

사단법인 한국국제사법학회

제143회 정기연구회 자료집



일 시 : 2020년 3월 26일(목) 19:00 ~ 21:00

장 소 : 서울중앙지법 등기국 3층 회의실

 **코로나 19 사태로 인해 자료집 배포로 대체**

프 로 그 램

제143회 정기연구회 (사회: 연구이사 한애라)

19:00-19:45 정기연구회 발표: 이종혁 교수(한양대 법전원)

19:45-20:00 지정토론: 성진현 변호사(법무법인 광장)

20:00-20:30 전체토론

발표문

국제증권발행에서 투자설명서 부실표시책임의 준거법 결정원칙

이 종 혁

(한양대 법전원, 교수)

국제증권발행에서 투자설명서 부실표시책임의 준거법 결정원칙*

이 종 혁**

I. 서 언

외국적 요소가 있는 자본시장 불법행위(Finanzmarktdelikte)로 인한 민사책임 문제가 어느 국가의 법에 의하여 규율되는가를 규명하는 것이 국제자본시장법(internationales Kapitalmarktrecht) 내지 자본시장저촉법(또는 자본시장국제사법)(Kapitalmarktkollisionsrecht)의 과제이고,¹⁾ 본고는 그 하위분야에 해당하는 국제적 증권공모발행에서 투자설명서 부실표시책임의 준거법에 관하여 고찰함을 목적으로 한다. 증권을 공모(公募)하는 경우에 투자자가 투자에 따르는 위험을 충분히 인지한 상태에서 투자판단을 할 수 있도록 발행인이 작성하여 직접 또는 인수인이나 주선인을 통하여 투자자에게 교부하는 문서가 바로 투자설명서(prospectus, Prospekt)이다. 발행 시장은 유통시장과 달리 증권이 투자자에게 투자대상으로 처음 제공되는 시장이므로, 투자자의 정확한 투자판단을 위하여는 해당 모집 또는 매출에 관한 정보뿐만 아니라 발행인에 관한 정보가 정확히 기재된 투자설명서가 투자자에 대한 투자권유 과정에서 사용되고 투자자에게 교부되는 것이 중요하다. 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 “자본시장법”)은 이를 강제하기 위하여 행정규제와 형사처벌을 규정하고 있을 뿐만 아니라, 투자설명서의 중요사항에 관하여 허위의 기재가 있거나 중요사항의 기재가 누락됨으로써 투자자가 손해를 입은 경우에는 발행인, 인수인, 주선인 등이 그 손해를 배상할 책임이 있다고 규정하는데(제125조 제1항), 이것이 투자설명서 부실표시책임, 즉 투자설명서책임(prospectus liability, Prospektthaftung)이다.²⁾

우리 자본시장은 이미 상당한 정도로 대외개방이 진행되었고, 국제적 증권발행,³⁾ 즉 내국 회사의 외국에서의 증권발행과 외국회사의 국내에서의 증권발행 모두 활발하다.⁴⁾ 국제적 증권발행의 경우에도 발행시장에서의 투자자의 위험은 국내 증권발행과 마찬가지로 존재하고, 발행인이 부실표시 없는 투자설명서를 작성하고 인수인이나 주선인이 투자자에게 그것을 사용·교부할 필요성 역시 마찬가지로 존재하며, 실제로 이와 관련된 문제상황이 발생하기도 한다.⁵⁾ 결국 중요한 점은 각국의 법체계가 부실표시 없는 투자설명서의 작성·사용·교부를

* 본고는 필자의 박사학위논문인 “국제적 증권공모발행에서 투자설명서 부실표시책임의 연구: 준거법 결정원칙을 중심으로”(서울대학교 대학원, 2019. 8.)의 일부를 수정·보완한 것이다.

** 한양대학교 법학전문대학원 조교수.

1) Hopt, Klaus, J./Wiedemann, Herbert (hrsg.), *Aktiengesetz: Großkommentar*, Band 1, Einleitung; §§1-53, 4. Auflage (De Gruyter, 2004), Einleitung, Rn. 690ff. (Assmann 집필부분) 참조.

2) 이하에서는 투자설명서 부실표시로 인한 손해배상책임, 즉 투자설명서 부실표시책임을 ‘투자설명서 책임’이라고 약칭하기로 한다. 같은 용례로 석광현, “동시상장 기타 자본시장 국제화에 따른 국제사법 문제의 서론적 고찰”, 국제사법과 국제소송 제6권(박영사, 2019), 349면 이하 참조. 한편 우리 자본시장법 제125조 제1항 및/또는 그에 상응하는 외국법 규정을 지칭하기 위하여는 ‘투자설명서책임 규정’이라는 용어를 사용하기로 한다.

3) 이하에서는 모집과 매출을 포함하는 증권의 공모발행을 편의상 ‘증권발행’이라고 약칭하기로 한다.

4) 2007. 8. 외국회사가 코스닥시장에 최초 상장된 이래 2020. 2.말 현재 원주 형태로 유가증권시장에 1개, 코스닥시장에 14개, 증권예탁증권(Korea Depositary Receipts, KDR) 형태로 코스닥시장에 6개 외국회사가 상장되어 있다. 한국거래소 전자공시 홈페이지(<https://dev-kind.krx.co.kr>) ‘상장종목현황’ 항목 참조.

강제하기 위하여 정립하고 있는 행정규제, 형사처벌, 민사책임이 국제적 증권공모발행의 경우 어떤 근거로 어느 범위까지 적용될 수 있는가 하는 것이다.⁶⁾ 이는 “국외에서 이루어진 행위로서 그 효과가 국내에 미치는 경우에도” 적용된다고 규정하는 우리 자본시장법 제2조의 역외적용 문제로 취급함이 보통이나, 민사책임조항은 규제목적 내지 금지효과의 달성뿐만 아니라 손해의 전보도 목적으로 하므로, 행정규제조항 및 형사처벌조항과 달리 국제사법의 방법론에 의한 준거법 결정원칙, 특히 불법행위의 준거법 결정규칙과의 상호연관을 의식하여야 한다.⁷⁾

투자설명서책임의 준거법 문제가 중요한 이유는 투자설명서책임에 대한 각국의 입법태도에 상당한 차이가 있기 때문이다. 일부 국가에서는 투자설명서책임에도 일반민사법을 적용하나, 대부분의 국가에서는 행정규제법상 의무와 결부된 민사책임조항을 일반민사법에 대한 특칙으로 자본시장관련법⁸⁾에 규정하고,⁹⁾ 투자자가 실제로 투자설명서를 읽고 이해하였는지 여부와 무관하게,¹⁰⁾ 증명책임의 전환, 손해배상액의 추정, 시효의 연장 등 손해를 입은 투자자에게 유리한 규정을 두고 있다.¹¹⁾ 투자설명서책임규정은 자본시장 관계자들에게 행위규범

- 5) 중국원양자원유한회사는 2009. 5. 한국거래소 유가증권시장에 원주를 상장하였는데, 당시 투자자에게 교부한 사업설명서(현행 자본시장법상 투자설명서)에는 대주주의 보호예수기간이 1년으로 기재되어 있었다. 보호예수가 해제되면 주식의 매도물량 증가로 주가가 하락할 위험이 있다. 그런데 한국예탁결제원은 2009. 11. 2. 중국원양자원유한회사의 보호예수기간이 6개월이라고 잘못 발표하여 시장에 혼란을 초래하였고, 사업설명서상 보호예수기간에 관한 기재의 허위 여부가 문제되었다. 이 데일리 2009. 11. 3.자, “중국원양 보호예수 ‘때아닌 진실게임’, 알고보니” 제하 기사 참조.
- 6) 자본시장법은 하나의 금지행위에 행정규제, 형사처벌, 민사책임을 중층적으로 결합하거나 일체적으로 적용함으로써 일정한 규제목적 내지 금지효과를 달성하고자 한다. 金融法委員會, “金融関連法令のクロスボーダー適用に関する中間論点整理: 証券取引法を中心に”(2002. 9. 13.), 10頁, 註23. 행정규제, 형사처벌, 민사책임의 결합 양태를 일률적으로 설명할 수는 없고, 개별적 분석이 필요하다.
- 7) 국내에서의 선구적인 연구로 석광현, “국내기업의 해외사채 발행의 실무와 법적인 문제점: 유로채(Eurobond) 발행시 우리 법의 적용범위에 관한 문제를 중심으로”, 국제사법과 국제소송 제1권(박영사, 2001), 627면; 김진식/정순섭, “증권거래법의 역외적용 및 외국감독기관과의 공조제도 정비방안 연구”(금융감독원 연구용역 최종보고서)(서울대학교 금융법센터, 2004), 55면 참조.
- 8) 이하에서는 우리 자본시장법과 관련법령을 포함하여 각국이 자본시장을 규율하기 위하여 제정한 법령을 통칭하는 경우에는 ‘자본시장관련법’이라는 용어를 사용하기로 한다. 자본시장관련법은 사법적(私法的) 성격의 자본시장거래법과 공법적 성격의 자본시장질서법(또는 자본시장제도법)으로 구분되는데, 민사책임조항은 전자에 속하고 행정규제조항과 형사처벌조항은 후자에 속한다. 삼자의 적용범위는 상이한 원리에 따라 결정되므로 자본시장법 제2조가 가지는 의미도 동일할 수 없다. 석광현, 전게논문(주2), 343면. 자본시장거래법은 일반민사법에 대한 특칙으로서 금융거래계약의 체결과 이행, 자본시장법 위반에 따른 불법행위책임 등에 관한 것을 말한다. Garcimartín, Francisco, “Cross-Border Listed Companies”, *Recueil des Cours* (Collected Courses of the Hague Academy of International Law), Vol. 328 (Brill, 2007), p. 73.
- 9) 이것이 특별법상 투자설명서책임(spezialgesetzliche Prospekthaftung)이고, 일반민사법에 따른 민법상(또는 일반민사법상) 투자설명서책임(bürgerlichrechtliche Prospekthaftung)과 구별된다. von Hein, Jan, “Die Internationale Prospekthaftung im Lichte der Rom II-Verordnung”, Baum, Harald/Fleckner, Andreas M./Hellgardt, Alexander/Roth, Markus et al. (hrsg.), *Perspektiven des Wirtschaftsrechts: Deutsches, europäisches und internationales Handels-, Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht — Beiträge für Klaus J. Hopt aus Anlass seiner Emeritierung* (De Gruyter, 2008), S. 373.
- 10) 현실에서는 투자설명서를 실제로 읽고 이해하는 투자자는 일반투자자가 아니라 기관투자자이다. Kronke, Herbert, “Capital Markets and Conflict of Laws”, *Recueil des Cours* (Collected Courses of the Hague Academy of International Law), Vol. 286 (Brill, 2000), p. 309. 그러나 각국의 발행공시규제는 투자설명서가 투자자에게 교부된 이상 모든 투자자가 투자설명서를 실제로 읽고 이해하였다고 간주하는 전제 위에서 투자자보호제도를 설계하고 있다.
- 11) Garcimartín, Francisco, “The Law Applicable to the Prospectus Liability in the European Union”, *Law and Finance Markets Review*, Vol. 5, No. 6 (Taylor & Francis, 2011), pp. 450-451. 우리 자본시장법은 시효의 연장을 규정하고 있지 않다.

으로 작용하고, 잠재적인 손해배상책임의 가능성은 금융조달비용으로 인식된다. 따라서 투자설명서책임의 준거법으로 어느 국가의 법이 적용되는지는 국제적 증권공모발행에서 법률적 위험을 평가함에 있어서 중요한 요소로 작용한다.¹²⁾

이하에서는 주로 우리 국제사법과 유럽연합 로마II 규정¹³⁾의 비교법적 검토를 토대로, 투자설명서책임의 불법행위책임으로의 성질결정에 관하여 검토하고(II), 불법행위의 준거법 결정 원칙(예외조항 포함)을 투자설명서책임에 구체적으로 적용한 결과를 고찰하며(III), 투자설명서책임의 독립적 연결대상으로의 입법에 관하여 스위스의 입법례와 로마II 규정의 개정안(독일국제사법협회 제안)을 기초로 우리 국제사법의 개정론을 제시한다(IV).

II. 투자설명서책임의 성질결정

1. 성질결정에서 기능개념의 고려

스위스를 제외하고는 투자설명서책임에 관하여 특별저촉규정을 두고 있는 입법례는 없다.¹⁴⁾ 우리 국제사법과 로마I 규정 및 로마II 규정도 투자설명서책임에 관한 특별저촉규정을 두고 있지 않다. 따라서 투자설명서책임의 성질결정을 위하여 불법행위책임, 계약책임 또는 (유럽연합의 경우) 계약채결상 과실책임에 관한 일반저촉규정의 연결대상을 해석하는 작업이 필수적으로 요청된다.¹⁵⁾ 국제사법의 체계개념(Systembegriff)은 생활세계에서 형성되는 다종다양한 내국 및 외국 실질법상 법률관계를 포착하기 위하여 대표적이고 전형적인 내국 실질법상 법률관계를 한정적으로 규정해놓는 것이 일반적이므로, 내국 실질법뿐만 아니라 다양한 외국 실질법을 비교법적으로 검토함으로써 체계개념을 기능개념(Funktionsbegriff)으로 고양시켜 이해하여야 하고, 이때 성질결정을 위하여 함께 고려하여야 하는 사항에는 검토대상인 개별 저촉규정들의 기능과 목적뿐만 아니라 내국 및 외국 실질법이 공통적으로 추구하는 기능과 목적도 포함된다(기능적 성질결정론).¹⁶⁾¹⁷⁾

12) Garcimartín, 전제논문(주9), p. 451.

13) Regulation (EC) No. 864/2007 of the European Parliament and of the Council of 11 July 2007 on the law applicable to non-contractual obligations (Rome II).

14) Kronke, 전제강연문(주10), p. 307. 스위스의 입법례에 관한 상세는 후술 IV. 1. 참조.

15) 성질결정의 준거법 내지 성질결정 문제의 해결기준에 관하여는 법정지 실질법설, 준거법 실질법설, 비교법설, 이익분석설, 기능적(또는 목적론적) 성질결정론, 단계적 성질결정론 등 다양한 견해가 주장되어 왔다. 상세는 이호정, 국제사법 중판(경문사, 1985), 107-120면; 석광현, 국제사법 해설(박영사, 2013), 29-31면; 안춘수, “국제사법에 있어서의 성질결정 문제”, 비교사법 제11권 제2호(한국비교사법학회, 2004), 338-345면 등 참조.

16) 다만, 어느 저촉규정에서 규정하고 있는 특정한 연결점을 문제되는 개별사안에서 식별해내기 어렵다는 이유로 다른 저촉규정에 의하여 준거법을 결정할 의도로 성질결정을 하는 것은 허용되지 않는다고 보아야 한다. 즉, 저촉법상 기능과 목적을 고려한다는 것이 문제되는 개별 저촉규정들에 규정되어 있는 연결점들의 식별 가능성을 고려하는 것까지 포함할 수는 없다는 것이다. Magnus, Ulrich/Mankowski, Peter (ed.), *Commentary: Brussels Ibis Regulation*, European Commentaries on Private International Law, Vol. 1 (Verlag Dr. Otto Schmidt, 2016), Art. 7 Brussels Ibis, para. 75 (Mankowski 집필부분) 참조. 이하에서는 이 문헌을 “M/M/집필자, 집필부분”의 방법으로 인용하기로 한다.

17) 유럽사법재판소는 계약상 청구에 대한 의무이행지의 특별관할, 즉 브뤼셀 I 개정규정 제7조 제1항 a호에 상응하는 브뤼셀협약 제5조 제1항에 관한 1983년 Peters 판결에서 성질결정에 관하여 의미 있는 실시를 하였다. 국제사법상 체계개념은 국제사법의 적용목적상 독자적 개념으로 취급되어야 하고, 국제사법이 완전한 효력을 가지는 것을 보장하기 위하여 국제사법의 체계와 목적을 주되게 참고하여 해석되어야 한다는 것이다. *Martin Peters Bauunternehmung GmbH v. Zuid Nederlandse Aannemers Vereniging*, Case C-34/82, [1983] ECR 871 (ECLI:EU:C:1983:87), para. 10. 이는 국제사법상 체계개념의

기능적 성질결정론에 따른 투자설명서책임의 성질결정은 이를 국제사법상 기능개념인 불법행위책임, 계약책임 또는 (로마II 규정의 경우) 계약체결상 과실책임 중에서 무엇에 해당한다고 판단하여 그에 관한 저촉규정에 포섭시킬지의 문제이다. 투자설명서책임의 법적 성질에 관하여 실질법 차원에서는 독일을 중심으로 논란이 있으나,¹⁸⁾ 저촉법 차원에서는 그와 무관하게 국제사법 자체의 관점에서 투자설명서책임의 성질결정이 행하여져야 한다.¹⁹⁾ 성질결정의 목적에서 계약과 불법행위의 구분은 국제사법 차원에서 독자적으로 행하여져야 하기 때문에 각국의 실질법이 발전시켜온 학설상 구분과 반드시 일치하지는 않는다.

기능적 성질결정론에 따라 투자설명서책임을 성질결정하는 경우에 고려할 수 있는 개별 저촉규정의 기능과 법정정책적 목적은 무엇인지, 나아가 내국 및 외국의 실질법 차원에서 공통되는 투자설명서책임제도의 기능과 법정정책적 목적을 어떻게 고려할지가 문제된다. 이 경우 국제사법과 자본시장법의 다른 규정과의 상호관계를 고려하였을 때 국제사법과 자본시장법이 완전한 기능을 발휘할 수 있는 방안을 모색하여야 한다.

유럽사법재판소는 2015년 Kolassa 판결에서 투자설명서책임청구가 소비자계약상 청구로 성질결정되어야 한다는 주장을 배척하면서 원고가 주장한 경제적 접근(economic approach)이나 계약의 연쇄(chain of contracts) 개념을 인정하지 않았는데,²⁰⁾ 이는 ‘약자에게 유리하게(favor laesi)’ 또는 ‘소비자에게 유리하게(favor consumptoris)’라는 경제적·정책적 목적이 투자설명서책임의 성질결정에서 고려될 수 없다고 판단한 것이다.²¹⁾

2. 유럽연합에서의 논의

유럽연합에서는 투자설명서책임의 성질결정에 관하여 계약책임설, 계약체결상 과실책임설, 불법행위책임설이 제기되고 있다. 위법행위의 유형화를 통하여 불법행위책임이나 계약체결상 과실책임으로 성질결정하자는 견해도 있다.²²⁾ 유럽사법재판소는 Kolassa 판결에서 투자설명서책임을 불법행위책임으로 성질결정하였다.²³⁾

독자성, 국제사법의 목적과 체계(다른 저촉규정과의 상호관계)의 고려를 통한 국제사법의 완전한 효력 보장을 언급하였다는 점에서, 기능적 성질결정론과 유사한 태도라고 할 수 있는데, 기능과 목적을 고려하여야 하는 대상으로 법정지 실질법이 아니라 국제사법을 언급하였다는 점에 특색이 있다.

- 18) 독일에서는 실질법 차원에서 일찍이 1896년 제정된 증권거래소법(Börsengesetz, BörsG)에서 규제대상 시장(organisierter Markt 또는 regulierter Markt)에서 거래되는 증권에 관한 투자설명서책임을 규정한다. 이 때 개별법령에서 특별법상 투자설명서책임(spezialgesetzliche Prospekthaftung)을 별도로 규정하였다. 파생상품거래와 규제대상시장 외에서의 증권거래가 활성화되면서 회색자본시장(graue Kapitalmarkt)이 등장함에 따라 독일 법원은 이에 대응하기 위하여 민법상 투자설명서책임(bürgerlichrechtliche Prospekthaftung)의 개념을 정립하였다. 현행법상으로는 증권투자설명서법에 따른 투자설명서 미작성·미교부와 투자설명서 부실표시에 대한 민사책임뿐만 아니라 민법에 따른 계약체결상 과실책임과 불법행위책임이 인정될 수 있다. 상세는 이종혁, “국제적 증권공모발행에서 투자설명서 부실표시책임을 연구: 준거법 결정원칙을 중심으로”(서울대학교 대학원, 2019. 8.), 45-47면 참조.

19) von Hein, 전제논문(주9), S. 378.

20) Harald Kolassa v. Barclays Bank plc, Case C-375/13 (ECLI:EU:C:2015:37), paras. 27, 30.

21) von Hein, Jan, “Protecting Victims of Cross-Border Torts under Article 7 No. 2 Brussels Ibis: Towards a more Differentiated and Balanced Approach”, *Yearbook of Private International Law*, Vol. 16 (Verlag Dr. Otto Schmidt/Swiss Institute of Comparative Law, 2014/2015), p. 259.

22) Reithmann, Christoph/Martiny, Dieter (hrsg.), *Internationales Vertragsrecht*, 8. Auflage (Otto Schmidt, 2015), Bankvertäge, Rn. 6.567 (Freitag 집필부분); Einsele, Dorothee, “Kapitalmarktrecht und Internationales Privatrechts”, *Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht* (RabelsZ), Jahrgang 81, Heft 4 (Mohr Siebeck, 2017), SS. 785, 810은 특별법상 투자설명서책임과 일반민사법상 투자설명서책임을 구분하여 성질결정한다. 이하에서는 전자의 문헌을 “R/M/집필자, 집필부분”의 방법으로 인용하기로 한다.

먼저 투자설명서책임을 계약책임으로 성질결정하여 로마 I 규정을 적용하자는 견해가 있을 수 있다.²⁴⁾ 로마 I 규정은 증권 공모발행시 형성되는 계약관계에 적용되는데,²⁵⁾ 여기의 계약관계에 투자설명서책임도 포함된다는 것이다. 유럽사법재판소는 1992년 *Handte* 판결과 1998년 *Réunion Européenne SA* 판결에서 계약상 채무의 개념에는 일방 당사자가 타방 당사자와의 관계에서 자유롭게 형성한 채무가 존재하는 모든 상황이 포함된다고 판시하였는데,²⁶⁾ 증권 공모발행시 투자자는 발행인, 매출인 또는 인수인으로부터 직접 증권을 취득하므로, 그와 계약관계를 직접 형성하고, 투자설명서에 기재된 정보가 청약 내용의 일부로 취급되어 계약조건의 일부를 구성하며, 투자설명서상 부실표시가 증권양수도계약의 해제 등 계약상 효과로 귀결될 수 있다는 것이다.²⁷⁾ 또한 투자설명서책임은 지분증권 투자자가 발행인을 상대로 주주로서의 지위에 근거하여 청구하는 것이라고 보는 경우에도 이를 계약책임으로 성질결정할 여지가 있다. 유럽사법재판소는 1983년 *Peters* 판결에서 네덜란드법상 법인격 있는 조합(association)²⁸⁾과 그 사원(member) 간의 금전채무가 사원으로서의 지위(membership)에 근거하고 있는 경우 이를 계약상 채무로 성질결정하여야 한다고 판시하였다.²⁹⁾ 위 금전채무가 단순히 사원 가입 행위로부터 발생하였거나 조합의 기관(organ)의 결정과 관련된 행위로부터 발생하였더라도 계약으로의 성질결정에는 영향이 없다고 한다.³⁰⁾ 사건으로는 각국의 자본시장관련법이 투자자와의 계약관계 존재 여부와 무관하게 일정한 범위의 자들에게 일률적으로 투자설명서책임을 부과하고 있으므로 계약책임설은 투자자와 계약관계를 직접 형성하지 않은 자를 상대로도 투자설명서책임을 청구할 수 있다는 것을 설명하기 곤란하다는 점, 계약관계의 존재 여부와 준거법 조항의 존재 여부에 따라 준거법이 상이한 경로로 결정되는 것은 투자설명서책임을 규정하고 있는 자본시장관련법의 취지에 반한다고 볼 여지가 있고 그와 같은 복잡성은 연결정책적 차원에서도 바람직하지 않다는 점과 투자설명서 작성·교부의무와 그 위반에 따른 투자설명서책임은 사법적(私法的) 성질만을 가지는 것이 아니라 공법적 내지 행정규제법적 성질도 가지므로 투자설명서책임을 순수한 계약책임이라고 단정할 수 없다는 점에서, 투자설명서책임을 계약책임으로 성질결정하는 견해는 타당하지 않다고 생각된다.

다음으로 투자설명서책임을 계약체결상 과실책임으로 성질결정하여 로마 II 규정 제12조 제2항에 따라 준거법을 결정하자는 견해가 있다.³¹⁾ 자본시장 불법행위 중 위법한 공개매수와

23) Kolassa 판결, para. 44.

24) Garcimartín, 전게논문(주11), p. 451. 일본에서도 직접 당사자 간에는 계약책임으로 볼 여지가 있다는 견해가 있다. 龍田節, “商法483条と証券取引法”, 澤木敬郎 編輯, 國際私法の争点[新版](有斐閣, 1996), 102頁 참조.

25) Garcimartín, 전게논문(주11), p. 456, n. 11. 로마 I 규정 제6조 제4항 (d)호는 소비자계약에 관한 특칙의 적용범위에서 양도가능증권의 발행에 관한 계약조건을 구성하는 권리와 의무를 제외한다. 로마 I 규정 전문 제28항은 금융상품이 발행되는 경우에 발행인, 인수인 또는 주선인과 소비자 간에 성립되는 계약관계에는 소비자 상거소지법의 강행규정이 반드시 적용될 필요가 없고, 오히려 발행인, 인수인 또는 주선인의 계약조건의 통일성이 보장될 필요가 있다고 규정한다.

26) *Jakob Handte & Co. GmbH v. Traitements Mécano-chimiques des Surfaces SA*, Case C-26/91, [1992] ECR I-03967 (ECLI:EU:C:1992:268), para. 15; *Réunion Européenne SA and Others v. Spliethoff's Bevrachtungskantoor BV, and the Master of the vessel Alblasgracht V002*, Case C-51/97, [1998] ECR I-06511 (ECLI:EU:C:1998:509), para. 17. 이들 판결은 브뤼셀협약 제5조 제1항의 맥락에서 소극적으로 다음과 같이 판시하였다(밑줄은 필자가 추가): “the phrase ‘matters relating to contract’, as used in Article 5(1) of the Convention, is not to be understood as covering a situation in which there is no obligation freely assumed by one party towards the other.”

27) Garcimartín, 전게논문(주11), p. 451.

28) 네덜란드어로는 ‘vereniging’이라고 한다.

29) Peters 판결, para. 15.

30) Peters 판결, para. 18.

내부자거래·시세조종 등 불공정거래행위에는 불법행위의 준거법에 관한 저촉규정인 로마 II 규정 제4조를 적용하면 충분하나, 투자설명서책임은 로마 II 규정 제4조의 적용으로 충분하지 않다는 것이다. 로마 II 규정이 연결대상으로 규정하고 있는 계약체결상 과실책임은 독자적인 개념이고 반드시 국내법상 의미 내에서 해석되어야 하는 것은 아니지만,³²⁾ 위 견해는 실질 법 차원에서 민법상 투자설명서책임의 법적 성질을 계약체결상 과실책임으로 파악하는 독일의 종래 다수설과 일맥상통한다.³³⁾ 로마 II 규정 제12조는 계약체결 전의 거래(dealings)와 직접적 연관(direct link)³⁴⁾이 있는 계약외채무만을 규율하고, 계약체결상 과실책임에는 특히 공시의무(duty of disclosure)의 위반과 계약교섭의 파기가 포함되는데,³⁵⁾ 위 견해는 투자설명서 부실표시가 여기의 공시의무 위반에 해당한다는 입장으로 보인다.³⁶⁾ 위 견해는 실제 체결된 계약의 준거법 또는 계약이 체결되었다면 적용되었을 가정적 준거법을 적용하자는 로마 II 규정 제12조 제1항이 아니라,³⁷⁾ 최밀접관련국법,³⁸⁾ 공통상거소지법, 결과발생지법의 순서로 단계적 연결을 규정하고 있는 로마 II 규정 제12조 제2항에 따라 투자설명서책임의 준거법을 결정하자고 한다.³⁹⁾ 사건으로는 계약체결상 과실책임에서의 공시의무 위반은 당사자들 간의 개별적인 계약교섭 과정에서 구체적으로 형성된 신뢰의무에 기초한 것이고 발행공시규제와 같은 자본시장질서법 차원의 공시의무를 염두에 둔 것은 아니라는 점과 투자설명서책임은 당사자들의 개별적인 계약교섭과 무관하게, 즉 그와 직접적 연관 없이 모든 투자자에게 일률적으로 적용되는 제도라는 점에서, 투자설명서책임을 계약체결상 과실책임으로 성질결정하는 견해는 타당하지 않다고 생각된다.

마지막으로 투자설명서책임을 불법행위책임으로 성질결정하여 로마 II 규정 제4조에 따라 준거법을 결정하자는 견해가 있다.⁴⁰⁾ 그 근거는 다음과 같다.⁴¹⁾ 첫째, 비교법적 관점에서 대

31) Bassenge, Peter/Brudermüller, Gerd/Ellenberger, Jürgen/Götz, Isabell/Grüneberg, Christian/Sprau, Hartwig/Thorn, Karsten/Weidenkaff, Walter/Weidlich, Dietmar (hrsg.), *Palandt Bürgerliches Gesetzbuch*, Band 7, 72. Auflage (C.H. Beck, 2013), Art. 4 Rom II, Rn. 30 (Thorn 집필부분). 이하에서는 이 문헌을 “Palandt/집필자, 집필부분”의 방법으로 인용하기로 한다.

32) 로마 II 규정 전문 제30항.

33) Groß, Wolfgang, *Kapitalmarktrecht: Kommentar zum Börsengesetz, zur Börsenzulassungs-Verordnung und zum Wertpapierprospektgesetz*, 6. Auflage (C.H. Beck, 2016), §21 WpPG, Rn. 9.

34) 로마 II 규정 전문 제30항에 따르면, 예컨대 계약교섭 중에 사람이 상해를 입은 경우에는 로마 II 규정 제4조 또는 기타 관련규정이 적용되어야 한다는 것이다.

35) 로마 II 규정 전문 제30항.

36) Corneloup, Sabine, “Rome II and the Law of Financial Markets: The Case of Damage Caused by the Breach of Disclosure”, Nuyts, Arnaud/Hatzimihail, Nikitas (eds.), *Cross-Border Class Actions: The European Way* (Sellier European Law Publishers, 2014), p. 299 참조.

37) 반면에 Einsele, 전게논문(주22), S. 785는 로마 II 규정 제12조 제1항의 적용 가능성을 인정한다.

38) 이하 “가장 밀접한 관련이 있는 다른 국가” 또는 “가장 밀접한 관련이 있는 다른 국가의 법”을 지칭하기 위하여 편의상 ‘최밀접관련국’ 또는 ‘최밀접관련국법’이라는 약칭을 사용한다.

39) Palandt/Thorn, Art. 4 Rom II, Rn. 30.

40) Benicke, Christoph, “Prospektpflicht und Prospekthaftung bei grenzüberschreitenden Emissionen”, Mansel, Heinz-Peter/Pfeiffer, Thomas/Kronke, Herbert/Kohler, Christian/Hausmann, Rainer (hrsg.), *Festschrift für Erik Jayme*, Band 1 (Sellier European Law Publishers, 2004), S. 31; von Hein, 전게논문(주9), SS. 375-376; Garcimartín, 전게논문(주11), p. 451; Ringe, Wolf-Georg/Hellgardt, Alexander, “The International Dimension of Issuer Liability: Liability and Choice of Law from a Transatlantic Perspective”, *Oxford Journal of Legal Studies*, Vol. 31, No. 1 (2011), p. 12; Kiesselbach, Pamela, “Prospectus Liability: Which Law Applies under Rome II?”, *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, Vol. 26 (Butterworth & Co., 2011), p. 195; Denninger, Philip, *Grenzüberschreitende Prospekthaftung und Internationales Privatrecht* (Nomos, 2015), S. 143ff.

41) 이하는 대체로 Garcimartín, 전게논문(주11), p. 451 참조.

부분의 유럽연합 회원국이 투자설명서책임을 불법행위로 성질결정하고 있다. 기능적 성질결정론에 따라 비교법적으로 획득된 기능개념에 주목하자면 각국의 실질법 차원에서 주류적인 입장을 외면할 수 없다. 둘째, 투자설명서는 개별 투자자가 아니라 특정한 시장을 대상으로 작성·교부되고, 투자설명서책임은 발행인이 투자설명서에 정확한 정보를 기재하도록 하고 투자자가 정확한 투자설명서에 의지하여 투자판단을 하도록 함으로써 시장참여자들의 행위규범으로 작용한다. 따라서 자본시장에서 통용되는 제도로써 정립된 투자설명서책임은 발행인 등과 투자자 간의 계약관계가 아니라 비계약적 관계에 기초한 것이다.⁴²⁾ 셋째, 순전한 재산적 손해가 발생하였다는 사실에는 아무런 차이가 없음에도 불구하고 계약관계가 존재하는 경우에는 투자설명서책임을 계약책임으로 성질결정하고 그것이 존재하지 않는 경우에는 이를 불법행위책임으로 성질결정하여 양자에 서로 다른 저촉규정을 적용하는 것은 부당하다. 넷째, 계약의 준거법은 당사자자치원칙에 기초하고 있는데, 당사자들 간의 합의라는 연결점은 투자설명서책임에는 적용이 적당하지 않다. 당사자자치원칙은 자본시장의 보호라는 투자설명서책임제도의 기능과 양립할 수 없기 때문이다.

3. 한국에서의 논의

종래 구 증권거래법상 사업설명서책임을 불법행위책임으로 성질결정하자는 견해가 일반적이었고,⁴³⁾ 자본시장법상 투자설명서책임에 대하여도 마찬가지로 견해가 일반적이다.⁴⁴⁾ 계약체결상 과실책임에 해당하는 사안을 유형별로 불법행위책임 또는 계약책임으로 성질결정하자는 견해도 투자설명서책임을 불법행위책임으로 성질결정하자고 한다.⁴⁵⁾

사건으로도 투자설명서책임을 불법행위책임으로 성질결정하여야 한다고 생각한다. 기능적·비교법적 관점에서 본다면, 불법행위책임의 객관적 성립요소는 가해행위, 손해발생, 인과관계의 셋이고,⁴⁶⁾ 계약책임의 객관적 성립요소는 계약상 의무의 존재, 계약상 의무의 불이행의 둘인데, 양자의 중대한 차이는 전자는 그것이 발생한 후에야 비로소 가해자와 피해자

42) Arons, Tomas M. C., “All Roads Lead to Rome: Beware of the Consequence! The Law Applicable to Prospectus Liability Claims under the Rome II Regulation”, *Nederlands Internationaal Privaatrecht*, Vol. 26 (T.M.C. Asser Press, 2008), p. 483 참조.

43) 이갑수, “증권의 국제거래와 적용법률”, 증권조사월보 1986년 2월호(증권감독원, 1986), 13면; 석광현, 전게논문(주7), 627-628면. 전자의 문헌은 구 증권거래법상 사업설명서책임조항은 일반민사책임에 관한 조항과 성질이 완전히 동일하고 요건, 배상액 등에 대하여 특칙을 정한 것에 불과하므로 국제사법의 일반원칙에 의하여 사업설명서책임을 준거법으로는 불법행위지법이 적용된다고 한다.

44) 석광현/정순섭(2010), 58-59면; 석광현, 전게논문(주2), 366-368면.

45) 최홍섭, “국제사법에서 ‘계약체결상의 과실’의 준거법”, 법학연구 제15집 제3호(인하대학교 법학연구소, 2012), 535면은 투자설명서책임을 당사자들 간에는 계약관계가 없음을 이유로 투자설명서책임을 아래 ⑤로 분류한다. 다만, 증권공모발행의 구체적 형태에 따라서는 투자설명서책임을 당사자들 간에 계약관계가 있을 수 있는데(이종혁, 전게논문(주18), 49-50면 참조), 그 경우 아래 ④에 해당한다고 볼 여지가 있고, 최홍섭, 상게논문, 547-548면은 아래 ④의 경우에는 계약책임으로 성질결정하자고 한다. 최홍섭, 상게논문, 546-550면은 ① 생명, 신체, 재산 등 비계약적 법익이 침해된 경우, ② 계약교섭을 부당하게 일방적으로 파기한 경우, ⑤ 계약이 유효하게 체결되었으나 계약교섭 또는 계약체결에 관여한 제3자의 유책적 행태로 인하여 상대방에게 손해가 발생한 경우에는 불법행위책임으로, ③ 무효 기타 사유로 효력이 없는 계약을 체결한 경우, ④ 계약이 유효하게 체결되었으나 상대방의 설명의무 위반으로 내용상 불리한 계약을 체결한 경우에는 계약책임으로 성질결정하자고 한다.

46) Hartley, Trevor C., “Jurisdiction in Tort Claims for Non-Physical Harm under Brussels 2012, Article 7(2)”, *International and Comparative Law Quarterly*, Vol. 67 (British Institute of International and Comparative Law, 2018), p. 988.

의 쌍방 당사자 구조가 성립됨에 반하여, 후자는 그것의 발생 전에 특정한 채권자와 채무자 간의 쌍방 당사자 구조가 성립되어 있음을 전제로 한다는 것이다. 불법행위는 대개 그 직접 상대방에게 손해를 발생시키나, 직접 상대방이 아닌 자에게도 손해가 발생할 수 있고, 직접 상대방에게는 손해가 발생하지 않을 수도 있으며, 개인의 차원을 넘어 시장이나 거래질서를 침해하는 것에 더 중점이 있을 수도 있다. 반면에 계약책임의 경우 쌍방 당사자 간의 관계가 더 중요하고 시장이나 거래질서의 보호는 부차적 목적에 불과하다고 할 수 있다. 불법행위책임과 계약책임의 위와 같은 기능적 차이와 투자자 보호와 자본시장 질서유지라는 투자설명서책임제도의 목적을 고려한다면, 투자설명서책임은 불법행위책임으로 성질결정하는 것이 바람직하다고 생각된다.

투자설명서책임을 계약책임으로 성질결정하는 경우 발행인과 투자자 간에 체결된 계약서 또는 투자자가 인수인이나 주선인에게 제출한 청약신청서 등 청약 관련 서류에 준거법 조항이 있는 때에는 당사자자치원칙에 따라 해당 준거법에 의하여 증권양수도계약뿐만 아니라 그에 따른 계약책임의 일종으로서 투자설명서책임도 규율된다. 이 경우의 주관적 준거법은 발행인이 공모발행을 하고자 하는 시장지의 법으로 지정됨이 보통일 것이나, 경우에 따라서는 중립적인 다른 제3국의 법으로 지정될 수도 있다. 문제는 투자자와 직접 계약관계를 형성하였는지 여부에 따라 준거법 결정이 파행적으로 행하여지게 되고, 이는 저축법적 정의의 관점에서 바람직하지 않다는 것이다.

또한 별도의 준거법 조항이 없는 때에는 증권양수도계약의 준거법을 최밀접관련국법으로 연결시켜야 하고,⁴⁷⁾ 계약책임의 일종으로서 투자설명서책임도 그에 의하여 규율될 것인데, 발행인과 투자자 간에 체결되는 증권양수도계약에서 특징적 이행이 양도인의 증권 인도라고 본다면, 발행인의 주된 영업소 소재지법이 최밀접관련국법으로 추정될 것이다.⁴⁸⁾ 그러나 특징적 이행에 기초한 추정은 깨어질 수 있는데,⁴⁹⁾ 발행인이 공모발행을 하고자 하는 시장지와 발행인의 주된 사무소 소재지가 서로 다른 국가에 있는 경우가 대표적이다. 이 경우에는 시장지를 최밀접관련국이라고 볼 여지가 크다. 그렇다면 이는 투자설명서책임을 불법행위책임으로 성질결정하는 견해의 대체적인 결론과 차이가 없고, 투자설명서책임을 계약책임으로 성질결정하는 것의 의미는 퇴색될 수밖에 없다.

4. 소 결

우리 국제사법은 계약체결상 과실책임에 관한 저축규정을 두고 있지 않으므로 계약책임과 불법행위책임의 양자 중 하나로 성질결정이 문제될 뿐이다. 우리 실질법상으로는 학설과 판례가 투자설명서책임의 법적 성질을 불법행위책임으로 보는 것이 일반적이므로, 투자설명서책임제도의 실질법상 기능과 목적, 그것이 저축법적 차원의 성질결정에서 다르게 판단되어야 할 필요성, 투자설명서책임을 통한 투자자 보호와 자본시장 질서유지라는 자본시장법의 규제목적의 효과적 달성, 저축규범이 완전성을 가지고 효력을 발휘할 수 있는 가능성 등을 고려하여, 계약책임으로 성질결정할 필요성이 현저하지 않으면 실질법상 법적 성질과 마찬가지로 불법행위책임으로 성질결정하는 것이 바람직할 것이다. 이것이 법정지 실질법과 비교법적으로 획득된 기능개념을 기준으로 성질결정을 수행하는 것이라고 생각된다.

47) 국제사법 제26조 제1항 참조.

48) 국제사법 제26조 제2항 제1호 참조.

49) 석광현, 전거서(주15), 311-313면 참조.

투자설명서책임을 계약책임으로 성질결정하는 경우 대개 사전적 준거법 합의가 없으므로 사후적 준거법 합의가 없는 한 객관적 연결이 문제되고 이는 특징적 이행의 판단과 관련하여 불확실성을 초래한다. 그러나 이를 불법행위책임으로 성질결정하는 경우 불법행위지원칙이라는 비교적 명확한 기준과 예외조항을 통한 교정의 가능성이 있다.⁵⁰⁾ 국제사법적 정의의 관점에서는 투자자 또는 배상책임자의 상거소지법이나 주된 사무소 소재지법이 적용되기보다는 문제되는 증권 공모와 가장 밀접한 관련이 있는 시장지법이 적용됨으로써 당사자들의 이익이 충족되고 해당 시장지의 발행공시규제가 의도하였던 목적도 달성될 수 있을 것으로 보인다. 따라서 투자설명서책임을 성질결정 맥락에서 국제사법상 기능개념으로서 불법행위의 의미를 해석하기 위하여는 위와 같은 실질법상 기능과 목적, 그리고 저촉법상 기능과 목적이 함께 고려되어야 한다.

다만, 투자설명서책임을 불법행위책임으로 성질결정하더라도 우리 국제사법 제32조 제3항에서 종속적 연결원칙을 채택하고 있으므로, 당사자들 간에 기존 법률관계가 있고 그것이 투자설명서 부실표시에 의하여 침해되는 경우에는 투자설명서책임을 기존 법률관계의 준거법 소속국의 불법행위법에 의하여 규율되어야 함이 원칙이다. 이것이 바람직하지 않다면 우리 국제사법 제8조의 일반예외조항을 통한 적절한 해결책이 마련되어야만 한다.

III. 불법행위의 준거법 결정원칙의 투자설명서책임에의 적용

1. 서 설

투자설명서책임을 불법행위책임으로 성질결정하는 경우 투자설명서책임을 준거법은 기본적으로 국제사법에서 정하고 있는 불법행위의 준거법 결정규칙에 따라 판단하여야 하는데, 주된 논점은 다음과 같다. 먼저 투자설명서책임을 불법행위책임으로 성질결정하더라도 제도의 특성상 투자설명서책임을 준거법을 사후적으로 합의할 수 없는 것은 아닌지, 복수의 국가에 소재하는 복수의 투자설명서책임주체와 복수의 국가에 소재하는 복수의 투자자들이 문제되는 사안에서 공통상거소지원칙의 적용을 예외조항을 통하여 회피할 수 있는지, 투자자와 투자설명서책임주체 간의 직접 계약관계가 존재하는 경우 그것이 투자설명서 부실표시에 의하여 침해되었다고 보아 종속적 연결원칙을 적용할 것인지, 아니면 계약관계 존재 여부에 따라 준거법이 구구하게 결정되지 않도록 종속적 연결원칙의 적용을 예외조항을 통하여 회피할 수 있는지가 문제된다. 다음으로 투자설명서책임과 같이 순전한 재산적 손해가 문제되는 사안에서 결과발생지를 특정할 수 있는지, 그것이 가능하지 않다면 불법행위지를 행동지로만 파악할 수 있는지, 결과발생지의 특징이 가능하다면 행동지와 관계는 어떠한지, 행동지와 결과발생지로 파악할 수 있는 장소에는 무엇이 있는지를 분석한다. 특히 투자금이 예치되어 있던 계좌의 소재지를 결과발생지로 파악하는 유럽사법재판소 판례의 태도를 비판적으로 검토하고, 불법행위지로 파악할 수 있는 장소로 송금계좌 소재지, 투자자 재산중심지, 투자자 상거소지, 시장지(구체적으로는 공모신고사무지, 공모지 또는 상장지), 발행인 등의 영업소 소재지의 타당성을 검토한다.

50) 우리 국제사법 제8조 제2항은 당사자가 합의에 의하여 준거법을 선택하는 경우에는 동법 제8조 제1항의 일반예외조항이 적용될 수 없다고 규정한다. 한편 격지불법행위로 구성하여 투자자의 준거법 선택권을 인정하는 것은 투자자에게 유리하므로 저촉법상 기능이 실질법상 목적에 봉사한다고 볼 수 있다. 이를 성질결정과 기능개념의 맥락에서 어떻게 고려할지는 추가적인 검토를 요한다.

2. 불법행위지원칙에 선행하는 원칙들의 적용 가능성 검토

가. 당사자자치원칙

국제사법 제33조는 불법행위의 준거법의 사후적 합의를 허용한다.⁵¹⁾ 그러나 투자설명서책임제도의 시장규제적 기능과 시장유지적 기능을 고려한다면, 당사자자치원칙에 의하여 투자설명서책임의 준거법을 지정할 수 있도록 하는 경우 발행시장에서의 투자자 보호와 자본시장 질서유지라는 투자설명서책임제도의 목적을 달성할 수 없으므로, 투자설명서책임의 경우 발행인, 인수인 등과 투자자 간에는 불법행위의 준거법의 사후적 합의가 허용되지 않는다고 보아야 한다. 이와 같은 결론은 국제사법 제33조의 목적론적 축소에 의하여 도달할 수 있다.⁵²⁾

반면에 유통시장에서 증권이 양도인과 양수인이 후자에게 우호적인 국가의 법을 준거법으로 합의하는 것은 유효하다고 보아야 한다. 이와 같은 준거법 지정은 당사자들에게만 효력이 미치므로 발행인의 권리를 해치지 않는다(국제사법 제33조 단서).⁵³⁾ 따라서 우리 국제사법은 한국법으로의 사후적 합의만을 허용하는데, 한국법이 투자자에게 우호적인 법이 아니라면 유통시장에서의 양도인과 투자자 간의 사후적 합의도 허용되지 않는다고 보아야 한다. 외국 자본시장관련법의 적용을 회피하려는 의도가 있는 예외적인 경우에는 외국 자본시장관련법의 실효성 확보를 고려하여 국제사법 제33조의 목적론적 축소를 통하여 그와 같이 해석하여야 한다.

유로채 등 사채의 국제적 발행의 경우 발행인과 사채권자 간의 권리와 의무를 규율하는 사채계약의 내용은 사채의 조건(Terms and Conditions of Bonds)으로 별도로 규정하는데, 여기에 사채의 준거법을 합의하는 조항이 있는 것이 보통이고, 사채의 조건은 전체가 투자설명서에 기재되므로 사채의 준거법 조항도 투자설명서에 기재된다.⁵⁴⁾ 그러나 투자자 보호와 자본시장 질서유지라는 투자설명서책임제도의 목적을 고려한다면, 사채의 준거법은 사채의 조건에만 적용되고 투자설명서책임에는 적용되지 않는다고 보아야 한다.⁵⁵⁾

나. 공통상거소지원칙

국제사법 제32조 제2항은 불법행위의 준거법 결정을 위한 연결점으로 불법행위지보다 공통상거소지를 우선시키고 있다. 공통상거소지원칙의 근거는 이를 통하여 ① 쌍방 당사자의 정당한 기대를 반영할 수 있고 ② 당사자들과 법원에도 이익이라는 것이다. 위 ①의 전제는 불법행위지가 공통상거소지보다 더 우연한 사정에 의하여 결정된다는 것이고, 위 ②의 전제

51) 반면에 로마 II 규정은 모든 당사자들이 상업활동(commercial activity)을 추구하는 경우에는 직접손해의 발생 전에 불법행위의 준거법을 자유로운 교섭에 의하여 합의하는 것도 허용한다. 로마 II 규정 제14조 제1항 b호. 자유로운 교섭에 의한 사전적 합의가 중요한데, 이는 계약을 교섭하고 체결하는 과정에서 쌍방 당사자가 정보가 제공된 결정(informed decision)을 하였음을 전제로 한다.

52) 이종혁, 전제논문(주18), 79-80면 참조.

53) von Hein, 전제논문(주9), S. 394 참조.

54) 박준/한민, 금융거래와 법(박영사, 2018), 332-339면 참조. 국가에 따라서는 사채의 준거법이 외국법이면 발행인이 투자설명서에 그 사실을 명시하도록 강제하기도 한다. 스위스의 예에 관하여 Kondorosy, Kinga Maria, *Die Prospekthaftung im internationalen Privatrecht: Unter Berücksichtigung des US-amerikanischen, englischen und deutschen Rechts* (Difo-Druck OHG, 1999), S. 265 참조.

55) Kondorosy, 전제서(주54), S. 265.

는 가해자와 피해자가 공통상거소지 법원에서 불법행위로 인한 손해배상청구소송을 진행할 가능성이 높다는 것이다. 그러나 이들 전제가 성립하지 않는다면, 최밀접관련국법을 적용한다는 국제사법의 대원칙에 따라 예외조항을 적용하여야 하는데, 투자설명서책임이 대표적으로 그러하다. 투자설명서 작성·교부는 특정국가의 자본시장에서의 증권공모발행을 전제로 행하여지므로 불법행위지(행동지)가 우연히 결정되지 않고, 복수의 국가에 있는 투자자들이 공모에 응할 수 있음에 따라 공통상거소지가 오히려 우연한 사정에 의하여 결정되며, 국제적 증권공모발행에 참여하는 투자자는 상거소지법과 가장 밀접한 관련이 있다고 추정할 수 없고, 소송도 공통상거소지가 아니라 불법행위의 행동지로서 불법행위지 특별관할이 인정되는 시장지에서 진행될 가능성이 높다. 위와 같은 사정에도 불구하고 예컨대 동일한 국가에 상거소가 있는 가해자-피해자 결합에는 공통상거소지법을 적용하고 그렇지 않은 결합에는 개별적으로 불법행위지법을 적용하는 것은 같은 투자설명서에 기초하여 투자를 결정한 투자자들이 서로 다른 준거법에 의하여 손해를 전보 받음에 따른 불평등을 야기할 수 있다. 따라서 예외조항을 통하여 일원적으로 준거법을 결정함이 바람직하다(예컨대 행동지로서의 시장지).

다. 종속적 연결원칙

국제사법 제32조 제3항은 최밀접관련국법을 적용한다는 예외조항의 원칙을 구체화하여 종속적 연결을 규정하고 있으나, 기존 법률관계와 내적 관련이 있는 불법행위에 의하여 기존 법률관계가 침해되지만 하면, 그 법률관계의 준거법이 불법행위를 규율한다는 경직된 태도를 취하고 있음에 따라 투자설명서책임의 경우 불합리가 초래될 우려가 있다.⁵⁶⁾ 증권공모발행의 경우 투자자가 법률관계를 직접 형성하는 상대방이 누구인지는 일률적으로 말하기 어렵고, 발행인과 증권의 특성, 공모지와 발행지의 거래관행, 개별거래의 구체적인 사정에 따라 차이를 보인다. 투자설명서책임의 법적 성질을 불법행위책임으로 파악하는 경우 투자자와 직접 계약관계가 있는 상대방에게 투자설명서책임을 청구하는 때에는 투자설명서 부실표시와 해당 계약 간에 내적 관련이 있는지, 투자자의 증권 취득 전에 작성된 투자설명서의 부실표시가 투자자와의 사이에서의 계약관계를 침해하였다고 볼 수 있는지, 만약 계약의 준거법이 합의되어 있지 않으면 어떻게 처리하여야 하는지 등이 문제될 수 있다. 그러나 투자자는 직접 계약관계가 있는지 여부와 무관하게 일정한 범위의 자들에게 투자설명서책임을 청구할 수 있으므로, 종속적 연결원칙에 따른다면 자칫 투자자와 투자설명서책임주체 간의 계약관계 존재 여부에 따라 준거법이 구구하게 결정될 우려가 있다.⁵⁷⁾ 또한 투자설명서책임주체들이 서로 다른 국가에 소재하고 있는 경우가 아니라 같은 국가에 소재하고 있는 경우

56) 로마II 규정 제4조 제3항과 비교해보면, 우리 국제사법 제32조 제3항은 명백히 더 밀접한 관련성을 심사하는 대상을 ‘기존관계’보다 범위가 좁은 ‘법률관계’로 규정하고, 불법행위와 기존 법률관계 간에 존재하여야 하는 내적 관련으로 특정한 양태를 명시하지 않고 기존 법률관계가 불법행위에 의하여 ‘침해’될 것만을 요구하며, 기존 법률관계의 침해 이외에 다른 고려요소를 규정하고 있지 않다.

57) 당사자들이 계약의 준거법으로 당해 사안과 아무런 관련이 없는 국가의 법을 지정한 경우 또는 국제사법에 따라 당사자들 간의 법률관계의 준거법으로 당해 사안과 근소한 관련이 있는 국가의 법이 지정된 경우, 종속적 연결에 의한다면 불법행위의 준거법은 계약 등 당사자들 간의 기존 법률관계의 준거법 소속국법이지만, 일반예외조항에 의하여 불법행위지법이나 다른 최밀접관련국법이 준거법으로 적용될 수 있다. 이는 구체적 타당성을 도모하기 위하여 제한적 범위에서 엄격하게 “가장 밀접한 관련이 있는 다른 국가의 법”이라는 문언을 해석함으로써 종속적 연결에 의한 기존 법률관계의 준거법을 불법행위지법이나 공통상거소지법으로 대체하기 위하여 예외조항을 원용하는 해석론이다. 이종혁, 전제논문(주18), 153면 참조.

에도 기존 법률관계가 존재하는가 하는 우연하고 특수한 사정에 기초하여 준거법 결정원칙이 달라지고 결과적으로 지정되는 준거법에도 차이가 있게 된다면, 이와 같은 불합리아말로 예외조항에 의하여 교정되어야 하는 것이라고 생각된다.

3. 불법행위지원칙의 적용

가. 투자설명서책임에서 불법행위지의 구체적 검토

투자설명서책임의 준거법을 불법행위지원칙에 따라 결정하는 경우 불법행위지로 파악할 수 있는 장소(또는 국가)는 구체적으로 어디인가? 결과발생지 일원주의를 규정하는 로마II 규정 제4조 제1항과 달리 우리 국제사법은 불법행위지를 행동지-결과발생지 이원주의로 이해하므로, 여기에서는 우리 국제사법의 태도를 전제로 논의한다. 결과발생지로는 투자금이 인출·송금된 계좌의 소재지, 투자자 재산중심지, 투자자 상거소지를 상정할 수 있고, 행동지로는 발행인 등의 영업소 소재지를 상정할 수 있으며, 행동지 또는 결과발생지로서의 시장지도 상정할 수 있다. 시장지의 구체적인 의미는 어느 요소에 중점을 두는지에 따라 차이가 있다. 시장지의 개념으로는 자본시장관련법에 따른 발행공시규제로서 당해 공모와 관련한 신고의무를 이행하여야 하는 국가, 공모가 행하여지고 투자자들이 공모에 응하여 증권의 취득을 청약하는 국가, 공모발행 이후 증권이 상장되는 거래소가 소재하고 있는 국가 등을 상정할 수 있는데, 실제상으로는 이들 중 둘 이상이 같은 국가인 경우가 많고, 대부분 투자자의 계좌소재지, 재산중심지 또는 상거소지와도 일치한다.

(1) 송금계좌 소재지

투자자의 투자금이 송금되기 직전에 예치되어 있던 계좌의 소재지가 불법행위의 결과발생지라는 견해이다. 순전한 재산적 손해의 경우에도 결과발생지를 특정하여야 하고, 그것이 가능하다는 전제에서, 투자자가 부실표시 있는 투자설명서를 교부 받고 해당 증권에 대한 투자를 결정한 다음에 은행 등에 개설된 계좌에 예치된 금원을 인수인 등에게 송금하였다면, 그 계좌에서 투자자의 재산적 법익의 침해가 구체화하였다고 볼 수 있다는 것이다. 유럽사법재판소는 Kronhofer 판결과 Kolassa 판결에서 투자계좌(investment account), 은행계좌(bank account)라는 개념을 제시하였으나, 양자의 의미에 대하여 구체적으로 실시하지는 않았다. 이들 판결은 피해자가 가해자에게 송금한 금전이 인출된 계좌에 주목한 것으로 이해되나, 이와 같이 보더라도 그 의미가 반드시 명확한 것은 아니다.

국제적 증권공모발행에서 증권의 청약증거금 및 인수대금 납입은 여러 국가에 걸쳐 송금이 행하여질 수 있는데, 직접공모가 아닌 이상 투자자는 인수인 또는 주선인에 해당하는 증권회사의 계좌에 대금을 납입하게 된다. 투자자의 재산상 법익이 직접 침해되는 계좌는 ① 인수인 또는 주선인에게 송금하기 전에 금원이 예치되어 있던 은행계좌인지, 아니면 ② 인수인 또는 주선인 증권회사에 개설한 계좌인지가 문제된다. 투자자의 은행계좌의 소재지와 인수인 또는 주선인 증권회사에 개설한 계좌의 소재지가 다른 경우는 충분히 있을 수 있다. 위 ①은 예컨대 투자자가 인수인 또는 주선인의 영업소에 직접 방문하여 현금을 직접 입금하는 경우에는 존재할 수 없는데, 이와 같은 예외를 어떻게 취급할지도 문제된다. 불법행위가 있는 시점을 기준으로 금전이 어느 계좌에 예치되어 있었는지를 기준으로 판단할 수도

있으나,⁵⁸⁾ 투자자는 교부 받은 투자설명서에 기초하여 투자 여부를 판단한 후에 투자금을 납입하게 되므로, 인수인 또는 주선인 증권회사에 개설한 계좌로 대금이 송금된 후에 비로소 투자설명서 부실표시라는 불법행위가 개재되는 경우는 개념상 상정할 수 없다.⁵⁹⁾ 따라서 투자설명서책임에서 결과발생지로서의 계좌소재지는 위 ①로 파악함이 타당하고, 예외적인 경우에만 위 ②로 보아야 할 것이다. 다만, 국내 투자자의 경우 외국에서 발행되는 증권의 공모에 응하고자 하는 경우 국내 주선인(투자중개업자)을 통할 것이 자본시장법에 따라 강제되므로,⁶⁰⁾ 국내 투자자가 외국에 개설한 계좌에서 인수인 또는 주선인 계좌로 송금하는 예외적인 경우가 아닌 한 위 ①과 ②는 모두 한국에 있을 것이다.

문제는 투자자의 송금계좌 소재지를 결과발생지로 보는 경우 국제적 증권공모발행에서는 계좌소재지의 숫자만큼 결과발생지가 존재할 수 있다는 것이다. 투자자 계좌소재지의 범이 독일 증권투자설명서법 제9조 제3항과 같이⁶¹⁾ 국내의 증권공모와 달리 국제적 증권공모의 경우 투자설명서책임에 관하여 엄격한 성립요건을 규정하고 있을 수 있으므로 계좌소재지 접근법이 반드시 투자자 보호에 유리한 것은 아니다. 또한 인터넷 전용 계좌, 조세목적상 해외에 개설된 계좌 등의 경우 소재지의 특징이 쉽지 않다.⁶²⁾

(2) 투자자 재산중심지

투자자의 재산중심지가 불법행위의 결과발생지라는 견해이다. 순전한 재산적 손해를 발생시키는 불법행위는 상대방의 재산을 지향하고 있으므로 결과발생지는 상대방의 재산소재지라는 관념에 근거하고 있다.⁶³⁾ 투자자의 재산이 복수의 국가에 산재하고 있는 경우 투자자가 문제되는 투자를 위하여 어느 국가에 있는 재산으로 투자금을 지급하였는지를 불문하고 투자자의 재산중심지에서 법익침해가 직접 발생한 것으로 본다. 투자자의 재산중심지는 대개 투자자의 상거소지(또는 주소지)일 것이다.⁶⁴⁾

위 견해에 대하여는 다음과 같은 비판이 제기된다.⁶⁵⁾ 첫째, 재산중심지를 특정하기 위하여는 일단 모든 재산의 소재지를 파악한 다음에 중심이 되는 장소를 판단하여야 하는데, 소재지를 특정할 수 없는 재산이 얼마든지 있을 수 있다. 물리적으로 존재하는 부동산이나 동산

58) 영국 법원은 유럽사법재판소의 계좌소재지 중심 접근법을 대체로 이와 같이 이해하고 있는 것으로 보인다. Plender, Richard/Wilderspin, Michael, *The European Private International Law of Obligations*, Fourth Edition (Sweet & Maxwell, 2015), paras. 18-076 *et seq.* 참조.

59) 실무상 투자자로부터 청약신청서의 일부로 또는 별개의 문서로 투자설명서 교부확인서를 징구하므로, 투자자의 청약 당시에 투자설명서 부실표시라는 불법행위가 있는 것으로 간주할 수 있다.

60) 한국의 일반투자자와 일부 전문투자자(외국환거래규정 제1-2조 제4호에 따른 기관투자자에 해당하지 않는 전문투자자)는 해외 증권시장에서 외화증권의 매매거래(외국 다자간매매체결회사에서의 거래 포함)를 하려는 경우에는 한국 투자중개업자를 통하여 매매거래를 하여야 한다(자본시장법 시행령 제184조 제1항). 이는 내국인이 외국법인으로부터 부여 받은 주식매수선택권(stock option)을 행사함에 따라 보유하게 된 외화증권을 해외 증권시장에서 매도하기 위하여 외국 투자매매업자 또는 외국 투자중개업자에게 매매주문을 하는 경우에도 마찬가지이다. 금융위원회 2010. 9. 10. 자 유권해석(“일반투자자의 외화증권 매도 관련 질의”에 대한 회신, 일련번호: 100052) 참조.

61) 상세는 이종혁, 전게논문(주18), 209-211면 참조.

62) Kiesselbach, 전게논문(주40), p. 196.

63) Huber, Peter (ed.), *Rome II Regulation: Pocket Commentary* (De Gruyter, 2011), Art. 4 Rome II, para. 27 (Bach 집필부분). 이하에서는 이 문헌을 “Huber/집필자, 집필부분”의 방법으로 인용하기로 한다.

64) Rauscher, Thomas (hrsg.), *Kommentar: Rom I-VO, Rom II, Europäisches Zivilprozess- und Kollisionsrecht* (EuZPR/EuIPR), Band III, 4. Auflage (Verlag Dr. Otto Schmidt, 2016), Art. 4 Rom II, Rn. 42 (Unberath/Cziupka/Pabst 집필부분).

65) 이하는 대체로 Huber/Bach, Art. 4 Rome II, paras. 27-31 참조.

과 달리, 평판(reputation)이나 영업권(goodwill)과 같은 추상적 재산은 소재지를 특정할 수 없다. 둘째, 재산중심지도 자의적으로 결정될 수 있다. 단적인 예로 예금이 유일한 재산인 자연인이 상거소지 이외의 국가에서 개설한 계좌에 예금 전체를 예치시키는 경우가 얼마든지 있을 수 있다. 또한 피해자의 서로 다른 종류의 재산이 전세계에 산재되어 있는 경우에는 재산중심지의 판단을 위하여 재산에 대한 주관적 가치평가가 개입될 수밖에 없다. 셋째, 피해자의 재산중심지는 대부분의 경우 피해자의 상거소지인데, 이는 로마II 규정의 맥락에서 불법행위지 결정을 위하여 피해자의 상거소지에 의지하지 않고자 하였던 유럽연합 입법자의 의사에 반한다. 가해자는 피해자의 상거소지를 예견할 수 없으므로 피해자를 일방적으로 우대하는 결과가 되기 때문이다.

(3) 투자자 상거소지

투자자 상거소지(또는 주소지)가 불법행위의 결과발생지라는 견해이다. 신체적 손해, 정신적 손해와 마찬가지로 순전한 재산적 손해도 피해자의 상거소지에서 법익침해가 직접 발생한다는 것이다.⁶⁶⁾ 이는 자연인의 재산적 손해는 추상적 일체로서의 모든 재산적 권리와 의무의 총합이 소재하고 있는 장소에서 획일적으로 발생한다는 관념에 근거하고 있다.⁶⁷⁾ 투자설명서책임이 산재불법행위의 형태로 문제되는 경우, 예컨대 투자자가 서로 다른 국가에 있는 복수의 은행계좌에서 투자대금을 송금하거나 투자금이 투자자로부터 발행인에게 이전되는 과정에서 복수의 국가를 경유하는 경우에 투자자 상거소지로서의 일원적 연결에 의하여 해결이 가능할 수 있다.

위 견해에 대하여는 다음과 같은 비판이 제기된다. 첫째, 투자자가 투자금을 의도적으로 일반재산에서 분리시켜 외국으로 송금하는 경우에는 투자자 상거소지(또는 주소지)와의 관련성을 인정하기 곤란하다. 둘째, 일방적으로 투자자 상거소지법을 적용하는 경우 가해자의 이익과 피해자의 이익 간의 균형적 고려가 불가능하고, 이는 법정지 법원이 법정지법을 적용하는 수단으로 악용될 우려가 있다. 일례로 일본 하급심 판결은 스위스 금융기관과 그 소속의 일본인 직원 등의 스위스 현지에서의 불법행위가 문제되었음에도 불구하고 결과발생지가 피해자 소재지인 일본이라는 전제에서 일본법을 적용하여 판결하였다.⁶⁸⁾

지금까지 결과발생지의 일종으로 검토한 투자자 계좌소재지, 투자자 재산중심지, 투자자

66) Kropholler, Jan/von Hoffmann, Bernd (hrsg.), *Julius von Staudingers Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch mit Einführungsgesetz und Nebengesetzen*, EGBGB/IPR: Einführungsgesetz zum Bürgerlichen Gesetzbuche/IPR, Art. 38-42 (Internationales Recht der außervertraglichen Schuldverhältnisse), 14. Auflage (Sellier/de Gruyter, 2001), Art. 40 EGBGB, Rn. 282ff. (von Hoffmann 집필부분); Palandt/Thorn, Art. 4 Rom II, Rn. 9.

67) 독일에서는 재산적 손해는 피해자의 ‘재산적 권리와 의무의 총합’이 소재하고 있는 장소에서 발생한다고 보는 견해가 일반적이나, 그와 같은 추상적인 관념은 그것이 물리적으로 소재하고 있는 장소를 실제로 파악할 수 없다는 점에서 개념적으로만 상정 가능한 일종의 존재론적(ontological) 관념에 불과하다. 이를 자연인의 ‘재산의 총합’이라고 정의할 수도 있으나, 재산은 금전, 증권, 부동산과 같이 이질적인 형태로 구성될 수 있고, 재산이 복수의 국가에 산재하는 경우 소재지를 단일한 국가로 귀속시킬 수 없음은 마찬가지이다. Lehmann, Matthias, “Where does economic loss occur?”, *Journal of Private International Law*, Vol. 7, No. 3 (Taylor & Francis, 2011), pp. 531-532 참조.

68) 東京地方裁判所 平成 22年 11月 30日 平成 18年(ワ) 第18333号 判決. 이 판결은 일본 법원이 국제적 증권거래의 맥락에서 현행 금융상품거래법 또는 구 증권거래법에 따른 민사상 손해배상청구에 관하여 판단한 유일한 예라고 한다. 상세는 藤澤尚江, “証券取引における民事責任と法の適用関係”, 筑波ロー・ジャーナル 第20号(筑波大学 法科大学院, 2016), 178-181頁 참조. 원고는 전국 소매주류 판매조합 중앙회(全国小売酒販組合中央会)이었다.

상거소지는 투자자들이 복수의 국가에 소재하고 있는 경우 배상책임자로서는 예측가능성이 없다는 중대한 문제가 있다. 물론 손해전보라는 불법행위제도의 주된 목적에 비추어 보면 결과의 예견은 부차적 의미만 있을 뿐이고 가해자는 이를 예견하지 못하였더라도 책임을 부담하여야 한다는 견해에 따른다면,⁶⁹⁾ 가해자에게 예측가능성이 없다는 것은 중요한 문제가 아닐 수도 있다.

(4) 시장지

(가) 시장지의 의미

투자설명서책임제도의 목적인 투자자 보호와 자본시장 질서유지, 그리고 투자설명서 부실 표시에 대하여 책임이 있는 자와 부실표시 있는 투자설명서에 기초하여 투자판단을 행한 투자자 간의 이익의 균형을 고려한다면, 시장지법(*lex mercatus*, *Marktstatut*)의 적용이 타당하다. 시장은 발행인의 이익과 투자자의 이익이 상충한 결과 합리적 균형을 달성한 장소이고,⁷⁰⁾ 시장지의 발행공시규제를 준수하였음에도 불구하고 시장지법 이외의 법(예컨대 결과발생지법으로서의 투자자 계좌소재지법)이 적용되어 투자설명서책임 및/또는 일반민사법상 손해배상책임이 성립하는 것은 부당하다고 볼 수 있기 때문이다. 시장지 이외의 국가에서의 불법행위책임은 시장지에서의 발행공시규제와는 무관하게 그 국가에서 별도의 자본시장관련법상 행정규제 위반이 문제되었을 때에만 인정되어야 한다.

시장지가 불법행위지라는 견해에서도 시장지의 구체적인 의미와 각각의 경우 행동지와 결과발생지 중 무엇으로 파악할지가 문제된다.⁷¹⁾ 증권공모발행의 순서를 보면, 공모 전에 관찰당국에 공모에 관한 신고를 하고, 신고가 수리됨에 따라 투자자에 대한 청약의 권유 등이 행하여지며, 증권이 실제 발행되어 투자자가 이를 취득하고, 이후 유통시장에서의 거래 등을 위하여 증권이 거래소에 상장된다. 이와 같은 단계에 비추어 보면 시장지는 공모신고의무지, 공모지, 상장지를 의미할 수 있다.

(나) 공모신고의무지

투자설명서책임에서 불법행위지인 시장지는 발행인이 증권의 모집 또는 매출에 관한 신고의무가 있는 국가를 의미한다는 견해이다.⁷²⁾ 특정국가에서의 공모를 위한 신고의무의 이행을 연결점으로 보는 입장이다. 이는 발행공시의무 위반에 따른 손해배상책임을 통하여 발행시장에서의 사기적 행위를 방지하고자 하는 자본시장법의 기능을 중시하는 입장이다.⁷³⁾ 우리 자본시장법에서는 증권의 모집 또는 매출에 관한 신고가 금융위원회에 의하여 수리되어

69) 서희원, 국제사법강의 개정판(일조각, 1999), 239면 참조.

70) Wegen, Gerhard/Lindemann, Christian, "The Law Applicable to Public Offerings in Continental Europe", van Houtte, Hans (ed.), *The Law of Cross-Border Securities Transactions* (Sweet & Maxwell, 1999), para. 6.29 참조.

71) Ringe/Hellgardt, 전게논문(주40), pp. 44-45 참조.

72) 龍田節, 전게논문(주24), 102頁은 일본의 구 증권거래법상 투자설명서책임규정은 사법적 성질도 가지고 있으므로 저촉법적 방법론에 따라 신고의무지를 불법행위지로 파악하여 동법의 적용을 긍정할 수 있다고 한다.

73) 佐野寛, "國際証券取引法と証券取引の域外適用", 渡辺惺之/野村美明 編輯, 論点解説 國際取引法(法律文化社, 2002), 182頁.

야만 투자설명서를 사용할 수 있다는 점, 투자설명서는 증권 모집 또는 매출을 위한 청약의 권유 등의 목적으로 사용된다는 점, 투자설명서의 내용은 증권신고서의 내용과 대체로 동일하게 작성된다는 점 등에 비추어 보면, 투자설명서는 증권 모집 또는 매출에 관한 신고와 밀접한 관련이 있다고 할 수 있다.⁷⁴⁾

위 견해의 장점은 다음과 같다.⁷⁵⁾ 첫째, 발행인이 증권을 복수의 시장에서 공모하는 경우 각국의 자본시장관련법을 모두 준수하는 대신에 하나의 국내법만을 준수하면 충분하므로 국제적 증권공모발행의 비용이 감소한다. 둘째, 하나의 법이 발행공시의무와 그에 따른 민사책임을 모두 규율하므로 법적 일관성이 보장되고 양자에 불일치가 있으면 이를 조화시켜야 하는 문제가 발생하지 않는다. 셋째, 공모지 또는 상장지와 관계없이 시장지가 결정되므로 시장지의 결정과 관련한 불확실성을 극복할 수 있다.

한편 공모신고의무지가 불법행위의 행동지와 결과발생지 중 무엇에 해당하는지가 문제된다. 부실표시 있는 투자설명서라고 하더라도 이를 작성한 다음에 행정기관에서 수리를 받기 위하여 제출하는 행위는 구체적·적극적인 의사활동에 의한 것이다. 이와 같은 작위행위에 기초하여 공모신고의무지를 행동지로 파악할 수 있다. 한편 투자설명서 부실표시는 발행공시규제에 따라 투자자에게 정확한 정보를 기재한 투자설명서를 교부할 공법상 내지 행정규제법상 의무를 충실히 이행하지 않았다는 점에서 부작위의 일종으로 파악할 수도 있다. 부작위의 경우 개념상 행동지가 존재할 수 없다는 견해도 있으나,⁷⁶⁾ 그 경우 작위의무가 있는 곳이 행동지라고 할 수 있는데,⁷⁷⁾ 증권의 모집 또는 매출에 관하여 부실표시 없이 작성한 증권신고서를 제출할 의무가 있고, 그에 기초하여 부실표시 없는 투자설명서를 작성·교부할 의무가 있는 장소가 행동지라고 보아야 한다. 반면에 공모신고의무지를 결과발생지로 구성하기는 쉽지 않으나,⁷⁸⁾ 증권신고제도를 통하여 달성하고자 하는 투자자 보호 및 자본시장 질서유지라는 규제목적 내지 사회적·정책적 이익이 투자설명서 부실표시에 의하여 직접 침해되었다고 본다면, 그와 같은 이익이 소재하고 있고 직접 침해된 공모신고의무지가 결과발생지라고 볼 여지도 있다.

(다) 공모지

투자설명서책임에서 불법행위지인 시장지는 발행인, 인수인, 주선인 등에 의하여 투자자를 대상으로 증권의 공모가 행하여지고 투자자가 증권의 취득을 청약한 공모지를 의미한다는 견해이다.⁷⁹⁾ 공모지를 판단하기 위하여는 ① 청약의 권유를 받은 투자자의 소재지, ② 청약

74) 유럽연합과 같이 발행공시서류를 투자설명서로 일원화하고 있는 법제도 있으나, 우리 자본시장법은 이를 증권신고서와 투자설명서로 이원화하여, 원칙적으로 전자는 신고서류로, 후자는 투자권유문서로 규정하므로, 우리 자본시장법에서는 투자설명서책임의 불법행위지를 공모 관련 신고의무지로 파악할 수 있는지가 문제될 수 있다. 금융위원회에의 신고의무의 대상인 문서는 증권신고서라고 하더라도, 우리 자본시장법이 발행인으로 하여금 금융위원회에 투자설명서를 제출하도록 한다는 점과 금융위원회가 이를 인터넷에 공시한다는 점, 그리고 실무상 증권신고서와 투자설명서가 대동소이하게 작성된다는 점을 고려한다면, 양자에 본질적 차이는 없다고 본다.

75) Garcimartín, 전제논문(주11), p. 454.

76) 서희원, 전제서(주69), 240면 참조.

77) 이호정, 전제서(주15), 302면; 江川英文, 國際私法(改訂版)[法律學講座雙書](弘文堂, 1973), 113頁 참조.

78) 로마II 규정의 해석론으로 공모신고의무지법의 적용을 주장하는 견해들은 모두 로마II 규정 제4조 제3항이나 제27조에 근거하고 있는 것으로 보인다. Garcimartín, 전제논문(주11), p. 454 참조.

79) R/M/Freitag, Bankvertäge, Rn. 6.567; R/M/Mankowski, Nichtvertragliche Haftung, Rn. 6.1773; 不破茂, “証券取引規制における民事責任規定の國際的適用”, 國際商取引学会年報 第13卷(國際商取引学会, 2011), 201頁.

의 권유가 행하여진 장소, ③ 투자자의 청약이 행하여진 장소, ④ 투자자가 청약대금을 지급한 장소, ⑤ 증권이 증서로 발행되어 교부되는 장소 등을 고려하여야 하는데, 공모지는 계약 체결지 내지 취득지(Erwerbsort)를 의미하므로 위 ①, ②, ③이 중요한 의미를 가진다.⁸⁰⁾

위 견해의 근거는 다음과 같다. 투자설명서책임에서 재산적 손해는 발행공시규제를 위반한 증권을 취득하였다는 사실 자체에 기인하고, 해당 증권의 가치가 하락하였다는 사실과는 관련이 없으므로, 투자자가 해당 증권을 취득한 장소, 즉 계약체결지가 결과발생지로서의 시장지이다.⁸¹⁾ 투자자는 그가 증권을 취득하고자 하는 시장을 의도적으로 선택하므로, 이는 발행인이 예측할 수 있는 장소이다. 이와 같은 예측가능성은 발행인이 투자자의 직접 상대방이 아니더라도 문제가 없는데, 이는 다른 유형의 계약과는 차이가 있는 것이다. 또한 부실표시 없는 투자설명서는 자본시장에서의 경쟁제한 방지에 기여하므로, 로마II 규정 제6조 제3항을 참고하여 영향을 받는 시장 또는 거래소 소재지를 불법행위지로 볼 수 있다.⁸²⁾ 한편 발행인이 투자자의 직접 상대방인 경우에는 투자설명서책임이 발행인과 투자자 간의 계약의 준거법에 종속적으로 연결될 수 있는데, 이 경우 예외조항을 통하여 적정한 해결이 모색되어야 한다.⁸³⁾

공모지를 기준으로 준거법을 결정한다면 복수의 국가에서 공모가 행하여지더라도 각각의 사안에서는 불법행위지가 하나로 결정된다.⁸⁴⁾ 이를 통하여 같은 시장에서 증권을 취득한 투자자들은 동등하게 취급되고, 같은 시장에서 증권을 발행하고자 한 발행인들은 동등하게 취급되며, 양면적 저촉규정으로서의 성질도 확보될 수 있다.⁸⁵⁾ 또한 공모지는 발행인의 이익과 투자자의 이익이 충돌한 후 조정되는 곳이고,⁸⁶⁾ 발행인과 투자자 모두 예측가능성을 가질 수 있으므로, 법적 위험을 평가하고 관리하는 것이 가능하다.⁸⁷⁾

공모지가 불법행위의 행동지와 결과발생지 중 무엇에 해당하는지가 문제된다. 발행인, 인수인, 주선인 등은 공모지에서 투자자를 대상으로 증권 취득의 청약을 권유하는 등 구체적인 의사활동을 수행하고, 유럽연합 회원국들에서와 같이 한 국가에서의 발행공시의무의 이행이 다른 국가에서 인정되지 않는 한, 공모지에서 공모 관련 신고의무도 이행되어야 한다. 한편 부실표시 있는 투자설명서에 의하여 발생하는 순전한 재산적 손해의 경우 공모지를 그와 같은 손해의 추상적인 소재지로 파악할 수도 있다. 투자설명서는 증권이 공모지에서 적정한 가격을 형성하여 거래되기 위한 전제조건을 제공하는데, 투자자는 수요와 공급의 법칙이 작동하는 시장에서 손해를 입게 된다고 보아야 한다.⁸⁸⁾ 다만, 투자설명서 교부에 따라 투자자에게 형성된 오해(misapprehension) 그 자체는 법익침해가 아니라 법익침해를 초래하기 전의 예비적 단계에 해당할 뿐이므로, 공모지가 결과발생지인 이유는 투자자가 공모지에서

80) Huber/Bach, Art. 4 Rome II, para. 44. 박준/정순섭, 자본시장법 기본 판례(BFL 총서 제11권)(소화, 2016), 48면; 박준/한민, 전게서(주54), 310면은 발행공시규제의 양대 목적인 투자자 보호와 자본시장 질서유지를 고려한다면, 위 ①, ②를 가장 중요하게 고려하여야 한다고 한다.

81) R/M/Mankowski[2015], Nichtvertragliche Haftung, Rn. 6.1773.

82) Weber, Christoph, "Internationale Prospekthaftung nach der Rom II-Verordnung", *Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht* (Wertpapier-Mitteilungen, Teil IV), Heft 34/2008 (2008), S. 1586; Huber/Bach, Art. 4 Rome II, para. 44 참조.

83) Huber/Bach, Art. 4 Rome II, para. 44, n. 57.

84) Kronke, 전게강연문(주10), p. 311; 龍田節, "証券取引法の域外適用", 國際經濟法 第2号(國際商事法研究所, 1993), 34頁.

85) Kronke, 전게강연문(주10), p. 311.

86) Wegen/Lindemann, 전게논문(주70), para. 6.29 참조.

87) Garcimartín, 전게논문(주11), p. 453.

88) Garcimartín, 전게논문(주11), p. 453.

부실표시 있는 투자설명서를 교부 받았기 때문이 아니라, 투자자는 공모지에서 증권의 공모에 응하여 그 취득을 청약하고, 이를 이행하기 위하여 청약일과 납입일에 인수대금 전액을 납입함에 따라 증권을 취득하므로, 즉 공모지에서 증권양수도계약이 체결되고 그에 따른 인수대금 납입의무를 이행함으로써 재산적 손해가 발생하기 때문이다.⁸⁹⁾

따라서 법익침해 발생시점은 인수일, 즉 인수대금 잔액 납입에 따라 증권양수도계약이 체결되고 증권을 취득하는 날이라고 보아야 한다. 부실표시에 의하여 유해적(detrimental) 증권양수도계약에 구속된다는 사실이 투자자의 법익을 침해하는 것이기 때문이다.⁹⁰⁾ 투자자가 공모지 이외의 국가에서 전화, 전자우편 등으로 청약하는 경우 증권양수도계약의 체결지를 특정하기 곤란할 수 있으나, 증권 공모의 청약은 투자자가 신청한 증권의 수량 범위 내에서 주권사 인수인이 매정하는 수량을 취득하겠다는 의사표시이므로, 청약자는 청약에 사실상(또는 법률상) 구속되고, 청약이 효력을 발생하는 장소가 계약체결지라고 보아야 한다.⁹¹⁾ 청약이 효력을 발생하는 장소는 증권양수도계약의 준거법에 따라 결정되나, 대개 공모지일 것이다.

(라) 상장지

투자설명서책임에서 불법행위지인 시장지는 상장지를 의미한다는 견해이다. 특정 국가의 거래소에의 상장을 연결점으로 보는 입장이다. 증권 공모를 위하여 작성·교부되는 투자설명서에는 일반적으로 향후의 상장에 관한 내용이 기재되므로, 증권이 공모발행된 다음에 거래소에서 실제로 거래를 개시하는 것이 중요하다는 것이다.

그러나 증권을 거래소에 상장하는 것과 증권을 공모하여 발행하는 것 자체는 개념적으로 구별된다. 이는 상장을 목적으로 증권이 발행되었다고 하더라도 다르지 않다. 예컨대 영국회사가 스위스에서 공모에 의하여 발행한 증권을 룩셈부르크 거래소에 상장하고자 하는 경우, 증권의 공모·발행지(스위스)와 거래소 소재지(룩셈부르크)는 서로 다르다. 거래소에의 상장은 시간적으로 증권의 공모·발행 이후에 행하여지므로, 증권의 공모를 위하여 작성·교부된 투자설명서와 상장을 위하여 작성·제출된 투자설명서는 별개로 존재한다.⁹²⁾ 실무상 양자의 투자설명서는 대체로 동일한 내용으로 작성되나, 개념적으로는 양자가 구별된다.⁹³⁾

다만, 우리 자본시장법의 내용과 무관하게 개념적으로는 상장 자체를 목적으로 작성·제출된 투자설명서의 부실표시, 유통시장에서의 투자설명서 부실표시, 상장 이후 작성·제출된 사업보고서의 부실표시,⁹⁴⁾ 상장증권에 관한 미공개중요정보 이용행위, 시세조종행위, 부정거

89) von Hein, Jan, *Das Günstigkeitsprinzip im Internationalen Deliktsrecht* (Mohr Siebeck, 1999), S. 356; Huber/Bach, Art. 4 Rome II, paras. 36-37 참조.

90) Huber/Bach, Art. 4 Rome II, para. 36.

91) Plender/Wilderspin, 전제서(주58), para. 18-077 참조.

92) 전자를 발행 투자설명서(Emissionsprospekt), 후자를 상장 투자설명서(Börseneinführungsprospekt)라고 할 수 있다. 스위스법은 양자를 구별한다. Honsell, Heinrich/Vogt, Nedim Peter/Schnyder, Anton K./Berti, Stephen V. (hrsg.), *Internationales Privatrecht: Basler Kommentar*, 3. Auflage (Helbing Lichtenhahn Verlag, 2013), Art. 156, Rn. 20 (Eberhard 집필부분). 이하에서는 이 문헌을 “BaslerKomm/집필자, 집필부분”의 방법으로 인용하기로 한다.

93) 스위스 국제사법은 투자설명서책임의 준거법에 관하여 발행지법으로의 선택적 연결을 인정하므로 여기의 발행지에 상장지가 포함되는지 여부가 문제되나, 이는 스위스 국제사법 특유의 쟁점에 불과하다. 후술 IV. 1. 나. 참조.

94) 우리 자본시장법 제159조 내지 제161조는 주권상장법인 등에 사업보고서, 반기보고서, 분기보고서, 주요사항보고서 제출의무를 부과하고 있다. 이들 보고서는 인터넷 홈페이지 등에 공시되는 것이

래행위 등에 대하여 민사책임이 문제되는 경우에는 상장지를 불법행위지인 시장지로 파악할 여지가 있다.⁹⁵⁾

(5) 발행인 등 영업소 소재지

투자설명서책임주체인 발행인 등의 영업소 소재지가 작위 또는 부작위에 의한 불법행위의 행동지라는 견해이다.⁹⁶⁾ 여기의 영업소 소재지는 일반적으로 본점 또는 등록사무소(registered office)의 소재지일 것이나, 그와 구별되는 사실상 본점 또는 주된 영업소(principal place of business)가 있는 경우 그 소재지일 것이고, 특정의 불법행위가 특별히 행하여지거나 그것과 특별히 관련된 영업소가 있을 수도 있다. 경우에 따라서는 영업소 소재지가 행동지와 결과발생지로서의 성격을 모두 가질 수도 있으나, 어느 경우이든 문제되는 불법행위에 관한 구체적인 행동이나 의사활동이 행하여진 장소에 주목하게 되므로, 영업소 소재지는 결과발생지가 아니라 행동지로 파악하는 것이 자연스럽다.

유럽사법재판소는 국제재판관할에 관한 2013년 ÖFAB 판결에서, 유한회사의 채무와 관련한 이사 및 주주에 대한 손해배상청구의 소에서 불법행위지는 “회사에 의하여 수행된 행위 및 그 행위와 관련된 재정상황과 관계가 있는 장소(place to which the activities carried out by that company and the financial situation related to those activities are connected)”라고 판시하였다.⁹⁷⁾ ÖFAB 판결은 회사에 의하여 수행된 행위와 관계가 있는 장소, 즉 행동지뿐만 아니라 그 행위로 인하여 초래된 재정상황과 관계가 있는 장소, 즉 결과발생지도 함께 고려하였다는 점에서,⁹⁸⁾ 회사의 영업소 소재지가 행동지나 결과발생지 중 어느 하나의 개념에 해당한다고 단정하지는 않은 것으로 보인다. ÖFAB 판결은 계좌소재지 중심의 접근법에서 탈피하여 회사의 영업소 소재지를 중심으로 불법행위지를 파악하는 접근법을 취한 것으로 평가할 수 있다.⁹⁹⁾ 다만, 회사의 행위로 유효하게 귀속된 이사 또는 주주의 의사활동에 주목하는 경우에는 이사회 또는 주주총회의 소집·개최지인 회사의 본점 소재지를 행동지로 볼 수 있을 것이나, 단순히 회사의 임직원의 작위 또는 부작위가 있었다는 이유만으로 이를 회사의 행동으로 귀속시킬 수 있는지, 그리고 그것이 가능하다면 어느 범위에서 어떤 요건에 따라

원칙이다(자본시장법 제163조). 자본시장법 제162조는 이들 보고서에 부실표시가 있는 경우에는 제출대상법인, 제출 당시 이사 등 일정한 범위의 자에게 손해배상책임이 있다고 규정하고, 동법 제164조는 금융위원회와 금융감독원의 조사 및 조치에 관하여 규정하며, 동법 제444조 제13호 라목, 마목, 바목은 일정한 범위의 자에게 형사처벌로서 5년 이하의 징역 또는 2억원 이하의 벌금을 규정하고 있다.

95) 다만, 상장 이후의 모든 행위가 이에 해당하는 것은 아니다. 예컨대 상장 이후 유상증자를 위하여 신주를 공모·발행하는 경우에는 기존 상장지와 신규 공모·발행지 또는 신규 상장지가 서로 다를 수 있고, 신규 공모·발행지와 신규 상장지가 서로 다를 수 있다.

96) Wegen/Lindemann, 전제논문(주70), para. 6.29는 발행인 소재지만을 언급하나, 투자설명서책임주체 모두에 적용될 수 있다.

97) ÖFAB, Östergötlands Fastigheter AB v. Frank Koot, Evergreen Investments BV, Case C-147/12 (ECLI:EU:C:2013:490), para. 55.

98) 브뤼셀 I 개정규정 제7조 제2항의 불법행위지에는 행동지와 결과발생지가 모두 포함되나, 로마II 규정은 제4조 제1항에서 결과발행지 일원주의를 취하고 있으므로, 유럽연합에서는 투자설명서책임의 준거법 맥락에서 행동지의 독자적인 의의를 논의하지 않으나, 우리 국제사법에서는 투자설명서책임의 준거법 맥락에서 행동지가 독자적인 의의를 가질 수 있음은 물론이다.

99) von Hein, 전제논문(주21), p. 263은 회사의 사실상의 본거(real seat)에 주목하여 결과발생지(직접손해발생지)를 판단하는 태도라고 평가한다. 그러나 ÖFAB 판결이 영업소들 중에서 반드시 사실상의 본거에만 주목하는 것은 아니고, 영업소를 결과발생지가 아니라 행동지로 파악한 것으로 볼 수도 있다.

가능한지가 문제될 수 있다. 또한 회사가 복수의 국가에 복수의 영업소를 두고 있는 경우에는 문제되는 불법행위에 관한 구체적인 행동이나 의사활동이 어느 영업소에서 있었는지를 특정하기가 곤란할 수도 있다.

투자설명서 부실표시의 경우에도 발행인 등의 영업소 소재지가 불법행위의 행동지에 해당할 수 있다. 예컨대 발행인이 부실표시 있는 투자설명서 작성의 고의를 가지고 투자설명서 기재사항에 해당하는 발행인의 사업내용, 조달하는 자금의 사용목적, 이해관계자와의 거래내용 등에 관하여 위법·부당한 이사회 결의를 하거나, 인수인이 부실표시 있는 투자설명서 교부의 고의를 가지고 투자설명서 기재사항에 해당하는 해당 증권 관련 인수인의 의견으로 허위사실을 제출하기로 이사회 결의를 하는 경우에는 이들 이사회 결의를 회사의 행위로 귀속시킬 수 있으므로 이사회 결의가 있는 영업소 소재지(주로 본점 소재지)를 행동지로 파악할 수 있다.¹⁰⁰⁾ 그러나 이사회 결의가 있는 후에 그것을 이행하기 위한 임직원의 구체적·개별적 행위가 있는 영업소를 모두 회사의 행동지라고 할 수 있는지, 이사, 주주 등의 행위가 개재됨이 없이 발행인 등의 임직원이 고의로 부실표시 있는 투자설명서를 작성·교부하였다면 그와 같은 작성·교부와 관련된 영업소를 회사의 행동지라고 할 수 있는지,¹⁰¹⁾ 그리고 그것이 가능하다면 부실표시 있는 투자설명서의 작성·교부를 위한 모의, 준비, 실행 등이 서로 다른 국가의 영업소에서 수행된 경우에는 관련된 모든 영업소를 회사의 행동지라고 할 수 있는지가 문제될 수 있다.¹⁰²⁾ 일률적으로 부정할 것은 아니나, 원칙적으로는 부정하는 것이 타당하리라고 생각된다.¹⁰³⁾

나. 행동지 일원주의의 적실성

투자설명서책임과 같은 자본시장 불법행위에서는 순전한 재산적 손해(pure economic loss)가 발생한다. 이 경우 행동지는 전통적 이론에 따라 구체적 의사활동의 수행지로 파악할 수 있으나, 법익의 직접적 침해지 내지 직접손해의 발생지인 결과발생지는 지역화(localization)가 곤란하다. 생명, 신체, 자유, 명예라는 법익이 침해되는 경우 그 법익의 주체의 소재지를 쉽게 결과발생지로 특정할 수 있고, 부동산, 동산(금전, 실물증권 제외)과 같은 유형재산에

100) 이사의 제3자에 대한 책임의 준거법 등은 별론으로 한다.

101) 사용자책임의 준거법 등은 별론으로 한다.

102) 일례로 2010. 11. 11. 한국 주식시장에서 발생하였던 이른바 도이치증권 옵션쇼크 사건에서는 시세조종을 위한 공모(共謀)는 독일법인의 홍콩지점, 한국법인, 미국법인에서 있었고, 시세조종을 위한 매도주문은 앞의 둘로부터 있었으며, 실제로 시세조종이 행하여진 시장은 한국이었다. 이와 같은 국제적 시세조종행위에서도 불법행위지의 특징이 문제되는데, 위 사건의 경우 시세조종의 공모행위가 있는 뉴욕, 홍콩 또는 한국이 행동지로서의 불법행위지인지, 시세조종의 실행행위가 있는 홍콩 또는 한국이 행동지로서의 불법행위지인지, 아니면 거래소가 소재하고 있고 시세의 변동에 따라 투자자에게 손해가 발생한 한국이 행동지 또는 결과발생지로서의 불법행위지인가가 문제된다. 행동지가 복수의 국가라고 보는 경우 산재불법행위의 문제가 된다. 결론적으로는 시장을 우선시켜야 할 것으로 생각된다. 일본의 논의는 佐野寛, 전제논문(주73), 182頁; 不破茂, 전제논문(주79), 201頁 참조.

103) 예컨대 인수인이 주의의무를 해태하여 투자설명서상 부실표시를 인지하지 못하고 청약 권유시 투자자에게 투자설명서를 교부한 사실만으로 인수인의 개별 영업소 소재지가 인수인의 행동지라고 할 수는 없다. 한편 발행인 등의 영업소 소재지가 투자자에게 가장 유리한 투자설명서책임규정을 가지고 있는 경우에 투자설명서책임을 청구하는 투자자가 그곳이 행동지에 해당한다고 주장하기 위하여는 해당 영업소에서 발행인 등의 작위 또는 부작위가 있었음을 주장하여야 하는데, 수사기관의 조사결과나 법원의 재판결과를 원용할 수 있는 경우가 아닌 한, 현실적으로는 발행인 등의 내부사정에 관한 정보를 지득하기에 어려움이 있을 것으로 생각된다.

관한 불법행위도 그 물리적 소재지를 역시 쉽게 결과발생지로 특정할 수 있다. 유형재산에 관한 불법행위는 재산 자체의 손해와 재산적 가치의 감소를 별개로 인식할 수 있는 반면에, 유형재산, 무형재산을 불문하고 금전, 증권에 관한 불법행위는 재산 자체의 손해가 곧 재산적 가치의 감소로서 양자가 일원적으로 발생하고 전자의 소재지를 파악하는 것이 현실적으로 곤란하다. 그럼에도 불구하고 순전한 재산적 손해의 경우에도 결과발생지의 지역화가 가능하다는 전제에서 피해자 계좌소재지, 피해자 상거소지(또는 주소지), 피해자 재산중심지 등을 재산적 법익의 소재지로 추상적·가상적으로 구성하여 결과발생지로 간주하자는 견해들이 있으나 모두 적당하지 않다. 결과발생지를 특정하기 위하여 간접손해발생지를 그에 해당한다고 보는 경우 결과발생지의 개념에 관한 종래의 이론체계의 정합성을 위협할 수 있다.¹⁰⁴⁾ 결국 순전한 재산적 손해의 경우에는 결과발생지가 개념적으로 존재할 수 없다고 보아야 한다. 불법행위지의 개념을 결과발생지로 일원적으로 이해하는 로마II 규정 제4조 제1항과 달리 우리 국제사법 제32조 제1항의 불법행위지는 행동지와 결과발생지를 모두 의미한다고 보기 때문에, 우리 국제사법에서는 결과발생지가 존재하지 않는다고 하더라도 행동지만을 기준으로 불법행위지를 특정하는 것에 어려움이 없다. 투자설명서책임과 같은 자본시장 불법행위의 경우 행동지는 대개 시장지일 것이다. 결과발생지의 존재를 긍정한다면, 복수의 국가가 개재되는 자본시장 불법행위에서는 예컨대 시장지(행동지)와 투자자 소재지(결과발생지)가 다를 수 있으므로 격지불법행위의 문제가 필연적으로 발생하나, 행동지 일원주의는 이 문제도 쉽게 해결할 수 있다.

한편 예컨대 투자설명서 부실표시를 위한 모의, 준비, 실행 등이 복수의 국가에 걸쳐 행하여지는 경우에는 산재불법행위의 문제가 발생하나, 행동지들 중에는 투자설명서가 발행공시서류로서 관할당국에 제출되고 투자자에게 청약의 권유를 위하여 사용·교부된 행동지로서의 시장지가 반드시 포함될 수밖에 없고, 산재불법행위의 준거법을 시장지법으로 일원적으로 연결함으로써 이 문제를 역시 쉽게 해결할 수 있다. 결과발생지의 존재를 긍정한다면, 이 경우 산재불법행위의 문제와 격지불법행위의 문제가 동시에 발생하여 사태의 해결이 어려워진다. 설령 순전한 재산적 손해의 경우 추상적·가상적 법익침해지로서의 결과발생지를 상정할 수 있다고 하더라도, 각 피해자로 하여금 행동지(시장지)와 결과발생지 중 유리한 것을 선택하도록 하는 것은 합리적이지 않고, 같은 시장지에서 공모에 응하여 청약을 신청한 투자자들은 행동지로서의 시장지의 법에 의하여 일률적으로 규율함이 합리적이다. 이것이 국제적 증권공모발행에 참여한 모든 당사자들의 정당한 기대라고 할 수 있기 때문이다. 피해자의 준거법 선택권을 인정하지 않고 행동지(시장지)로 일원적으로 연결하는 결론은 예외조항을 통하여 달성할 수 있다.

4. 예외조항에 의한 해결

가. 단계적 연결원칙의 교정 가능성

각국의 국제사법은 통상의 저축규정에 의한 준거법 지정의 경직성을 완화하기 위하여 예외조항(Ausweichklausel, escape clause)¹⁰⁵⁾에서 정하고 있는 엄격한 요건에 따라 최밀접관련국법이 준거법으로 적용될 수 있도록 한다. 로마II 규정은 제4조 제3항에서 불법행위에 한하여

104) 상세는 이종혁, 전제논문(주18), 100-105면 참조.

105) 독어 및 영어 표현은 로마II 규정 전문 제14항 및 제18항 참조.

특별예외조항을 두고 있는 반면에, 우리 국제사법은 제8조에서 불법행위에 한하지 않고 모든 법률관계에서 최밀접관련국법이 적용될 수 있도록 하는 일반예외조항을 두고 있다. 또한 로마II 규정은 특별예외조항에서 최밀접관련성을 심사하는 요소 중 하나로 불법행위와 밀접한 관련이 있는 기존관계(pre-existing relationship)를 예시적으로 언급하는 반면에, 우리 국제사법은 일반예외조항을 불법행위 영역에서 구체화한 종속적 연결원칙을 제32조 제3항에 특별히 규정하고 있다. 투자설명서책임에서는 최밀접관련국법이 어디인지, 어느 범위에서 어떤 근거로 그것의 적용이 정당화되는지가 문제된다. 이는 불법행위지원칙과 공통상거소지원칙, (우리 국제사법의 경우) 종속적 연결원칙을 철저히 관찰하는 경우에 발생하는 불합리를 교정하기 위한 작업이라고 할 수 있다. 투자설명서책임을 행동지-결과발생지 결합유형에 따라 격지불법행위 문제로 구성하는 경우 피해자의 준거법 선택권과 결부되어 법적 불확실성이 초래되고, 복수의 투자자와 복수의 투자설명서책임주체 간에 공통상거소지 존재 여부에 따라 공통상거소지법과 불법행위지법을 이원적으로 적용하는 경우 우연한 사정에 따라 준거법이 결정되는 불합리가 있다. 이들은 예외조항을 통하여 교정되어야 한다.

단계적 연결에 따른 우선순위를 교정하려는 목적의 예외조항 활용, 예컨대 종속적 연결에 따른 기존 법률관계의 준거법의 적용이나 공통상거소지법의 적용을 회피하고 불법행위지법으로서의 행동지법 또는 결과발생지법을 바로 적용하는 것이 허용되는지가 문제된다. 최밀접관련국법의 적용이라는 예외조항의 취지를 고려한다면, 다른 사정들에 의하여 명백히 더 밀접한 관련이 뒷받침되는 한, 부정할 것은 아니라고 본다. 이때 고려할 수 있는 다른 사정에는 합리적인 사람이 가질 수 있는 객관화 가능한 정당한 기대, 예외조항 적용에 따른 향후의 직접적·간접적 결과 등이 포함되나, 예외조항에 의하여 적용하고자 하는 실질법이 부여하는 보호의 내용은 고려될 수 없다.¹⁰⁶⁾ 투자설명서책임의 경우 동일한 시장지국에서 공모에 응한 투자자들 간에는 동일한 손해전보수단이 적용되리라는 정당한 기대가 존재한다는 사정, 예외조항을 통하여 시장지법을 적용함으로써 그와 같은 정당한 기대가 실현될 수 있다는 사정 등이 예외조항을 통한 종속적 연결원칙과 공통상거소지원칙의 배척 여부에 고려되어야 한다. 반면에 문제된 자본시장 불법행위가 특정국가의 자본시장관련법에 따라 규율되었을 때의 결론이 예외조항 적용 여부의 판단에 영향을 미쳐서는 안 된다.

또한 순전한 재산적 손해의 경우 결과발생지가 존재하는지, 그것이 존재한다면 어느 국가로 특정할 수 있는지, 행동지와 결과발생지 중 무엇을 우선시킬지 등이 문제될 수 있는데,¹⁰⁷⁾ 단계적 연결원칙상 우선순위에도 불구하고 모든 투자자에 대한 특정국가의 자본시장관련법의 통일적 적용을 목적으로, 예컨대 피해자의 준거법 선택권을 인정하지 않고, 선제적으로 행동지와 결과발생지 중 행동지를 선택하며, 행동지법으로서의 시장지법을 적용하는 것은 그 자체로 독자적인 저촉법적 의의가 있고, 여기에서 예외조항 적용의 근거를 찾을 수 있다고 본다.

나. 준거법 지정방안의 구체적 검토

106) Magnus, Ulrich/Mankowski, Peter (ed.), *Commentary: Rome II Regulation*, European Commentaries on Private International Law, Vol. 3 (Verlag Dr. Otto Schmidt, 2019), Art. 4 Rome II, paras. 141-143 (Magnus 집필부분) 참조. 이하에서는 이 문헌을 “M/M/집필자, 집필부분”의 방법으로 인용하기로 한다.

107) 전술하였듯이 사건으로는 순전한 재산적 손해의 경우 결과발생지가 존재할 수 없고 행동지로 이원적으로 연결하면 충분하다고 본다.

(1) 공모신고의무지법

예외조항을 통하여 투자설명서책임과 가장 밀접한 관련이 있는 국가의 법으로서 발행인이 증권에 공모를 위하여 관할당국에의 신고의무를 이행하여야 하는 국가의 법, 즉 공모신고의무지법을 적용하자는 견해이다.¹⁰⁸⁾ 이는 발행공시의무와 그로부터 발생하는 민사책임 간의 밀접한 관련성에 근거하고 있다. 유럽연합의 경우 발행인이 증권 공모를 위한 투자설명서를 최초로 승인 받은 회원국이다. 본원국은 발행인의 속인법 소속국과 일치하는 것이 일반적이다.¹⁰⁹⁾ 우리 국제사법에서는 제8조의 예외조항이나 제32조 제3항의 종속적 연결원칙을 통하여 발행인이 공모에 관한 신고의무를 이행한 국가, 즉 증권신고지로 연결시키는 것이다.¹¹⁰⁾

유럽연합에서는 ① 발행인이 부담하는 투자설명서의무가 로마II 규정 제4조 제3항 제2문에 규정된 ‘당사자들 간의 기존관계’에 해당하므로 투자설명서의무의 준거법에 투자설명서책임의 준거법을 종속적으로 연결시키자는 견해가 있고,¹¹¹⁾ ② 투자설명서의무는 ‘당사자들 간의 기존관계’라고 볼 수 없고, 투자설명서의무는 투자설명서 부실표시와 투자설명서 최초승인지 간의 밀접한 관련을 구성하는 요소라는 견해도 있다.¹¹²⁾

위 ①의 근거는 투자설명서의무를 규율하는 법과 투자설명서책임을 규율하는 법은 동일한 근거를 가지고 있으므로,¹¹³⁾ 투자설명서책임은 순전한 사법상 문제가 아니고,¹¹⁴⁾ 투자설명서의무와 투자설명서책임 간에는 밀접한 사항적 관련성(enge sachliche Verknüpfung)이 있다는 것이다.¹¹⁵⁾ 그러나 로마II 규정 제4조 제3항 제2문에 규정된 “당사자들 간의 기존관계”와 우리 국제사법 제32조 제3항에 규정된 “가해자와 피해자 간에 존재하는 법률관계”는 대체로 쌍방 당사자들 간에 직접 형성된 계약 등 법률관계를 지칭하는데, 발행인이 부담하는 투자설명서의무는 증권을 공모하고자 하는 국가, 즉 공모지(유럽연합의 경우 예외적으로 투자설명서 최초승인지인 발행인의 본원국)의 관할당국에 대하여 부담하는 행정규제법상 의무이므로,¹¹⁶⁾ 투자설명서의무를 투자설명서책임의 당사자들인 발행인과 투자자 간에 존재하는 법

108) Benicke, 전게논문(주40), SS. 36-37; Ringe/Hellgardt, 전게논문(주40), pp. 51-55; Garcimartín, 전게논문(주11), p. 454; R/M/Mankowski, Nichtvertragliche Haftung, Rn. 6.1773; 龍田節, 전게논문(주24), 102頁; Basedow, Jürgen/Hopt, Klaus J./Zimmermann, Reinhard (eds.), *The Max Planck Encyclopedia of European Private Law*, Vols. 1 and 2 (Oxford University Press, 2012), Prospectus Liability, p. 1386 (Hellgardt 집필부분) 참조. 이하에서는 마지막 문헌을 “Encyclopedia EPL/집필자, 집필부분”의 방법으로 인용하기로 한다.

109) Garcimartín, 전게논문(주11), p. 454; Ringe/Hellgardt, 전게논문(주40), pp. 49-51.

110) 우리 자본시장법상 발행공시규제의 중핵은 금융위원회에 증권신고서를 제출하여 수리 받는 것이다(자본시장법 제119조 제1항). 투자설명서는 증권신고서의 효력발생 후에 투자권유 목적으로 투자자에게 사용·교부되는 문서일 뿐 관할당국의 수리의 대상은 아니다(자본시장법 제124조 제2항 제1호 참조). 따라서 유럽연합에서 말하는 공법상 투자설명서 작성의무(öffentlichrechtliche Prospektpflicht) 또는 약칭하여 투자설명서의무(Prospektpflicht)에 상응하는 개념을 우리 자본시장법상으로는 ‘증권신고서 작성의무’ 또는 약칭하여 ‘증권신고의무’라고 표현할 수 있을 것이다. 한편 우리 자본시장법상으로는 발행인, 인수인, 주선인 등이 투자자에게 증권의 공모를 위한 청약의 권유를 하고자 하는 경우에는 원칙적으로 투자설명서를 사용·교부할 의무가 있으므로(자본시장법 제124조 제1항 및 제2항 제1호), 공모 관련 자본시장법상 의무의 주요사항으로는 증권신고서 작성의무와 투자설명서 교부의무가 있다고 할 수 있다. 우리 자본시장법이 규정하는 공모 관련 의무로서 금융위원회에 대한 증권신고서 작성·제출과 투자자에 대한 투자설명서 사용·교부를 이행하지 않는 한, 한국 자본시장에서 증권 공모는 허용되지 않는다.

111) Benicke, 전게논문(주40), SS. 36-37; von Hein, 전게논문(주9), SS. 392-394.

112) Encyclopedia EPL/Hellgardt, Prospectus Liability, p. 1386; Palandt/Thorn, Art. 4 Rom II, Rn. 30.

113) Wegen/Lindemann, 전게논문(주70), para. 6.29

114) M/M/Mankowski, Art. 1 Brussels Ibis, para. 21.

115) von Hein, 전게논문(주9), SS. 387-388.

를관계라고 할 수는 없다.¹¹⁷⁾

한편 발행인 이외에 인수인, 주선인 등이 부담하는 투자설명서책임의 경우에도 위 ②가 타당하다고 본다. 투자설명서의무를 부담하지 않더라도 인수인, 주선인 등도 투자설명서 최초승인자가 가장 밀접한 관련이 있다고 주장할 수 있다. 유럽연합 역내 금융기관인 인수인, 주선인 등의 경우 금융상품시장지침Ⅱ 등에 따라 국경의 제약 없이 국제적 영업이 가능하므로 실제 공모지보다는 발행인의 본원국이 더 중요할 수 있다.

(2) 공모지법

예외조항을 통하여 투자설명서책임과 가장 밀접한 관련이 있는 국가의 법으로서 증권이 공모·발행되고 투자자가 이를 취득한 시장이 있는 국가의 법, 즉 공모지법을 적용하자는 견해이다.¹¹⁸⁾ 유럽연합 회원국을 제외하고는 발행공시의무와 그로부터 발생하는 민사책임이 모두 공모지법에 의하여 규율됨이 보통이다. 이를 “투자설명서책임은 투자설명서의무를 따른다”라고 말하기도 한다.¹¹⁹⁾ 우리나라를 포함하여 유럽연합 역외국가의 경우 증권의 공모가 행하여지는 국가에서 공모에 관한 신고의무도 이행하여야 하므로, 시장지는 공모신고의 무지이자 공모지로서 양자가 같은 국가를 의미한다. 이때 투자설명서책임이 시장지법에 의하여 규율된다고 함은 예컨대 필요한 신고를 이행하지 않고 공모하는 경우에는 공모신고의 무지로서의 속성이 강조되고, 자본시장관련법이 허용함에 따라 신고 없이 공모하는 경우에는 공모지로서의 속성이 강조된다고 할 수 있으나, 공모신고의무지와 공모지가 같다는 전제에는 변함이 없다.

반면에 유럽연합에서는 투자설명서 최초승인지는 증권이 공모 또는 상장되는 국가와 무관하고, 시장과 발행공시의무 간의 관련성은 깨지게 된다. 예외조항을 통하여 공모지법을 적용하자는 견해는 투자설명서 역내통용체계에도 불구하고 공모신고의무지보다 공모지가 투자설명서책임과 더 밀접한 관련이 있다고 보는 것이다.

(3) 발행인 승인법

예외조항을 통하여 투자설명서책임과 가장 밀접한 관련이 있는 국가의 법으로서 발행인의 설립지법 또는 최초 상장지법을 적용하자는 견해이다.¹²⁰⁾ 유럽연합을 기준으로 보면, 투자설명서 역내통용체계는 공모 또는 상장을 위하여 본원국, 대체로 발행인의 등록사무소(registered office) 소재지에서의 투자설명서 승인을 요구하므로 설립지는 어느 정도 근거가

116) 공법상 투자설명서의무의 준거법은 국제사법 규칙에 의하여 결정되는 것이 아니라 국제행정법(또는 섭외공법)의 법리에 의하여 결정된다고 보아야 한다. 우리 국제사법 제32조 제3항의 종속적 연결을 위한 근거로서 기존 법률관계가 사법상 법률관계에 한정될 필요는 없으나, 불법행위의 당사자들 간에 존재하는 법률관계이어야 하므로, 행정기관에 대하여 부담하는 공법상 내지 행정규제법상 의무가 사법상 법률관계의 당사자들 간에 존재하는 법률관계라고 할 수 있는지는 의문이다.

117) Palandt/Thorn, Art. 4 Rom II, Rn. 30. 허항진, 국제증권시장의 법과 실무(세창출판사, 2009), 349-352면; 문만석, “자본시장법상 역외적용의 문제점과 개선방안에 관한 연구: 미국 사례의 고찰을 중심으로”, 성균관대학교 법학박사 학위논문(2015), 161-165면의 ‘매트릭스 모델’이 민사책임에도 적용된다고 본다면, 그 전제로서 위 ①의 견해를 따른 것이라고 볼 여지도 있다.

118) Weber, 전게논문(주82), SS. 1586-1587.

119) Benicke, 전게논문(주40), S. 36: “Die Prospekthaftung folgt dann der Prospektspflicht.”

120) Davies, Paul, “Davies Review of Issuer Liability: Final Report”(June 2007), para. 63.

있다.¹²¹⁾ 그러나 최초 상장지의 경우 유럽연합 역외 발행인은 역외에서의 행위는 의미가 없고 대체로 역내에서 최초로 공모 또는 상장 신청을 하고자 하는 회원국을 본원국으로 취급하므로,¹²²⁾ 유럽연합 역내 발행인과 유럽연합 역외 발행인을 구별하게 되는 문제가 있다.

공모신고의무지법의 적용을 주장하는 견해 중에는 이를 통하여 결과적으로 투자설명서책임의 전제가 되는 발행공시규제와 발행인의 속인법이 한 국가의 법에 의하여 조화롭게 규율될 수 있음을 강조하기도 하나,¹²³⁾ 이는 발행인의 속인법 자체를 바로 적용하자는 견해는 아닌 것으로 보인다.¹²⁴⁾ 한편 스위스 국제사법은 발행인에 한하지 않고 투자설명서책임주체의 속인법으로의 선택적 연결을 규정한다.¹²⁵⁾

(4) 투자자 상거소지법

예외조항을 통하여 투자설명서책임과 가장 밀접한 관련이 있는 국가의 법으로서 투자자 상거소지법을 적용하자는 견해가 있을 수 있다. 불법행위지원칙에 의하여 투자자 상거소지를 불법행위지로 파악하는 경우 그에 따르나, 그렇게 파악할 수 없는 경우에도 예외조항을 통하여 동일한 결론에 도달할 수 있다. 증권 취득자는 금융소비자이므로, 소비자계약의 준거법에 관한 규정을 유추적용하여 투자설명서책임의 준거법은 소비자계약에 관한 특칙에 준하여 결정하자는 주장이 있을 수 있다.¹²⁶⁾ 그러나 특정한 청구에 관하여 계약 또는 불법행위로의 성질결정이 문제되는 경우 약자의 고려(*favor laesi*) 또는 소비자의 고려(*favor consumptoris*)에 의하여 영향을 받기보다는 엄격한 중립적 접근법을 취하여야 한다.¹²⁷⁾ 또한 자본시장 불법행위에 대하여 가장 높은 수준으로 투자자를 보호하는 곳은 투자자 상거소지라기보다는 시장지라는 유력한 반론도 있다.¹²⁸⁾

라. 소 결

투자설명서책임의 준거법은 예외조항을 통하여 시장지법을 적용하여야 하고, 유럽연합 역외국가에서는 시장지가 공모지를 의미함이 원칙이라고 할 수 있으나, 이는 공모신고의무지와 다르지 않다. 유럽연합의 투자설명서 역내통용체제와 같이 예외적으로 공모지와 공모신고의무지가 분리되는 경우에는 후자가 시장지라고 보아야 한다.

불법행위지원칙에 우선하는 종속적 연결원칙에 의하여 공모신고의무지법을 준거법으로 지정할 수 있는지가 문제되는데, 공법상 내지 행정규제법상 투자설명서의무는 발행인과 공모신고의무지의 관할당국 간의 행정규제법상 관계로서, 투자설명서책임의 당사자들 간의 기존 법률관계로 볼 수는 없다. 로마II 규정 제4조 제3조의 완화된 종속적 연결원칙에서는 투자설

121) 투자설명서규정(Regulation (EU) 2017/1129 of the European Parliament and of the Council of 14 June 2017 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading on a regulated market, and repealing Directive 2003/71/EC Text with EEA relevance) 제2조 (m)호 (i)목 참조.

122) 투자설명서규정 제2조 (m)호 (iii)목 참조.

123) Ringe/Hellgardt, 전제논문(주40), pp. 54-55.

124) 석광현, 전제서(주15), 210면, 주30 참조.

125) 상세는 후술 IV. 1. 나. 참조.

126) 석광현, 전제서(주15), 327면 참조.

127) 이와 같은 유럽사법재판소의 접근법에 관하여 von Hein, 전제논문(주21), p. 259 참조.

128) von Hein, 전제논문(주9), S. 392.

명서의무를 비롯한 여러 요소를 고려하여 특별예외조항을 원용할 수 있지만, 우리 국제사법은 그보다 경직된 종속적 연결원칙을 규정하고 있으므로, 적어도 종속적 연결에 의하여서는 공모신고의무지로 연결할 수 없다. 한편 투자설명서책임은 투자자와 개별 투자설명서책임주체 간에 기존 법률관계가 직접 존재하는지 여부와 무관하게 일률적으로 인정되므로, 기존 법률관계의 준거법으로의 종속적 연결도 인정할 수 없고, 이는 예외조항을 통하여 정당화가 가능하다.

결국 우리 국제사법상 단계적 연결원칙에도 불구하고 예외조항에 의하여 종속적 연결원칙과 공통상거소지원칙을 회피하고 순전한 재산적 손해에 관한 행동지 일원주의에 따라 행동지로서의 시장지의 법을 준거법으로 적용하여야 한다. 이는 예외조항의 목적과 취지에 비추어 허용된다고 본다. 이와 같은 결론은 국제사법 제32조 제1항과 제8조를 결합하여 투자설명서책임에 대한 독자적인 준거법 결정원칙을 정형적으로 구성함으로써 도달할 수 있다.

5. 논의의 종합

투자설명서책임은 불법행위의 준거법 결정규칙에 따라 그 준거법을 결정하여야 한다. 전술하였듯이 투자설명서책임과 같이 순전한 재산적 손해가 문제되는 경우 불법행위의 준거법 결정을 위한 결과발생지의 특징이 필요하고 가능한지, 로마II규정과 달리 행동지를 고려할 수 있는 우리 국제사법에서 결과발생지의 특징이 반드시 필요한지, 행동지만을 불법행위지라고 볼 수는 없는지, 행동지가 결과발생지에 우선할 수 있는지, 이들의 경우 불합리는 없는지, 편재원칙에 따라 피해자에게 준거법 선택권을 인정할지 등이 문제된다. 우리 국제사법에서 규정하는 단계적 연결원칙에 따라 당사자자치원칙, 종속적 연결원칙, 공통상거소지원칙, 불법행위지원칙의 순서로 검토한 결과는 다음과 같다.

먼저 투자설명서책임제도의 실효성 확보를 위하여 투자자가 발행인, 인수인, 주선인 등과 투자설명서책임의 준거법을 사후적으로 합의하는 것은 원칙적으로 허용되지 않는다(국제사법 제33조의 목적론적 축소).

다음으로 투자설명서책임주체와 투자자가 동일한 국가에 상거소가 있는 경우에는 해당 공통상거소지법이 준거법으로 적용됨이 원칙인데, 투자설명서책임의 경우에는 청구권자인 투자자가 복수이고, 나아가 복수의 투자자가 복수의 국가에 소재할 수 있으며, 연대책임을 부담하는 투자설명서책임주체인 발행인, 인수인, 주선인 등도 얼마든지 복수의 국가에 소재할 수 있다. 이 경우 원고와 피고의 상거소를 비교·결합하여 동일한 국가에 상거소가 있는 원고-피고 결합은 공통상거소지법을 적용하고, 그렇지 않은 결합은 불법행위지원칙에 따라 준거법을 결정하는 것은 동일한 자본시장에 참여한 투자자들은 동일한 수단에 의하여 손해를 전보 받아야 한다는 원칙에 반하므로, 예외조항을 통하여 모든 원고-피고 결합에 시장지법을 일원적으로 적용함으로써 파행적인 결론을 회피하는 것이 바람직하다고 본다.

결국 불법행위지원칙의 적정한 운영이 중요한데, 결과발생지가 존재하지 않는 순전한 재산적 손해의 특수성을 고려한다면, 불법행위지는 행동지로서의 시장지, 구체적으로는 공모신고의무지이자 공모지라고 보아야 한다. 전자의 경우 자본시장관련법에 따른 공모신고의무를 이행하기 위한 작위행위가 있었던 곳으로 볼 수도 있고, 해당 의무를 충실히 이행하지 않은 부작위가 있었던 곳으로 볼 수도 있다. 후자의 경우 증권 취득의 청약의 권유 등 작위행위가 있었던 곳으로 볼 수 있다. 한편 행동지가 시장지를 포함한 복수의 국가에 걸쳐 있는 산재불법행위 사안에서도 시장지법을 일원적으로 적용함이 타당하다.

IV. 투자설명서책임의 독립적 연결대상으로의 입법에 관한 검토

우리 국제사법에는 투자설명서책임에 관한 특별저촉규정이 존재하지 않는다. 이하에서는 투자설명서책임에 관한 특별저촉규정을 두고 있는 스위스의 입법례를 고찰하고, 로마II 규정의 개정론을 독일국제사법협회가 제안한 개정안을 중심으로 검토하며, 우리 국제사법의 개정을 위한 입법론을 모색한다.

1. 스위스의 입법례

가. 특별저촉규칙의 의의

스위스 국제사법은 제151조 제3항¹²⁹⁾에서 투자설명서책임의 국제재판관할에 관하여 규정하고, 제165조 제2항¹³⁰⁾에서 투자설명서책임에 관한 외국재판의 승인·집행에 관하여 규정함과 동시에, 제156조에서 투자설명서책임의 준거법에 관한 특별저촉규칙을 규정한다. 이는 투자자 보호와 자본시장 질서유지라는 실질법적 가치의 반영으로서,¹³¹⁾ 투자설명서책임의 준거법에 관한 명시적인 저촉규정을 두고 있는 유일한 입법례이다. 특별저촉규정에서 그 대상이 되는 쟁점을 명확히 규정하고 있으므로 스위스 국제사법에서는 원칙적으로 투자설명서책임의 성질결정이 문제되지 않는다.¹³²⁾ 스위스 국제사법 제156조는 스위스 법원에 국제재판관할이 인정되는 경우에 스위스법의 적용범위를 정하는 일방적 저촉규범이 아니라, 외국의 자본시장관련법 내지 자본시장보호법제가 준거법으로 지정될 수도 있음을 전제한 쌍방적 저촉규범이고, 이는 국내외 투자자를 동일하게 취급함으로써 투자자 보호라는 정책목표를 달성하고자 하는 입법자의 의사가 국제사법에 반영된 것으로 볼 수 있다.¹³³⁾

나. 스위스 국제사법 제156조의 연결규칙

스위스 국제사법 제156조는 “투자설명서, 투자제안서 또는 이와 유사한 공지방법에 의한 지분증권과 채무증권의 공모발행으로부터 발생하는 청구권은 단체의 준거법 또는 발행이 행하여진 국가의 법에 의한다”라고 규정한다.¹³⁴⁾ 스위스 국제사법은 제155조에서 단체의 준거

129) 스위스 국제사법 제151조 제3항은 다음과 같이 규정한다: “지분증권과 채무증권의 공모발행에 기한 소에 대하여는 [제151조 제1항 및 제2항 이외에] 발행지(Ausgabeort)의 스위스 법원에 관할이 있다. 이 관할은 재판적의 합의에 의하여 배제될 수 있다.” 국문번역은 이호정(1990), 34면; 석광현(2001d), 559면을 참고하여 다소 수정하였고, [] 부분은 필자가 문맥을 고려하여 삽입하였다.

130) 스위스 국제사법 제165조 제2항은 다음과 같이 규정한다: “투자설명서, 투자제안서 또는 이와 유사한 공지방법에 의한 지분증권과 채무증권의 공모발행에 기한 청구권에 관한 외국의 재판은 그것이 지분증권 또는 채무증권의 발행지가 소재하고 있는 국가에서 선고되고 피고가 그 주소를 스위스에 가지고 있지 않았던 경우에 스위스에서 승인된다.” 국문번역은 이호정, “스위스의 개정국제사법전”, 서울대학교 법학 제31권 제3/4호(서울대학교 법학연구소, 1990), 36면; 석광현, “스위스 국제사법(IPRG)”, 국제사법과 국제소송 제1권(박영사, 2001), 562면을 참고하여 다소 수정하였다.

131) Kondorosy, 전게서(주54), S. 252.

132) 후술하듯이 특별저촉규정의 적용범위에는 지분증권과 채무증권만이 포함되고 수익증권은 포함되지 않으므로, 수익증권 공모발행에서 투자설명서책임이 문제되는 경우에는 그것의 저촉법상 성질결정이 문제될 수 있다.

133) 山内惟介, “競争法と国際私法との関係について: 国際私法による国際的競争行為の規制可能性”, 21世紀国際私法の課題(信山社, 2012), 196頁 참조.

134) 수익증권은 특별저촉규정의 적용범위에서 제외되어 있다. 국문번역은 이호정, 전게논문(주130), 35

법에 관하여 설립준거법주의를 규정한 다음에 제156조 내지 제161조에서 개별문제에 대한 특별연결을 규정하는데, 그 목적은 단체와 법률관계를 형성하는 자의 이익을 보호하기 위함이다.¹³⁵⁾ 투자설명서책임에서 발행지로의 선택적 연결의 이유는 발행지의 투자자 보호 규정 및 공시의무 관련 규정은 공서로서의 성질을 가지기 때문이다.¹³⁶⁾ 다만, 선택적 연결의 취지상 투자자는 제15조의 일반예외조항을 원용할 수 없는데, 제156조는 가장 밀접한 관련의 원칙에 근거한 규정이 아니므로 동 원칙의 실현을 위한 제15조와 상충되고, 준거법 합의가 있으면 제15조를 원용할 수 없듯이 선택적 연결에서도 그러하다는 것이다.¹³⁷⁾ 한편 사전적으로 증권(주로 채무증권) 자체의 준거법이 합의되어 있거나 투자설명서 등에 준거법 조항이 포함되어 있다고 하더라도, 투자자 보호와 자본시장 질서유지를 목적으로 하는 투자설명서 책임제도의 목적을 고려한다면, 이와 같은 사전적 준거법 합의는 허용되지 않는다고 보아야 하고, 투자설명서책임은 제156조에 의하여 배타적으로 규율된다고 보아야 한다.¹³⁸⁾

제156조는 단체의 준거법이나 증권의 발행지법으로의 선택적 연결을 규정하므로, 투자설명서책임주체의 속인법 소속국과 증권의 발행지국이 서로 다른 경우에는 스위스 투자자이든 외국 투자자이든 투자설명서 부실표시로 인하여 손해를 입은 자는 투자설명서책임주체의 속인법과 증권의 발행지법 중에서 자신에게 유리한 것을 선택하여 손해배상청구권을 행사할 수 있다.¹³⁹⁾ 준거법 선택은 구두, 서면에 의하여 명시적으로 가능하나, 제반사정에 비추어 묵시적으로 인정될 수도 있다.¹⁴⁰⁾ 그러나 일부 쟁점에 관한 준거법 선택은 허용되지 않는다.¹⁴¹⁾

선택적 연결은 발행인으로 하여금 그 속인법 소속국과 증권의 발행지국의 공시규제를 모두 준수하게 하는 효과가 있다.¹⁴²⁾ 스위스 회사가 스위스 아닌 국가에서 사기적 행위를 하고 그곳에서 증권을 발행·판매하는 경우에도 투자자가 투자설명서책임의 준거법으로 스위스 회사의 속인법을 선택하는 때에는 스위스법상 투자자 보호규정이 적용되는 효과가 있다.¹⁴³⁾ 다만, 스위스가 아닌 국가의 법이 투자설명서책임주체의 속인법으로서 투자설명서책임의 준거법으로 선택되는 경우에도 형식적 및 실질적 투자설명서의무(formelle und materielle Prospektspflicht)와 그로부터 도출되는 청구권에 관한 스위스법은 제18조에 근거하여 강행법규로서 적용되어야 한다.¹⁴⁴⁾

면; 석광현, 전계논문(주130), 560면을 참고하여 다소 수정하였다. 스위스 국제사법 전체 조문의 국문번역은 이호정, 전계논문(주130), 12면 이하; 석광현, 전계논문(주130), 527면 이하 참조. 이하에서 스위스 국제사법의 조문을 언급하는 경우에는 법명을 생략하고 조문만을 기재함을 원칙으로 한다.

135) 석광현, 전계논문(주130), 518-519면.

136) Kondorosy, 전게서(주54), SS. 264-265; 석광현, 전계논문(주130), 519면.

137) Kondorosy, 전게서(주54), S. 262.

138) Kondorosy, 전게서(주54), S. 265.

139) Garcimartín, 전계논문(주11), p. 451; 山内惟介, 전계논문(주133), 196頁.

140) Kondorosy, 전게서(주54), S. 266.

141) Kondorosy, 전게서(주54), S. 266.

142) Kondorosy, 전게서(주54), SS. 253, 263.

143) Kondorosy, 전게서(주54), S. 260.

144) Girsberger, Daniel/Heini, Anton/Keller, Max/Kostkiewicz, Jolanta Kren/Siehr Kurt/Vischer, Frank/Volken, Paul (hrsg.), *Zürcher Kommentar zum IPRG: Kommentar zum Bundesgesetz über das Internationale Privatrecht (IPRG) vom 18. Dezember 1987*, 2. Auflage (Schulthess, 2004), Art. 156, Rn. 10 (Vischer 집필부분). (이하에서는 이 문헌을 “ZürchKomm/집필자, 집필부분”의 방법으로 인용하기로 한다.) 스위스 국제사법 제18조는 다음과 같이 규정한다: “[스위스법의 규정들]의 특별한 목적 때문에 이 법률에 의하여 지정되는 법과는 관계없이 강행적으로 적용되어야 하는 스위스법의 규정들은 [적용되기 위하여] 유보된다.” 국문번역은 이호정(1990), 14면; 석광현(2001d), 531면을 참고하여 다소 수정하였고, [] 부분은 필자가 문맥을 고려하여 삽입하였다.

발행지(Ausgabeort)는 투자설명서가 아니라 지분증권 또는 채무증권의 발행지를 의미한다.¹⁴⁵⁾ 발행지에서의 공모행위는 영향을 받는 시장의 규제이익(Aufsichtsinteresse)과 영토적 관련(territoriale Verknüpfung)이 인정된다.¹⁴⁶⁾ 인수인, 주선인 등이 투자자로 하여금 공모발행 예정인 증권에 모집에 응하도록 하기 위하여 투자설명서를 사용·교부함으로써 투자자에게 청약권을 부여하는 국가는 투자자의 청약에 기초하여 주간사 인수인이 투자자에게 증권 수량을 배정하고 발행인이 실제로 증권을 발행하는 국가와 서로 다를 수 있다. 증권 발행지가 둘 이상인 경우에는 손해배상주체¹⁴⁷⁾의 속인법 소속국과 함께 셋 이상의 법질서가 경합하나,¹⁴⁸⁾ 투자자는 모든 발행지를 고려하여 그 중 가장 유리한 발행지법을 선택할 수 있는 것이 아니라 자신이 취득한 증권 발행지에서만 관련성이 인정될 수 있으므로 그 발행지법만을 고려할 수 있다고 보아야 한다.¹⁴⁹⁾ 특정한 법역의 발행공시규제와 무관하게 발행되는 유로채와 같은 초지역적(überregional) 발행의 경우에도 관련 발행지들 중 적어도 하나에서 공모발행에 해당하는 때에는 제156조가 적용된다.¹⁵⁰⁾

결국 발행지는 인수단(Emissionssyndikat)의 구성에 따라 결정된다. 예컨대 A국 회사가 발행하는 증권이 B국에 소재한 금융기관들만으로 구성된 인수단에 의하여 모집되는 경우에는 A국 발행인의 의도는 B국 투자자들에게 투자를 권유함으로써 B국에서 증권을 발행하는 것이라고 할 수 있다. 반면에 인수단이 B국, C국 등 서로 다른 국가에 소재한 금융기관들로 구성되는 경우에는 해당 증권은 그와 같은 내용으로 인수계약을 체결한 A국 발행인의 의도에 따라 복수의 국가에서 공모될 것이다. 이 경우 인수단의 구성을 제외한 나머지 요소는 부차적 의미만 있다.¹⁵¹⁾ 다만, 증권은 인수단을 구성하는 금융기관이 소재하고 있지 않은 제3국에서도 공모될 수 있는데, 예컨대 인수단에 속하는 스위스 금융기관이 리히텐슈타인 투자자에게 초국경적 투자권유를 할 수 있다. 이 경우 청약지가 발행지라는 견해도 있으나,¹⁵²⁾ 청약지가 자의적으로 결정될 우려가 있으므로, 인수단을 구성하는 금융기관이 소재하고 있지 않은 제3국에서 청약이 행하여지는 경우에는 인수단을 구성하는 금융기관이 이를 승낙하는 때에 한하여 승낙지를 발행지로 인정할 수 있다는 견해가 설득력이 있다.¹⁵³⁾

145) ZürchKomm/Vischer, Art. 156, Rn. 5. 반면에 山内惟介, 전게논문(주133), 196頁은 투자설명서의 발행지라고 한다.

146) Kondorosy, 전게서(주54), S. 261.

147) 법문에 비추어 보면, 발행인, 인수인, 주선인 또는 기타 관여자를 구별하지 않는 것으로 보인다. 다만, 예컨대 투자설명서 기재사항의 진실성이나 정확성에 관하여 의견을 제출하거나 이를 확인하고 서명하는 등의 행위를 법무법인, 회계법인, 감정평가법인 등이 아니라 자연인으로서의 변호사, 공인회계사, 감정인 등이 행한 예외적인 경우에는 그가 단체로서의 법인격을 가질 수는 없으므로 그의 투자설명서책임이 문제된다면 증권 발행지법으로 일원적으로 연결됨이 원칙이라고 할 수 있다.

148) BaslerKomm/Eberhard, Art. 156, Rn. 13은 발행인이 그 본거지(Sitzland) 이외의 단일한 국가에 소재한 투자자에게만 발행하는 경우(internationale Platzierung)와 발행인이 복수의 국가에 소재한 투자자에게 발행하는 경우(multinationale Platzierung)를 구분한다. 후자의 경우 발행인의 본거지에서도 발행됨이 보통이다.

149) Kondorosy, 전게서(주54), S. 261. 모집 및/또는 상장이 복수의 국가에서 행하여지는 경우 이를 본질적으로 파악하여 각각 상이한 국가의 법으로 연결시키는 것은 비효율적이다. Kronke, 전게강연문(주10), p. 311

150) BaslerKomm/Eberhard, Art. 156, Rn. 14.

151) BaslerKomm/Eberhard, Art. 156, Rn. 15 참조.

152) BaslerKomm/Eberhard, Art. 156, Rn. 16. 발행시장에서는 초국경적 활동이 공법상 규제에 의하여 제한됨이 일반적이나, 유럽연합의 경우 서비스의 자유로운 이동이 보장되므로, 투자자가 제3국에 거주하였다는 사실과 자신의 주소지에서 공모가 있었다는 사실을 증명하는 경우 그 제3국을 발행지로 볼 수 있다고 한다.

한편 상장지, 즉 거래소 소재지를 발행지라고 볼 수 있는지가 문제된다. 증권을 거래소에 상장하는 것과 증권을 발행하는 것 자체는 개념적으로 구별되므로, 스위스 채무법 제1156조에 따라 인정되는 거래소 소재지에서 작성·교부된 상장 투자설명서의 부실표시에 대한 민사 책임에도 제156조가 적용되는가의 문제이다.¹⁵⁴⁾ 예컨대 영국회사가 스위스에서 발행한 증권을 룩셈부르크 거래소에 상장하고자 하는 경우, 증권의 발행지와 거래소 소재지는 서로 다르다. 거래소에의 상장을 위하여는 이미 발행된 증권이 있어야 하므로, 거래소에의 상장은 시간적으로 증권의 발행 이후에 행하여지는데, 발행 투자설명서가 상장 투자설명서와 별도로 작성·교부된다. 투자자는 거래소 소재지국법에 의하여만 보호법익이 인정될 수 있으므로 상장지는 발행지에 포함되지 않는다는 견해도 있으나, 발행 투자설명서와 상장 투자설명서가 대체로 동일한 내용으로 작성되는 실무를 고려한다면 발행지에는 상장지도 포함된다고 확대 해석하여야 한다는 견해도 있다.¹⁵⁵⁾

다. 평 가

스위스 국제사법이 위와 같은 특별저촉규칙을 채택함에 따라 복수의 국가에서 증권을 발행하고자 하는 발행인은 그 속인법이나 발행지국법(들) 중에서 투자자에게 가장 유리한 법, 바꾸어 말하면 발행인에게 가장 엄격한 법의 준수가 강제되고, 선택적 연결원칙은 발행공시 규제 준수의 측면에서는 사실상 누적적 연결원칙으로 작동한다고 볼 수 있다.¹⁵⁶⁾ 실제상으로 투자자의 준거법 선택권이 발행인에게 과도한 부담으로 작용하지는 않는다고 하나,¹⁵⁷⁾ 선택적 연결은 문제를 정면으로 해결하는 방법은 아니라고 할 수 있고,¹⁵⁸⁾ 스위스 투자자들이 상호간에 동등하게 취급되지 못하는 문제도 있다.¹⁵⁹⁾

무엇보다도 단체의 속인법이 투자자에게 더 유리하여 적용되는 경우가 아닌 한, 단체의 속인법의 적용은 이론적으로 근거가 없다.¹⁶⁰⁾ 단체의 속인법이 규율하는 범위는 단체의 설립, 권리능력과 행위능력, 단체의 조직과 내부관계, 사원의 권리와 의무, 사원권의 양도, 합병 등 단체의 설립부터 소멸까지 단체와 관련된 모든 사항이고, 내부문제 내지 조직법상 문제에 국한되지 않으며, 예컨대 단체의 채권자에 대한 사원의 개인적 책임 유무, 단체의 재산 외에 사원의 개인재산도 단체의 채권자에 대한 책임재산 해당 여부 등 단체의 외부문제도 단체의 속인법에 의하여 규율된다.¹⁶¹⁾ 단체의 외부문제 중에서 단체의 속인법에 의하여 규율되는 사항은 내부문제로서의 성격이 비교적 강한 것이라고 할 수 있다. 그런데 예컨대 투자설명서에 기초하여 발행인의 지분증권에 투자한 자가 회사의 주주로서의 지위를 취득함은 물론이나, 투자설명서 부실표시라는 행위는 그가 주주로서의 지위를 취득하기 전에 발생한 문제이고, 그 목적도 주주로서의 지위 보장 등 발행인과 주주 간의 내부관계 정립보다는 투자자의 적정한 투자판단을 보조하고 자본시장의 건전성을 유지하기 위한 것이므로, 투자설명서책임을 회사의 내부문제라거나 내부문제로서의 성격이 강한 외부문제라고 볼 수는 없는

153) ZürichKomm/Vischer, Art. 156, Rn. 5.

154) ZürichKomm/Vischer, Art. 156, Rn. 5; BaslerKomm/Eberhard, Art. 156, Rn. 20.

155) BaslerKomm/Eberhard, Art. 156, Rn. 20.

156) Kondorosy, 전게서(주54), S. 253; 山内惟介, 전게논문(주133), 196頁 참조.

157) Ringe/Hellgardt, 전게논문(주40), p. 38.

158) Kondorosy, 전게서(주54), S. 256.

159) Kondorosy, 전게서(주54), S. 258.

160) 같은 견해로 Kronke, 전게강연문(주10), p. 311.

161) 석광현, 전게서(주15), 210면.

것으로 생각된다.¹⁶²⁾ 무엇보다도 투자자가 발행인이 아니라 인수인 또는 주선인, 투자설명서 부실표시에 관여한 법무법인, 회계법인, 감정평가법인 등 발행인 이외의 공모발행 관여자를 상대로 투자설명서책임을 추궁하는 경우에는 투자자와 해당 관여자 간에 내부문제적 성격의 법률관계가 존재하지 않으므로 해당 관여자의 속인법으로 연결시킬 정당한 근거가 없다고 생각된다.

또한 채무증권을 취득한 투자자는 발행인과의 관계에서 사채계약 등의 상대방 당사자 지위에 있을 뿐이고, 발행인과 채무증권 투자자 간의 관계를 발행인의 내부문제라고 볼 수는 없으므로, 채무증권 투자자가 발행인을 상대로 투자설명서책임을 추궁하는 경우에도 이를 발행인의 속인법으로 연결시킬 근거는 약하다고 생각된다.¹⁶³⁾

2. 로마II 규정의 개정론

가. 특칙 신설 필요성

로마II 규정 전문 제19조는 가해자의 이익과 피해자의 이익을 비롯하여 문제되는 이익들 간의 합리적인 균형이 로마II 규정의 일반원칙에 의하여 달성되지 않는 경우에는 특수불법행위에 관한 특별저촉규칙을 두어야 한다고 명시한다. 유럽연합 집행위원회가 투자설명서지침¹⁶⁴⁾에 관하여 2015년 각국 정부기관, 각계 이익집단과 전문가를 대상으로 실시한 설문조사(Consultation on the Review of the Prospectus Directive)¹⁶⁵⁾에서 국제적인 투자설명서책임에 관한 소송이 복수 국가의 법원에서 제기되고 투자자별로 서로 다른 준거법이 적용될 위험에 관하여 많은 우려가 제기되었고,¹⁶⁶⁾ 국제재판관할과 준거법에 관한 다양한 제안이 제출되었다.¹⁶⁷⁾ 특히 투자설명서책임의 준거법에 관하여 업계를 중심으로 투자설명서 최초승인지법 또는 증권 자체의 준거법 소속국법에 의하자는 견해가 다수 제출된 것에 주목할 만하다.¹⁶⁸⁾

162) 김연미, “상법상 외국 회사의 지위”, BFL 제42호(서울대학교 금융법센터, 2010), 9면은 주주, 이사, 임원 등 회사의 기관의 지위에서 보유하는 권리가 문제되는 경우에는 내부문제이고, 기관의 지위가 아니라 개별적 권리가 인정되는 경우에는 내부문제가 아니라고 한다. 투자설명서책임은 투자자가 주주의 지위에서 보유하는 권리의 문제라고 할 수 없다고 생각된다.

163) 같은 견해로 Kondorosy, 전거서(주54) S. 254. 시장지법(Marktstatut)으로의 연결을 지지한다.

164) Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of 4 November 2003 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC (Text with EEA relevance).

165) 동 설문조사의 목적, 대상집단, 진행방법, 일반에 공개된 응답내용, 응답내용의 요약 등에 관한 상세는 http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/prospectus-directive/index_en.htm 참조.

166) <https://ec.europa.eu/eusurvey/publication/prospectus-directive-2015>의 Statistics 항목 제32항에 따르면, 투자설명서책임과 관련한 복수 국가에서의(또는 초국경적) 책임 문제가 식별되는가 하는 질문에 대하여, 응답자의 22.45%가 그렇다고 답하였고, 6.8%가 그렇지 않다고 답하였다(30.61%는 의견 없음, 40.14%는 무응답).

167) <https://ec.europa.eu/eusurvey/publication/prospectus-directive-2015?surveylanguage=en>에 공개된 응답내용 중 일반론에 관한 것을 보면, ① CFA Institute는 발행인이 각국의 투자설명서책임법제의 차이를 이용하여 본원국(투자설명서 최초승인지)을 자의적으로 선택할 수 있음을 우려한다. ② 네덜란드 재무부, 금융시장감독청(AFM), 중앙은행(DNB)은 발행인이 복수의 국가에서 복수의 법률분쟁이 제기될 것을 우려하여 복수의 국가에서 증권 발행을 회피하는 현상이 있다고 지적하면서, 국제사법 규칙의 정립이 투자자보호를 저해하지 않음을 강조한다. ③ Association française des marchés financiers (AMAFI)라는 프랑스 이익단체는 Kolassa 판결을 계기로 유럽연합 차원에서 투자설명서책임에 관한 국제재판관할 및 준거법 관련 규칙을 정립하는 것이 적절한지 논의를 시작하자고 한다. ④ Eumedion Corporate Governance Forum이라는 네덜란드 단체는 유럽연합 차원에서 통일된 집단소송체제를 정립하자고 한다.

나. 독일국제사법협회의 로마II 규정 개정안

독일국제사법협회(German Council for Private International Law)의 자본시장법 특별위원회(Special Committee on Financial Market Law)¹⁶⁹⁾는 2012. 3. 31. 뷔르츠부르크에서 채택한 결의문을 통하여,¹⁷⁰⁾ 자본시장 불법행위의 준거법을 결정함에 있어서 현행 로마II 규정은 충분하지 않고, 새로운 규정이 필요하며, 신설 규정은 시장지(location of market, Markttort)를 연결점으로 규정하여야 한다는 입장을 표명하였다. 구체적으로는 로마II 규정 제6조의2로 자본시장 불법행위의 준거법에 관한 특칙을 신설하고, 전문 제20조항의2를 신설하며, 전문 제34항을 개정할 것을 제안하였다.¹⁷¹⁾ 독일국제사법협회의 개정안은 투자설명서책임에 국한하지 않고 자본시장 불법행위 일반에 관하여 준거법 결정규칙을 제시하고 있는데, 시장지주의를 원칙으로 하면서도, 예외조항을 통하여 구체적 타당성을 도모하고, 피해자의 준거법 선택권 인정과 당사자자치원칙 등을 통하여 당사자들의 이익을 고려하고 있다.

먼저 로마II 규정 제6조의2와 전문 제20항의2 신설안은 다음과 같다.¹⁷²⁾ 신설안은 부정경쟁, 경쟁제한에 관한 기존 로마II 규정 제6조와의 정합성을 고려하되 자본시장 불법행위의 특수성을 반영하고 있다. 전문 제20항의2를 통하여 개별조항의 목적과 해석기준을 간취할 수 있다.

168) <https://ec.europa.eu/eusurvey/publication/prospectus-directive-2015?surveylanguage=en>에 공개된 응답내용을 구체적으로 보면(밑줄은 필자가 추가), ① DRS Belgium이라는 벨기에 법률회사는 에컨대 벨기에 회사가 발행한 주식을 네덜란드 투자자가 네덜란드 금융중개기관이 교부한 투자설명서에 기초하여 인수하였는데 그 투자자가 독일에 증권계좌를 보유하고 있는 경우 Kolassa 판결에 따르면 결과발생지가 어디인가, 투자자는 발행인을 상대로 어느 국가의 법원에서 어느 법을 적용하여 소를 제기하여야 하는가의 문제가 발생한다고 지적하고, 특히 집단소송에서 법적 불안정성과 비효율성을 초래한다고 하면서, 로마II 규정 제4조 제3항의 예외조항이 대안이 될 수 있다고 한다. ② European Association of Public Banks라는 단체는 어느 국가의 투자설명서책임법제가 적용될지 명확하여야 투자자가 적절한 투자판단을 할 수 있다고 하면서, 준거법으로 투자설명서 최초승인지법(본원국법)을 적용하자고 한다. ③ International Capital Market Association (ICMA)이라는 단체는 잠재적인 법률분쟁을 예방하기 위하여, 국제재판관할의 경우 투자설명서 최초승인지의 관할이나 발행인의 선택이 반영된 합의관할을 인정하고, 준거법의 경우 증권 자체의 준거법 소속국법에 의하자고 한다. ④ 영국의 상업은행인 The Royal Bank of Scotland는 투자설명서규정에 명시하거나 당사자자치를 허용함으로써 준거법을 투자설명서 최초승인지법(본원국법), 유치국법 또는 증권 자체의 준거법 소속국법에 의하자고 한다. ⑤ Börse Stuttgart Holding GmbH는 준거법으로 투자설명서 최초승인지법(본원국법) 또는 증권 자체의 준거법 소속국법을 적용하자고 한다. ⑥ German Banking Industry Committee는 준거법으로 발행인의 등록사무소 소재지법(본원국법)을 적용하자고 한다. ⑦ De Brauw Blackstone Westbroek라는 네덜란드 법률회사는 국제재판관할의 경우 발행인 본거지에 전속관할을 인정하고, 준거법의 경우 발행인 본거지법에 의하되, 증권예탁증권(DR)의 경우 그 기초가 되는 주식을 발행한 회사의 본거지법에 의하자고 한다. ⑧ BNY Mellon이라는 영국 회사는 투자자 소재지보다는 투자설명서 최초승인지(본원국) 또는 상장승인을 받은 규제대상 시장 소재지의 국제재판관할을 인정하자고 한다. ⑨ Association for Financial Markets in Europe (AFME)이라는 단체는 발행인이 투자설명서에 본원국의 전속관할조항을 명시하도록 하자고 한다.

169) 동 위원회는 Hans-Jürgen Sonnenberger 교수(위원장), Sabine Corneloup 교수, Dorothee Einsele 교수, Jan von Hein 교수, Matthias Lehmann 교수, Stephan Leible 교수의 6인으로 구성되었다. German Council for Private International Law, “Resolution of the German Council for Private International Law, Special Committee on Financial Market Law”, *Praxis des internationalen Privat- und Verfahrensrechts* (IPRax), Jahr 2012 Heft 05 (Verlag Ernst und Werner Gieseking, 2012), p. 472.

170) 결의문은 독어 버전과 영어 버전으로 발표되었다. 영어 버전은 German Council for Private International Law, 전게자료(주169), pp. 471-472 참조. 이하에서는 이를 기초로 논의한다.

171) German Council for Private International Law, 전게자료(주169), p. 471.

172) 번역문의 밑줄은 필자가 강조를 위하여 추가한 것이다.

제6조의2 (자본시장에서의 불법행위)

- ① 자본시장에서의 불법행위로부터 발생하는 계약외채무의 준거법은 그로 인하여 영향을 받은 금융투자상품(affected financial instrument)이 규제대상시장에의 상장을 승인 받은 국가의 법으로 한다. 금융투자상품이 복수의 국가에 상장된 경우에 그 준거법은 금융투자상품이 취득되거나 처분된 국가의 법으로 한다. 책임이 있다고 주장되는 자가 이를 합리적으로 예견할 수 없었던 경우가 아닌 한, 규제대상시장 외에서의 거래에도 같은 법이 적용된다.
- ② 당해 행위가 제1항에서 지정된 국가 이외의 국가와 명백히 더 밀접한 관련이 있음이 사안의 모든 사정에 비추어 분명한 경우에는 그 다른 국가의 법이 적용된다.
- ③ 제1항에 근거하여 준거법을 결정할 수 없는 경우에는 해당 계약외채무에는 가장 밀접한 관련이 있는 국가의 법이 적용된다.
- ④ 당해 불법행위가 둘 이상의 국가의 시장에 영향을 미치는 경우에 피고의 주소지 법원에 손해배상청구의 소를 제기한 자는 자신의 청구의 근거에 대하여 소가 제기된 법원이 있는 국가의 법을 대신 적용하기로 선택할 수 있다. 다만, 금융투자상품이 그 회원국에서 규제대상시장에의 상장을 승인 받았거나 그곳에서 공모가 행하여진 경우에만 그러하다.
- ⑤ 자본시장에서의 불법행위가 특정한 자의 이익에만 배타적으로 영향을 미치는 경우에는 제4조와 제14조를 적용한다.
- ⑥ 제1항 내지 제4항에 따른 준거법은 발생한 손해를 초래한 사건이 있는 후에 체결된 합의에 의하여만 적용하지 않을 수 있다.

전문 제20항의2

자본시장에서의 불법행위에 관한 준거법 결정규칙의 목적은 적정한 투자자 보호, 자본시장의 기능 유지, 준거법에 관한 예측가능성을 보장하기 위한 것이다. 거래소라는 규제대상시장에서의 거래의 경우에 이는 해당 금융투자상품이 상장을 승인 받은 국가의 법을 적용함으로써 보장된다. 그러나 해당 금융투자상품이 복수의 시장에서 거래되거나 규제대상시장 외에서 거래되는 경우에는 그와 같은 연결이 해답을 제공해주지 않는다. 이 경우에는 일반적으로 해당 금융투자상품이 취득되었거나 처분된 국가의 법이 적용되어야 한다. 당해 사안의 사실관계가 발행인의 본원국(country of origin)과 더 밀접한 관련이 있는 경우에는 제6조의2 제2항의 회피조항이 적용되어야 한다. 가령 발행인의 신용도를 잘못 평가한 것에 따른 책임이 이에 해당할 수 있다.

제6조의2 제1항은 기존 제6조와 유사하게 투자설명서 부실표시를 비롯한 자본시장 불법행위의 준거법에 관하여도 시장지법을 원칙으로 규정한다. 다만, 공모지와 상장지를 모두 규율 대상으로 삼는 투자설명서지침 및 투자설명서규정과는 달리, 영향을 받은 금융투자상품의 공모지는 제외하고 상장지만을 시장지로 규정하는데, 이는 자본시장 불법행위 일반을 포괄하려는 의도로 보인다. 투자설명서책임의 경우 상장지 대신에 공모지 또는 본원국이 최밀접관련국이라면 제6조의2 제2항의 특별예외조항에 따라 공모지법 또는 본원국법을 적용함으로써 교정이 가능할 것으로 보인다. 증권의 발행인이 그 증권의 투자설명서에 관하여 본원국의 관할당국에서 승인을 받는 경우에 해당 증권은 본원국에서 공모되거나 그곳에 소재한 규제대상시장에 상장됨이 보통이나, 발행인이 투자설명서규정 제25조에 따라 유럽증권시장감독청과 유치국의 관할당국에 통지함으로써 해당 증권은 본원국 이외의 다른 회원국(들)에서도 유효하게 공모되거나 규제대상시장에의 상장이 가능하므로,¹⁷³⁾ 복수의 국가에 상장된 증권은 최종

173) 투자설명서규정 제24조 제1항 참조. 또한 투자설명서규정 제2호 n호는 유치국을 “증권의 공모가 행하여지거나 규제대상시장에의 상장이 신청되는 회원국”이라고 정의하면서, 그것이 본원국과 다른 경우에만 그러하다고 명시한다.

투자자를 기준으로 본다면 해당 투자자가 이를 취득한 국가가 시장지에 해당한다고 할 수 있다. 제6조의2 제1항 제2문을 이를 명시한다. 또한 제6조의2 제1항 제3문은 배상책임자의 합리적 예견가능성을 조건으로 규제대상시장 외에서의 장외거래에도 시장지법원칙이 적용됨을 규정한다.

한편 제6조의2 제2항과 제3항은 동조 제1항의 저촉규칙에 의한 준거법 소속국법보다 명백히 더 밀접한 관련이 있는 국가가 있거나 동조 제1항에 의하여 준거법을 결정할 수 없는 경우에는 최밀접관련국법이 적용됨을 규정한다. 이는 자본시장 불법행위의 다종다양한 유형을 포괄하기 위한 특별예외조항이다. 이 점에서 특별예외조항을 두고 있지 않은 기존 제6조와는 중대한 차이가 있다. 전문 제20항의2는 제6조의2 제2항이 회피조항이라는 취지를 명시한다.

제6조의2 제4항은 기존 제6조 제3항 (b)호 제1문 및 제2문과 유사하게 피고로 하여금 영향을 받은 복수의 시장지들 중 하나인 법정지의 법을 선택할 수 있도록 허용한다. 피해자의 이익을 고려하여 제한적으로나마 준거법 선택권을 인정하는 조항이다.

제6조의2 제5항은 기존 제6조 제2항과 유사하게 특정한 자의 이익에만 배타적으로 영향을 미치는 자본시장 불법행위에는 제4조가 적용된다고 규정하고, 그 경우 기존 제14조에 따른 당사자자치원칙까지도 허용한다. 그러나 제6조 제2항의 해석론을 참고한다면,¹⁷⁴⁾ 제6조의2 제5항도 원칙과 예외의 관계를 엄격하게 해석하여야 하는데, 순전히 객관적이고 효과중심적인 접근법(purely objective, effect-based approach)을 취하였을 때 특정한 자본시장 불법행위로 인하여 시장의 보호는 전혀 문제되지 않고 개별 투자자의 이익만 영향을 받는 예외적인 경우에 제6조의2 제5항에 따라 불법행위지원칙과 당사자자치원칙이 적용될 수 있다고 보아야 한다. 또한 제6조의2 제6항은 당사자자치원칙을 전혀 허용하지 않는 기존 제6조 제4항과 달리 사후적 준거법 합의를 허용한다. 다만, 투자설명서책임제도의 목적과 취지를 고려한다면, 개정안이 채택되더라도 발행시장에서의 투자설명서책임의 준거법 합의는 사전적으로든 사후적으로든 여전히 허용되지 않는다고 해석하여야 할 것으로 보인다.¹⁷⁵⁾

독일국제사법협회는 자본시장 불법행위에 대하여 배상책임이 있다고 주장되는 자의 행위를 평가할 때 행동지에서 시행 중이었던 안전 및 행동에 관한 규칙(rules of safety and conduct)이 고려되어야 한다는 로마II 규정 제17조를 그대로 유지하되, 그에 관한 전문 제34항을 개정하자고 제안한다. 그 내용은 다음과 같다.¹⁷⁶⁾

전문 제34항

당사자들 간의 합리적 균형을 달성하기 위한 목적에서, 계약외채무의 준거법이 다른 국가의 법이라고 하더라도, 책임을 초래한 사건이 발생한 국가에서 시행 중인 안전 및 행동에 관한 규칙을 적절한 범위 내에서 고려하여야 한다. “안전 및 행동에 관한 규칙”이라는 문언은 사고에 대비한 도로안전규칙(road safety rules) 또는 자본시장에서의 불법행위에 대비한 자본시장규칙(financial market rules)을 포함하여, 안전 및 행동과 여하한 관련이 있는 모든 규제를 의미하는 것으로 해석되어야 한다. 책임을 초래한 사건이 있는 장소의 판단에 있어서, 이것은 반드시 당해 행위가 행하여진 장소(place where the act was committed)를 의미하는 것은 아니고, 가령 일정한 정보가 제공되었어야 하는 장소(place where certain information should have been provided) 또는 행위나 정보가 효력을 가지는 시장의 소재지(location of the market upon which the act or the information takes effect)와 같이 다른 장소를 의미할 수도 있음에 유의하여야 한다.

174) M/M/Illmer[2019], Art. 6 Rome II, paras. 7-10 참조.

175) 이종혁, 전게논문(주18), 79-80면 참조.

176) 번역문의 밑줄은 현행 규정과 비교하여 추가된 부분을 표시한 것이다.

로마Ⅱ규정 제17조는 행동지의 “안전 및 행동에 관한 규칙”에 대하여 효력을 부여할 수 있다고 규정하는데, 그 규칙은 안전과 직접적 연관(direct link)이 있거나 특정한 행동을 요구하는 것이어야 하지만, 그 규칙의 법적 성질에 관하여는 아무런 언급이 없다. 따라서 그것은 민사책임을 발생시키는 것이거나 강행법규에 해당하는 것일 수도 있다. 이를 통하여 일정한 범위에서는 준거법 소속국이나 법정지국이 아닌 제3국의 국제적 강행법규에 효력을 부여하는 결과가 될 수도 있다.¹⁷⁷⁾ 다만, 투자설명서책임과 같은 불법행위책임을 문제는 로마Ⅱ규정이 직접 규율하는 사항이어서 로마Ⅱ규정 제17조의 “안전 및 행동에 관한 규칙”에 해당하는지를 놓고 논란이 있을 수 있으므로,¹⁷⁸⁾ 전문 제34항을 개정하여 자본시장에서의 불법행위에 대비한 자본시장규칙이 로마Ⅱ규정 제17조의 맥락에서의 “행동에 관한 규칙”에 해당함을 명확히 하자는 것으로 보인다. 또한 전문 개정안 제34항은 행동지가 작위행위지만을 의미하는 것이 아니라, 부작위의 경우에는 정보제공의무 등이 있었으나 그것이 이행되지 않은 작위의무 소재지를 의미할 수도 있고, 실제 행동지와 그에 따른 효력이 발생하는 시장이 서로 다른 경우에는 후자가 행동지로 취급되어야 함을 명시한다. 위와 같이 부작위의 행동지를 작위의무지로 이해하는 태도는 순전한 재산적 손해의 경우 행동지만을 불법행위지로 보아야 하고, 그 경우 작위의무지, 정확히는 발행공시에 관한 행정규제법상 의무의 소재지가 불법행위지라는 본 논문의 결론과 일맥상통하는 것으로 보인다.

3. 우리 국제사법의 개정론

우리 국제사법은 특수불법행위에 관한 특별저촉규정을 두고 있지 않다. 향후 이를 신설한다면 자본시장 불법행위에 관하여도 특별저촉규정을 두는 것이 바람직하다. 자본시장 불법행위에 관한 보다 정치한 특별저촉규정을 두자면 독일국제사법협회의 로마Ⅱ규정에 대한 개정안을 참고하여 시장지원칙을 입법화하는 것이 바람직하다. 그 경우에도 순전한 재산적 손해를 발생시키는 불법행위에 관한 일반적 성격의 조문을 두는 것이 바람직하다.¹⁷⁹⁾ 다만, 우리 국제사법은 제8조에 일반예외조항을 두고 있으므로 독일국제사법협회의 개정안 제6조의2 제1항 제3문, 제2항, 제3항 및 제5항은 해석론으로 고려하면 충분하고 조문으로 명시할 필요는 없다고 본다. 동 개정안 제6조의2 제6항은 불법행위의 준거법의 사후적 합의만을 허용하는 우리 국제사법 제33조와 상충되지 않으므로 별도로 조문화할 필요는 없을 것이다. 개정안을 제시하자면 아래와 같다.

제[*]조(자본시장에서의 불법행위) 자본시장에서의 불법행위는 피해자가 그곳의 시장에서 불법행위로 인하여 직접 영향을 받은 국가의 법에 의한다.

이는 로마Ⅱ규정 제6조 제2항 및 제3항 (a)호를 참고하여 시장지원칙을 일반적인 문언으로 조문화한 것이다. 독일국제사법협회의 로마Ⅱ규정 개정안을 반영한 더 정치한 조문을 제시하자면 아래와 같다. 다만, 피해자의 준거법 선택권이 여전히 인정된다면, 독일국제사법협회의 개정안 제6조의2 제4항을 아래의 제2항에 반영할 필요는 없을 것으로 보인다. 순전한

177) M/M/Wautelet[2019], Art. 16 Rome II, paras. 46-47.

178) M/M/Wautelet[2019], Art. 16 Rome II, para. 47 참조.

179) 필자는 제32조 제1항을 다음과 같이 개정하자고 제안한 바 있다: “불법행위는 손해를 가한 행위의 결과가 발생한 곳의 법에 의한다. 다만, 불법행위로 인하여 재산상 손해만 발생하는 경우에는 손해를 가한 행위가 행하여진 곳의 법에 의한다.” 이중혁, 전게논문(주18), 235-236면 참조.

재산적 손해를 발생시키는 불법행위에 관한 일반적 성격의 조문을 두는 경우, 아래는 제1항의 내용만으로는 불충분하다. 그 경우 우리 국제사법 제8조의 일반예외조항을 통하여 아래의 제2항과 같은 결론에 도달할 수 있는지, 그리하여 조문화가 불필요한지 여부는 추가적인 검토가 필요하다.

제[*]조(자본시장에서의 불법행위) ① 자본시장에서의 불법행위는 그로 인하여 영향을 받은 금융투자상품이 상장된 국가의 법에 의한다. 다만, 금융투자상품이 복수의 국가에 상장된 경우에는 금융투자상품이 취득되거나 처분된 국가의 법에 의한다.

② 제1항 단서의 경우 피해자가 법원에 소를 제기하였고 제[3]조에 따른 국제재판관할이 법원에 있는 때에는 피해자는 대한민국 법에 의할 수 있다. 다만, 대한민국이 제1항 단서의 국가에 해당하지 아니하는 경우에는 그러하지 아니하다.

위 제1항과 같이 우리 자본시장법 제3조에 정의된 “금융투자상품”이라는 개념을 특별저촉규정의 연결대상으로 규정하여도 무방한지가 문제되나, 법정지 실질법상 체계개념을 사용하는 것은 입법기술상 불가피하다고 본다. 우리 자본시장법상 금융투자상품에 상응하는 외국법상 개념을 포괄할 수 있도록 기능적 성질결정론에 입각한 성질결정이 행하여져야 함은 물론이다. 한편 위 제2항은 일반관할 관련 국제사법 조항을 언급하는데, 정부가 2018. 11. 23. 국회에 제출한 국제사법 개정안(의안번호: 2016788)에는 제3조에 규정되어 있다. 또한 위 제2항에서 말하는 “법원”은 위 개정안에서와 마찬가지로 대한민국 법원을 의미한다.

V. 결 어

증권을 공모의 방법으로 발행하는 경우에 투자자가 투자위험을 인지할 수 있도록 발행인이 작성하여 직접 또는 인수인이나 주선인을 통하여 투자자에게 교부하는 문서가 바로 투자설명서이다. 각국의 자본시장관련법은 투자자의 정확한 투자판단을 보장하기 위하여 발행인과 해당 증권에 관한 정보가 정확히 기재된 투자설명서가 투자자에 대한 투자권유시 사용되고 투자자에게 교부될 것을 강제한다. 이를 위하여 투자설명서의 부실표시에 대한 행정규제와 형사처벌뿐만 아니라, 일반불법행위책임에 대한 특칙으로 발행인, 인수인, 주선인 등의 민사책임, 즉 투자설명서책임을 규정하고, 증명책임의 전환, 손해배상액의 추정 등 투자자에게 유리한 규정을 두는 것이 보통이다. 문제는 국제적 증권공모발행과 같이 발행인 소재지, 증권의 공모지, 투자자 소재지 등이 서로 다른 경우에는 어느 국가의 자본시장관련법상 투자설명서책임규정이 적용되는가 하는 것이다. 이는 국제적인 자본시장관련법 위반행위의 준거법 결정원칙, 즉 국제자본시장법 내지 자본시장저촉법에 속하는 문제이다.

실질법 차원에서와 마찬가지로 저촉법 차원에서도 투자설명서책임은 불법행위책임으로 성질결정하여야 한다. 우리 국제사법상 불법행위에 관한 일반저촉규정인 제32조 제1항의 불법행위지에는 행동지와 결과발생지가 모두 포함되나, 투자설명서책임과 같이 순전한 재산적 손해를 발생시키는 자본시장 불법행위에서는 결과발생지의 개념을 상정할 수 없으므로 행동지만을 기준으로 불법행위지를 확정하여야 한다. 로마II규정의 해석론으로 송금계좌 소재지, 투자자 재산중심지, 투자자 상거소지 등을 결과발생지로 파악하려는 시도는 로마II규정 제4조 제1항이 결과발생지 일원주의를 채택함에 따라 불가피하게 제시된 것이고, 우리 국제사법의 해석론으로는 적당하지 않고 필요하지도 않다. 결국 투자설명서책임에서 불법행위지는 행동지로서의 시장지이고, 이는 발행인이 공모 관련 신고의무를 이행하기 위하여 관할당국

에 투자설명서를 제출하고 발행인, 인수인 등이 투자자에 대한 청약의 권유를 위하여 투자설명서를 사용·교부한 공모지를 의미함과 동시에, 부실표시 없는 투자설명서를 작성·교부할 작위의무가 있음에도 이를 이행하지 않은 공모신고의무지를 의미한다. 유럽연합은 투자설명서 역내통용체계를 정립함으로써 공모신고의무지가 공모지와 분리될 수 있음을 예정하고 있으나, 일반적으로는 증권지 공모가 행하여지는 국가에서 공모에 관한 신고의무도 이행하여야 하므로, 공모신고의무지와 공모지는 같은 국가임이 원칙이고, 문제되는 사안에 따라 양자 중 어느 하나의 속성이 부각될 뿐이다.

다만, 불법행위의 준거법 결정원칙에 따르는 경우 불법행위지원칙에 우선하는 당사자자치원칙, 종속적 연결원칙, 공통상거소지원칙의 처리가 문제된다. 목적론적 축소에 의하여 당사자자치를 인정하지 않고, 예외조항을 통하여 종속적 연결원칙과 공통상거소지원칙을 회피함으로써, 행동지로서의 시장지로 연결하는 것이 가능하다고 본다. 먼저 투자설명서책임은 발행공시규제의 실효성 확보를 위하여 당사자자치원칙이 타당하지 않은 영역이다. 다음으로 공모 관련 신고의무는 당사자들 간의 기존 법률관계가 아니라 관할당국과 발행인 간의 행정규제법상 관계이고, 투자자와 투자설명서책임주체 간에 직접 성립된 계약관계 등이 있는지 여부는 투자설명서책임의 준거법 결정에 중대한 의미가 없으므로, 투자설명서책임에는 종속적 연결원칙도 타당하지 않다. 마지막으로 투자자와 투자설명서책임주체 간의 공통상거소지 여부에 따라 공통상거소지법과 불법행위지법을 개별화하여 적용하는 것은 합리적이지 않다. 따라서 예외조항의 목적과 취지, 특히 투자자들 간에 같은 준거법이 적용되어야 할 필요성을 고려한다면, 예외조항을 통하여 행동지로서의 시장지로의 연결이 정당화된다. 이는 투자설명서책임에 대하여 우리 국제사법 제8조와 제32조 제1항을 정형적으로 결합하여 도출해낼 수 있는 결론이다.

본고에서는 자본시장 불법행위의 한 유형인 투자설명서책임의 준거법 문제를 고찰하였다. 결론은 행동지 일원주의에 입각하여 시장지를 불법행위지로 파악함이 타당하고, 예외조항의 합리적 해석 등을 통하여 불법행위지원칙에 우선하는 원칙들을 회피함이 가능하다는 것이다. 향후의 과제는 이와 같은 결론을 다른 유형의 자본시장 불법행위에도 적용할 수 있는지를 검토하는 것이다. 예컨대 국내외 거래소에 동시상장된 내국회사의 외국인투자자가 동 회사의 미공개정보를 이용하여 외국 거래소에서 거래하는 경우, 외국 자본시장과 한국 자본시장을 연계하여 시세조종행위를 하는 경우,¹⁸⁰⁾ 인터넷을 이용하여 외국 자본시장에 대한 시장질서 교란행위를 하는 경우, 장외거래에서 부실표시 있는 투자권유문서를 사용하는 경우¹⁸¹⁾ 등이 문제될 수 있다.¹⁸²⁾ 이들 경우에 준거법 결정이라는 협의의 국제사법 쟁점 외에도 국제재판관할, 외국재판의 승인·집행 등 광의의 국제사법 쟁점이 함께 제기될 수 있음은 물론이다.

180) 이 경우 국제적인 시세조종행위의 성질결정이 문제되고(불법행위 또는 부당이득), 불법행위로 성질결정한다면 거래소 소재지, 대량매도의 주문지, 대량매도에 관한 협의, 보고, 지시 등이 있는 공모지(共謀地) 중 어디가 불법행위지인지가 문제될 수 있다. 국제사법 제8조의 예외조항을 어떻게 활용할지도 중요한 문제이다.

181) 이 경우 장외거래시스템 소재지, 금융중개기관 소재지, 투자자 상거소지 중 어디가 결과발생지인지가 문제된다. Weber, 전게논문(주82), S. 1587; Kiesselbach, 전게논문(주40), p. 196 참조.

182) 전자증권제도의 시행으로 새로운 국제사법 쟁점이 등장할 수 있다. 예컨대 전자등록기관이 운영하는 시스템을 외국에서 해킹 등으로 침입하여 불법행위를 발생시킬 수 있다. 전자증권의 국제사법 쟁점 일반은 우선 천창민, “전자증권의 국제사법적 쟁점”, BFL 제96호(서울대학교 금융법센터, 2019), 85-102면 참조.

※ 성진현 변호사님 토론문에 대한 간략한 답변

- 성진현 변호사님께서 해외사채발행 실무경험을 토대로 여러 생각할 거리가 있는 토론문을 작성해주신 것에 대하여 깊이 감사드립니다. 여기에서는 토론문의 4. (ii)와 5.에서 제기하신 질문에 대하여 간략히 답변을 드리고자 합니다. 성진현 변호사님께서 의견을 제시해주신 다른 쟁점들은 제 공부가 부족한 탓에 좀 더 고민해보고 추후 발표문을 학회지에 투고할 때 반영해보도록 하겠습니다.
- 투자설명서책임을 계약책임으로 성질결정하는 경우(토론문 5. 질문 관련)와 투자설명서책임을 불법행위책임으로 성질결정하더라도 종속적 연결원칙을 인정하는 경우(토론문 4. (ii) 질문 관련)에는 투자자가 투자설명서책임주체(발행인, 인수인, 주선인 등)와 계약관계를 형성하고 있는지 여부가 중요한 문제로 부각됩니다. 그러나 그것이 투자설명서책임의 준거법 결정에 영향을 미쳐서는 안 된다고 생각합니다. 참고하실 수 있도록 투자자와 투자설명서책임주체 간의 계약관계 형성 양상에 관하여 제 학위논문의 일부(49-50면)를 아래에 발췌함으로써 답변에 갈음하고자 합니다:

발행인은 증권을 직접 공모할 수도 있고, 인수계약을 체결하여 인수인, 주선인을 통하여 판매함으로써 간접적으로 공모할 수도 있다. 전자가 직접 공모(direct public offering)이고, 후자가 간접공모(indirect public offering)인데, 전자는 인수위험을 발행인이 직접 부담하나 후자는 이를 인수인이 부담한다. 직접공모가 증권 공모의 방법으로 일반적이지는 않으나,¹⁸³⁾ 우리 자본시장법은 이를 금지하지 않는다.¹⁸⁴⁾

직접공모의 경우 발행인과 투자자 간에 증권의 취득에 관한 계약관계가 직접 성립한다.¹⁸⁵⁾ 인수인, 주선인을 통한 간접공모의 경우에는 발행인과 투자자 간에 계약관계가 직접 성립할 수도 있고,¹⁸⁶⁾ 그렇지 않을 수도 있으나,¹⁸⁷⁾ 인수인(대개 주간사 인수인) 및/또는 주선인이 발행인의 대리인으로서 증권을 모집하는 때에는 발행인과 투자자 간에 계약관계가 직접 성립한다.¹⁸⁸⁾ 매출의 경우에도 마찬가지이다. 직접공모의 경우 매출인과 투자자 간

183) 임재연, 자본시장법 2019년판(박영사, 2019), 407면 참조.

184) 직접공모는 발행인이 직접 발행사무를 담당하는 자기모집과 제3자가 이를 대행하는 위탁모집으로 구분된다. 맹신균, 자본시장법과 금융투자분쟁(법률&출판, 2017), 306면. 자본시장법 시행령 제125조 제1항 제2호 바목 및 제2항 제9호는 주권비상장법인이나 설립 중의 법인이 인수인의 인수 없이 지분증권을 공모하는 경우를 상정하고 있다. 김건식/정순섭, 새로 쓴 자본시장법 제3판(두성사, 2013), 261면.

185) 구로누마 에츠로우(권중호 譯), 일본 금융상품거래법 입문 제6판(피앤씨미디어, 2015), 25면.

186) 김건식/정순섭, 전제서(주184), 266면은 증권은 인수인, 주선인 등 중개기관을 거쳐(구체적으로는 발행인 → 공동주관회사 → 인수인 → 판매단 → 투자자) 양도되는 것이 아니라 발행인이 투자자에게 직접 양도하는 것이라고 보아야 하고, 극히 예외적인 경우가 아닌 한, 발행인과 투자자 간에 계약관계가 직접 성립한다고 한다.

187) Huber/Bach, Art. 4 Rome II, para. 44; Palandt/Thorn, Art. 4 Rom II, Rn. 30 참조.

188) 채권의 발행시장에 따라 발행인은 주간사 인수인과만 인수계약을 체결하기도 하고(영국/유럽), 주간사 인수인과 참가 인수인을 구별하지 않고 인수단 전체와 인수계약을 체결하기도 한다(미국). 후자의 경우 주간사 인수인이 인수단을 대표하여 인수계약을 체결하고, 각 인수인이 개별적으로 인수책임을 부담한다. 전자의 경우 주간사 인수인은 발행인의 대리인으로서 연대인수책임을 부담한다. 어느 경우든 주간사 인수인이 발행인의 대리인이 된다. 신영무, 증권거래법(서울대학교 출

에 계약관계가 직접 성립하고, 인수인, 주선인이 개입하는 경우 매출인과 투자자 간의 직접적 계약관계의 성립 여부는 거래의 구체적 양태에 따라 다르며, 주간사 인수인 등이 매출인의 대리인으로서 개입하는 때에는 매출인과 투자자 간에 계약관계가 직접 성립할 것이다.

인수인, 주선인은 투자자와의 관계에서 금융기관과 고객 간의 계약관계가 존재하나, 이는 증권양수도 자체와 직접 관련된 계약관계는 아니다. 주간사 인수인이 발행인의 대리인으로서 증권을 공모하는 경우에는 발행인과 투자자 간에 계약관계가 직접 성립되고, 다른 인수인, 주선인과 투자자 간에는 증권양수도에 관한 계약관계가 형성되지 않는다. 그러나 경우에 따라서는 인수인이 발행인과의 사이에 체결한 인수계약에 근거하여 발행인으로부터 증권을 취득한 다음에 투자자와의 사이에 체결한 증권양수도계약에 근거하여 투자자로 하여금 증권을 취득하게 할 수도 있다. 이 경우에는 인수인과 투자자 간에 증권양수도계약이 직접 성립한다.

판부, 1987), 532-534면; 홍대희, 국제채 및 신디케이트론 제4판(한국금융연수원 출판사업부, 2017), 22-25면 참조. 채권은 인수계약 체결 당시 발행되어 있지 않고 납입일에 발행됨이 보통이다. 발행인의 대리인인 주간사 인수인은 인수계약 체결에 즈음하여 판매단에 채권의 매도를 청약하고 판매단이 이를 승낙함으로써 발행인과 판매단 간에 매매계약이 성립한다. 납입일까지 인수계약의 해제사유가 발생하지 않는 한 납입일에 계약이 이행된다. 김영무/정계성/주성민/현천옥, 해외증권 발행의 법과 실무(한국경제신문사, 1989), 19면 참조.

토론문

발표문에 대한 지정 토론문

성 진 현

(법무법인 광장, 변호사)

지정토론문

(국제증권발행에서 투자설명서 부실표시책임의 준거법 결정원칙)

성진현 (법무법인 광장 변호사)

1. 발표문은 이론적 관점에서의 논리와 실무적 관점에서의 통념 및 당위성을 설득력 있게 연결한 훌륭한 논증이라고 생각합니다. 몇몇 국내 기관의 해외채권 발행 실무를 진행하였던 경험을 바탕으로 발표문에서 정리하신 부분에 대한 소견 제시와 몇 가지 질문을 드림으로써 토론에 갈음하고자 합니다.

2. 아래에서는 국내 기관이 대만 시장에서 미 달러화 표기의 해외채권(포모사본드)을 공모 발행하였던 사례를 기초로 투자설명서책임의 준거법에 관하여 살펴보려고 합니다. 포모사본드는 해외기업이 대만에서 대만통화(TWD) 이외의 통화로 발행하는 채권을 지칭하며, 외국채(foreign bonds)와 유로채(euro bonds)의 구분에 따르면 유로채의 범주에 속합니다. 포모사본드의 경우 대만의 타이페이 증권거래소(TPEX)와 싱가포르 증권거래소(SGX-ST) 등 그 이외의 거래소에도 동시 상장(dual listing)이 가능하여 대만 이외에도, 미국을 제외한 아시아와 유럽계 투자자들의 주문을 받을 수 있는 장점이 있습니다.

3. 검토 이전에 먼저 공모신고의무지에 관하여 살펴보려고 합니다. 포모사본드의 경우 유로채로서 발행이 규제로부터 비교적 자유로운 편이며, 대부분의 경우에는 각 관련 국가의 법령 상 간주공모 적용을 배제하는 규정을 통하여 공모신고의무를 피하고 있습니다. 구체적으로 살펴보자면, 표시통화국인 미국의 경우 미국 증권법 상 Regulation S 규정과 Rule 144A 규정에 따라 미국 역외발행 및 적격기관 투자자에 대한 판매를 통하여 미국 SEC에 대한 증권신고의무를 피하고, 공모지인 대만의 경우 관련 규정에 따라 전문투자자에게만 판매하되 TPEX에 상장하고 투자설명서를 교부하는 방식으로 대만 금융당국에 대한 신고의무를 피하고 있습니다. 발행인 소재지인 우리나라의 경우, 증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 제2-2조의2 제2항 제3호에 따라 총 발행금액의 20% 미만 물량만을 국내 거주자에게 배

정하되, 적격기관투자자에게만 배정하는 방식을 통해 금융당국에 대한 증권신고서 교부 등 의무를 피하였습니다. 이러한 점을 고려하면 포모사본드의 경우 공모 신고의무지를 상정하기 어려우며, 시장지의 구체적 의미로 공모지와 상장지 정도만을 고려할 수 있겠습니다.

4. 단계적 연결원칙에 따르면 다음과 같이 검토할 수 있습니다. (i) 우선 국제사법 제33조에 따라 당사자들이 사후적으로 그 준거법을 대한민국법으로 합의하는 것은, 발표자의 의견과 같이 투자설명서책임제도의 목적에 비추어 허용되지 않는다고 볼 수 있겠으나, 다수를 상대방으로 하는 공모 발행의 경우 발행인이 개별 상대방에 따라 사후적 준거법 합의의사를 달리 하거나 개별 상대방의 합의의사가 다를 수 있어 동일 사안에서의 법적 안정성을 저해할 우려가 크므로 다수가 참여하는 국제적 증권공모발행의 특수성에서도(특히 위 포모사본드와 같이 상장지가 둘 이상인 경우) 당사자자치원칙에 대한 제한사유를 찾을 수 있다고 생각합니다. (ii) 국제사법 제32조 제3항에 따른 종속적 연결원칙의 경우, 투자설명서책임에서 그와 내적 관련이 있는 선행 법률관계를 상정할 수 있는지, 그렇다고 하더라도 후행하는 투자설명서 부실기재로 인하여 선행하는 기존 법률관계가 침해될 수 있는지에 관하여는 발표자의 견해를 듣고 싶습니다. 투자설명서책임과 내적 관련 있는 기존 법률관계가 존재할 수 없거나, 있다고 하더라도 투자설명서 부실기재로 침해될 수 없는 성질의 것이라고 구성하는 것도 가능할 수 있을 듯 한데, 어느 경우에도 종속적 연결원칙에 따라 준거법을 정할 수 없다는 결론은 발표자와 동일합니다. (iii) 국제사법 제32조 제2항에 따른 공통상거소지원칙의 경우 위 건의 발행인이 국내 기관이므로 대한민국법만이 이에 따른 준거법이 될 수 있을 것입니다. 위에 언급된 증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 상의 간주공모 적용배제를 위하여는 발행금액의 20% 미만만이 국내 거주자에게 배정될 수 있으므로 20% 미만의 투자자에게만 공통상거소지원칙이 적용될 수 있을 것인데, 발표자의 견해와 같이 이것이 투자자 간 심각한 불균형을 야기할 것임은 물론입니다. (iv) 결국 불법행위지원칙으로 돌아와서 순전한 재산적 손해에 대한 행동지(시장지) 일원주의라는 발표문의 입장을 따르면 앞서 살펴본 바와 같이 본건에서는 공모신고의무지가 존재하지 않고 공모지 내지 상장지만 존재하게 될 것인바, 이 경우 대만법과 싱가포르법을 준거법으로 할 수 있게 될 것입니다. 공모지와 상장지가 일치하는 일반적인 경우와 달리 동시상장의 경우 공모지와 상장지가 일치하지 않을 수 있는데, 포모사본드의 경우 어디까지나 대만시장에서 공모발행 후 타국에도 동시상장을 하는 것이고 현실적으로도 대만 배정물량이 많은 실정을 고려하면 최밀접

관련국법 원칙(제8조)에 따라 공모지법인 대만법을 준거법으로 함이 타당하다고 생각합니다.

5. 위와 같은 검토는 별론으로 하고, 발표자께서는 투자설명서책임의 성질결정 시 계약책임으로 보는 경우 특징적 이행의 판단과 관련하여 불확실성이 초래될 수 있다고 하셨는데 이에 관하여 보다 구체적인 수준에서의 견해를 듣고 싶습니다. 결국 이를 계약책임으로 볼 경우, 증권인수계약이 그 판단의 기준이 되는 계약에 가장 근접한다고 할 것이고 이때 발행대금을 납입하는 인수인의 이행행위보다는 증권을 발행하여 인도하는 발행인의 이행행위를 특징적 이행으로 판단하여야 함이 타당할 것으로 보이는데(결국 결론에 있어서는 공모지법을 준거법으로 하게 될 것이므로 위 검토에서의 의견과 동일할 것입니다), 발표자께서 언급하신 불확실성이라 함은, 투자설명서책임에 있어서 무엇을 계약으로 볼 것인지에 대한 불확실성인지(즉, 증권인수계약을 기준으로 할 것인지 아니면 다른 의사의 합치가 있다고 보아 별도의 계약을 상정할 것인지에 관한 모호성) 아니면 그 외의 다른 차원에서의 불확실성인지 의문이 남습니다.

