



国际统一私法协会

国际统一私法协会中介化证券立法指引

关于日内瓦证券公约原则与规则的执行¹

¹本中文译稿系中国结算工作人员应国际统一私法协会秘书处邀请，根据该文件英文文本翻译而成，谨供参考。如有歧义，请以该文件作准文本为准。

序言

我们很高兴地代表国际统一私法协会（以下简称“协会”）提交这份《国际统一私法协会中介化证券立法指引》（以下简称“《指引》”）。该《指引》已由协会第96届理事会（罗马，2017年5月10日至12日）审议通过。

《指引》是国际统一私法协会在资本市场法律领域颁布的第三份法律文件，它致力于在这一重要的经济活动领域中提高法律确定性并促进可持续发展。《指引》旨在进一步补充并推广第一份法律文件，即《国际统一私法协会中介化证券实体法公约》（以下简称“《日内瓦证券公约》”或“《公约》”），该公约已于2009年10月5日至9日在日内瓦召开的外交大会上最后一个议程中审议通过）。《指引》通过两种方式补充和推广《公约》：一是对《公约》的核心原则及规则进行概述；二是在建立中介化证券持有体系或评估现有体系时，对可做出的选择、应当强调或者澄清的事项提供指导意见。同时，《指引》也通过提供相一致的指引和注明出处的方式，补充并推广了第二份法律文件，即《国际统一私法协会轧抵了结条款运行原则》，该文件已由协会第92届理事会（罗马，2013年5月8日至10日）审议通过。

《指引》最终得以完成，是通过广泛研究、探讨和团队合作的结果。除了颁布《日内瓦证券公约》外，外交大会还

建立了新兴市场委员会（以下简称“委员会”）来协助《公约》的推广和实施。委员会由政府专家和代表、观察员及利益相关方组成，并通过前三次委员会会议引导了《指引》的制定工作（罗马，2010年9月6至8日；里约热内卢，2012年3月27日至28日；伊斯坦布尔，2013年11月11日至13日）。借助委员会的引导及国际统一私法协会秘书处的协助，由非正式专家组起草并审议了《指引》草案，并经过了三次在罗马召开的会议（2015年10月23日至24日；2016年5月16日至17日；和2016年12月12日至13日）及视频会议的讨论。草案曾两次广泛征求各个国家、国际组织和利益相关方的审查和意见：第一次是在非正式专家组第三次会议之前的审议；第二次是在委员会第四次会议之前。在委员会第四次会议上（北京，2017年3月29日至30日），委员会详细审议了《指引》草案和收到的评论意见，就有关修订和补充达成了一致，并提交协会第96届理事会（罗马，2017年5月10日至12日）进行审议。

国际统一私法协会对非正式专家组成员、委员会的成员、观察员和代表致以最深切的感谢，没有他们的成功筹备，《指引》是不可能完成的。特别值得提及的是神田秀树先生（国际统一私法协会理事会理事），他在主持非正式专家组工作中展现出了杰出的领导力和专业性，以及牛文婕女士（中国）和亚历山大·皮涅罗·多斯桑托斯先生（巴西），

他们担任委员会共同主席并很好地组织了委员会的工作。

特别感谢中国证券登记结算有限责任公司的翻译团队，包括牛文婕女士，张云辉先生，蒋岚女士，伍静女士，魏青女士，李炜晔女士及李楠女士在准备《指引》的中文文本过程中做出的贡献；还有杰西·格雷西亚·阿帕里西奥先生（马德里顾博国际律师事务所）及弗朗西斯科·J·加西马丁·阿尔弗雷泽（马德里自治大学法学院）共同准备《指引》的西班牙语文本；以及所罗门·格拉底先生（尼日利亚证券交易委员会）和马迪欧·索利纳斯先生（惠灵顿维多利亚大学法学院）在他们任职于协会期间为《指引》做出的贡献。

特别感谢秘书处的成员，特别是尼尔·伯格曼先生，他出色的协助工作确保了文体风格的一致性，为非正式专家组提供了极为重大的赞助支持，并完成了《指引》的部分写作工作。感谢弗德里克·梅斯特女士以及卢克·德旺奥兹先生为《指引》法语文本的大量准备工作。感谢伊莎贝拉·迪布瓦女士的出色的秘书支持工作。

最后，国际统一私法协会对历届委员会主办方致以诚挚的感谢，特别是巴西证券交易委员会，土耳其资本市场委员会，中国证券监督管理委员会及中国证券登记结算有限责任公司。

约瑟夫·安杰洛·艾斯特雷亚·法利亚

阿尔贝托·玛佐尼

（国际统一私法协会秘书长）

（国际统一私法协会会长）

国际统一私法协会理事会

(2014-2018)

阿尔贝托·玛佐尼	国际统一私法协会会长
斯特凡·巴里亚提	意大利
拉度·博格丹·博贝伊	罗马尼亚
汉斯-乔治·博威格	德国
努丽娅·布扎·维达尔	西班牙
贝芭·布洛卡	拉脱维亚
B·巴哈迪·埃德姆	土耳其
亨利·D·加百利	美国
亚瑟·S·哈特坎普	荷兰
莫妮克·加麦提	瑞士
神田秀树	日本
米克洛斯·科里	匈牙利
亚历山大·S·科马罗夫	俄罗斯
安提·T·莱诺宁	芬兰
柳炳华	韩国
荷西·安东尼·莫雷诺·罗德里格斯	巴拉圭
简·朗博·尼尔斯	南非
莫妮卡·帕克洛夫	捷克
沃伊切赫·皮奥勒克	波兰
乔治·桑切斯·科德罗·达维拉	墨西哥

蕾切尔·桑德比-托马斯	英国
阿尔瓦罗·桑多瓦尔·伯纳尔	哥伦比亚
石静霞	中国
丹尼尔·特里科	法国
斯皮里东·威瑞丽斯	希腊
罗杰·威尔金斯	澳大利亚

目 录

序言	2
目 录	8
贡献作者名单.....	12
缩写词注释.....	13
术语表	14
法律原则清单.....	26
证券持有综述.....	30
第一部分 证券概述.....	32
A. 证券、证券持有的基本内容	32
1. 非中介化持有证券.....	33
2. 中介持有证券.....	34
3. 常见的证券交易.....	36
4. 证券持有链条.....	37
a. 非中介化持有模式.....	38
b. 中介化持有模式.....	39
5. 中介持有证券模式的风险.....	47
B. 中介化证券持有模式	48
1. 个人持有模式.....	49
2. 共同持有模式.....	50
3. 信托持有模式.....	51
4. 证券权益模式.....	52
5. 协议持有模式.....	53
6. 透明或不透明的持有体系.....	55
7. 涉及不同系统的跨境持有模式.....	59
第二部分 《日内瓦证券公约》	60
A. 目的	60
1. 法律及系统性风险.....	61
2. 降低风险与可持续经济发展之间的协调.....	62
B. 方法	63
C. 术语	65
D. 范围	68
E. 《公约》以外的法律文件	69
第三部分 证券账户持有人的权利及中介人的义务.....	71
A. 证券账户持有人的权利	72
1. 《公约》的核心原则和规则.....	72
2. 声明确定的选择权.....	74
3. 其他需要说明或澄清的事项.....	74
a. 账户持有人取得的权益.....	75
b. 受限的权益.....	78

	c. 跨境的情形.....	79
B.	实现证券账户持有人权利的措施.....	80
	1. 《公约》的核心原则和规则.....	81
	2. 声明确定的选择权.....	82
	3. 需要说明或澄清的事项.....	83
	a. 信息的传递和接收.....	84
	b. 便于投资者向发行人行使权利.....	85
	c. 授权指令的生效.....	86
	d. 明确履行《公约》义务的方式.....	87
C.	中介人的责任.....	88
第四部分	中介化证券的转让.....	89
A.	中介化证券的取得与处分.....	90
	1. 通过借记、贷记方式转让.....	90
	a. 《公约》的核心原则和规则.....	90
	b. 声明确定的选择.....	91
	c. 需要说明或澄清的事项.....	92
	2. 通过其他方式转让.....	94
	a. 《公约》核心原则与规则.....	95
	b. 可选择作出的声明.....	96
	c. 需要说明或澄清的事项.....	100
B.	未授权的处分与无效、可撤销以及附条件.....	102
	1. 《公约》的核心原则与规则.....	102
	2. 声明确定的选择.....	104
	3. 需要说明或者澄清的事项.....	104
	a. 明确处分的授权和未授权处分的后果.....	104
	b. 明确有效性的要求和簿记的条件.....	106
C.	保护善意取得者.....	106
	1. 《公约》的核心原则和规则.....	107
	2. 声明确定的选择.....	111
	3. 需要说明或者澄清的事项.....	111
D.	优先性.....	111
	1. 《公约》的核心原则与规则.....	112
	2. 声明确定的选择.....	113
	a. 关于因指定簿记而取得权益的优先性的声明.....	114
	b. 关于转让条款的声明.....	114
	3. 需要说明或澄清的事项.....	115
	a. 非合意担保权益.....	115
	b. 关于通过非公约规定的方式取得权益的优先性.....	115
	c. 中介人取得权益的优先性.....	116
第五部分	中介化持有体系的完整性.....	116
A.	禁止越级追索.....	116
	1. 《公约》的核心原则与规则.....	117
	2. 声明确定的选择.....	118
	3. 需要说明或澄清的问题.....	120

B.	防止证券的短缺和分配.....	120
1.	《公约》的核心原则与规则.....	121
a.	充足的证券.....	121
b.	分配.....	122
2.	声明确定的选择.....	124
a.	充足的证券.....	124
b.	分配.....	125
3.	需要说明或澄清的问题.....	125
a.	充足的证券：可行方式、行为的时间范围、费用的分配和其他后果.....	125
b.	分配或隔离.....	126
C.	证券清算和结算系统.....	126
1.	《公约》的核心原则与规则.....	127
2.	声明确定的选择.....	129
3.	需要强调或明确的问题.....	129
D.	发行人.....	130
1.	《公约》的核心原则与规则.....	131
2.	声明确定的选择.....	136
3.	需要说明或澄清的问题.....	136
第六部分	破产保护.....	137
A.	《公约》核心原则与规则.....	137
1.	破产效力概述.....	138
2.	相关中介人破产的效力.....	139
3.	中介人破产时的损失分担.....	139
B.	声明确定的选择.....	140
C.	需要解决或澄清的事项.....	140
1.	一般性意见.....	140
2.	损失分担.....	141
3.	中介人授予的利益优先权.....	142
4.	账户持有人保护基金或保险.....	142
5.	账户持有人的证券账户向非破产中介人的转让.....	143
6.	中介人债权人的权利和破产隔离.....	143
7.	对请求权和排除权类别排序的限制.....	143
8.	暂停执行和轧抵了结.....	144
9.	与担保交易有关的特别条款.....	144
10.	账户持有人资产和资金的归还.....	144
11.	中介人对证券清算系统、证券结算系统.....	145
及类似系统中持有的资产或担保品的知悉.....	145	
12.	中介人对信息、记录和信息技术的知悉.....	145
13.	加强对中介人、交易所和其他交易系统、.....	146
证券清算系统和证券结算系统的管理和监督.....	146	
第七部分	关于担保品交易的特别条款.....	146
A.	《公约》的核心原则与规则.....	146
B.	声明确定的选择.....	149
C.	需要说明或澄清的问题.....	151

1、担保权人的额外权利	151
2. 商业合理性.....	151
3. 新的监管框架.....	152
4. 轧抵了结原则.....	152
5. 担保交易法律.....	152
第八部分 法律冲突方面.....	153
A. 《公约》的适用范围.....	154
B. 中介化证券的传统冲突法规则及其现代化.....	155
C. 《公约》的“逐级”方式与冲突法规则	157
D. 其他冲突法规则.....	159
第九部分 其它法律文件和实施规则	160
A. 与其它国际规则的关联.....	161
B. 本国法律框架的实施概况.....	163

贡献作者名单

神田秀树，东京大学荣誉教授，学习院大学法学教授

菲利普·杜邦，Arendt & Medernach 律师事务所合伙人

多洛特·安赛勒，基尔大学法学教授

弗朗西斯科·J·加西马丁·阿尔弗雷泽，马德里自治大学法学教授

菲利普·古泰，众达律师事务所合伙人

玛丽亚·吉娅拉·马拉古蒂，圣心天主教大学法学教授

查尔斯·穆尼，宾夕法尼亚大学法学教授

卢克·德旺奥兹，瑞士日内瓦大学教授

伍静，中国证券登记结算有限责任公司法律部高级经理

缩写词注释

BCBS	巴塞尔银行监管委员会
BIS	国际清算银行
CCP	中央对手方
CPMI	国际清算银行支付和市场基础设施委员会
CSD	中央证券存管机构
ESMA	欧洲证券及市场管理局
EU	欧洲联盟
FMI	金融市场基础设施
FSAP	金融行业评估计划
FSB	金融稳定委员会
IMF	国际货币基金组织
IOSCO	国际证监会组织
PRIMA	相关中间人所在地
SCS	证券清算系统
SSS	证券结算系统
UNCITRAL	联合国国际贸易法律委员会
UNIDROIT	国际统一私法协会

术语表

本术语表包含《指引》中关键用语的简要定义或描述。此定义或描述来自于《日内瓦证券公约》或其官方注释。对于其他用语的定义可能来自于国际清算银行支付和市场基础设施委员会在支付清算系统中所使用的术语表。

账户协议

指账户持有人与管理此证券账户的相关中介人之间的协议。见第 180 段。

账户持有人

指其名下的证券账户由中介人维护的主体，无论该主体是代表自身或他人利益（包括履行该职能的中介人）。见第 70 段。

准据法

指通过国际私法规则而确定适用的法律。准据法可能是某个《日内瓦证券公约》缔约国的法律（即非公约法）或其他法律。见第 75 段。

簿记

指对证券或其他金融资产的电子记录。簿记证券和其他金融资产的转让不包括纸质文件和凭证的有形转移。见第 16 段。

簿记系统

使市场参与人能够在不对纸质文件和凭证进行有形转移的前提下转让资产（例如证券）的机制。见第 16 段。

中央对手方（CCP）

指同时担任所有买方的卖方、以及所有卖方的买方的主体，这样使得每一方仅承担中央对手方的信用风险。见第 20 段。

中央证券存管机构（CSD）

指在簿记系统中提供证券初始记录，或者在中介化持有链条中的上层位置提供并维护证券账户的实体。该实体可能提供额外的服务，例如清算、结算和处理公司行为。它在辅助确保证券发行的完整性方面起到重要作用。见第 16 段。

收回

指授权破产管理人追回在申请破产前已经被不当转让给第三人的收益、基金或其他资产的法律规定。收回也可以指关于已经交付、但根据合同约定的特殊情况需要返还的收益、资金或其他资产的其他条款。见第 274 段。

清算

指传送、对账的过程，有时包括在结算前对交易的确认，可能还包括交易净额结算和结算最终性的实现。有时这一术语也包含结算的含义。见第 21 段。

轧抵了结条款

指担保协议中的条款、或者在一系列包括了担保协议的相关协议中的条款。根据该条款约定，当担保实现的情形发生时，通过净额、抵销其他方式，可产生如下一项或全部之后果，或依担保权人选择：（a）各方义务加速到期，原有义务表现为依现有估值支付的义务，或通过支付上述款项而终止并替代原有义务。（b）在账户中记载一方应支付另一方的到期债务，净额为负有较多到期债务一方应支付对方的余额。见第 272 段和 289 段。

控制协议

在账户持有人、相关中介人与另一方之间签订的与中介

化证券有关的协议；或指在非公约法规定的情况下，账户持有人与另一方之间签订的与中介化证券有关的、通知相关中介人的协议。该协议包含以下一项或两项内容：(a) 未经该另一方同意，相关中介人不得遵从账户持有人针对与协议相关的中介化证券发出的任何指令，或者 (b) 相关中介人有义务遵从该另一方针针对与协议相关的中介化证券发出的任何指令，而无须账户持有人的进一步同意。见第141段。

公司行为

由证券发行人召集或发起的关于证券和证券持有人的行为。见第 110 段。

公司法

规范公司设立与运营，尤其是股东权利的法律。见第 72 段。

无纸化

证券的发行无需有形凭证作为载体。这种发行通常是由发行人或者中央证券存管机构或者其他中介人进行记录即可。已发行的证券贷记于证券账户中，并通过在证券账户中进行簿记的方式持有与转让。见第 17 段。

指定簿记

是指为了账户持有人以外其他主体的利益而对证券账户做出的、与中介化证券相关的簿记。根据账户协议、控制协议、证券结算系统统一规则以及非公约法，该簿记具有下述一项或两项效力：（a）未经该另一方同意时，相关中介人不得遵从账户持有人针对已做出簿记的中介化证券发出的任何指令；（b）在账户协议、控制协议、证券结算系统统一规则以及非公约法所规定的情形和事项下，相关中介人有义务遵从该另一方针对已做出簿记的中介化证券发出的任何指令，无须账户持有人的进一步同意。见第141段。

功能性方法

一种使用尽可能中性的语言描述，并且通过参考最终结果来构建规则的方法。例如，不同的传统与法律体系的概念框架之间很容易产生歧义，在《日内瓦证券公约》起草者所采用的功能性方法下，就避免使用“财产”或者“财产性权利”这样的术语，取而代之的是使用更多类似“对抗第三人的效力”这样的表述。见第67段。

国际（巨额）凭证

在证券非移动化的情况下，由簿记系统记录的代表一项特定发行证券的部分或全部的凭证。见第16段。

非移动化

指将持有的证券持有长期集中于存管机构的行为，这种方式允许将同等数量的证券贷记于证券账户中，并通过簿记的方式转移证券。见第16段。

中介人

指在经营活动中或其他业务活动中，为他人或同时为他和自己维护证券账户及履行此职能的主体（包括中央证券存管机构）。见第70段。

中介化持有链

用于描述参与人在中介化证券持有体系中各层级之间关系与相互作用的术语。见第15段。

中介化证券

是指贷记到证券账户的证券、或贷记到证券账户的证券所产生的权利或利益。见第15段。

投资者

取得证券并获利或受益的自然人或者机构，如个人、公司、养老基金或集合投资基金。见第22段。

发行人

发行证券的政府或诸如公司等机构。见第22段。

《公约》以外的法律

指可能包含非公约法、准据法、破产法或者证券清算系统与证券结算系统统一规则的法律。见第75段及附件1-4。

消极控制权

这种控制权是指：如果任何账户持有人发出的关于中介化证券的指令未取得根据已做出的指定簿记或者控制协议而确定的受益人的同意，不允许相关中介人遵照该指令而行事。见第143段。

净额结算制度

关于相同类别的证券的贷记与贷记可通过净额结算原则实现的制度。见第136段。

“无借记即无贷记”规则

指规定任何在证券账户中的贷记均对应于在另一个证券账户中的借记的规则。见第130段及其下文。

非公约法

指根据《日内瓦证券公约》第二条在缔约国有效的法律，而非公约条款。见第75段及附件1。

混合账户

相关中介人在其自身下一级中介人处开立的一个账户，相关中介人将其持有的多个客户的证券混合放入该账户中。见第51段及213段。该术语也可能指相关中介人开立的账户：在此账户中，相关中介人为其客户持有的证券与为其自身持有的证券混合存放。

积极控制

指如果账户协议、控制协议或者证券结算系统的统一规则已规定该特定情形或特定事项，则相关中介人在特定情形或特定事项出现时有义务遵守任何因关于中介化证券而达成的指定簿记或控制协议而确定的受益人发出的指令，而无需得到账户持有人的同意。见第146段。

优先权

针对同一笔中介化证券的有冲突的权益中顺序在前的权益。见第182段。

私法

规范个人与私人主体之间关系的法律（例如，公司法、侵权法等）。见第75段。

相关中介人

为账户持有人维护证券账户的中介人。见第75段。

证券附随权利

因证券持有人持有证券而产生的权利，例如获得股息、其他权益分派、投票权，以及获得账户持有人行使这些权利所必需的信息的权利。见第24段。

证券账户

由中介人维护的、借记或贷记证券的账户。见第15段及70段。

证券清算系统

对通过中央对手方或其他途径完成的证券交易进行清算，但不进行结算的系统。该系统由中央银行运营，或者由政府或者公共机构根据其规则进行管理或监督。为使该机构被定性为《日内瓦证券公约》范围的证券清算系统，缔约国必须做出相应声明，在减少风险、维护金融体系稳定性的基

基础上，缔约国的法律适用于该证券清算系统。见第70段。

证券结算系统

证券交易进行结算，或者既办理结算且办理清算的系统。该系统由中央银行运营，或者由政府或者公共机构根据其规则进行管理或监督。为使该机构被定性为《日内瓦证券公约》范围的证券结算系统，缔约国必须做出相应声明，在减少风险、维护金融体系稳定性的基础上，缔约国的法律适用于该证券清算系统。见第67段。

证券权益

证券权益是指在某项资产上设置的担保义务履行的受限制的利益（例如留置、质押、抵押所有权转让）。见第19段。

隔离账户

该账户的结构为：某一特定中介人在其自己的（相关）中介人处开立的账户中持有属于一个或者多个账户持有人的证券，该账户与其为自己或其他账户持有人持有的证券相隔离。见第213段。

结算

履行各方协议中约定的转移证券义务的过程。证券结算可以标志着双方或多方之间的证券交易的完成（即交易对象转换为现金价值）。由此引发的义务可以通过中央银行或者簿记现金得以履行。结算一般发生于清算之前。见第21段。

转让

中介化证券及其任何受限制的权益（如证券权益）的获得与处分。见第123段及下文。

透明持有体系

指投资者的持有情况都被中央证券存管机构首先获知，这是由于中央证券存管机构（根据《日内瓦证券公约》与《指引》的要求担任相关中介人）与通常被称为账户维护方的其他机构（如投资公司、证券经纪商）分担了维护证券账户的职能。

越级追索

指针对中介化证券在持有链条中任何层级的越过其债务人的直接中介人的追索，《日内瓦证券公约》禁止此类追索行为。

使用权

针对中介化证券的受限制的、临时性的财产权益，该权益由证券的所有权人授予某人，并使此人有权取得财产产生的收益。

法律原则清单

1 **【账户持有人权利】**《公约》赋予账户持有人一系列核心权利，这权利源于证券账户中进行证券的贷记。法律应确定额外的、与其界定账户持有人法律地位相一致的其他权利。法律可以区分投资者（包括为自己利益行事的中介人）所享有的权利、以及中介人因行使中介人职能而取得的权利。

2 **【行使账户持有人权利的方式】**《公约》规定1项总体的、4项具体的中介人对于其账户持有人的特定义务。法律应当规范中介人的义务的特定内容，并且在必要的情况下，以符合账户持有人的法律地位相一致的方式进行扩展。法律应当明确中介人遵守义务的方式，并确定在哪些情况下中介人应承担责任。在透明持有体系下，中介人的职责由中央证券存管机构和账户运营者共同承担，法律应当清晰分配各自的责任，缔约国应当对此事项做出声明。

3 **【中介人义务】**《公约》未对中介人的责任作明确规定。法律应当清晰地设定这种责任的条件和范围，以及规定是否可通过合同条款予以排除。

4 **【中介化证券的取得与处分】**《公约》规定：中介

化证券或任何其中的受限权益可以通过借记、贷记方式转让。法律同样采纳了《公约》规定的一种或多种其他方式。

5 【未授权的处分以及无效、可撤销与附条件生效】

《公约》规定，中介人处分中介化证券只能依据受此处分影响者的授权。法律可能规定了授权处分的其他案例，并且法律应当明确未授权处分的后果。法律也应当决定是否以及在何种情况下一项簿记是无效的、可撤销的或者附条件的，以及由此而产生的后果。

6 【保护善意取得者】

《公约》规定支付了对价的善意取得者受到保护，不受异议权利主张的影响。此种保护包含如下情形：a. 其他人对中介化证券享有权益，这种权益被善意取得所破坏；b. 这种善意取得可能受到更早的瑕疵簿记影响。法律可以扩大此种保护的范围。

7 【优先权】

《公约》规定了适用于对同一笔证券竞争性主张的优先性规则。法律可能补充并调整这些优先性规则。法律应当明确那些《公约》没有解决的优先性问题。

8 【禁止越级追索】

除有限的例外，《公约》规定，任何对账户持有者持有的中介化证券的追索不得针对或影响（a）非账户持有人的证券账户，（b）贷记于账户持有人证券账户内证券的发行人，或者（c）除账户持有者本人及相关中介人之外的人。

9 【防止证券短缺与证券分配】

《公约》要求中介人

防止证券不足，尤其应通过持有或者能够获得充足的证券来弥补那些对其保有的证券账户的贷记。法律应当规定弥补证券不足的方式、方法以及时间。

《公约》还要求中介人依账户持有人的权利分配证券，并且相关法律还建立了隔离方式来实现这种分配。

10 【**证券清算和结算系统**】《公约》承认证券清算和结算系统的重要性，并在某些情形下，在适用于缔约国持有体系的法律允许的程度内，允许对《公约》条款进行减损。法律所允许的减损应当是对于保证本国证券清算或结算系统的完整性来说是必要的。

法律应当明确何时一项指令或者交易在清算或结算系统内是不可撤销且最终的，即使该系统的维护者或者维护者的参与人破产。

11 【**发行人**】《公约》总体上不调整账户持有人和发行人之间的关系。非公约法应明确规定能够行使证券权利的人的身份以及行使该权利的条件。非公约法应通过允许代表第三方（实际持有人）的中介人以各种方式行使投票权或其他权利，来帮助最终的账户持有人行使证券权利。并且非公约法应承认中介人以外的代表人（名义持有人）。

在发行人的破产程序中，《公约》规定不能因实际持有人通过中介人持有证券而禁止其行使抵销权。

12 【**破产保护**】《公约》确立了重要的破产实施过程

中的对抗第三人原则，并提出了中介人破产时的损失分担原则。但除此之外，破产法和监管法的其他相关重要方面也有待进一步规定。

13 **【关于担保品交易的特别条款】**法律应建立清晰且稳健的关于中介化证券担保品交易的规则。《公约》规定了关于中介化证券担保品交易的可选择的规则，无论是以证券担保协议或头寸转移担保协议的方式。其他国际文件提供了关于监管、私法及破产法问题的指引。

由于《公约》不包含冲突法规则，非公约法应当建立关于中介化证券的清晰、稳健的冲突法规则。

14 **【法律冲突方面】**由于《公约》不包含冲突法规则，非公约法应当建立关于中介化证券的清晰、稳健的冲突法规则。

15 **【其它法律文件和实施规则】**立法者应当充分利用不同的法律文件，以此来实施与本国法律、经济环境相适应的中介化证券持有体系，并与《指引》的原则保持一致。

证券持有综述

1. 国际统一私法协会（UNIDROIT）中介持有证券的立法指引（以下简称“《指引》”）主要说明在创设中介持有证券体系或对现有证券持有体系的评估时所需要考虑的重要事项。《指引》总结了《中介化证券实体法公约》（以下称“《日内瓦证券公约》或《公约》”）重要原则、规则，并为这些原则、规则以及《公约》未规定的相关事项提供立法指导和建议。

2. 鉴于《公约》起草时采用了实质性、功能性的协调方法，《公约》规定了一些中介化证券的协调规则，同时将各类事项留待缔约国生效法律的其他规则来界定或明确。《指引》通过对这些事项的说明，对《公约》作了补充，并且和《公约》一样，致力于完善中介化证券的持有和转让的法律框架，以促进国内金融市场以及跨境相容性的内在完整性，同样也有助于资本的可持续形成。特别需要说明的是，《指引》解释了哪些内容是《公约》涵盖的范围，并提供了相应的指引，以供各国在建立中介化证券持有体系、或评估现有体系时予以考虑。因而，《指引》阐明了《公约》可适应不同国家的证券持有体系，并使得各持有体系之间互动往来的

风险得以降低，可预见性得以提高。

3. 《指引》进一步致力于通过两种途径来促进一系列全面的、一致的中介化证券法律规则的创设：第一，《指引》希望在补充《公约》时，能推进《公约》的通过和实施；第二，在概括《公约》的关键原则和规则时，即使《公约》未被采纳，其中的重要原则、规则也可以被这些持有体系所选择和实施。任何一种方法都可以增强境内、跨境中介化证券法律的确定性及其经济效益。

4. 本《指引》由9个部分构成：第1部分阐述证券的起源和发展，并确定了5种中介持有证券体系的一般模式；第2部分简述了《日内瓦证券公约》，包括其减少法律不确定性及风险的目的，实质性、功能性协调的方法，以及《公约》以外法律的重要性；第3至7部分确定了立法原则，概括了中介化证券的持有、转让的重要原则和规则，以及它们与公约以外法律的相应作用关系。这些部分论及了账户持有人的权利、中介人的义务（第3部分）、中介化证券转让（第4部分）、中介持有体系的完整性（第5部分）、破产保护（第6部分）及担保品交易的特殊条款；最后，第8和9部分同样确认了立法的原则，并概述了以下内容：冲突法方面（第8部分）；其他的文件和规范；《公约》的实施或国内法制度的原则以及规则（第9部分）。除此之外，有关法律文本或相关描述的典型范例以及书目援引材料，已包括在《指

引》在国际统一私法协会的网站主页中，在此网址可以获得：<http://www.unidroit.org/instruments/capital-markets/legislative-guide>.

5. 最后，必须首先要说明的是：《指引》不是旨在辅助法官、仲裁员、法律执业人员解释《公约》原则及规则，也不是为了理解其适用。《公约》的官方评述提供了全面的指导内容，而《指引》大量引用了官方评述的内容。

第一部分 证券概述

6. 这一部分对证券作一概述。首先，A 部分阐述证券和证券持有的基本内容；其次，B 部分确认并简要讨论中介证券持有体系的 5 种一般模式。

A. 证券、证券持有的基本内容

7. 政府和公司需要资金维持运营，他们经常向公众募集资金。出于这个目的，他们可以通过发行债券，并在资本市场上由投资者买卖。投资者承诺向发行人借出资金（即本金），而作为交换，发行人承诺在债券到期时向投资者返本付息。

8. 此外，公司还可以通过发行股票来获得投资，同样投

投资者可在资本市场买卖股票，购买并持有股票的投资者承诺向发行人提供资金。作为交换，发行人向投资者分红（公司的一部分收益）并赋予他们特定的参与公司事务权（例如在股东大会上投票的权利）。

9. 尽管不同持有体系对于证券的定义不同，债券、股票以及其他金融工具或金融资产统称为证券。因此有着许多各种类型的证券，包括：债券和在资本市场交易的其他债务票据；股票和其他权益工具，无论它们在交易所交易与否；以及集合投资计划中的可转让单位（除股票以外）。

10. 无论证券持有采用中介持有或者非中介持有的形式，它们都是国际金融体系中的支柱，也是世界经济的一个重要组成部分。例如，2016年12月，国际清算银行估计全球已发行的债券总量是102.3万亿美元，其中80.6万亿美元是本国债券，21.7万亿美元是国际债券。见2016年12月的国际清算银行季度评论第C.1段及相关数据。

1. 非中介化持有证券

11. 证券传统上采用有纸化凭证、或在发行人的登记簿上进行记录（或两者兼有）的形式来发行。非中介化持有证券可以分为未登记证券和已登记证券，后者又可分为有纸化形式或无纸化形式。

12. 未登记的非中介化持有证券是指投资者持有实物证券(通常称为无记名持有人)但发行人不知晓持有人的证券。在这种持有模式下,证券所有权属于该持有人,他可通过交付纸质凭证的方式以协定的价格进行证券转让,必要时可签订向买方转让所有权的协议。

13. 已登记的非中介化持有证券,是指发行人知晓纸质证券持有人,并将证券所有权记录在该持有人名下。发行人对于证券所有权的记录可以确保发行人将诸如红利以及股东表决权直接发送给证券持有人。

14. 已登记的非中介化持有证券可以采用有纸化或无纸化的形式。对于有纸化证券,除了在登记簿中记录持有人的所有权外,发行人还会发行纸质凭证以体现这种所有权。根据转让协议将有纸化证券交付给买方,一般导致所有权转让给买方。通常情况下,证券背书转让给买方,发行人在其登记簿记载所有权由卖方转让给买方,或进行空白背书。对于无纸化证券,发行人不发行实物凭证,证券持有人可以和买方根据协议转让证券,由发行人在其登记簿记载由卖方转让给买方。

2. 中介持有证券

15. 由于科技的发展,持有纸质证券、在发行人的纸质

登记簿中登记所有权及转让已成为不必要。由中介人维护（例如银行和其他金融机构）的证券账户中的证券持有和转让通常采用电子簿记的方式记载，此类证券被称为中介化证券。中介人是中介化持有链条中连接发行人和投资者的重要纽带。

16. 簿记制度的出现，基于对证券账户的电子簿记，同样与证券的非移动化、无纸化相关。非移动化与在中央证券存管机构（CSD）处持续地集中证券持有相关。中央证券存管机构是这样一类中介人：它提供电子簿记系统中的初始记录，或者在中介化持有链的最高一级提供并维护证券账户，通过向证券账户中进行簿记的方式使得在证券账户中贷记入同一数量的证券、以及这类证券的转让成为可能。在中央证券存管机构处的证券存管可采用单独的凭证、或合并的凭证（即代表某一特定发行的所有或部分证券的国际凭证或巨额凭证）、或发行人出具的证明在中央证券存管机构处存入的特定类型、一定数量证券的凭证等形式。因此，非移动化证券的转让可以通过中介人的电子化簿记而完成，且并不需要凭证的实际移动。

17. 无纸化比非移动化更向前迈进了一步，并已完全消除了有纸化凭证。在整个中介化持有链中，仅通过电子簿记的记载便可代表证券。

18. 中介化、非移动化、无纸化发展已经大幅减少甚至

在一些市场体系中完全消除了传统上证券转让所必须的纸质文件处理工作。从而，这些发展使得更大数量的证券持有和转让成为可能，并提高了资本市场的规模。

3. 常见的证券交易

19. 证券是在资本市场上买卖的，证券交易有多种类型。一些常见的交易是所称的“普通的”证券卖出、证券权益的创立、回购交易和证券借贷。具体如下：

(a) “普通”的卖出证券获得价金；

(b) 涉及证券权益的交易。例如，若 B 公司向 A 公司借款购买证券，可以产生以 A 公司为受益人的证券权益用于确保 B 公司偿还贷款。若 B 公司违约，A 公司可以取得并卖出这些证券以收回 B 公司的欠款。

(c) 在回购交易中。有资金需求的卖方向买方转让证券，在购买日交换获取现金，卖方在回购日偿还本金及利息部分并换回等量的证券。如下文的图 279-1 所示。

(d) 证券借贷与回购交易类似，不同之处在于借券方承诺返回等量证券，用以取得特定的证券所有权，并可以用现金或证券进行担保。例如，出借人向借券人转让 100 股 A 公司股票，同时借券人向出借人转让 100 股 B 公司股票，日后双方互相偿还等量的股票，借款人支付一定费用。

20. 每天，证券市场参与者参与各种交易。这些交易发生在不同的交易所或交易平台或所称的“场外交易”市场。许多交易通过共同对手方（CCP, 即所有买方的卖方，所有卖方的买方，故各方仅承担 CCP 的信用风险）进行清算、结算或者既进行清算也进行结算。当一天发生多笔交易时，不再支付每笔交易的全额是合理的，而是在可能的情况下，在事先确定的时间对转让义务进行净额轧差、并仅缴付最终的净额资金。

21. 交易环节涉及清算和结算的概念。第一，清算指的是传输、对账的过程，在某些情况下还包括结算前确认交易，可能还有交易的净额轧差以及确认最终头寸。有时这一术语也含糊地包括结算在内。第二，结算隐含着证券交易各方协议产生的义务（所交易证券的现金对应价值的交换、以及在买方账户中贷记证券）。

4. 证券持有链条

22. 如上文所述，在证券持有的情形下，存在着不同类型的主要参与者，他们在证券持有链中处于不同位置，这些参与者包括：

（a）发行人 - 链条的起始 - 例如政府发行债券或公司发行债券或股票；

(b) 中介人 - 链条的中间 - 例如中央证券存管机构, 其负责保管纸质证券 (如有), 维护管理电子簿记; 银行和其他金融机构代表投资者、或为自身利益维护账户;

(c) 投资者 - 链条的末端 - 例如取得证券的个人、公司、养老基金和集合理财基金等。

23. 以下内容是概述, 并展示了几种基本的证券持有图示。(a) 项为非中介化持有模式, (b) 项为中介化持有模式。

a. 非中介化持有模式

24. 在传统的非中介化持有模式中, 发行人与投资者之间不存在中介人。这样的持有模式可能包括: 例如, 投资者持有的纸质证券 (图 24-1)、发行人登记簿中直接登记在投资者名下的证券 (图 24-2), 或两者都有 (图 24-3)。这种在发行人和投资者存在直接联系模式的优点在于: 发行人能够确认投资者 (不记名证券除外), 并且投资者可以直接向发行人行使证券附随的权利 (例如通过持有证券的方式而取得的诸如分红派息、投票权以及作为账户持有人行使这些权利所必要的信息知情权等。投资者也不必承担中介人破产的风险, 因为中介人并不存在。

图 24-1 非中介化证券持有模式—有纸化证券



图 24-2 非中介化证券持有模式—发行人登记簿的簿记

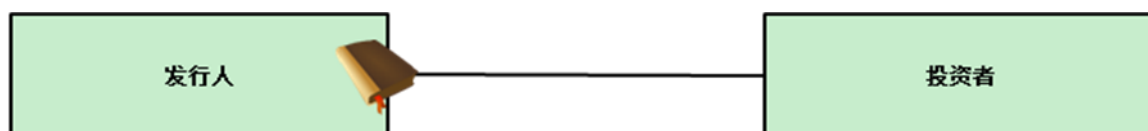
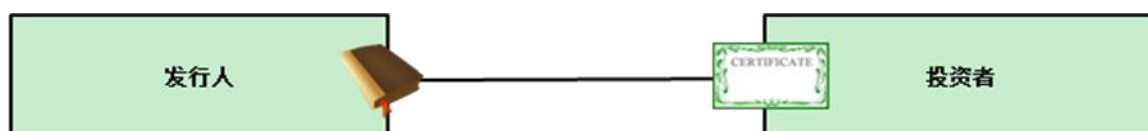


图 24-3 非中介化证券持有模式—有纸化证券
和发行人登记簿的簿记



b. 中介化持有模式

25. 在中介化持有证券链条中，发行人与投资者之间至少存在一个甚至更多中介人。这种链条可能涉及到例如由中央证券存管机构持有的非移动化纸质凭证（图 25-1）、或者仅通过由中央证券存管机构记录的、以电子簿记形式体现的无纸化证券（图 25-2）。此外，发行人的登记簿可能由中央证券存管机构或者代理机构维护，而不论持有链是通过非移动化的实物凭证或无纸化证券。

图 25-1 中介化证券持有模式—非移动化证券凭证

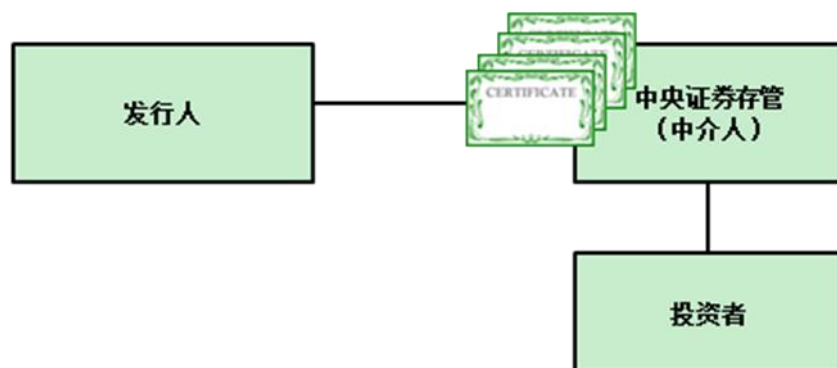
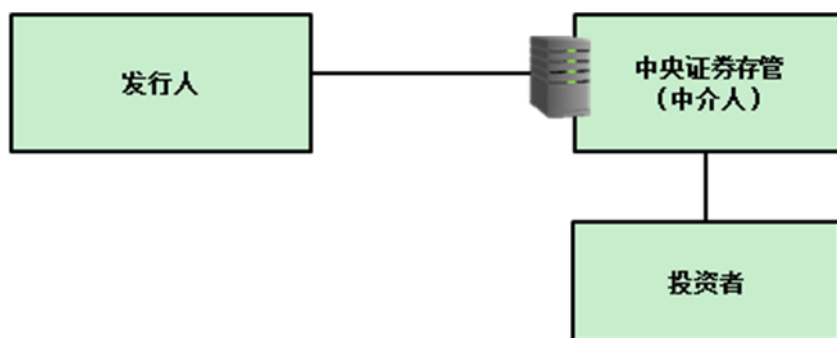


图 25-2 中介化证券持有模式—无纸化证券凭证



26. 下文给出了国内和国际中介化持有链条的例子。因为可能存在的变量，示意图仅展示了持有链条中发行人、中介人和投资者之间基本的、静态的关系。

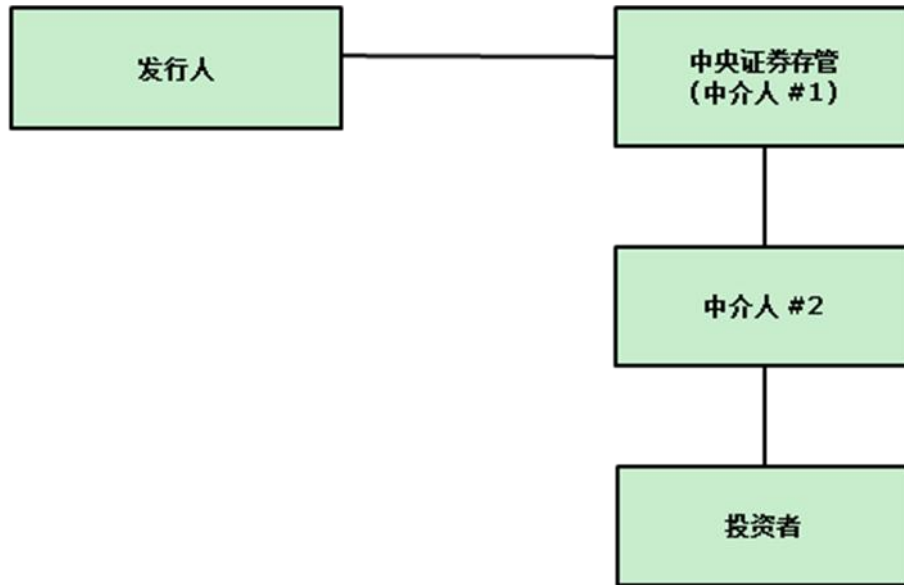
(i) 境内的范例

27. 境内的中介持有证券链条可能比较简单。如上图 25-1 和 25-2 所示，中央证券存管机构可能是发行人与投资者之间唯一的中介人。在某些持有体系下，除了中央证券存

管机构之外不涉及其他中介人，投资者直接通过中央证券存管机构持有证券。在某些持有体系下，除了保管证券职责外，中央证券存管机构可以仅起到发行人和投资者之间互相交流的渠道作用。在其它持有体系下，中央证券存管机构也可能有更多职责，并在某些特定的证券清算和结算系统中起到更大的作用，并促进证券的有效转让，这取决于中央证券存管机构、证券交易所，中央银行及其他市场参与者责任的分配方式。

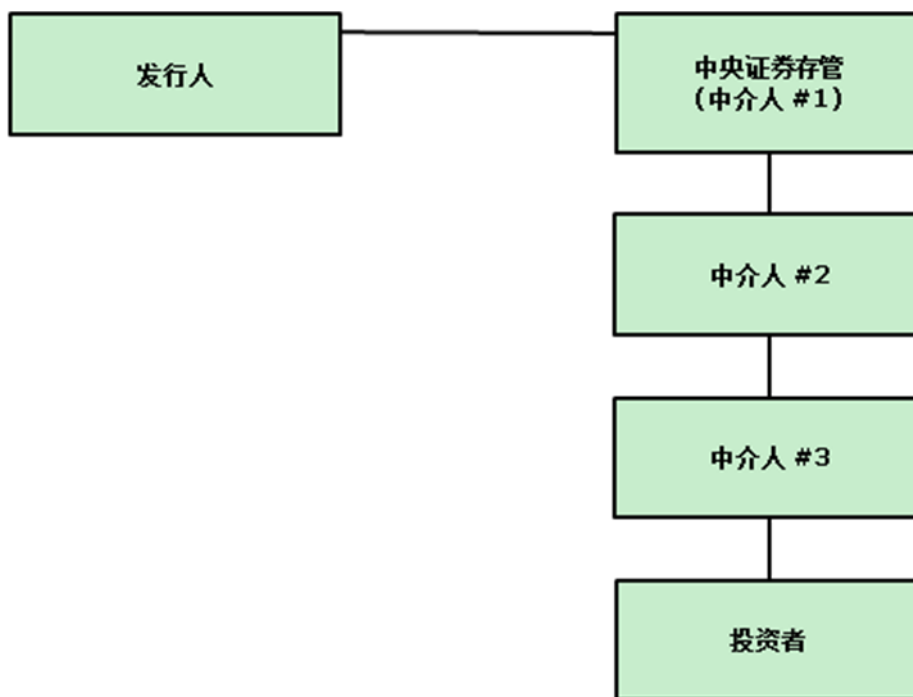
28. 境内的中介持有链条同样可能相当长，即在发行人和投资者之间存在几个链条。在这样的链条中，投资者处于链条的末端，并由他们的中介人维护证券账户。例如，投资者可与中介人签订协议来处理与中央证券存管机构的关系（例如，由中介人履行投资者与中央证券存管机构之间技术界面的职能）。如图 28-1 所展示的，最上层的中介人即中央证券存管机构代表另外的中介人（2 号中介人）在账户中持有证券，而后者代表投资者持有证券。

图 28-1



29. 很自然的，持有链条有可能随着中介人数量的增加而进一步复杂，如图 29-1 所示。中央证券存管机构为 2 号中介人存管证券、维护证券账户，2 号中介人依次为 3 号中介人维护证券账户，3 号中介人依次为投资者维护证券账户。这种链条实际上在簿记系统中极为常见。因此，对于中介人的监管尤为重要，在一些体系中，中介人是受到严格监管的。在证券市场上，中介人可以是证券公司、银行或其他投资主体，或者称之为“托管人”、“次级托管人”。《指引》统称为中介人。参见第 70 段。

图 29-1 国内中介证券持有链（存在 3 层级的中介人）



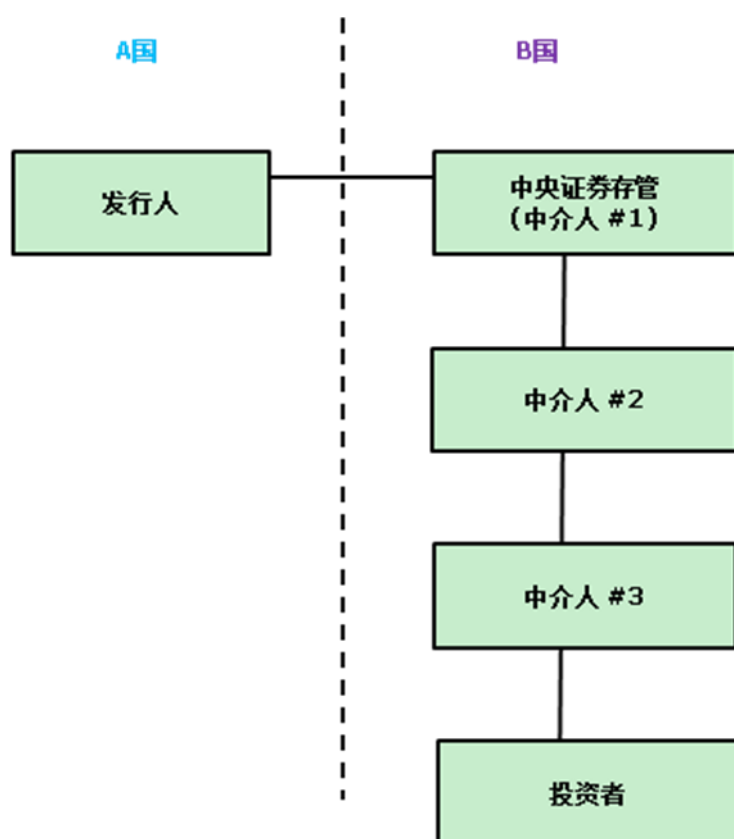
30. 即便是在境内情况的例子中，在发行人与投资者之间中介人的存在，意味着发行人与投资者可能没有直接联系。如果国内体系没有合适的法律法规，很难确定谁可以享有证券附随的权益。这取决于，例如这一制度是否使得持有链条末端的投资者是否可以直接向发行人主张权利，或这些权利是否要传递下来并通过中介持有链条来行使。

(ii) 跨境的例子

31. 在当今资本市场中，证券投资者不再局限于在境内投资，相反，而是经常从位于境外的发行人处购买证券。跨境中介持有证券链条经常涉及多个中介人，对此后文将详细阐述案例。

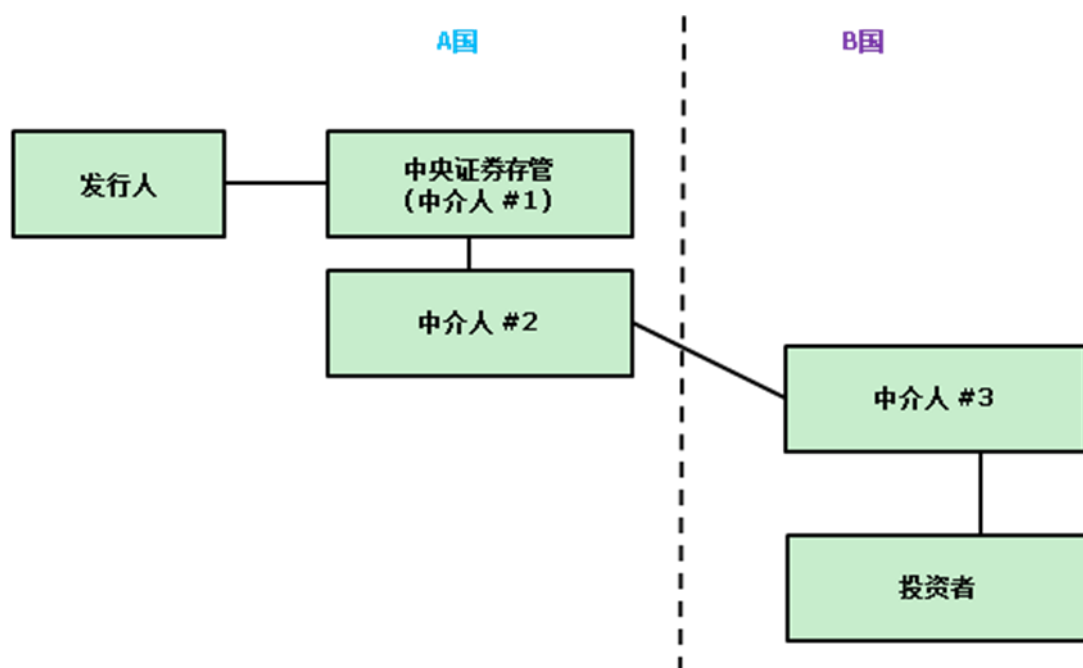
32. 在一些国际化的持有链条中，中央证券存管机构与发行人处于不同的国家。如以下图 32-1 所示，出于各种原因，A 国的公司选择在 B 国的中央证券存管机构处登记其发行的证券。在这种情况下，该公司的证券登记存管在 B 国中央证券存管机构处，后者是持有链中的第一个中介人。2 号中介人在中央证券存管机构处开立证券用于贷记证券。2 号中介人将这些证券贷记入其账户中，他是代表 3 号中介人维护该账户的。3 号中介人将这些证券贷记入其账户中，并代表投资者维护该账户。

图 32-1 涉及两国的跨境中介化证券持有链
(发行人选择境外中央证券存管机构)



33. 但是，在大多数跨国持有链中，中央证券存管机构与发行人位于同一个国家。如图 33-1 所示，A 国的公司在本国发行证券并存管在中央证券存管机构（1 号中介人）处。A 国还有另外一个中介人，即本地的投资公司（2 号中介人），其在中央证券存管机构开立证券账户并已贷记入证券。该投资公司将证券跨境划至位于 B 国的国际银行（3 号中介人），该银行将证券贷记在 B 国投资者的账户中。

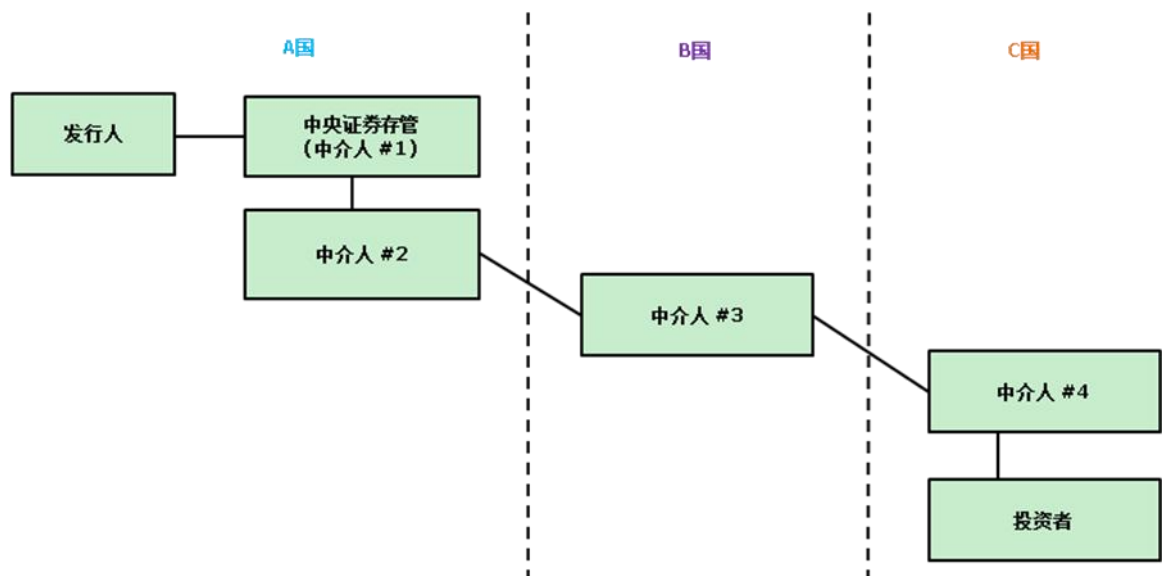
图 33-1 涉及两国的跨境中介化证券持有链



34. 如图 34-1 所示，跨境持有链还有可能涉及多个国家，在此案例中，A 国的公司发行了证券。根据 A 国法律，由该国公司发行的所有证券必须在 A 国的中央证券存管机构中存管和登记。这个中央证券存管机构是第一个中介人并且在 A 国的证券登记市场处于垄断地位。A 国还有另外一个中介人，是当地的投资公司（2 号中介人），在中央证券存管机

构开立证券账户并已贷记入证券。该投资公司将证券跨境划至位于 B 国的跨境银行（3 号中介人）。C 国的当地银行（4 号中介人）代表其 C 国的投资者获得了该证券，一旦 B 国中介人将证券划付至 C 国的当地银行，当地银行就将该证券贷记至投资者的证券账户。

图 34-1 涉及 3 国的跨境中介化证券持有链



35. 在这些跨境案例中，投资者行使证券附随权益可能会很困难。例如，某一特定国内法可能并不认可另一国家投资者的权利和权益，可能不允许中介人代表投资者行使权利，可能投资者无法在持有链中十分方便地行使权利。此外，跨境中介人之间的法律关系由合同来确定。受到特定体系中法律和规范的限制，中介人之间的权利和义务是由合同本身来界定的。如果合同没有考虑到通过中介人来传递证券附随的权利和义务，位于持有链末端的投资者就无法行使这些权利。并且，这些案例通常只涉及简单的、静态的持有状态，

不涉及转让。现实中，证券持有链可能每日都在变动，且影响到许多中介人和账户持有人，链条中的特定环节可能适用不同法律。详见《指引》的第八部分。

5. 中介持有证券模式的风险

36. 中介化证券持有与转让存在着风险，这来自非经授权的处分或中介人破产等因素。尤其是跨境交易中，中介化证券最核心的风险来自于法律的不确定性，这些不确定性围绕不同国家是如何处理账户持有人行使对于中介化证券的权利而展开。

37. 投资者希望能明确了解决定他们所持有的中介化证券的权利的法律制度，如关于发生纠纷或者中介人破产情况等。如果中介人资不抵债进入破产，可能存在证券短缺，导致中介人手上没有足额证券去贷记到持有人账户中。如此，中介人的破产（例如这种破产取决于其短缺的证券数量）可能使末端的投资者的证券持有面临风险，并且可能殃及其他中介人破产，进而导致系统性风险。当不同层级的中介人处于不同的法域、且适用不同的法律时，可能会产生叠加效应。

38. 《日内瓦证券公约》以及《指引》关于协调性效果的努力是为了降低法律的不确定性以及中介化证券的相关风险。但必须说明的是，这种效果也不是与中介化证券相关

的所有风险的万灵药。

B. 中介化证券持有模式

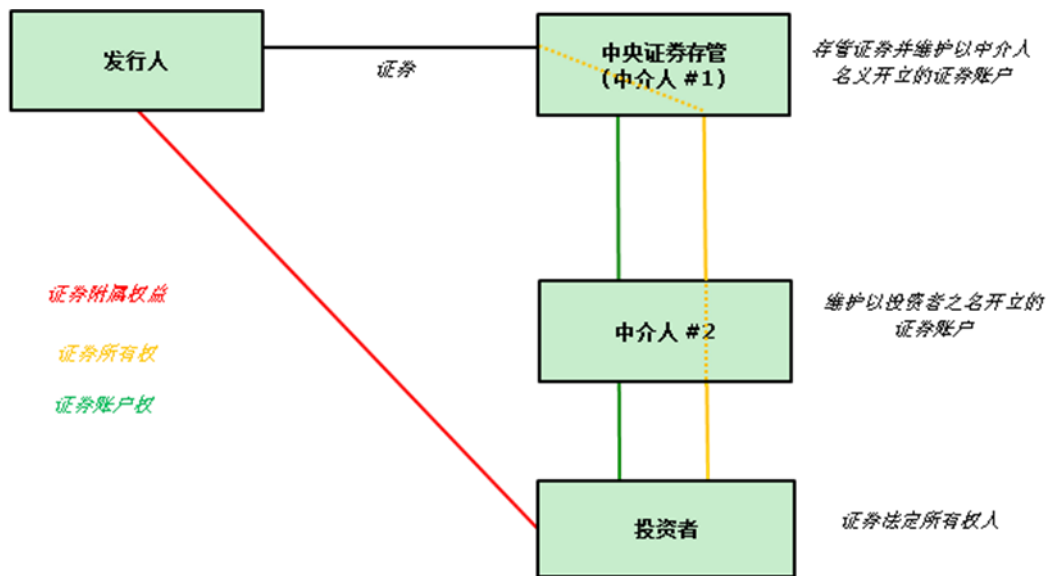
39. 目前，中介化证券持有体系没有国际统一的法律方法，在某些情境下，涉及两种广义类别意义上的持有体系——“直接”持有模式，在这种模式下中介人仅作为投资者的账簿持有人，对投资者的证券不享有权益；“间接”持有模式，中介人对投资者的证券享有权益。然而，本《指引》从广义层面定义了五种持有体系的模式，分别是个人持有模式、共同持有模式、信托持有模式、证券权益模式、协议持有模式，下文将进行简要讨论。对于每种模式《指引》也给出了图示，尽管它们并不足以代表某一特定模式下的每一种体系，且仅展示静态的中介化证券持有状态，而非通过持有链的权利流转（例如投票权和分红权）。并且，这些持有模式既不能穷尽，也不相互排斥，因为某些持有模式可能是混合型的，这是由于不同的模式可能适用于不同的证券类型。事实上，随着时间的推移，持有体系也在演化，所以在规范它们的法律手段方面有必要保持一定的灵活性，下文在分析5种持有模式之后，将详细讨论确定持有链条中投资者的重要特征，并给出更为复杂的跨境情形的案例。

1. 个人持有模式

40. 在个人持有模式下，中央证券存管机构或其他中介持有人均不享有任何证券权益，因为投资者对于其证券享有完整的、个人的所有权，而这些证券被视为直接处于投资者的证券账户中。例如，在法国的证券持有体系下，所有国内发行的证券均为无纸化证券，或者对于境外非移动化证券而言、此类证券存管在中央证券存管机构的簿记系统中，且中央证券存管机构仅是作为发行人、代表投资者的其他参与人的登记机构。中央证券存管机构或其他中介持有人均不享有任何证券权益，因为投资者对于其证券享有完整的、个人的所有权，而这些证券被视为直接处于投资者的证券账户中。投资者通过其证券账户所在的中介人、而非其他中介人对个人证券账户中的证券进行处理。

41. 当中央证券存管机构或者其他中介人破产时，投资者作为证券的所有权人，有权要求对以其名义登记的证券进行重新记录。中介人包括中央证券存管机构对于投资者的证券不享有任何权利，但投资者的证券利益已转让给中介人的特殊情况除外。

图 41-1 个人持有模式



42. 遵循这一模式的某些体系被称为透明持有体系，下文第 51 段将进行讨论。

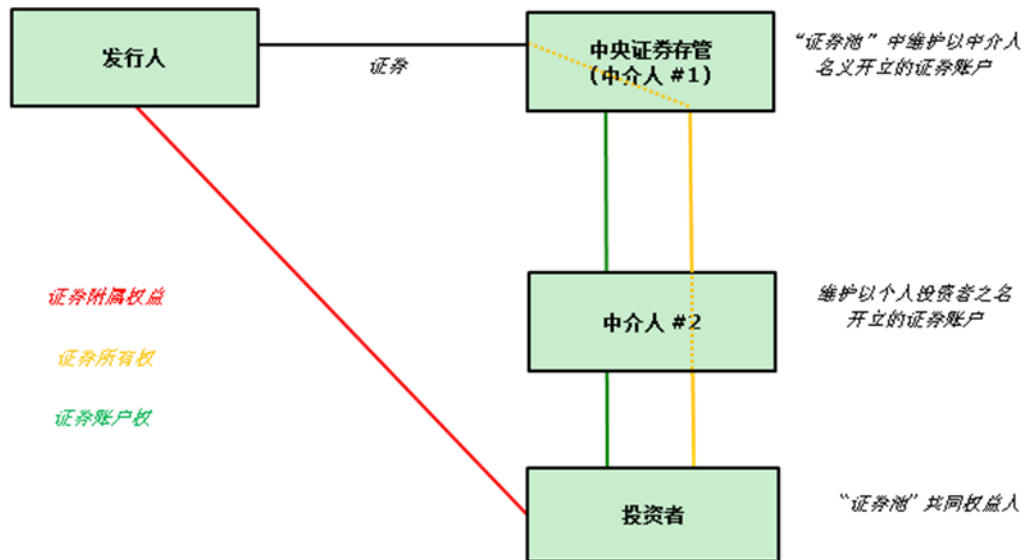
2. 共同持有模式

43. 在共同持有模式下（奥地利、德国以及其他民法法系国家），证券通常由发行人以全球凭证的形式共同存管在中央证券存管机构处。中央证券存管机构（通常是为了投资者或其他中介人的利益行使中介人职能的银行）依次将证券贷记到参与人的证券账户。在这种模式下，投资者根据与中央证券存管机构处“证券池”中所持有证券的相对应部分享有部分所有权（或者说共有的所有权）。“证券池”的效果是，投资者通过其相关中介人对证券进行处理，而在该投资者的中介人（即相关中介人）之上层级的中央证券存管机构以及

其他中介人则无法确认某一特定投资者所持有的证券明细。

44. 当中央证券存管机构或其他中介人破产时，投资者的证券不属于破产财产，因为中央证券存管机构及其他中介人均不对证券具有所有权。该投资者有权对证券权利进行处分，并有权要求强制执行。

图 44-1 共同持有模式



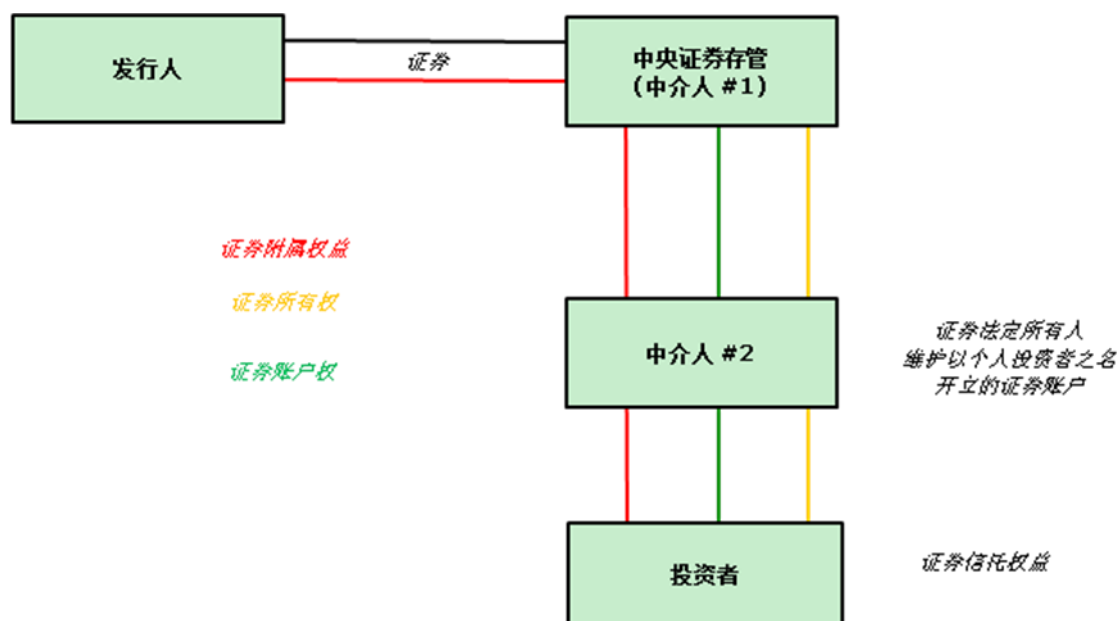
3. 信托持有模式

45. 在信托持有模式下（如澳大利亚、英格兰和威尔士、爱尔兰），证券由中央证券存管机构保管，中央证券存管机构作为发行人的登记机构，对证券也不享有法律上的权利。中央证券存管机构的参与者（通常是诸如银行或其他金融机构的中介人）无论是为了自身利益或代表其客户，均被认为

是证券的法律上的所有权人。当这些中介人将证券贷记至账户持有人的证券账户时，中介人即成为账户持有人的受托人；而投资者成为受益人，享有证券产生的衡平法权益。投资者通过相关中介人、而不是通过更高层级的中介人对证券进行处理。

46. 当中介人破产时，投资者作为受益人对证券享有所有权，中介人的债权人不得对该证券主张权利。

图 46-1 信托持有模式



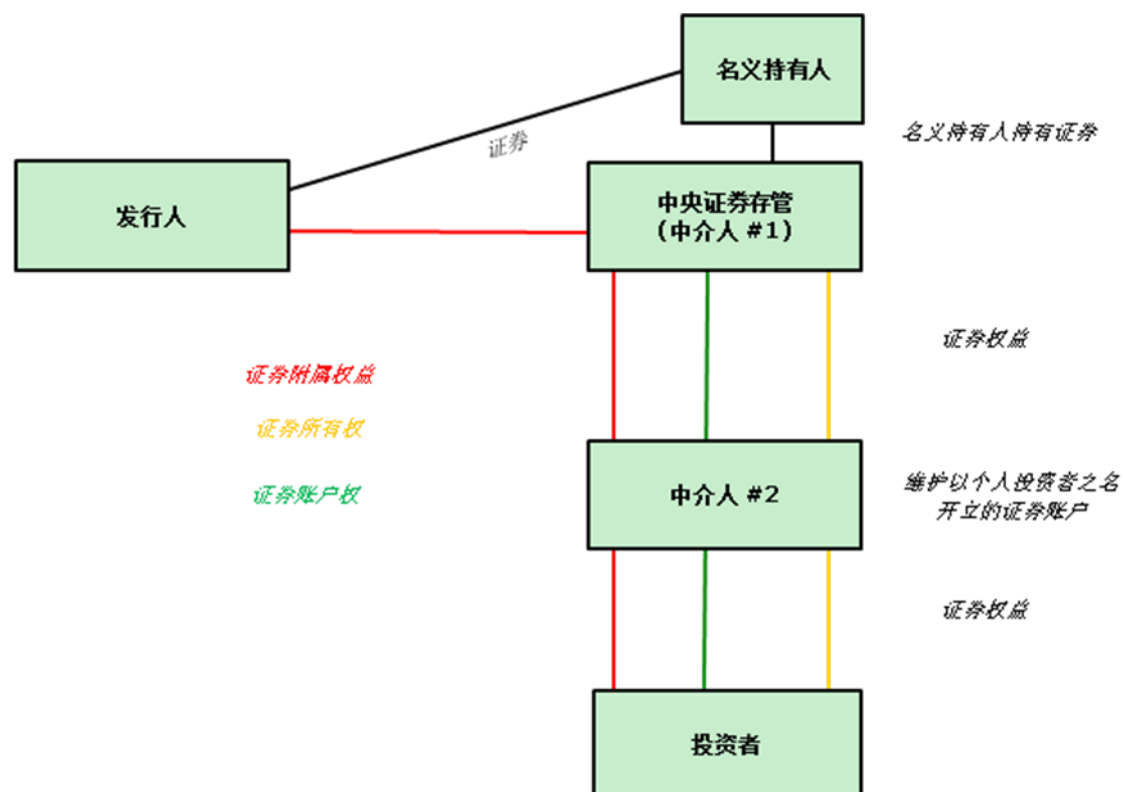
4. 证券权益模式

47. 在证券权益模式下（例如加拿大和美国），每个证券账户持有人享有相对于其相关中介人的证券权益（即针对中介人及由其持有的证券的一揽子特定权利），换言之，在

中央存管机构之下的每层中介人享有证券权益，但不能直接针对发行人行使证券上附属的经济权利或其他权利。中介人有义务将证券权益传递并代表权益所有人行使证券权益。持有链条末端的投资者，享有对抗相关中介人的证券权益，并通过该中介人而非其他中介人行使。

48. 在中介人破产的情况下，证券权益因隔离于中介人的财产，账户持有人将受到保护。

图 48-1 证券权益持有模式



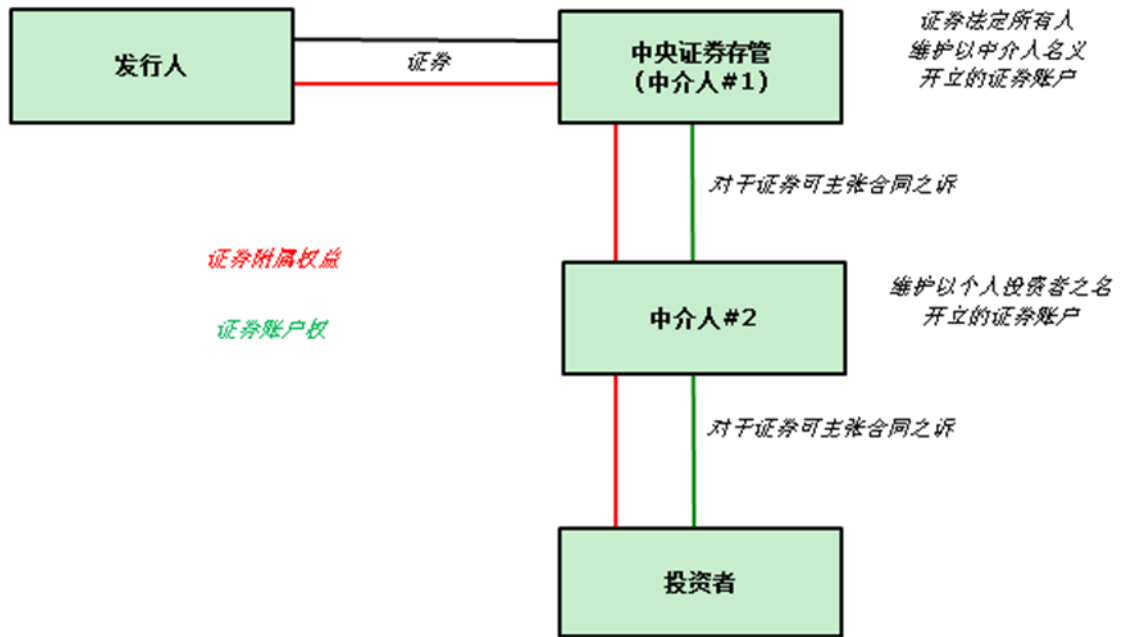
5. 协议持有模式

49. 在协议持有模式下，投资者不享有概括的证券所有

权权益，而代之以享有对于相关中介人的契约权利。从中央证券存管机构到投资者，整个持有体系包括了各主体之间网格状的双边契约关系。中央证券存管机构或其他中介人作为持有人登记在发行人名册上，然后相关的权益和利益体现在持有链条中，流转贯穿各层级的中介人，并最终由投资者所享有。

50. 各个参与人间的双边协议通常规定了各个事项的法律框架，其中包括投资者权利的行使及某一中介人破产后的后果。但是，本国的破产法律通常在相当程序上确定了投资者对于中介人财产中涉及证券部分的权利和主张。并且，在一些持有体系中，设立中介人的目的在于破产隔离（即中介人仅承担托管职能而不参与其他活动）。对于遵循这一体系的模式而言，保护投资者的破产法以及起着破产隔离的中介人至关重要，因为投资者仅依据协议权利并不足以提供充分的保护措施，例如中介人发生破产的情况。

图 50-1: 协议持有模式

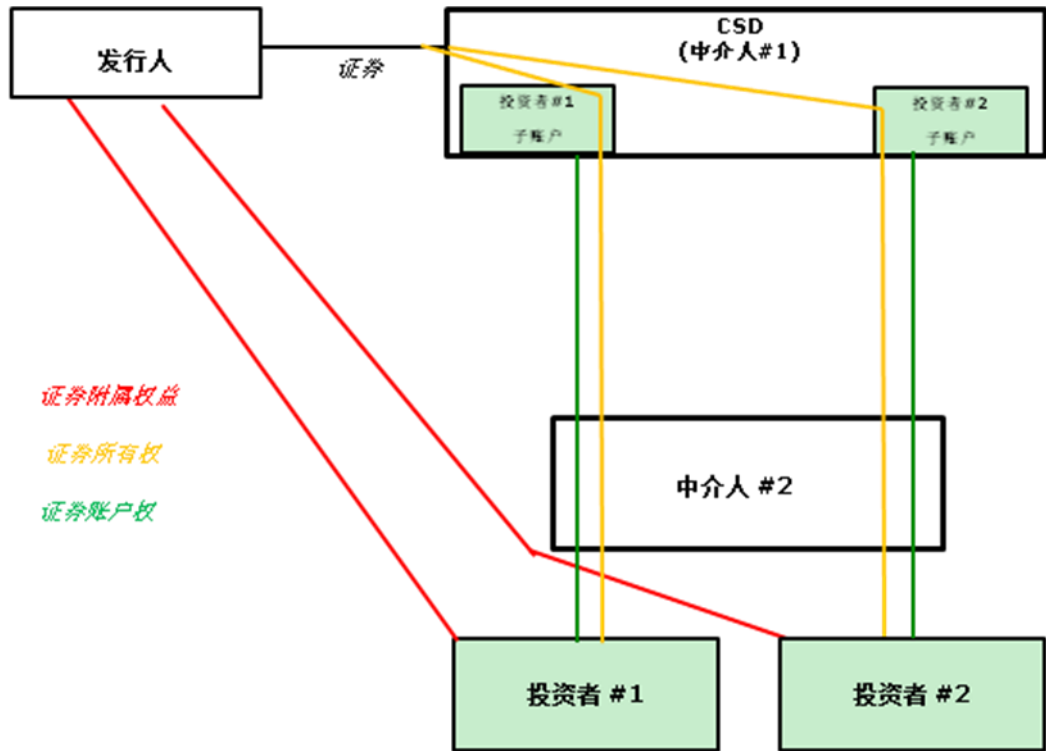


6. 透明或不透明的持有体系

51. 就上文所述的个人持有模式而言，存在着一些被称为透明持有制度的模式。在该制度中，投资者的具体持有情况由中央证券存管机构确认、或者说中央证券存管机构对此是知晓的，主要是因为维护账户的工作由中央证券存管机构（根据《公约》及《指引》，其为相关中介人）与所称的账户运营者（与投资者存在商业关系的证券公司）共同完成。存在 3 种普通的透明持有模式，下文作了图表说明。

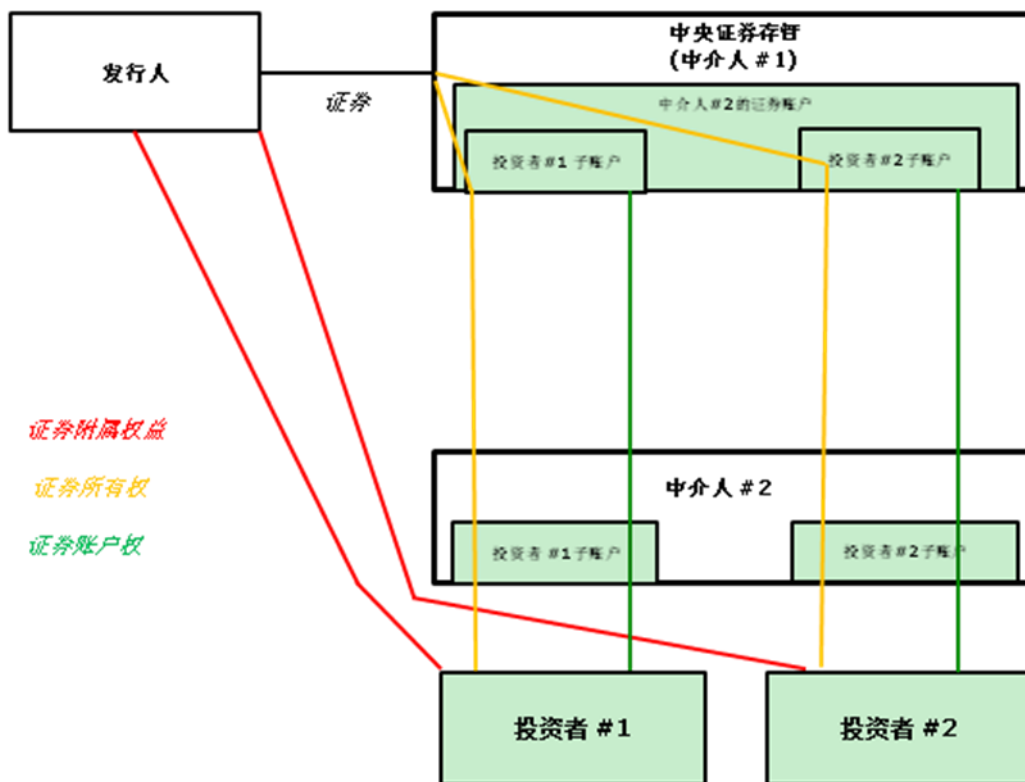
(a) *投资者的持有情况由开立在中央证券存管机构处的账户所持有*：在此体系中，中央证券存管机构为各个投资者维护单独的账户，中介人仅是运营这些账户。中介人是作为投资者和中央证券存管机构间的技术界面而存在。

图 51-1 投资者持有情况体现在中央证券存管机构的账户中的透明持有体系



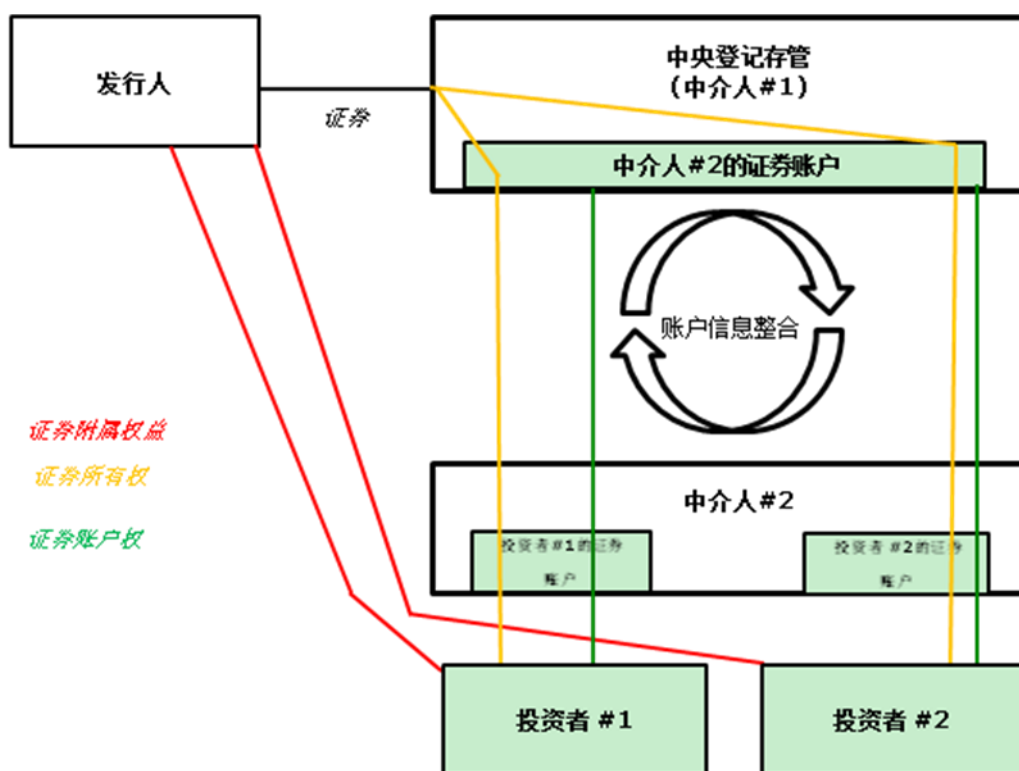
(b) 投资者的持有情况体现在中介人开立在中央证券存管机构的账户中：在此体系中，中央证券存管机构维护以中介人名义开立的账户，这些账户下为中介人的每一客户分立子账户，以体现每一客户的持有情况。

图 51-2 投资者持有情况体现在中间人开立在中央证券存管机构处的账户中的透明持有体系



(c) 投资者的持有情况体现在中介人开立在中央证券存管机构的混合账户中，且账户信息定期更新：在此体系中，存在有以中介人名义开立的混合账户，中介人在他们的登记簿中维护各个客户的单独子账户。有关这些子账户的信息持续或定期地在中介人和中央证券存管机构之间合并，以使中央证券存管机构确定客户持有情况的准确信息。

图 51-3 投资者持有情况体现在中间人开立在中央证券存管机构处的混合账户中、且账户信息定期更新的透明持有体系



这 3 个分类的共同之处在于，投资者以及其持有情况在中央证券存管机构的层面上能够得到确认。

52. 另一方面，不透明的个人持有模式指的是在此体系中，投资者的证券持有情况不在中央证券存管机构层面、而是在相关中介人的层面上进行确认。

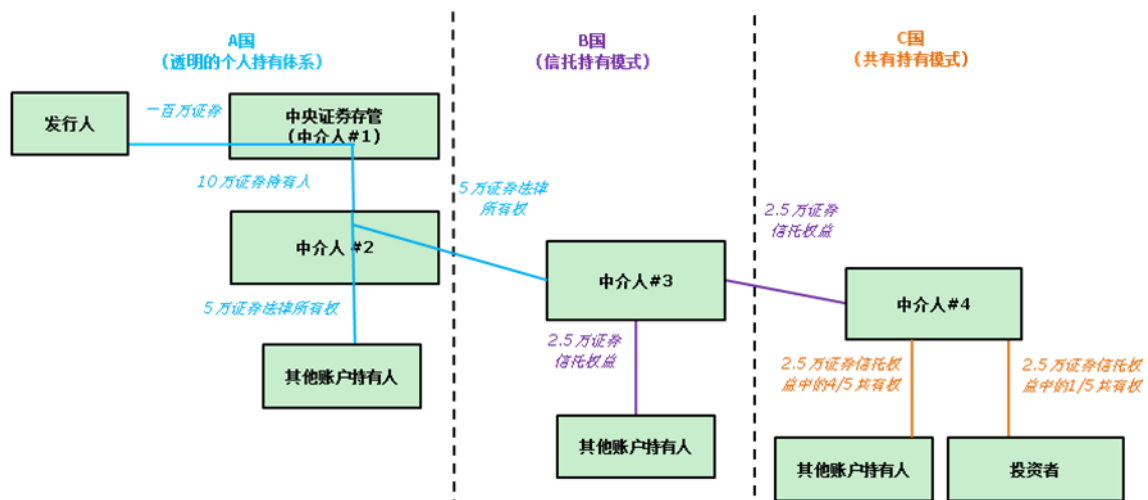
53. 如上文所述，在某些情况下，持有体系可被认为是“混合”的，因为在该持有体系中，一部分环节是透明的、而另一部分是不透明的。并且，大部分源于透明体系的跨境持有链条均为混合型，因为持有链一旦跨境并变得具有国际因素后，便不再是透明模式。

7. 涉及不同系统的跨境持有模式

54. 即使发生两个在内部持有制度合理且可靠的国家之间，通过中介人跨境持有证券仍然可能会出现各类问题。第一，每个市场参与人（发行人、投资者或中介人）运营所处的法律制度不同，并且他们之间可能并不协调一致，从而危及到投资者权利的行使；第二，一些国家现有的法律框架是基于传统的资本市场模式和财产法的理念，即使从法律观点完美地引申开来，也不一定能符合日益发展、相互关联、无纸化的资本市场的标准要求；第三，在大多数情况下，当尝试确定有关特定参与人、持有链中某些方面的准据法适用问题时，可能存在法律冲突。

55. 例如，如下图 55-1 所示，2 号中介人持有 A 国（透明的个人持有体系）证券。该证券持有体系在境内运转良好，因为该国内体系是内部完善的。但是，一旦部分证券通过 3 号中介人（位于 B 国，该国采用信托持有模式）以及 4 号中介人（位于 C 国，该国采用共有持有模式）进行持有或转让时，对于证券权利的行使可能变得困难。

图 55-1 涉及 3 个国家的跨境中介化证券持有链中的不同所有权权益



56. 特别是，在图 55-1 中，根据对相关国内法律的分析，每一个账户持有人（第 2、3、4 号中介人及各投资者，因为他们各自在其持有链中的上一层级的中介人处开立账户）取得了相应的法律地位。因而，不同法域的各种法律（例如财产法、商法、破产法）可能适用于同一持有链的不同部分，这导致了法律适用的不确定性和不相容性。

第二部分 《日内瓦证券公约》

57. 本部分简要介绍《日内瓦证券公约》，包括《公约》的（a）目的；（b）方法；（c）术语；（d）范围以及（e）《公约》外法律的援引。

A. 目的

58. 证券持有体系之间的协调、同时发生的非移动化和无纸化减少了纸质处理的工作量，引起了资本市场的迅速扩张，使每日的巨量交易成为可能，并促进了经济的增长。随着簿记系统的引进，与有纸化证券相关联的特定风险很大程度上得以消除，因为这些证券不再以实物的方式移动。但中介化证券和转让并不是零风险，可能存在重大的法律不确定性甚至是系统性风险，特别是当持有和转让发生在跨境情形下时。本部分首先描述了这些风险以及《公约》是如何就这些风险进行说明的。

1. 法律及系统性风险

59. 中介化证券的持有和转让并不是零风险。在适用现有法律时可能存在法律风险，特别是这些法律基于传统法律理念时，它们有可能不适合现代的证券持有转让体系。当跨境持有转让证券时，这些风险可能会出现叠加效应，因为不同国内的法律体系之间可能出现不相容的情况。不同的实体法可能适用于持有链中的不同参与人。并且当中介人破产时，可能出现中介人方面潜在的证券短缺的巨大风险，以及出现对于投资者的权益保护是否足以对抗中介人的普通债权人的情况，而在不同的法律体系下对于这些问题的处理有

可能不同。在一些情况下，这些风险可能阻碍投资者取得特定的证券。在很多情况下，这些风险提高了交易成本，不利于经济的增长。

60. 这些风险甚至可能是系统性的，在资金紧张的情况下，单个中介人的破产可能导致其他中介人的破产，由此引发系统性风险。

2. 降低风险与可持续经济发展之间的协调

61. 《日内瓦证券公约》于 2009 年 10 月通过，并适应了现代的簿记体系，它被谨慎地用于说明和降低这些风险。《公约》规定了现代中介化证券持有体系的核心法律框架，它内部完整并与其他制度相适应。

62. 在内部合理性方面，《公约》的起草者们明确了中介持有证券的主要特点。考虑到投资者保护以及效率性的目标，在将某一特定持有体系认定为合理时，必须要说明这些特点。例如，中介化证券的持有人必须对以下内容有信心：他们的权益得到了保护，并且是依据简单、清晰的有关持有、转让和实现的规则和程序而进行的。并且，最为至关重要的是，投资者权益不应暴露于诸如持有链中任何中介人的破产、或不相关的第三方干扰的风险之中。

63. 在外部适应性方面，起草者认识到，对于中介化证

券跨境持有及转让，不同法律体系之间应能顺利对接。在跨境的情况下，当涉及到财产法、监管、公司法等事项时，可能适用不同规则和方法，起草者认识到：对于核心问题的协调是《公约》的重中之重。

64. 用于规范中介化证券的内部合理的、外部相容的法律体系对于市场稳定和投资者保护来说是必要的。确实，公约规定的关于由簿记所体现的权益的效力，或者关于通过簿记的借记与贷记完成的交易的效力与最终性的清晰而透明的规则，对于降低不确定性和系统性风险来说是必要的。鉴于中介化证券持有体系中的巨额市值、以及每日证券交易的巨大数量，这一法律体系具有更大的意义。随着这种市值和数量的持续增长，适当的法律体系将促进资本的流动和市场的准入，因此推动经济的可持续发展。

B. 方法

65. 在承认各国证券持有体系基础的法律概念多样化的前提下，为了通过单一的法律框架调和不同的法律体系和传统，《公约》建立了核心的、功能性的协调方法，《公约》仅阐述了对于确定内部完整性和跨境相容性至关重要的要素。

66. 《公约》采用的是核心的方法，这表现在它协调了某些相关的关键事项，例如证券账户持有人的权利、证券转让以及中介持有模式的完整性方面。对于《公约》未作协调

的未尽事宜，应由其他法律予以规范。

67. 《公约》的方法是功能性的，这表现在它使用了尽可能中立的语言，指向其结果。按照功能性方法，对规则进行协调是通过陈述事实、而不是特殊的法律术语和原则来阐明，以达成实际的效果，而不至于无视基础性的国内法律传统和理论。例如，通过功能性方法，《公约》与多种证券权利和权益的特点相容，并具备了与中介化证券持有制度中新技术发展相一致的必要灵活性。见第 76 段。

68. 《公约》起草者同样致力于确保《公约》与其他国际法律文件的相容问题，其中包括近期的国内改革立法、欧盟指令、国际文件（特别是《海牙证券公约》以及联合国国际贸易法委员会（UNCITRAL）的《关于担保交易的立法指导》）。尽管《海牙证券公约》规定了中介化证券的冲突法规则，《公约》主要侧重于实体法（下文第 303 段和第 308 段将作说明），《日内瓦证券公约》为这类证券规定了实体法规则，两个公约相辅相成。《公约》同样补充了联合国国际贸易法委员会《关于担保交易的立法指导》以及《担保交易示范法》，以支持各国发展现代的担保交易法律制度（见下文第 290 段），因为联合国国际贸易法委员会《关于证券交易的立法指导》并不包含证券，而《担保交易示范法》仅涵盖了非中介化持有的证券。

69. 另外，正在发展的新技术可以适用于证券持有。尤

其是所称的分布式总账技术，它作为一种基于非集中化的基础上（即以分布的、开放的方式）记录资产的新方法，在证券行业中引起了特别的兴趣。例如参考《适用于证券市场的分布式总账技术》（ESM/2016/773, 2016年6月2日）的讨论文件。然而，这一新的技术设定，除了需要面临自身的挑战（例如信息技术系统的完整性和安全性），在绝大多数情况下都应当遵守《公约》规定的基本原则和规则。

C. 术语

70. 当考察由《公约》起草者所采纳的术语时，核心的、功能的协调方式是显而易见的。《公约》的第一条对《公约》的术语进行了定义，官方解释另有详细的释义。《指引》同样采纳了这些术语，下文将对一些重要术语以及术语表中的其他术语进行简要描述：

- **证券**：这一术语在《公约》第1(a)条规定，证券是指“依本公约规定能够贷记到证券账户、取得和处分的股票、债券、其他金融工具或金融资产（现金除外）”。这一宽泛的定义包括了任何符合能在中介化持有体系中持有的两项功能性标准、并受《公约》约束的金融资产。但是这一定义不包括现金（如银行存款）或者某些种类的金融资产，包括一些金融衍生品，因为它们不符合上述标准。

- **证券账户**：这一定义在《公约》第1(c)条作了规定，

它是指“由中介人维护的、用于证券借记或贷记的账户”。这一定义适用于，例如，由中介人对以自然人或者法人的名义（该法人并非中介人）开立的证券账户进行维护；由一名中介人对以另一中介人名义开立的账户进行维护；由中央证券存管机构对以中介人名义开立的账户进行维护；或者在透明持有体系中，由中央证券存管机构对以自然人或者法人（该法人的另一部分职能是为自己的利益持有中介化证券）名义开立的账户进行维护。然而，该定义不适用于直接由发行人以其股东或债权人名义维护的账户，也不适用于由中央证券存管机构维护的发行人账户（或名册）。

● **账户持有人**：这一术语在《公约》第1(e)条作了规定，账户持有人是指“其名下的证券账户由中介人维护的主体，无论该主体是代表自身或他人利益（包括履行该职能的中介人）”。此定义包含了投资者和中介人，因为当中介人需要通过在其上层级的中介人处开立的证券账户来为自身利益或代其账户持有人持有证券时，该中介人也可能是账户持有人。如此定义“账户持有人”这一术语，就不再必要再为“投资者”下一定义。从这一观点引申开来，《指引》一般适用“账户持有人”这一术语。并进一步说，即使是处于持有链条最末端的账户持有人也有可能不是投资者。见以下第84段。尽管这个术语是单数²，并不意味着它不允许为了多

²原文“accontholder”为单数。

人的利益维护一个证券账户。

● **中介人**：这一定义在《公约》第 1 (d) 条作了规定，是指“在经营活动中或其他业务活动中，为他人或同时为他人和自己维护证券账户及履行此职能的主体（包括中央证券存管机构）。”中介人通常是银行、经纪商、央行以及为账户持有人维护账户的其他主体。例如，在某些体系下，中介人指账户运营者或提供者。由于这一功能性的定义，事实上任何为他人维护账户的自然人和法人都被涵盖在内，只要其在商业活动中为他人维护证券账户。而特别被提及但未作定义的是中央证券存管机构，它是仅与参与人（即其账户持有人）存在关联的中介人，而与发行人不相关。

● **证券清算系统 (SCS)**：这一术语《公约》第 1 (o) 条作了规定，它是推动和促进在中介人间进行高效的证券交易结算的市场基础设施。见上文第 21 段以及术语表。它们特别是指履行清算职能（可能有《公约》未涵盖的其他职能）但不办理结算的诸如中央交收对手方或结算所等基础设施；**证券结算系统 (SSS)**：这一术语由《公约》第 1 (n) 条规定，是指在中介人之间进行高效的证券、资金转让的市场基础设施，特别是以进行结算、或者清算然后结算的方式进行，见上文第 21 段以及术语表。

● **发行人**：《公约》未对这一术语进行定义，一般理解为发行证券的政府或公司。见上文第 22 段。

D. 范围

71. 除了《公约》起草者所采取的协调方法，公约适用范围仅限于中介持有证券及转让问题的核心方面。《公约》的定义对于确定公约范围具有关键的作用。如上文第 70 段所述，《公约》适用于能够被贷记在“证券账户”中以及根据《公约》的条款而取得和处分的“证券”。鉴于《公约》未列出归属于证券范围的清单，而是为市场的演化、在中介化持有体系中创设新型中介化证券留有了空间。有关于归属《公约》范围内的证券类型，见以下官方评述的解释第 1-10 段。

72. 但是，《公约》总体上排除了通常（非必须）所称的公司法的领域（见第 8 条），特别是有关于发行人和投资者的关系。尽管《公约》通常不涵盖这一部分法律领域，但仍有少量例外，特别是确保中介化证券体系的内部完整性、以及促成跨境的外部适应性的极少数条款。

73. 如同所称的公司法一样，其他法律或规制方面也不属于《公约》调整的范围。换言之，这些方面以缔约国的法律和规范来说明。唯一的限制是这些方面不得与《公约》的条款相冲突。

E. 《公约》以外的法律文件

74. 尽管《公约》已经通过功能方法阐述了实现内部完整性和外部适应性的核心问题，《公约》以外的法律文件还有一些要说明的事项。在实施《公约》方面，缔约国仍保留了重要的法律和规范，并需要做出重大的决策。处理《公约》以外法律文件的方法主要包含 3 个特殊的方面：

75. 首先，《公约》明确包括了对于公约外法律的援引，这些援引包括：

(a) *非公约法*：这一术语由《公约》第 1 (m) 条规定，指的是缔约国有关中介化证券的实体法（不包括《公约》），在很多情况下，非公约法是对《公约》规则的补充。提及非公约法的清单见附件一；

(b) *准据法*：这一术语指的是因国际私法的法院地法所适用的法律，它可能是或不是《公约》缔约国的法律。提及准据法的清单见附件二；

(c) *破产法*：破产法将是前两者的一部分，但破产法被当作一个单独的类别来处理，因为破产程序启动可能触发管辖地的特别法律规则的强制适用，而在该管辖地采取这种程序，将会代替或偏离原先可能适用的规则，提及破产法的清单见附件三；

(d) *证券清算系统和证券结算系统的统一规则*：“统一规则”这一术语是由《公约》第 1 (p) 条规定，它是指对于

参与人、某一类参与人所共知且可公开获得的证券清算系统和证券结算系统的规则。这些规则可能对《公约》的规则有所增减。尽管缔约国对于统一规则仅产生有限的、间接的影响，因为这些系统都是私人机构，缔约国也通常对这些系统进行管理。通过这种管理（《公约》无法规定规则），缔约国可对规则的内容产生影响。提及统一证券清算和结算规则的清单见附件四。

76. 其次还有援引声明的形式，在适当实施《公约》的过程中，签署《公约》的缔约国必须做出声明。在缔约国为了实现他们认为适合中介化证券政策目标的实现、以及促进公约条款与其法律制度（该模式可能是在第一部分的 B 章节所讨论的一种或多种普通模式）之间协调的事项上，《公约》所规定的声明制度为缔约国提供了这种可能的选择。法律声明还为在这些模式和法律体系内、对于技术与进步的适应性提供了必要的灵活性。声明的模板在《关于国家和地区经济组织对日内瓦证券公约的声明注释备忘录》（以下简称《注释备忘录》）中由作为《公约》保管人的国际统一私法协会提供，并可在国际统一私法协会官方网页获取。

77. 例如，《公约》原则上适用于中介人维护的任何证券账户。但《公约》第 5 条允许缔约国通过声明，将《公约》适用范围限定为适用“受监管”的中介人或央行负责维护的证券账户。此条的目的在于：只要缔约国认为合适，对“非

受管制”的中介人维护的账户可排除在《公约》的适用之外。对于第5条的选择性声明的信息以及模板声明表，详见《注释备忘录》第4部分的章节以及附表2。

78. 第三，还存在一些其他特殊事项，包括公司法等其他监管法律领域，这些内容本可以由《公约》规定，但不是源于所采纳的核心的、功能性的协调方法。这些事项同样应在最必要的程度上，由《公约》以外的法律规定予以考虑。

79. 《公约》以外的其他法律，特别是这三个方面，在《指引》的以下部分中作了阐述，对于做出有关建立中介持有证券体系或评估现有体系的重要决策，指引提供了指导意见。

第三部分 证券账户持有人的权利及中介人的义务

80. 这一章节及之后的部分确认了一些原则和规则，这些原则和规则能够促进中介化证券的持有和转让，并阐述了其与非公约法的关系。为了实现这一目的，每一部分均确立了一些立法原则。当适用这些原则时，概括性总结了《公约》规定的范围、创立或评估中介化证券持有体系时需要阐明的事项。除了《指引》下文方框内的文字之外，立法原则同样一起被提出来，见上文第14-15页。

81. 遵循这些立法原则，每个部分评论了《公约》的核心原则和规则，在必要时讨论了通过声明可作出的选择以及其他需要说明或澄清的事项。本部分有3个重点：一是证券账户持有人的权利，二是实现证券账户持有人权利的措施，三是中介人的义务。

A. 证券账户持有人的权利

立法原则一：《公约》赋予账户持有人一系列核心权利，这权利源于证券账户中进行证券的贷记。法律应确定额外的、与其界定账户持有人法律地位相一致的其他权利。法律可以区分投资者（包括为自己利益行事的中介人）所享有的权利、以及中介人因行使中介人职能而取得的权利。

1. 《公约》的核心原则和规则

82. 核心的原则和规则包括：

- 所有的账户持有人有权处分贷记入其证券账户的证券，并且在允许和可行的情况下、以贷记入证券账户以外的方式持有证券的权利，见第 9(1)(b)-(c) 条；
- 除这些权利之外，最终的账户持有人必须取得并能行使证券附随的权益，见第 9(1)(a)(i) 条；

- 非公约法可以对全体或部分账户持有人赋予额外的权利，见第 9(1)(a)(ii) 条以及 第 9(1)(d) 条；

- 当证券账户中的贷记为账户持有人提供担保利益或其他受限制的利益时，非公约法明确了对于上述权利的限制，见第 9(3) 条。

83. 在中介化证券持有体系中，在持有链的每一层级中，证券均是通过中介人维护的证券账户中的贷记来体现。贷记同样可以代表证券权益或其他受限权益。

84. 处于持有链末端的是账户持有人。他不履行中介人职能，而是被称为最终的账户持有人，最终的证券账户持有可能是：

- (a) 投资者；

- (b) 因担保交易而导致持有中介化证券的担保权人；

- (c) 受限制权利（例如担保权益之外的使用权）的受益人；

- (d) 作为受托人而持有中介化证券的人（例如代理人、信托受托人）等。

85. 《公约》第 9 条界定了将证券贷记入账户持有人账户中（以下简称“贷记”）而产生的两种基本权利，一是最最终的证券持有人的权利，二是在持有链条中作为中介人的账户持有人拥有的范围较小的权利。根据《公约》规定，两者区别在于：证券附随权利会由最终的证券持有人取得，但不

一定由持有链中的中介人取得。

86. 取决于非公约法如何界定中介化证券，非公约法可以对每一种权利进行扩展。同样，非公约法也可以对这种权利进行限制，这种方式应与它允许当事人创设受限制权益类型的情况相同。

2. 声明确定的选择权

87. 《公约》不要求也不允许缔约国对此进行相关法律声明。

3. 其他需要说明或澄清的事项

88. 以下事项应当说明或澄清：一是法律应当以与对账户持有人法律地位描述同样的方式对账户持有人得到的权利进行补充，参考第 9(1)(a)(ii) 条和第 9(1)(d) 条。在此过程中，法律必须对最终账户持有人与持有链中履行中介人职能的账户持有人进行区别。二是法律必须明确哪些受限权益可被赋予中介化证券，参考第 9(3) 条。三是法律同样必须适应跨境法律的情形，当本国中介人通过开立在他国中介人处的证券账户来持有证券时，有可能是根据国外法律持有证券。

a. 账户持有人取得的权益

89. 在以下两者之间存在着必要的联系：

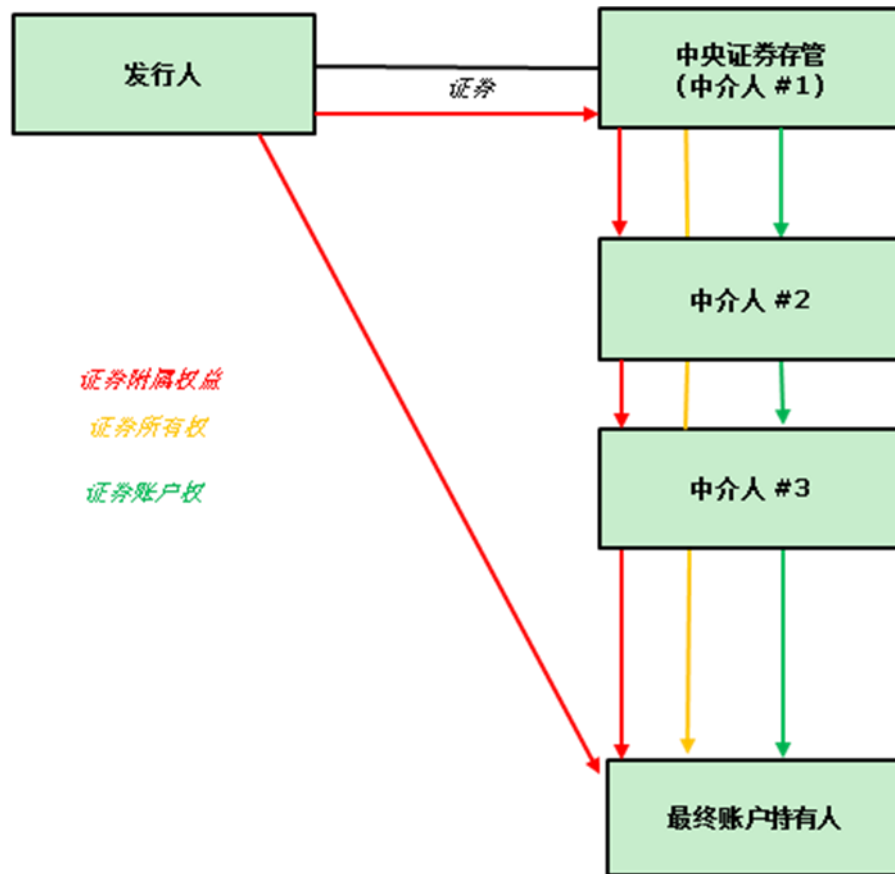
(a) 中介化证券的特点及非公约法赋予全部或某些证券持有人的权益；以及

(b) 非公约法证券规定的担保权益及其他受限权益的种类、以及当贷记即代表受限权益时非公约法对于账户持有人权益的限制。

值得注意的是，下文的讨论详细阐述了这一关系，特别是使用的图 90-1 和 92-1 已经超出了第一部分 B 章节的基本静态模型，并展现了权益通过中介化证券持有链条传递的其他方式。

90. 例如，大多数民法法系国家的法律制度认为：最终的证券持有人对于证券（无论是有纸化或无纸化）享有优先于持有链顶层所享有的权利。最终的证券持有人是证券的“所有权人”或者“共同所有权人”，同样也是发行人的债权人（或权利主张人）。在这种体系下，中介人被视为存管机构或簿记记录人。除非中介人取得担保权益，其对于证券本身不享有任何所有权权益。中介人并不取得或行使证券附随的权益，除非有必要将这种权益沿着持有链传递至最终持有人时。

图 90-1 单独持有或共同持有模式下特定权利的流动

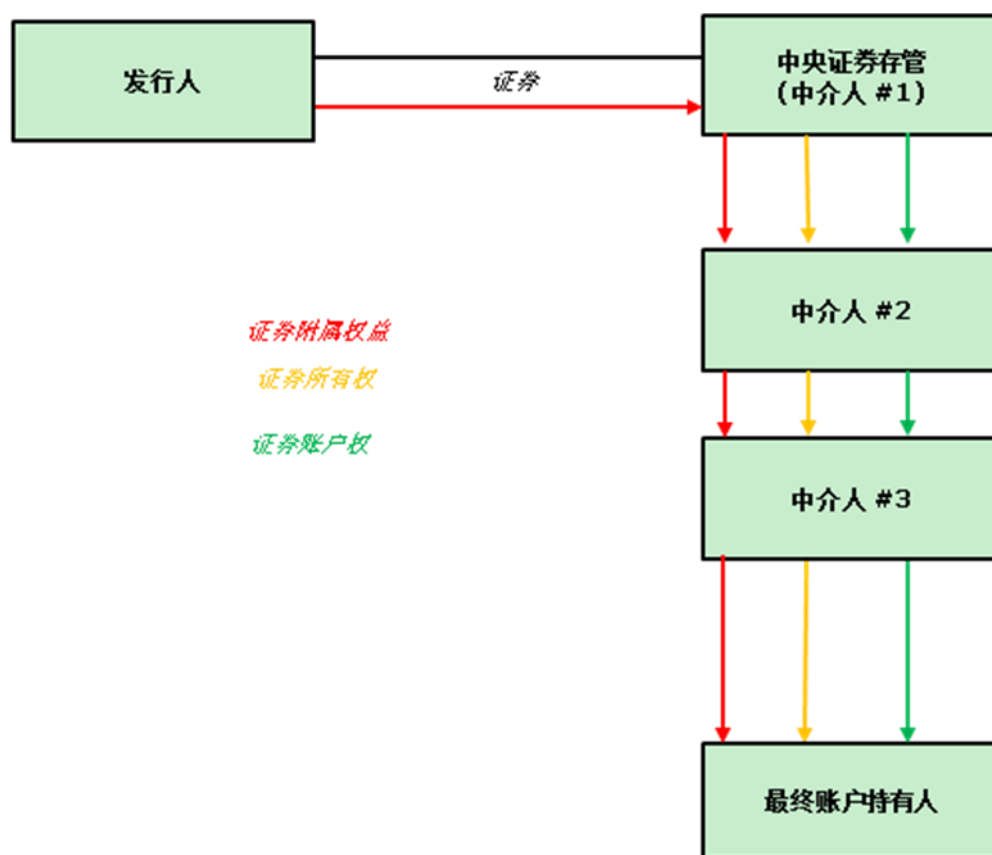


91. 在此法律体系下，非公约法通常可使用第 9(1)(d) 条赋予最终账户持有人对于证券的所有权。受限权益的持有人也可以被认为拥有对同一证券享有（受限制的）所有权权益。根据《公约》第 9(1)(a) 条规定，可授权中介机构取得和行使以投资者的名义登记的证券附随权利。同样，对于未登记的（不记名）证券，中介人可以接收和行使证券附随权利，并有义务将此种权益传递给他们自己的账户持有人。

92. 对于其他法律制度，典型的如英美法国家，其将每个账户持有人的法律地位描述为：对于由相关中介人持有的

证券或中介化证券享有所有权。在大多数体系中，这是基于各层级的信托关系。最高层级的中介人基于信托关系为其账户持有人持有证券；这些账户持有人通常是第二层次的中介人，他们是该信托的受益人，在他们的证券账户中进行证券贷记以代表信托受益权益。他们依次为其账户持有人持有信托受益权益，以此类推。在其他模式下，在证券账户中进行证券贷记产生了证券权益。这两种制度的共同之处在于各个中介人对于某种资产享有所有权（如证券、信托受益权益、证券权益），在将证券贷记入证券账户的过程中，为其客户创设了独特的所有权。

图 92-1 信托和证券权益模式下特定权利的流动



93. 在第二种类型中，根据第 9(1)(a)(ii) 条规定，非公约法可以规定，中介人可取得并行使证券附随权益，并可将这些权益传递给他自己的账户持有人，直至最终的账户持有人。非公约法还可以对每一账户持有人根据第 9(1)(a)(ii) 条以外条款赋予的权益进行定义或描述（信托权，证券权益等）。

b. 受限的权益

94. 如第 129 段和 158 段所述，《公约》提供了多种方式以赋予任何类型的担保权益以及受限的权益，但没有预先规定可以赋予哪些种类。完全是由非公约法来确定可被赋予的权益（例如质押、留置、扣押、所有权转移担保利益、用益权等）。

95. 非公约法可就这些事项参考其他资产（如动产，无形资产）的一般规则的条款。

96. 或者，非公约法可以界定一种或多种类型的受限权益，而该权益是中介化证券所独有的。

97. 无论如何，当起草或修改这一领域的非公约法时，起草者还应意识到受限权益可能限制了一些权利，而后者是源于在证券账户中进行贷记。例如，如果账户持有人是贷记入账户的证券的质权人，调整质押的非公约法可能会限制特

定情形下对于该中介化证券的处分权。非公约法同样可以确定出质人是否可以行使证券所附随的投票权。

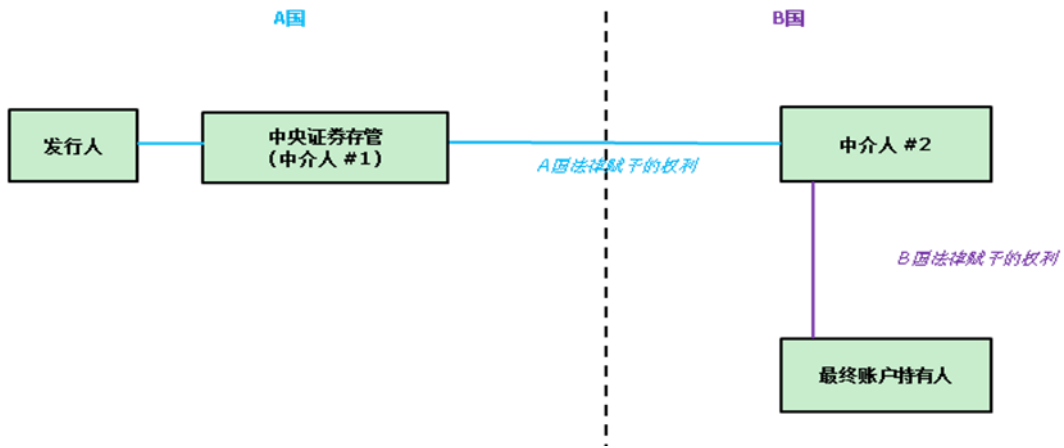
c. 跨境的情形

98. 当起草或修订规范中介持有证券法律时，立法者需要考虑贷记入证券账户的一揽子权益，并与该国法律关于投资者权利、担保权人及其他账户持有人权利的描述相一致。自上而下（即从最高层级到最终的中介人）的一致性在纯粹的境内持有链可能实现，但是当持有链的两端都在境外时，这种协调就很难实现了。这是由于不同法律的区域对于证券贷记的描述（以及一揽子权利）不同而造成的。

99. 立法者应当认识到跨境持有链条经常会出现不一致的现象，这是跨境中介化证券持有所固有的问题。因为各成员的非公约法差别较大，而且因为这些法律规定了公约以外的权利，因此在以下图 99-1 中，在 1 号中介人处进行贷记而产生的权利可能与在 2 号中介人处贷记产生的相同证券的权利可能不同。当 2 号中介人所适用的非公约法不能单方面扩大适用到 1 号中介人时，可以通过以下规定来确保账户持有人的地位：在跨境条件下，账户持有人不仅享有 B 国的非公约法赋予的权利，还享有相关中介人（本案例中为 2 号中介人）从他自己的上一层次中介人处（本案例中指 1 号中介人）

人)取得的任何额外权利,假设外国账户持有人权利的行使得到A国的非公约法的认可。

图 99-1 涉及两国的跨境中介化证券持有链的不同国内法



B. 实现证券账户持有人权利的措施

100. 《公约》规定,账户持有人的某些权利只能对抗相关中介人,见第 9(2)(c)条规定。但是因为《公约》对于中介化证券的所有权的法律框架和特点未做任何设定,故不能决定证券附随权利是否能够或者必须由账户持有人行使以对抗其相关中介人(通过中介化链条)或发行人。参见第 9(2)(b)条。这就是为何法律必须明确规定谁有权行使对抗发行人附随权利、以及必须符合的条件所在。见下文 246 段。

101. 即使账户持有人可以或者必须行使证券附随权益来对抗发行人时,也必须借助中介化链条。在很多方面,中

介人必须确保账户持有人能行使他们的权利。《公约》仅部分地规定了这些相应的权利和义务。在这一方面，和其他事项一样，《公约》留有较大空间由非公约国作出规定。

立法原则二：《公约》规定 1 项总体的、4 项具体的中介人对于其账户持有人的特定义务。法律应当规范中介人的义务的特定内容，并且在必要的情况下，以符合账户持有人的法律地位相一致的方式进行扩展。法律应当明确中介人遵守义务的方式，并确定在哪些情况下中介人应承担的责任。在透明持有体系下，中介人的职责由中央证券存管机构和账户运营者共同承担，法律应当清晰分配各自的责任，缔约国应当对此事项做出声明。

1. 《公约》的核心原则和规则

102. 核心原则和规则包括以下内容：

- 中介人必须通常采取所有适当措施，使账户持有人可获得并行使权利，见第 10(1) 条；
- 中介人必须保护贷记至证券账户的证券。见第 10(2) (a) 条以及第 24 条；
- 中介人必须依账户持有人的权利来分配证券或中介化证券，保证其债权人不得获取该证券。见第 10(2) (b) 条以及第 25 条；

- 中介人必须根据授权的指令行事。见第 10(2)(c) 条以及第 23 条；

- 中介人未经授权的指令不得处分贷记至证券账户的证券。见第 10(2)(d) 条以及第 15 条。

- 中介人必须定期传达对于证券权利行使，股息或其他权益分配事宜必需的信息。见第 10(2)(e)-(f) 条。中介人因疏忽大意或恶意行为所应承担的责任不得免除。见第 28(4) 条，并参考下文的第 120 段。

2. 声明确定的选择权

103. 对于透明体系而言，由于相关中介人（通常是中央证券存管机构）的部分职能由通常所称的账户运营者承担，《公约》第 7 条要求缔约国做出一项声明。尤其是它要求缔约国：

- (a) 一方面以名称或者描述的方式来明确中央证券存管机构（或相关中介人），另一方面明确其他承担中介人职能的人。

- (b) 明确各方职责和适用于他们的《公约》条款。

- (c) 在适用的情形下，明确功能分享适用时的证券类别。

104. 在这样的透明体系中，由第 102 段所概述的核心原则和规则同样适用于中央证券存管机构（或相关中介人）以

及其他与第 103 段所述情况相符的分享中央证券存管机构职能的主体。并且，可能也希望在非公约法中明确划分义务与职责。关于第 7 条以及其中的选择性声明的更多信息，参考下文第 206-207 段。

105. 《公约》既不要求也不允许就该部分做出其他任何声明。

3. 需要说明或澄清的事项

106. 以下事项应由《公约》以外的法律说明或澄清。第一，法律应确定中介人必须定期传递给账户持有人有关中介化证券的信息范围，以及确定中介人所取得的必须转交给账户持有人的证券红利的范围，参见第 9(1)(a)(ii) 条和 10(2)(e)-(f) 条；第二，在更为一般的情况下，法律应该规定中介人如何确保账户持有人去行使对发行人的权利（如有），参见第 9(1)(a) 条；第三，法律需要明确个人代表（如未成年人的监护人，财产管理人或破产管理人等）何时可以代替账户持有人发出指令，参见第 23(2)(d) 条。第四，法律可以增加中介人的额外义务，以支持账户持有人行使权利，并指出中介人遵循本国法律以及《公约》规定义务的方式，参见第 28(1)-(2) 条。

107. 另外，在透明体系中，非公约法应当将所有这些中

中介化职能在中央证券存管机构和履行部分中介人职能的账户运营者之间作清晰的分配。

108. 从一开始应当注意的是，在本部分讨论的条款中，公约通常援引了非公约法，并在非公约法许可的范围内援引了中介人和账户持有人之间的账户协议，还援引了证券结算系统的统一规则，详见第五部分第 C 章节。法律条款将中介人所有操作性职责都包括在内是不可能的。因此，法律条款通过账户协议的条款进行补充是常见的方式，并且，证券结算系统统一规则总是会详尽细致地描述有关体系内账户管理人与参与人各自的义务条款。

109. 同样应当了解的是，《公约》以外的法律（包括“非公约法”这一术语）不仅指成文法，还包括其他法令和规则。在大多数体系中，中介人的义务是详简不一的法定条款的从属物，这些条款有时由通过某一主管机构（在其职权范围内履行相应管理职能的机构或央行）发布的技术性规范进行补充。

a. 信息的传递和接收

110. 对于未登记证券（不记名证券）以及大多数情况下的已登记证券（股东或债券持有人通过发行人或其委托的登记机构所维护的登记簿来确认）而言，由发行人向账户持有

人提供的信息或资金划付事实上将通过中介持有链条传递。其他“公司行为”则要求发行人做出声明选择（例如提供股东大会决议的投票权指令、接受要约收购，或行使股票期权等），这些选择必须通过持有链传递。通常是法律对中介人传递信息、红利以及声明的义务进行原则性的确认，其他具体事项则由账户协议规范。

111. 传递信息的义务需要一些条件。为何中介人从发行人处直接或间接取得的资金划付不应转至账户持有人，可能存在着一些原因，这些原因如中介人本人或第三方对于该证券享有担保权益。

b. 便于投资者向发行人行使权利

112. 很多证券的附随权利仅是传递给账户持有人是不够的。账户持有人为了行使这些权利，必须通过做出选择或声明，如做出投票或授权投票他人。或者账户持有人可能需要采取其他行动，如在发行人破产过程中提起权利主张、或对发行人的董事提起衍生诉讼，在多数情况下，投资者需要借助相关中介人（也有可能是持有链条中的其他中介人）去向发行人传达权利主张、证明股东或债券持有人的身份。

113. 尽管所有的情况都被预见到是不太可能的，法律应该处理最为常见的情况，尽可能地列出通用的原则或者检验

标准，以使问题出现时得以解决。账户协议或证券结算系统统一规则中的更细化的条款可以对法律条款进行补充。出于各种原因，包括降低内部持有链条风险的考虑等，法律可以允许境外中介人在持有链中持有中介化证券，而不必以通过境内中介人持有为前提。

c. 授权指令的生效

114. 首先，中介人对账户持有人负有责任，后者有权发出指令要求中介人采取行动。然而在特定情景下，第三方可以向中介人发出有约束力的指令。该第三方发出指令的权限可能是在账户持有人普通权限之外，或者限制甚至排除账户持有人指令的有效性，限制的情形如：因权益让与的结果，该第三方拥有对于中介化证券的消极控制权，详见下文第146段。排除的情形如账户持有人法律上丧失行为能力。

115. 《公约》第23(2)条设想了一种第三方有权向中介人发出指令的情形。此类第三方包括：在中介化证券上被授予权益的人；根据账户协议或证券结算系统规则有权发出指令的人；可以根据法律有权签发涉及中介化证券的决定的法院或行政机关。

116. 《公约》未设想其他的大量情况，但这些情况也是源于非公约的一般原则或特定规则，可能包括监护人或者监

护法庭对未成年人财产的权力、遗产执行人对遗产的权力、破产管理人对破产财产的权力、破产管理人、发行人董事或高管的权力以及代理律师的权力等。

117. 因此，法律必须原则上（或通过特定条款）明确这种权力何时可对于中介人生效，以及这种权力在何种情况下可取代账户持有人做出指令的权力。

d. 明确履行《公约》义务的方式

118. 使中介人行使账户持有人权利的一般义务以及 4 项特定义务在《公约》中用通用条款作了表述。这可能给中介人带来某种程度的不确定性。为了减少这种不确定性，第 28（1）条规定非公约法可以细化中介人履行《公约》规定义务的内容和方式。非公约法可能允许这些事项由账户协议、证券结算系统统一规则（如有可能）做出明确规定。需要注意的是，任何对于这些法律的援引并不仅限于法律文件，还包括相关的规范。

119. 第 28（2）条规定，如果中介人遵守了非公约法、账户协议或公约法认可的证券结算系统统一规则中有关《公约》项下实质性内容的规定，即视为符合《公约》规定的义务。然而，这样的非公约法不能使公约义务最小化，以至于在实际上取消了义务。详见官方评论第 28-14 段。

C. 中介人的责任

立法原则三：《公约》未对中介人的责任作明确规定。法律应当清晰地设定这种责任的条件和范围，以及规定是否可通过合同条款予以排除。

120. 《公约》未规定中介人在何种情况下对账户持有人或他人承担责任。见第 28(3) 条。因此，非公约法应当确认中介人或者其他人（例如透明体系中的账户维护者，其职责可能是分离的）违反义务的条件和后果。为此可由非公约法规定一套有关中介持有体系运作的特别规定，或者援引该法的普通条款，以及在必要的情况下进行补充或修改，以充分反映该体系的特殊性。

121. 非公约法应当明确中介人的责任是否可根据账户协议或证券结算系统统一规则进行修改或予以排除。但是，该法不得减损《公约》第 28(4) 条的规定，即中介人因疏忽大意或恶意行为所应承担的责任不得被排除。

122. 特别应当注意的是，当持有链中的中介人的相关中介人或其他中介人（上文第 29 段提及，可被称为“次级托管人”）出现过失时，中介人的责任将如何确定。当持有链条涉及多层中介人，尤其是跨境交易中，账户持有人可能因其无直接关系的中介人的行为或疏忽而面临风险或损失。

非公约法应当强调这些风险，至少是为相关中介人设定一项谨慎选择及监督其雇佣的中介人的义务。但非公约法可以规定高于注意义务的中介人义务。例如，这些法律可以要求相关中介人在与其他中介人签订的账户协议中规定对于其他中介人的义务，这些义务对于相关义务人的保护性不得低于相关中介人根据非公约法以账户协议向账户持有人负有的义务。更进一步而言，可以要求上一层级中介人履行与该相关中介人相同的义务。但事实上，缔约国也应较为谨慎，以免不恰当地通过地域性的、或以其他方式限制了账户持有人原本可能获得的投资。

第四部分 中介化证券的转让

123. 购买和出售中介化证券的能力、以及在证券中创设、赋予权益的资格，对于金融市场的运行至关重要。如本部分内容所示，为了促进市场健康运作，各国应根据以下有关中介化证券转让的原则、规则以及相关指引，制定或修改其国内法或中介化证券转让的法律。特别是关于以下内容：
(a) 中介化证券的获得及处分，(b) 无权处分或抛弃，(c) 善意取得者的保护，(d) 优先权。

A. 中介化证券的取得与处分

立法原则四：《公约》规定：中介化证券或任何其中的受限权益可以通过借记、贷记方式转让。法律同样采纳了《公约》规定的一种或多种其他方式。

124. 中介化证券及任何受限权益（如担保权益）的转让可能通过多种方式产生。一些转让方式依赖于证券账户的簿记系统，例如诸如借贷记方式和指定簿记方式。但并不是所有转让方式都要求这种簿记。本章节将讨论通过借贷记方式以及其他方式的转让。

1. 通过借记、贷记方式转让

a. 《公约》的核心原则和规则

125. 核心原则和规则如下：

- 当贷记在受让方账户做出，中介化证券即已取得；当借记在转让方账户做出，中介化证券即已被处分。见第 11（1）条和第 11（3）条；

- 中介化证券中的受限权益，如担保权益，同样可以通过分别在转让方和受让方的证券账户中进行借记或贷记的

方式进行转让。见第 11（4）条。

● 中介化证券的取得可有效对抗第三人，无需任何进一步措施（如公示或登记）。见第 11（2）条。

126. 由于中介化证券以证券账户中的簿记形式存在，因此，在转让方账户中进行借记、在受让方账户进行贷记在中介化持有体系中起着重要的作用。但是这种借记和贷记并不是无中生有，因为它们是基于转让方和受让方之间达成的交易，并且是受双方或其中介人指令而产生。基于交易以及基础性转让权益，贷记和借记可以代表中介化证券上权益的完整或部分的转让。

127. 贷记、借记已成为中介化证券转让的通用方式。因此，《公约》要求这一转让方式适用于所有账户持有人。《公约》还进一步要求，如第五部分第 B 章节所述，借记可由账户持有人授权，以保证受让方对抗第三人的法律确定性，而无须进一步的措施使该转让生效。

128. 除了这些核心的协调规则，由于各国中介持有体系中法律规则和运作制度的多样性，《公约》将一些重要的事项留由非公约法规定，以下将详细讨论。

b. 声明确定的选择

129. 《公约》不强制也不允许就本章节内容做出声明。

c. 需要说明或澄清的事项

130. 以下事项需要说明和澄清。第一，法律应当明确“无借记即无贷记”（即在证券账户中的任何贷记必须在其他账户中有相对应的借记记录）是否将通过这一方式适用于转让；第二，法律同样要明确是否允许中介化证券交易的净额结算，参见第 11(5) 条；第三，关于法律是否应当确定贷记和借记的构成要素的问题必须考虑。

131. 与此相关的，何种受限权益可通过贷记的方式进行转让，完全是非公约法来决定事项，《公约》对此事项并未提及，详见前文第 94-97 段。此外，尽管对抗第三方无须采取进一步的措施，法律必须清晰地界定何时贷记或借记是有效的、以及借记何时是附带条件的。详见第 11(1)-(2) 以及第 16 条，并参考下文的第 165-168 段。

(i) 借记与贷记的关系

132. 在各国不同法律和规范体系中，借记与贷记之间的联系是分歧很大的问题。例如，大多数民法法系制度遵循了“无借记即无贷记”的规则，认为从转让方账户进行借记的中介化证券与贷记在受让方账户中的证券完全是同一标的。换言之，在某一特定的证券交易中，转让方失去的等量资产

为受让方所获得，对于该交易的簿记是同时发生的，尽管实务中并不总是如此。如果不是同时发生，法律也会确保存在一个单一的、概念的取得并处分的情形，并确保在相关证券账户之间的不一致之处将立刻消除。法律也可规定受让方证券账户的贷记优先于转让方账户中任何剩余证券的贷记。

133. 但是在普通法系下，认为两者之间并不存在关联。例如，在信托体系中，账户持有人作为信托受益人，对于由中介人持有的资产具有衡平法上的权益。当账户持有人卖出证券，从法律上他并没有将衡平法上的权益转让给受让方，证券权益并不随之转移。相反，该衡平法上的权益（源自于中介人的持有）消失了，而相对应的权益由买受方的中介人为买受方而创设出来。另外一个例子是，在证券所有权体系中，同样的分析可以适用。转让方在其中介人处的所有权消失，受让方的中介人为受让方创设了另一个所有权。

134. 《公约》在这些问题上暂未表态，而是取决于中介化证券是如何描述的（见第 85 段），非公约法可以决定“无借记即无贷记”原则是否适用。

(ii) 基于净额的贷记和借记

135. 如上文第 20 段所述，一天中会存在多笔交易，因此尽可能在预设的时间进行净额处理、而非逐笔全额是合理的。在允许净额交收的中介化证券交易中，只要存在中介人

为其账户持有人在由其维护的账户中、对借记和贷记进行匹配记录的情况，在该中介人的上一层级中介人处就不必有完全精确的贷记借记记录。但是，这种簿记应仅体现账户持有人持有总额的净额变化。

136. 《公约》并不强制要求承认净额结算制度，参见第11(5)条。因此，非公约法可以允许或禁止借记、贷记以净额方式出现在中介人开立在其上一层级中介人处的账户中，以反映同种类型证券的总体净额变动结果，这种变化记录在相关中介人为了账户持有人、或自身的利益开立的由中介人维护的账户之中。此类法律应当明确是否承认净额结算制度。

(iii) 借记及贷记的定义

137. 非公约法应明确何以构成簿记(如借记、贷记),《公约》对该定义未有明确。如果必要的话,这些定义可以在非公约法的法律或规范条款、或者(可能的话)证券结算系统统一规则中查到。

2、通过其他方式转让

a. 《公约》核心原则与规则

138. 核心原则与规则如下：

- 《公约》明确承认了其他 3 种账户持有人转让中介化证券或任何其中证券权益的方式。

- 账户持有人可以通过与中介人订立有效协议 [第 12 (3) (a) 条]、在另一方的证券账户中做出有利于该人的指定簿记 [或标记, 第 12 (3) (b) 条]、或者与中介人签署控制协议, 允许另一方控制证券的方式来转让一项证券权益 [第 12 (3) (c) 条]。

- 对于上述方式 (就贷记和借记而言) 可保证该证券权益可有效对抗第三人, 无需任何进一步措施 [第 12 (3) (c) 条]。对于非公约法应进行评价, 以确认是否规定需要采取进一步的措施, 如有则应删除。关于指定簿记或其他簿记的无效、撤销的内容, 见第 16 条以下文第 165 至 168 段。

- 其他的转让方式可能保留在非公约法中, 见第 13 条。

139. 《公约》明确规定了 4 种转让证券或证券权益的方式: 第 11 条规定的借记贷记方法和第 12 条规定的其他 3 种方法。其他这些方法虽然也在全球范围内或多或少存在, 但未达到借记贷记方法的普遍接受程度。因此, 根据《公约》的规定, 必须承认借记贷记方法, 同时缔约国也可选择另外

3 种方法。

140. 除了《公约》明确规定的方法外，缔约国有权根据《公约》第 13 条使用非公约法规定的其他方法。受到下文所描述情况的限制，第 13 条允许缔约国在国内法律框架内折衷采用替代的转让方法（如该国希望保留的现有方法）。

b. 可选择作出的声明

141. 《公约》第 12 条规定了许多关于其他 3 种证券转让方式的选择，缔约国可以在其非公约法中规定、采纳一种、几种、全部或者完全不采纳这 3 种转让方式。第 12 条规定的其他转让方式包括如下：

(a) *指定簿记（或标记）*：除了双方之间的有效协议，这种方式还需要在转出方的证券账户中做出有利于转入方的指定簿记，而这项簿记是由中介人根据转出方的指令做出的。

(b) *控制协议*：双方之间签订的有效协议并不同时要求在转让方的证券账户内进行簿记，而是控制协议直接说明相关中介人为了受让方的利益行为必须符合的条件和义务。

(c) *与相关中介人的协议（自动完成）*：证券权益自证券持有人和其相关中介人达成有效协议时产生。并且除此之外不再需要满足其他条件，因为该协议能够与控制协议一样

约束双方，且中介人的地位由它对所维护的证券持有人的证券账户的控制权来保障。

142. 所有这些证券转让方式的共同点就是所转让的中介化证券的权益在转让方的证券账户中做出贷记。另外，其他两个必要的步骤是：(a) 转让方和受让方就转让证券达成一项有效协议，以及 (b) 满足相关方式的具体条件。

(i) 积极与消极控制

143. 由于指定簿记是类似借记和贷记的簿记方式，两者在很多方面与这种普遍的转让方式相一致，并在很多持有体系中得到优先使用。簿记也是一种公示方法，但所起的作用很有限，因为证券账户未经授权并不可以作为公开查询的登记信息。并且，账户余额可能在产生之后的很短时间内就变化了。

144. 另一些证券持有体系会优先选择控制协议方式。这种方式不需要在转出方的证券账户中做出簿记，并且允许合同条款调整转出方和受让方的关系，以及在特定情形下调整他们与相关中介人的关系。

145. 中介化证券权益通过指定簿记或者控制协议让与时，仅有簿记或者有效协议来证明此项证券权益存在是不够的。该簿记或者有效协议必须有足够的效力来保护受让方，以对抗可能发生的针对中介化证券的未经授权的行为。

146. 出于上述利益保护的考虑，非公约法需要明确，是否一项指定簿记或者控制协议赋予证券权益的受让人以积极或者消极的控制权、或两者均有。积极的控制权需要由维护出让方账户的中介人根据账户协议、控制协议或者证券结算系统统一规定的规定，遵从受让方关于该笔中介化证券的任何指令，而不需要得到出让方的同意。消极的控制权意味着在没有得到受让方同意的情况下，维护出让方账户的中介人不能遵从出让方关于该笔中介化证券的任何指令。

(ii) 可通过其他 3 种方式转让的证券权益

147. 在许多证券持有体系中，前述 3 种证券转让方式通常被用来转让受限的中介化证券权益，比如担保权益。但是，如同第 11 条规定的借记贷记方法一样，第 12 条规定的上述 3 种方式也可以用来赋予中介化证券的任何一种非公约法约束的权益，包括完整的权益，即使中介化证券的受让方更希望该笔证券以贷记入账户的方式进行转让。

148. 在《公约》项下，上述 3 种方式不仅限于用来转让证券权益，尽管事实上它们最初是用于这一用途，因为这样的限制需要定义一些特别的概念，比如担保权益。这会减弱《公约》的功能方法，并干扰不同持有体系对财产的定义。

【例：在一些市场中，头寸转移和非头寸转移的担保品交易都受到第 12 条规定的转让方法影响。一些中央银行和

其他中介人在回购交易过程中持有中介化证券，但没有对转让方证券账户中的相关证券进行借记。】

149. 与许多市场中的商业实践相一致，第 12(4) 条规定，任何一种方式可适用关于以下情况的证券让与：

(a) 完整的证券账户，只要它适用于相关证券账户内随时贷记的所有中介化证券；

(b) 证券账户内贷记的中介化证券的某一特定种类、数量、比例或价值。

(iii) 声明

150. 在哪个持有体系中可以采取哪种证券转让方式，对于投资者和中介人是重要的信息。这就是为何《公约》提出了另外 3 种可选择的证券转让方式（除借记贷记之外）。如果缔约国希望采纳一种以上证券转让方式，他们需要就此做出声明说明选择哪一种方式，并且在适用的情况下明确因指定簿记或者控制协议而产生的账户控制类型。

151. 缔约国也可以通过声明限制第 12(4) 条规定内容发生的可能性，见第 149 段。

152. 声明的目的是增强国际法律的透明度和可预见性，并且声明可能随后被修改。有关于第 12(5)-(7) 条规定的选择性声明的更多信息，见第四部分第 D 章节的声明备忘录以及随附的表格 4A 至 4F。

153. 除此之外，如果某个缔约国同时选择了指定簿记和控制协议两种方式，它也应该考虑是否这两种方式可同等适用，或者通过指定簿记让与的权益总是优先于通过控制协议让与的权益，在这种情况下应当做出声明。见第 19（7）条和下文 189 段。

c. 需要说明或澄清的事项

（i）必要的有效协议

154. 另外 3 种转让方式中每一种都需要账户持有人与中介化证券权益受让方订立有利于该受让方的协议。非公约法确定了所让与证券权益的性质、范围和程度，并可以规定签订协议的相关要求、对不同类别的账户持有人进行区分。非公约法同样确定了因诸如缺少形式、无资格、过错或非法等原因导致的无效协议。

（ii）非公约法规定的其他证券转让方式

155. 《公约》规定的 4 种证券转让方式不是排他性的。确实，根据《公约》第 13 条规定，其他的转让方式未被《公约》排除。关于这种非公约法规定的证券转让方式，缔约国可做出许多政策性选择。缔约国可能希望考虑是否将中介化

证券法律中这部分内容独立出来（创设特别的方法），或者纳入其国内法律体系中已存在的法律法规中。缔约国也可保留已有的方式或考虑其他方式来实现有效的证券转让。

156. 以其他方式进行的证券转让无法依据《公约》第18条保护善意持有人，但善意持有人可以得到非公约法的类似条款的保护。见下文第180-181段。善意持有人的优先权是由非公约法规定的，但这种优先权次于所有根据第12条生效对抗第三人的权益。见下文第196-197段。

157. 缔约国应当审查第13条项下国内现有的证券转让方式，并决定是否应予以保留。

(iii) 能够被让与的受限证券权益

158. 何种证券权益能够通过第12条规定的方式让与，完全由非公约法规定。关于这方面的讨论，见上文第94-97段。

(iv) 非合意的担保权益

159. 第12(8)条提及的非合意的担保权益（如法定留置权、购买优先权）不是由《公约》来规范。此种权益的产生、生效对抗第三人以及享有优先权等事项是由适用的法律规定。缔约国可以考虑将这种权益纳入其国内法中。正如下文第192-195段所讨论的，缔约国可以考虑如何将这些权益

的类型在其本国法中表述。

【例：瑞士的相关法律条款规定

保管人有权保留中介化证券，并取消贷记于证券账户中的该笔中介化证券的抵押品赎回权，这表明账户持有人所欠债务到期应付，且该债务产生于中介化证券的保管或者融资取得过程中。】

B. 未授权的处分与无效、可撤销以及附条件

立法原则五：《公约》规定，中介人处分中介化证券只能依据受此处分影响者的授权。法律可能规定了授权处分的其他案例，并且法律应当明确未授权处分的后果。法律也应当决定是否以及在何种情况下一项簿记是无效的、可撤销的或者附条件的，以及由此而产生的后果。

1. 《公约》的核心原则与规则

160. 核心原则与规则如下：

- 向证券账户中贷记证券，指定簿记或者撤销指定簿记，或者处分其他中介化证券只能依据受此处分不利影响之人的授权。见第 15(a) - (d) 条。

- 这类授权也可被规定在非公约法之中。见第 15(1)

(e) 条。

- 非公约法以及在其允许的范围内，由证券结算系统的账户协议或者统一规则来确定缺乏必要授权而处分的后果。见第 15 (2) 条。

- 这与《公约》的一般规则相一致，即由非公约法来确定是否以及在何种情况下一项簿记是无效的、可撤销的或者附条件的，并规定由此产生的后果。见第 15 (2) 条和第 16 条。

- 关于未授权指定簿记，这种未授权处分的后果规定于非公约法中，是为了保护善意取得者。见第 18 (2) 条。

161. 第 15 条的主要内容是中介化证券的处分需要得到受此处分影响之人的授权。第 15 (1) (a) - (d) 条细化了这种处分，包括根据第 11、12 以及 13 条进行的处分，以及能对中介人进行授权的人的类型。《公约》没有规定什么样的授权是有效授权，但是授权本身可能得到《公约》明示或者暗示的认可，这种认可包括受影响之人的指示。见第 10 (2) (c) 条。非公约法可能也会额外规定一种授权类型（通过法律的运行而非受影响之人来授权）。

162. 未授权处分的后果是由非公约法来规定。根据第 15 (1) 条进行的处分并不与簿记存在必须联系 [如第 12 (3) (a)、12 (3) (c) 条、第 13 条]。但是由于未经授权的处分暗示着在证券账户中（删除）簿记，第 15 (2) 条重申

了《公约》的一般规则，即证券账户中簿记的有效性、可撤销性和附条件由非公约法来规定。见第 16 条。非公约法可以允许证券结算系统的账户协议或者统一规则来确定未授权处分的后果以及该簿记是否存在瑕疵。见第 15 (2)、16、17(d) 条。

163. 非公约法要适用保护善意取得者的规定。见第 15 (2)、16、18 条。仅有未授权簿记在第 15 (2) 条中被提及、并明显受到第 18 (2) 条的限制，其原因在于只有这种簿记可能直接导致瑕疵簿记。其他的未授权处分会在将来导致有瑕疵的（贷记或指定）簿记，但善意取得者仍然可不通过提出异议、而通过后续的交易获得中介化证券权益。

2. 声明确定的选择

164. 《公约》不需要也不允许就该部分事项做出声明。

3. 需要说明或者澄清的事项

a. 明确处分的授权和未授权处分的后果

165. 虽然《公约》规定中介人只能在受此处分影响之人

的授权下处分中介化证券，但这种第 15 条的规定授权可能也由非公约法（的一般条款）来规定。

166. 法律应当明确授权人受到消极影响的未授权处分后果，见第 15（2）条。非公约法的具体规定可能将这一决定留由其一般条款、或者由账户协议、与证券结算系统统一规则来确定。

167. 《公约》也可能不将此种未授权处分视为无效或者可撤销，而是将其仅作为对中介人和受未授权处分影响之人之间合同的违约。

168. 从某种程度上，未授权处分的后果可能独立于具体国家所选择的中介化证券持有模式。大体见上文第一部分第 B 章节。例如，在一个采用共同持有体系的欧洲大陆法系国家，虽然善意取得人后续取得证券能够得到保护，未授权的借记是无效的，结果就是被错误登记为借记的证券账户持有人将失去财产权。在一个采用证券权益体系的北美普通法系国家，未授权的借记也是无效的，并且相关中介人有义务将该笔证券重新贷记入被错误借记的账户中，使账户持有人重新取得证券权益。在南美大陆法系国家中，根据账户持有人的中介人的错误指令对中央证券存管机构所维护的账户进行未授权的借记，将导致中介人对该处分行为承担责任。

b. 明确有效性的要求和簿记的条件

169. 总之，法律应当明确是否以及在什么条件下簿记是无效的、可撤销的或者附条件生效的。见第 16 条。

170. 法律应当强调经撤销的未授权或者瑕疵簿记的后果。尤其是法律必须明确簿记的撤销是否有追溯力。同样，当附条件生效的簿记的条件未满足时，必须采取一定措施。非公约法可以将这一措施交由法律或账户协议的一般条款来决定，或者是证券结算系统的统一规则。见第 15(2)、16 条，以及上文 132-134 段（关于“无借记即无贷记”）规则。

171. 法律必须明确，非公约法规定的未授权的处分与有瑕疵的簿记的后果应不违背保护善意取得者的规定。

C. 保护善意取得者

立法原则六：《公约》规定支付了对价的善意取得者受到保护，不受异议权利主张的影响。此种保护包含如下情形：a. 其他人对中介化证券享有权益，这种权益被善意取得所破坏；b. 这种善意取得可能受到更早的瑕疵簿记影响。法律可以扩大此种保护的范围。

1. 《公约》的核心原则和规则

172. 核心原则和规则如下：

- 支付了对价的善意取得者受到保护，不受异议影响。此种保护包含如下情形：一是其他人对中介化证券享有权益，这种权益受到善意取得的破坏，见第 18(1) 条；二是这种善意取得可能受到更早的瑕疵簿记的影响。见第 18(2) 条。

- 关于更早的有瑕疵簿记，善意第三人是在非公约法允许的范围内，根据证券结算系统的统一规则或者账户协议取得证券。见第 18(5) 条。

- 《公约》也保护善意取得者不受其他异议影响，该异议可能由证券权利或权益持有者提出，也可能由因瑕疵簿记无效或者被撤销而受益的人提出。见第 18(1)(c) 条与第 18(2)(b) 条。

- 对善意取得者的保护仅限于善意取得者支付了（任何种类的）对价的情况，这种情况应从广义上理解。见第 18(3) 条以及官方评述的第 18-15 至 18-16 段。

- 但这种权益的优先性不是由第 18 条、而是由第 19 条和第 20(2) 条规定。见下文第 18(6) 条和第 19 条以及第 182-188 段。

173. 第 18 条的主要内容不仅包括保护善意取得者，还

包括保护证券转让免受因被撤销而产生的后续间接风险的影响，而撤销的原因包括第三人对中介化证券的权益或者早先的瑕疵簿记。第 17 条为第 18 条的适用规定了定义，如下：

(a) 取得者这个词语应从广义上理解，包括取得担保权益或者受到限制的权益。见第 17(a) 条。

(b) 取得者应当是善意的，除非取得者当时实际上知道、或者应当知道另一方对该笔证券享有权益，或者知道、或应当知道该笔证券存在更早的瑕疵簿记。考虑到短时间内的证券交易的进行是通过客观市场进行的，因此获得者无需进行调查或者询问来确定自己是善意的。见第 17(b) 条，关于“应当知道”的标准，见官方评述第 17-8 至 17-14 段。

(c) 关于机构是否知道或应当知道某项权益或事实的问题，是由负责与该利益或事实相关事务的个人决定的。见第 17(c) 条。

(d) 有瑕疵的簿记是指无效的或应被撤销的证券贷记或指定簿记。见第 17(d) 条。

(e) 判断获得者善意的相关时间通常指贷记做出的时间，见第 17(e) 条。由于中介化证券的利益可能在没有贷记入证券账户时生效，在这种情况下，相关时间是指当这项权益产生对抗第三人的效力时。见第 19(3) 条。

174. 保护善意取得者的情形包括当其他人在此项中介化证券中的权益被善意取得所破坏时，见第 18(1) 条。第

18（2）条将保护善意取得的情况扩展至这样一种情形：即当更早的瑕疵簿记在取得证券时，未形成一项中介化证券的权益，但承担了导致善意取得被撤销的风险。第18（1）和（2）条的范围可能有所重复。

【例：在证券账户中对证券的借记可能因没有得到账户持有人的授权而无效。中介化证券转让给1号非善意取得者的账户。由于非公约法将这样的贷记视为无效，那么这样的贷记就是有瑕疵的。最初受到未授权借记影响的账户持有人仍然对证券享有权益，但这种权益可能被后续的2号善意取得者所侵害。这种情况下，后面的2号善意取得者得到第18条保护。】

175. 由于第18条的第1、2款的后果是相同的，对于这两款进行区分通常情况下没有关系。第18（1）条所规定的保护不受非公约法约束，而第18（2）条中规定的保护可能受证券结算系统的统一规则或者账户协议约束。见第18（5）条。

176. 基于以下两个原因，第18条前两款的功能和含义取决于各个缔约国的法律条文。首先，第18（1）条保护了中介化证券的善意取得者，使其可以对抗来自第三方的权利主张、并确保该人可以取得相关证券，即使相应的账户借记并没有发生。在账户借贷必须相符的证券体系（即贷记记录必须与相应数额的借记记录相一致）中，这种情况也是有关

系的。但是，在一个允许不发生相应账户借记就可取得中介化证券的体系中，善意取得原则更像是一种有限的取得。在这种体系中，对善意取得者的保护会导致证券的缺少和不平衡（在过出方和过入方账户中），国家需要通过要求发行人或者中介人定期对账、或者通过使用中介人的证券来弥补证券不足来解决这个问题。见下文第 217 段。

177. 第二，在一个将证券权利的转让视为一项从初始合同中分离并抽象出来的合同的缔约国，中介化证券的转让不直接受到初始合同无效的影响。因此，这种转让是有效的，即使所取得的权利或者利益因不当得利而必须返还。这种情况与证券转让本身是无效的有所区别，但是在此情形下，善意取得者已受到第 18(1) 条的保护。因此，这个由 18(2) 条所设想的问题在该国不适用。

178. 立法者应明白善意取得者的权利和义务如果没有依据 18 条前两款得到保护，那么该善意取得者的权利义务将由具体适用的法律规定。第 18(4) 条重申了这一原则，即如果《公约》未规定任何特别规则，将由适用的法律来确定善意取得者的权利义务。

【例：法国的相关法律条款规定】

如果强制执行的措施或者保护性的措施将证券记入在另一中介人处以某人名字开立的证券账户，但该笔证券不属于最初的中介人，那么该强制措施或者保护性措施不能对抗

最初的中介人。】

2. 声明确定的选择

179. 《公约》不要求也不允许就本章节事项作出声明。

3. 需要说明或者澄清的事项

180. 法律应当明确是否以及在什么程度上证券结算系统的规则或者账户协议能够限制第 18(2) 条款规定的善意取得原则。如果已经明确，限制的后果就是簿记的撤销。但第 18(1) 条的善意取得原则在任何条件下都适用。因为《公约》协调了交易的贷方而非借方，非公约法可以要求在发生善意取得时，必须产生一项相应的借记，来避免证券的“通货膨胀”。见第 176 段。

181. 立法者也应考虑是否扩大在第 18 条项下对善意取得者的保护，并明确其他善意取得中介化证券能够得到保护的情形。《公约》之外的法律可以在第 18 条前两款之外提供更多保护。

D. 优先性

立法原则七：《公约》规定了适用于对同一笔证券竞争性主张的优先性规则。法律可能补充并调整这些优先性规则。法律应当明确那些《公约》没有解决的优先性问题。

1. 《公约》的核心原则与规则

182. 核心原则与规则如下：

- 《公约》针对根据第 12 条和第 13 条生效的权益制定了基本的优先性规则。见第 19 条。

- 《公约》部分地确定了中介人的担保权人和它的账户持有人之间的优先性。见第 20 条。

- 《公约》制定了一个总的转换规则，该规则保留了在《公约》生效前，由缔约国非公约法创造权益的优先性。见第 39 条。

183. 关于下文提到的例外，《公约》第 12 条规定的权益优先于其他因非公约法规定的权益（即第 13 条有关权益的内容）。见第 19（2）条。

184. 第 19（2）条规定的优先规则的例外，是为非合意担保权益（根据第 19（5）条《公约》可推迟非公约法项下的优先规则）、以及由中介人根据第 20 条为对抗其账户持有人而创设的权益的优先性而设置。

185. 第 19（3）条规定了临时优先性规则。根据第 12

条规定而生效的权益在如下时间生效：(a) 中介人根据第 12 (3) (a) 条取得证券的时间；(b) 进行指定簿记的时间；以及 (c) 达成一项控制协议的时间或者相关中介人收到的已达成一项控制协议的通知的时间。

186. 第 19 (4) 条规定了一项特殊非临时优先性规则。如果一个中介人持有一项根据第 12 条生效的权益，并因此做出一项指定簿记或达成一项支持另一方的控制协议，那么另一方的权益拥有优先性，除非双方明确表示相反意思。

187. 第 19 (6) 条允许双方通过协议改变所适用的优先性，除非可适用的法律对双方是否能够改变一项非合意担保权益的优先性有所规定。见下文第 192-195 段。

188. 第 20 条规定，中介人根据第 12 条取得的权益优先于账户持有人的权益，除非中介人的受让人已经知道或者应当知道这项权益损害了一个或更多账户持有者的权利。见第 20 (2) 条。这与第 18 (1) 条对善意的判断标准是一致的。关于中介人依据第 13 条取得的权益，非公约法的规定优先于《公约》的规定。见下文第 196-197 段。

2. 声明确定的选择

a. 关于因指定簿记而取得权益的优先性的声明

189. 受第 19(4) 条中规定的有关优先权规则的限制，缔约国可以声明因指定簿记而生效的权益优先于通过其他方式取得权益。见上文第 186 段。关于第 19(7) 条规定的选择性声明的更多信息，见声明备忘录第 4 部分第 E 章节，以及附随的表格 5。

b. 关于转让条款的声明

190. 根据第 39(2) 条规定的转让规则的改变，缔约国可以声明一项在先权益可依据第 39(1) 条的规定维持其优先性，只要这项在先权益根据第 12 条的规定在相关日期前就已生效。

191. 第 39(3)(a) 条规定了在先权益的定义，即根据非公约法而获得的合意担保权益。第 39(3)(b) 条规定了相关日期的定义，即缔约国在其声明中陈述的日期，但该日期不能晚于声明生效日期后两年。关于第 39(2) 条规定的选择性声明，见声明备忘录第 4 部分第 J 章节，以及附随的表格 10。

3. 需要说明或澄清的事项

a. 非合意担保权益

192. 第 19 (5) 条将规定非合意担保权益的优先性的权限赋予适用法律，因此缔约国应重新考虑制定此类与《公约》规定政策相一致的可适用的优先性规则。

193. 特别要说明的是，缔约国应当明确非合意担保权益的优先性能否通过协议来改变的问题。见第 19 (5)-(6) 条。

194. 如果缔约国的非公约法规定，或者某缔约国准备制定的法律规定，中介人作为代理人或者经纪人获得一项非合意担保权益来保证账户持有者为证券付款的义务，那么该缔约国应当根据第 19 (4) 条，考虑给予非合意担保权益最优先性。

195. 缔约国应当考虑，为保障相关中介人利益，是否应存在由缔约国民法典或商法典赋予的权益适用于中介化证券。该缔约国应当明确此种规则是否适用于中介化证券，并且如果适用的话，明确这种权益的优先性。

b. 关于通过非公约规定的方式取得权益的优先性

196. 如果适用于缔约国非公约法中的优先性规则不同于《公约》中的优先性规则，缔约国应当使这些优先性规则

与《公约》规则相一致。

197. 缔约国应当使适用于中介人通过非公约法取得权益的优先性规则（即第 13 条关于权益的内容）与第 20（2）条一致。

c. 中介人取得权益的优先性

198. 除了第 20（2）条规定的保护善意取得者，《公约》没有明确账户持有人的权益和中介人根据第 12 条或者第 13 条取得的权益之间的优先性冲突问题。这种优先性冲突可能在中介人破产或者发生证券短缺时出现。这一冲突可以由准据法确定，缔约国可以在这一问题上考虑其国内法，特别是如何解决这一冲突。见第 20（1）条以及官方评述第 20-7 段至 20-10 段。

第五部分 中介化持有体系的完整性

A. 禁止越级追索

立法原则八：除有限的例外，《公约》规定，任何对账户持有者持有的中介化证券的追索不得针对或影响（a）非账户

持有人的证券账户，(b) 贷记于账户持有人证券账户内证券的发行人，或者 (c) 除账户持有者本人及相关中介人之外的人。

1. 《公约》的核心原则与规则

199. 核心原则与规则如下：

- 除了第 22 (3) 条列举的一些例外，《公约》禁止越级追索。见第 22 (1) 条。

- “越级追索”这一术语一般用来描述账户持有人的债权人试图追索贷记入由中介人持有的账户中的证券，而该中介人并不是账户持有人/债务人的相关中介人。

- 换言之，越级追索表明债权人试图不恰当地介入证券持有链条中的层级。

200. 禁止越级追索是基于一项重要的政策考量。允许越级追索会影响中介人发挥其功能，并破坏中介化证券持有体系的完整性。如果允许越级追索，中介人将无法区别出哪一部分证券是与追索相关的证券。即使中介人能够辨认，也将花费巨大的成本，并影响中介化证券持有体系的运行效率。总的来说，上层级的中介人将无法确定相关证券或中介化证券是否可能受到在相关中介人处发生的担保权益或追索指

令的影响。因此，禁止越级追索确保了这种担保权益或追索主张的权利人的权利受到不利影响，并且对于这种禁止的例外对于透明持有体系是有意义的，应当谨慎使用。见第 203 段。

201. 这一政策在跨境业务中尤为重要，因为如果一个体系允许越级追索，而另一个体系不允许，将严重影响相容性，因而影响跨境证券持有的运行效率。

202. 追索的定义很宽泛。第 22(2) 条将“证券的追索”定义为任何冻结或者限制账户持有人的中介化证券的司法或行政行为或者程序，其目的是为了执行或者满足一项判决、裁定或者其他任何司法、仲裁或行政决定，或者为了能够获得一定的中介化证券用以满足将来的判决、裁定或者决定。

2. 声明确定的选择

203. 第 22(3) 条规定了禁止越级追索的例外条款，即允许以追索来对抗相关中介人以外第三人的情形。这通常发生在透明持有体系中，即当相关中介人与第三方分享一部分职能时，见第 51 段和 103 段。但第 22(3) 条也适用于某一持有体系不属于第 7 条规定意义上的共享功能的情形。

204. 缔约国应当声明，在其非公约法中，针对或影响相

关中介人以外第三方的、对账户持有人所持有中介化证券的追索也能够对抗相关中介人。这样的声明应当以指明名称及类别的方式明确第三方的身份以及该追索开始生效对抗相关中介人的时间。

205. 若允许追索行为，将导致危及证券持有体系链的风险。但也有方法避免这种危害，即提供一些特殊的防护措施，尤其是提供一种协调机制允许相关中介人和第三方能够互通信息，并制定流程来确保在一个体系中做出的追索行为能够正确的反映在另一个体系中。

206. 在多数情况下，做出第 22（3）条项下声明的成员国会也会对第 7（1）条关于分享中介人功能条款做出声明。这不是强制性的，而是基于一种推测，即在第 22（3）条项下做出声明的成员国将自然对第 7（1）条做出声明，并且只有当缔约国采取措施（如使用技术手段）来防止第 22（1）条所要求避免的风险的发生时，它才能做出第 22（3）条项下声明。

207. 第 22（3）条项下声明应当以指明名称或加以描述的方式明确第三方的身份以及该追索开始生效对抗相关中介人的时间。只有当针对贷记至账户的中介化证券的越级追索发生法律效力时，该笔证券才能被有效冻结、限制或者扣押。也只到此时，该笔证券才能被处分。关于第 7 条和第 22（3）条规定的选择性声明的更多信息，见声明备忘录第 4

部分第 C 章节，以及附随的表格 3.A 和 3.B（有关第 7 条）以及声明备忘录第 4 部分第 F 章节，以及附随的表格 6[有关第 22(3)条]。

3. 需要说明或澄清的问题

208. 为了做出第 22(3)条项下的声明，缔约国应当确信，在其非公约国内法中，一项对抗或影响相关中介人以外第三方账户持有人所持有中介化证券的追索，也能够对抗相关中介人。但如果相关中介人是外国主体，对于相关中介人做出的、或者产生影响的追索应当被许可，只要这种追索是根据准据法或合同做出的承诺对相关中介人产生了影响。

B. 防止证券的短缺和分配

立法原则九：《公约》要求中介人防止证券不足，尤其应通过持有或者能够获得充足的证券来弥补那些对其保有的证券账户的贷记。法律应当规定弥补证券不足的方式、方法以及时间。

《公约》还要求中介人依账户持有人的权利分配证券，并且相关法律还建立了隔离方式来实现这种分配。

1. 《公约》的核心原则与规则

209. 核心原则与规则如下：

- 中介人防止证券不足，尤其应通过持有或者能够获得充足的证券，等同于该类证券被贷记至其维护的证券账户中的数量。见第 24 条。

- 中介人应当依账户持有人的权利分配证券。一般是以隔离方式。见第 25 条。

210. 对于保持中介化证券持有体系完整性来说重要的事项就是尽可能减少证券不足情况的发生。《公约》在第 24 条至第 26 条的条文中强调了该问题。立法者应当确保中介人拥有足额的证券（第 24 条）且该证券以隔离方式分配至账户持有人（第 25 条）。《公约》有关破产损失分担及替代解决方案（第 26 条）的规则详见第 264-265 段和第 268 段。

a. 充足的证券

211. 立法者在制定法律时对充足证券的要求——中介人必须持有或能够提供总量的证券或中介化证券，等同于该类证券被贷记至如下证券账户的数量：(a) 由中介人为账户持有人、而不是为其自身维护的证券账户，以及 (b) 可能的话，

中介人为其自身维护证券账户。

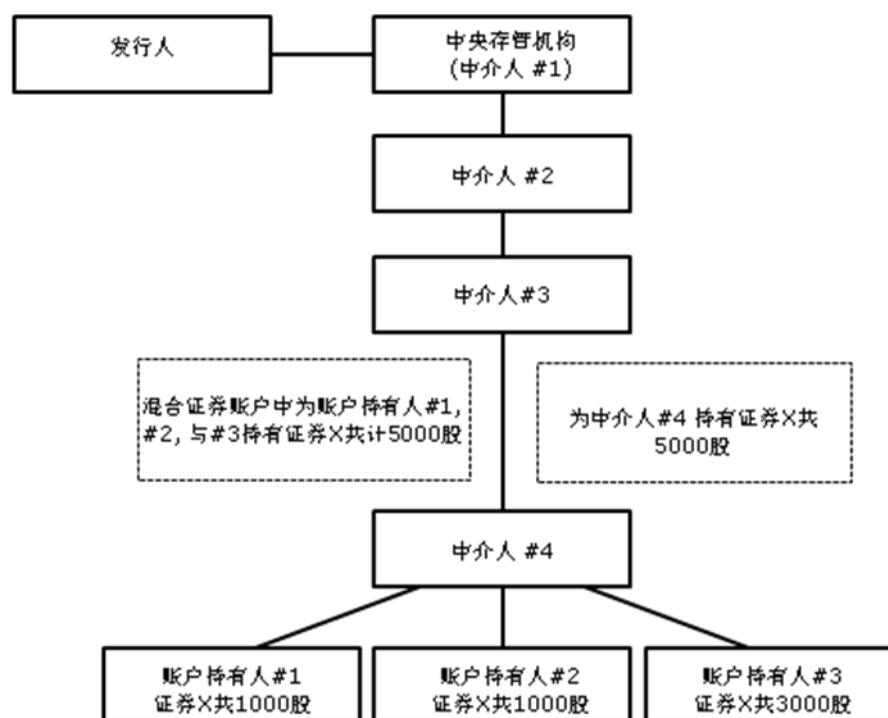
b. 分配

212. 除了确保中介人持有可获取的充足的证券和中介化证券(第 24 条)之外,立法者同样应确保这些证券分配到了相关中介人的账户持有人手中(第 25 条)。这种分配是在决定财产归属时的一种重要方法。分配是针对账户持有人,而非中介人本身的。《公约》规定的违约条款是,证券被认为是分配给了账户持有人,数量等同于总量证券,或等同于该类证券被贷记至证券账户的数量,并且这些证券在中介人破产时不属于其持有的其他账户的持有人。但是,缔约国可以通过做出声明来对这项制度进行保留。

213. 《公约》未规定分配如何发生,并将这一事项留给国内立法者规定,见第 25(3)条。但《公约》的确提及了通常适用隔离的方式,见第 25(4)条。在通过上一层级证券账户持有的情况下,两种不同类型的隔离方式可以被区分出来:在第一种采取证券池的“混合账户”的情况中,中介人为其自身利益持有的某一特定种类证券与中介人为其他所有一个或一类账户持有人利益持有的证券相区分,后者的该种类证券集中在混合账户中;第二种类型是“单独隔离”是将中介人自己所有的证券和中介人为每个账户持有人分

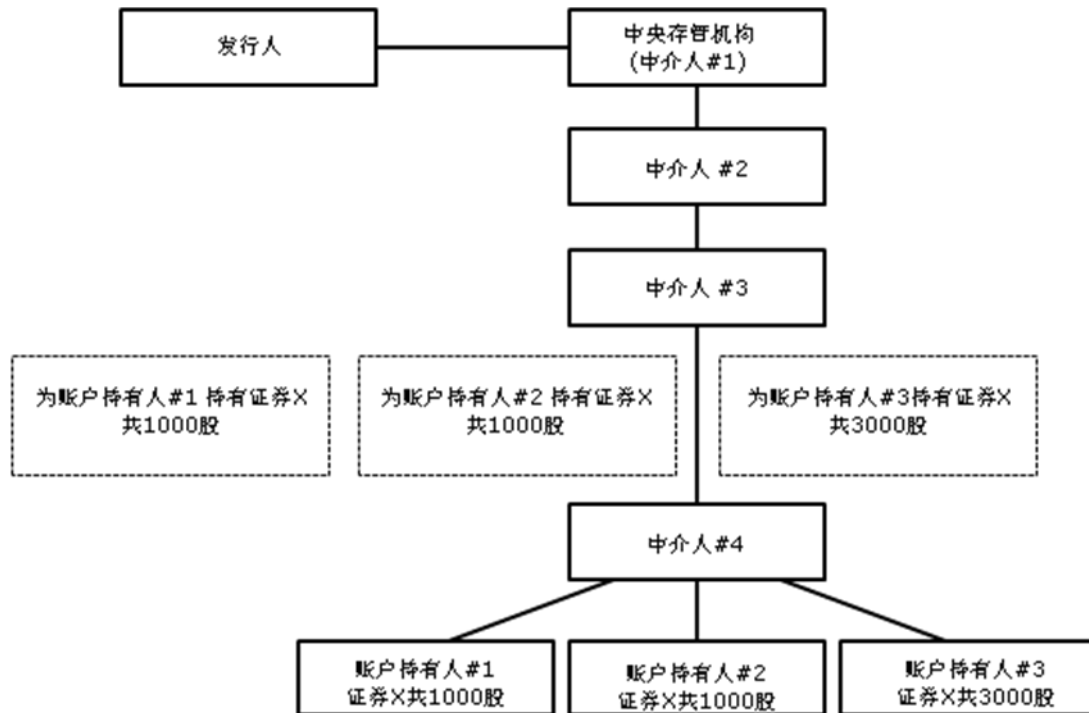
别持有的证券相隔离。上述两种方法可以结合使用，即中介人可以将其持有的证券分为：（a）其自己所有的证券，（b）为每个账户持有人分别保有的证券，以及（c）为其他账户持有人通过混合账户持有的证券。

图 213-1: 混合账户



在图 213-1 中，4 号中介人持有 10000 份证券 X，并在 3 号中介人处开立两个账户。混合账户包含了 5000 份证券 X，分别是代表 1、2、3 号账户持有人所持有；另一个账户包括 5000 份证券 X，是 4 号中介人打算为自己而持有。3 号中介人仅知道 4 号中介人，并不掌握 1、2、3 号账户持有人的持有情况。

图 213-2: 单独隔离



在图 213-2 中，4 号中介人在 3 号中介人处为每一个账户持有人单独开立账户，其中包括了 4 号中介人自己的账户。3 号中介人知道 4 号中介人及其账户持有人的身份。为了通过持有链中的单独隔离生效，同样要在上一层级进行明确（如 2 号中介人）。

2. 声明确定的选择

a. 充足的证券

214. 《公约》不要求也不允许对持有或可以取得充足证券的要求做出声明。

b. 分配

215. 《公约》规定的违约条款要求，在中介人破产时，依照第 24 条取得的证券应具体分配至账户持有人名下而非中介人的其他债权人名下。但是缔约国可做出声明，通过赋予来自中介人自己账户的优先效力来保护其他债权人。如果某缔约国的非公约法如此规定，并做出相应声明，只有那些分配给中介人的账户持有人的证券才归这些账户持有人所有，同时其他债权人可以取得其他所有自有账户中的证券。关于第 25（5）条规定的选择性声明的更多信息，见声明备忘录第 4 部分第 G 章节，以及附随的表格 7，另参考官方评述的第 25-20 段和第 25-6 段的例子。

3. 需要说明或澄清的问题

a. 充足的证券：可行方式、行为的时间范围、费用的分配和其他后果

216. 立法者应当明确为符合持有或保有充足证券要求的不同方式。第 24（2）条列举了包括在发行人登记簿（无论是以账户持有人的名义、代表账户持有人或者以中介人自己的名义）上、占有证券或其他所有权属证明、通过其他中介人持有中介化证券，或任何其他适当的方式进行的登记。

这些方式是否适用，取决于特定中介化持有体系的安排。

217. 立法者应明确行为的期限。期限是指当未按时持有充足证券时应采取的纠正行为的发生时间。这种纠正行为包括中介人向市场或者其账户持有人购买证券，或者从市场或者其账户持有人手中借入证券。关于时间范围的政策决定应依据特定的持有体系来确定。某些体系强调借记和贷记之间不可分割的联系（“无借记即无贷记”），因此从理论上来说，在此持有体系中不可能发生借贷的错误匹配。其他体系则是在存在金融支持来保护账户持有人的条件下留有一定做法的余地。

218. 国内立法者应关注的另一个问题就是费用的分担和任何其他因未持有充足证券而产生的后果。见第 24（4）条。

b. 分配或隔离

219. 国内立法者应明确分配证券的方法，包括通过隔离的方法来分配。

C. 证券清算和结算系统

立法原则十：《公约》承认证券清算和结算系统的重要性，并在某些情形下，在适用于缔约国持有体系的法律允许的程

度内，允许对《公约》条款进行减损。法律所允许的减损应当是对于保证本国证券清算或结算系统的完整性来说是必要的。

法律应当明确何时一项指令或者交易在清算或结算系统内是不可撤销且最终的，即使该系统的维护者或者维护者的参与人破产。

1. 《公约》的核心原则与规则

220. 核心原则与规则如下：

- 《公约》规定了证券清算系统和证券结算系统的定义。见第 1 (n) 条以及第 1 (o) 条，相于相关讨论见上文第 70 段和术语表。

- 证券清算系统或证券结算系统 (a) 对于减少风险，维护金融体系稳定来说是关键的（即有系统重要性的机构）；
(b) 应由缔约国在声明中表明其根据《公约》具有证券清算系统或证券结算系统的身份。

221. 重要系统的有效和安全运行要求系统内部的规则和程序具有高度确定的可执行性，并与它们特定的法律背景相一致。这就是《公约》的第 9 (1) (c)，10 (2) (c)、(e)、(f)，15 (1)、16、18 (5)、23 (2) (e)、24 (4)、26 (3)、27 (a)–(b)、28 (1)–28 (2) 以及 28 (3) 条规定的证券结算系统制定的规则

可以减损《公约》或者缔约国国内法。因此，立法者应当将证券清算系统和证券结算系统视为中介化证券持有体系运行基础设施中的重要部分。

222. 满足上述条件的证券持有体系能够得益于《公约》规定的例外，并能够在—个证券账户中为它们的客户持有证券。虽然在某些体系中，证券结算系统在与发行人的交易中作为中央证券存管机构存在，但事实上证券结算系统是一个完全不同于中央证券存管机构的金融市场基础设施。除了在某些体系中证券结算体系也同时是中央证券存管机构，这两种金融市场基础设施会密切合作来保持中介化证券持有体系的有效性和完整性。根据第6条规定，交易包括通过发行人进行的创设、登记和证券调账业务，它们不适用《公约》。

223. 另外，第27条承认了适用于证券清算或结算系统的法律的效力，该法律规定了在证券清算或结算系统的参与人或其本身破产时，指令的不可撤销及登记的最终性。不可撤销性和最终性尤为重要因为证券清算或结算系统在破产情景下很难免于遭受损失。指令的启动与清算、结算程序的结束之间通常存在延迟，指令的撤销可导致撤回已经轧差的义务或者结算资金，由此导致系统性风险。为了避免这样的结果，就需要确保进入系统的交易指令是有效的，无论是否存在结算参与人或系统运行人破产。见官方评述第27-20段。

2. 声明确定的选择

224. 为了保证中介人行为的可预测性，使中介人能够轻易判断出一个机构或者系统是否能够减损《公约》是非常重要的。缔约国可以就这一点做出声明，明确哪些证券清算系统和证券结算系统可以减损《公约》规定，因为这一效果是为了将《公约》所提供的认可性扩展到那些特定认可统一规则的证券结算体系中。

225. 只有其法律能够管辖整个清算或结算系统的缔约国，而非其法律只能管辖证券清算或结算系统与其参与人之间的协议的缔约国可以做出声明（如果不同的话）。

226. 只有对于减少风险，维持金融系统稳定起到核心作用的证券清算或结算系统能够减损《公约》规定。关于第1(n)(iii)和1(0)(iii)条规定的选择性声明的更多信息，见声明备忘录第4部分第A章节，以及附随的表格1，另参考官方评述的第1-106段。

3. 需要强调或明确的问题

227. 关于第221段所举出的每个例子，立法者应仔细考虑：为了促进证券清算系统和证券结算系统的运行，可以做

出何种对于《公约》或国内法的减损。只有牢记证券清算系统和证券结算系统的复杂性，立法者才能被指引去援引附件 4 中的官方评述中有关证券清算系统和证券结算系统统一规则、以及由国际清算银行、国际证监会组织等规定的特殊指引（包括金融市场基础设施原则）。

228. 在考虑这类指引时，缔约国只能允许那些为了维持对于确保证券清算系统和证券结算系统完整性来说必需的减损。

229. 除了上文的第 223 段，缔约国被鼓励引入关于通过证券清算系统和证券结算系统完成交易的指令的不可撤销性和记录的最终性的规则，尤其是为了确保国内和国际金融体系的完整性，在证券清算系统和证券结算系统的破产程序中引入上述规则。

D. 发行人

立法原则十一：《公约》总体上不调整账户持有人和发行人之间的关系。非公约法应明确规定能够行使证券权利的人的身份以及行使该权利的条件。非公约法应通过允许代表第三方（实际持有人）的中介人以各种方式行使投票权或其他权利，来帮助最终的账户持有人行使证券权利。并且非公约法应承认中介人以外的代表人（名义持有人）。

在发行人的破产程序中，《公约》规定不能因实际持有人通过中介人持有证券而禁止其行使抵销权。

1. 《公约》的核心原则与规则

230. 核心原则与规则如下：

- 《公约》一般不调整账户持有人与发行人之间的关系。见第 8 条。

- 然而，《公约》规定了前述原则的例外。此例外对于在全世界范围内实现中介化证券持有体系的相容性来说是必要的。见第 29 条、第 30 条。

- 缔约国应当允许通过一个或多个中介人持有公开交易的证券，以及有效行使相应的证券权利；尤其是缔约国应当承认某人可代替其他人持有证券，并允许其以不同方式行使投票权等权利。见第 29 条。

- 缔约国不应当区别对待中介化证券和非中介化证券在发行人破产时的抵销权。第 30 条。

231. 正如第 24 段中所讨论的那样，证券给予投资者某些权利，《公约》称之为“证券附随权利”。例如第 8(2)、9(1)(a) 条。

232. 投资者必须处于可以行使证券附随权益的位置。在中介化证券持有体系中，投资者也许不能直接针对发行人行

使这些权利，因为发行人的登记机关或者中央证券存管机构中登记的人可能并不是最终的账户持有人。发行人可能并不知道谁是投资者，因此投资者也无权直接对发行人行使证券附随权利。

233. 在此草案中，《公约》规定证券附随权利的行使区别如下：(a) 针对相关中介人行使权利，或者 (b) 针对发行人行使权利。《公约》专注于调整账户持有人和其中介人之间的关系，并规定证券附随权利属于账户持有人，且中介人必须保证该权利的行使。见第 9-10 条和上文第三部分的第 A、B 章节。

234. 然而，《公约》原则上不调整账户持有人和发行人之间的关系。一方面，从账户持有人的立场来说，《公约》未影响任何账户持有人对抗发行人的权利。另一方面，从发行人的角度来说，《公约》未决定发行人应承认谁是股东、债权人或者其他有权取得并行使证券附随权利的人。见第 8 (2) 条。

235. 因此，《公约》对于证券附随权利是否由最终的账户持有人行使、其中介人行使还是其他上层级的中介人行使持中立态度。这就由适用的非公约法来调整。调整的内容包括行使证券附随权利的条件。例如，因此，比如适用于发行人的非公约法可能规定：何时股东可以通过代理人行使投票权；有效的代理权卡必须在股东大会召开之前的一定时间内

事先准备好、签名并提交给发行人。这些规则并不受《公约》影响。

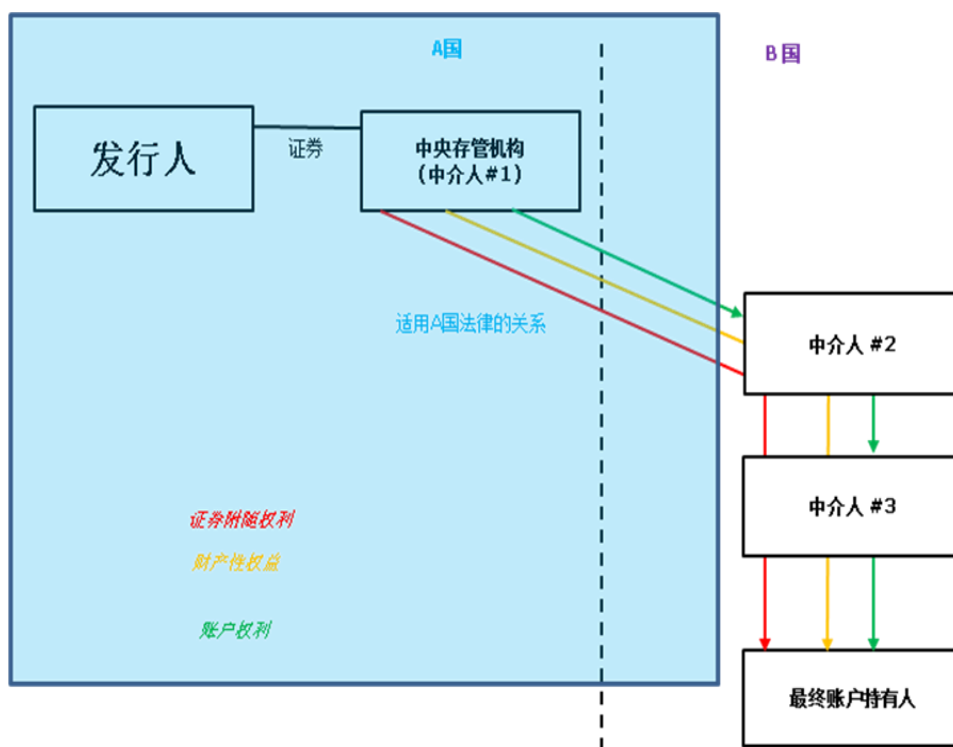
236. 此处的非公约法通常是适用于关于股东与发行人之间关系的法律，以及适用于债券持有人所持债券的法律（有时本处所指的情况合称为调整证券的法律）。这种法律可以是缔约国或者非缔约国的法律。这就是为何在这一问题上，《公约》第9条第（1）（c）条首先提及了准据法和证券条款。

237. 股东或债券持有人须处于可以行使证券附随权益的位置。准据法下，权利的行使可以直接通过中介人或中介人以外的其他代表（即名义持有人）。

238. 如以下图表 238-1 所示，一个账户持有人通过中介人持有有一个证券账户，该账户位于 B 国，但贷记于账户中的证券是根据 A 国法律发行的。《公约》没有规定最终的账户持有人、其中介人或其他越级追索的中介人是否有权向发行人行使证券附随权利。A 国法律可能仅承认那些出现在发行人股东名册上的人才是股东。除非或直到账户持有人的名字出现在股东名册中，发行人没有义务将最终账户持有人作为股东对待。这意味着账户持有人的权利能够有效对抗中介人和第三方，但不能对抗发行人。

图 238-1 A 国法律适用于发行人和

CSD (1号中介人)、CSD与2号中介人



239. 由于账户持有人无法对抗发行人,《公约》第10条规定,中介人必须采取适当措施使得账户持有人能够获得并行使证券附随权利。作为这种措施的例子,中介人应当根据账户持有人的指示来行使投票权,或者应当指派账户持有人作为投票持有人参加股东大会并投票。

240. 第29条和30条包括了第8条所规定原则的例外情况。虽然《公约》不调整发行人和账户持有人之间的关系,第29条和第30条包含了关于这一原则的例外规定,这些例外规定对于实现各国中介化证券持有体系的兼容性来说是必要的。

241. 第29(1)条规定了一项对于确保证券持有体系的跨境兼容性来说非常重要的内容,即:承认中介化持有体系。

缔约国可以允许公开交易的证券能够通过一个或多个中介人持有，并承认对前述证券附随权利的行使是有效的。然而，缔约国不必要求所有证券都必须通过中介人持有。

242. 另外，第 29（2）条规定缔约国可以承认一个人以其自己的名义、但实际是代表他人持有证券，并允许他行使投票权及其他权利。尤其在跨境业务中，中介人经常作为名义持有人行事。第 29（2）条的目的是确保事实上承认名义持有制度，从而保证不同持有体系的互通性。

243. 然而，《公约》不禁止非公约法规定名义持有人行使证券权利的条件。比如，规范这一情况的法律（图 238-1 中的 A 国）可以要求名义持有人在投票时披露其客户的名称。

244. 第 30 条规定了一项对于中介化证券和非中介化证券的同等规则，该规则与抵销权有关但仅发生在发行人破产情况下。如果抵销权本应存在、且可在非中介化证券情况下行使（例如投资者持有一张债券凭证），这种权利必须同样存在，并且应如同在由一层或多层中介人持有情况下一样得到认可。但第 30 条的效果是十分有限的，因为它仅禁止缔约国在事实上区别对待中介化持有，而抵销权是否存在以及能够在发行人破产时行使，则不受《公约》管辖。

2. 声明确定的选择

245. 《公约》既不要求也不允许对本部分讨论的事项做出声明。

3. 需要说明或澄清的问题

246. 非公约法应明确，当证券通过一个或多个中介人持有时，谁有权行使证券附随权利。从法律冲突的角度讲，缔约国应明确其非公约法相关条款仅适用于受其法律管辖的证券。见以下第八部分的主要内容。

247. 行使证券附随权利的条件应当是明确的，这样才能为以下各方提供法律确定性和可预测性：

(a) 发行人，尤其对于那些需要承认证券附随权利的行使的发行人；(b) 中介人和账户持有人，尤其对于那些有权行使证券附随权利的人。这包括确定某一公司行为涉及人员身份的相关日期。

248. 另外，非公约法应当使得最终账户持有人能够行使证券附随权利，尤其应建立一个透明、顺畅且有效的代理投票程序。因此，如果有权行使公司治理方面权利的人以名义持有人的身份行事，非公约法应明确规定在何种条件下该人能够代表其客户行使证券附随权利。

249. 非公约法也应当明确规定名义持有人不能被禁止

接受其客户或客户指定第三方的委托。

250. 作为承认中介化证券持有体系的必然结果，非公约法应当确保非歧视性的对待行使证券附随权利和单独行使投票权。适用于该证券的非公约法不应当仅因为证券是通过中介人持有而歧视其行使证券附随权利。上述原则不仅适用于名义持有体系，还适用于任何直接持有证券体系的替代体系。

第六部分 破产保护

立法原则十二：《公约》确立了重要的破产实施过程中的对抗第三人原则，并提出了中介人破产时的损失分担原则。但除此之外，破产法和监管法的其他相关重要方面也有待进一步规定。

A. 《公约》核心原则与规则

251. 核心的原则和规则如下：

- 《公约》一般性地规定了根据第 11、12 或 13 条对破产程序中的破产管理人和债权人生效的权益的效力。见第 14

条。

- 《公约》部分确定了中介人的抵押品接受人及其账户持有人的优先权。第 20 条，见上文第 188 段。

- 《公约》一般性地规定了根据第 11、12 或 13 条对破产管理人和债权人在有关中介人的破产程序中生效的权益的效力。见第 21 条。

- 《公约》为在中介机构的破产程序中记入账户持有人的证券账户的证券不足提供了一种损失分摊机制。见第 26 条。

- 《公约》保护在适用于证券清算系统和证券结算系统运行的统一规则中的某些条款对系统运营商或系统参与者破产所产生的不利后果的法律效力。见第 27 条。

1. 破产效力概述

252. 第 14 (1) 条明确规定，根据第 11 条和第 12 条生效的利益在破产程序中有效。

253. 第 14 (2) 条规定，第 14 (1) 条不影响破产程序适用的实体或程序规则，例如请求权排序、优先权和欺诈转移的撤销权、以及破产管理人对财产权的控制或监督等。

254. 第 14 (3) 条规定，第 14 (1) 条不适用于第 21 条所述的中介人破产程序。

255. 根据第 14 (4) 条规定,《公约》不影响破产程序中根据第 13 条生效权益的有效性。

2. 相关中介人破产的效力

256. 第 21 (1) 条明确规定, 根据第 11 条和第 12 条生效的利益在有关中介人的破产程序中有效。

257. 第 21 (2) 条规定, 第 21 (1) 条不影响有关中介人的破产程序中适用与优先权和欺诈性转让的撤销权相关的规则, 以及破产管理人对执行财产权的控制或监督有关的程序规则。第 21 (2) 条的例外比第 14 (2) 条规定要窄。

258. 第 21 (3) 条规定, 第 21 条中的任何内容都不影响破产程序中根据第 13 条生效权益的法律效力。

3. 中介人破产时的损失分担

259. 第 26 条适用于损失分担, 除非在中介人的破产程序中有相冲突的法律规定。见第 26 (1) 条。

260. 如果根据第 25 条分配的特定证券不足以涵盖记入证券账户的数量, 则差额承担方式为: (a) 如果证券分配给单一账户持有人, 则由该账户持有人承担, 以及 (b) 按照存入证券账户的证券数额, 由账户持有人按比例承担。见第

26（2）条。

261. 如果中介人是证券结算系统的运营商，则证券结算系统的统一规则确定由谁承担损失。

B. 声明确定的选择

262. 上述条款并不包含选择性声明，但第 25（5）条选择性声明与中介人破产进程相关。具体见第 212、215、270 段。

C. 需要解决或澄清的事项

1. 一般性意见

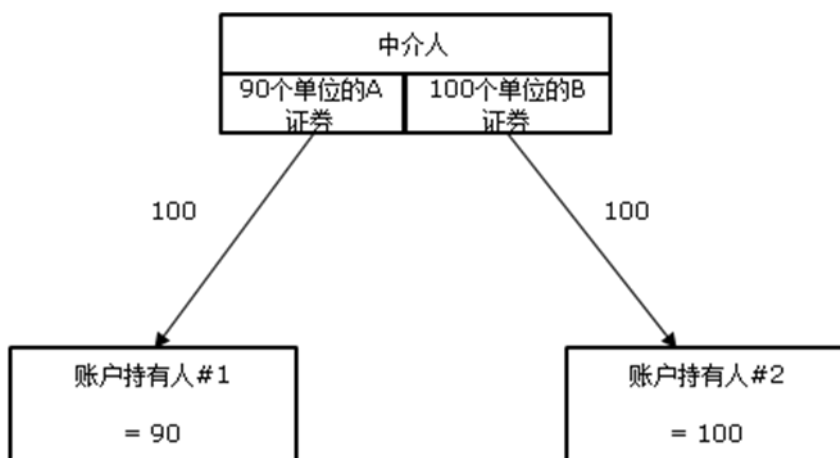
263. 非公约法必须处理的许多事项可能属于证券监管领域，即监管证券市场和市场参与者（例如中介人、交易所及其它交易系统、证券清算系统和证券结算系统等。）其他事项虽然完全属于破产法领域，但在中介人破产的情况下涉及到很多复杂和高度技术性的问题。在这方面，通过最近的金融危机，特别是雷曼兄弟等实体的破产程序，已经吸取了许多教训。很多最近的文献也应该被参考。

2. 损失分担

264. 由于第 26 条遵循中介人破产的冲突损失分担规则，缔约国应考虑是否应保留或采用此类不同的规则。

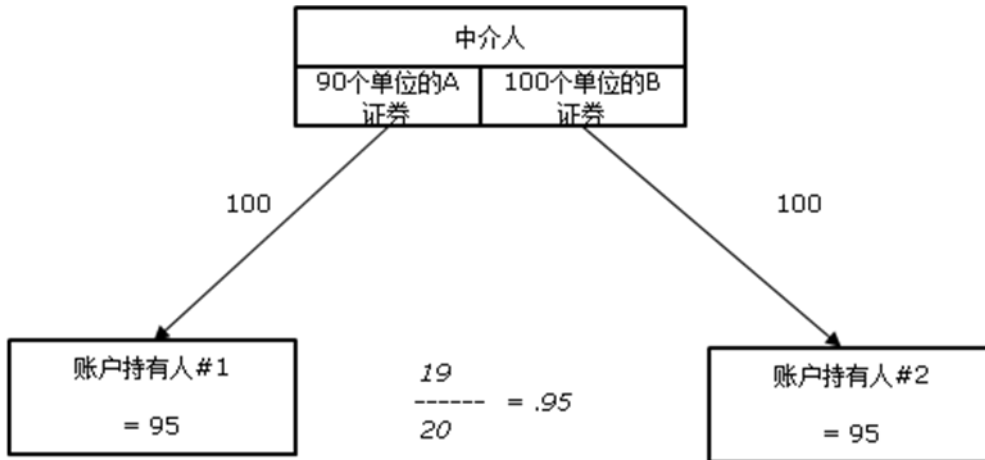
265. 举例来说，假设中介人有 1 号和 2 号账户持有人。中介人已将 100 个单位的 A 证券贷记给 1 号账户持有人，价值为 100，同时将 100 个单位的 B 证券贷记给 2 号账户持有人，价值也为 100。然而，中介机构只有 90 个单位可用的 A 股证券。根据第 26 (2) 条的损失分担规则，1 号账户持有人将承担亏损的损失。

图 265-1 第 26 (2) 条规定的损失分担



266. 根据普通法国家的担保权利制度中的损失分担规则，所有账户持有人在净资产范围内共享整个证券集合，这是其账户贷记的证券的价值。即使发生证券不足也是如此。图 266-1 说明了此结果。它反映了一个事实，即证券出现短缺时，以同样的方式处理类似情况的账户持有人。

图表 266-1: 北美普通法国家破产法中的损失分担



3. 中介人授予的利益优先权

267. 中介人授予的利益优先权，相对于中介人的账户持有人权利而言，主要涉及到中介人破产程序。见上文第 198 段。

4. 账户持有人保护基金或保险

268. 缔约国应考虑采用一项计划，即在证券账户所载证券的指定价值内，为保护“零散”账户持有人提供基金或保险。如果缔约国已经有这样一个系统，它应该考虑和评估其充分程度。

5. 账户持有人的证券账户向非破产中介人的转让

269. 在中介人的破产程序中，保护账户持有人的一项重要技术是将证券账户（及相关证券）转让给一个有偿债能力的中介人，由该中介人承担破产中介人对账户持有人的责任和义务。账户持有人保护基金或保险通常会向受让中介人提供保证以免损失。缔约国应确保相关破产法支持此种做法。

6. 中介人债权人的权利和破产隔离

270. 关于破产隔离的决定以及对中介人的账户持有人和无担保债权人的相应影响，缔约国是否根据第 25（5）条做出声明，主要与中介人的破产程序相关。见上文第 212 和 215 段。

7. 对请求权和排除权类别排序的限制

271. 缔约国应考虑是否调整请求权的排序，以及是否选择或保留排除权作为某些转让的优先权或欺诈性转让，以确保证券结算不会仅因为发生在怀疑期等情况而无效。通过或者对于证券结算系统进行证券交易结算的支付行为可能受到保护。在评估任何此种调整时，缔约国尤其应当考虑对金融市场系统性风险的潜在影响。

8. 暂停执行和轧抵了结

272. 作为减少系统性风险的一种手段，针对证券担保品以及与回购交易的执行和轧抵了结操作，免于破产程序中的暂停制度和禁令。见《国际统一私法协会轧抵了结条款运行原则》。缔约国应考虑是否通过、保留或调整任何此种豁免。见FSB制定的《金融机构有效解决机制的关键属性》中第4.1段，以及附件5（2014年10月“FSB关键属性”）。关于暂停制度，参见第281段。

9. 与担保交易有关的特别条款

273. 如果一个缔约国声明第五部分不适用第38条，仍然可以考虑是否将其作为非公约法的一部分。见第278段。

10. 账户持有人资产和资金的归还

274. 对于未转交到破产中介机构的证券账户，缔约国应确保破产法规定迅速归还账户持有人证券和其中贷记资产余额的措施。法律应规定灵活的解决方案，例如在解决复杂关系前的部分返还，以及破产管理人在归还资产不合理或存

在错误的情况下均有权收回证券和资金。如《公约》第 14 (1) 及 21 (1) 条规定，这样的解决方案足以确保中介人破产程序中账户持有人的权利得到尊重，但其本身并非是由于保护账户持有人的权利唯一的、充分的措施。

11. 中介人对证券清算系统、证券结算系统及类似系统中持有的资产或担保品的知悉

275. 为了对一般的账户持有人和债权人提供适当的保护，破产法应当确保中介人的破产管理人能够获得信息和记录，以及获得在这种系统中持有的资产和担保品。当然，这种系统的运营商和参与者以及担保权人的利益也必须受到保护。但重要的是确保所有这些关系的透明度。关于证券清算系统和证券结算系统的破产，见上文第 27 条和第 227-229 段。

12. 中介人对信息、记录和信息技术系统的知悉

276. 中介人的破产管理人必须能够获得所有相关信息、记录和信息技术系统。无法获得信息在一个多国金融企业集团的情况下可能特别成为问题。在其中，中介人之外的分支机构对信息进行集中管理，并且有可能受到隔离的破产程序

的影响。证券结算系统的规则可能强制或鼓励中介人在破产程序中能够获得信息或备有其他应急方案。缔约国的监管机构同样应当考虑是否要规定强制或鼓励报告、披露的要求。

13. 加强对中介人、交易所和其他交易系统、证券清算系统和证券结算系统的管理和监督

277. 解决中介人财务困境问题的最佳方法是确保中介人首先不遭受财务困境。对中介人、市场架构、与之互动的参与者进行管理和监督，可能会在这方面发挥重要作用。

第七部分 关于担保品交易的特别条款

立法原则十三：法律应建立清晰且稳健的关于中介化证券担保品交易的规则。《公约》规定了关于中介化证券担保品交易的可选择的规则，无论是以证券担保协议或头寸转移担保协议的方式。其他国际文件提供了关于监管、私法及破产法问题的指引。

A. 《公约》的核心原则与规则

278. 核心原则与规则如下：

- 《公约》所涵盖的担保品包括通过头寸或证券担保协议而取得中介化证券。见第 31 条。

- 一项头寸转移担保协议不应当被重新定性为一项证券担保协议。见第 32 条。

- 担保品的强制执行可能受到出售以及经协商一致的划款或轧抵了结等情况的影响。见第 33 (1)、(2) 条。

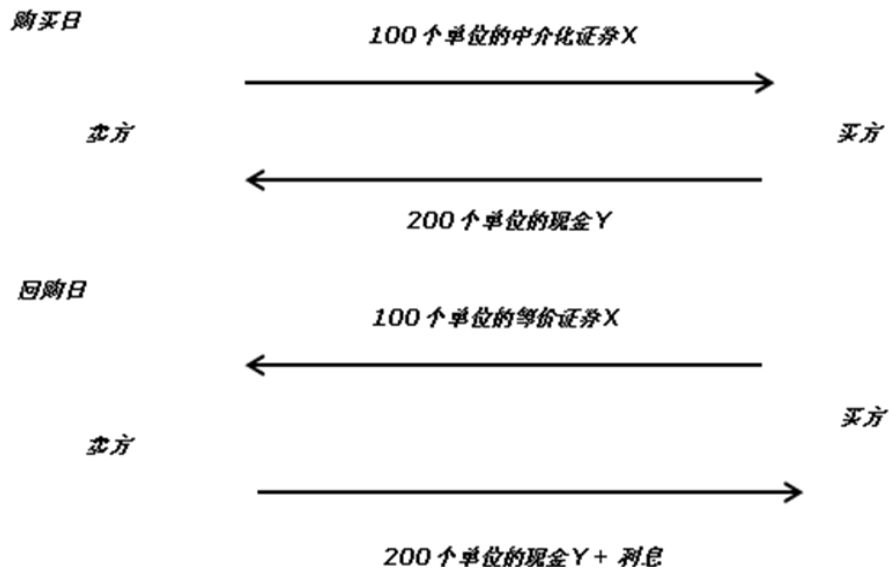
- 容易而快速实现担保权益是有可能的（即不需要提前通知，不需要法院或其他第三人同意，不需要公开拍卖）破产程序也是如此。见第 33 (3) 条、第 35 条。作为金融危机的后果，实现担保权益现在须遵守新的监管规则。

- 担保权人可被授予“使用”或者“再担保”的权利（担保权人就如同担保品的所有权人一样处分担保品）。见第 34 条。担保协议和担保条款能够对抗破产程序中时间回溯规则（比如“零点规则”）。见第 36 条、第 37 条

279. 《公约》第五章包含了指向可选择的、私法以及破产法由中介化证券构成的担保品的交易规则，包括回购，证券借贷，和担保衍生品交易。例如，见上文 19 段和下文 279-1 段。一个国家在选择吸收第五章的规定时，这种选择可以独立于采纳有关《公约》有中介化证券基本特征的规则而单独进行。如果做了这样的选择，第五章中相关规则的具体特征意味着，这些规则是缔约国在做出声明或确定非公约法内容时的少数例子。

图 279-1 回购交易

图 279-1: 回购交易



280. 2007年的全球金融危机后出现了一系列关于证券交易和其他涉及金融担保品的管理标准。（在由监管问题引发的有关影子银行的争辩中，“融券交易”这一术语是很普遍的，它在很大程度上、尽管不是全部与《公约》第五章涵盖的交易重叠）。关键的国际监管指引文件是：（a）由FSB发布的《加强监督与监管影子银行：处理影子银行在证券借贷和债券回购政策框架》（2013年8月《FSB影子银行框架》）与（b）《FSB关键属性》。关于这些文献的引用，在上文272段也有提及；以及（c）国际证监会组织-巴塞尔银行监管委员会发布的《关于对非中央结算的衍生品担保金的要求》（2013年9月）。如上文第263段描述，一些地区对金融危机

带来的结果存在争论，可能导致对于一些权利的行使受限。

281. 《FSB影子银行框架》鼓励增强关于证券金融交易的透明度的义务，为监管者提供了数据来发现与处理系统性风险；现金担保再投资的限制；使用担保证券进行再次担保的权利的限制；担保品估价和管理指引；最小化非中心化清算证券交易的规管头寸；证券借贷时的赔偿相关风险标准。

《FSB影子银行框架》也考虑了修订破产法的可能性。除此之外，《FSB关键属性》要求禁止破产约定条款（例如，条款规定仅存在破产或者判决时就构成终止合同的充分条件，无论是自动终止或者由一方请求终止）以及设置了一个监管机构发出的临时中断、暂停进程指令，使得清算机构能够在危机中有效的管理金融机构。例如，《国际统一私法协会轧抵了结条款运行原则》提及了FSB关键属性并考虑到暂停制度。参见国际统一私法协会关于轧抵了结条款原则第117段。

282. 这些监管标准在国际层面上由巴塞尔银行监督委员会或者其他组织例如金融稳定理事会等机构所制定，后来转变为地区性的或者国内立法和指引。立法者可以并在实际上制定规则和指引来明确并超越国际机构制定的标准。

B. 声明确定的选择

283. 缔约国可以选择做出多种声明。第一，《公约》第五章所适用的主体范围可被限制；第二，仅允许在交易所或

受规管市场进行交易的中介化证券的担保交易；第三，相关义务的种类（例如担保人或担保物担保的第三方债务人的义务）可被排除；第四，与担保人资信、财务业绩或者财务状况相关的标准引起的补充资金或替代安排可以不受保护。

284. 第 38 条规定了前 3 种声明，为立法者提供了限制第五章的适用范围的可能性。第一个选择是限制适用的主体范围，是为了保护自然人或者机构，尤其那些不是金融市场参与人的机构，它们需要受到保护。见第 38(2)(a) 条。第二个选择是规定《公约》第五章仅适用于在交易所或受规管市场进行交易的中介化证券（比如，潜在的可能对金融市场流动性产生重大影响的证券）。见第 38(2)(b) 条。第三个选择是立法者应当确定是否有不适用于《公约》第五章的相关义务。见第 38(2)(c) 条。关于第 38 条规定的选择性声明的更多信息，见声明备忘录第 4 部分第 I 章节，以及附随的表格 9，另参考官方评述的第 38-1 段和 38-11 段。

285. 第 36 条规定了第 4 种声明，保护维持及替换安排下的交易中对抗时间回溯规则的担保品条款。这一声明强调，等值的担保品应当作为担保人资信、财务状况、财务条件改变的结果。这样的改变可能是担保人破产的前兆。立法者应当明确在这样的情况下，等值担保品由担保权人取得还是担保人的一般债权人取得。关于第 36(2) 条规定的选择性声明的更多信息，见声明备忘录第 4 部分第 H 章节，以及附随的表

格8，另参考官方评述的第36-17段和36-26段。

C. 需要说明或澄清的问题

1. 担保权人的额外权利

286. 第五章的基本要求是，通过消除传统私法和破产法规则对担保人与担保权人之间平衡的冲击，以及扩大担保权人的额外权利，来提高金融市场的流动性。第五章规定了一个最小范围的管理制度。第31(2)条为非公约法鼓励担保权人享有额外的权利和权力，担保人承担额外的义务提供了可能性。然而，当立法者决定超越第五章规定的制度时，他们应当将全球金融危机过程中的教训纳入考虑。(值得注意的是关于自由化的效果和监管介入的必要性)。

2. 商业合理性

287. 当证券需要被定价时，商业合理性的概念是十分重要的，尤其是在实现证券权益时。《公约》第35条规定，非公约法关于商业和理性的内容不受《公约》关于实现证券权益的条文影响。商业合理性概念未在《公约》中明确，因此国内立法者可以决定是否应当在国内法中明确此概念的内

容。

3. 新的监管框架

288. 正如第 280-282 段所提到的，立法者应当考虑关于融券交易以及其他关于金融担保品交易的新的管理标准。这些标准如金融稳定委员会、巴塞尔银行监管委员会制订的事项，例如透明度、最低折算率、与补偿相关的风险、根据事实本身条款以及监管延迟等事项。关于破产避风港的利弊讨论也是同样道理。

4. 轧抵了结原则

289. 立法者能够在《国际统一私法协会轧抵了结条款运行原则》中找到具体的指引。

5. 担保交易法律

290. 如果立法者决定不整体采纳第五章的内容，但在构建其法律框架时吸收第五章所反映出的精神，他们也可以参照《联合国国际贸易法委员会立法指引》和《联合国国际贸易法委员会示范法》中的担保交易的内容。然而，应当注意

的是《联合国国际贸易法委员会立法指引》未涵盖证券，而《联合国国际贸易法委员会示范法》仅包括了非中介化证券的规则。因此，关于中介化证券市场的政策考量（比如那些保留在《日内瓦证券法公约》中的政策考量）值得特别注意。例如，除了联合国国际贸易法委员会文件中有关权益创设和对于第三方效力的条款之外，《日内瓦证券法公约》第11、12和13条的考虑仍是相关的。见第19、20、33、35条。当涉及到优先性冲突时，公约的第19和20条应当被考虑到，并且关于强制执行方面，公约的第33和35条应当被考虑。

第八部分 法律冲突方面

立法原则十四：由于《公约》不包含冲突法规则，非公约法应当建立关于中介化证券的清晰、稳健的冲突法规则。

291. 许多证券交易发生在国际市场中，因此可能有国外因素的存在。比如，发行人可以与其他缔约国合作，证券可以受外国法管辖，持有链可以开始或结束于另一缔约国。上述情形可能引起法律冲突。

292. 这样的法律冲突问题可以通过冲突法规则解决。这些规则决定哪些国内法能够适用于某项交易或者交易的某

个方面。冲突法规则通常采用一个或者更多的交易因素来将交易或者法律问题与特定的国内法相联系。

293. 《公约》确立了中介化证券的统一规则，但并未消除法律冲突问题。事实上，《公约》不包含冲突法规则。因此，《公约》的适用范围不是由《公约》本身，而是由每个缔约国的冲突法规则决定的（即法院地的冲突法规则）。

294. 所以，采纳《公约》或者将《公约》合并入国内法中时，应当伴随一系列的冲突法规则来反映证券如何持有与转让。这一点尤为重要，由于《公约》是建立在一项关键并功能性的协调要求上，它将大量问题交给缔约国法律来调整，并且这些法律可能变动很大。关于这些不协调的方面，明确适用法律变得尤为关键。

295. 本部分调整了法律冲突方面的事项，尤其是（a）《公约》的适用范围，（b）传统的中介化证券的冲突法规则及其现代化，（c）《公约》的“逐级”方法，以及它与冲突法规则的相互作用，（d）其他冲突法规则。

A. 《公约》的适用范围

296. 《公约》不能制定冲突法规则，《公约》的适用取决于争议方的冲突法规则，这由《公约》第2（a）条规定。当冲突法规则指定《公约》作为某缔约国适用的法律时，《公约》才能适用。

297. 这一要求的原因很清楚。在某些体系中，一旦《公约》被某缔约国批准或者被吸收入国内法中，它就成为缔约国实体法的一部分。因此，《公约》的规则将与缔约国实体法那样成为冲突法规则项下的适用法律。

298. 后果就是，即使争议方是《公约》的缔约国，只有当冲突法规则指明某缔约国法律适用于某一问题时，《公约》才能适用。反之，即使争议方不是缔约国，如果争议方的冲突法规则指明适用某缔约国法律作为适用法律时，《公约》也可以适用。例如，假设缔约国A是争议方，它的冲突法规则指明适用缔约国B的法律，如果缔约国B批准了《公约》，《公约》就可适用，无论缔约国A是否批准《公约》。

299. 与第2条相同，第3条明确了冲突法规则在声明中的效力。因为《公约》的声明与它的实体法规则相关，主要是允许决定缔约国是否选择协调规则，这种声明的适用也由冲突法规则来决定。

B. 中介化证券的传统冲突法规则及其现代化

300. 针对中介化证券适用传统的冲突法规则可能产生很多困难。因此，法律应当制定现代化的冲突法来规范中介化证券。

301. 针对中介化证券适用传统的冲突法规则（主要基于

“依物之所在地规则”）并不十分有效，因为传统冲突法规则需要确定财产的具体位置，但是中介化证券依其性质来说可能没有实体位置。另外，这可能导致法律的不确定性和严重的实际问题，因为适用“依物之所在地规则”可能导致适用发行人所在地、最初的证券登记地或者持有证券的中央证券存管机构所在地的法律，即使最终的账户持有人权益并不登记于此地。

302. 因此，一些国家制定了现代化的冲突法，来超越“依物之所在地规则”，并提供一种将中介化证券的持有和转移方式纳入考量的适当的冲突规则之规定，例如欧盟制定的《有关交收终局性和金融担保的指令》就是一种基于“相关中介人所在地法”（PRIMA）的冲突法规则，规定适用账户持有人的相关中介人持有该证券账户之处的法律。

303. 在国际法层面，《海牙证券公约》（2006年7月5日颁布，2017年4月生效）是唯一的法律文件。《海牙证券公约》超越了“相关中介人所在地法”的最初构想，并且也是基于中介化证券的定义而起草。但是，《海牙证券公约》避免去确定相关中介人在何处持有证券账户，而是赋予账户持有人和他的中介人之间关于适用法律的协议以效力，只要满足营业地要求。（“海牙方法”）根据《海牙证券公约》第4条规定，只要中介人在该国有营业地点且与该中介化持有业务有关的活动，当事人选择的法律即适用。见《海牙证券公

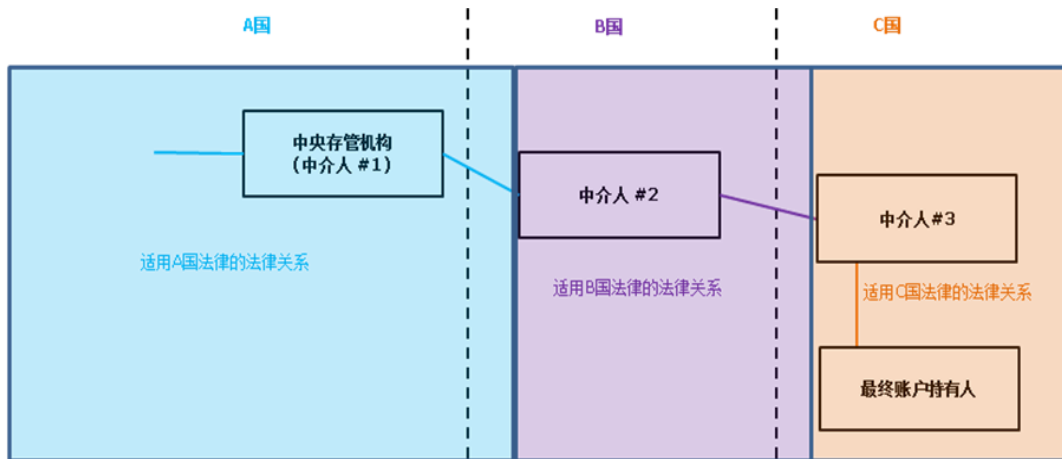
约》第4条。

C. 《公约》的“逐级”方式与冲突法规则

304. 《公约》以“逐级”的方式构建中介化证券持有体系。上文第三部分讨论过，虽然《公约》没有定义贷记入证券账户中的中介化证券所产生的权利和权益的法律性质，但是《公约》将中介化持有链条视为存在直接联系的整体。尤其《公约》将持有链条进行分层，并考察链条内部的每一环节：对于每一个账户持有者，仅有一个相关中介人。《公约》的构成单元就是账户持有人与其相关中介人之间的这种微观关系。

305. 当准据法是单独根据中介持有链的每一层级来确定时（即每一账户持有人和其相关中介人的关系），通过冲突法的方法，采用实质性方法是有效的，因为基于相关中介人的理念通常是这种情况。因此，在涉及到存在多方法律的多层级结构中，对于每一层级仅有唯一适用的准据法。这完全迎合了强调建立对每一层关系法律进行管制的实体法制度的要求。

图 305-1 涉及 3 国的中介化证券持有制度的法律适用



让我们假设：1号中介人位于A国，2号中介人位于B国，3号中介人位于C国。根据“相关中介人所在地法”或海牙公约的最初模式：（a）调整最终账户持有人针对由3号中介人维护的证券账户的权利是C国法律；（b）调整3号中介人针对由2号中介人维护的证券账户的权利是B国法律；（c）调整2号中介人针对由1号中介人维护的证券账户的权利是A国法律。因而，一共存在3层权利，每一套权利都是由不同的法律来调整。也许可以认为：最终持有人拥有由C国法律调整的一套权利，这种权利优先于3号中介人根据B国法律从2号中介人处取得的权利，并优先于2号中介人根据A国法律从1号中介人处取得的权利。

306. 立法者应当制定现代化的冲突法，消除传统的“依物之所在地规则”所带来的模糊地带，引入基于将相关中介人作为连结点的解决方法。另外，建议对于这种解决方法进行细化，例如《海牙证券公约》第4（1）条，账户协议中可约定的账户协议所在地法律适用或约定其他地区法律适用，且相关中介人在该地区有办公地点。另外一个例子，在欧盟，《关于交收终局及金融担保品指令》明确了准据法为相关中介人维护账户所在地。在透明持有体系下，立法者应该做出

更多解释说明。理论上，在这些地区，相关中介人规则一般为中央证券存管机构所在地，即最终投资者账户维护地。

D. 其他冲突法规则

307. “相关中介人所在地法”的最初表述和《海牙证券公约》的方法均确定了中介化证券的准据法，但仅针对特定的某些问题，如《海牙证券公约》第 2(1)(a)-(g)条所列举的问题。如果根据《海牙证券公约》，准据法是《日内瓦证券公约》缔约国的法律，则《日内瓦证券公约》将适用于《海牙证券公约》第 2(1)(a)-(g)条所涵盖的所有实体问题。

308. 然而，《海牙证券公约》与《日内瓦证券公约》的实体范围并不完全相同，《海牙证券公约》第 2(1)(a)-(g)条比《日内瓦证券公约》的适用范围更窄，它详尽列举了所有由公约调整的事项。尽管《海牙证券公约》并未对“所有权”作出定义，但它主要适用于涉及“所有权”的事项。但是，账户持有人与中介人基于合同关系产生的权益不在《海牙证券公约》的适用范围内。尽管如此，因账户持有人与中介人之间、或证券处置各方之间的合同关系而引起的纯粹合同、人身性质的权利，不属于《海牙证券公约》调整的范围。见《海牙证券公约》第 2(3)(a)条。

309. 《海牙证券公约》实体问题之外，但可能归于《日

内瓦证券公约》调整范围的其他事项的准据法由相应的法院地法的冲突法规则所确定。例如，调整中介人与其账户持有人的合同义务的准据法是由合同义务的冲突法规则来确定。在欧盟这种冲突法规则即是《罗马第一条例》，该条例的基础是当事人意思自治（“合同应受当事人选择的法律调整”）原则。该原则促使了“国际商事合同法律选择的海牙原则”的产生。在适用这一原则时，如果双方选择的法律是《日内瓦证券公约》缔约国的法律，那么该公约中关于合同义务的条款可适用（见第10条）。

310. 最后，对于破产程序准据法的确定（即破产法律冲突规则）特别应当被制定为根据《公约》第14及21条作出的、为了确保中介化证券权利在破产程序中优先效力的规定。见《海牙证券公约》第8条。

第九部分 其它法律文件和实施规则

立法原则十五：立法者应当充分利用不同的法律文件，以此来实施与本国法律、经济环境相适应的中介化证券持有体系，并与《指引》的原则保持一致。

311. 立法者应当考虑到《日内瓦证券公约》和其他国际

法律文件之间的联系，以及怎样最好地进行变革来创设或者优化中介化证券持有体系。在建立或评估作为一个国家更为广阔的、相关联系的中介持有制度时，其他文件和指引文本也可以作为考虑。各国应当考虑所能取得的各种法律文件和文本（可以详细说明各个特殊的方面）来实施最适宜其持有体系的变革，并与本指引中的原则和规则相一致。

A. 与其它国际规则的关联

312. 在金融市场中本国立法的现代化对于缔约国的经济发展来说是必要的。在国际层面，许多标准设定的组织采用统一标准来确保金融稳定，消除风险，提高跨境交易的有效性。例如，金融稳定局（FSB）实时更新金融市场标准的概要。金融稳定局特别选取了一些“金融稳定关键标准”，涉及三个宏观的方面：（a）宏观经济政策及数据透明；（b）金融规则及监管；（c）机构及市场基础设施。这些标准是由不同的国际标准制定主体根据其不同的职责而设定的，并加以共同使用以作为缔约国金融稳定的基础。[例如由国际货币基金组织和世界银行发布的“金融部门评估规划（FSAP）”就是基于这些标准。]

313. 一方面，采取这些措施不仅是为了降低系统性风险、预防金融危机从一国向另一国蔓延，也是为了支持投资活动和加强本国市场的基础设施。另一方面，新兴市场为外

国投资提供了极其值得关注的机会，从而可能有助于国内经济的发展。为了加强其国内市场，也为了通过累积信任的方式来鼓励外来投资，缔约国希望依照这些标准来维持其适当的经济基础设施。

314. 国际标准促进建立健全的法律体系，例如“金融市场基础设施原则”（PFMI）的原则一，“金融稳定关键标准”也有描述，要求金融基础设施建立完善法律体系。但是，这一要求不能被简单解释为特定持有体系或者商业框架的法律障碍已被消除。缔约国需要具有现代的立法来提供一个稳健的法律环境，有助于现代化发展，并且在此环境中相关权益能够得到适当保护，稳定性也得到恰当的考虑。国际标准不仅需要消除法律障碍，还需要建立一个健全的、有助于发展与稳定的法律环境。

315. 许多国家在使用国际标准，并且尤其是那些涉及或者影响到它们的国际法领域的国际标准，来作为一项有效的改革基准。另一方面，通常认为若一个国家尊重国际标准，并且拥有完善的法律环境，其在一些国际组织开展的各种国际比较研究工作（如世界银行的《营商环境报告》）中能获得较好的评级，这对于吸引某国国内实际引入的外资而言是比较重要的。例如，世界银行的《营商环境报告》把应用国际公约和其他国际法律文件作为评估一个国家的法律环境是否和谐稳定的标志。

316. 确实，国际组织在国际层面上所进行的调和各国具体国内立法的措施有这个目的，这些措施中最为重要的是在这一方面提供指引，并给出作为国际协调结果的模板。这些国际组织宣传的并不是某一特定国家的模式，而是不同法律实践和传统的综合产物。由于这个原因，它们通常反映了协调的解决方案，可供任何国内改革的过程中予以重点考虑。

317. 因此，诸如《日内瓦证券公约》等国际文件的采纳是一个基本的步骤，这一步骤是发生在国内法律改革使用国际化标准来实现国内的现代化和开放性国家法律现代化的背景下，并且有关法律协调的国际文件是为了达到这一目标的最为协调、最无偏见的模式。

B. 本国法律框架的实施概况

318. 每个缔约国都有自己的传统并处在不同的地区。因此，每个缔约国需要进行经过筛选的法律改革。然而，存在一些更高层级、共享的原则，这些原则包括在一些国际法律文件中。当这些原则被广泛共享并可以充分细化时，《公约》就产生了。在另一些情况下，标准法或立法指引的制定为不同法律文件的融合提供了灵活性。

319. 缔约国采纳《公约》、示范法或立法指引的方式是不同的，但是在任何情况下，这些法律文件都要在更广义的环境中理解，包括从未被个别法律文件涵盖的立法领域、

以及缔约国具有法律传统和机制的机构或法律指令。

320. 上文已提到，在金融市场中，存在着各种国际标准和监管性质的措施。《公约》认可这种多样性，并将这些内容排除在调整范围之外，《公约》对于其它的纯粹是法律性质的事项也作同样处理（如公司法）。

321. 然而，国内立法者需要考虑这些法规和标准法律，不仅为了避免出现监管漏洞的情况，也是因为每种改革都需要一种一致性的方式开展和进行政策选择。当其他国际法律文件在这些领域存在时，它们需要得到恰当的实施。当不存在国际标准时，仍有现代化的需要，并且缔约国需要依据其自身的法律一般原则和制度框架，这可能需要本国多个公共组织的合作。

322. 尽管公司法不在《公约》的约束范围，但涉及证券簿记系统及账户持有人的权利义务的法律也会影响《公约》的适用。虽然在《公约》的适用范围外，但如果希望实现法律现代化，那么关于洗钱和操纵市场的规则需要纳入考量。

323. 最后，通过成文法、市场协议或多种结合的方式，可以使国际规则的得到更好的适用。确实，国际规则可以通过成文法，法规，市场协定或者以上几种文件共同体现。法律改革不仅仅是将规则吸收进法律体系中，同时也是对现有条款的修订或者法律机构的调整，以及采用合适的法律机制。例如，对于成文法的法律改革，由两个主要途径。首先，

一部成文法能够处理中介化证券持有体系的核心方面并因此相互参照相关方面的有关法令和政府机构，比如善意购买人或者破产制度。第二，一项关于中介化证券的法律可以不断发展，从而全面处理一个中介化证券持有体系中的所有必要方面的问题。对于新进入证券市场或者对证券市场知之甚少的人来说，第二条途径通过明确所适用的法律框架并减少法律风险，能够增强某个市场的吸引力。

324. 关于根据《公约》和《指引》相一致的而进行法律改革还应注意两点，一是在建立或者优化中介化证券持有体系的过程中，缔约国可以使用《指引》为签署和通过《公约》进行准备，或者选择并实施《指引》的部分或全部原则与规则。然而，《公约》的签署和通过可由缔约国做出倾向性选择，因为《公约》提供了一些改进的、功能性的有关中介化证券的一些核心原则和规则。《指引》前文各部分多次提到，如果《公约》已签署并有待通过，缔约国可能需要根据《公约》作出声明或明确《公约》以外法律的一些方面。因此缔约国可能需要作出相关法律声明。这些法律声明不光包括《公约》中“通过声明作出的选择”部分，还包括涉及技术性条约事项的选择，比如《公约》第41(2)条和第43条项下的内容。在缔约国具体考虑声明的时候，他们可以不仅将上文有关“通过声明作出选择”的章节部分包括在内，而且也可能包括技术性的条约事项，特别根据第41(2)条的有

关区域经济一体化组织以及领土单元的主体资格问题。有关后面几项声明的更多信息，分别见声明备忘录的第 4 节第 K 和 L 章节，以及附随的表格 11 和 12。无论缔约国是否选择签署和通过《公约》、或选择并实施《公约》的原则和规则，法律的适用性和经济效率都将得以增加。

325. 第二，对于《公约》调整的具体问题，某些条款可能需要吸纳入成文法，因为它们创设了對抗第三方的权利和义务。其他条款可通过规范性文件或相关当局采取的措施来说明。这肯定是《公约》适用范围之外的监管事项，但仍是相关部门组织的更大范围法律改革范畴内的事项。正如上文简要说明的，在这种情形下，问题在于哪些相关当局能够胜任该任务。市场的标准合同规则通常是最好的规范工具，正如《公约》对于证券体系或其他主体制订的规则所认可的那样，这些规则的运用满足了监管者认可的不同条件的要求。所有这些选择应当不仅根据效率性的原则、而且要求根据所在国的现有体系框架而作出。

326. 尽管技术支持可以充分地帮助各国考虑所有这些要素，并且持续地根据国际最佳实践进行阐述，这些改革仍需要由各国自己开展，且是各国自己的工作成果，并且要通过各国利益相关者努力而达成。

附件 1

“非公约法”的引用

公约引用内容	讨论内容
<p>导言第 7 项陈述:</p> <p>就非由本公约确定的事项而言,对<u>非公约法</u>有着应有的注意。</p>	<p>官方评述:</p> <p>第P-8段</p>
<p>第一条第(k)项:</p> <p>“控制协议”是指账户持有人、相关中介人与另一方之间签订的与中介化证券有关的协议;或指在非公约法规定的情况下,账户持有人与另一方之间签订的与中介化证券有关的、通知相关中介人的协议。该协议包含以下一项或两项内容: ……</p>	<p>官方评述:</p> <p>第1-52、1-54段</p> <p>立法指引:</p> <p>第141至146段</p>
<p>第一条第(l)项:</p> <p>“指定簿记”是指为账户持有人以外的其他主体(包括相关中介人)的利益而对证券账户做出的、与中介化证券相关的簿记。根据账户协议、控制协议、证券结算系统统一规则以及<u>非公约法</u>,该簿记具有下述一项或两项效力: ……</p>	<p>官方评述:</p> <p>第1-53至1-54段</p> <p>立法指引:</p> <p>第141至146段</p>
<p>第一条第(m)项:</p> <p>“<u>非公约法</u>”是指本公约第二条所指的、除本公约之外的缔约国的有效法律。</p>	<p>官方评述:</p> <p>第1-55至1-60段</p> <p>立法指引:</p> <p>第75段</p>
<p>第一条第(p)项:</p> <p>“统一规则”是指与证券结算系统或清算系统相关的、为参与人或某一类参与人所共知且可公开获得的系统规则(包括由<u>非公约法</u>构成的系统规则)。</p>	<p>官方评述:</p> <p>第1-100至101段</p> <p>立法指引:</p> <p>第75段</p>
<p>第七条第 1 款:</p> <p>缔约国可一般性声明,或针对任何类别的中介化证券或证券账户声明,相关中介人以外的其他主体可依<u>非公约法</u>负责行使本公约项下相关中介人的一项或多项(非全部)职能。</p>	<p>官方评述:</p> <p>第7-19段</p> <p>立法指引:</p> <p>第103段, 第203至207段</p> <p>声明备忘录:</p>

	第4.C节以及随附的表格3.A 和3.B
<p>第九条第 1(a) (ii) 款:</p> <p>证券贷记至证券账户, 赋予账户持有人如下权利: (a) 下述情形下获取并行使证券附随权利, 包括分红派息、其他权益分派和表决权: (i) 当该账户持有人不是中介人, 或是为其自有账户而行为的中介人; (ii) <u>非公约法</u>可能规定的任何其他情况;</p>	<p>官方评述:</p> <p>第9-16段</p> <p>立法指引:</p> <p>第82、88至93段</p>
<p>第九条第 1(c) 款:</p> <p>证券贷记至证券账户, 赋予账户持有人如下权利: (c) 在适用法律、证券条款以及<u>非公约法</u>认可的账户协议或证券结算系统统一规则许可的范围内, 账户持有人有权向中介人下达指令, 以证券账户之外的其他方式持有证券。</p>	<p>官方评述:</p> <p>第9-21至9-26段</p> <p>立法指引:</p> <p>第82段以及下列第236段等等</p>
<p>第九条第 1(d) 款:</p> <p>证券贷记至证券账户, 赋予账户持有人如下权利: (d) 除本公约另有规定之外, <u>非公约法</u>赋予的包括证券权利和利益在内的其他权利。</p>	<p>官方评述:</p> <p>第9-27至9-30段</p> <p>立法指引:</p> <p>第82、88以及下列等等</p>
<p>第九条第 3 款:</p> <p>当账户持有人根据第十一条第 4 款的规定, 将证券贷记到证券账户而获得证券担保权益或其之外的限制性权益时, 对本条第1 款规定的权利的任何限制由<u>非公约法</u>决定。</p>	<p>官方评述:</p> <p>第9-31至9-33段</p> <p>立法指引:</p> <p>第82、88、94至97段</p>
<p>第十条第 2(c)、(e) 以及(f) 款:</p> <p>中介人至少应当:</p> <p>.....</p> <p>(c) 按<u>非公约法</u>、账户协议以及证券结算系统统一规则的规定, 执行账户持有人或其他有权主体的指令;</p> <p>.....</p> <p>(e) 按<u>非公约法</u>、账户协议以及证券结算系统统一规则的规定, 定期向账户持有人发送其中介化证券的信息, 包括账户持有人行使权利所必需的信息; 以及</p> <p>(f) 按<u>非公约法</u>、账户协议以及证券结算系统统一规则的规定, 定期向账户持有人派发其中介化证券的红利或派息。</p>	<p>官方评述:</p> <p>第10-10、10-13、10-15至10-17段</p> <p>立法指引:</p> <p>第101至119段、第221段</p>
<p>第十一条第 2 款:</p> <p>中介化证券之获得可有效对抗第三人, 无需任何进一步措施或<u>非公约法</u>的其他要求。</p>	<p>官方评述:</p> <p>第11-17段至11-19段</p> <p>立法指引:</p>

	第125、131段
<p>第十二条第2款:</p> <p>该证券权益可有效对抗第三人, 无需任何进一步措施或<u>非公约法</u>以及可适用法的破产规则中规定的其他要求。</p>	<p>官方评述:</p> <p>第12-31段, 其同时也引用了第11-17至11-19段。</p> <p>立法指引:</p> <p>第138段</p>
<p>第十三条:</p> <p>本公约不排除<u>非公约法</u>规定的其他方式:</p> <p>(a) 获得及处分中介化证券或其权益;</p> <p>(b) 创设中介化证券权益, 并使之有效对抗第三人。</p>	<p>官方评述:</p> <p>第13-5至13-6段</p> <p>立法指引:</p> <p>第138至140段、155至157段、183、188、197、255段</p>
<p>第十五条第1(e)款:</p> <p>仅当中介人得到如下授权时, 方可进行证券账户的借记、指定簿记、撤销指定簿记或其他处分行为:</p> <p>.....</p> <p>(e) <u>非公约法</u>授权。</p>	<p>官方评述:</p> <p>第15-17段</p> <p>立法指引:</p> <p>第160段以及下列等等</p>
<p>第十五条第2款:</p> <p>未经授权的借记、撤销指定簿记的后果, 或第十八条第2款规定之外的未经授权指定簿记或其他未经授权的处分行为的后果, 由<u>非公约法、非公约法</u>许可的账户协议、结算系统统一规则确定。</p>	<p>官方评述:</p> <p>第15-18至15-21段</p> <p>立法指引:</p> <p>第160至171段</p>
<p>第十六条:</p> <p>在不与第十八条规定相抵触的情形下, 借记、贷记、指定簿记或撤销指定簿记是否无效、被撤销或受到限制, 其适用情形及相应后果, 由<u>非公约法、非公约法</u>许可的账户协议或证券结算系统的统一规则确定。</p>	<p>官方评述:</p> <p>第16-9至16-23段</p> <p>立法指引:</p> <p>第160至171段、第221段</p>
<p>第十八条第5款:</p> <p>在<u>非公约法</u>许可的范围内, 第2款受证券结算系统统一规则或账户协议任何条款的约束。</p>	<p>官方评述:</p> <p>第18-11至18-14段</p> <p>立法指引:</p> <p>第172、221段</p>
<p>第十九条第2款:</p> <p>在不与本条第5款及第二十条抵触的情形下, 根据第十二条规定有效对抗第三人的权益优先于以<u>非公约法</u>规定</p>	<p>官方评述:</p> <p>第19-13段</p>

<p>的任何方式有效对抗第三人的权益。</p>	<p>立法指引: 第183至184段</p>
<p>第十九条第 7 款: 缔约国可声明, 在与本条第 4 款不抵触的情形下, 依<u>非公约法</u>通过指定簿记设定的证券权益, 优先于通过第十二条规定的其他设定方式设定的证券权益。</p>	<p>官方评述: 第19-17段 立法指引: 第153、189段 声明备忘录: 第4. E节以及附随的表格5</p>
<p>第二十二条第 3 款: 缔约国可声明, 依照<u>非公约法</u>, 针对账户持有人的中介化证券向非相关中介人做出的证券追索行为, 亦对相关中介人具有效力。该声明应指明该非相关中介人名称及类别, 并明确该追索行为对相关中介人有效的时间。</p>	<p>官方评述: 第22-19至22-22段 立法指引: 第203至208段 声明备忘录: 第4. F节以及附随的表格6</p>
<p>第二十三条第 2 (d) 款: 第 1 款 (内容为“中介人无义务也无权利执行除账户持有人之外的其他人下达的关于该账户内证券的指令”) 应遵循:<u>非公约法</u>的相关规定; 以及</p>	<p>官方评述: 第23-26至23-27段 立法指引: 第106、114至117段</p>
<p>第二十四条第 3 款: 不论何时, 若中介人不能满足第 1 款规定时, 中介人必须在<u>非公约法</u>许可的时间内采取必要措施确保符合上述规定。</p>	<p>官方评述: 第24-20至24-21段 立法指引: 第217段</p>
<p>第二十四条第 4 款: 对于遵守本条要求的方式、确保遵守这些要求的成本的分担, 或未能遵守这些要求的后果, 本条不影响<u>非公约法</u>、<u>非公约法</u>许可范围内的证券结算系统的统一规则或账户协议的任何规定。</p>	<p>官方评述: 第24-22段 立法指引: 第218段</p>
<p>第二十五条第 3 款: 第 1 款所要求之分配应当通过相关中介人的安排, 依照<u>非公约法</u>进行, 并在<u>非公约法</u>要求或许可的范围内进行。</p>	<p>官方评述: 第25-15段 立法指引: 第213段</p>

<p>第二十五条第 5 款:</p> <p>缔约国可声明, 中介人按第 4 款所指安排以隔离方式为其账户持有人持有所有证券和中介化证券时, 第 1 款所要求的分配, 根据<u>非公约法</u>仅适用于该证券和中介化证券, 而不适用于中介人为自己账户持有的证券和中介化证券。</p>	<p>官方评述:</p> <p>第25-19至25-20段</p> <p>立法指引:</p> <p>第212、215、262、270段</p> <p>声明备忘录:</p> <p>第4.G节以及附随的表格7</p>
<p>第二十六条第 3 款:</p> <p>在<u>非公约法</u>的许可范围内, 当中介人为证券结算系统的运营者且该系统的统一规则对差额有所规定时, 差额以规定方式承担。</p>	<p>官方评述:</p> <p>第26-12段</p> <p>立法指引:</p> <p>第221段</p>
<p>第二十八条第 1、2 款:</p> <p>1. 中介人依据本公约承担的义务, 包括中介人履行义务的方式, 可由<u>非公约法</u>、<u>非公约法</u>许可的账户协议、<u>证券结算系统统一规则</u>具体规定。</p> <p>2. 如果<u>非公约法</u>、<u>非公约法</u>许可的账户协议或者<u>证券结算系统统一规则</u>规定了中介人的公约义务, 对相关规则的遵守即为履行了公约义务。</p>	<p>官方评述:</p> <p>第28-10至28-13段</p> <p>立法指引:</p> <p>第106、118至119、221段</p>
<p>第二十八条第 3 款:</p> <p>与其义务履行相关的中介人责任, 由<u>非公约法</u>以及<u>非公约法</u>许可的账户协议、<u>证券结算系统统一规则</u>确定。</p>	<p>官方评述:</p> <p>第28-15至28-17段</p> <p>立法指引:</p> <p>第106、120至122、221段</p>
<p>第三十一条第 2 款:</p> <p>本章规定不影响<u>非公约法</u>关于担保权人额外权利、权力及担保人额外义务的任何规定。</p>	<p>官方评述:</p> <p>第31-17至31-18段</p> <p>立法指引:</p> <p>第286段</p>
<p>第三十四条第 4 款:</p> <p>行使使用权不应使担保权人依据相关质押担保协议或<u>公约法</u>享有的任何权利无效或不可执行。</p>	<p>官方评述:</p> <p>第34-17段</p> <p>立法指引:</p> <p>第278段</p>
<p>第三十五条:</p> <p>第三十三条、第三十四条的规定不影响<u>非公约法</u>的如下要</p>	<p>官方评述:</p>

<p>求：担保证券之权益实现、估值和任何义务估算，必须以商业上合理的方式进行。</p>	<p>第35-8至35-11段 立法指引： 第287段</p>
<p>第三十六条第 1 (a) (iii) 项： 如果担保协议规定： (a) 交付额外的担保证券的义务 (iii) 属于<u>非公约法</u>许可范围内的担保协议所规定的其他任何情况；或者</p>	<p>官方评述： 第36-21段 立法指引： 第285段</p>

附件 2

“准据法”的引用

公约引用内容	讨论内容
<p>第二条第(a)项:</p> <p>本公约适用于: (a) 适用的冲突法规则指向某缔约国的有效法律作为<u>准据法</u>时;</p>	<p>官方评述:</p> <p>第2-6至2-9段</p> <p>立法指引:</p> <p>第296段</p>
<p>第三条:</p> <p>如果法院地国的法律并非<u>准据法</u>, 则法院地国应当适用公约和缔约国对法律适用可能做出的声明。而不必考虑法院地国可能做出的声明。</p>	<p>官方评述:</p> <p>第3-5至3-7段</p> <p>立法指引:</p> <p>第299段</p>
<p>第九条第1(c)款:</p> <p>证券贷记至证券账户, 赋予账户持有人如下权利:</p> <p>.....</p> <p>(c) 在<u>准据法</u>、证券条款以及非公约法认可的账户协议或证券结算系统统一规则许可的范围内, 账户持有人有权向中介人下达指令, 以证券账户之外的其他方式持有证券。</p>	<p>官方评述:</p> <p>第9-8、9-21至9-26段</p> <p>立法指引:</p> <p>第82、236段</p>
<p>第九条第2(b)款:</p> <p>除非本公约另有规定:本条第1款(a)所指的权利, 依据本公约、证券条款及<u>准据法</u>的规定, 可以向相关中介人或证券发行人主张, 或同时向两者主张。</p>	<p>官方评述:</p> <p>第9-17段</p> <p>立法指引:</p> <p>第100至101段</p>
<p>第十二条第8款:</p> <p>产生中介化证券非合意的担保权益并有效对抗第三人的情形, 由<u>准据法</u>确定。</p>	<p>官方评述:</p> <p>第12-20段</p> <p>立法指引:</p> <p>第159段</p>
<p>第十八条第4款:</p> <p>在取得方不受本条第1款或第2款保护时, 取得方的权利义务由<u>准据法</u>确定。</p>	<p>官方评述:</p> <p>第18-17至18-18段</p> <p>立法指引:</p> <p>第178段</p>

<p>第十九条第 5 款:</p> <p>依<u>准据法</u>的规定而产生的中介化证券上的非合意担保权益，具有该法赋予的优先权。</p>	<p>官方评述:</p> <p>第19-15段</p> <p>立法指引:</p> <p>第192至195段</p>
<p>第十九条第 6 款:</p> <p>根据本条第 2 款、第 3 款和第 4 款以及<u>准据法</u>许可下根据第 5 款享有权益的人，可协议变更本条规定的优先权，但该变更协议不得影响第三人。</p>	<p>官方评述:</p> <p>第19-16段</p> <p>立法指引:</p> <p>第187段</p>

附件 3

“破产相关法规”的引用

公约引用内容	讨论内容
<p>导言第 9 项陈述:</p> <p>需要强调的是, 本公约的目的不在于调和或者影响<u>破产法</u>, 除非这种调和或者影响对于保障公约所保护的<u>权利或者权益的有效性</u>来说是必须的。</p>	<p>官方评述:</p> <p>第P-10段</p>
<p>第一条第 (i) 项:</p> <p>“<u>破产程序</u>”是指为重组或清算之目的, 债务人的资产和事务受到法院或其他有权机关控制或监管的包括临时程序在内的一系列司法或行政程序;</p>	<p>官方评述:</p> <p>第1-46段</p>
<p>第一条第 (h) 项:</p> <p>“<u>破产管理人</u>”是指经授权或临时授权主持<u>破产程序</u>的主体 (某些情况下包括债务人);</p>	<p>官方评述:</p> <p>第1-47段</p>
<p>第十一条第 2 款:</p> <p>中介化证券之获得可有效对抗第三人, 无需任何进一步措施或非公约法以及<u>破产程序</u>中的可适用法规定的其他要求。</p>	<p>官方评述:</p> <p>第11-17至11-19段</p> <p>立法指引:</p> <p>第125、131段</p>
<p>第十二条第 2 款:</p> <p>该证券权益可有效对抗第三人, 无需任何进一步措施或非公约法以及<u>破产程序</u>中的可适用法规定的其他要求。</p>	<p>官方评述:</p> <p>第12-12段</p> <p>立法指引:</p> <p>第138段以及下列等等</p>
<p>第十四条第 2 款:</p> <p>第1款 (1. 在任何破产程序中, 账户持有人根据第十一条或第十二条而享有的能有效对抗第三人的权益, 可以对抗破产管理人和债权人。)</p> <p>不影响可适用法有关<u>破产程序</u>的任何实体或程序性规则, 如:</p> <p>(a) 有关请求权排序的规定;</p> <p>(b) 有关防止优先清偿或欺骗债权人交易的规定;</p> <p>(c) 有关执行处于破产管理人控制或监管下财产的权</p>	<p>官方评述:</p> <p>第14-6至14-11段</p> <p>立法指引:</p> <p>第253段</p>

<p>利的规定。</p>	
<p>第二十一条:</p> <p>1. 在相关中介人、或与根据第七条规定履行相关中介人职能的任何其他主体有关的任何<u>破产程序</u>中，根据第十一条可有效对抗第三人的权利或证券权益，以及由账户持有人授予的，根据第十二条生效的相关中介人的账户持有人的权益，可以对抗破产管理人和债权人。</p> <p>2. 第1款不影响：</p> <p>(a) 适用于<u>破产程序</u>中的有关优先交易无效或欺诈性转让的任何规则；</p> <p>(b) 有关受破产管理人控制或监督的财产权实现的任何程序规则。</p> <p>3. 在中介化证券权益根据第十三条所指方法已生效的情况下，本公约的任何规定不得损害该证券权益对抗本条第1款所指的破产程序中破产管理人和债权人的效力。</p>	<p>官方评述:</p> <p>第21-10至21-14段</p> <p>立法指引:</p> <p>第256至258段</p>
<p>第二十六条第1款:</p> <p>本条适用于中介人<u>破产程序</u>，除非该程序中适用的冲突性规则另有规定；</p>	<p>官方评述:</p> <p>第26-1段至第26-9段</p> <p>立法指引:</p> <p>第259段</p>
<p>第二十七条:</p> <p>在规范相关系统的法律许可的范围内，即使开始了系统运营者或系统参与人的破产程序，并且即使依<u>破产程序</u>适用的规则产生无效、撤销的情形，以下规定仍有效：</p> <p>(a) 证券结算系统或证券清算系统的统一规则中的如下内容：当系统参与人处分证券的指令或为取得及处分证券进行资金交付的指令已经不可撤销地进入系统且已被处理，禁止撤销该指令。</p> <p>(b) 证券结算系统统一规则中的如下内容：当构成系统组成部分的证券账户的借记、贷记、指定簿记或指定簿记的撤回，根据系统规则已经被处理时，禁止撤销对于证券账户的借记、贷记、指定簿记或指定簿记的撤回，或使其无效。</p>	<p>官方评述:</p> <p>第27-1至27-3段，27-9段</p> <p>立法指引:</p> <p>第223段</p>

附件 4

“证券清算系统统一规则”与“证券结算系统统一规则”的引用

公约引用内容	讨论内容
<p>第一条第 1 条:</p> <p>“指定簿记”是指为账户持有人以外的其他主体（包括相关中介人）的利益而对证券账户做出的、与中介化证券相关的簿记。根据账户协议、控制协议、<u>证券结算系统统一规则</u>以及非公约法，该簿记具有下述一项或两项效力：</p> <p>.....</p> <p>(ii) 在账户协议、控制协议、<u>证券结算系统统一规则</u>以及非公约法所规定的情形和事项下，相关中介人有义务遵从该另一方针对已做出簿记的中介化证券发出的任何指令，无须账户持有人的进一步同意；</p>	<p>官方评述:</p> <p>第1-50至1-54段</p> <p>立法指引:</p> <p>第141至146段</p>
<p>第一条第 (n) 项:</p> <p>“证券结算系统”是指某一系统，该系统：</p> <p>(i) 为证券交易办理交收、或清算和交收；</p> <p>(ii) 由一个或多个中央银行运营，或者接受政府、公共管理机关对其相关规则的管制、监管和监督。</p> <p>(iii) 受缔约国旨在降低金融体系稳定性风险的法律支配，且缔约国声明中被指定为证券结算系统。</p>	<p>官方评述:</p> <p>第1-61至1-88段</p> <p>立法指引:</p> <p>第70、220段以及下列等等</p> <p>声明备忘录:</p> <p>第4. A节以及附随的表格1</p>
<p>第一条第 (o) 项:</p> <p>“证券清算系统”是指某一系统，该系统：</p> <p>(i) 以中央交收对手方方式或其他方式为证券交易办理清算，但不办理交收。</p> <p>(ii) 由一个或多个中央银行运营，或者接受政府、公共管理机关对其相关规则的管制、监管和监督。</p> <p>(iii) 受缔约国旨在降低金融体系稳定性风险的法律支配，且缔约国声明中被指定为证券清算系统。</p>	<p>官方评述:</p> <p>第1-89至1-99段</p> <p>立法指引:</p> <p>第70、220段以及下列等等</p> <p>声明备忘录:</p> <p>第4. A节以及附随的表格1</p>
<p>第一条第 (p) 项:</p> <p>“统一规则”是指与证券结算系统或清算系统相关的、为</p>	<p>官方评述:</p> <p>第1-100至1-107段</p>

<p>参与人或某一类参与人所共知且可公开获得的系统规则（包括由非公约法构成的系统规则）。</p>	<p>立法指引: 第75段</p>
<p>第九条第 1 (c) 项: 证券贷记至证券账户，赋予账户持有人如下权利： (c) 在适用法律、证券条款以及非公约法认可的账户协议或<u>证券结算系统统一规则</u>许可的范围内，账户持有人有权向中介人下达指令，以证券账户之外的其他方式持有证券。</p>	<p>官方评述: 第9-24至9-26段 立法指引: 第82、236段</p>
<p>第十条第 2 (c)、(e) 与 (f) 项: 中介人至少应当： (c) 按非公约法、账户协议以及<u>证券结算系统统一规则</u>的规定，执行账户持有人或其他有权主体的指令。 (e) 按非公约法、账户协议以及<u>证券结算系统统一规则</u>的规定，定期向账户持有人发送其中介化证券的信息，包括账户持有人行使权利所必需的信息。以及， (f) 按非公约法、账户协议以及<u>证券结算系统统一规则</u>的规定，定期向账户持有人派发其中介化证券的红利或派息。</p>	<p>官方评述: 第 10-13 、 10-15 至 10-17段 立法指引: 第100至119段、221段</p>
<p>第十五条第 2 款: 未经授权的借记、撤销指定簿记的后果，或第十八条第2款规定之外的未经授权指定簿记或其他未经授权的处分行为的后果，由非公约法、非公约法许可的账户协议、<u>结算系统统一规则</u>确定。</p>	<p>官方评述: 第15-18至15-19段 立法指引: 第165至171段</p>
<p>第十六条: 在不与第十八条规定相抵触的情形下，借记、贷记、指定簿记或撤销指定簿记是否无效、被撤销或受到限制，其适用情形及相应后果，由非公约法、非公约法许可的账户协议或<u>证券结算系统的统一规则</u>确定。</p>	<p>官方评述: 第16-1与16-22段 立法指引: 第165至171段</p>
<p>第十八条第 5 款: 在非公约法许可的范围内，第 2 款 (2. 除非取得方在相关时间实际知道或应该知道某项已经做出的瑕疵簿记：(a) 该贷记或权益不因该瑕疵簿记而无效、不能有效对抗第三人或被撤销；(b) 取得方不对因该瑕疵簿记无效或撤销而可能获益的任何人负有责任。) 受<u>证券结算系统统一规则</u>或账户协议任何条款的约束。</p>	<p>官方评述: 第18-11与18-12段 立法指引: 第172、221段</p>

<p>第二十三条第 2 (e) 项:</p> <p>本条第 1 款(1. 中介人无义务也无权利执行除账户持有人之外的其他人下达的关于该账户内证券的指令。)应遵循: (e) 中介人为证券结算系统运作人时, <u>该系统的统一规则</u>。</p>	<p>官方评述:</p> <p>第23-28段</p> <p>立法指引:</p> <p>第221段</p>
<p>第二十四条第 4 款:</p> <p>对于遵守本条要求的方式、确保遵守这些要求的成本的分担, 或未能遵守这些要求的后果, 本条不影响非公约法、非公约法许可范围内的<u>证券结算系统的统一规则</u>或账户协议的任何规定。</p>	<p>官方评述:</p> <p>第24-22段</p> <p>立法指引:</p> <p>第218段</p>
<p>第二十六条第 3 款:</p> <p>在非公约法的许可范围内, 当中介人为证券结算系统的运营者且<u>该系统的统一规则</u>对差额有所规定时, 差额以规定方式承担。</p>	<p>官方评述:</p> <p>第26-12段</p> <p>立法指引:</p> <p>第221段</p>
<p>第二十七条:</p> <p>在规范相关系统的法律许可的范围内, 即使开始了系统运营者或系统参与人的破产程序, 并且即使依破产程序适用的规则产生无效、撤销的情形, 以下规定仍有效:</p> <p>(a) <u>证券结算系统或证券清算系统的统一规则</u>中的如下内容: 当系统参与人处分证券的指令或为取得及处分证券进行资金交付的指令已经不可撤销地进入系统且已被处理, 禁止撤销该指令。</p> <p>(b) <u>证券结算系统统一规则</u>中的如下内容: 当构成系统组成部分的证券账户的借记、贷记、指定簿记或指定簿记的撤回, 根据系统规则已经被处理时, 禁止撤销对于证券账户的借记、贷记、指定簿记或指定簿记的撤回, 或使其无效。</p>	<p>官方评述:</p> <p>第27-1至27-8段</p> <p>立法指引:</p> <p>第223段</p>
<p>第二十八条第 1, 2 与 3 款:</p> <p>1. 中介人依据本公约承担的义务, 包括中介人履行义务的方式, 可由非公约法、非公约法许可的账户协议、<u>证券结算系统统一规则</u>具体规定。</p> <p>2. 如果非公约法、非公约法许可的账户协议或者<u>证券结算系统统一规则</u>规定了中介人的公约义务, 对相关规则的遵守即为履行了公约义务。</p> <p>3. 与其义务履行相关的中介人责任, 由非公约法以及非公约法许可的账户协议、<u>证券结算系统统一规则</u>确定。</p>	<p>官方评述:</p> <p>第28-1至28-3段</p> <p>立法指引:</p> <p>第106至122段、221段</p>