’(direct holding), 후자를 ‘간접보유’(indirect holding)라고 한다.<sup>1)</sup> 간접보유는 오늘날 전세계적으로 유가증권의 不動化(immobilization)<sup>2)</sup>와 無券化(dematerialization 또는 decertification)(또는 ‘전자화’)<sup>3)</sup>가 진전됨에 따라 확산되고 있다. 종래 직접보유의 경우 투자자가 유가증권을 담보물로 제공하는 때에는 담보권의 설정 및 효력을 어느 법에 따를 것인가, 즉 담보권의 準據法 결정이라는 國際私法の 논점이 제기되었는데,<sup>4)</sup> 이러한 논점은 이미 널리 알려진 것이고 커다란 어려움이 없이 전통적인 國際私法の 법리에 따라 그런 대로 해결할 수 있었다. 그러나 투자자가 간접보유하는 유가증권(indirectly held securities. 이하 “간접보유유가증권”이라 한다)에 대한 담보권의 準據法 결정은 매우 까다로운 문제를 제기한다.

간접보유유가증권에 대한 담보권의 설정 기타 처분은 계좌에의 기재 또는 계좌이체, 즉 대체결제에 의하여 이루어지는데, 간접보유는 통상 여러 단계의 중개기관을 통하여 보유하는 ‘다층보유’(multi-tier holding)의 모습을 띠므로 準據法の 결정이 더욱 어렵게 된다.<sup>5)</sup> 담보권자로서는 準據法이 명확히 결정될 수 있어야 그 準據法에 따라 확실한 담보권을 취득하고 여신을 제공할 수 있기 때문에 準據法 결정상의 불확실성은 간접보유유가증권의 담보가치를

사장시키는 결과를 초래할 수 있다.

이러한 배경하에서 국제적인 증권담보거래(cross-border securities collateralization)를 가능하게 하고 그와 관련된 법적 안정성을 제고하기 위해, 담보설정자가 증권계좌를 개설하고 그것을 통하여 유가증권을 보유하는 중개기관 소재지법을 간접보유유가증권에 대한 담보, 처분 기타 物權法的인 爭點6)의 準據法으로 보는 견해가 전세계적으로 설득력을 얻고 있다. 이것이 이른바 ‘place of the relevant intermediary approach(관련중개기관 소재지 접근방법)—PRIMA’이다.7) 간접보유유가증권의 처분에 관한 통일된 연결원칙을 도입함으로써 유가증권 투자자들과, 그들에게 금융을 제공하는 금융기관들에게 도움이 될 것은 물론이고 이는 나아가 전세계적으로 점차 통합되어 가고 있는 금융시스템에도 유익할 것이다.

상세는 아래에서 차차 논의하겠지만 문제의 핵심은, 동산 또는 직접보유방식에 의한 국제적인 증권담보거래를 대상으로 발전해온 國際私法의 전통적인 연결원칙이 간접보유방식으로 전환된 유가증권시장의 새로운 현실에 대응할 능력이 있는가, 만일 없다면 과연 어떻게 변경되어야 하는가에 있다. 결론을 먼저 말하자면 전통적인 연결원칙은 변화된 상황에 비추어 수정되어야 하며 수정된 연결원칙이 바로 ‘PRIMA’ 내지는 ‘변형된 PRIMA’라는 것이다.

여기에서는 우선 유가증권의 간접보유에 관한 實質法8)상의 論點을 간단히 살펴보고(II.), 2002년 12월 헤이그국제사법회의에서 채택된 「중개기관에 보유된 유가증권에 관한 일부 권리의 準據法에 관한 협약」 9)(Convention on the Law Applicable to Certain Rights in respect of Securities held with an Intermediary. 이하 “유가증권협약” 또는 “협약”이라 한다)의 도입배경(III.), 유가증권협약의 주요 내용(IV.)을 검토하고, 마지막으로 협약에의 가입이 국내증권거래에 미치는 영향과 우리의 대응방안(V.)10)을 간단히 논의한다. 우리의 대응방안에 관한 상세는 다른 기회로 미룬다. 우리 國際私法에 따른 해석론은 전에 협약의 “2002년 4월 예비초안”(이하 “예비초안”이라 한다)을 소개하는 기회11)에 논의한 바 있으므로 여기에서는 간단히 언급한다. 참고로 협약의 영문과 필자의 국문시역을 이 책의 뒤에 자료로 첨부하였다.

## II. 實質法상의 論點12)

### 1. 간접보유유가증권에 대한 권리자의 권리의 성질

직접보유의 경우 권리자는 유가증권에 대하여 직접적인 재산권(property right)13)을 가진다. 이는 유가증권의 종류에 따라 株式(社員權)이거나 社債가 될 것이다. 그러나 간접보유의 경우, 만일 예탁된 유가증권이 타인이 예탁한 유가증권과 구별되어 특정될 수 있다면 권리자는 여전히 그러한 직접적인 재산권을 가질 수 있지만, 타인이 예탁한 유가증권과 혼장되는 경우 권리자의 권리는 예탁의 조건에 따라 상이하게 된다. 후자는 구체적으로 다음과 같은 세 가지 유형으로 구분해 볼 수 있다.

#### (1) 단순한 계약상의 권리

이 경우 권리자는 예탁자에 대하여 당초 예탁한 것과 동일한 종류와 수량의 유가증권의 반환을 요구할 수 있는 단순한 계약상의 권리만을 가진다. 그러나 이 경우 권리자는 그가 계좌를 개설한 중개기관의 성실성과 지급능력에 의존하게 된다. 따라서 그 중개기관이 임의로 유가증권을 처분하거나 지급불능에 빠지는 경우 권리자는 권리를 상실하거나 일부밖에 회수할 수 없는 상태에 놓일 가능성이 있다. 따라서 이러한 위험으로부터 권리자를 보호하기 위한 예탁구조가 발전되었다. 이것이 아래의 (2)와 (3)이다.

#### (2) 공유지분을 가지는 경우

권리자를 보호하기 위한 구조의 하나의 모델은 혼장예탁된 유가증권에 대하여 권리자들에게 일종의 공유지분을 인정하는 것이다. 이는 다시 두 가지 유형으로 구분되는데 하나는 우리 증권거래법과 독일 증권예탁법(Depotgesetz)처럼 실제로 혼장예탁된 유가증권의 집합(actual pools of securities)에 대해 공유지분을 인정하는 것이고,<sup>14)</sup> 다른 하나는 벨기에법(Belgian Royal Decree No. 62)<sup>15)</sup>이나 룩셈부르크법(Luxembourg Grand-Ducal Decree)<sup>16)</sup>처럼 실제로 혼장예탁된 유가증권의 집합이 아니라 관념적인 유가증권의 집합(notional pools of securities)에 대해 공유지분을 인정하는 것이다. 즉 후자에서는 실제로 예탁된 유가증권이 아니라 중개기관의 장부만에 의하여 증명되는 관념적인 유가증권의 집합이 중요한 의미를 가진다. 이러한 이해를 기초로 벨기에법과 룩셈부르크법은 중개기관이 도산한 경우 권리자에게 환취권을 인정한다.

#### (3) 공유지분을 수반하지 않는 법적 구조<sup>17)</sup>

권리자를 보호하기 위한 구조의 또 다른 모델은, 공유지분의 개념을 사용하지 않고 혼장예탁된 유가증권에 대하여 권리자들에게 물권적 권리를 인정하는 것이다. 여기에 속하는 입법례로는 프랑스, 이탈리아와 브라질 및 미국이 있다.

투자증권(investment securities)에 관한 미국 통일상법전(Uniform Commercial Code. 이하 “통일상법전”이라 한다)의 제8장(Article 8)은 1994년에 중요한 점에서 개정되었다. 1994년 개정의 최대목표는 투자자가 증권중개기관을 통하여 증권을 보유하는 다층보유(multi-tier holding)의 본질을 투자자에 의한 증권의 간접보유로 파악하고 종래 증서의 존재를 전제로 했던 법규범과는 완전히 다른 새로운 법규범을 창도하는 것이었다.<sup>18)</sup> 개정된 제8장은 증권중개기관(securities intermediary), 증권(security)과 증권계좌(securities account)를 정의하고, 증권중개기관의 증권계좌보유자에 대한 의무를 규정한다. 여기의 논의와 관련하여 중요한 것은 이른바 ‘증권권리’(security entitlement)라는 개념의 도입이다. 통일상법전 §8-102(a)(17)는 증권권리를 제5절에 규정된 금융자산에 관한 증권권리보유자의 권리와 재산권을 말한다고 정의한다.<sup>19)</sup> 그에 대한 주석(comment)은, 증권권리는 증권중개기관을 통하여 유가증권 또는 기타 금융자산을 보유하는 자의 권리와 재산권을 말하고, 이는 증권중개기관에 대한 대인적 권리의 패키지와 증권중개기관이 보유하는 재산에 대한 권리의 양자이지만, 증권중개기관이나 그를 통하여 금융자산을 보유하는 청산기구가 보유하는 어떠한 금융자산에 대한 특정한 재산권은 아님을 분명히 하고 있다.<sup>20)</sup> 이러한 증권권리는 새로운 개념의 권리라고 할 것이다.

중개기관이 도산한 경우 고객의 권리에 대응하는 유가증권은 고객의 권리에 우선 충당되므로 증권권리의 보유자인 고객은 중개기관의 다른 영업으로 인한 신용위험을 부담하지 않는다.<sup>21)</sup>

#### (4) 實質法상의 법적 구조의 차이와 準據法의 결정

공유지분을 인정하는 구조 중 실제로 혼장예탁된 유가증권의 집합에 대해 공유지분을 인정하는 우리나라와 독일의 實質法에서는 간접보유의 경우 중간에 개재하는 모든 중개기관은 투명한 것으로 취급되고 마치 투자자가 예탁되어 있는 유가증권을 취급할 수 있어서 그것(또는 그것의 집합)의 지분에 대해 직접 권리를 가지고 있는 것처럼 취급된다.<sup>22)</sup> 반면에, 투자자의 권리는 그와 직접적인 관계를 가지는 중개기관의 계좌에만 기재될 뿐이고 발행인이나 다른 중개기관에는 전혀 기재되지 않으므로 투자자의 권리를 증권권리로 이해할 경우 위와 같은 취급은 불가능하고 투자자의 권리는 마치 그의 권리가 기재되는 중개기관에 소재하는 것처럼 보인다.

이러한 차이는 간접보유유가증권의 처분의 準據法을 결정함에 있어서 아래에서 논의하는 바와 같이 ‘투시접근방법’(look-through approach)과 ‘관련중개기관 소재지 접근방법’(PRIMA)의 대립으로 나타나는 경향이 있다. 그러나 역시 아래에서 보는 바와 같이 實質法상의 차이가 準據法의 결정시 반드시 결정적인 의미를 가지는 것은 아니다.

## 2. 實質法の 통일을 위한 노력

유가증권협약은 實質法은 그대로 둔 채 위 모든 유형의 實質法的 接近方法에 공통적으로 통용될 수 있는 抵觸法만의 통일을 목적으로 한다. 간접보유유가증권과 관련된 각국의 實質法の 통일은 국제연합 국제무역법위원회(UNCITRAL)23) 또는 私法統一국제연구소(UNIDROIT)24)가 담당할 성질의 과제이다. 실제로 중요한 實質法的 側面을 조화하기 위한 작업이 UNIDROIT의 주도하에 현재 진행되고 있고 2003년 8월에는 UNIDROIT Study Group이 작성한 Position Paper25)가 발표된 바 있다. UNIDROIT의 목적은 실질법 분야를 통일하려는 야심찬 것이 아니라 실질법의 주요 측면에 관하여 전세계적으로 통일할 필요가 있는 최소한의 원칙을 정하는 것이다. 따라서 지금으로서는 강행적인 최소한의 협약과 벤치마크의 기능을 하는 임의적 부록(annex)으로 구성될 것으로 예상된다. 우리도 이 작업의 추이에 관심을 가져야 할 것이다.

## III. 유가증권협약의 도입배경

### 1. 중개기관 소재지법원칙의 도입을 위한 지역적 노력

미국의 경우 간접보유방식을 정면으로 수용하기 위한 1994년 통일상법전 제8장의 개정26)을 통하여 통일상법전(§8-110(b),(e))에 중개기관 소재지법원칙을 이미 반영하였다. 즉 통일상법전은 ‘증권권리’(security entitlement)로부터 발생하는 증권중개기관과 증권권리보유자의 권리 및 대립하는 권리주장자간의 우열이라고 하는 측면에 대해서까지 증권중개기관의 법역(jurisdiction)의 법이 準據法이 된다고 하고((b)), 증권중개기관의 법역을 결정하는 다섯 단계를 순차적으로 규정한다.

일차적으로 당사자가 증권중개기관의 법역이라고 명시적으로 합의한 법역의 법이, 이차적으로 그런 합의가 없으면 중개기관과 계좌보유자간에 명시적으로 합의한 법이 準據法이 됨을 명시하고, 나아가 통일상법전(§9-305(a)(3))은 그렇게 결정된 증권권리의 準據法을 담보의 설정을 포함한 유가증권의 처분에까지 적용한다. 통일상법전(§8-110(b), (e))의 조문은 다음과 같다.27)

“(b) (e)에 규정된 바에 따른 증권중개기관의 법역의 현지법(local law)이 다음 사항을 규율한다.

(1) 증권중개기관으로부터의 증권권리의 취득

(2) 증권권리로부터 발생하는 증권중개기관 및 증권권리보유자의 권리와 의무

(3) 증권중개기관이 증권권리에 대하여 대립하는 권리주장자에 대해 의무를 부담하는지의 여부

(c)(d) (번역생략)

(e) 이 조의 목적상 증권중개기관의 법역은 다음 규칙에 따라 결정된다.

(1) 증권계좌를 규율하는 증권중개기관과 증권권리의 보유자간의 합의가 특정한 법역이 이 절(Part), 이 장(Article) 또는 이 법의 목적상 증권중개기관의 법역이라고 명시적으로 규정하는 경우에는 그 법역이 증권중개기관의 법역이 된다.

(2) 제1항이 적용되지 않고, 증권계좌를 규율하는 증권중개기관과 증권권리의 보유자간

의 합의가 특정한 법역의 법에 의하여 규율된다고 명시적으로 규정하는 경우에는 그 법역이 증권중개기관의 법역이 된다.

(3) 전2항이 적용되지 않고, 증권계좌를 규율하는 증권중개기관과 증권권리의 보유자간의 합의가 증권계좌가 특정한 법역내의 사무소에 의하여 관리된다고 명시적으로 규정하는 경우에는 그 법역이 증권중개기관의 법역이 된다.

(4) 위의 어느 항도 적용되지 않는 경우, 계좌명세서(account statement)에 증권권리의 보유자의 계좌를 담당하는(serve) 사무소라고 특정된 사무소가 있는 법역이 증권중개기관의 법역이 된다.

(5) 위의 어느 항도 적용되지 않는 경우, 증권중개기관의 주된 업무집행사무소가 있는 법역이 증권중개기관의 법역이 된다.”

또한 2001년 7월 1일자로 개정된 통일상법전 §9-305(a)(3)에 의하면, 담보권의 완성(perfection)<sup>28)</sup>과, 완성 또는 미완성의 효력과 증권권리 또는 증권계좌에 대한 담보권의 우선권은 §8-110(e)에 규정된 바에 따른 증권중개기관의 법역의 현지법에 의하여 규율된다.<sup>29)</sup>

한편 유럽연합에서는 1998년 5월 19일 「지급 및 증권결제제도에서의 결제최종성에 관한 지침」(Directive on Settlement Finality in Payment and Securities Settlement Systems)<sup>30)</sup>(이하 “결제지침”이라 한다)(제9조 제2항)<sup>31)</sup>에 의하여 PRIMA가 채택되었으며 동 지침은 다수의 회원국들에 의해 국내법화되었다. 유럽연합의회는 1999년 12월까지 모든 유럽연합 회원국들에게 PRIMA를 채택한 결제지침을 국내법화하도록 하였고, 예컨대 독일은 그에 따라 1999년 증권예탁법(Depotgesetz) 제17a조를 신설하였다.<sup>32)</sup> 유럽연합의 2002년 6월 6일의 「금융담보약정에 관한 지침」(Directive 2002/47/EC of 6 June 2002 on financial collateral arrangements)(이하 “담보지침”이라고 한다)(제9조)도 유사하다.<sup>33)</sup>

#### 2. 중개기관 소재지법원칙의 도입을 위한 헤이그국제사법회의의 노력

2000년 5월 헤이그에서 개최된 헤이그국제사법회의의 일반업무 및 정책에 관한 특별위원회는 유가증권에 대한 담보권의 準據法에 관한 문제를 헤이그국제사법회의의 의안에 포함시킬 것을 결의하였다. 특히 이것이 현실적으로 매우 중요한 과제라는 점을 고려하여 이를 신속한 절차(fast track)에 의해 처리하기로 하였다. 그에 따라 사무총장은 2001년 말 이전에라도 새로운 협약의 작성과 채택의 가능성을 검토하기 위하여 2001년 1월 15일부터 19일까지 헤이그에서 전문가회의를 소집하였다.<sup>34)</sup> 그러나 작업이 지체되어 2002년 1월 특별위원회의 전문가회의가 다시 개최되었으며, 그 후 비공식적 회의를 통한 작업이 계속되었고 예비초안이 작성되었다. 예비초안은 2002년 1월 17일 특별위원회<sup>35)</sup>에 의해 채택된 잠정안을 수정하기 위하여 상설사무국이 2002년 3월 프랑크푸르트에서의 기초위원회 회의 후 작성한 것이다.<sup>36)</sup>

기초위원회는 5월 예비초안에 대한 검토의견을 논의하기 위해 런던에서 회합하고 최종적인 초안을 제안하여 모든 회원국들과 관련당사자들에게 송부하였고, 이와 함께 상설사무국은 예비초안을 개선하기 위하여 일련의 지역별 워크숍을 개최하였다. 마침내 2002년 12월 개최된 외교회의에서 유가증권협약이 채택되었다.<sup>37)</sup>

#### IV. 유가증권협약의 주요 내용

유가증권협약을 작성함에 있어서는 PRIMA 자체의 타당성에 대해서는 별로 이견이 없었다.

중요한 쟁점은 PRIMA의 구체적인 내용을 어떻게 정할 것인가, 복수단위국가(Multi-unit State)의 경우 PRIMA를 어떻게 적용할 것인가와, PRIMA를 채택할 경우 기존의 권리를 어떻게 취급할 것인가의 문제 등이었다. 첫째의 논점은, PRIMA의 구체적인 내용을 정함에 있어서 당사자의 합의를 허용할 것인가, 만일 허용한다면 당사자의 합의는 유가증권을 관리하는 장소에 관한 합의인가, 準據法에 관한 합의인가, 또한 당사자의 합의가 없는 경우 準據法을 정하는 보충적 규칙은 무엇인가와 그 밖에 準據法の 결정과 관련된 논점들이 포함된다. 아래에서는 다음의 순서로 논의한다.

첫째, 유가증권협약의 목적(1.)

둘째, 일차적 규칙, 즉 당사자들의 합의에 의한 準據法の 결정(2.)

셋째, 보충적 규칙, 즉 당사자들의 합의가 없는 경우에 적용할 규칙(3.)

넷째, 복수단위국가(Multi-unit State)의 경우 PRIMA의 적용(4.)

다섯째, PRIMA를 채택할 경우 기존권리의 취급(5.)

여섯째, 國際倒産의 문제점(6.)

일곱째, 反定の 허용 여부(7.)

여덟째, 準據法の 결정과 관련된 몇 가지 논점들(8.)

#### 1. 유가증권협약의 목적

유가증권협약은 위와 같이 상이한 각국의 實質法の 통일을 목적으로 하지 않고 實質法은 그대로 둔 채 위 모든 유형의 實質法の 接近方法에 공통적으로 통용될 수 있는 抵觸法만의 통일을 목적으로 하는 것이다. 이는 논리적으로 抵觸法만의 통일이 가능하다는 것을 당연한 전제로 하는 것이다.<sup>38)</sup> 이처럼 抵觸法만의 통일을 목적으로 하는 것은 유럽연합의 결제지침과 담보지침도 마찬가지이다.

#### 2. 간접보유유가증권의 準據法—일차적 규칙

위에서 언급한 바와 같이 담보설정자가 자신의 증권계좌를 개설하고 그를 통하여 유가증권을 보유하는 중개기관의 소재지법을 간접보유유가증권에 대한 담보, 처분 기타 物權法的 爭點, 보다 정확하게는 유가증권협약 제2조 제1항에 열거된 쟁점들<sup>39)</sup>의 準據法으로 보는 견해가 PRIMA이다. 이미 미국과 유럽연합에서 PRIMA가 채택된 바 있으므로 유가증권협약에서 PRIMA가 채택된 것은 어쩌면 당연한 것이라고 할 수 있다. 그러나 PRIMA의 구체적인 내용에 관하여는 아래에서 보는 바와 같이 차이가 있다.

PRIMA는 간접보유유가증권에 대한 전통적인 접근방법인 이른바 ‘투시접근방법’(look-through approach)<sup>40)</sup>과 대비되는 새로운 접근방법이다. 즉 투시접근방법에 의하면, 중개기관에 보유된 유가증권의 처분에 관한 準據法을 결정함에 있어 중간에 개재하는 모든 중개기관은 투명한 것으로 취급되고 마치 투자자가 예탁되어 있는 유가증권을 취급할 수 있어서 그것(또는 그것의 집합)에 대해 직접 권리를 가지고 있는 것처럼 취급된다.<sup>41)</sup> 그러나 투시접근방법은 간접보유유가증권의 경우에는 적절하지 않다. 왜냐하면, 그 경우 투자자의 권리는 그와 직접적인 관계를 가지는 중개기관의 계좌에만 기재될 뿐이고 발행인이거나 다른 중개기관에는 전혀 기재되지 않으며 그에 대한 담보권도 또한 마찬가지이므로, 투시접근방법을 취하는 것은 실제로 물권에 관한 명령을 집행할 수 없는 곳의 법을 準據法으로 하는 결과가 되어 물권에 관한 國際私法の 일반원칙에 반한다는 것이다.<sup>42)</sup> 또한 오늘날 투자자가 간접보유하는 다양한 종류의 유가증권을 담보물로 제공하는 경우가 빈번한데, 만일 투시접근방법을 따른다면 담보권자는 다양한 복수의 準據法에 따라 각각 담보권을 설정하지 않을 수 없게 되어 현실적인 어려움을 초래한다는 것이다.<sup>43)</sup>

PRIMA는 위에서 본 바와 같이 통일상법전(§8-110(b),(e))의 접근방법이기도 하다. 그러나 예비초안과 유가증권협약은 통일상법전(§8-102(a)(17))이 채용하고 있는 증권권리라는 개념을 사용하지는 않는다. 과거 2001년 1월 초안은 증권권리에 상응하는 것으로서 ‘계좌권리’(account right)라는 개념을 사용하였으나, 증권과 계좌권리는 실질적으로 동일한데 이를 표현하고자 상이한 용어를 사용하는 것은 적절하지 않고, 계좌권리는 마치 유가증권협약이 규율하지 않는 계약상의 권리를 포함하는 것으로 오해될 염려가 있다는 이유로 삭제되었다.<sup>44)</sup> 또한 유가증권협약은 ‘간접보유유가증권’이라는 개념을 사용하지 않고 단순히 ‘중개기관에 보유된 유가증권’이라는 개념을 사용한다.

위에서 본 바와 같이 제2조 제1항에 규정된 쟁점은 “중개기관에 보유된 유가증권에 대한 담보, 처분 기타 物權法的 爭點”을 포함한다. 그러나 유가증권협약은 유가증권 거래 당사자의 계약상 권리 및 의무와 중개기관과 계좌보유자간의 관계에서 발생하는 계약상 권리 및 의무의 準據法을 정하는 것은 아니다(제2조 제3항).

주목할 것은, 증권계좌에 대한 유가증권의 대변기재(credit)로부터 발생하는 권리가 물권, 채권 또는 기타의 권리인지, 즉 성질결정의 문제도 유가증권협약에 따라 결정되는 準據法에 의하여 규율된다는 점이다. 우리 國際私法의 일반원칙에 따르면 연결대상이 물권, 채권 또는 기타의 권리인지에 따라 즉 성질결정에 따라 연결원칙이 다르게 되므로, 유가증권협약의 접근방법은 우리 國際私法의 통상적인 접근방법과는 차이가 있다.

그러나 PRIMA의 구체적 내용을 보면 예비초안과 유가증권협약은 차이가 있다. 따라서 아래에서는 예비초안과 유가증권협약을 대비하여 살펴본다.

#### (1) 예비초안(제4조)

1) PRIMA의 채택(제4조)—당사자가 합의한, 증권계좌를 관리하는 관련중개기관 소재지의 법

예비초안은 PRIMA를 채택하였다. 즉 예비초안 제4조 제1항은 “제2조 제1항에 규정된 쟁점에 적용될 準據法은 [그 쟁점의 원인된 사실 발생 당시]<sup>45)</sup> 관련중개기관이 소재하는 국가의 법이다”라고 하여 이를 명시하였다. PRIMA는 위에서 본 통일상법전 §8-110(b),(e)의 접근방법이기도 하나 예비초안은 계좌약정의 準據法을 적용하는 이차적인 단계를 채용하지 않는다.<sup>46)</sup> 그러나 예비초안의 PRIMA는 유가증권협약이 채택한 변형된 PRIMA와는 차이가 있는데, 그 차이점은 아래에서 논의한다.

예컨대 위 그림에서 보는 바와 같이 담보설정자(X)가 A국에 소재하는 중개기관에 계좌를 가지고 있고, 담보권자(Y)도 동일한 중개기관에 계좌를 가지고 있는 경우 담보권의 설정은 별로 어려운 문제를 제기하지 않는다.

#### 2) 관련중개기관 소재지의 결정(제4조 제2항)과 실제기준

PRIMA를 채택한 것으로 문제가 해결되는 것은 아니다. 왜냐하면 “관련중개기관이 소재하는 국가”를 어떻게 결정할 것인가가 문제되기 때문이다. 실제로 특별위원회 회의에서는 장기간 이를 둘러싸고 상당한 의견의 대립이 있었고 여러 차례 초안이 수정되었다. 논쟁의 핵심은 관련중개기관의 소재지를 실제로 증권계좌를 관리하는 중개기관의 소재지로 할 것인지, 아니면 계좌보유자와 관련중개기관이 그곳에서 증권계좌를 관리하기로 합의한 국가(즉 합의된 관리지)인가의 여부였다. 즉 전자는 사실적 요소를 중시하는 견해인 데 반하여, 후자는 당사자의 합의를 중시하는 견해라고 할 수 있다. 영미법계 국가, 특히 미국은 후자를 강력히 주장하였으나 일부 대륙법계 국가들은 전자를 선호하는 경향을 보였다.

전자는 國際私法상 準據法을 결정함에 있어서는 실제로 문제된 쟁점(issue)과 가장 밀접한

관련을 가지는 법을 準據法으로 지정해야 한다는 대원칙과, 특히 유가증권협약은 계약법상의 권리·의무가 아니라 간접보유유가증권에 대한 物權法的 爭點에 대한 準據法을 정하는 것인데 종래 國際物權法的 분야에서는 원칙적으로 當事者自治가 허용되지 않는다는 점을 강조하였다.47) 반면에 후자는 실제로 증권계좌를 관리하는 중개기관의 소재지를 결정하는 것은 용이하지 않고 많은 경우 불가능하고, 설사 가능하더라도 이를 시행하기 위해서는 상당한 추가적인 비용이 발생할 것이며, 나아가 중개기관이 변경되는 경우 準據法의 변경이 있게 된다는 현실적인 문제점을 지적하였다. 또한 만일 중개기관 소재지를 결정함에 있어 당사자의 합의를 무시한다면, 당사자들은 증권계좌를 관리하는 중개기관을 변경함으로써 목적을 달성할 수 있을 것이므로 이러한 번잡을 강요하는 대신 곧바로 당사자의 합의를 존중하는 것이 솔직하다는 점도 지적할 수 있을 것이다. 어쨌든 많은 논란 끝에 예비초안에서는 일종의 타협안으로 다음과 같은 제2항이 채택되었다.

“제1항의 국가는 계좌보유자와 관련중개기관이 그곳에서 증권계좌를 관리하기로 합의한 국가이다. 다만, 합의시에 관련중개기관은 그 국가에, 단독으로 또는 그 국가 또는 다른 국가에서 관련중개기관의 다른 사무소와 함께 또는 관련중개기관을 위하여 활동하는 타인과 함께, 증권계좌를 관리하는 영업 기타 통상적 활동에 종사하는 사무소를 가지고 있어야 한다.”48)

즉 위의 문언은 그곳에서 증권계좌를 관리하기로 하는 당사자들의 합의(즉 관리지에 관한 합의)49)에 의하여 準據法을 정하는 것을 원칙으로 하되, 일종의 실재기준(reality test)50)으로서 관련중개기관이 그곳에 증권계좌의 관리라는 업무 또는 통상적인 활동에 종사하는 사무소를 가지고 있어야 한다는 점을 요구한다. 주의할 것은, 그러한 사무소가 일반적으로 증권계좌를 관리하는 영업 기타 통상적 활동에 종사하면 족하지, 반드시 계좌보유자의 당해 증권계좌를 관리하는 영업 기타 통상적 활동에 종사할 것을 요구하지는 않는다는 점에서 실재기준은 매우 완화된 것이라는 점이다.

특별위원회에서 여기까지 어렵게 합의가 이루어졌다. 논의과정에서 진정한 의미의 실재기준이라고 할 수 있기 위해서는 관련중개기관이 사무소를 가지고 있다는 것만으로는 부족하고, 당해 사무소가 문제된 당해 유가증권을 실제로 관리해야 한다는 주장이 있었지만 이는 위에서 지적한 현실적인 문제점 때문에 배척되었다.

### 3) 관련중개기관 소재지의 결정시 고려요소(제4조의2, 제4조의3)

예비초안 제4조 제3항은 증권계좌를 관리하기로 하는 합의는 명시적이거나 계약의 전체적인 조건으로부터 묵시적으로 표시되어야 한다는 취지로 규정한다.51) 그러나 묵시적 합의에 대해서는 법원의 자의적 판단이 개입할 가능성이 있다는 우려가 제기되었다. 이러한 우려를 인지하고, 또한 실재기준(reality test)의 충족 여부를 판단함에 있어 고려할 요소를 예시하고자 미국의 제안에 따라 제4조의2와 제4조의3이 잠정적으로 규정되었다.52)

제4조의2가 예시적으로 열거하고 있는 활동이 통상적으로 행해지는 경우, 위에서 본 실재기준, 즉 중개기관의 사무소가 증권계좌를 관리하는 영업 기타 통상적 활동에 종사하는 것으로 본다. 이것이 이른바 “백색목록”(white list)53)인데, (a) 증권계좌에 관한 계약의 체결 또는 수령, (b) 계좌보유자가 증권계좌와 관련한 중개기관과의 통신, (c) 증권계좌에 관한 중개기관의 법적, 규제적, 감사적, 포지션 감시 또는 계좌보유자에 대한 지원 기능의 수행, (d) 계좌명세서상의 주소 기재 또는 계좌명세서의 작성, (e) 중개기관에 의한 증권계좌에의 기재, 저장 또는 관리 및 (f) 그 사무소가 증권계좌를 관리하고 있음을 특정할 수 있는 유일한 계좌번호, 은행코드 또는 다른 식별수단의 존재 등이 그에 포함된다.54)

반면에 제4조의3은 관련중개기관 소재지를 결정함에 있어 고려할 수 없는 요소들을 열거한다. 이것이 이른바 “흑색목록”(black list)<sup>55)</sup>인데, (a) 유가증권을 표창하거나 증명하는 증서의 소재지, (b) 증권보유자 등록부의 소재지, (c) 유가증권 발행인의 조직지 또는 설립지 또는 발행인의 법령상의 본거, 경영중심지, 주된 사무소 소재지 또는 등록사무소 소재지, (d) 관련중개기관을 제외한 다른 중개기관 소재지 또는 (e) 증권계좌를 위한 기장 또는 자료처리를 지원하는 기술 소재지 등이 그에 포함된다.

이러한 목록을 두는 데 대해서는 이는 법원이 모든 사정을 고려해서 판단해야 한다는 일반적인 해석의 원칙에 반한다는 비판이 있었다.

## (2) 유가증권협약(제4조)

### 1) 변형된 PRIMA의 채택(제4조)—당사자들이 명시적으로 합의한 準據法

간접보유유가증권은 계좌약정의 準據法으로 계좌약정에서 명시적으로 합의한 법, 또는 계좌약정이 그의 準據法이 아닌 다른 법이 간접보유유가증권의 準據法이 된다고 명시한 경우 그 법에 따른다(제4조 제1항 1문). 이는 결국 2002년 6월의 예비문서(번호 15)가 Option A로서 처음으로 도입한 원칙, 즉 당사자들이 합의한 準據法에 의한다는 원칙이 채택된 것이다. 여기에서 계좌약정(account agreement)이라 함은 증권계좌와 관련하여 관련중개기관과 체결한 증권계좌를 규율하는 약정을 말한다.

위에서 본 바와 같이, 유가증권협약의 성안과정에서 PRIMA를 채택하는 데 대하여는 별 이견이 없었지만 그의 구체적인 내용, 즉 관련중개기관의 소재지가 실제로 증권계좌를 관리하는 중개기관의 소재지인지, 아니면 계좌보유자와 관련중개기관이 그곳에서 증권계좌를 관리하기로 합의한 국가(즉 합의한 관리지)인지가 논쟁의 핵심이었고, 그 결과 예비초안(제4조 제2항)은 후자에 따라 계좌보유자와 관련중개기관이 그곳에서 증권계좌를 관리하기로 하는 합의에 의하되, 실재기준(reality test)으로서 관련중개기관이 그곳에 실제로 증권계좌의 관리라는 업무 또는 통상적인 활동에 종사하는 사무소를 가지고 있을 것을 요구하였다.<sup>56)</sup>

그러나 유가증권협약 제4조 제1항은 예비초안의 태도를 변경하여, 계좌보유자와 관련중개기관이 그곳에서 증권계좌를 관리하기로 명시적 또는 묵시적으로 합의한 국가(즉 합의한 관리지) 대신, 당사자들이 명시적으로 합의한 계좌약정의 準據法, 또는 달리 간접보유유가증권의 準據法으로 명시적으로 합의한 법이 準據法이 된다고 규정한다. 즉 예비초안은 증권계좌의 관리지에 관한 당사자들의 합의에 착안하는 데 반하여, 유가증권협약은 계좌약정의 準據法에 관한 당사자들의 합의에 착안하는 점에서 차이가 있다. 이러한 변경은 위에서 본 통일상법전(§8-110(e)(2))의 태도를 반영한 것으로 보인다.<sup>57)</sup>

이는 엄밀하게는 國際私法理論에서 말하는 當事者自治는 아니다. 간접보유유가증권에 대한 담보의 準據法은 담보계약의 당사자인 담보설정자, 즉 계좌보유자와 담보권자간의 합의에 의하여 결정되는 것이 아니라 계좌약정의 準據法 또는 간접보유유가증권의 準據法에 관한 담보설정자와 중개기관의 합의에 따르는 것이기 때문이다. 이를 편의상 當事者自治라고 부를 수는 있지만 그 의미를 정확히 할 필요가 있다.

상설사무국의 문서<sup>58)</sup>는 예비초안과 비교할 때 유가증권협약은 법적 확실성과 예측가능성을 확보하기 위하여 적절하다고 하고 다음과 같이 설명한다. 이는 예비초안과 유가증권협약을 대비한 것이면서, 한편으로는 2002년 6월의 예비문서(번호 15)의 Option B와 Option A를 대비한 것이기도 하다.

첫째, 예비초안(Option B)은 당사자들간에 그 국가내에서 증권계좌가 관리되는 것으로 명시적 또는 묵시적으로 합의할 것을 요구하는데, 이는 법원으로 하여금 실제로 그 국가내에서

증권계좌가 관리되는지를 확인하도록 부추길 가능성이 있다. 만일 이 요건이 구비되지 않는다면 법원은 보충적 규칙을 적용할 것이므로 유가증권협약에 의하여 달성하고자 하는 법적 확실성과 예측가능성이 손상된다는 것이다. 만일 예비초안이 증권계좌가 실제로 당사자들이 합의한 국가내에서 관리될 것을 요구하지 않는다면 이는 아무런 의미가 없게 된다. 어느 견해를 취하든 예비초안은 문제가 있다는 것이다.<sup>59)</sup>

둘째, 예비초안(Option B)은 당사자들간에 그 국가내에서 증권계좌가 관리되는 것으로 명시적 또는 묵시적으로 합의할 것을 요구하는데, 이는 경우에 따라 국내 세법상 뜻하지 않은 부작용을 초래할 우려가 있고, 한편으로는 반대로 당사자들이 세법상의 이유로 계좌는 특정 국가에서 관리하되 제2조에 정한 쟁점들에 대해 당해 국가의 법을 적용하기를 원하지 않을 수도 있다는 점도 지적되었다.

위에서 언급한 바와 같이 예비초안은 명백히 PRIMA를 취한 것이었다. 그에 따르면 관련중개기관의 소재지가 중요한 의미를 가지기 때문이었다. 그러나 유가증권협약에 따르면, 특히 일차적 규칙에 관하여는 간접보유유가증권의 처분의 準據法은 담보설정자와 중개기관이 합의에 의하여 지정한 계좌약정의 準據法에 의하기 때문에 관련중개기관의 장소, 즉 “place of the relevant intermediary”는 별 의미가 없다. 필자가 위에서 유가증권협약의 태도를 “변형된(또는 수정된) PRIMA”라고 기술한 것은 이러한 이유에서이다. 헤이그국제사법회의는 유가증권협약이 PRIMA를 취한 것이라고 설명하고 협약의 前文도 그렇게 언급하고 있지만, 엄밀하게 말하자면 그러한 평가는 적절하지 않거나 적어도 오해의 소지가 있다고 생각된다.

## 2) 관련중개기관이 되기 위한 실재기준(제4조 제2항)

예비초안(제4조 제2항)은 실재기준으로서 관련중개기관이 그곳에 실제로 증권계좌의 관리라는 업무 또는 통상적인 활동에 종사하는 사무소를 가지고 있어야 한다는 점을 요구함은 위에서 본 바와 같다. 유가증권협약도, 제4조 제1항에 따라 당사자들이 합의한 準據法은 약정시에 관련중개기관이 실제로 그 국가에 다음 요건을 충족하는 영업소를 가지고 있는 경우에만 적용된다(제4조 제1항 2문)고 규정함으로써 실재기준을 요구한다.

“a) 단독으로, 또는 관련중개기관의 다른 영업소 또는 관련중개기관을 위하여 행위하는 타인과 함께 i) 증권계좌에의 기재를 행하거나 감시(모니터)하거나, ii) 간접보유유가증권과 관련된 지급 또는 회사행위(corporate actions)를 관리하거나, 또는 iii) 그 밖에 증권계좌를 관리하는 영업 기타 통상적 활동에 종사하거나, 또는

b) 계좌번호, 은행코드, 그 밖의 특정 수단에 의하여 그 국가에서 증권계좌를 관리하는 영업소로 특정될 것”

그러나 유가증권협약(제4조 제2항)은 위 (a)호의 목적상 다음의 사유만으로 영업소는 증권계좌를 관리하는 영업 기타 통상적 활동에 종사하는 것이 되지 않는다고 명시한다.

“a) 영업소가 증권계좌를 위하여 기장(bookkeeping) 또는 자료처리를 지원하는 기술체계(technology)가 위치하는 장소라는 이유

b) 영업소가 계좌보유자와의 교신을 위한 통신센터(call center)가 위치하거나 운영되는 장소라는 이유

c) 영업소가 증권계좌와 관련된 우편물이 작성되거나 파일 또는 기록들이 소재하는 장소라는 이유, 또는

d) 영업소가 증권계좌의 관리 또는 개설과 관련된 것 이외의 대표적 기능과 행정적 기능에만 종사하고, 어떠한 계좌약정을 체결하기 위한 구속력 있는 결정을 할 권한을 가지지 않는 경우”

예비초안의 경우와 마찬가지로, 유가증권협약(제4조 제1항 및 제2항)에 의하면, 예컨대 한국의 계좌보유자가 미국에 아무런 사무소를 가지고 있지 않은 중국의 투자은행을 통하여 유가증권을 보유하는 경우 계좌약정의 準據法 또는 간접보유유가증권의 準據法을 뉴욕주법으로 합의할 수는 없다.60) 그러나 예컨대 한국의 계좌보유자가, 뉴욕에 사무소를 가지고 있는 영국의 투자은행을 통하여 유가증권을 보유하는 경우 실제로 당해 증권계좌가 홍콩에 있는 사무소를 통하여 관리되더라도 당사자들은 계좌약정의 準據法 또는 간접보유유가증권의 準據法을 뉴욕주법으로 합의할 수 있다.61) 이러한 예를 생각한다면 실제기준이 가미되기는 하였지만 그 기준이 매우 완화된 것임을 알 수 있다.

### 3) 準據法の 결정시 무시되는 요소들(제6조)

제6조는, 유가증권협약에 따라 準據法을 결정하는 데 있어서 고려해서는 아니되는 사항을 다음과 같이 열거하고 있다.

- a) 유가증권의 발행인의 설립지 또는 조직지 또는 발행인이 법령상의 본거, 등록된 사무소, 경영중심지 또는 영업소 또는 주된 영업소를 가지는 장소
- b) 유가증권을 표창하거나 증명하는 증서의 소재지
- c) 유가증권의 발행인에 의하여 또는 그를 위하여 관리되는 유가증권 보유자의 등록부의 소재지 또는
- d) 관련중개기관이 아닌 어떤 중개기관의 소재지”

이는 위에서 본 예비초안(제4조의3)의 흑색목록을 일부 수정한 것이다.62)

### 4) 계좌보유자와 관련중개기관간의 거래(제4조 제3항)

한편 계좌보유자들간의 거래가 아니라 계좌보유자와 중개기관간의 거래에 관하여 유가증권협약은 특칙을 둔다. 즉 유가증권협약(제4조 제3항)에 따르면, 특정 간접보유유가증권의 계좌보유자가 특정 중개기관을 위하여 하는 처분에 관하여는 유가증권협약의 목적상으로는, 그 중개기관이 그의 장부상 증권계좌를 관리하는지에 관계없이 a) 그 중개기관이 관련중개기관이고, b) 그 계좌보유자와 그 중개기관간의 계좌약정이 관련계좌약정이며, c) 제5조 제2항과 제3항의 목적상 증권계좌는 처분의 직전에 유가증권이 그에 대변기재되는 증권계좌이다. 제4조 제3항은 예비초안에는 없던 조문인데 예컨대 중개기관이 계좌보유자에게 여신을 제공하고 담보권을 취득하는 경우와 같은 거래에 있어 법률관계를 명확히 하기 위하여 2002년 12월 개최된 외교회의시 일본의 제안에 따라 신설된 것이다.

### 3. 당사자들의 합의가 없는 경우의 처리—보충적 규칙

일차적 규칙에 따라 간접보유유가증권에 대한 담보, 처분 기타 物權法的 爭點의 準據法이 결정되지 않는 경우에 대비하여 보충적 연결원칙을 둘 필요가 있다. 예비초안과 유가증권협약은 모두 당사자들의 합의가 없는 경우에 적용될 보충적 규칙을 두고 있으나, 그 구체적인 내용은 차이가 있으므로 아래에서는 양자를 차례대로 검토한다.

#### (1) 예비초안(제4조 제4항)

예비초안(제4조 제4항)에 따르면, 관련중개기관의 소재지 국가가 제2항에 의해 결정되지 않는 경우 그 국가는 (a) 관련중개기관의 설립 또는 조직의 準據法이 속하는 국가가 되고, (b) 만일 이것이 없는 경우, 관련중개기관의 영업소 소재지 국가가 된다. 다만 관련중개기관이 둘 이상의 영업소 소재지를 가지고 있는 경우 주된 영업소 소재지 국가가 된다.

#### (2) 유가증권협약(제5조)

유가증권협약은 제5조에서 보충적 규칙을 규정하고 있는데, 제5조는 보충적 규칙을 다음과 같이 3단계로 규정한다.

첫째, 관련중개기관이 특정 영업소를 통해 계좌약정을 체결하였다는 점이 계좌약정에 명시적으로 의문의 여지없이 기술된 경우, 당해 영업소 소재지 국가의 법이 간접보유유가증권의 準據法이 된다(제1항).63) 다만 그러한 영업소가 당시 제4조 제1항 2문의 실제기준을 충족하여야 한다. 계좌약정이 관련중개기관이 특정 영업소를 통해 계좌약정을 체결하였다는 점을 명시적으로 의문의 여지없이 기술하는지를 결정함에 있어서, 당해 영업소가 관련중개기관에 대한 통지 또는 문서의 송달처인 사실, 당해 영업소가 관련중개기관에 의한 명세서 또는 기타 문서의 제공처인 사실, 관련중개기관에 대한 법적 절차가 특정 국가에서 제기될 수 있다는 사실, 당해 영업소가 관련중개기관에 의한 용역의 제공처인 사실과, 당해 영업소가 관련중개기관에 의한 운영 또는 기능의 이행지인 사실은 고려되지 않는다(제1항).

둘째, 準據法이 제1항에 따라 결정되지 않는다면, 準據法은 서면 계좌약정 체결시, 또는 그러한 약정이 없는 경우에는 증권계좌 개설시 관련중개기관의 설립 또는 기타 조직의 準據法이 속하는 국가의 법이다(제2항).64)

셋째, 準據法이 제1항 또는 제2항에 따라 결정되지 않는다면, 準據法은 관련중개기관이 서면 계좌약정 체결시, 또는 그러한 약정이 없는 경우에는 증권계좌 개설시 영업소를 가지는 국가의 법이다(제3항).65)

#### 4. 복수단위국가의 準據法 결정(협약 제12조)66)

##### (1) 準據法 결정의 원칙

전통적인 國際私法理論에 따르면 미국의 주(State)와 같은 영토적 단위는 별도의 국가처럼 취급되고, 유가증권협약과 같이 準據法의 통일을 목적으로 하는 조약에서는 反定(renvoi)을 허용하지 않는다. 특히 유가증권협약이 채택한 連結點(또는 連結素, connecting factor)은 국적이 아니라 어느 영토적 단위의 법을 적용하기로 하는 당사자의 합의(제4조의 경우) 또는 관련중개기관의 특정 영업소 소재지(제5조의 경우)이므로 이른바 ‘불통일법국법의 지정’에 따른 문제가 발생하지 않는다.67) 이러한 원칙에 충실하자면 불통일법국법 또는 유가증권협약의 용어로는 복수단위국가(Multi-unit State)의 경우에도 그의 법이 準據法으로 합의된 영토적 단위 또는 관련중개기관의 특정 영업소 소재지가 속하는 영토적 단위의 법을 적용해야 할 것이다.

유가증권협약도 우선은 이러한 원칙을 따른다. 상세는 간접보유유가증권의 準據法이 일차적 규칙, 즉 어느 영토적 단위의 법을 적용하기로 하는 당사자의 합의에 의해 결정되는 경우(제4조의 경우)와 보충적 규칙, 즉 관련중개기관의 특정 영업소 소재지법이 되는 경우(제5조의 경우)에 다소 차이가 있다. 양자를 나누어 본다.

① 일차적 규칙이 적용되는 경우: 일차적 연결원칙이 적용되는 제4조의 경우에 관하여는, 당사자들이 특정한 영토적 단위의 법을 準據法으로 합의한 경우68) 제1항 1문의 ‘국가’는 그 영토적 단위를 말한다. 다만 제1항 2문의 실제기준을 적용함에 있어서는 ‘국가’는 당해 영토적 단위가 아니라 그 복수단위국가 자체를 말한다. 이는 실제기준이 더욱 완화된다는 것을 의미한다.

② 보충적 규칙이 적용되는 경우: 보충적 연결원칙이 적용되는 제5조의 경우에 관하여는, 準據法은 특정 영업소가 소재하는 영토적 단위(제1항의 경우), 관련중개기관의 설립 또는 조직의 準據法이 속하는 영토적 단위(제2항의 경우),69) 또는 영업소가 소재하는 영토적 단위(제3항의 경우)의 법이 된다.

##### (2) 制限的인 反定의 도입

유가증권협약은 이른바 “制限的인 反定”을 허용하는 조항을 두는 점에 특색이 있는데 구체

적인 내용은 다음과 같다.

① 일차적 규칙이 적용되는 경우: 계좌보유자와 관련중개기관이 복수단위국가의 특정한 영토적 단위의 법에 관하여 합의한 경우 제4조 제1항의 1문의 “국가”에 대한 언급은 그 영토적 단위를 말하고, 제4조 제1항의 2문의 “그 국가”에 대한 언급은 그 복수단위국가 자체를 말한다(제12조 제1항).

② 보충적 규칙이 적용되는 경우: 복수단위국가는 제5조의 결과 복수단위국가 또는 그의 어느 영토적 단위의 법이 準據法이 되는 경우, 그 복수단위국가에서 시행중인 국내 법선택 규칙이 그 복수단위국가 또는 그의 특별한 영토적 단위의 實質法 規則이 적용되는지를 결정한다는 것을 선언할 수 있다(제12조 제3항 1문). 그러한 선언을 하는 복수단위국가는 헤이그국제사법회의의 상설사무국에 그러한 국내 법선택규칙의 내용에 관하여 정보를 전달하여야 한다(제12조 제3항 2문).<sup>70)</sup>

이러한 선언을 허용하는 경우에는, 보충적 규칙이 적용되는 범위내에서는, 유가증권협약의 연결원칙은 복수단위국가의 국경에서 멈추고, 당해 복수단위국가의 내부적인 문제는 당해 복수단위국가의 법선택규칙에 맡겨지는 셈이 된다. 복수단위국가 자체의 법이 準據法이 되는 경우 이는 문제될 것이 없다고 할 수 있지만, 유가증권협약에 따라 복수단위국가의 특정 영토적 단위의 법이 準據法이 되는 경우에만 이러한 선언을 허용하는 점에 문제가 있다. 이러한 새로운 접근방법은 복수단위국가 특히 미국이 주장한 것이다.<sup>71)</sup> 이러한 조항은 사실상 이른바 “制限的인 反定”<sup>72)</sup>을 도입하는 것이다. 왜냐하면 모든 계약국에 대해서 反定을 허용하는 것이 아니라 복수단위국가, 그것도 선언을 한 복수단위국가에 대해서만 허용되, 그 경우에도 다른 국가의 법을 지정할 수는 없고 그 복수단위국가 자체 또는 복수단위국가내의 다른 영토적 단위의 법을 지정할 수 있을 뿐이기 때문이다. 어쨌든 이러한 制限的인 反定에 의해 準據法의 결정이 상대적으로 복잡하게 된다는 비판은 면할 수 없다.

이러한 制限的인 反定에 의하면 제5조에 따른 보충적 규칙에 의하여 미국의 어느 주(예컨대 오하이오주)의 법이 準據法이 되는 경우 당연히 당해 주법이 간접보유유가증권의 準據法이 되는 것이 아니고, 만일 미국이 유가증권협약(제12조 제3항)에 따른 선언을 하고 나아가 당해 주(예컨대 오하이오주)의 법선택규칙상 미국 또는 다른 주의 법이 지정된다면 다른 계약국들도 이를 존중해야 한다. 이러한 가능성에 대해서는 협상과정에서 그렇게 할 경우 유가증권협약이 달성하고자 하는 準據法의 통일이 저해된다는 이유로 상당한 비판이 있었다. 특히 다른 국가들로서는 특정국가의 準國際私法 또는 법선택규칙을 정확히 알기 어려우므로 그런 원칙의 적용을 희망하는 복수단위국가인 계약국은 그러한 취지의 선언을 하도록 할 뿐만 아니라, 그의 국내 법선택규칙에 관한 정보를 상설사무국에 밝히도록 할 필요가 있다는 견해가 주장되어 지지를 받았는데 제3항은 이를 명시한 것이다.

다만 어느 경우이든 유가증권협약을 적용함에 있어서 복수단위국가의 어느 영토적 단위에서 시행중인 법은 그러한 단위의 법과, 그 단위에서 적용되는 한 복수단위국가 자체의 법 양자를 포함하고(제12조 제2항 a호), 복수단위국가의 어느 영토적 단위의 법이, 당해 국가의 다른 영토적 단위의 법이 공적인 등록(filing), 기록 또는 등기에 의한 완성을 규율하도록 지정하는 경우, 그러한 다른 영토적 단위의 법이 그러한 쟁점을 규율한다(제12조 제2항 b호).

##### 5. PRIMA의 도입과 기존권리 및 기존계좌약정의 취급

유가증권협약에서 PRIMA를 채택할 경우, 기존의 準據法에 따라 적법하게 설정되고 대항요건을 구비한 유가증권 담보의 처리가 문제된다. 기득권인 기존 담보권을 보호하자면 準據法의 변경에도 불구하고 기존 담보권의 효력을 영구적으로 인정해야 할 것이나, 그렇게 할 경

우 상당한 기간 동안 유가증권협약의 시행 후에 간접보유유가증권에 대해 새로이 담보권을 취득하는 자는 과거의 準據法에 따른 담보권의 유무를 살펴보아야 한다는 문제가 있게 된다. 이렇게 된다면 유가증권협약의 시행 후에도 장기간 동안 유가증권협약 전의 구체제와 유가증권협약에 따른 신체제가 병존하는 상태가 계속된다는 것이다. 반면에 유가증권협약의 소급효를 인정하고, 일종의 경과조치로서 일정한 기간내에 유가증권협약에 따른 새로운 담보권의 대항요건을 구비하지(reperfection) 않을 경우 우선권을 부인한다면 법체계가 이원화되는 문제는 없겠지만 이는 기득권을 침해하는 것이 되어 체약국에 따라서는 헌법상 문제가 제기될 우려가 있고, 또한 새로운 요건을 구비하기 위해 상당한 비용을 초래할 수 있다는 현실적인 문제점이 지적되었다. 기존권리의 취급에 관한 유가증권협약의 태도를 이해하기 위하여 예비초안을 살펴본 뒤 유가증권협약을 검토한다.

(1) 예비초안(제17조)

1) 협약의 소급효의 유무(예비초안 제17조)

예비초안은 ① 협약의 소급효를 부정하는 것을 전제로, 협약 전의 처분과 유가증권협약 후의 처분의 우선순위에 관하여 유가증권협약에 따른 準據法에 의하도록 하는 A안과, ② 협약에 소급효를 부여하는 소수의견을 반영한 B안을 선택적으로 규정하였다. B안은 협약에 소급효를 부여하되, ① 협약의 발효 전에 담보를 취득한 자가 準據法이 협약에 따른 것과 다르다는 것을 합리적으로 신뢰하였고, ② 협약의 발효 후 6 개월 이내에 협약에 의한 準據法에 따라 적절한 조치를 취하였으며, 또한 ③ 경합하는 이익을 가지고 주장하는 어떤 당사자도 소송에서 準據法이 협약에서 명시된 바와 같다고 합리적으로 신뢰하였음을 증명하지 않는 경우 법원은 마치 그 행위가 협약의 발효 전에 행해졌던 것처럼 협약을 적용하여야 한다고 규정한다. 다만, 소급효를 인정하더라도 협약의 효력 발생 전에 법원에서 이미 개시된 소송에는 영향을 미치지 아니한다(제3항).

2) 협약 전 합의의 해석(예비초안 제17조의2)

유가증권협약이 발효되기 전에는 계좌보유자와 관련중개기관이 그곳에서 증권계좌를 관리하기로 합의하는 예가 많지는 않을 것이다. 따라서 유가증권협약에 따라 합의한 증권계좌의 관리지가 없는 경우의 처리가 문제된다. 이에 대해 미국은 증권계좌의 관리지에 관한 합의가 없더라도, 관리계약의 準據法상 중개기관의 管轄 또는 準據法의 지정이 증권계좌의 관리지의 합의로 취급되는 때에는 準據法 소속국이 합의한 증권계좌의 관리지국인 것으로 본다는 조항을 예비초안에 넣자는 제안을 하였다. 당초 이 제안은 제4조와 관련하여 논의되었으나 다른 국가들의 반대가 심하였고, 이는 과도기에 많이 발생할 것이므로 제4조가 아니라 경과규정에서 처리하는 것이 적절하다는 견해가 제시된 결과 제17조의2에 규정되었다. 제17조의2에 의하면, 증권계좌를 규율하는 합의가 협약의 발효 전에 체결되고 그것이 증권계좌의 관리지에 관하여 명시적 또는 묵시적인 합의를 포함하지 않는 경우, 합의 중의 어떤 조항이 그 합의의 準據法상 제2조 제1항에 명시된 어떠한 쟁점이 특정 국가의 법에 의하여 규율되도록 하는 효력을 가지는 경우, 그 조항은 제4조 제2항에 따른 관련중개기관의 소재지 국가를 결정하기 위한 목적상 증권계좌를 그 국가에서 관리한다는 합의로 취급된다.

(2) 유가증권협약(제16조)

1) 유가증권협약의 소급효(협약 제15조)

유가증권협약은 예비초안의 두 가지 선택지 중 소급효를 부정하는 A안을 채택하였다. 제15조는 기존권리의 취급에 관하여 협약이 소급효를 가지지 않음을 전제로 하면서, 협약발효 전의 처분과 협약발효 후의 처분의 우선순위에 관하여 협약에 따른 準據法에 의하여 판단할

것을 규정한 것이다.

## 2) 유가증권협약 전 계좌약정의 해석(협약 제16조)

유가증권협약상 계좌약정과 증권계좌에 대한 언급은 협약의 발효 전에 체결된 계좌약정과 협약의 발효 전에 개설된 증권계좌를 포함한다(제1항). 계좌약정이 협약에 대한 명시적인 언급을 포함하지 않는 한, 계약국의 법원은 그 국가에 대하여 제19조에 따른 협약의 효력 발생 전에 체결된 계좌약정과 관련하여 제4조 제1항을 적용함에 있어서는 제3항과 제4항을 적용하여야 하나, 다만 계약국은 제19조 제1항에 따라 협약의 발효 후에, 그러나 제19조 제2항에 따라 당해 국가에 대하여 협약의 발효 전에 체결된 계좌약정과 관련하여서는 제3항과 제4항의 적용을 배제하는 선언을 할 수 있다(제2항).<sup>73)</sup> 계좌약정의 어떤 명시적 조건이 계좌약정의 準據法이 속하는 국가의 규칙상, 특정한 국가(또는 특정한 복수단위국가의 어느 영토적 단위)에서 시행중인 법이 간접보유유가증권에 적용되도록 하는 효력을 가진다면, 그 결과 그러한 법이 간접보유유가증권을 규율한다(제3항). 다만 계좌약정 체결시에 관련중개기관이 그 국가에 제4조 제1항 2문의 실제기준을 충족하는 영업소를 가졌을 것을 조건으로 한다. 그러나 계약국은 제3항에서 기술한, 증권계좌가 다른 국가에서 관리된다는 것을 당사자들이 명시적으로 합의한 계좌약정과 관련하여 제3항의 적용을 배제하는 선언을 할 수 있다.<sup>74)</sup> 이는 위에서 언급한 예비초안(제17조의2)의 취지를 살린 것이다. 다만 예비초안상으로는 PRIMA는 그곳에서 증권계좌를 관리하기로 하는, 즉 증권관리지에 관한 당사자들의 합의에 기초한 것이었으나 유가증권협약은 準據法合意를 기초로 하므로 문언이 다소 수정되었다.

제3항이 적용되는 계좌약정을 제외하고, 당사자들이 증권계좌가 특정 국가(또는 특정 복수단위국가의 어느 영토적 단위)에서 관리되는 것에 합의하였다면, 그 국가 또는 영토적 단위에서 시행중인 법이 간접보유유가증권의 準據法이다(제4항). 다만 계좌약정 체결시에 관련중개기관이 그 국가에 제4조 제1항 2문에 실제기준을 충족하는 영업소를 가졌을 것을 조건으로 한다. 그러한 계좌약정은 명시적이거나 또는 전체로서의 계약의 조건으로부터 또는 주변 사정으로부터 암시될 수 있다.

## 6. 國際倒産의 문제점(협약 제8조)

협약에서 간접보유유가증권의 처분의 準據法을 정하더라도 담보설정자의 도산시 도산절차가 개시된 법정지국의 법원이 이를 무시한다면 담보권은 무의미하게 된다. 따라서 첫째 협약에 따른 準據法에 의하여 설정된 담보권이 후에 개시된 도산절차에서 과연 지지될 것인지의 여부(즉 담보권의 승인)와 둘째 도산절차에서의 담보권의 효력이 문제된다.<sup>75)</sup> 협약 제8조는 담보권을 존중함과 동시에 담보권에 영향을 미치는 도산절차의 규칙간의 균형을 도모한다. 첫째, 협약은 유효하게 완성된 담보권을 존중한다. 도산절차의 개시에도 불구하고, 도산절차의 개시 전에 발생한 모든 사유에 관하여 협약에 따른 準據法은 제2조 제1항에서 명시된 쟁점들을 규율한다(제1항). 둘째, 협약은 담보권에 영향을 미치는 도산법정지의 도산법을 고려하여 위 원칙에 대하여 다음과 같은 예외를 인정한다. 즉 협약은 a) 채권의 순위 및 부인권에 관한 규칙과 b) 도산절차 개시 후 권리의 집행에 관한 규칙을 포함하여 모든 실제적 또는 절차적 도산규칙의 적용에 영향을 미치지 않는다(제2항).<sup>76)</sup>

## 7. 反定の 배제(협약 제10조)

準據法の 통일을 목적으로 하는 국제조약은 전통적으로 反定을 배제한다. 유가증권협약도 “협약에서 “법”이라 함은 어떤 국가에서 시행중인 법선택규칙 이외의 법을 말한다”고 함으로써 反定을 명시적으로 배제하고 있다. 反定을 명시적으로 배제하는 점은 예비초안(제7조)의

경우에도 동일하다. 다만 복수단위국가의 경우 制限的인 反定을 도입하였음은 위(4.(2))에서 논의한 바와 같다.

#### 8. 準據法의 결정과 관련된 몇 가지 논점들

##### (1) 準據法 변경시 간접보유유가증권에 관한 권리의 보호(협약 제7조)

유가증권협약 제7조는 당사자들이 계좌약정을 수정하여 유가증권협약에 따른 準據法을 변경한 경우 準據法 변경의 효력에 관하여 규정한다. 이 경우 원칙적으로 유가증권협약 제2조 제1항에 명시된 모든 쟁점은 변경 후의 유가증권협약에 따른 準據法, 즉 “신법에 의하여 규율된다(제3항). 그러나 準據法의 변경에 동의한 자에 관련된 것을 제외하고, 準據法의 변경 전에 발생하는 간접보유유가증권에 관한 권리와 관련된 일정한 사항들은<sup>77)</sup> 변경 전의 유가증권협약에 따른 準據法, 즉 구법에 의한다(제4항).

##### (2) Super PRIMA—37면 문제(page 37 problem)

다음 그림에서 보는 바와 같이 예컨대 담보설정자(X)가 A국에 소재하는 중개기관에 계좌를 가지고 있고, 담보권자(Y)는 B국(예컨대 영국)에 소재하는 중개기관에 계좌를 가지고 있으며, 양 중개기관들은 C국에 소재하는 상위중개기관(upper-tier intermediary)에 공통적으로 계좌를 가지고 있다고 하자. 이러한 사실관계에서 담보설정자(X)가 담보권자(Y)에게 양도 담보권을 설정하는 경우 準據法을 어떻게 결정할 것인지가 문제된다. 이는 담보설정자와 담보권자가 상이한 국가에 소재하는 중개기관들을 통하여 증권계좌를 보유하고, 양도의 방법에 의해 담보를 설정하는 경우에 항상 발생하는 문제이다. 이것이 유가증권협약의 성안과정에서 이른바 “Super PRIMA의 문제” 또는 “37면 문제”(page 37 problem)<sup>78)</sup>로 꾸준히 다뤄진 쟁점이다.

유가증권협약은 예비초안과 마찬가지로 아래에서 설명하는 이른바 ‘Super PRIMA’를 인정하지 않고, 이러한 거래를 세 개의 거래로 파악하여 ① 담보설정자의 권리의 소멸, ② 상위중개기관에서의 권리의 이전과 ③ 담보권자의 권리의 취득이라는 세 단계에 대해 각각 PRIMA에 따라 결정되는 準據法을 적용한다. 즉 권리의 소멸(즉 X의 계좌의 차기)은 A국법, 상위중개기관에서의 권리의 이전은 모두 C국법, 권리의 취득(즉 Y의 계좌에의 대변기재)은 각각 B국법에 의한다는 것이다.<sup>79)</sup> 이것이 이른바 ‘단계별 분석’(stage-by-stage analysis) 방법이다. 다만, 이 경우 A국법에 따른 거래의 제1단계의 하자가 제2단계의 거래에 영향을 미치거나 무효로 하는지의 여부는 C국법에 따른 사항이라고 본다.<sup>80)</sup> 왜냐하면 위와 같은 사안유형의 경우 담보설정자의 권리가 담보권자에게 직접 양도되는 것이 아니라, 담보설정자는 그의 중개기관에게 그의 권리를 담보권자의 중개기관에게 양도하도록 지시하고, 후자에게 이를 다시 담보권자의 계좌에 대변기재하도록 요청함으로써 이루어지기 때문이다.

반면에 명확성과 단순성을 제고하기 위하여, 각 단계별로 PRIMA에 의하여 準據法을 결정하는 대신 전체를 하나의 거래로 보아 단일한 準據法을 적용함으로써 일원적인 해결(unitary solution)을 하는 견해가 이른바 “Super PRIMA”인데, 그에 의하면 담보설정자가 아니라 담보권자의 중개기관 소재지가 결정적인 의미를 가진다.<sup>81)</sup>

그러나 Super PRIMA에 대해서는 유가증권협약의 성안과정에서 다음과 같은 여러 가지 비판들이 제기되었다.<sup>82)</sup> 우선 무기명증권에 대해 전통적인 증권 소재지법이 제공했던 것과 같은 단순성과 확실성을 제공할 수 있는 것은, 장부기재에 의한 보유(book-entry holding)의 경우에는 각 단계에서의 PRIMA라는 것이다. 또한 여러 단계를 거쳐 이루어지는 거래의 경우 초기단계 또는 중간단계에 관여하는 당사자들은 최후의 양수인과 그의 중개기관을 알

수 없다는 문제가 있다. 더욱이 Super PRIMA를 인정할 경우 전단계의 準據法은 최종적인 단계의 거래가 종료된 때에 비로소 소급적으로 확정되는 결과가 된다. 뿐만 아니라 경우에 따라서는 중개기관에 의한 양도가 어느 하나의 양수인에게 이루어지는 것이 아니라 복수의 양수인에게 복합적으로 이루어지기도 하는데 그러한 경우에는 최후의 양수인에게 양도된 증권을 특정할 수 없기 때문에 準據法을 결정할 수 없다는 문제점이 있다는 점도 지적되었다. 요컨대 Super PRIMA는 위와 같은 여러 가지 비판을 극복할 수 없었기 때문에 특별위원회의 작업은 종래 이에 대해 부정적인 견해를 견지해 왔고, 결국 유가증권협약에서 채택되지 않은 것으로 보인다. 다만 2002년 1월 특별위원회의 회의에 일본 대표단의 일원으로 참가한 동경대의 神田秀樹 교수는 Super PRIMA를 주장하지는 않으면서도 보고서(예비문서(번호 1))의 견해처럼 할 경우 첫째, 담보의 설정이라는 하나의 거래에 대해 복수의 연결점이 있게 되는데 그것이 가능한지, 가능하더라도 적절한지와 둘째, 담보설정자와 담보권자가 각각의 PRIMA에 따라 규율될 경우 예컨대 담보설정이 무효임에도 불구하고 담보취득도 유효하게 될 수 있어 충돌(이른바 double interests)이 발생할 가능성이 있음을 지적하였고, 이러한 지적은 논점을 다시 검토하는 기회를 제공하였지만 결국 채택되지는 않았다.<sup>83)</sup>

종래 투자자의 권리를 증권권리 또는 신탁수익권 유사의 권리로 이해하지 않고 투시접근방법을 취하는 우리 법의 시각에서는 간접보유유가증권에 대한 담보에 대해 단일한 準據法을 지정하는 것이 자연스럽고, 이를 세 개의 거래로 분해하여 파악하는 것은 선뜻 수용하기 어렵지만, 그렇다고 하여 Super PRIMA에 대한 비판을 무시할 수도 없다.<sup>84)</sup>

이와 관련하여 한 가지 유념할 것은, 유가증권협약하에서는 37면 문제가 제기되는 상황이 확대될 수 있다는 점이다. 즉 예비초안에 따를 경우 37면 문제는 담보설정자와 담보권자의 계좌가 있는 중개기관이 상이한 경우에 발생하였다. 그러나 유가증권협약에 따르면, 양자의 중개기관이 동일하더라도(즉 위에서 본 F1의 경우) 중개기관과 담보설정자간의 계좌약정과, 중개기관과 담보권자의 계좌약정의 準據法이 상이한 경우 이러한 문제가 발생하게 되므로 훨씬 더 빈번하게 문제가 제기될 가능성이 있다.

## V. 협약에의 가입이 국내증권거래에 미치는 영향과 우리의 대응방안

유가증권협약은 2002년 12월 모든 국가들의 서명을 위하여 개방되었는데(제17조 제1항), 세 번째의 비준서, 수락서, 승인서 또는 가입서의 기탁 후 3개월이 경과한 때의 다음 달의 초일에 발효한다(제19조 제1항). 우리나라는 유가증권협약에 서명하지 않은 것으로 보이는데, 그렇더라도 언제든지 협약에 가입할 수 있다. 우리나라가 협약에 가입하기 위하여는 가입서를 협약의 수탁자인 네덜란드 외무부에 기탁하여야 한다(제17조 제4항). 우리나라가 이와 같이 협약서를 기탁하면 우리나라에 대하여는 가입서의 기탁 후 3개월이 경과한 때의 다음 달 초일에 발효한다(제19조 제2항 a호). 지금까지는 협약에 대해 비준서 또는 가입서를 제출한 국가는 없는 것으로 보인다.<sup>85)</sup>

여기에서는 유가증권협약이 국내증권거래에 미치는 영향을 살펴보고, 우리의 대응방안을 간단히 논의한다. 아래에서 논의하는 증권거래는 달리 명시하지 않으면 양도담보의 방식에 의한 담보거래임을 전제로 한다. 증권거래소를 통하여 이루어지는 증권의 매매와 같은 통상의 거래는 우리 법에 따라 규율될 것이므로 문제가 없을 것이다.

### 1. 협약에의 가입이 국내증권거래에 미치는 영향

#### (1) 협약에의 가입에 따른 영향

유가증권협약은 상이한 국가들간의 법의 선택을 수반하는 모든 사안에 적용된다(제3조). 그

렇다면, 위 그림에서 보는 바와 같이 계좌약정의 準據法을 한국법으로 합의하는 통상적인 국내증권거래, 즉 증권투자자인 내국인 고객(편의상 이를 “한국인 고객”이라고 한다)과 내국인 예탁자(증권회사 등, 편의상 이를 “한국인 예탁자”라고 한다)의 관계와 한국인 예탁자와 증권예탁원의 관계에는 유가증권협약은 적용되지 않을 것이다. 그런 점에서 유가증권협약이 국내증권시장 또는 국내증권거래에 직접 영향을 미치는 것은 아니다. 그러나 국내증권거래의 경우에도 만일 고객과 예탁자, 또는 예탁자와 증권예탁원이 관련 계좌약정의 準據法을 외국법으로 합의하는 경우에는 유가증권협약이 적용될 것이다. 다만 증권예탁원은 그런 합의를 하지 않을 것이고, 한국인 예탁자와 한국인 고객들은 통상 그런 합의를 하지는 않을 것으로 생각된다.

반면에 예탁자가 외국증권회사 또는 외국은행의 지점인 경우 문제가 있을 수 있다(편의상 이를 “외국인 예탁자”라고 한다). 이 경우에도 외국인 예탁자와 증권예탁원간의 계약의 準據法은 한국법이 될 것이다. 가사 외국인 예탁자가 계좌약정의 準據法을 외국법으로 지정하고자 하더라도 증권예탁원이 한국법을 고집함으로써 한국법의 지정을 관철할 수 있을 것이다. 만일 당사자들이 準據法을 지정하지 않더라도 증권예탁원과 외국인 예탁자간에는 증권예탁원이 관련중개기관이므로 유가증권협약의 보충적 규칙(제5조)에 의하여 통상 한국법이 準據法이 될 것이므로 문제는 없다.<sup>86)</sup>

그러나 외국인 예탁자들이 증권투자자인 그들의 고객(주로 외국인 고객)과 계좌약정을 체결하면서 계좌약정의 準據法을 외국법으로 하는 경우 문제가 있다. 현재 실무상으로도 미국계 외국인 예탁자는 계좌약정의 準據法을 뉴욕주법으로 하고, 유럽계 외국인 예탁자는 영국법을 계좌약정의 準據法으로 하는 사례도 있는 것으로 보인다.

현재는 당사자들의 계좌약정의 準據法을 외국법으로 지정하더라도, 우리 國際私法에 따르면 이는 채권계약의 準據法에 한정되므로 당사자들의 채권계약에 따른 권리·의무만을 규율하고 그 밖의 사채 또는 주식에 대한 권리는 우리 國際私法에 따라 강행적으로 결정되는 準據法에 의한다. 그러나 유가증권협약이 발효되고 우리나라가 유가증권협약에 가입한다면 그러한 準據法은 위에서 본 바와 같이 유가증권협약 제2조 제1항에 규정된 쟁점들을 규율하게 되는데, 그 쟁점들은 채권적인 권리·의무가 아니라, 유가증권을 증권계좌에 대변기재함으로써 발생하는 권리의 법적 성질과 효력, 간접보유유가증권의 처분의 중개기관과 제3자에 대한 법적 성질과 효력 및 완성을 위한 요건, 간접보유유가증권에 대한 권리의 우선권 등 物權法的 爭點을 규율한다는 데 문제가 있다.<sup>87)</sup> 따라서 외국인 예탁자들이 종래 계좌약정의 準據法을 외국법으로 지정하고 있더라도, 우리나라가 유가증권협약에 가입한다면 準據法 지정의 의미가 달라지게 된다는 데 문제의 심각성이 있음을 유념해야 한다.

## (2) 우리 國際私法の 해석론과 협약에의 가입에 따른 변화

만일 우리 國際私法の 해석론으로서도 유가증권협약과 동일한 결론이 도출된다면 유가증권협약에 가입하거나 가입하지 않건간에 차이가 없으므로 가입하더라도 별로 문제될 것이 없지만, 國際私法の 해석론으로서의 위에서 본 바와 같이 증권계좌의 관리지에 관한 합의 또는 準據法合意에 따라 중개기관 소재지를 결정하는 것은 어려우므로 유가증권협약에의 가입은 현재의 연결원칙을 중대하게 변경하는 결과가 된다. 그런데 우리 國際私法の 해석론으로는 간접보유유가증권의 처분의 準據法은 계좌소재지법, 즉 관련중개기관 소재지의 법이 된다고 본다. 이는 그곳에서 계좌관리자의 권리의 이전에 관한 장부기재(booking) 등 계좌관리가 행해지는 경우에 한한다. 계좌소재지법은 통상 관련중개기관 소재지법이고, 이는 통상 계좌약정의 準據法과 동일할 것이다. 그러나 國際私法の 해석론으로서의 권리자와 중개기관

간의 증권계좌의 관리지에 관한 합의 또는 準據法合意에 따라 중개기관 소재지를 결정하고, 그 소재지법을 준거법으로 보는 결론을 도출하기는 어렵다.88) 결국 우리나라가 유가증권협약에 가입할 경우 현재의 연결원칙을 중대하게 변경하는 결과가 된다. 따라서 만일 유가증권협약에 따른다면 현재 전체적으로 한국법에 의하여 규율되는 국내증권거래가 부분적으로 외국법에 의하여 규율된다는 것인데, 그것이 實質法상 아무런 문제가 없는지를 검토할 필요가 있다. 아래에서는 이 점을 논의한다.

예컨대 A라는 외국인 투자자가 외국인 예탁자(FS)를 통하여 準據法이 한국법인 유가증권을 취득한 경우 계좌약정의 準據法이 한국법이라면(아래 그림 (1)의 경우) A의 권리는 증권거래법 또는 공사채등록법 등을 근거로 투시접근방법에 따라 유가증권에 대한 권리를 직접 취득하고, 그의 양도도 증권거래법 또는 공사채등록법이 정한 바에 따라 가능하다. 현재는 이런 전제하에 국내증권시장에서의 증권거래가 이루어지고 있다. 이는 위에서 본 사안 D1의 경우와 동일하다.

그러나 유가증권협약하에서는 만일 예탁자와 고객간의 계좌약정의 準據法이 외국법이라면(앞 그림 (2)의 경우) C의 권리는 당해 準據法이 정한 권리가 되고, 그의 양도도 당해 準據法이 정한 바에 따라 이루어지므로 현재의 체제와는 전혀 다르게 된다. 이 경우 C가 위 외국인 예탁자(FS)에 계좌를 가지는 외국인 투자자 D에게 권리를 양도(담보목적의 양도)한다면 양도되는 권리는 현재와 같이 유가증권 자체에 대한 권리가 아니라 準據법인 외국법에 따른 권리가 된다.

나아가 예컨대 유가증권협약하에서 E가 어느 한국인 예탁자(KS)에 계좌를 가지는 한국인 투자자 F에게 권리를 양도(담보목적의 양도)한다면(앞 그림 (3)의 경우) 양도되는 권리는 무엇인가, 즉 그 거래의 결과 F가 유가증권에 대한 공유지분을 취득할 수 있는가라는 의문이 제기된다.

유가증권협약은 원래 국제성을 가지는 거래를 염두에 둔 것이나 위와 같이 당사자들이 계좌약정의 準據法을 외국법으로 할 경우 증권거래의 법적 기초가 여러 개의 準據法으로 분열되는 현상이 발생한다. 만일 우리가 증권거래법을 전면 개정하여 통일상법전이 정하는 이른바 증권권리(security entitlement)라는 개념을 전면적으로 수용한다면 체계적으로는 문제가 없을 것이다. 그러나 그런 전제가 성취되지 않는 경우, 즉 투시접근방법을 따르는 현행 증권거래법의 구조하에서 위와 같이 계좌약정의 準據法이 외국법이 되고, 그것도 다양한 외국법이 된다면, 현재와 같은 체제는 유지될 수 없을 것이다. 이것이 증권거래법의 체제상 가능한지, 그로 인한 법적·제도적인 문제점들은 없는지를 정밀하게 검토할 필요가 있다.

아직 이 점에 관한 우리의 논의는 보지 못하였지만, 적어도 논리적으로는 위 (2) 또는 (3)의 경우 C 또는 E와 외국인 예탁자(FS)간의 계좌약정의 準據法이 예컨대 뉴욕주법처럼 투시접근방법을 인정하지 않는 외국법이라면, C 또는 E가 아니라 외국인 예탁자(FS)가 증권예탁원에 혼장예탁되어 있는 유가증권에 대한 공유지분을 가지는 것이고, C 또는 E의 권리는 당해 準據法에 따른 특수한 권리가 될 것이다. 아래에서 언급하는 증권거래법 제174조의11은 이런 가능성을 시사하고 있다고 볼 여지도 있다.

만일 이렇게 이해한다면 위 (2)의 경우, 우리 법상으로는 C→D간의 양도(담보목적의 양도) 거래에 의하여 영향을 받음이 없이 외국인 예탁자(FS)가 여전히 당해 유가증권에 대한 공유지분을 가지게 될 것이다. 즉 이 경우 우리 법이 파악하는, 즉 우리 법이 규율하는 거래는 존재하지 않는다. 또한 위 (3)의 경우에도 우리 법상으로는 E→F간의 거래가 아니라 FS→F간의 거래로 파악될 것이다. E와 외국인 예탁자(FS)간의 관계는 당해 準據法에 의하여

규율될 것이다. 일견 이러한 이해가 논리적으로 가능할 것으로 생각되나, 그로 인하여 파생되는 법적·제도적인 문제가 없는지는 좀더 면밀하게 검토해야 할 것이다. 협약의 기초자들이 과연 여기에서 논의하는 이런 변화를 염두에 두고 의도하였는지는 의문이나, 협약의 해석상으로는 이런 문제들이 제기될 것으로 보인다.

## 2. 협약에의 가입에 따른 증권거래법의 개정의 필요성

만일 우리나라가 협약에 가입함으로써 위와 같이 국내증권거래의 일부가 외국법에 의하여 규율되는 사태가 발생한다면 증권거래법을 개정할 필요가 있을 것이다. 상세한 논의는 다른 기회로 미루지만, 여기에서는 우선 생각나는 몇 가지 논점만을 지적해 둔다.

첫째, 증권거래법 제174조의11의 예외를 확장할 필요가 있다. 1997년 1월 13일 증권거래법 개정시 신설된 증권거래법 제174조의11은 고객계좌부의 작성과 의제예탁(제174조의2), 보전의무(제174조의5), 예탁유가증권에 관한 예탁원의 의결권 행사(제174조의6 제4항-제6항), 실질주주의 권리행사(제174조의7), 주주명부와 실질주주명부의 합산(제174조의8 제3항) 등은, 외국예탁기관에는 동 기관이 이의 적용을 요청하지 않는 한 적용하지 않는다고 규정한다. 여기에서 “외국예탁기관”의 취지가 다소 애매하지만, 이는 증권예탁원에 상응하는 외국어, 즉 외국법에 따라 설립된 예탁기관을 말하는 것이고, 증권거래법상의 증권회사와 같은 예탁자는 포함하지 않는 것으로 생각된다. 그러나 위에서 본 바와 같이 만일 예탁자가 계좌약정의 準據法을 외국법으로 지정할 수 있고, 특히 당해 외국법이 뉴욕주법과 같이 투시접근방법을 취하지 않는 법이라면 외국예탁기관만이 아니라 외국어 예탁자에게도 증권거래법 제174조의11의 예외를 인정할 필요가 있다. 그 경우 동조에 언급된 조문들이 적절한지를 각각 면밀하게 검토할 필요가 있다.

계좌약정의 準據法이 외국법이 되는 것은 주로 외국인 예탁자의 경우일 것이나, 한국인 예탁자의 경우도 필요에 따라 외국인 고객의 요청에 의하여 準據法을 외국법으로 합의할 가능성도 완전히 배제할 수 없다. 그 경우 외국인 예탁자에 관한 위의 논의가 타당하지만, 문제는 계좌약정의 準據法을 외국법, 특히 뉴욕주 기타 미국의 주와 같은 증권권리의 개념에 기초한 외국법으로 하는 경우 그것이 가지는 함의(implications)를 한국인 예탁자가 충분히 이해하고 있어야 한다는 점이다. 유가증권협약에 따르면 지금처럼 계좌약정의 準據法이 단순히 채권계약의 準據法에 그치는 것이 아니라 物權法的 爭點을 규율하는 것이기 때문이다.

둘째, 외국어 예탁자와 그의 고객들간의 법률관계의 準據法이 외국법인 경우 그러한 고객이 가지는 권리는 증권거래법상 통상의 고객의 권리가 아니다. 즉 그는 예탁된 유가증권에 대해 공유지분을 가지는 것이 아니며, 우리 법상은 예컨대 주주의 지위를 가질 수도 없고, 그가 고객계좌를 개설한 외국인 예탁자(FS)가 주주로서 취급되어야 할 것이다. 따라서 현행 증권거래법이 말하는 ‘고객’은 우리 법이 적용되는 통상의 고객만을 의미하고 우리 법이 적용되지 않는 고객은 포함하지 않는다는 취지를 증권거래법에 명시해야 할 것이다. 다만 외국법에 따르는 고객의 권리의 성질은, 외국어 예탁자에게 증권거래법 제174조의11의 예외가 인정되는가의 여부와 직접 관련되는 것은 아니다. 가사 외국어 예탁자가 자국법에 따라 또는 임의로 고객계좌부를 작성하더라도 그러한 고객계좌부는 우리 법에 따른 고객계좌부의 효력을 가질 수 없고, 그에 기재된 고객의 권리는 우리 법상의 고객의 권리와는 같을 수 없기 때문이다.

그 밖에 협약에 가입할 경우 증권거래법을 어떻게 개정할 것인지에 관하여 좀더 철저한 검토가 필요하다. 또한 여기에서는 증권거래법을 논의하였으나, 공사채등록법의 개정도 검토해야 할 것이다.<sup>89)</sup>

### 3. 증권거래법의 개정의 문제—증권권리 개념의 도입 문제

한편, 實質法상의 논점으로서, 거시적인 관점에서, 현행 증권거래법에서와 같이 투시접근방법에 기초하여 투자자의 권리를 혼장예탁된 유가증권에 대한 공유지분으로 파악하고 이를 기초로 유가증권 대체결제제도를 구성하는 방식과, 투자자의 권리를 증권권리(security entitlement)로 파악하고 이를 기초로 하는 통일상법전에 따른 대체결제제도의 장·단점을 비교·분석하고, 장래에 있을 완전한 無券化의 시행과 관련하여 미국식의 접근방법을 도입할 필요가 있는지를 신중하게 체계적으로 검토할 필요가 있을 것이다.<sup>90)</sup> 이는 유가증권을 간접보유하는 투자자의 권리를 어떻게 파악할 것인가라는 實質法상의 문제와 관련되고, 나아가 유가증권 대체결제제도의 근간을 뒤흔드는 작업이 될 것인데, 그에 관한 논의는 이 글의 범위를 넘는 것이다.<sup>91)</sup>

### 4. 우리의 대응방안

우리의 대응방안은 우선 유가증권협약에의 가입의 필요성의 유무, 가입 여부에 대한 검토와 임시조치로서 國際私法 또는 증권거래법을 개정할 것인가의 여부를 검토하는 일이다.

#### (1) 협약에의 가입의 필요성

유가증권협약의 전문이 명시하는 바와 같이, 유가증권협약은 중개기관에 보유된 유가증권, 즉 간접보유유가증권의 처분의 準據法에 관하여, 모든 국가에 이익이 되는 통일된 연결원칙을 정립함으로써 법적 확실성과 예측가능성을 제공하기 위한 것이다. 이러한 취지를 고려한다면 우리나라의 유가증권협약에의 가입은 필수적이라고 할 것이다. 특히 머지않은 장래에 미국, 유럽연합과 일본 등 국제금융시장의 금융제공국들이 유가증권협약에 가입한다면 우리나라도 마땅히 유가증권협약에 가입해야 할 것이다. G30이 2003년 1월 발표한 국제적 증권청산 및 결제에 관한 권고안도 유가증권협약이 유가증권에 관한 권리의 법적 안정성을 제고하기 위한 중요한 첫걸음이라는 점을 명확히 하고 유가증권협약에의 가입을 권고하고 있다(권고안 15).<sup>92)</sup>

#### (2) 협약에의 가입 여부

유가증권협약에의 가입 여부와 관련하여 여러 가지 문제가 제기될 수 있다. 우선 實質法의 변경 없이 抵觸法만의 통일이 가능한가이다. 이 점에 대해 의문이 제기될 수 있으나,<sup>93)</sup> 위에서 언급한 바와 같이 유가증권협약은 이것이 가능함을 당연한 전제로 한 것이다. 또한 유럽연합의 결제지침 및 담보지침과 그에 따른 유럽연합 회원국들의 국내법의 개정도 이것이 가능하다는 전제하에 이루어진 것이다. 따라서 사건으로는 이를 불가능하다고 볼 수는 없을 것으로 생각된다. 물론 만일 우리나라가 實質法인 증권거래법을 개정하여 증권권리라는 개념을 도입한다면 國際私法의 해석론으로서 또는 입법적으로 PRIMA를 취하는 유가증권협약을 수용하기가 훨씬 용이할 것임은 의문의 여지가 없을 것이다.

어쨌든 지금으로서는 유가증권협약에 대한 검토를 좀더 치밀하게 진행할 필요가 있다. 유가증권협약의 공식적인 보고서(Explanatory Report)가 아직 공간되지 않았으므로 그의 공간을 기다릴 필요도 있다. 우리도 國際私法과 증권거래법의 전문가들을 동원하여 좀더 체계적인 검토를 할 필요가 있다. 이와 관련하여 주목할 것은, 위에서 본 바와 같이 유럽연합의 지침은 유가증권협약과는 차이가 있는데,<sup>94)</sup> 유럽연합의 위원회는 최근 유가증권협약을 서명할 것을 이사회에 권고하면서 유럽연합이 협약을 서명한 뒤 관련지침들을 수정할 것을 제안하겠다고 한 점이다.<sup>95)</sup> 또한 위(1. 국내증권거래에 미치는 영향 분석)에서 언급한 문제점이 없는지 좀더 확실하게 검토할 필요가 있다. 특히 우리와 유사한 증권거래법제를 가지고 있는 독일과 일본 등의 대응방안과 조치를 좀더 지켜볼 필요도 있다. 나아가 유가증권협

약의 성안과정에서 꾸준히 거론되었던 이른바 Super PRIMA의 문제와 관련하여 우리 實質法상 문제가 없는지도 좀더 검토해야 할 것이다.

(3) 협약에 가입하는 대신 또는 임시로 증권거래법 또는 國際私法을 개정하여 해결하는 방안

논자에 따라서는 협약에 가입하는 대신 또는 임시적인 조치로서 독일의 증권예탁법과 유사한 취지의 조문을 우리 증권거래법에 신설하거나, 國際私法을 개정하여 그에 신설하자는 견해를 제기할 여지도 있다.

위에서 본 바와 같이 사건에 따르면 PRIMA의 대원칙은 國際私法의 해석론으로 수용할 수 있으나, 당사자들이 합의한 계좌약정의 準據法 또는 당사자들이 합의한 관리를 간접보유 유가증권에 관한 物權法的 爭點을 규율하는 準據法으로 인정할 수는 없고, 그 밖에도 ‘37면 문제’를 비롯하여 불확실한 쟁점들이 남아 있으므로 결국 PRIMA의 채택은 입법에 의해 해결하는 것이 바람직하다고 본다. 만일 그런 國際私法的 規定을 둔다면 일반적인 連結原則을 정한 國際私法보다는 증권거래에 특유한 연결원칙으로서 증권거래법에 두는 것이 바람직할 것으로 생각된다.

실제로 필자는 전에 김·장법률사무소의 변호사들과 함께 비공식적 경로를 통하여 다음과 같은 조문을 증권거래법 제174조의13으로 신설할 것을 제안한 바도 있다.<sup>96)</sup> 이는 독일의 증권예탁법을 모델로 한 것이었는데, 이는 ‘37면 문제’에 대해 담보권자의 계좌소제지법을 準據法으로 보는 견해였다. 그렇지만 이러한 견해는 유가증권협약과 비교할 때 여러 가지 점에서 부족하고, 더욱이 ‘37면 문제’에 관한 유가증권협약의 태도와 배치되므로 유가증권협약이 채택된 지금으로서는 위의 노선에 따른 증권거래법 또는 國際私法의 개정은 바람직하지 않다고 본다. 지금으로서는 증권거래법 또는 國際私法의 개정보다는 유가증권협약에의 가입 여부를 검토하는 것이 올바른 접근방법이라고 본다.

(4) 기타 논점

한국의 투자자가 외국의 중개기관을 통하여 외국 유가증권을 보유하고 이를 담보제공하고자 하는 경우 종래 그의 準據法이 분명하지 않았다. 그러나 위에서 본 바와 같은 國際私法의 해석론에 따른다면 관련중개기관 소재지법이 準據法이 될 수 있을 것이므로 어느 정도는 문제가 해결될 수 있을 것으로 본다. 반면에 만일 당사자들이 관련중개기관 소재지법 이외의 법을 準據法으로 지정하기를 희망하거나, 담보설정자의 중개기관과 담보권자의 중개기관이 상이하거나, 양자가 동일하더라도 담보설정자의 계좌약정과 담보권자의 계좌약정의 準據法이 상이한 경우에는 國際私法의 해석론에 의하여는 만족할 만한 결론을 도출할 수 없다는 문제가 있다. 이는 결국 협약에의 가입에 의하여 해결할 문제이다. 따라서 당분간은 國際私法의 해석론에 의하여 문제를 해결하는 한편, 협약에의 가입 여부를 결정해야 할 것이다. 또한 국제거래에서 공사채등록법이 어떠한 의미를 가지는지도 검토할 필요가 있다.

## VI. 맺음말

지금까지 간접보유유가증권에 대한 담보권 기타 처분의 準據法에 관한 유가증권협약의 주요 내용을 검토하였다. 유가증권협약이 취한 이른바 “변형된 PRIMA”는 유가증권의 다층적인 간접보유가 보편화된 오늘날 국제적인 증권담보거래를 가능하게 하는 연결원칙으로서 중요한 의미를 가진다. 그러나 투시접근방법에 익숙한 우리 법률가들에게는 기본적으로 증권권리에 친한 PRIMA를 채택한 유가증권협약의 접근방법은 이해하기가 어려울 뿐만 아니라 선뜻 수용하기도 용이하지 않다. 유가증권협약이 예비초안과 달리, 계좌보유자와 관련중개기

관간에 합의한 계좌약정의 準據法이 간접보유유가증권에 대한 담보권의 準據法이 되도록 하는 점에서 더욱 그러하다.

우리나라에서는 아직 유가증권의 無券化가 전면적으로 시행되고 있지 않으나, 한국인 투자자가 외국의 중개기관을 통하여 외국 유가증권을 간접보유하는 경우도 있고, 외국인 투자자가 한국 회사가 발행하여 외국의 보관기관에 不動化되어 있는 해외사채권을 간접보유하는 경우도 있으므로 간접보유유가증권에 대한 담보의 準據法의 결정은 지금도 실제로 제기되고 있는 문제이다.<sup>97)</sup> 한편 외국인 투자자가 한국 기업이 발행한 유가증권에 투자하는 경우 현재는 관련규정상 국내유가증권을 반드시 보관기관에 보관하여야 하고, 실물의 수출입이 금지되므로 증권거래법상의 예탁자를 통하여 증권거래를 하고 있지만, 장차 이러한 제한이 제거되면 외국인 투자자는 증권거래법상의 예탁자를 통하지 않고 예컨대 Euroclear Bank나 DTC를 통하여 증권예탁원에 계좌를 개설하고 증권거래를 할 수 있게 될 것이고 그 경우 국제적인 증권담보거래의 準據法의 쟁점이 매우 중요한 문제로 제기될 것이다.

우리가 종래 국제적인 증권담보거래, 특히 간접보유유가증권에 대한 담보거래에 무관심하였던 것은 우리가 경험하는 국제적인 증권거래가 제한된 탓이기도 하지만, 국내법률가들의 국제거래와 특히 國際私法에 대한 무관심 때문이기도 하다. 유가증권의 담보에 관한 國際私法的 爭點은 종래 우리나라에서는 활발히 논의되지 않았던 것이고, 특히 유가증권협약이 다루고 있는 간접보유유가증권의 담보에 관한 國際私法的 爭點은 國際私法 분야에서도 상당히 새롭고 까다로운 쟁점이므로 우리 법률가들이 유가증권협약을 제대로 이해하기는 어렵다. 어쨌든 여기에서의 논의를 계기로 우리나라에서도 유가증권협약은 물론 나아가 국제적인 증권거래와 관련한 國際私法的 諸論點과 實質法的 諸論點에 대한 좀더 종합적이고도 체계적인 연구가 이루어지기를 기대한다. 필자도 헤이그국제사법회의의 보고서가 공간되면 좀더 충실한 글을 쓸 생각이다.

#### [별첨 I]

[사안 F1]—담보설정자와 담보권자가 동일한 중개기관에 계좌를 가지는 경우 헤이그국제사법회의의 예비문서1)는 아래의 사안을 들어 이를 설명한다.

호주 투자자는 중개기관들을 통하여 Illinois Inc.의 주식 500,000주를 가지고 있다. 주권의 실물은 발행되었지만 DTC의 금고에 보관되어 있다. 호주 투자자는 대출을 제공하는 런던은행에게 위 주식에 대한 질권을 설정한다. 호주의 투자자와 런던은행은 동일한 프랑스은행에 계좌를 가지고 있다. 질권설정계약서의 準據法은 영국법이다. 질권의 설정은 프랑스은행의 계좌에 등록되는데 질권을 설정한 결과, 호주 투자자의 계좌에 차변기재가 이루어지고 런던은행의 계좌에 대변기재가 이루어진다. European ICSD, 캘리포니아부보관기관(California Sub-custodian)과 DTC의 장부에는 아무런 변동이 없다.<sup>2)</sup>

#### [별첨 II]

[사안 F3]—담보설정자와 담보권자가 상이한 중개기관에 계좌를 가지는 경우<sup>3)</sup>

헤이그국제사법회의의 예비문서4)는 아래의 사안을 들어 위 문제를 좀더 상세히 설명한다.

호주 투자자는 중개기관들을 통하여 Illinois Inc.의 주식 500,000주를 가지고 있다. 주권의 실물은 발행되었지만 DTC의 금고에 보관되어 있다. 호주 투자자는 대출을 제공하는 런던은

행에게 위 주식에 대한 양도담보(예비문서가 제시하는 사안은 영국법에 따른 담보목적의 양도)를 설정한다. 담보설정자인 호주의 투자자는 프랑스은행에 계좌를 가지고 있으나 담보권자인 런던은행은 스위스은행에 계좌를 가지고 있다. 양도담보를 설정한 결과 프랑스은행에 있는 호주 투자자의 계좌에 차변기재가 이루어지고, 스위스은행에 있는 런던은행의 계좌에 대변기재가 이루어진다. 또한 이에 상응하여 Illinois Inc.의 주식 500,000주는 프랑스은행과 스위스은행의 상위에 있는 중개기관인 European ICSD의 계좌에 있는 프랑스은행의 계좌로부터 차감되어 스위스은행의 계좌에 대변기재된다. 캘리포니아 부보관기관(California Sub-custodian)과 DTC의 장부에는 아무런 변동이 없다.5)

#### 참고문헌

- 김건식, “미국의 증권예탁결제제도,” 『증권예탁』, No. 21, 1997-1.
- 김이수, “證券間接保有法理의 再構成에 관한 研究,” 서울대학교 박사학위논문, 2003. 2.
- 석광현, 『2001년 개정 國際私法 해설』, 제2판, 2003.
- 석광현, “헤이그국제사법회의의 유가증권협약에 따른 중개기관 소재지법원칙,” 『국제예탁결제의 단일허브시스템 구축을 위한 인프라 확충방안』, 증권예탁원연구용역 최종보고서, 2003.
- 석광현, “유럽연합의 國際倒産法制,” 『국제사법연구』, 제7호, 2002.
- 석광현, “契約上 債務의 準據法에 관한 유럽共同體 協約(일명 “로마協約”),” 『國際私法과 國際訴訟』, 제1권, 박영사, 2001.
- 석광현, “항공기에 대한 국제적 담보거래—케이프타운협약과 항공기의정서를 중심으로—,” 『국제거래법연구』, 제12집, 2004. 2.
- 이철송, “예탁결제제도의 선진화와 증권무권화를 위한 법적정비,” 증권예탁원, 『증시효율화를 위한 예탁결제 및 무권화 제도 발전방향』, 세미나연구논집, 1996.
- 정찬형, “전자증권제도 도입에 따른 법적 문제 및 해결방안,” 증권예탁원, 『증권예탁』, 제40호, 2001.
- 정찬형, “전자증권제도의 도입에 따른 법적 과제,” 『상사법연구』, 제22권 제3호(통권 제39호)/특집호(2003).
- 증권예탁원, 『증권예탁결제제도』, 전정판, 2003.
- 森下哲郎, “국제증권결제법제의 전개와 과제,” 『BFL』, 제3호, 서울대학교 금융법센터, 2004. 1.
- 早川吉尚, “口座管理機關によって保有される證券について權利の準據法に關する條約草案,” 『商事法務』, No. 1642, 2002. 10. 25.
- Bernasconi, Christoph, “Indirectly Held Securities: A New Venture for the Hague Conference on Private International Law,” Petar S. arc. evic?and Paul Volken(eds.), Yearbook of Private International Law, Vol. III, 2001.
- Bernasconi, Christoph and Potok Richard, “PRIMA Convention brings certainty to cross-border deals,” International Financial Law Review, 2003.
- Duncan, William, The Unification of Private International Law in Asia and the Role of

the Hague Conference on Private International Law, 2003.

Einsele, Dorothee, Wertpapierrecht als Schuldrecht, J.C.B. Mohr(Paul Siebeck), 1995.

Goode, Roy, "Security Entitlements as Collateral and the Conflict of Laws," Butterworths Journal of International Banking and Financial Law—Special Supplement(1998).

The Group of Thirty, Global Clearing and Settlement—A Plan of Action, 2003.

Guynn and Marchand, Transfer or Pledge of Securities held through Depositories(Chapter 3), Hans van Houtte(ed.), The Law of Cross-border Securities Transactions, Sweet & Maxwell, 1999.

Hague Conference on Private International Law, Report on the Law Applicable to Dispositions of Securities Held Through Indirect Holding Systems, prepared by Christoph Bernasconi, Preliminary Document No. 1 of November 2000 for the attention of the Working Group of January 2001.

Hague Conference on Private International Law, Tentative Text on Key Provisions for a Future Convention on the Law Applicable to Proprietary Rights in Indirectly Held Securities), Preliminary Document No. 3.

Hague Conference on Private International Law, Transfers Involving Several Intermediaries, Preliminary Document No. 12.

Hague Conference on Private International Law, 상설사무국의 2001년 6월 보고서(Report on the Meeting of the Working Group of Experts and Related Informal Work Conducted by the Permanent Bureau on the Law Applicable to Dispositions of Securities Held with An Intermediary, Preliminary Document No. 13.

Hague Conference on Private International Law, Article 7 of the future Hague Convention on the law applicable to certain rights in respect of securities held with an intermediary (as contained in the June 2002 preliminary draft, Preliminary Document No. 15: Some initial explanatory comments).

Hague Conference on Private International Law, The Hague Project on Indirectly Held Securities: Work Undertaken And Progress Made Since The Meeting of Commission I on General Affairs And Policy of The XIXth Session of The Hague Conference on 21–22 June 2001, Preliminary Document No. 24.

International Bar Association Capital Markets Forum, Modernizing Securities Ownership, Transfer and Pledging Laws: A Discussion Paper on the Need for International Harmonization, 1996.

Merkt. H. und O. Roszbach, Das "nätereinkommen wler das auf bestimmte Rechte in Bezug auf bei einem Zwischenverwahrer sammelverwahrte Effekten anzuwendende Recht" der Haager Konferenz fwl Internationales Privatrecht, ZVglRWiss, 2003.

Mooney, Jr., "Beyond Negotiability: A New Model for Transfer and Pledge of Interests in Securities Controlled by Intermediaries," 12 Cardozo Law Rev. 305, 1990.

Ooi, Maisie, Shares and Other Securities in the Conflict of Law, Oxford University Press, 2003.

The Oxford Colloquium on Collateral and Conflict of Laws, A Special Supplement to

Butterworths Journal of International Banking and Financial Law, 1998.  
Potok, Richard(ed.), Cross Border Collateral: Legal Risk and the Conflict of Laws, Butterworths, 2002.  
Potok and Moshinsky, "Cross-Border Collateral: A Conceptual Framework for Choice of Law Situations," Butterworths Journal of International Banking and Financial Law—Special Supplement, Butterworths, 1998.  
Reuschle, Fabian, "Haager Übereinkommen über die auf bestimmte Rechte in Bezug auf Intermediär-verwahrte Wertpapiere anzuwendende Rechtsordnung," IPRax, 2003.  
Rogers, "Policy Perspectives on Revised U.C.C. Article 8," 43 U.C.L.A. L. Rev. 1455, 1996.  
Schefold, Dietrich, Grenzüberschreitende Wertpapierertragungen und Internationales Privatrecht—Zum kollisionsrechtlichen Anwendungsbereich von §17a Depotgesetz, IPRax, 2000.

The Korean Journal of Securities Law, Vol. 5, No. 1, 2004

Convention on the Law Applicable to Certain Rights in respect of Securities held with an Intermediary of the Hague Conference  
on Private International Law

SUK Kwang Hyun

#### ABSTRACT

Securities constitute very useful and valuable collateral in international financing transactions. Investors may hold securities directly or indirectly, i.e., through intermediaries. Such indirect holding often takes the form of multi-tier holding, i.e., holding securities through several intermediaries at different levels. In the case of the indirect holding of securities, determination of law applicable to security interest in securities held with an intermediary raises difficult choice of law issues. The view that the governing law should be the law of the place of intermediary at which the investor providing security interest maintains his securities account and through which he holds the securities has gained much support recently, in that it makes cross-border securities collateralization practically possible and enhances the legal certainty as to security interest. This is the so-called place of the relevant intermediary approach—PRIMA. The core issue is whether, in the face of market reality where many investors hold their securities through intermediaries, the traditional approach of the private international law which has been developed to solve

the choice of law issues arising from international transactions of securities directly held by investors is able to cope with the choice of law issues arising from international transactions of securities held by investors indirectly through intermediaries and if the answer is in the negative, how the traditional rules should be modified. The conclusion is that the traditional rules should be modified taking into account the market reality of the international securities transactions and the workable rule is the modified PRIMA? In this article, the author analyses the Convention on the Law Applicable to Certain Rights in respect of Securities held with an Intermediary adopted by the Hague Conference on Private International Law in December of 2002. The author further discusses how Korea's prospective accession to the Convention would affect domestic securities transactions and the measures that Korea needs to take before it decides to accede to the Convention. Under the Convention the law applicable to the security interests of the indirectly held securities is the law in force in the state expressly agreed in the account agreement as the state whose law governs the account agreement. The Convention can be viewed as having adopted the so-called modified PRIMA. The author hopes that this article will stimulate many Korean experts on securities law and on private international law to conduct systematic in-depth research on the private international law as well as substantive law issues related to international securities transactions.

\* 이 논문은 2001학년도 한양대학교 교내연구비에 의하여 연구되었음.

논문의 초고에 대해 코멘트를 준 증권예탁원의 천창민 대리께 감사드립니다.

1) 헤이그국제사법회의의 Report on the Law Applicable to Dispositions of Securities Held Through Indirect Holding Systems, prepared by Christoph Bernasconi(Preliminary Document No. 1 of November 2000 for the attention of the Working Group of January 2001)(이하 “예비문서”라 한다), 19면 참조. 그러나 일부 북유럽국가 등의 경우 직접보유와 간접보유의 구별이 어려운 경우가 있고, 중개기관을 어떻게 결정할 것인지가 문제되기도 한다. 유가증권협약 제1조 제3항 내지 제5항은 이러한 국가들의 특수성을 고려하여 둔 조문이다.

2) 유가증권의 不動化는 유가증권거래시에 증권이 이동하지 않는 것을 말하는데, 이는 예컨대 ① 사채의 발행인이 ‘확정적인 債券’(definitive bond)(독일어로는 ‘Einzelkunde’라고 한다)을 발행하는 대신 모든 투자자들의 권리를 포괄하는 ‘포괄증권’(global bond)(이를 ‘大券’이라고 부르기도 한다. 독일어로는 ‘Globalkunde’라고 한다)을 발행하여 이를 Euroclear Bank나 Clearstream Banking과 같은 국제증권예탁기관(ICSD)에 예탁하는 경우와, ② 발행인이 확정적인 債券을 발행하였지만 투자자가 이를 중개기관에 예탁하는 경우에 발생한다.

3) 無券化는 유가증권의 실물을 발행하지 않고, 중앙예탁기관 또는 중앙등록기관이 관리하는 장부상의 기재에 의하여 실물을 발행하여 교부한 것과 동일한 법적 효과를 발생케 하는 것을 말한다. 미국은 1960년대 후반 증권거래량의 폭주에 따른 ‘paper crisis’(증권사무위기)를 경험한 뒤 대체결제제도를 정비하고 無券化를 도입하였다. 우리나라에서는 무권화된 유가증권의 법적 성질에 관하여는 가치권이론, 장부증권이론, 전자적 권리포장이론 등이 소개되어 있다. 정찬형, “전자증권제도 도입에 따른 법적 문제 및 해결방안,” 『증권예탁』, 제

40호(증권예탁원, 2001), 42면 이하. 無券化에 관한 實質法上의 論點은 한국상사법학회와 증권예탁원이 2003. 6. 공동 주최한 학술대회 자료를 모은 “전자증권제도 도입에 따른 법적 과제,” 『상사법연구』, 제22권 제3호(통권 제39호)/특집호(2003)와 증권예탁원, 『증권예탁결제제도』, 진정판(2003), 464면 이하 참조.

4) 국제유가증권거래에서 발생하는 準據法에 관한 포괄적인 논의는 Hans van Houtte(ed.), *The Law of Cross-border Securities Transactions*(Sweet & Maxwell, 1999); Richard Potok(ed.), *Cross Border Collateral: Legal Risk and the Conflict of Laws*(Butterworths, 2002)을 참조.

5) 개괄적인 소개는 Potok and Moshinsky, “Cross-Border Collateral: A Conceptual Framework for Choice of Law Situations,” *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law—Special Supplement*(Butterworths, 1998), p. 10 이하. 이 특별부록은 1998년 옥스퍼드 대학교에서 개최된 *The Oxford Colloquium on Collateral and Conflict of Laws*의 결과를 모은 것이다. 영국에서 이 문제가 관심을 끌게 된 계기는 *Macmillan Inc v. Bishopsgate Investment Trust plc and others*(No. 3), [1996] 1 WLR 387 사건과 *Re Harvard Securities Ltd.*, [1997] 2 BCLC 369 사건이다. 이에 관하여는 Maisie Ooi, *Shares and Other Securities in the Conflict of Law*(Oxford University Press, 2003), para. 1.01 이하 참조.

6) 보다 정확하게는 유가증권협약 제2조가 열거하는 사항들의 準據法이다.

7) 국제변호사협회(IBA)는 이러한 견해를 지지하였다. Gynn and Marchand, “Transfer or Pledge of Securities held through Depositories(Chapter 3),” in Hans van Houtte(ed.) (註 1)를 참조. 상세는 International Bar Association의 Capital Markets Forum이 1996년 간행한 *Modernizing Securities Ownership, Transfer and Pledging Laws: A Discussion Paper on the Need for International Harmonization*을 참조.

8) 實質法이라 함은 抵觸法(또는 國際私法)에 대비되는 개념으로, 우리 民·商法과 같이 抵觸法 또는 國際私法에 의하여 準據法으로 지정되어 특정 법률관계 또는 쟁점을 직접 규율하는 규범을 말한다. 석광현, 『2001년 개정 國際私法 해설』, 제2판(2003), 108면.

9) 유가증권협약을 간단히 소개하는 글로는 우선 Christoph Bernasconi and Richard Potok, “PRIMA Convention brings certainty to cross-border deals,” *International Financial Law Review*(2003), p. 11 이하 참조. 유가증권협약 채택 이후의 포괄적인 논의는 Ooi(註 5)를 참조. 유가증권협약에 관한 독일의 문헌은 Fabian Reuschle, “Haager ٱ́ereinkommen ٱ́er die auf bestimmte Rechte in Bezug auf Intermediٱ́e-verwahrte Wertpapiere anzuwendende Rechtsordnung,” *IPRax*(2003), S. 495f.(독일어 번역은 *IPRax*(2003), S. 550f.); H. Merkt/O. Rossbach, “Das ٱ́ereinkommen ٱ́er das auf bestimmte Rechte in Bezug auf bei einem Zwischenverwahrer sammelverwahrte Effekten anzuwendende Recht” der Haager Konferenz fur Internationales Privatrecht, *ZVglRWiss*(2003), S. 33-53 참조. 주요 국가들의 보고서는 Richard Potok(ed.), *Cross Border Collateral: Legal Risk and the Conflict of Laws*(2002)를 참조. 우리나라는 포함되어 있지 않다.

10) 협약에의 가입이 국내증권거래에 미치는 영향 분석과 우리의 대응방안(V.)은 석광현, “헤이그국제사법회의의 유가증권협약에 따른 중재기관 소재지법원칙,” 『국제예탁결제의 단일허브시스템 구축을 위한 인프라 확충방안』, 증권예탁원연구용역 최종보고서(2003), 268면 이하의 논의를 보완한 것이다.

11) 석광현, “國際的인 證券擔保去來의 準據法—PRIMA와 관련하여—,” 『증권법연구』, 제 3권 제1호(2002), 119면 이하; 석광현(註 8), 174면 이하, 185면 이하 참조.

12) 여기에서는 實質法上의 論點은 간단히 취급한다. 상세는 예비문서(번호 1), 19면 이하 참조. 간략한 설명으로는 森下哲郎, “국제증권결제법제의 전개와 과제,” 『BFL』, 제3호(서울대학교 금융법센터, 2004. 1), 95면 이하 참조. 實質法에 관한 우리 문헌으로는 김이수, “證券間接保有法理의 再構成에 관한 研究,” 서울대학교 박사학위논문(2003. 2) 참조. 이는 독일법(제3장), 영국법(제4장)과 미국법(제5장)을 비교법적으로 검토한 뒤 우리 법상의 증권간접보유법리의 재구성(제6장)에 관한 견해를 제시한다. 이 논문은 國際私法上의 論點을 매우 소홀히 취급하고 있다.

13) 이는 단순한 ‘債權’과 대비되는 ‘물권’ 또는 ‘물권적 권리’를 말한다.

14) 예비문서(번호 1), 21면은 영국도 여기에 해당하는 것으로 분류한다. 다만 영국은 전통적인 신탁법상의 개념을 사용한다. 즉 중개기관이 그의 고객을 위하여 가지는 유가증권의 집합(pool)에 대한 수익적인 공유지분(beneficial co-ownership)을 가지는 것으로 이해한다.

15) 정확히는 1995년 4월 7일자 법률에 의해 개정된 Arrêt royal No 62 du 10 novembre 1967 favorisant la circulation des valeurs mobilières를 말한다. 예비문서(번호 1), 22면, 주 80.

16) 1994년과 1996년에 개정된 바 있다. 예비문서(번호 1), 22면.

17) 상세는 예비문서(번호 1), 23면 이하 참조.

18) Rogers, “Policy Perspectives on Revised U.C.C. Article 8,” 43 U.C.L.A. L. Rev. 1455(1996); 김이수(註 12), 155면. 제8장에 관한 간단한 소개는 김건식, “미국의 증권예탁결제제도,” 『증권예탁』, No. 21, 1997-1, 12면 이하 참조.

19) 영문은 다음과 같다.

“‘Security entitlement’ means the rights and property interest of an entitlement holder with respect to a financial asset specified in Part 5.”

20) 주식의 원문은 다음과 같다.

“‘Security entitlement’ means the rights and property interest of a person who holds securities or other financial assets through a securities intermediary. A security entitlement is both a package of personal rights against the securities intermediary and an interest in the property held by the securities intermediary. A security entitlement is not, however, a specific property interest in any financial asset held by the securities intermediary or by the clearing corporation through which the securities intermediary holds the financial asset.” 통일상법전(제8장)상의 증권권리에 관하여는 김이수(註 12), 154면 이하; 김이수, “UCC상 證券權利(security entitlement)의 概念” 『증권법연구』, 제5권 제1호(2004)(계재예정) 참조. 김이수(註 12), 156면은 증권권리를 “증권중개기관에 대한 권리 및 당해 증권중개기관이 소유하고 있는 금융자산에 대한 비례적 물권의 총합”이라고 한다.

21) 예비문서(번호 1), 25면.

22) 공유지분을 인정하더라도 관념적인 유가증권의 집합에 대해 공유지분을 인정하는 경우에는 이러한 취급은 불가능할 것이다.

23) ‘국제거래법위원회’ 또는 ‘국제상거래법위원회’라고도 하나 여기에서는 외교통상부의 용

어를 따랐다.

24) ‘사법통일을 위한 국제협회’라고도 하나 여기에서는 외교통상부의 용어를 따랐다.

25) 상세는 <http://www.unidroit.org/english/workprogramme/study078/item1/studygroup/positionpaper-2003-08.pdf>를 참조.

26) 특히 §8-110. 국제중앙예탁기관을 두고 있는 벨기에(1967년 Royal Decree No. 62)와 룩셈부르크(1971년 Grand-Ducal Decrees)도 PRIMA를 채택하였다. 각국의 입법에 관한 소개는 예비문서(번호 1), 20면 이하 참조. 미국의 선구적인 논의는 Mooney, Jr., “Beyond Negotiability: A New Model for Transfer and Pledge of Interests in Securities Controlled by Intermediaries,” 12 Cardozo Law Rev. 305 (1990) 참조.

27) 통일상법전의 원칙은 김이수(註 12), 171면 이하에도 소개되어 있다.

28) 이는 담보권자가 그의 권리를 제3자에 대하여 주장할 수 있기 위하여 필요한 요건을 구비하는 것을 말한다. 우리 법의 개념으로 말하자면 대항요건의 구비에 상응하는 것이라고 할 수 있다.

29) 1994년 개정문언을 보면 위 (e)(1)이 없이 (e)(2)가 (e)(1)로 되어 있다. 위 국문번역은 West Group의 Uniform Commercial Code 2001 edition을 기초로 한 것이다.

30) Directive 98/26/EC(OJ L 166, 11. 6. 1998, p. 45).

31) 위 결제지침의 제9조 제2항은 다음과 같다.

“Where securities (including rights in securities) are provided as collateral security to participants and/or central banks of the Member States or the future European central bank as described in paragraph 1, and their right (or that of any nominee, agent or third party acting on their behalf) with respect to the securities is legally recorded on a register, account or centralised deposit system located in a Member State, the determination of the rights of such entities as holders of collateral security in relation to those securities shall be governed by the law of that Member State(유가증권(이에 관한 권리를 포함)이 참가자 및/또는 회원국의 중앙은행 또는 제1항에 기술된 장래 유럽중앙은행에 담보로 제공되고, 그 유가증권에 관한 그들의 권리(또는 피지명인, 대리인 또는 그들을 위해 행위하는 제3자의 권리)가 회원국에 소재하는 등록부, 계좌 또는 중앙예탁시스템에 적법하게 기재된 경우에는, 그 유가증권에 관한 담보권 보유자로서의 그들의 권리의 결정은 그 회원국의 법률에 의한다.)” 결제지침의 소개는 Dietrich Schefold, Grenz überschreitende Wertpapierertragungen und Internationales Privatrecht—Zum kollisions- rechtlichen Anwendungsbereich von §17a Depotgesetz, IPRax(2000), S. 472-473 참조.

32) “Verfaltungen über Wertpapiere oder Sammelbestandteile, die mit rechtsbegründender Wirkung in ein Register eingetragen oder auf einem Konto verbucht werden, unterliegen dem Recht des Staates, unter dessen Aufsicht das Register geführt wird, in dem unmittelbar zugunsten des Verfügungsempfängers die rechtsbegründende Eintragung vorgenommen wird, oder in dem sich die kontoführende Haupt- oder Zweigstelle des Verwahrers befindet, die dem Verfügungsempfänger die rechtsbegründende Gutschrift erteilt(권리형성적 효력을 가지고 등록부 또는 계좌에 기재되는 유가증권 또는 혼장채고지분(혼장예탁유가증권의 지분)에 대한 처분은, 처분의 수령자를 위한 권리형성적 기재가 직접 행해지는 등록부를 감독하는 국가, 또는 처분의 수령자에 대한 권리형성적 계좌이체를

하는 수처인의 계좌를 관리하는 본점 또는 지점이 소재하는 국가의 법에 따른다). 주목할 것은 처분의 수령자, 즉 권리의 취득자의 계좌를 기준으로 準據法을 정하는 점이다. 독일에 서의 논의는 Schefold(註 30), S. 468 이하 참조. 포괄적인 논의는 Dorothee Einsele, Wertpapierrecht als Schuldrecht, J.C.B. Mohr(Paul Siebeck)(1995), S. 392 이하 참조. 이 교수자격논문은 풍부한 비교법적 논의를 담고 있으나 최근의 것은 아니다.

33) Directive 2002/47/EC(OJ L 168, 27. 6. 2002, p. 43). 저축법에 관한 제9조 제1항은 다음과 같다.

“Any question with respect to any of the matters specified in paragraph 2 arising in relation to book entry securities collateral shall be governed by the law of the country in which the relevant account is maintained. The reference to the law of a country is a reference to its domestic law, disregarding any rule under which, in deciding the relevant question, reference should be made to the law of another country.”

34) 예비문서(번호 1), 1면. 최근의 경위와 장래의 일정은 2002년 4월 22일부터 24일까지 개최된 헤이그국제사법회의 일반업무 및 정책에 관한 특별위원회의 회의를 위하여 상설사무국이 예비문서(번호 24)로 작성한 Note에 정리되어 있다. The Hague Project on Indirectly Held Securities: Work Undertaken And Progress Made Since The Meeting of Commission I on General Affairs And Policy of The XIXth Session of The Hague Conference on 21-22 June 2001.

35) 필자는 위 회의에 증권예탁원의 천창민 대리와 함께 한국대표단으로 참석하였다. 천대리는 2001년 1월의 특별위원회 회의에도 참석하였다. 2002년 12월 개최된 외교회의에는 헤이그 주재 외교관만이 참석한 것으로 보인다.

36) 이는 헤이그국제사법회의 상설사무국이 2002년 4월 작성하여 배포한 예비문서(번호 10)이다. 관련자료는 헤이그국제사법회의의 홈페이지인 <http://www.hcch.net/e/workprog/securities.html>를 참조. 종래의 논의의 상세는 예비문서(번호 1)를 참조. 이에 대한 주요 국가들의 코멘트는 상설사무국이 2002년 5월 작성한 예비문서(번호 15)에 정리되어 있다.

37) 예비초안에 관하여는 석광현(註 11), 97면 이하; Christoph Bernasconi, “Indirectly Held Securities: A New Venture for the Hague Conference on Private International Law,” in Yearbook of Private International Law, Vol. III(2001), Petar Šarc'evic, and Paul Volken(eds.), p. 63 이하; 早川吉尙, “口座管理機關によって保有される證券について權利の準據法に關する條約草案,” 『商事法務』, No. 1642(2002. 10. 25), 4面 이하 참조.

38) 김이수(註 12), 196-197면은 직접보유자에게는 증권소채지법주의를, 간접보유자에게는 계좌소채지법주의를 적용하는 것은 모순된 것이라고 하면서 實質法상 투자자의 법적 지위에 대한 재구성 없이 하는 國際私法만의 개정에 반대한다.

39) 제2조 제1항에 열거된 쟁점들은 대체로 다음과 같다.

“a) 증권계좌에 유가증권을 대변기재함으로써 발생하는 권리의 법적 성질 및 중개기관과 제3자에 대한 효력

b) 간접보유유가증권의 처분의 법적 성질과 중개기관과 제3자에 대한 효력

c) 간접보유유가증권의 처분의 완성을 위한 요건이 있는 경우 그 요건

d) 간접보유유가증권에 대한 어떤 자의 권리가 타인의 권리를 소멸시키는지 또는 그 권리

에 대해 우선하는지 여부

e) 간접보유유가증권에 대하여 계좌보유자 또는 타인과 경합하여 권리를 주장하는 계좌보유자 이외의 자에 대하여 중개기관이 부담하는 의무

f) 간접보유유가증권에 대한 권리의 실현을 위한 요건

g) 간접보유유가증권에 대한 처분이 배당금, 소득, 기타 분배금 또는 상환금, 매매대금 또는 기타 대금에 대한 권리에까지 미치는지 여부.”

40) 정확히는 ‘기초 유가증권을 투시하는 접근방법’(look-through to underlying securities approach)이라 한다. 이는 우리나라뿐만 아니라 우리와 유사한 증권결제제도를 가지고 있는 독일과 일본에서도 마찬가지로 익숙한 개념이다.

41) 예비문서(번호 1), 28면 이하.

42) 예비문서(번호 1), 28면. PRIMA에 관한 상세한 논의는 예비문서(번호 1), 27면 이하 참조.

43) 예비문서(번호 1), 29면.

44) 예비문서(번호 3), 3면.

45) 이러한 기준시점을 둘 필요가 있는지에 관하여는 견해가 나뉘었다. 참고로 물권의 準據法을 정하는 우리 國際私法 제19조 제2항은 “제1항에 규정된 권리의 득실변경은 그 원인된 행위 또는 사실의 완성 당시 그 목적물의 소재지법에 의한다”고 규정하여 기준시점을 명확히 하고 있다.

46) 협약안의 작성을 위한 기초위원회(Drafting Committee)의 의장을 맡았던 Goode 교수도 담보권의 準據法에 관하여 당사자가 합의한 準據法에 의하도록 하는 데 대해서는 비판적이었다. Roy Goode, “Security Entitlements as Collateral and the Conflict of Laws,” Butterworths Journal of International Banking and Financial Law—Special Supplement(1998), p. 27.

47) 담보설정자와 담보권자가 합의에 의해 담보권의 準據法을 지정하는 것은 아니므로 엄밀히 말하자면 이는 통상의 當事者自治는 아니다. 예비초안은 엄밀한 의미의 當事者自治를 허용하는 것은 아니며 단지 담보설정자와 중개기관간에 증권계좌의 準據法에 관한 합의가 결과적으로 담보설정자와 담보권자간에 체결되는 담보거래(내지는 담보권)의 準據法이 된다. 이를 편의상 當事者自治라고 부를 수는 있을 것이다. 스위스 國際私法(제104조)은 동산에 관하여 엄밀한 의미의 當事者自治를 허용하나, 우리 國際私法은 當事者自治를 허용하지 않는다.

48) 4월 예비문서(번호 10) 제4조 제2항. 그 이후의 변경과정은 다음과 같다.

2002년 5월의 예비문서(번호 13)는 일차적 규칙(제4조)과 보충적 규칙(제4조의2)을 정한 수정안을 제시하였다. 여기의 일차적 규칙(제4조)은 여전히 “제2조 제1항에 명시된 모든 쟁점들의 準據法은, 계좌보유자와 관련중개기관간에 [그 국가내에서 증권계좌가 관리되는 것으로 합의된] 국가의 법이다. 다만 약정시에 관련중개기관이 그 국가내에 영업소를 가지고 있고, 그 영업소가 다음 요건을 충족하는 것을 조건으로 한다”고 규정함으로써 당사자의 합의내용이 準據法에 관한 합의가 아니라 증권계좌의 관리지에 관한 합의임을 명시하고 있었다. 그러나 2002년 6월의 예비문서(번호 15)는 일차적 규칙(제4조)과 보충적 규칙(제4조의2)을 일부 수정한 초안을 제시하였는데 여기에서 처음으로 일차적 규칙은 당사자들이 “그러한 쟁점들의 準據法으로 합의한 국가의 법”이 Option A로 등장하고, 위에서 본 기존의 안은 Option B가 되었다. 즉 Option A는 準據法을 직접 지정하는 것인 데 반하여, Option B

는 증권계좌의 관리장소를 지정하는 것이라는 점에서 차이가 있다. 이 두 개의 Option에 대한 지역별 워크숍 결과를 정리한 것이 2002년 9월의 예비문서(번호 16)이고, 양자의 장단점을 도표로 정리한 것이 2002년 11월의 예비문서(번호 18의2)이다.

49) 즉 당사자들의 합의는 계좌약정의 準據法에 관한 합의를 말하는 것은 아니라는 점을 주목할 필요가 있다.

50) 필자는 전에는 이를 “현실적인 기준”이라고 번역하였으나 여기에서는 “실재기준”(實在基準)이라고 수정한다.

51) 이는 일부 유럽공동체 회원국들에 의해 1980년 채택되었고 현재 유럽연합에서 적용되는 「계약채무의 準據法에 관한 로마협약」 제3조 제1항을 참조한 것이다. 동항의 제1문, 제2문은 “계약은 당사자들이 선택한 법에 의하여 규율된다. 선택은 明示의이거나 계약의 조항들 또는 사안의 諸事情으로부터 合理的인 確實性을 갖도록 표시되어야 한다”고 규정한다. 이에 관하여는 석광현, “契約上 債務의 準據法에 관한 유럽共同體 協約(일명 “로마協約”), 『國際私法과 國際訴訟』, 제1권(박영사, 2001), 53면 이하 참조.

52) 제4조의2와 제4조의3은 문언에 다소 차이가 있다. 전자는 중개기관의 사무소가 증권계좌를 관리하는 영업 또는 활동에 종사하는지 여부를 판단하는 기준을 제시하는 데 반하여, 후자는 관련중개기관 소재지 국가의 결정시 고려할 수 없는 요소를 열거한다. 즉 문면상 전자는 증권계좌를 관리하기로 하는 당사자의 합의와는 관계없이 단지 실재기준(reality test)에만 관련된 것으로 보이나, 후자는 당사자의 합의와도 관련이 있는 것이 아닌가 생각된다. 다만 이러한 차이가 의도적인 것인지는 분명하지 않다.

53) 이는 규정방식에는 차이가 있지만 통일상법전 §8-110(e)과 비교해 볼 필요가 있다.

54) 제4조의2에 관하여는 예비초안 별첨 1로 대안이 제시되어 있었다.

55) 흑색목록은 통일상법전 §8-110(f)와 유사하다. 동조는 다음과 같이 규정한다.

“증권중개기관의 법역은 금융자산을 표창하는 증서의 물리적 소재, 증권권리보유자가 증권권리를 보유하는 관련 금융자산의 발행인이 설립된 법역 또는 계좌와 관련된 정보처리 또는 기타 기록관리를 위한 설비의 소재지에 의해 결정되지 않는다.”

56) 이 경우 계좌의 사실적 관리를 중시한다면, 실제로 증권계좌를 관리하는 중개기관 소재지법이 準據法이 되어야 한다. 그러나 통일상법전(제8-110조, 제9-305조)은 당사자들의 합의를 존중하고, 이해관계인들이 쉽게 특정할 수 있는 하나의 법체계(single, readily identifiable body of law)를 지정하자는 정책적 고려를 강조하여 당사자들이 합의한 중개기관 소재지법을 準據法으로 본다.

57) 그러나 통일상법전과 동일하지는 않다.

58) 2002년 9월의 예비문서(번호 16)와 2002년 11월의 예비문서(번호 18의2)를 말한다.

59) 예비문서(번호 16), 3면은 이를 “second guessing의 쟁점”이라고 한다.

60) 예비초안에 따르면 “증권계좌를 뉴욕에서 관리하는 것으로 합의할 수는 없다”고 해야 할 것이다.

61) 예비초안에 따르면 “증권계좌를 뉴욕에서 관리하는 것으로 합의할 수 있다”고 해야 할 것이다.

62) 즉 예비초안(제4조의3) 제1항 (e) “증권계좌를 위한 계좌부 관리 또는 데이터 처리를 지원하는 기술 소재지”가 삭제되었다.

63) 그 국가가 복수단위국가인 경우에 관하여는 아래(4.)에서 별도로 논의한다.

64) 그 국가가 복수단위국가인 경우에 관하여는 아래(4.)에서 별도로 논의한다.

- 65) 통일상법전(§8-110(e)(5))에 따르면 증권중개기관의 주된 집행사무소(chief executive office)의 소재지법이 최후의 補充的 準據法이 된다.
- 66) 보다 상세한 논의는 예비문서(번호 1)를 참조. 이는 예비초안 제9조의 취지를 설명하고 있다.
- 67) 국적이 연결점인 경우 연방국가 중 어느 주의 법을 적용할지가 문제된다. 이에 대해 우리 國際私法 제3조 제3항은 “당사자가 지역에 따라 법을 달리하는 국가의 국적을 가지는 때에는 그 국가의 법선택규정에 따라 지정되는 법에 의하고, 그러한 규정이 없는 때에는 당사자와 가장 밀접한 관련이 있는 지역의 법에 의한다”고 규정한다.
- 68) 한편 당사자들이 특정한 영토적 단위를 명시함이 없이 복수단위국가의 법을 準據法으로 합의한 경우에 관하여는 규정을 두고 있지 않다.
- 69) 그러나 관련중개기관이 복수단위국가의 어느 영토적 단위의 법이 아니라 복수단위국가의 법에 따라 설립되거나 조직된 경우에는, 準據法은 관련중개기관이 서면 계약체결 시, 또는 그러한 약정이 없는 경우에는 증권계좌 개설시 관련중개기관이 영업소(복수의 영업소를 가지는 경우 그의 주된 영업소)를 가지는 영토적 단위의 법이 된다(제5조 제2항).
- 70) 예비초안은 “다만, 이러한 선언에는 그 복수단위국가와 그 국가의 영토적 단위의 법선택규칙의 내용에 관한 정보가 수반[될 수 있다][되어야 한다]”고 규정하였는데, 유가증권협약에서는 후자가 채택된 것이다.
- 71) 필자는 예비초안의 경우 계좌보유자와 중개기관간에 합의한 準據法을 적용하는 것이 정면으로 채택되지는 않았으므로 미국이 복수단위국가에 관한 조항을 통하여 우회적으로 이러한 원칙을 관철하려는 의도로 이해하였다. 그러나 유가증권협약은 통일상법전과 거의 유사한 태도를 채택하였으므로 準據法을 합의한 경우 이 조항의 실익은 별로 없을 것이다.
- 72) 이는 轉定을 포함하는 넓은 의미의 反定을 의미한다.
- 73) 계약국이 복수단위국가인 경우, 그 국가는 어떤 영토적 단위에 대하여 그러한 선언을 할 수 있다.
- 74) 계약국이 복수단위국가인 경우 그 국가는 어떤 영토적 단위에 대하여 그러한 선언을 할 수 있다.
- 75) 이에 관하여는 상설사무국이 예비문서(번호 15)에 포함된 협약의 초안 제7조(유가증권협약 제8조)와 관련하여 작성한 메모(Article 7 of the future Hague Convention on the law applicable to certain rights in respect of securities held with an intermediary(as contained in the June 2002 preliminary draft, Prel. Doc. No. 15): Some initial explanatory comments)를 참조. 이 메모는 상설사무국이 2002년 외교회의를 앞두고 작성하여 배포한 것으로 위 논점과, 유럽연합 이사회의 “倒産節次에 관한 규정(Regulation (EC) No. 1346/2000 of 29 May 2000 on Insolvency Proceedings)”과의 관계를 다루고 있다. 도산규정에 관하여는 석광현, “유럽연합의 國際倒産法制,” 『국제사법연구』, 제7호(2002), 81면 이하 참조.
- 76) 이는 2001년 11월 채택된 “이동장비에 대한 國際的 權利에 관한 협약”(Convention on International Interests in Mobile Equipment. 케이프타운협약) 제30조와 유사하지만 倒産法廷地 도산법의 실제규칙도 함께 언급하는 점에 다소 차이가 있다. 케이프타운협약에 관하여는 석광현, “항공기에 대한 국제적 담보거래—케이프타운협약과 항공기의정서를 중심으로—,” 『국제거래법연구』, 제12집(2004. 2), 163면 이하 참조.
- 77) 이는 다음을 말한다.

“a) 변경 전에 발생하는 간접보유유가증권에 관한 권리의 존재와 변경 전에 행하여진 유가증권의 처분의 완성(perfection)

b) 변경 전에 발생하는 간접보유유가증권에 관한 권리와 관련하여

i) 그 법적 성질과 관련중개기관과 변경 전에 행하여진 유가증권의 처분의 당사자들에 대한 효력

ii) 그 법적 성질과 변경 후에 유가증권을 압류한 사람에 대한 효력

iii) 변경 후에 개시된 도산절차의 도산관재인과 관련한 제2조 제1항에 명시된 모든 쟁점의 결정

c) 변경 전에 발생한 당사자들간의 권리의 우선권”

다만 위 (c)호는 구법에 따라 발생하였지만 신법에 따라 완성된 권리의 우선권에 대하여 신법의 적용을 배제하지 않는다(제5항).

78) 특별위원회의 논의과정에서 이를 ‘37면 문제’라고 부른 이유는 이러한 사안이 예비문서(번호 1)의 37면에 Fact Pattern 3으로 소개되어 있었기 때문이다. 별첨 II를 참조.

79) 예비문서(번호 1), 37면 이하의 사안유형(Fact Pattern) 3.

80) 예비문서(번호 1), 38면.

81) 상설사무국의 2001년 6월 보고서(Report on the Meeting of the Working Group of Experts and Related Informal Work Conducted by the Permanent Bureau on the Law Applicable to Dispositions of Securities Held with An Intermediary)(예비문서(번호 13)), 15면; 상설사무국의 2001년 7월 임시조문(Tentative Text on Key Provisions for a Future Convention on the Law Applicable to Proprietary Rights in Indirectly Held Securities)(예비문서(번호 3)), 5면 참조.

82) 예비문서(번호 3), 5-6면; 예비문서(번호 12), 6면 이하.

83) 이는 새로운 주장은 아니다. 예비문서(번호 13), 15면 참조. 神田秀樹 교수는 이 경우 “초과발행”(overissue)이 있게 되어 상위중개기관의 책임문제가 발생하는데 이는 영미법계에서는 문제가 없지만 대륙법계 특히 일본의 경우 문제가 있다고 지적하고, 만일 보고서와 같은 견해가 채택된다면 일본은 국내법을 개정해야 하는데 다른 대륙법계국가들이 문제점을 제대로 인식하지 못하고 있다고 주장하였다. 일본은 2002. 7. 1. 동경에서 개최된 지역별 워크숍에서 이런 주장을 반복하였고, 특히 담보설정자(또는 양도인)와 담보권자(또는 양수인)의 관계는 담보권자의 準據法에 의하도록 규정하자는 견해를 피력하였지만 채택되지 않았다. 예비문서(번호 12), 7-8면은 double interest의 문제를 논의하는데, 예비문서는 이는 유가증권협약에 특유한 문제가 아니라 동일한 법하에서도 얼마든지 발생하는 현상임을 지적하고, 만일 위의 예에서 어느 하나의 중개기관이 고객의 권리를 뒷받침할 충분한 유가증권을 가지지 않은 경우 결국 유가증권을 매입하여야 하고, 그것이 불가능한 경우 이는 관련중개기관의 도산시 적용되는 도산법에 따라 해결되어야 한다고 한다.

84) 이 쟁점을 좀더 깊이 논의하고자 상설사무국은 2002년 5월 “복수 중개기관들에 관련된 이전”(Transfers Involving Several Intermediaries)이라는 제목의 예비문서(번호 12)를 작성·배포하였다.

85) 협약 가입국의 상황은 헤이그국제사법회의의 홈페이지(<http://www.hcch.net/e/conventions/menu36e.html>)에서 확인할 수 있다. 최근의 자료에 의하면 유가증권협약은 G30에 의하여 환영을 받았고 유럽연합, 미국과 일본이 가까운 장래에 협약을 서명할 것이라고 한다. William Duncan, The Unification of Private

International Law in Asia and the Role of the Hague Conference on Private International Law, 2003. 10. 11-12. 나고야에서 개최된 일본 국제법학회 2003년도 추계 연구대회 국제심포지엄 발표자료 p. 344. 특히 유럽연합위원회는 2003년 12월 15일 이사회에 대하여 협약을 서명할 것을 제안하였다(COM(2003)783). Proposal for a COUNCIL DECISION Concerning the signing of the Hague Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary. 이는 [http://europa.eu.int/eur-lex/pri/en/lip/latest/doc/2003/com2003\\_0783en01.doc](http://europa.eu.int/eur-lex/pri/en/lip/latest/doc/2003/com2003_0783en01.doc)에 있다.

86) 물론 만일 증권예탁원이 외국에 영업소를 개설하고 그를 통하여 계좌약정을 체결하는 경우에는 그렇지 않다.

87) 유가증권협약 제2조 제3항에 따르면 협약은 증권계좌에 유가증권을 대변기재함으로써 발생하는 채권적인 권리·의무에는 적용되지 않는다. 이러한 채권적인 권리·의무는 국제계약의 연결원칙에 따를 사항이므로 결국 당사자들이 합의한 準據法에 의하게 된다.

88) 상세는 석광현(註 11), 119면 이하; 석광현(註 8), 174면 이하, 185면 이하 참조.

89) 공사채등록법은 국내거래를 염두에 둔 것으로 보이는데, 동법이 국제거래에서 어떤 의미를 가지는지도 문제된다. 일본의 논의는 森下哲郎(註 12), 108면 참조.

90) 김이수(註 12), 219면은 결론적으로 미국식의 증권권리개념을 도입할 것을 제안한다.

91) 우리법상의 無券化의 문제는 이철송, “예탁결제제도의 선진화와 증권무권화를 위한 법적정비,” 증권예탁원, 『증시효율화를 위한 예탁결제 및 무권화 제도 발전방향』, 세미나연구논집(1996), 32면 이하; 정찬형(註 3), 39면 이하 참조. 국제적 증권거래의 결제에 관하여는 증권예탁원, “국제간 증권거래의 결제,” 『조사자료』, 제2집(1995) 참조.

92) The Group of Thirty, Global Clearing and Settlement—A Plan of Action(국제 증권청산 및 결제—실행방안), 2003. 요약은 <http://www.group30.org/call.htm> 참조. 개요는 증권예탁원(註 3), 75면 참조.

93) 위에서 언급한 바와 같이 김이수(註 12), 196-197면은 이에 대해 부정적인 견해를 취한다.

94) 유럽연합위원회의 문서도 차이가 있음을 지적한다. 유럽연합위원회 제안(註 85), para. 6 참조. 가장 중요한 차이점은, 유럽연합 지침은 간접보유유가증권에 대한 담보권의 準據法을 관련 계좌 소재지법으로 보고, 당사자들이 합의한 계좌약정의 準據法을 인정하지 않는 점이다.

95) 유럽연합위원회의 제안(註 85), para. 15 참조.

96) “증권거래법 제174조의13 [국제적인 증권거래의 준거법]

등록부 또는 계좌부의 계좌이체에 의하여 처분할 수 있는 유가증권 또는 혼장예탁 유가증권의 지분에 대한 처분은, 처분의 수익자를 위한 계좌이체가 직접 기재되는 등록부 또는 계좌부를 관리하는 중개기관의 사무소가 소재하는 국가의 법에 따른다.”

97) 따라서 우리나라에서는 不動化 또는 無券化가 일반화되어 있지 않음을 이유로 지금으로서는 유가증권협약에의 가입은 시기상조이고 전자증권제도가 도입된 이후에 비로소 가입 여부를 적극적으로 고려할 것이라는 견해는 지지하기 어렵다.

1) 예비문서(번호 1), 32면.

2) 예비초안이 취하는 PRIMA에 따르면 질권의 완성(대항요건의 구비)과 같은 物權法的 側面은 런던은행의 질권이 기재되는 장부를 보유하는 중개기관인 프랑스은행의 소재지법에 의하여 규율된다. 한편 유가증권협약에 따르면 중개기관소재지법이 아니라 중개기관과 계좌보

유자간에 합의한 각 계좌약정의 準據法에 의한다.

3) 위 표는 예비문서(번호 1)에 있는 것을 옮긴 것이므로 여기에서도 편의상 'F3'이라고 하였다.

4) 예비문서(번호 1), 37면.

5) 예비초안이 취하는 PRIMA에 따르면 위 거래를 구성하는 3단계의 物權法的 側面은 다음과 같이 각각 상이한 準據法에 의하여 규율된다. 런던은행이 스위스은행의 고객증권의 집합에 대한 스위스은행의 권리에 대해 유효한 권리를 취득하는지는 런던은행의 권리가 기재되는 장부의 보유자인 스위스은행의 소재지인 스위스법, 호주은행이 프랑스은행의 고객증권의 집합에 대한 프랑스은행의 권리에 대해 가지는 권리가 유효하게 소멸하는지는 호주은행의 권리가 기재되는 장부의 보유자인 프랑스은행의 소재지인 프랑스법에 의하고, European ICSD의 예탁증권의 집합에 대하여 프랑스은행이 가지는 권리가 스위스은행에게 유효하게 양도되는지는 European ICSD의 소재지법에 의한다. 한편 유가증권협약에 따르면 중개기관 소재지법이 아니라 중개기관과 계좌보유자간에 합의한 각 계좌약정의 準據法에 의한다.