

上海金融法院

金融市场案例测试机制

第三方意见书

上海金融法院：

贵院正在审理的申请人中央国债登记结算有限责任公司上海分公司、交通银行股份有限公司上海市分行、交通银行信托有限公司关于自贸离岸债违约处置的测试案例【案号：（2024）沪74 测试 1 号】，本人阅看了相关材料，依据《上海金融法院关于金融市场案例测试机制的规定》（试行）十五条之规定，特此提出第方意见，供贵院在审理过程中予以参考并授权贵院在互联网平台公布本意见。

一、案件基本情况概述

本案系上海金融法院根据中央国债登记结算有限责任公司上海分公司（以下简称“中债登上海分公司”）、交通银行股份有限公司上海市分行、交通银行信托有限公司共同提交的金融市场测试案例启动申请书而受理的第二例金融市场测试案例。案件核心系围绕中国（上海）自由贸易试验区（以下简称“上海自贸区”）内以区块链簿记方式发行的离岸债券（以下简称“SHA 债”）

券”）的法律效力、违约认定及担保品处置规则展开法律测试。申请方投资者 I 与信托管理人 C 公司分别作为债券持有人与信托管理人提出请求，认为区块链簿记发行方式缺乏法律依据，应认定无效；即便认定有效，也应确认发行人 A 公司及其境内关联企业 B1 公司已构成交叉违约并承担偿付及保证责任。被申请人 A 公司与 B1 公司则抗辩称，区块链簿记方式具有事实基础与监管认可，债券有效；交叉违约尚未成立，HKA 债券违约未被法院确定，不构成触发条件；同时担保品处置程序未经其同意，违反反信托契约约定及基本正当程序。本测试案例涉及债券数字化发行法律认可、跨境融资风险隔离、区块链智能合约的法律效力、离岸担保品处置机制以及金融基础设施功能外延等前沿议题，对探索金融科技背景下金融市场法治规则体系具有示范意义。

二、关于区块链簿记发行方式的法律效力问题

区块链簿记发行系在传统簿记建档机制基础上，引入分布式账本技术与智能合约机制的创新模式，主要通过加密算法及节点共识确保债券信息的不可篡改与可追溯。本案中，中债登上海分公司依托其开发的“区块链数字债券发行平台”实施登记、结算与确权操作。投资者 I 与信托管理人 C 公司均主张该发行方式无上位法依据，违反《证券法》《公司债券发行与交易管理办法》等强制性规定，应属无效。然而，从现行法律体系与监管实践看，虽无明确立法条款专门规定“区块链簿记发行”的效力，但《民法典》已确立数据电文形式的法律等效性，允许以电子数据方式订

立、变更、转让金融合同；《证券法》授权依法设立的证券登记结算机构负责登记、托管与结算业务，其履职形式并不限于传统集中登记；中国人民银行、证监会、国家外汇管理局等监管机构近年来陆续发布的金融科技、债券市场试点文件中亦对区块链记账应用予以政策性认可。因此，区块链簿记发行虽属创新机制，但并未突破现行法律体系的基本结构，其以中债登作为法定登记结算机构的基础功能为支撑，具备法律上可识别的正当性。

至于投资者 I 所称《中债区块链数字债券发行平台规范》仅为机构内部标准，不能作为债券发行的上位法依据，该观点虽有一定理论基础，但忽视了司法在“金融市场测试机制”下对制度创新的包容性态度。根据《上海金融法院关于金融市场案例测试机制的规定（试行）》第二条，测试案例的目的在于探索未被法律明确规定的新新型金融交易规则的法律边界与裁量空间。本案区块链簿记方式虽缺乏明确立法确认，但并未违反法律禁止性规范。其在债券法律关系上所起的功能性作用，可比照传统簿记系统视为“债权凭证生成与持有人登记”的有效载体，属于法律认可的电子化证券登记形式。

三、关于自贸离岸债券的合同有效性与适用法律问题

本案 SHA 债券系在上海自贸区内发行、以人民币计价、通过自由贸易账户（FT 账户）体系完成资金结算与兑付的离岸债券，其发行人 A 公司注册地在境外，投资人 I 及信托管理人 C 公

司分别为境内与香港地区主体，呈现跨境金融交易特征。《信托契据》与《募集说明书》均约定适用香港特别行政区法律。根据《涉外民事关系法律适用法》第 41 条及最高人民法院相关司法解释，合同准据法从当事人意思自治原则出发，只要不违反公共秩序与强制性规范，应予承认。因此，本案债券合同应适用香港特别行政区法律审查其成立与效力。

从合同成立要件看，SHA 债券经发行公告、募集说明书、认购确认及登记确权四个环节形成完整的债权关系。投资者 I 通过区块链系统完成认购与资金划付，其行为可视为对合同要约的承诺。即便该过程通过智能合约自动化执行，亦不影响其法律效力。智能合约仅为技术工具，实质仍是民事意思表示的表达与实现。债券信托契约、担保协议与保证合同则构成债券发行的配套法律文件，形成债权、担保、信托三层结构。综上，债券合同依法成立、生效，且符合自贸区金融开放政策导向，具有法律效力。

四、关于交叉违约与预期违约条款的适用问题

交叉违约条款作为国际债券契约中普遍存在的风险控制机制，旨在通过约定一方在其他债务违约时即触发本债券违约，以实现投资者风险提前防范。本案《募集说明书》第 8.(c)条约定，若发行人、保证人、担保人或其主要子公司出现到期债务未偿、债务提前到期或未履行担保义务且金额超过 1000 万美元，则构成交叉违约。投资者 I 与信托管理人 C 公司主张，A 公司及其子

公司 HKA 公司未偿付到期债务 950 万美元，A 公司亦存在人民币 500 万元贷款逾期，应认定触发该条款；A 公司则抗辩称，HKA 债券虽未兑付但尚在和解协商，未构成最终违约。

根据合同解释的一般原则，交叉违约条款的触发并不以“法院确定违约”为前提，只要客观上存在到期债务未偿或提前到期，即构成事实性违约。HKA 债券系 A 公司全资子公司发行，A 公司为保证人，其未履行保证义务的事实已载明于公告，且债权人已提起诉讼，足以证明债务违约客观存在；再加上 A 公司贷款逾期的情节，满足《募集说明书》第 8.(c)条所列条件，C 公司发出的加速到期通知合法有效。故应认定 SHA 债券已于 2024 年 1 月 1 日提前到期，A 公司及 B1 公司应承担到期本息及逾期利息责任。至于 A 公司所称“交叉违约金额不足”及“协商中不构成违约”的理由，与国际债券市场惯例不符，缺乏事实基础，不应支持。

五、关于担保及担保品处置规则的适用问题

本案担保结构包括 B1 公司提供的连带保证及 B2 公司提供的实物质押。根据《信托契约》《担保品管理服务通用协议》，B2 公司以其 1 亿元人民币国债及 1500 万美元国际债券质押给信 托管理人 C 公司，由中债登登记管理并依《担保品违约处置业务指引（试行）》进行处置。A 公司抗辩称，C 公司单方启动变卖、拍卖程序未征求发行人意见，违反合同正当程序。对此应作如下分析：

首先，从法律性质上看，B2 公司质押国债与国际债券的行为依法成立并生效。《民法典》第 441 条规定，以汇票、本票、支票、债券、存款单、仓单、提单出质的，质权自权利凭证交付质权人时设立；没有权利凭证的，质权自办理出质登记时设立。中债登作为法定债券登记结算机构，具备登记效力，质权设立有效。其次，《信托契约》第 9.1 条已授权信托管理人于违约事件发生后可自行决定提起诉讼、处置担保物，无须债券持有人另行同意。该条款符合《证券法》第 92 条、《公司债券发行与交易管理办法》第 59 条关于受托管理人代表债券持有人行使权利的规定。因此，C 公司依法有权在 A 公司拒不履约的情况下，依中债登业务指引启动担保品变卖与拍卖程序。第三，从程序正当性看，中债登依既定指引组织变卖与拍卖，价格公开透明，处置所得全部用于清偿债务，符合《民法典》第 436 条“参照市场价格处置质押物”之要求，未违反法律强制性规范。故 B1 公司、A 公司主张处置无效的抗辩不成立。

但应注意的是，本案揭示出自贸离岸债券担保处置规则的制度边界问题。由于 B2 公司质押标的包括境外可交易债券，其跨境处置须遵守外汇管理规定及境外市场清算规则，目前国内尚缺统一操作细则，可能导致执行障碍。建议监管部门在未来制度建设中完善“跨境担保品司法确认与执行协同机制”，明确法院对离岸债券担保品的管辖与执行权限。

六、关于本案的法律意义与制度完善建议

本案具有典型的制度创新与司法探索价值。从案件实质看，SHA 债券的发行、交易与清算全部通过区块链系统完成，实现了债券全生命周期数字化管理，代表了金融基础设施的未来形态。上海金融法院在“金融市场测试机制”下受理该案，目的并非单纯解决民商事争议，而是通过司法审查验证新型金融市场机制的合法性与可操作性。

结合上述分析，可以得出以下结论性意见：其一，以区块链簿记方式发行债券在现行法律体系下具备合法基础，应认定为有效的发行与交易行为。该方式符合法律对电子数据形式的认可，也符合金融科技创新导向。其二，SHA 债券交叉违约条款已经触发，信托管理人 C 公司与投资者 I 公司提出的加速到期主张有事实与法律依据，A 公司及 B1 公司应承担到期本息及连带保证责任。其三，信托管理人 C 公司依《信托契约》及中债登业务规则处置担保品的行为合法有效，所获受偿应在债券本息中抵扣，但不足部分仍由发行人和保证人承担清偿责任。其四，本案涉及的离岸债券担保处置与跨境监管衔接问题尚存在法律空白，建议通过立法或司法解释明确数字债券的法律地位、区块链登记的证据效力、担保品跨境执行程序等，以形成可复制、可推广的法治样本。

3月6日

许多奇 复旦法学院教授

2025 年 11 月 14 日