

《经由中介持有证券某些权利的法律适用公约》若干 问题研究*

梁雯雯**

内容摘要

证券间接持有模式在一些国家取代直接持有模式，成为国际证券市场主流模式，多数国家国内实体法和冲突法并未做出相应调整，证券当事人权利义务关系缺乏法律保障。海牙国际私法会议通过了《经由中介持有证券某些权利的法律适用公约》（下称《海牙证券公约》），旨在通过法律选择的确定性，从国际层面推动相关法律完善。本文考察了公约的理论和实践意义，对中国的情况进行了分析。第一章为公约背景介绍，包括对间接持有证券、公约制定过程及主要内容的介绍。第二部分为公约适用范围和解释。涉及公约适用的实体事项和排除的事项及识别的问题，作为国际公约适用条件的涉外因素问题，公约统一适用以保证公约目的的一致解释问题。第三部分对公约提出的冲突规范进行了分析，即首要规范和替补规范，分析了其理论出发点和现实的依据，与传统冲突规范的联系区别，即冲突规范适用的一些问题等。第四部分讨论证券公约适用的特殊问题，包括公约在多法域国家的适用、公共政策、破产程序及准据法变更。第五部分是对公约前景的展望及其对中国的影响，对公约加入的情况进行了考察，对中国证券持有模式和未来发展及立法进行了分析。公约对中国证券市场及相关立法发展有借鉴意义。

关键词：间接持有证券 《海牙证券公约》 协议选择 准据法 PRIMA

The Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an

Intermediary: an Overview*

Liang Wenwen**

Abstract

In today's modern world, securities are held and transferred by electronic book-entry debits and credits to securities accounts maintained by intermediaries (indirect holding as opposed to the traditional direct holding). Despite this development, substantive law and conflict of laws rules in most countries have not been updated. The rights and obligations of parties to securities transactions are given neither full legal certainty nor protection. The Hague Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary ("Securities Convention") adopted by the Hague Conference on Private International Law is one major achievement of international efforts to improve legal certainty by providing a sound framework to determine the applicable law. This paper examines the theoretical and practical implications of the Securities Convention focusing on the implications for China. Chapter I examines the background, drafting process and structure of the Convention. Chapter II is concerned with substantive matters falling within the scope of the Convention, excluded matters and characterization. It also analyses the requirement that, for the Convention to be applicable, the relevant situation relate in some way to more than one State. The need for uniform interpretation to ensure both uniform application and the realization of the purpose of the Convention is also considered. Chapter III analyzes the conflict of law rules proposed in the Securities Convention, both the primary rule and fall-back rules, by explaining the theoretical underpinning and practical consideration, the departure from and link with the traditional conflicts rules and the application of the new conflicts rule. Under the primary rule, the applicable law is determined on the basis of an express governing law agreement between the account holder and the relevant intermediary, Chapter IV discusses specific issues of the application of the Convention particularly the application in countries with plural legal systems, public policy, insolvency procedures and change of the applicable

law. Chapter V examines the status and future of the Securities Convention and its potential impact on China, the current situation and the future effect of securities holding on both the Chinese securities market and the relevant legal regime. The paper concludes that the Securities Convention would be beneficial to the securities market in China.

Key words: indirectly held securities, the Hague Securities Convention, choice by agreement, applicable law, PRIMA

第一章 公约制定背景

第一节 证券间接持有模式

一、证券间接持有模式概述

二十世纪六十年代证券市场证券交易大幅膨胀，使得交付实物证券的模式不堪重负。证券间接持有模式应运而生。间接持有模式建立在证券固定化、无纸化和集中化的基础上。证券固定化、无纸化和集中化随着中央证券存托机构和国际中央存托机构的出现发展起来。固定化是以单一凭证 (global or jumbo) 代替个体证券凭证；无纸化是完全取消凭证而以簿记表彰证券；集中化为无纸化证券的集中纪录和固定化证券的存管，切断了发行人和最终投资者之间的关系，标志着证券持有模式从直接持有到间接持有的重大转变。主要金融机构、交易商和专业投资者在中央证券存管机构处开立证券账户，通过证券账户持有证券，同时为其自身客户提供账户，供其持有证券，直至最终投资者。多级中介介入发行人和最终投资者之间关系。最终投资者的权益或只在其开立账户的中介处有纪录，这是狭义的间接持有体制；或者明细纪录在各级中介，中介只是发挥保存纪录的作用，最终投资者仍可经过多级中介，向发行人请求权利。¹这是广义上的间接持有模式。

* 武汉大学硕士学位论文，2007年5月，指导教师，肖永平教授，武汉大学法学院，根据公约发展对文章有所改动。Master's degree thesis, Wuhan University, May 2007, supervised by Professor Xiao Yongping, School of Law, Wuhan University, with changes according to the evolution of the Convention.

狭义证券间接持有模式下，证券发行人和最终投资者之间介入了多级中介。顶端是一国中央证券存托机构（national central securities depositories, or CSDs）或国际中央证券存托机构（international central securities depositories, or ICSDs），不记名证券的凭证保存在中央存托机构，记名证券发行人登记册上只纪录中央存托机构或名义持有人。中央存托机构下一级的证券中介为其参加人，以此类推，直至最终投资者。多数证券存托机构及证券中介在自身上一级中介处的账户只记载所有客户证券，不记载每一投资者持有证券的明细，只在自己持有的客户账户上记载各个投资者的持有明细。根据传统所有权理论，同种物的混同影响所有权，在存托情况下，原所有人或者享有请求存托人交付同种物的契约权利，或者与其他原物所有人享有共有权。投资者丧失请求交付特定证券的权利，只能请求其直接中介交付与证券账户记载的同种证券的权利。²对于间接持有体制下投资者证券权益的界定，不同国家采取了不同方法。一是投资者持有证券的情况在各级中介和发行人处都有纪录，不影响证券权益，但不能发挥间接持有体制的效率。二是投资者只对其开立账户的中介享有契约请求权，对上级中介无请求权，在其直接中介破产时有请求权不能实现的风险。三是投资者对直接中介在其上级中介处的客户持有证券的总帐户上的证券享有共有权，帐户上的证券不是中介财产，在中介破产的情况下有隔离破产风险的效力。共有权或为名义（notional）上共有，如比利时，或为实际上共有，如德国。四是创设新型证券权益，规定对投资者直接中介在上级中介的总帐户上持有的同种证券，各个投资者仍有所有权，如美国。³其中，第三、四种方法是较为适应证券市场需要的方法，为投资者的证券权益提供了较高程度的法律保护。

二、证券跨境交易使冲突规范意义彰显

鉴于间接持有证券相关权利在各国实体法中的地位迥异，多数国家的法律滞

**梁雯雯，曼彻斯特大学博士生，研究方向：间接持有证券的英国法问题。Liang Wenwen, PhD student, The University of Manchester, working on English law regarding indirectly held securities.

¹ See Christophe Bernasconi, Prel. Doc. No 1, http://hcch.e-vision.nl/index_en.php?act=conventions.publications&dtid=35&cid=72, visited on March 7, 2007; Permanent Bureau of HCCH, Prel. Doc. No 13; Randall D Gynn, Modernizing Securities Ownership, Transfer and Pledging Laws, International Bar Association, www.dpw.com/iba.modernization.pdf, visited on March 7, 2007.

² Ibid.

³ See Christophe Bernasconi, Prel. Doc. No 1; Permanent Bureau of HCCH, Prel. Doc. No 13; 纪文华：《间接持有证券的权益性质及法律界定》，http://www.pkufli.net/Finance_Comment_View.asp?ID=122，2006年11月5日访问。

后证券市场发展，短时间内难以实现实体法的统一和一致⁴。证券市场的国际化和跨境证券交易的发展要有确定的法律规定。从冲突规范入手，保证间接持有证券持有、转让和担保的准据法选择的确定性，因此被提上日程。以证券担保为例，OECD 国家，政府和公司证券的日交易额达 2000 亿美元，每 18 个交易日即超过世界 GDP 总额（2003 年为 3600 亿美元）。⁵投资者和信贷提供者若不能预先确定所有的证券权益的准据法，进而无法确定其证券权益的性质，不能认定在相关交易方（如中介）破产等情形下权益的地位，可能放弃交易。造成证券价值贬低，发行人的融资成本增大。由于可供担保的证券减少，证券借贷成本也提高。市场萧条时期，金融机构互有请求权，往往由于畏惧法律不确定性造成证券权益性质不确定而将作为抵押物的证券变现，不愿发放贷款，加剧了金融系统性风险（一个主要市场参与者的破产对整个市场产生多米诺骨牌效应）。⁶在金融市场全球化背景下，已不可能将发行人、投资者和证券市场禁锢在一国范围内。跨境交易不可回避，增长势头不可抑制，各国国内法对新的间接持有模式下的法律规制各有特色，短期内难以协调统一，冲突规范的意义因此日益彰显。

三、传统冲突规范不能适应间接持有模式

传统冲突规范对证券持有、转让和担保的认识建立在直接持有模式的基础上，对于间接持有证券模式下证券持有、转让和担保的对世效力、优先权和终局性问题并不明朗。根据传统冲突规范，证券转让的对世效力、担保债权人的优先次序等问题依物之所在地法。证券转让效力的准据法是转让时证券所在地的法律。对于不记名证券（证券凭证等同证券本身，无须登记），是凭证所在地法。对于记名登记证券，是发行人成立地或转让时登记册所在地）。⁷在间接持有模式下，物之所在地法规范意味着考察证券凭证或发行人登记册的所在地。由于证券不再与某一特定地点相联系，而与多个地点有关系，或者根本没有传统意义上的处所（电子化的簿记证券）。担保债务人向担保债权人提供担保，以投资组合证券为担

⁴ 目前从事实体法统一的有国际统一私法协会，其提出的《中介证券实体规范公约》(Convention on Substantive Rules regarding Intermediated Securities)尚未通过。

⁵ Roy Goode, Hideki Kanda and Karl Kreuzer, Explanatory Report on the Hague Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary (referred to as the Explanatory Report), at 4.

⁶ Ibid at 4.

⁷ See Christophe Bernasconi, Prel. Doc. No 1, at 27, http://hcch.e-vision.nl/index_en.php?act=conventions.publications&dtid=35&cid=72, visited on March 7, 2007; Ibid, at 17.

保标的，证券发行人位于不同国家。根据传统物之所在地法规范，担保债权人确定担保对世效力所需要件的准据法，需要了解多个国家的法律规定。证券账户上的证券随市场操作不断变化，更加剧了确定准据法的困难。物之所在地法规范本身也不明确统一，有些国家采用证券登记册所在地，有些国家采用发行人成立地法。即使能够确定应适用的准据法，合规成本也极高。⁸法律不确定性可能导致整个证券结算系统的系统性风险，市场迫切需要能预先确定中介持有证券持有、转让和担保交易的准据法的冲突规范。

从纸质证券到电子簿记证券的变革，并不只是法律术语变化。法律关系的本质也发生了变化。直接持有模式下，处于关键地位的是投资者与发行人之间关系，凭证或登记册表彰无体证券权利，适用于有体物的财产法规范可以准用。在间接持有模式下的证券结算系统内，投资者与发行人的关系退居其次，投资者与其开立账户的证券中介之间的关系成为关键。基于有体物观念的财产法规范难以适应无形的账户关系。汽车不是没有马力的马车，电子证券也不是电子化了的凭证证券。⁹固守传统方法，期望对传统方法进行改造以适应新的市场惯例，往往成效有限。就冲突法而言，以物之所在地为基本思路，寻求“间接持有制度中的证券权益”的“所在地”，不能反映现实，故不能解决问题。间接持有模式与直接持有模式有本质区别。直接持有模式下明晰的“物”和“所在地”的观念在间接持有模式下都变得模糊。

第二节 公约制定背景及主要内容

一、公约制定过程

在国际金融和法律界对统一间接持有证券权益的法律适用进行了近十年的激烈讨论后，2002年5月，澳大利亚、英国和美国共同向海牙国际私法会议一般事务与政策特别委员会（下称“特委会”）提议早日制定间接持有证券持有和处分的相关权益的法律适用公约。鉴于国际金融界对法律确定性和可预见性的迫切需要，特委会一致同意将此列为优先日程，不待下一届外交会议即召集专家与相关

⁸ Ibid at 16-17.

⁹ James Steven Rogers, An Essay on Horseless Carriages and Paperless Negotiable Instruments: Some Lessons from the Article 8 Revision, in *Idaho Law Review*, vol. 31, 1995.

国际组织及实业界人士合作考察制定公约的可行性。常设事务局准备了一份完整报告，列出最为重要的问题及建议。2001年召开的专家会议认为海牙国际私法会议应以简易程序制定公约，并提交公约草案第一稿。公约涉及事项的专业性及迫切性促成了制定程序不同于以往公约制定的特点：起草委员会异常活跃，经常会晤，协助常设事务局向正式会议提交草案，向成员国进行大范围咨询，实业界始终参与，透明度极高。2001年1月的专家会议明确授权起草委员会在会后继续制定草案。在2001年6月的海牙国际私法会议第十九届外交会议上，成员国正式批准制定证券公约。2002年5月常设事务局提议改变公约的首要规范，不再试图寻求证券账户的所在地，而允许证券账户持有人与其开立账户的中介协议选择准据法。在2002年十二月第十九届外交会议二次会议上公约并开始向各国开放签字。2006年，美国和瑞士签署公约。¹⁰2008年，毛里求斯签署公约。¹¹

二、公约主要内容

公约分三部分。第一部分（第一条至第三条）为定义和适用范围。第二部分（第四条至第八条）为准据法。第三部分（第九条至第十四条）为一般规定。第四部分（第十五条至第十六条）为过渡规定。第五部分（第十七条至第二十四条）对第一条对相关术语进行了界定。第二条、第三条、第九条和第十三条涉及公约适用范围。公约的适用对象是证券账户持有人通过中介开立账户持有证券涉及第三人权益的事项，排除对证券账户簿记的法律性质的界定（证券簿记产生财产权还是契约性权利）、证券处分当事人之间权利义务关系、以及证券发行人或其登记代理人或转让代理人对证券持有人或其他人的权利义务。适用于涉及在不同国家法律之间做出选择的所有案件。不问当事人选择的准据法是否为缔约国法律，公约都适用。公约的解释应考虑个案的涉外性和统一适用。第四条和第五条规定了不同于传统冲突规范的冲突规范。对适用范围内事项公约提出首要规范和替补规范。首要规范是账户持有人和提供帐户的中介协议选择准据法，且中介在协议缔结时在所选法律所属国家有符合公约规定条件的营业所。替补规范规定若当事人没有协议选择准据法但明确声明相关中介缔约是通过某一营业所进行，则为营业所所在国或所在法域（多法域国家）法律；若无法确定准据法，则为缔约时或账

¹⁰ See http://www.hcch.net/index_en.php?act=events.details&year=2006&varevent=126, visited on March 13, 2007.

¹¹ See http://hcch.e-vision.nl/index_en.php?act=conventions.status&cid=72, visited on October 10, 2008.

户开立时中介成立地的法律；若仍无法确定准据法，则为缔约时或账户开立时中介营业地的法律。第六条列出了确定准据法不予考虑的因素，体现出公约对场所化方法的完全背离，即不考虑证券发行人成立地、住所地、管理中心地或营业地；表彰或证明证券的凭证所在地；证券发行人维持或其它方为证券发行人维持的登记册所在地。第七条是防范当事人任意变更准据法可能损害第三人权益。帐户协议当事人变更准据法的情况下，一般由新法作为准据法。第八条是对公约适用范围的限制。规定破产程序开始后，准据法仍支配破产程序开始前发生的事件。公约不影响实体或程序性破产规范的适用，包括各类请求权的优先次序、偏颇清偿或欺诈债权人交易的可撤销性；以及破产程序开始后权利的执行规范。第三部分包括反致的排除、公共政策和国际性强制规范、多法域国家准据法的确定、一致解释、公约生效后的审议等。第四部分规定了公约生效前后产生的权益的优先次序、公约生效前订立的账户协议及证券账户的相关问题。第五部分最后条款包括签署、批准、接受、许可和加入等成为缔约国的方式；区域经济一体化组织的加入、公约生效、多法域国家、保留、宣告、退出、保存公约方的通知等。

第二章 公约适用范围和解释

第一节 公约适用事项

一、公约支配事项

公约支配关于经由中介持有证券下列问题的准据法：a) 证券入账产生的权利的法律性质和对中介及第三人的效力；b) 处分证券的法律性质和对中介及第三人的法律效力；c) 处分证券的对抗要件；d) 对经由中介持有证券的权益是否使他人权益灭失或优先于他人权益；e) 账户持有人之外的其他人对通过中介持有的证券主张权益，与账户持有人或其他人的权益冲突，中介是否对主张权益者有义务，有何义务；f) 实现对通过中介持有证券的权益是否有要件，有何要件；g) 处

分通过中介持有的证券是否及于分红、收入、其他分配的请求权，赎回权，转售担保证券的权利及其他收益。

对第 2 条第 1 款规定事项应做广义解释，包括所有因证券入账引起的权利，如证券回购协议或转移所有权的担保安排是否能认定为担保，担保权人是否享有使用以中介持有证券进行交易的权利、所有权或担保的对抗要件、中介券商面对竞合请求权时的义务，包括是否可以扣押直接中介通过上级中介持有账户上的证券，证券处分是否连带收取红利或其他收入收益的权利。

上述问题在直接持有模式下属物权或者财产权范围，是证券持有和交易涉及第三人的权利。但在间接持有模式下，各国对这些权利的界定不统一，某些国家界定为一般存托 (regular deposit)，特殊存托 (special deposit)，或其他可以追溯到具体证券的财产权 (物权)。在某些国家被定义为特殊存托 (irregular deposit)，一般存托 (general deposit)，或其他只能请求中介交付或转移特定类型或数量的证券的权利。在其他国家，被定义为信托受益人，信托利益 (fiduciary interest)，对可混合的、名义的、或记账证券的集合的共有财产权 (co-property rights in a fungible, notional or book-entry pool of securities)，证券权益 (security entitlements) 或其他财产、契约和其他性质权利的集合 (bundle of property, contractual or other rights)。公约最初为关于间接持有证券物权的法律适用公约。在公约谈判中发现若将公约限于物权的法律适用，会大大限制公约的适用范围。各国对间接证券之上权利的界定不一，因此产生事先确定准据法的必要，但若按照公约的最初设计，只有证券物权才适用公约。公约是否适用要受制于法院地国内法对证券权利的定性是物权还是债权，就陷入了识别的怪圈。¹²因为间接持有证券权益本身在各国法律上的界定即不统一，法官在裁量时可能将间接持有证券权益识别为契约性质，从而排除公约适用，不能达到公约追求的确定性和可预见性。因此公约最终文本特别强调，即使证券入账的法律性质被认定为契约性质，由处分证券引发的上述问题，仍根据公约确定应该适用的法律。公约《解释报告》认为没有必要将第 2 条规定的事项归入不同法律关系类型，只要证券持有或交易涉及任何一项公约规定事项，足以启动公约的适用，对交易涉及的所有公约规定事项适用公约规定确定准

¹² The Explanatory Report, at 46.

据法。¹³对于证券账户涉及事项，不可能某些由一法域法律支配，另外一些由另一法域的法律支配。但对证券记入账户引起的纯粹契约性质的权利义务和其他人身性质的权利义务不适用；对通过中介持有证券的处分的当事人之间契约性质或其他人身性质的权利义务不适用；证券发行人或发行人的登记人或转让代理人的权利义务不适用，不问相对人是证券持有人还是其他人。公约最终采纳的是区分与通过中介持有证券本身、证券入账和证券处分有关的权利（不管权利是物权、债权还是物权债权兼具）和第 2 条规定以外的证券账户持有人与中介之间或证券处分当事人之间纯粹的契约性权利。第 2 条规定事项本质上是所有权的对世效力，即对抗交易当事人之外第三人的权利，但由于各国国内法对间接持有证券上的权利的界定不一。有些案件中可能出现先决问题，如某一事项是否属于第 2 条规定的范围。对此，应援引第 2 条用语加以判断，不能以任何国内实体法为判断标准。只有根据公约确定应适用的国内实体法后，才能根据准据法判断实体问题。因此没有必要将证券入账识别为物权还是债权，再来确定公约是否适用。

二、公约排除事项

公约对第 2 条以外事项不适用，仍由法院地冲突规范支配。间接持有证券的持有和担保交易也涉及到一些纯粹的合同当事人之间的权利义务。这些权利义务在国内法上一般被认为是合同性质，对当事人之外的其他方的权利义务没有影响。因此没有必要纳入公约范围。公约列出的适用事项，是可能影响第三人权利的事项。证券记入账户引起的对中介和当事人的权利的性质与后果，明确涉及第三人；处分证券对中介和第三人的性质和效力；处分证券的对抗要件（即所有权转移和担保对第三人的效力）；中介面对竞合的请求权时是否对第三人有义务；实现证券权益（所有权或担保权）会对第三人相竞合的权利产生实质性影响。

至于开户协议，则完全是账户持有人及其中介券商之间的事项，比如中介券商的注意义务，维护账户和账户上证券的义务，账户报告的内容和频率，账户持有人发出交易指示的截止时间，风险分担等。这是各国证券交易公认的契约性事项，不直接影响第三人的权利义务，因此仍由当事人意思自治调整。证券处分协议涉及当事人之间的纯粹合同事项，比如处分的证券的数量和种类、交易价格、

¹³ The Explanatory Report, at 47.

交割日期、违约赔偿等，属于一般合同义务，也没有必要归于公约调整范围。¹⁴证券交易的当事人应有完全自由来决定交易条款。公约也不调整证券发行人或发行人的登记转让代理人的权利义务。这是公司法或其他的经济组织法上的问题，由发行人成立地或所在地国的法律调整。证券权利是一束权利的集合而非单一权利，分两大类，一是对发行人的权利，一是对证券本身流通价值产生的权利。公约调整的是关于证券流通性的权利义务关系。

三、公约支配事项的具体分析

证券交易当事人要求交易有确定的法律保障。对于转移所有权的担保和回购交易尤其如此。某些国家规定回购规避担保对抗要件而无效。法院可能认为当事人有担保的本意，即使采取所有权转移形式，仍认定为担保，从而以未履行对抗要件而使交易丧失对抗第三人的效力。¹⁵公约不排除国内法院是否会撤销回购合同，但能使当事人知道其权益的准据法，从而判断法院是否会推翻证券交易的性质。

根据公约确定的准据法决定账户持有人对中介券商和第三人的权利。如未经出质人同意使用担保证券的权利。证券处分是所有权的绝对转移，还是所有权转移的担保，对通过中介券商持有的证券的权益是所有权、债权还是其他性质的权利。所有权意味着可以转让、利用、担保等。各国对担保权公示有不同要求。根据公约确定的准据法不仅决定竞合请求权的次序，而且决定其后果。是否存在竞合的请求权，是否某个优先于其他请求权，是否使其他请求权灭失。¹⁶

中介券商面对竞合的请求权，对其持有的投资者的证券账户上的证券主张权利时，有哪些义务，在各国实体法有不同规定。如按照优先权人指示进行了交易的中介是否已履行了义务；已按照一个优先权人指示进行交易的中介是否应受保护，若中介发现其他人有优先权；中介是否必须尊重其中一个优先权。这些问题准据法的事先确定，是中介券商降低经营风险、进行审慎经营的重要途径。权利竞合的场合有账户持有人和主张对此中介持有的证券有竞合的权利的人；账户持有人和主张有权请求扣押证券的人；证券账户持有人先后交易的对手方之间主张

¹⁴ The Explanatory Note, at 57-8.

¹⁵ The Explanatory Note, at 52.

¹⁶ The Explanatory Note, at 54.

对证券的优先权。¹⁷

尤其值得一提的是是否允许查封在直接中介在上级中介开立的相关账户（upper-tier attachments）。主张对通过中介持有的证券有竞合的权利的第三人可能试图通过对账户持有人和证券发行人之间的任一中介券商主张权利，而不对账户持有人账户所在的中介主张权利。

实现对中介持有证券的权利。出质人违约时，担保权人若要出售作为担保标的的证券，由公约确定的准据法决定。各国对有偿证券担保权实现的规定有所不同，有的要求申请法院同意，有的要求公开拍卖。

股东权在各国国内法也有不同规定，而且往往涉及证券权利人的重大利益，因此有必要将其纳入公约调整范围。

四、关于识别

考察某一案件是否属于公约适用范围必然涉及识别。使国内法上的法律范畴适应冲突法的需要，需要借鉴比较法的研究成果。外国法可能有法院地法没有的制度，故冲突规范的解释应以国际主义的眼光，适应适用外国法的需要。严格依照内国法进行国际私法上的识别，会导致国际私法的崩溃。实践中各国法院也不完全按照内国法的概念进行识别。巴迪福和拉加德认为人类共有的基本生活方式使得国内法可以包容任何外国制度。海牙国际私法会议《有体动产国际买卖法律适用公约》(Convention of 15 June 1955 on the Law Applicable to International Sales of Goods)对买卖都没有定义，由缔约国法院判断某一交易是否构成买卖。公约谈判纪录文件表明不做界定是因为起草者认为国际社会对此有共识。但如果事实上并不存在国际社会共识的概念，缔约国就享有很大的自由裁量权。国际证券交易主要通过几个主要市场进行，是证券交易规则和证券交易法律统一的客观基础。

有公约对识别方式做了规定。如海牙国际私法会议《遗嘱处分形式的冲突规范公约》(Convention of 5 October 1961 on the Conflicts of Laws Relating to the Form of Testamentary Dispositions)规定限制遗嘱形式的法律规定都视为形式问题。但公约中的识别一般通过法律概念表述，各国的法律概念在实质上可能不同，因此仍难以消除识别的怪圈。

¹⁷ The Explanatory Note, at 54-5.

对于识别的困境，晚近的海牙公约一般涉及很狭隘的问题，以使公约建立在公约自有的明确的法律概念上，以避免缔约国不同的法律概念导致公约解释和适用的分歧。但过于细分的方法也有其风险。保罗拉加德认为最密切联系原则有瓦解冲突规范的危险，即对具体法律关系不进行归类，而规定各类法律关系由与之有最密切联系的法律支配。有损冲突规范范畴的逻辑和体系。¹⁸

证券公约即严格限制了其适用的事项，只调整间接持有证券的某些权利，得以在理论上回避识别，以非常具体的方式规定了适用事项。不以某一国家国内法上的定义为蓝本，而是尽可能的广泛。证券的设计是，根据公约确定了准据法之后，才能判断证券处分当事人对抗券商和第三人权利的性质。公约对处分证券既不做法律上的界定也不做经济学上的界定。因此公约的适用不以对证券处分的界定为前提，不问处分在法院地法上是所有权转移还是为提供担保转移所有权的担保安排。

五、指定的内国实体法将案件问题识别为契约性质时的分析

根据公约确定的内国实体法认为证券权益为契约性质，准据法仍有效。并不违背合同问题的当事人意思自治原则。因为公约不以证券持有或处分的物权问题为适用前提，即使公约本意是为中介证券的持有和处分的对世效力问题提供法律上的确定性，但鉴于各国对间接持有证券权益的界定不一，以物权为公约的适用前提必然涉及依据国内法的识别，对证券交易有不同界定，公约是否能得以适用也就具有很大的不确定性。因此面对间接持有证券的实体法律规定并不确定和一致的情况下，公约不以传统的识别和连接点的法律范畴为适用前提，而是明确自身的适用的具体事项。否则公约追求的事先确定准据法的目标便岌岌可危。

另外也可以通过公约排除反致的原则来解释。如果案情属于公约第 2 条规定事项，因此按照公约确定准据法，准据法是不包括该国冲突规范。若该国将争讼问题视为契约性质，根据一般冲突规范，应适用证券处分当事人选择的法律。不能以此反过来否定公约的可适用性。

从实践角度看，根据公约确定的准据法可能是法院地法，也可能是法院地以

¹⁸ Paul Lagarde, *Le principe de proximité dans le droit international privé contemporain: cours général de droit international privé*, Recueil des cours, Volume 196 (1986-I), Brill Academic Publishers, Académie de droit international, at 39.

外的国家的法律。在第一种情况下，即使根据法院地法争讼问题是契约性质，法院一般不会据此排除公约确定的准据法，即法院地法的适用，而再画蛇添足地考察证券交易的当事人选择的法律。法院适用本国法总比适用外国法要得心应手。在第二种情况下，如果根据准据法争讼问题是契约性质，法院可能会考察交易当事人是否选择法律，尤其是当事人选择法院地法为准据法时。因此公约明确排除以争讼问题依据公约指定的准据法为契约性的理由排除公约适用，有现实意义。

第二节 涉外因素(internationality)

一、国际条约对涉外因素的处理

个案的涉外因素是国际条约适用的前提。涉外因素的界定在各国国内法并不统一。有些公约对此做了规定。如海牙国际私法会议《国际有体动产买卖合同法律适用公约》(Convention of 22 December 1986 on the Law Applicable to Contracts for the International Sale of Goods)第2条规定公约决定有体动产买卖合同的准据法，适用条件是合同当事人的营业地在不同国家；或其他需要在不同法域的法律之间做出选择的场合，除非只有当事人选择外国法作为准据法一个涉外因素，即使同时有管辖权选择条款（选择法院或仲裁）也不视为具有涉外性。海牙国际私法会议《代理的法律适用公约》(Convention of 14 March 1978 on the Law Applicable to Agency)（1992年生效）第1条规定公约适用于有涉外因素的代理关系但没有对涉外因素做出任何界定，缔约国法院有充分理由依据国内法上的涉外因素定义进行裁量。代理公约特委会提出3种模式：一是对涉外因素加以界定；二是不提涉外因素；三是提出涉外因素但不界定。第一种模式被抛弃，理由是几乎不可能预先界定个案中可能出现的涉外因素。支持第二种模式的理由是提出涉外因素是多此一举，公约的规定不言自明地涉及涉外因素；但第三种有其明显优势，明确公约适用条件的涉外因素是明确其性质。缔约国法官在纯国内案件无须援引公约规定以确定公约是否适用。¹⁹《关于国际有体动产买卖所有权转移的法律适用公约》(Convention of 15 April 1958 on the Law Governing Transfer of Title in International

¹⁹ Convention on the Law Applicable to Agency: Draft Convention Adopted by the Thirteenth Session and Explanatory Report by I.G.F. Karsten, <http://hcch.e-vision.nl/upload/expl27.pdf>1958, visited in January 22, 2007.

Sales of Goods)第 1 条规定公约适用于涉外有体动产买卖。但买卖合同的法律选择条款选择指定外国法为准据法或管辖权条款选择外国法院或外国仲裁机构作为争议解决机构，无其他涉外因素，不视为具有涉外因素。公约确定的冲突规范主要是有体动产所在地。公约制定过程中有人建议将涉外因素界定为与一个以上国家有实质性联系，由于客观性不够最终未被采纳，且各国可能有不同标准，但同时排除了绝对的主观标准。

二、证券公约对涉外因素的宽泛标准

证券公约没有明确具体的涉外因素，也没有具体定义涉外性。这体现出普通法系的立法传统，即立法不进行事无巨细的规定，而设定一个基本原则，由司法机关在司法实践中通过判例加以发展和完善。公约的本意是除非案件没有任何涉外因素，都视为具有涉外性，从而应适用公约。

公约适用于所有需要在不同法域的法律间做出选择的案件。但是对于涉及法律冲突的标准由缔约国国内法院根据本国标准裁量。公约制定者的本意是使公约得到最大程度的适用。因此主张任何带有涉外因素的证券交易都应适用公约规定的准据法规范，排除国内冲突规范的适用，以此推进公约所追求的法律确定性和可预见性。但国内法院法官却很有可能根据本国法对涉外性的定义，忽略案件涉及的涉外因素，排除公约的适用。

事实上，间接持有证券交易不乏涉外因素。间接持有证券本身就是随着国际证券交易的发展而产生的。交易双方当事人营业所不在一国，具有不同国籍，交易当事人的相关中介的营业所和国籍不同，证券账户在外国，证券账户名下证券的发行人不同国籍，法律选择条款选择外国法为准据法等。间接证券正是由于牵涉过多地域因素从而使以地域连接点为基础的传统冲突规范束手无策。因此，间接证券交易一般不乏国际因素。需要指出的是，公约规定抛弃了所有地域因素作为选择准据法的连接点，但是这些地域因素是构成证券交易涉外因素的因素。根据《解释报告》，涉及在多个法域的法律之间进行选择不等于涉及法律冲突。许多国家的国际私法要求的法律冲突必须是外国法或外国与案件有实质性联系，外国法有被适用的利益，才产生法律冲突。但第 3 条不要求案件与外国有实质性联系。只要案件事实牵涉法院地以外的国家或地区，即使是偶然或微弱的联系，也

构成涉及在多个法域的法律之间做出选择，足以启动第 3 条的适用。²⁰

如果案件事实没有任何客观涉外因素，为纯粹法院地国内部案件，但当事人在账户协议中选择某一外国法为准据法，即主观涉外因素，在某些国家可能被法院以法律规避为由认定无效，从而丧失其惟一的涉外因素。公约追求的法律确定性的目标禁止缔约国法院以法律规避为由认定当事人的法律选择条款无效，否则许多本可以从公约确立的冲突规范所具有的确定性和可预见性中受益的当事人会面临期待落空的形势。另外第 4 条对当事人在账户协议中选择准据法进行了明确限制，要求账户持有人和其直接中介只能在直接中介有从事证券账户管理业务的营业所的国家法律作为准据法，因此当事人随意选择准据法的可能性也不存在。²¹

第三节 一致解释

一、国际条约的一致解释的必要性和一般方法

（一）一般原则

国际条约协调不同法律的关键在于其法律约束力和在缔约国的统一适用。一国内国法院可能以条约不具有强制力、只是任择性为由排除条约适用，而适用国内法。或者以一国宪法规定的强制性规则为由排除公约适用。但公约的效力正在于其排除相关领域国内法适用的优先效力，否则公约只是一纸空文。缔约国加入某一公约时，即承担了保证在相关问题上公约优先于国内法适用的义务。而统一适用的前提之一是对公约术语和规则进行一致解释。

国际公约只调整有限的法律部门，在其他相关部门由国内法适用。因此不可避免地涉及公约条款的确切解释和国内法补缺适用问题。长期以来有两派观点。一派主张在国内法院进行的诉讼，既然条约已转化成国内法，其解释应依据该国国内法上的解释方法；另一派主张国际条约的解释应独立于国内法，即不采纳国内法中术语的解释，否则非但有损公约的统一性，而且可能导致当事人挑选法院。实践中，法官解释条约一方面依国内法解释，因条约是缔约国国内法；另一

²⁰ The Explanatory Note, at 59-60.

²¹ The Explanatory Note, at 59-60.

方面又不能完全忽视条约的涉外因素。一致解释是许多多边条约关注的问题。在实体法公约方面，以《联合国国际货物销售合同公约》(UNITED NATIONS Convention on Contracts for the International Sale of Goods (1980))为例，因此公约缔约国广泛，在实践中有广泛适用。该公约明确规定条约解释应考虑作为条件适用条件的涉外因素、条约统一适用的要求以及国际贸易中遵守诚信的必要性。但是该条约要求的“独立于国内法的解释”并不能解决所有的解释问题，因为“独立于国内法的解释”只是一种原则性要求，只是求考虑公约要求的涉外性和统一适用的目标，而不是具体的解释方法。具体来说，独立于国内法进行解释，意味着公约规定的术语是否在国内法中有对应概念并不重要，因为用语独立于国内法，是不同国家国内法概念的揉合。同时，条约用语的独立意义也要尊重国内法上的强制性规定，不能规避国内法出于公共政策考虑做出的规定。²²

《维也纳条约法公约》(Vienna Convention on the Law of Treaties)规定国际条约的解释原则是：条约解释应根据条约用语语境和条约目的及宗旨，以善意原则赋予用语通常意义；条约解释可以根据条约立法文件作为辅助资料。多种文字作准时最能协调不同文本文意、且反映条约目的宗旨的解释优先。”解释时对条约用语采纳独立于国内法概念的意义。《维也纳条约法公约》被认为是习惯国际法的总结，因此对非缔约国也有约束力。

(二) 一致解释的具体途径

一致解释是条约目的得以实现的根本保证。实现一致解释的途径，有下列几种：

关于立法资料，大陆法系国家法官惯于援引立法资料；普通法系国家则实践不一。在美国不存在障碍。英国的严格文义解释规则曾严格禁止法官援引立法资料进行解释，但近来有所松动。以条约制定文件作为解释依据不失为一种可行之策。引用学术权威观点在大陆法系国家由来已久，过去排斥援引学术权威的英美法系国家近来也频频从学术观点中寻求判决依据。²³关于一般法律原则，由于一般法律原则很难界定，各国共有的法律原则必定是些非常根本抽象的原则，在具体

²² See V. Susanne Cook, The Need for Uniform Interpretation of the 1980 United Nations Convention on Contracts for the International Sale of Goods, in *University of Pittsburgh Law Review*, Fall, 1988, 50 U. Pitt. L. Rev. 197).

²³ Franco Ferrari, Uniform Interpretation of the 1980 Uniform Sales Law, in *Georgia Journal of International and Comparative Law*, Fall, 1994, 24 Ga. J. Int'l & Comat L. 183.

细节问题上很少有各国共有的原则，因此适用范围有限。

通过超国家的司法机构的审查和判例实现一致解释。如欧盟法院即负有解决《建立欧洲经济共同体的条约》(Treaty establishing the European Economic Community (1957))解释争端的职责。超国家的司法机构对于一般多边条约在现阶段是不可行的。如何统一各缔约国的判例，建立条约规定事项范围内的国际判例体系值得探讨。²⁴这个体系不一定要具有强制性，但可以作为法规判案的参考。

礼让在统一解释中的作用。条约对缔约国有法律上的约束力，但由于公共政策条款的作用，一国国内法院往往通过强调本国法律得以适用的利益来排除公约适用。在此场合，国际礼让可以发挥一定作用。国际礼让要求一国法院在面对国际案件时，权衡本国利益、外国利益和国际社会利益，而不能仅仅强调本国利益得以保障。

二、对证券公约一致解释的意义和途径

在各国实体法对间接持有证券相关权益规定极其不统一的背景下，对证券公约进行一致解释的意义尤其明显。鉴于各国对经由中介间接持有证券权益的法律界定各异，公约第 1 条对有关术语有详尽而自成一体定义。比如对证券及证券权益的定义，就及其广泛，不囿于某一国家或法系对证券的界定。对公约条文的解释应着眼于公约的国际性。公约立法文件可以作为解释依据，促进公约的统一解释。但应注意公约立法文件应限于最终的《解释报告》，而不包括早期的准备文件。因公约在谈判过程中立场变化较大。比如从最初的 PRIMA 方法到证券账户协议选择准据法。引用学术观点也是可行的。关于间接持有证券的法律问题已有不少权威论著。在许多国家国内法对间接持有证券问题尚不明朗或滞后的情况下，学术权威可以作为法官判案的指导。一般法律原则对于证券公约的一致解释，在现阶段意义不是太大。跨国证券交易一般涉及技术性事项，涉及法律基本原则的情况很少。多边条约在缔约国获得一致解释的重要方法是法官判案对他国有关判例予以考虑，尽可能使各国判例一致。援引判例普通法系国家的法官来说较为方便，对大陆法系国家法官可能稍有不妥。但公约缔约国的法官在公约所涉问题上实际是一个准司法共同体。在这个共同体内，法官没有理由完全无视其他法官在

²⁴ Linda Silberman, Interpreting the Hague Abduction Convention: In Search of A Global Jurisprudence, Brigitte M. Bodenheimer Memorial Lecture on the Family, in U.C. Davis Law Review, April, 2005, 38 U. C. Davis. L. Rev. 1049.

先做出的判例。已经有人提出要建立海牙国际私法会议公约的判例数据库，甚至提出建立管辖海牙公约体系的国际法院，并加强海牙国际私法会议与成员国的互动，交流，对成员国提供培训。²⁵

证券公约涉及国际证券市场和缔约国证券市场的系统安全，因此国际礼让在证券公约的一致解释中也有一席之地。缔约国法官应本着保证维护证券市场系统性安全，防范系统性风险的精神对公约术语进行解释，保证公约统一适用。

对普遍性国际条约以不同于国内法的方式进行解释，并不是天方夜谭。历史上的商人法即是一套灵活而相对稳定的自足自治的法律体系，游离在国家法之外。证券市场高度国际化和市场惯例的标准化，大型国际金融机构即证券中介在市场规模形成中的主导作用，是证券公约得到的一致解释客观有利因素。在国内相关实体法规定不尽完善和不统一的情况下，对《海牙证券公约》的一致解释可以推进各国实体法的进步和协调。

第三章 公约确立的冲突规范

第一节 公约规定

一、首要规范（primary rule）

第2条第1款规定事项，即间接持有证券的持有和转让涉及交易当事人以外第三人的权利义务由开户人和中介券商在账户协议中指定的法律或指定的国家的法律调整，约定法律选择条款时相关中介必须在所选国家有符合公约规定条件的营业所。符合规定的营业所为独立从事或者与另一营业所或其他方共同从事下列活动：a) 证券入账或监督证券入账；b) 管理对通过中介持有证券的分红请求权或股东权；c) 从事其他证券账户管理活动或与证券账户有关的经常性活动；或者根据账户编号、银行编号、或其他具体方式可以认定某一营业所在该国维持账户。

²⁵ Hans van Loon, Global and Regional Co-operation in the Field of Private International Law: A Challenger for the Hague Conference, International Symposium on the Hague Securities Convention, Tuesday, October 12, 2004, <http://law.rikkyo.ac.jp/ribis/symposium/2004hague/symposium.pdf>, visited on December 2, 2006.

从事下列业务的处所不是符合条件的营业所：a) 支持证券账户记账和数据处理的设备所在地；b) 与账户持有人沟通的呼叫中心所在地；c) 与证券账户有关的信件发出地、文件档案保存地；d) 只从事与账户开立和维护无关的代表或管理职能，且无权做出是否签订证券账户协议的最终决定。

二、替补规范 (fall-back rule)

若当事人未明确约定相关事项的准据法，或约定的准据法所属国没有符合条件的营业所，则适用第 5 条的替补规定。第 5 条第 1 款规定若账户协议明确约定相关中介是通过某一符合条件的营业所订立账户协议的，那么由营业所所在法域的法律为准据法；判断账户协议是否明确中介是通过某一营业所订立账户协议，下列条款不在考虑之内：a) 约定通知或其他文件送达该营业所视为对中介送达；b) 约定可以在一国或一国某一领土单元对中介提起法律程序；c) 约定中介通过某一营业所提供报表或其他文件；d) 约定中介可能通过某一营业所提供服务；e) 约定中介可能通过某一营业所从事某项业务或职能。根据第 5 条第 1 款仍不能确定准据法，则在账户协议订立时，或在证券账户开立（没有账户协议时）时，相关中介成立地的法域（一国或多法域国家领土单元）的法律为准据法；若相关中介在多法域国家某一领土单元内根据中央立法成立，则相关中介营业地（在有多个营业地的情况下为主营业地）的法律为准据法。根据第 5 条第 2 款仍不能确定准据法，则相关中介营业地（在有多个营业地的情况下为主营业地）的法律为准据法。

三、排除的因素

第 6 条规定了确定准据法时应排除的因素。证券发行人成立地，法定住所地、或登记的营业所所在地、管理中心所在地、营业所或主营业所所在地；代表或证明证券的凭证所在地；证券发行人或其代理人维持的证券持有人名册所在地；直接中介之外的其他中介所在地。证券账户上证券涉及到的地域因素完全不予考虑，表明公约对透视理论的完全否定。

第二节 对公约规定的分析

一、背离地域原则

第 4 条确立的冲突规范背离了传统的对证券持有和交易适用证券所在地法的规范。传统的物之所在地法建立在直接持有模式基础上。物之所在地法最初是为有体财产（动产及不动产）设计，因此确定所在地并无困难和分歧。对无体财产如证券则无法绝对客观。一般对于记名证券，以登记册所在地或发行人成立地为证券所在地，其出发点是登记册和发行人成立地为证券权利之来源；对于记名凭证证券，以凭证所在地为证券所在地，出发点凭证为证券权利之所在。另有人认为证券的准据法的出发点是有效控制。物权适用物之所在地规范的出发点也是如此。由于证券是一个权利束，因此证券权利的冲突规范可以是多个不同的具体规范。²⁶凭证所在地，发行人成立地，证券权利可以实现的地方等。

二、传统物之所在地规范

在直接持有模式下，物之所在地规范具体到证券持有和交易的物权问题上有多种范式，例如证券发行人所在地，记名证券的登记册所在地等。发行人所在地方法的优点在于确定和难以操纵，且发行人所在地的法律是证券权利产生的根源。发行人所在地法决定证券是否具有流通性。但国际证券交易不再关注具体某支证券及其对抗发行人的权利，而关注其流通价值，即证券交易当事人之间的权利义务关系。某支证券进入国际证券交易市场后，即淡化了与发行人所在地法的关系。²⁷国际证券交易市场的准入门槛作为安全阀，将劣等证券排除在外，如证券交易所的首次公开发售（IPO）规则。故以证券发行人所在地作为证券交易准据法，有违物之所在地规范的初衷。

登记册所在地和凭证所在地的范式也难以适应间接持有证券模式。间接持有证券是固定化或者无纸化的证券，以电子簿记的形式反映出来，固定在中央托存机构的有体证券的所在地和无纸化证券的电子簿记所在地与具体证券交易可能并

²⁶ A. Johnson, *The Law Applicable to Shares*, in Hans van Houtte, *The Law of Cross-Border Securities Transactions*, London Sweet & Maxwell 1999, at 5.

²⁷ James Steven Rogers, *Conflict of Law for Transactions in Securities Held through Intermediaries*, Boston College Law School Legal Studies Research Paper Series, <http://ssrn.com/abstract=815005>, visited on June 20, 2006.

无充分联系。无纸化的电子证券事实上没有实在的处所，同一中介对账户的维持与管理可能通过遍布世界各地的营业所进行。因此证券所在地难以确定。若以证券发行人成立地或登记地为标准，则在国际证券市场通行的证券投资组合模式下，一个证券账户上可能有多支发行人为不同国籍的证券，一次交易涉及多支证券则需要受制于多国法律，合规成本极其昂贵。²⁸以证券所在地的法律作为证券交易涉及他人权利的准据法明显不可行。跨国证券交易中证券对发行人的权利的意义明显降低，关键的是证券的流通性。在投资组合下，交易对象的不再是完整的证券，而是证券权益的一部分。因此适用证券所在地法的根据不再充分。

三、PRIMA 方法

因此公约的最初谈判提出了 PRIMA（相关中介所在地）的建议，即账户持有人的直接（relevant，有直接契约关系）中介维持账户的营业所所在地的法律为准据法。对相关中介所在地也有不同认识，或为中介所在地，或为账户所在地。欧盟《支付及证券结算系统支付终局性指令》(Directive 98/26/EC of the European Parliament and of the Council of 19 May 1998 on Settlement Finality in Payment and Securities Settlement Systems)第 9 条规定证券担保权人对作为担保标的证券的权利由纪录担保权人权益的登记册、账户或中央托存系统所在地的法律支配。欧盟《金融担保安排指令》(Directive 2002/47/EC of the European Parliament and of the Council of 6 June 2002 on Financial Collateral Arrangements)第 9 条规定担保的识别、对抗要件和其他问题由证券账户维持地所在国的法律支配。²⁹

证券账户的维持涉及多项业务，如交易指示的沟通，账户的开立，证券权益的支付，在证券业的跨国经营模式下，不同业务往往由处于不同国家、不同国籍的机构提供。导致账户的所在地也难以确定，维持账户的中介的营业所所在地也难以确定。账户所在地是美国模式。美国《统一商法典》(Uniform Commercial Code)第 8 条规定由证券账户当事人选择证券权益交易涉及第三人权利的准据法，

²⁸ The Explanatory Report, at 18.

²⁹ See Directive 98/26/EC of the European Parliament and of the Council of 19 May 1998 on settlement finality in payment and securities settlement systems, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31998L0026:EN:NOT>; See Directive 2002/47/EC of the European Parliament and of the Council of 6 June 2002 on financial collateral arrangements, http://eur-lex.europa.eu/smartapi/cgi/sga_doc?smartapi!celexapi!prod!CELEXnumdoc&lg=EN&numdoc=32002L0047&model=guichett.

虽不是物之所在地法的延伸，但以相关中介所在地为切入点，因此仍为 PRIMA 模式。确切地说就是 RIMA 模式。仍是属地主义模式³⁰。公约最初的草案即提出“相关证券中介所在地的法律为准据法，即证券账户所在地。”其优点在于与传统冲突规范一致，物之所在地规范将证券账户识别为物，不再将账户上的证券识别为物。其缺陷在于账户没有处所。账户是开户人和中介之间抽象的法律关系，没有处所。

PRIMA 是海牙特委会最初的建议，后来改变了基本思路，不再试图给证券账户或相关券商拟制地点，而是由证券账户持有人及其开立账户的中介之间协议选择；当事人协议要受到客观标准限制，即选择的准据法所属国家必须有中介的营业所。此方法旨在提供确定的准据法，同时保证同一证券账户的所有交易都适用同一法律。起草者们认为建立在账户持有人及其中介之间关系之上的首要规范无须将证券账户、维持证券账户的营业所、账户上的实物证券、或发行人登记册等因素场所化，无须考察其所在地，也过问账户持有人、维持账户的中介、或基础证券发行人的住所、营业所。即抛弃所有地域因素。也不牵涉与账户持有人有直接开户关系的中介的上级中介。由账户当事人之间选择的法律支配涉及此账户的证券交易。³¹由于一个证券交易在不同阶段可能涉及多个证券账户，因此可能受制于多个准据法。转让人和受让人之间可能要通过多级多个中介。其实这是很容易解释的。因为通过证券结算系统进行的证券交易，不是只涉及买方卖方的交换，实际过程是通过结算系统的交易规范和多边结算，卖方将卖出证券交给证券结算系统，买方再从结算系统中买入证券，买卖双方互不相识，也不发生法律关系。³²

四、以证券账户当事人关系为中心

公约的切入点是账户持有人与其中介的关系。由于对间接持有证券上权益的性质界定不一，有些国家认为投资者有可以对抗其直接中介及其持有财产的权利束，有些国家认为投资者对基础证券有直接的权利。因此前者的冲突规范是相关中介所在地方法（PRIMA），后者的冲突规范是透视方法（look-through）。公约力

³⁰ Richard Potok: The Hague Securities Convention-Closer and Closer to a Reality, in 2004 15 JBFLP 204.

³¹ The Explanatory Report, at 67.

³² Christophe Bernasconi, Prel. Doc. No 1, at 27, http://hcch.e-vision.nl/index_en.php?act=conventions.publications&dtid=35&cid=72, visited on March 7, 2007.

图采取中立的冲突规范，不偏向二者任一。公约谈判早期的方法是两步走，即准据法是“相关中介所在地”，第二步是“中介所在地的法律是中介与账户持有人协议选择的，只要选择符合规定。最终公约采取的是准据法是中介与账户持有人选择的法律。³³公约最终文本没有出现“相关中介所在地”，是为避免法官对相关中介进行主观界定。

证券是可以转让的无体财产，是发行人和持有人之间的一种法律关系，或为债权关系，或为股东权。证券转让不关注发行人持有人关系的具体内容。证券持有和转让的法律是界定某个持有人是否成为发行人持有人关系的适格当事人、发行人持有人关系在持有人间的转让、发行人持有人关系能否可以强制执行。财产权规范与财产转让规范的分离是现代证券法的特征。将证券持有和转让的法律比喻成满载法定权利的手提箱。人们对手提箱的内涵并不关心，只关心其外部特征。证券持有与转让的法律应实现下列目标：除了发行人和监管机构在先对转让的限制，不得对持有人转让证券做其他限制；避免发行人面对竞合的财产请求；权益所有人明晰，即保证持有人获得完整、对世的权利，保证担保债权人获得完善的担保权；便于发行人履行义务；不同种类证券的转让和担保规则标准化，又不失灵活性。涉及跨境交易的冲突法应能做到：减少挑选法院和多重责任、在多个国家多级持有、担保债权人知晓在先的优先权。由于证券交易关系的中心是中介和账户持有人之间的信息传递，因此当事人和传递的信息作为确定管辖权的依据。即由证券账户持有人与其中介协议约定涉及证券账户交易财产性权利的准据法（这里的财产性不是传统意义上的物权，而是指证券持有和交易涉及第三人权利，因为间接持有证券的权益在各国实体法有不同界定）。³⁴

五、一些国家的作法

在美国，证券交易与其他交易同样有三个因素，证券买卖合同、买方支付价款、卖方交付证券。公约只调整卖方交付证券的相关问题。传统实物交易中决定买方是否取得所有权的准据法不是买卖合同的准据法，而是物之所在地的法律。对于证券交易而言，买卖双方其实没有直接联系，甚至互不了解。通过各自中介下单完成交易。事实上买方与其中介之间有一交易合约、卖方与其中介之间有一

³³ The Explanatory Note.

³⁴ Joseph H. Sommer, *Against Cyberlaw*, 15 Berkeley Tech. L.J. 1145, 1170-72 (2000).

合约，两个合同适用各自准据法，并不违背常理。净额结算是在全部交易的基础上进行，并非一对一交易，并无买方向卖方的交付。只是卖方向结算系统交付证券，结算系统向买方交付证券。因此并非卖方向买方转移证券权益。可以据以确定证券权益的只有买方卖方与其各自中介的证券账户。证券担保一般发生在证券借贷过程中，借贷双方有直接协议，与买卖不同。担保一般以提供担保人将证券转移至担保权人指定账户为标准。因此证券账户被视为权利之所在。³⁵

英国法上证券结算系统参加人对证券的权益取决于结算系统所在地的法律和参加人与结算系统之间的协议的准据法，二者都是结算系统所在地的法律。《戴赛和莫里斯论冲突法》一书认为结算系统参加人对证券的权益源自结算系统维持参加人账户所在地和该地的合同安排，因此结算系统所在地的法律为准据法。英国上诉法院在 *Macmillan v. Bishopsgate* 案中认为第三人对无体动产的权利由无体动产所在地法支配。因物之所在地便于强制执行权利，法律拟制无体动产所在地是可以证明和强制实施权利请求的地方。证券参加人证券权益的证明是结算系统所维持的账户，只能通过簿记转让，因此结算系统维持账户的地方就是财产权利所在地。因间接证券持有人对证券发行人没有直接的权利请求，故证券托管人保管证券的地方不是证券所在地。³⁶

六、当事人协议选择的几个问题

当事人协议选择的法律必须支配所有第 2 条第 1 款事项，否则无效。必须满足在所选择的国家有符合条件的中介。这是对当事人意思自治的限制。当事人的选择必须明示，排除法官根据案情得出当事人默示选择，以维护稳定性。符合规定的营业所不要求必须是维持具体案件所涉的账户。只要营业所从事与账户维持和管理有关的实质性业务。因为账户开立、记账和管理可能分散在多个国家的营业所。如果以当事人选择的法律是有中介的营业所，且该营业所必须维持和管理账户协议涉及的特定账户，那么需要法官对具体事实进行裁量，可能引入不确定因

³⁵ James Steven Rogers, *Property and Contract: Toward a Clearer Understanding of the Hague Convention on the Law Applicable to Certain Rights in respect of Securities*, International Symposium on the Hague Securities Convention, Tuesday, October 12, 2004, <http://law.rikkyo.ac.jp/ribls/symposium/2004hague/symposium.pdf>, visited on December 2, 2006; James Steven Rogers: *Conflict of Law for Transactions in Securities Held through Intermediaries*, Boston College Law School Legal Studies Research Paper Series, <http://ssrn.com/abstract=815005>, visited on June 20, 2006.

³⁶ Joanna Benjamin, *Immobilised Securities, Perfection of Security Interests*, in *Journal of International Financial Markets*, 1999 1(2), 68-71.

素，导致当事人法律选择条款无效。

账户的编号在某些国家可能便于确定其所在的营业所，但这是为税收、监管或者会计报告目的，是国家对金融市场实施管制的手段，是一种公法行为，与私人证券交易的关系是偶然性的，国际私法问题以公法上的监管为连接点的考虑因素并不妥当。谈判初期提出中介必须在所选国家维持账户的标准是受到金融监管。鉴于各国监管模式不同，会给公约适用标准带来不确定性，故未被采纳。而且从事跨国业务的营业所可能受多国金融监管。地区性经济组织如欧盟还建立起泛欧盟的金融监管。³⁷

证券市场信息公开透明与市场主体行为规范是监管机构追求的目标。证券中介机构是监管机构的重点监管对象。从事跨国业务，与多国投资者有业务往来的中介可能面临多国的监管。尽管公约并无影响金融监管的意思，³⁸法律选择条款可能对监管权限产生一定影响。在一国监管下的证券中介若选择另一国法为准据法，可能面临该国的监管。另一方面，在一国监管下的证券中介可能通过选择另一国法为准据法，以规避前者的监管。但一国可以通过立法禁止此类法律选择条款。³⁹

七、关于意思自治原则

不少学者认为公约首要规范将意思自治引入财产法领域。⁴⁰但这里的意思自治与合同当事人意思自治选择支配合同的准据法有很大区别。合同当事人选择的合同准据法是支配当事人之间根据合同产生的权利义务，与第三人权利义务没有直接关系。但公约规定的冲突规范是由账户持有人与其直接中介选择准据法支配第三人对此证券账户中证券的权利以及第三人权利竞合时的优先次序。不是证券交易双方约定其买卖或担保的准据法，并对第三人有约束力。相当于证券账户当事人作为账户创始人为其所创设的权益选择准据法，约束后续对证券权益主张权利的人。市场参与者在进行证券交易前，可以要求查阅证券账户协议的法律选择条

³⁷ Prel. Doc. No. 5, at 30.

³⁸ The Explanatory Note, at 23.

³⁹ James Steven Rogers, Conflict of Law for Transactions in Securities Held through Intermediaries, Boston College Law School Legal Studies Research Paper Series, <http://ssrn.com/abstract=815005>, visited on June 20, 2006.

⁴⁰ For example, Karl Kreuzer, Innovative Features of the Hague Securities Convention, International Symposium on the Hague Securities Convention, Tuesday, October 12, 2004, <http://law.rikkyo.ac.jp/ribls/symposium/2004hague/symposium.pdf>, visited on December 2, 2006.

款，从而确定交易所应适用的法律，预先明确各方的权利义务，以决定是否进行交易。

有人担心证券中介可能会与不同投资者签订账户协议时约定不同国家的法律为准据法，以对自己有利。但中介通过准据法选择谋取私利的可能性并不大。中介维持账户的营业所有限，一般主要集中在几个国家。中介只能在这些国家中选择。另外，中介选择与其业务没有多少联系的国家法律作为账户协议的准据法，有可能受制于所选国家的金融监管。而且专业证券市场的参加人一般采用格式合同。中介一般不跟开户人单独进行谈判以签订合同。

第四章 公约适用的几个特殊问题

第一节 在多法域国家的适用

一、关于多法域国家的一般规定

一国内部的法律冲突有不同地区间的法律制度之间的冲突和人际法律冲突。区际法律冲突指一个国家内部不同地区的法律制度之间的冲突，或者说是在一个国家内部不同属地性法域之间的法律冲突。⁴¹公约在联邦制国家的适用面临与一国内部立法权限分配的协调，公约规定必须考虑如何在保证公约的一致适用的同时尊重缔约国主权。海牙国际私法会议对多法域国家现象十分重视。制定每个公约，都在公约目的基础上设计针对多法域国家的条款，也称联邦条款。《国际成人保护公约》(Convention of 13 January 2000 on the International Protection of Adults)规定的惯常住所地、财产所在地、与法律关系有最密切联系地、依法采取措施的公共机构、请求承认执行地都具体到多法域国家的法域。如《未成年人国际保护公约》(Convention of 19 October 1996 on Jurisdiction, Applicable Law, Recognition, Enforcement and Co-operation in Respect of Parental Responsibility and Measures for the Protection of Children)第 45、46 条规定区际冲突规范优先；《跨国收养中的儿童

⁴¹ 黄进著：《区际冲突法研究》，学林出版社 1991 年版，第 48 页。

保护与合作公约》(Convention of 29 May 1993 on Protection of Children and Cooperation in Respect of Intercountry Adoption)第 36 条规定的地域性连接点均指多法域国家某一法域,第 37 条规定一国内部人际冲突规范保留其效力,优先于公约规定。⁴²

(一) 联邦管辖权条款

联邦条款有两大类。一是联邦对内管辖权条款。二是公约的冲突规范与缔约国内部区际冲突规范的关系条款。⁴³关于联邦制国家权力分配,即联邦管辖权(federal jurisdiction)条款。联邦管辖权条款旨在解决联邦内立法权分配导致的问题。某些国家的缔约权属于联邦政府,但实施条约的权力由联邦和地区根据立法权的分配共享。联邦管辖权条款使联邦国家中央政府批准条约对其部分领土单元适用,并根据领土单元加入公约的意志随时变更此类宣告。⁴⁴

海牙公约典型的联邦管辖权条款是:

1. 若一国两个或两个以上地区在本公约范围内适用不同的实体法,该国可以在签署、批准、接受、许可或加入时声明公约适用于其全部地区或只对一个或几个地区适用,并可以随时声明修改。

2. 声明应通知公约保存方,明确条约适用的地区。

3. 一国未依该条作出声明,则公约对该国所有地区适用。⁴⁵

1969 年《维也纳条约法公约》第 29 条规定“除非根据条约或以其他方式确定有相反意思,条约对各缔约方全境有效”。海牙公约与其保持一致。

(二) 涉及法律选择的联邦国家条款

二是关于准据法的规定。国际条约一般包括在多法域国家的适用条款。晚近的海牙条约采用了不同的条约,当公约指定一国法为准据法,有的公约直接指定某一法域的法律适用,其他采取两个步骤,即先指定一国法为准据法,在根据该

⁴² 公约文本参见 http://www.hcch.net/index_en.php?act=conventions.listing。

⁴³ See the Permanent Bureau of HCCH, Prel. Doc. No 4, at 4, available at [http://hcch.e-
vision.nl/index_en.php?act=conventions.publications&dtid=35&cid=72](http://hcch.e-
vision.nl/index_en.php?act=conventions.publications&dtid=35&cid=72), visited on March 7, 2007; 黄进:《论国际私法公约在法制不统一国家的适用》,载韩德培主编:《国际私法问题专论》,武汉大学出版社 2004 年版,第 109—111 页。

⁴⁴ See the Permanent Bureau of HCCH, Prel. Doc. No 4, at 4, [http://hcch.e-
vision.nl/index_en.php?act=conventions.publications&dtid=35&cid=72](http://hcch.e-
vision.nl/index_en.php?act=conventions.publications&dtid=35&cid=72), visited on March 7, 2007.

⁴⁵ See the Permanent Bureau of HCCH, Prel. Doc. No 4, at 4, [http://hcch.e-
vision.nl/index_en.php?act=conventions.publications&dtid=35&cid=72](http://hcch.e-
vision.nl/index_en.php?act=conventions.publications&dtid=35&cid=72), visited on March 7, 2007.

国区际冲突规范确定准据法，在不存在区际冲突规范的情况下，或者采用与法律关系有最密切联系的法域的法律或者由公约直接规定。

在公约最初提出的相关中介所在地规范的情况下的设计是：

根据第 5 条，相关中介在多法域国家，适用下列规范：适用该国区际冲突规范；若该国没有区际冲突规范，本公约所称相关中介所在地指该国某一法域而言。

PRIMA 模式中相关中介所在地为账户持有人与相关中介约定的证券账户所在地，同时要求约定时相关中介在该国有从事账户管理业务的营业所。对联邦制国家而言，约定的证券账户所在地是具体到多法域国家某一法域还是多法域国家本身，从事账户业务的营业所须在多法域国家境内即可还是必须与约定的经营具体账户的营业所在同一法域？若二者都要求在联邦制国家同一法域，则账户持有人与直接中介只能约定此中介有营业所的法域作为相关中介所在地。账户持有人与直接中介可以约定中介所在地为多法域国家某一法域，只要在该国任一地区有营业所即可。若只允许当事人约定多法域国家为相关中介所在地，不得具体到某一法域，则需要多法域国家有内部区际冲突规范，最终确定当事人约定的相关中介所在地。若多法域国家无内部冲突规范，则无法确定当事人约定的相关中介所在地，准据法也无从确定。第四种情况约定的证券账户所在地在多法域国家，符合条件的营业所在某一法域。⁴⁶对此，若多法域国家无区际冲突规范，仍无法确定相关中介所在地和准据法。

获得广泛共识的立场是当事人约定的中介所在地具体到多法域国家的法域，以避免多法域国家区际冲突规范给外国当事人造成不便，有损公约追求的法律确定性目标。对当事人意思自治的限制也不必过于严格。只要相关中介在约定的账户所在地所属国家任一法域有营业所即可，不必与账户所在地属于同一法域。同时多数观点认为法制不统一的国家可以选择继续适用国内有效的区际冲突规范。但要在成为缔约国时声明其国内冲突规范，声明不具有追溯力，以保证当事人合理期待的实现。⁴⁷

⁴⁶ See the Permanent Bureau of HCCH, Prel. Doc. No 11, at 3, http://hcch.e-vision.nl/index_en.php?act=conventions.publications&dtid=35&cid=72, visited on March 7, 2007.

⁴⁷ See the Permanent Bureau of HCCH, Prel. Doc. No 11, at 4-5, http://hcch.e-vision.nl/index_en.php?act=conventions.publications&dtid=35&cid=72, visited on March 7, 2007.

二、公约规定

(一) 证券公约在多法域国家的适用范围

公约涉及多法域国家的规定有第 4 条, 第 5 条, 第 12 条和第 20 条。

第 20 条是关于关于在联邦制国家适用范围的规定。多法域国家可以在成为关于缔约国时, 声明公约对其全部领土适用或只适用于一个或多个领土单元。若多法域国家未做出上述声明, 公约对该国所有领土单元适用。证券公约是第一个规定缔约国内部冲突规范不声明即不适用的公约。晚近的海牙公约或者保留国内区际冲突规范, 或者规定准用公约的冲突规范。如《关于家长责任和儿童保护措施 of 管辖权、准据法、承认和执行与合作的公约》(Convention of 19 October 1996 on Jurisdiction, Applicable Law, Recognition, Enforcement and Co-operation in Respect of Parental Responsibility and Measures for the Protection of Children)第 48 条“对于在公约规定问题上一国地区间适用的法律制度或规范体系有所区别, 适用下列规范: a. 该国若有适用哪一地区单元的规范, 适用该国规范; b. 若该国无此类规范, 适用根据第 47 条确定的相关地区单元的法律。公约没有规定公约条款对多法域国家内部冲突不适用。《死因继承法律适用公约》(Convention of 1 August 1989 on the Law Applicable to Succession to the Estates of Deceased Persons)第 21 条“一国内部对继承适用不同法律制度或不同规范体系的国家没有义务将本公约适用于这些法律制度或规范体系之间的冲突。”⁴⁸以往身份问题的海牙公约在此问题上的政策是: 比起判决国际一致、保障私法主体合理期待的政策目标, 政府利益平衡是解决区际法律冲突更应关注的问题。⁴⁹而证券公约与此有明显区别: 赋予使当事人能预先确定应适用的法律以更优先的地位。

(二) 关于冲突规范在多法域国家适用的规定

公约第 4 条规定当事人协议指定多法域国家内部某一法域的现行法律为准据法, 第 5 条规定的客观连接点, 如账户开立地、相关中介成立地、主营业地等, 均为与多法域国家内某一法域的联系。在追求法律确定性的同时对多法域国家内部的区际冲突规范有所排除。以联邦制国家为例, 立法权限在联邦中央和成员州

⁴⁸公约文本参见 http://www.hcch.net/index_en.php?act=conventions.listing。

⁴⁹Ayelet Ben-Ezer and Ariel L. Bendor, The Constitution and Conflict-of-Laws Treaties: Upgrading the International Comity, in North Carolina Journal of International Law and Commercial Regulation, Fall 2003, 29 N.C. J. Int'l L. & Com. Reg. 1.

或其他单元的分配是个复杂的法律和政治问题。区际冲突规范也是国家主权的体现。证券交易与证券市场和经济调控和管制密切相关。因此也是法制不统一国家内部权力机构权力划分关注的问题。因此，公约允许缔约国就第 5 条做出声明，保留本国区际冲突规范的适用，排除公约规定的冲突规范。对第 4 条规定则可以通过声明对当事人选择准据法的意思做出更严格的限制。即当事人在他们指定的准据法所属法域必须有从事账户管理业务的营业所。

第 12 条对第 4 条涉及的地域是指多法域国家还是多法域国家一个法域进行了界定。根据第 12 条，当事人可以在账户协议中约定多法域国家内部一个法域的现行法律作为账户准据法，只要中介在该多法域国家境内有符合规定的营业所，而不必在该法域有符合规定的营业所。第 12 条第 1 款只在当事人明确指定某一法域的法律为准据法才适用，若未明确指定账户协议的准据法或者明确约定多法域国家的法律为准据法，则不适用。第 12 条第 2 款旨在尊重联邦制国家的立法管辖规范。规定多法域国家某一法域的法律包括该法域立法机关制定的法律和在该法域内有效的联邦规范。该法域的法律原则上不包括冲突规范，与第 10 条规定的排除反致原则一致。但在根据第 4 条或第 5 条确定准据法为多法域国家一法域的法律时，在第 12 条第 2 款第 a 项规定的公示、登记和注册的问题允许反致到该国另一法域的实体法律。即在公示等问题是允许内部反致，是公约排除反致原则的例外。其意义在于尊重联邦制国家领土单元之间的礼让。证券公示问题具有公法性质，与多法域国家内部的政治权力分配密切相关。公约作此规定，是对多法域国家内部主权的尊重。另外，第 12 条第 3 款规定多法域国家可以在成为缔约国时声明保留该国区际冲突规范的效力，并告知海牙国际私法会议常设事务局该国区际冲突规范的内容。第 4 款规定多法域国家可随时声明若根据第 4 条规定，当事人协议选择该国某一法域法律为准据法，只有在相关中介在该法域有符合条件的营业所时，法律选择才有效，该法域的法律才能得到适用，声明对在先的证券交易和处分没有追溯力。

第二节 公共政策

一、国际条约中的公共政策条款

公共政策或称公共秩序是对双边冲突规范的补充，是保障一国主权的安全阀。关于公共政策的适用条件，欧洲大陆有两种理论。一是法国的消除后果“reduced effect”（effet atténué）原则，即限制外国法在本国法院适用的后果，但不排除适用外国法。二是德国的与法院地有联系的理论（link to the forum）（inlandsbeziehung），要求诉讼与法院地有一定联系时才适用法院地的公共政策。英国学术界认为公共政策（public policy）是法院地的基本法律原则和道德观念，包括大陆法系所称的国际公共秩序（ordre public international）。英国的公共政策是判例中发展出来的。大陆法系的公共秩序则是一套关于法律制度和社会的基本原则的抽象观念，由法官通过解释加以适用。随着公私法的融和出现了直接适用的法或称强制性规则的概念。直接适用的法无视双边冲突规范，以单边态度适用法院地规则。不属于传统的公共政策概念（对适用外国准据法的限制和对双边冲突规范的校正），但也可以称为积极的公共政策。

国际条约中的公共政策条款是吸引缔约国的一种手段。⁵⁰条约规定若适用条约指定的准据法会导致与法院地公共政策明显冲突的后果，法院可以拒绝适用条约指定的准据法。但又有危及条约效力的危险。一般国际条约只规定可以法院地公共政策为由排除公约适用，而对公共政策的界定完全交由缔约国国内法院和实施条约的国内立法裁量。这样法院很容易以公共政策为由排除公约的适用。对此，有人提出建立国际机构，负责对公共政策的解释和发生解释冲突时的协调和最终决定。⁵¹比如欧盟法院（欧共体法院）就对泛欧盟的公共政策的发展起到关键作用。欧盟法院有权解释《布鲁塞尔公约》和《罗马公约》。但为一般多边条约建立专门解释公共政策的机构在短期内并不现实。

⁵⁰ Karen E. Minehan, The Public Policy Exception to the Enforcement of Foreign Judgments: Necessary or Nemesis? in *Loyola of Los Angeles International and Comparative Law Journal* September, 1996, 18 *Loy. L. A. Int'l & Comat L. J.* 795.

⁵¹ Anne Braucher, Swastikas and Hit Lists: A Study of the Public Policy Exception to the Draft Hague Convention on Jurisdiction Enforcement of Foreign Judgments, in *Gonzaga Journal of International Law*, 2001-2002, 5 *Gonz. J. Int'l L.* 1.

二、证券公约的规定

证券公约不排除法院地强制性规范的适用。但不允许以维护法院地公共政策为由适用法院地关于对抗要件和数个请求竞合时关于优先权的规范。与在先的国际条约相比，有所进步。在先的公约证券公约则做出了较为明确的规定，排除了对抗要件和优先权规定作为公共政策。

证券市场的稳定关系一国金融体系的运行，保护投资者信心是证券法的要务。因此早期证券法都为公法性质，严格限于一国境内适用，不具有域外效力，不适用外国证券法，并排除冲突规范的适用。证券法是国家对经济进行宏观调控的重要法律，主要是公法性质。证券交易主要涉及所有权和担保权，多为私人主体之间的权利义务关系。因此有冲突规范发挥作用的余地。随着公私法的融合，证券法严格的属地性被打破。但公约立法者认为公约规定的公共政策例外，并没有赋予法官大幅的自由裁量权，否则会有损公约追求的事先确定性。只有在根据公约应适用的外国法与法院地的基本正义观念有极其明显的冲突时，才能以公共政策为由排除本应适用的外国法。根据应适用的外国法，证券记入账户创设契约性权利，而依法院地法，创设物权性权利，不应视为违反法院地公共政策。转移所有权的担保或回购协议在外国法上是有效的处分，但根据法院地法是无效的处分，也不构成根本违反法院地的公共政策。外国法上的证券担保的对抗要件与法院地法不同，也不构成违反法院地公共政策。⁵²因证券担保要件是证券担保交易当事人极其关注的问题，能否预先确定准据法可以决定当事人权利是否完整，能否得以实现。各国对间接持有模式下的证券担保的对抗要件规定不一，造成担保要件的不统一，增大了交易当事人的合规成本，这正是推动证券公约提议和谈判的主要原因之一。若因外国法上对间接持有模式下的证券担保权益不予承认便以公共政策加以排除，就有损公约的基本目的。

公约不排除法院地法中优先于冲突规范适用的规范，即法院地的国际强制性规范。法院地国际强制性规范不是法官自由裁量的范围，是立法本身的规定。公约同时排除第三国强制性规范的适用。即法官只能适用本国的强制性规范，不能适用第三国的强制性规范，否则会使当事人的合理期待灭失。⁵³而且法院地强制性

⁵² The Explanatory Report, at 116-117.

⁵³ The Explanatory Report, at 116-117.

规范必须是涉外的，不能仅仅是国内法上的强制性规范。因此，公约对法院地强制性规范的适用范围做了严格的限定。

对公共政策和法院地强制性规范排除本应适用的外国法，有严格的限制。不能作为适用法院地关于证券担保对抗要件的借口。公约第 8 条禁止法院在破产程序中以不符合他国对抗要件为由不承认证券担保债权人的权利。但不排除法院地国监管法规的适用，比如反洗钱和反逃税的法律。公法性质的法律与私人证券权益之间的优先权无关，是调控市场参与者行为的法律。⁵⁴

第三节 破产程序

一、破产问题的意义

破产是物权效力的集中体现。若间接持有证券权益所有人的权益为物权，则可以优先受偿。若为债权，只能与其他一般债权人平等受偿。公约确定准据法，并不能保证证券权益所有人的权利在破产程序中受到特殊保护。但一旦确定了准据法，证券交易第三人即可明确准据法所属国对间接持有证券权益的界定以及该国破产程序的实体和程序规范。从而决定是否进行交易。公约所追求的事先的确定性就可以实现。

各国对间接持有证券交易产生的权益在破产程序中的地位界定有很大不同。在很多国家，证券权益在破产程序中无法得到保障。在破产和证券结算系统法制发达健全的国家 and 地区，对证券权益在破产程序中有特殊保障。美国破产法中有规定证券交易所因股票交易而产生的结算金求偿权不受破产法自动中止限制，以确保经纪人和有价证券交易所可以在客户出现不能支付的情况下通过立即抛售未结清期货合同来保护自己和市场，防止出现不能支付的连锁反应。”⁵⁵ 欧盟《支付终局性指令》第 3 条规定转让指令和净额结算有法律效力，在系统参加人破产程序开始后，也对第三人有约束力，如果转让指令在破产程序开始前进入系统。例外情况下，在系统参加人破产程序开始后进入系统的转让指令，若在交割时交割代理人、中央对手方或清算机构可以证明不知晓破产程序开始，则转让指令对第

⁵⁴ The Explanatory Report, at 119.

⁵⁵ 李曙光等：中国证券登记结算公司重大法律课题摘要文章（一）——证券公司破产与证券登记结算法律问题，<http://www.chinaclear.cn/main/07/0702/1132285567412.doc>，2006 年 12 月 1 日访问。

三人有约束力。第 4 条规定系统参加人破产程序开始，不影响参加人结算账户上的现金和证券用于履行破产程序开始日的义务。第 7 条规定破产程序对证券结算系统参加人在破产程序开始前产生的权利义务没有追溯力。⁵⁶ “我国的证券结算系统未能全面实现银货对付，主要交易品种缺乏银货对付交收过程中的临时性交收安排，从而缺少结算期间的具体性担保机制，只能在结算期间结束之后，依赖综合性担保机制。同时，证券结算系统几乎没有外部保障，不能使用央行资金（央行账户）、没有银行信贷和担保、没有保险公司的保险。目前，虽然我国证券结算系统中存在契约安排，在结算参与人违约之时，中国结算公司可以冻结证券公司名义的证券账户中的证券、或者结算参与人所管辖相关证券账户上的证券，”⁵⁷但契约上的权利能否转换成为法律上的权利，从而获得在结算参与人破产时的法律保护并不确定。

二、公约规定

破产程序开始后，破产程序开始之前发生的第 2 条第 1 款规定事项仍由公约确定的准据法支配。但根据公约确定的准据法不影响实体或程序上的破产规范，包括对破产财产请求权的优先次序、撤销有优先受偿权的证券处分或者与债权人合谋的转让；破产程序开始后强制执行财产。

最常见的是破产程序中作为担保物证券的地位和担保债权人对抗中介和第三人的权利。第 8 条的目的是保证破产程序开始前有效创设并加以完善（履行抵抗要件）的担保债权在破产程序中仍然获得承认，但是不能使这些权利免于一般破产规范（比如请求权的排序，权利强制执行，撤销不公的优先权或与债权人合谋的财产处分）。⁵⁸公约并不调整破产的法律适用。只是保证根据公约确定的第 2 条第 1 款事项的准据法在破产程序中的效力获得承认，但不保证权利能够实现。⁵⁹公约排除受理破产程序机构所属国关于第 2 条第 1 款规定事项的冲突规范，但不排除该国关于破产程序的冲突规范和实体规范。不管破产程序是针对账户持有人，开立账户的中介，账户持有人的担保债权人或受让人或证券发行人，只要涉及到第 2

⁵⁶ See the text of the Directive, at <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31998L0026:EN:NOT>, visited on December 2, 2006.

⁵⁷ 毛国权等：中国证券登记结算公司重大法律课题摘要文章（五）——证券结算系统担保体系中的法律问题 <http://www.chinaclear.cn/main/07/0702/1135739573674.doc>, 2006 年 12 月 1 日访问。

⁵⁸ The Explanatory Report, at 107.

⁵⁹ The Explanatory Report, at 107.

条第 1 款事项，都适用公约规定。

因此，公约在不影响破产的准据法的同时，对证券权益的保护并不完善。即使证券持有或交易当事人根据公约确定的准据法享有可以对抗第三人的证券权益，即使这些权益在破产程序中得到承认，也不必然得以实现。因为破产程序的准据法决定债权人能否行使债权，以及行使债权的方式。公约对破产程序管理机关的义务是要求其尊重公约确定的准据法所创设并加以完善的权利。

第四节 准据法变更

一、公约规定

若账户协议改变根据公约应适用的法律，适用第 7 条。新法旧法为账户协议变更前后的法律。一般情况下是新法适用。例外情况下，除非一人同意由新法支配第 2 条第 1 款事项，旧法继续支配：（1）在准据法变更前的创设的在经由中介间接持有证券中的权益，处分证券的对抗要件；（2）对于在准据法变更前有效创设的证券权益，旧法支配此证券权益对抗相关中介以及准据法变更前完成的证券处分的当事人；此证券权益对在准据法变更后扣押相关证券的人的效力；准据法变更后开始的破产程序中，支配第 2 条第 1 款事项；（3）准据法变更前获得证券权益的权利人之间的优先次序，但对根据旧法创设、依新法履行对抗要件的权利，适用新法。但旧法对同意准据法变更的交易当事人或第三人不适用。由于某些国家将扣押和破产程序的效力等同于证券交易或处分，因此为避免扣押或破产程序导致准据法变更，导致新的准据法的适用，故特意列出，此类事项为旧法支配范围。同样，在准据法变更后发生的扣押和破产程序也是如此。准据法变更前取得权益的权利人与准据法变更后扣押证券的债权人以及准据法变更后开始的破产程序中破产债权人权利的优先次序，由旧法支配。旧法还支配准据法变更前取得权益的权利人之间的优先次序。

二、适用范围和条件

通过修改证券账户协议改变法律选择条款，所选择的准据法所属国必须有相关中介的营业所。否则变更无效。

第 7 条可以适用于下列情况：

1. 原来的准据法根据第 4 条第 1 款确定；修改法律选择条款；根据第 4 条第 1 款，修改账户协议导致准据法变更；

2. 原来的准据法是根据第 5 条确定的；账户协议增加了法律选择条款；根据第 4 条第 1 款，修改账户协议导致准据法变更；

3. 原来的准据法是根据第 4 条或第 5 条确定；修改账户协议，但修改协议不能适用第 4 条第 1 款，因此不能改变准据法；第 7 条不适用。⁶⁰

账户持有人及其中介可以随时修改账户协议，改变法律选择条款，影响第三人权利，第三人对此可能不知晓或者知晓而无力保护自身权利。因此公约在规定新法优先的同时保留了旧法对涉及第三人在准据法变更前取得的权利的适用。但旧法对准据法变更后的证券交易不适用。比如，旧法不支配准据法变更后取得的证券权益是否优先于变更前取得的证券权益，即使变更后取得权利的权利人同意准据法的变化。

第 7 条的适用有几个条件：在修改前存在证券账户协议；第三人采取的行动构成对账户协议的修改，不是订立新的账户协议，支配新的证券账户；修改导致第 4 条第 1 款适用，变更准据法。⁶¹

三、不适用第 7 条的情况

第 7 条不影响准据法实体内容的变更，准据法所属国关于新法旧法的规定适用。证券从一个证券账户转移至另一个证券账户也不在第 7 条管辖范围。⁶²

若最初的准据法根据第 5 条第 2 款和第 3 款确立，即根据相关中介的成立地、营业地或主营业地确立，一旦这些因素变更，准据法并不发生变化。⁶³

⁶⁰ The Explanatory Report, at 95.

⁶¹ The Explanatory Report, at 97.

⁶² The Explanatory Report, at 97.

⁶³ The Explanatory Report, at 98.

第五章 公约前景及对中国的影响

第一节 公约前景

间接持有证券涉及到经常性的大额支付、证券交割和期货交易，要求从法律上保证低风险。必须有法律确定性的保证。整个支付和证券结算系统的运行取决于权利义务的确切性，否则极易产生系统性风险。法律不确定的变包括对净额结算缺乏信任，破产、担保和冲突法规范的不确定。证券业的跨国交易要求相关法律的一致性和明确性。现行法律体制多半不能保证间接持有证券交易和担保涉及的权利义务的确切性。在各国实体法的立场尚不明确的背景下进行冲突规范的统一是与国际冲突规范公约的发展不一致的。从人法到物法的国际冲突法条约，无不是在国内冲突规范成熟的基础上建立起来的。而证券公约则是国际条约先于国内立法。可以发见国际金融领域的全球化要远远领先法律上的融合。非官方的证券业组织广泛参与，体现了国际金融界的力量。国际金融法的形成和发展过程中，国际组织功不可没。如 BIS, IOSCO, 世界银行, IMF, UNCITRAL。全球化的金融市场和各国不同的法律传统要求国际社会的合作来应对。全球化导致国际私法和商法的相互接近。商法和商业惯例日益国际化，国际私法越来越多地关注商业界的需求。另外，国际金融法的统一和协调更多的是实际需要，而非社会价值观的选择。证券支付和结算系统的法律和惯例更类似工程规范，更具普遍性。工程学的普世依据是物理学。国际金融法也应有其普世的依据。在此基础上，各国国内法的统一和国际规范的制定并非异想天开。公约生效的可能性较大。

2002年12月13日，公约通过并开始向各国开放签字。2006年7月5日，美国和瑞士签署公约。瑞士同时表示可能在公约生效前将公约规范纳入其国内法。同一天，欧盟委员会表示证券公约有利于欧共体，并建议成员国在至少有两个贸易伙伴签署后签署公约。⁶⁴2006年11月15日，瑞士联邦委员会通过关于《联邦中介证券法》草案和《海牙证券公约》的提案，提出为加强瑞士国际金融中心的地位，为证券交易当事人提供法律上的确定性，建议将公约规范纳入瑞士联邦法，

⁶⁴ See http://www.hcch.net/index_en.php?act=events.details&year=2006&varevent=117, visited on March 13, 2007.

在公约生效前作为瑞士国内法的一部分。已提交联邦议会审议。同时瑞士建议海牙国际私法会议成员国尽快批准公约，使公约生效。⁶⁵2008年4月28日，毛里求斯签署公约。

推崇公约的国家多为证券市场发达的国际金融中心所在国。按照公约确立的冲突规范实质上将准据法所属国家限制在证券中介有营业所的国家。证券账户当事人必须选择证券中介有营业所的国家法律为准据法。当事人法律选择条款无效或没有进行法律选择时，为中介维持证券账户地，或中介营业所所在地，或中介成立地。使跨境证券服务业不发达的国家的法律适用的机会减少。

第二节 对中国的影响

一、中国证券持有模式

中国目前的证券持有模式为无纸证券的直接持有，大部分证券登记在投资人名下。中国证券登记结算有限责任公司（下称“中登公司”）负责中央登记，委托券商托管证券。《证券法》第166条规定“投资者委托证券公司进行交易，应当申请开立证券账户。证券登记结算机构应当按照规定以投资者本人的名义为投资者开立证券账户。”投资人持有证券的种类、数量在中央证券登记机构都有纪录。第160条规定“证券登记结算机构应当向证券发行人提供证券持有人名册及其有关资料。证券登记结算机构应当根据证券登记结算的结果，确认证券持有人持有证券的事实，提供证券持有人登记资料。”证券登记结算机构和券商并没有切断发行人与最终投资者之间的联系。第111条规定“投资者应当与证券公司签订证券交易委托协议，并在证券公司开立证券交易账户，以书面、电话以及其他方式，委托该证券公司代其买卖证券。”证券公司并不以代投资者以公司名义持有证券。只是接收投资者委托进行证券交易。第136条规定“证券公司应当建立健全内部控制制度，采取有效隔离措施，防范公司与客户之间、不同客户之间的利益冲突。”证券公司自有证券与客户所有证券分账管理，并不是混合账户，在证券公司的上级中介处保存有证券公司的客户的证券持有详情。第139条规定“投资人的交易结算资金和证券属于投资人所有，证券公司破产或者清算时，投资人的交易结算资金

⁶⁵ See http://www.hcch.net/index_en.php?act=events.details&year=2006&varevent=126, visited on March 13, 2007.

和证券不属于其破产财产或清算财产。”明确投资人对证券的所有权，在证券公司破产或清算时排除在破产和清算财产之外。⁶⁶可见，投资者的权益不只记载在证券发行人登记册上，而且在券商和证券登记结算机构开立的证券账户上有记载。即在投资者和发行人之间加入了中介。

我国的证券持有模式以直接持有为主、间接持有为辅：A 股股份、基金、大部分国债、可转债以及部分 B 股直接登记在实际持有人名下，属于严格意义上的直接持有模式；以代理人名义持有的部分 B 股、企业债、国债回购以及 QFII 持有的证券，并不直接登记在实际持有人名下，属于严格意义上的间接持有模式。⁶⁷以 QFII 为例，外国的投资者通过合格的外国机构投资者参与中国证券市场交易。《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》（下称《暂行办法》）第 3 条规定“合格投资者应当委托境内商业银行作为托管人托管财产，委托境内证券公司办理在境内的证券交易活动。”《暂行办法》第 16 条规定“托管人必须将其自有的资产和受托管理的资产严格分开。托管人必须为不同的合格投资者分别设置账户，对受托管理的资产实行分账管理。每个合格投资者只能委托一个托管人。”境外投资者在其证券中介处开立账户，其证券中介以自己名义在上一级中介处开立账户，直至 QFII。中登公司业务细则规定证券账户持有人，即合格投资者对证券账户的证券资产享有权利。即合格投资者为证券名义持有人。中登公司只纪录合格境外投资者持有证券的种类和数量等情况，对于在境外投资者处开立账户持有证券的客户并不知晓。

二、《海牙证券公约》在中国的可适用性

《海牙证券公约》所指的间接持有模式不是严格意义上的间接持有，即中介切断了发行人和最终投资者的关系。只要是经由中介持有模式即在发行人和最终投资者之间加入了多级中介，可以阻断也可以不阻断发行人和最终投资者之间的关系。在最终投资者持有证券的情况在各级中介都有纪录，在发行人或其代理人处也有纪录的情况下，即没有阻断发行人和最终投资者的关系。在投资者持有证券情况只在其直接中介处有纪录，在上级中介以及发行人处没有纪录，则阻断了

⁶⁶ 参见刘晓明：《证券持有模式法律制度研究》，2006 年中国政法大学硕士学位论文，第 39-41 页。

⁶⁷ 董安生等：中国证券登记结算公司重大法律课题摘要——《证券持有模式及不同持有模式下持有人权利》，《上海证券报》2005 年 12 月 27 日。

发行人和最终投资者的关系。海牙公约对两种模式都适用，只要涉及到将证券记入证券账户，不管相关实体法将证券入账创设何种权利，不管投资者只能针对直接中介行使权利，还是可以针对上级中介或发行人行使。⁶⁸决定公约是否适用是看证券是否被记入某一证券账户，记入中介持有体系。如果证券为直接持有，或者是投资者占有的凭证证券，或者是投资者权益直接反映在发行人登记册上，不涉及中介，则不适用公约。⁶⁹在日本和法国，证券记入证券账户创设的权利视为直接持有基础证券的权利，在发行人和最终投资者之间维持账户的中介不被视为证券持有人。但日本和法国模式也属于公约适用范围，因为证券权益的取得是通过证券记入证券账户完成的，不是通过在发行人登记册上登记或直接占有凭证证券。因此，证券公约不仅对中国严格意义上的间接持有模式下的证券持有和交易可以适用，对严格意义上的直接持有模式下的证券持有和交易也可以适用。

《海牙证券公约》是可以适用于中国证券市场上的证券间接持有和直接持有模式，但中国加入公约的时机并不成熟。中国证券服务业的国际化程度不高，符合公约规定的开立账户的中介的证券服务商较少。中国实体法适用的机会不大。国内实体法对间接持有证券的相关权利规定尚不明确。对相关权利人的保护并不完善。⁷⁰但不代表加入公约对中国不利。中国实体法适用的机会不大。也不代表中方当事人利益会受到不利影响。

结 语

间接持有证券的法律适用规范在各国实体法尚不统一的情况下对于提供法律确定性意义重大。《海牙证券公约》正是为此目的制定。表明上看，公约提出当事人的冲突规范是对传统物之所在地规范的背离，但从根本上说仍是根植于传统冲突规范的出发点的，即与法律关系有最密切联系的因素决定法律关系的适用，证券账户持有人与其开立账户的中介之间的关系取代证券持有人与证券发行人关系

⁶⁸ The Explanatory Report, at 20.

⁶⁹ The Explanatory Report, at 24.

⁷⁰ 康锐：《证券间接托管：法律完善先行》，载《21世纪经济报道》2006年3月20日。

成为证券交易法律关系的主要因素，证券持有人与发行人关系退居其次，在发现以证券中介所在地或证券账户所在地的法律（PRIMA）作为准据法并不能实现公约期待的确定性后，公约起草者转向以证券账户持有人与中介协议选择准据法的方法，是方法上的革新，但仍以中介在所选准据法所属国有符合条件的营业所为限制。公约提出的冲突规范是对传统规范在新的市场背景下的扬弃，理论意义有待进一步研究，适用效果有待实践检验。

中国证券市场仍以直接持有模式为主，相关立法很不完善，但间接持有模式是国际潮流。有必要加强对国际社会的动向加以研究。现阶段若中国加入公约，由于从事证券托管结算的中国中介为数不多，中国法得以适用的机会不大。但并不必然损害中国利益。作为证券持有人一方的中国公司有可能获得外国先进立法的保护。证券公约对中国的意义有待深入全面研究。本文仅仅是抛砖引玉之尝试。

参考文献

一、中文文献

（一）中文著作

1. 魏振瀛，王小能：《民法》，北京大学出版社 2000 年版
2. 王利明：《物权本论》，法律出版社 2005 年版
3. 陈本寒主编：《担保法通论》，武汉大学出版社 1998 年版
4. 韩德培主编：《国际私法新论》，武汉大学出版社 2003 年版
5. 叶林：《证券法》，中国人民大学出版社 2006 年版
6. 林建伟：《股权质押制度研究》，法律出版社 2005 年版
7. 黄进：《区际冲突法研究》，学林出版社 1991 年版
8. 黄进：《中国的区际法律问题研究》，法律出版社 2001 年版
9. 韩德培主编：《国际私法问题专论》，武汉大学出版社 2004 年版

（二）中文论文

1. 乔雄兵：《证券间接持有体制及托管证券权利性质探析》，《行政与法》2004 年第 5 期
2. 邱永红：《证券跨国发行与交易中的若干法律问题》，《中国法学》1999 年第 6 期
3. 吴志攀：《证券间接持有跨境的法律问题》，《中国法学》2004 年第 1 期
4. 张晓凌，杨月萍：《QFII 制度下跨境间接持有证券的法律问题》，《上海金融》2004 年第 11 期

二、英文文献

（一）英文专著

1. David Hayton, *The Law of Trust* (4th edition), Sweet & Maxwell, London
2. Morris and John Humphrey Carlile, *Dicey and Morris on the Conflict of Laws* (13rd edition), Sweet & Maxwell 2000
3. Hans Van Houtte, *The Law of Cross Border Securities Transactions*, Sweet & Maxwell 1999
4. Joanna Benjamin, *The Law of Global Custody*, Butterworths 1996
5. Ooi, Maisie, *Shares and Other Certificates in the Conflict of Laws*, Oxford University Press 2002
6. Phillip Wood, *Comparative Law of Security and Guarantees*, Sweet & Maxwell 1995, London
7. Phillip Wood, *Principles of International Insolvency*, Sweet & Maxwell 1995, London

（二）英文论文

1. Committee on Payment and Settlement Systems, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, *Recommendations for Securities Settlement Systems*, November 2001, International Organization of Securities Commissions, visited on June 24, 2006
2. Committee on Payment and Settlement Systems, *Core Principles for Systematically Important Payment Systems*, January, 2001, Bank for International Settlements,

visited on June 24, 2006

3. Cynthia Hirata de Carvalho, EU Legal Certainty Project-Priorities for the Legal expert group, Cross-Border Securities, Clearing and Settlement Infrastructure in the European Union as a Prerequisite to Financial Markets Integration: Challenges and Perspectives
4. Financial Markets Law Committee, Issue 3 – Property Interests in Investment Securities, The Six Classic Priority Scenarios, background paper to FMLC paper entitled, “Analysis of the Need for and Nature of Legislation Relating to Property Interests in Indirectly Held Investment Securities, With a Statement of Principles for an Investment Securities Statute”
5. HM Treasury, UK, Domestic and International Initiatives Concerning Conflict of Law Issues Relating to Securities, Consultation Document, available at http://archive.treasury.gov.uk/docs/2001/hague_condoc/index.html, visited on June 24, 2006
6. International Symposium on The Hague Securities Convention, Tuesday, October 12, 2004, <http://law.rikkyo.ac.jp/ribls/symposium/2004hague/symposium.pdf>, visited on July 24, 2006
7. Karl Kreuzer, Würzburg, Innovative features of the Hague Securities Convention
8. Richard Potok, The Hague Securities Convention – Closer and Closer to a Reality
9. James Steven Rogers, Property and Contract: Toward a Clearer Understanding of the Hague Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities
10. Harry C. Sigman, The Convention from the Viewpoint of the Collateral-Taker
11. Yoshihisa HAYAKAWA, Specific Features of the Conflict-of-Laws Rules in the Hague Securities Convention
12. Hans van Loon, Secretary General of the Hague Conference, Global and Regional Co-Operation in the Field of Private International Law: A Challenge for the Hague Conference
13. AKIHIRO WANI, "Impact of the Hague Securities Convention on Market Practice - A Japanese Practitioner's View"

14. Guy Morton, Change of the Applicable Law and Transition Provisions
15. Ulrik Rammeskow Bang-Pedersen, The impact of the Hague Securities Convention on the European Community States
16. Ulrik Rammeskow Bang-Pedersen, Remaining Problems - Investor Protection in Intermediary Insolvency
17. James Steven Rogers, An Essay on Horseless Carriages and Paperless Negotiable Instruments: Some Lessons from the Article 8 Revision, *Idaho Law Review*, Vol. 31, 1995
18. James Steven Rogers, Conflict of Laws for Transactions in Securities Held through Intermediaries, <http://ssrn.com/abstract=815005>, Boston College Law School Legal Studies Research Paper Series, Research Paper 80, September 28, 2005
19. Joseph H. Sommer: International Securities Holding and Transfer Law, *Arizona Journal of International and Comparative Law*, Summer, 2001
20. Law Commission Project on Intermediated Investment Securities, First Seminar – Objectives for a Common Legal Framework, held on 22 March, 2006, by the British Bankers' Association
21. Preliminary Documents of The Hague Conference on Private International Law on the Convention on the Applicable Law in Respect of Certain Rights of Securities Held with an Intermediary
22. Randall D Guynn, Modernizing Securities Ownership, Transfer and Pledging Laws, International Bar Association
23. Raul Oscar Elias, Legal Aspects of Swaps and Collateral, *Journal of International Financial Markets*, 2001, 3(6)
24. Russell A. Hakes, UCC Article 8: Will the Indirect Holding of Securities Survive the Light, *Loyola of Los Angeles Law Review*, April, 2002
25. Steven L. Schwarcz, Indirectly Held Securities and Intermediary Risk, Issue 2002-1 of the *Uniform Law Review* (*Revue de droit uniforme*)
26. Steven L. Schwarcz, Intermediary Risk in a Global Economy, 50 *Duke Law Journal* 1541 (2001)

27. James J. White, Choice-of-Law in Secured Transactions
28. The Giovannini Group, Cross-Border Clearing and Settlement
29. The Giovannini Group, Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements, Brussels, April 2003
30. The UNIDROIT Study Group on Harmonised Substantive Rules Regarding Indirectly Held Securities, Position Paper, August 2003
31. "Legal Risk and Market Efficiency", UNIDROIT Seminar on Harmonised Substantive Rules Regarding Securities Held with an Intermediary, Rome, 12 November 2003, Report (February 2004)
32. UNIDROIT Seminar on Intermediated Securities – São Paulo, Brazil, 13 - 14 October 2005
33. UNIDROIT Seminar on Intermediated Securities – Bern, Switzerland, 15 - 17 September 2005
34. UNIDROIT Seminar on Intermediated Securities – Paris, France, 31 January – 1st February 2006

三、法文文献

(一) 法文专著

1. H. BATIFFOL / P. LAGARDE, *Traité de droit international privé*, Paris 1983, Vol. II.
2. B. AUDIT, *Droit international privé*, 3rd edition, Paris 2000
3. VAN RYN / HEENEN, *Principes de droit commercial*, vol. III, 2nd ed., 1981

(二) 法文论文

1. H. DE VAUPLANE, *De la détention nationale à la détention internationale de titres: où sont les titres ? Problèmes juridiques liés à la dématérialisation des moyens de paiement et des titres*, Conseil National du Crédit 1997
2. Arrêté royal No 62 du 10 novembre 1967 favorisant la circulation des valeurs mobilières, as modified by a statute dated 7 April 1995, Belgium