

完善自贸区离案金融创新的司法指引， 赋能上海国际金融中心建设

根据《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》要求，加快建设上海国际金融中心。围绕中央总体布局，上海把离岸金融体系作为建设国际金融中心的有机组成部分。**上海师范大学商学院鲍晓晔副教授**分析指出，本测试案例聚焦区块链债券的法律效力、违约认定、担保处置、受托人权责四大问题，高度契合区块链债券争议焦点，为上海发展离岸金融体系提供可预期、可信赖的规则指引。

一、现状

（一）区块链债券发展趋势。一是全球规模快速扩展。国际上，2025 年的债券市场正经历一场前所未有的技术迁徙。区块链的崛起带来一种全新范式——现实世界资产（RWA）债券化。根据 Tokenized Fund Report 2025 的统计，RWA 类债券的链上发行规模在过去 12 个月增长近 290%，达到约 380 亿美元。其中，美国、中国香港和新加坡已成为全球主要的链上债券实验场。同时，当前美国出现“链上化债”迹象。半月谈援引外媒数据，到今年 8 月下旬，链上美债已达 74.5 亿美元，而去年年中时还不到 13 亿美元。二是国

内试点范围不断扩大。中央结算公司于 2022 年推出中国首个区块链数字债券公用平台，2023 年持续扩大试点应用范围，为离岸金融提供债券发行服务，2025 年 6 月发行 200 亿元绿色金融债券，9 月发行国内首单金融租赁行业区块链债券。**三是应用场景不断丰富。**从传统债券数字化发行，逐步拓展至跨境融资、绿色金融、普惠金融等领域。

（二）法律争议特点。一是争议焦点高度集中。区块链债券争议多围绕四大核心问题展开，即区块链债券的法律效力、受托管理人的权责边界、交叉违约或预期违约的认定、跨境担保品处置规则，与本案争议焦点高度契合。**二是跨境诉讼特征显著。**因区块链债券常涉及跨境发行与投资，诉讼主体可能分布于不同法域。**三是技术事实认定复杂。**需对区块链技术流程、智能合约逻辑、链上数据真实性等进行认定，要求法院结合技术专家意见，区分技术问题与法律问题。

二、问题

以下重点就本案涉及的区块链债券法律效力、受托人权责、违约认定、担保处置四大问题进行分析。

（一）区块链债券的法律效力问题。一是区块链**技术是否影响债券效力？**《证券法》未明确区块链债

券的法律地位，链上登记的法律效力、智能合约与传统合同的衔接规则缺乏直接规定。**二是境内外投资者权利何时产生？**时间点按是链上认购完成时，还是中央结算公司登记确认时。**三是中央结算公司平台规则的约束力？**《中债区块链数字债券发行平台规范》《担保品违约处置业务指引》等规则，对发行人、投资者、受托管理人等市场主体是否具有法律约束力。

（二）受托管理人和投资者的权利分配。一是受托管理人是否具有诉权。本案 SHA 债券采用直接持所有制，投资者享有完整债券所有权，受托管理人是否有诉权。**二是投资者是否可以绕过受托管理人单独起诉。**本案的债券《信托契据》约定受托管理人专属诉权，限制终端投资者基于受益权单独起诉，投资者是否仍可行使诉权。

（三）交叉违约和预期违约的认定。一是关联债务的未决诉讼是否触发交叉违约。子公司 HKA 债券未兑付，该纠纷已由香港法院受理但未作出生效判决，是否可认定为已构成违约；未兑付的 HKA 债券加上发行人 A 的其他债务，是否满足违约总额超阈值条件。**二是预期违约的认定是否需主观要件。**申请人基于 A 公司及其全资子公司 HKA 公司在其他债务下严重违约，

认为 A 公司因客观上偿债能力显著不足而构成预期违约，但 A 公司主观上并未用语言或行动表示毁约。

（四）跨境担保品处置问题。一是受托管理人跨境处置担保品的履职边界，包括处置方式、处置价格、处置程序的自主裁量和授权行使权限。二是境内国债和境外国际债券的处置依据。境内担保品依据金融基础设施规则处置，是否需经法院前置裁判；境外担保品处置的准据法和属地管辖，以及与境内监管司法的衔接问题。

三、建议

（一）明确区块链债券与传统债券同等效力。一是区块链数字债券不改变债券的法律属性。中央托管机构利用区块链技术提供数字债券服务，业务的参与主体均为债券市场的合法市场成员，债券品种和发行规模均经监管部门批准，业务规则、运行逻辑、受监管程度等均与传统债券相同，本质是技术创新，其法律属性仍是债券。二是区块链数字债券由中央托管机构集中登记确权。中央结算公司是中国人民银行指定的债券登记托管结算机构，登记行为构成确权的根本依据。

（二）优先支持受托管理人主张权利，投资者在

受托管理人履职不能时才享有单独诉权。根据《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》，受托管理人可代表债券持有人提起诉讼，投资者也可自行起诉。但既然当事人在协议中约定了受托管理人享有专属诉权，则应尊重当事人意思自治，限制投资者单独起诉，避免滥诉。直接持有制下，投资者享有完整债券所有权，但需优先通过受托管理人主张权利，仅在受托管理人履职不能时才享有单独诉权。

（三）交叉违约和预期违约的认定，境内外标准的一致性。一是未决诉讼不计入交叉违约 1000 万美元阈值。交叉违约的金额指已被司法判决确认或发行人已承认的金额，未决诉讼因结果不确定，不纳入计算。如果案件胜诉或和解展期等情形，直接纳入交叉违约，将过度扩大发行人责任。因此，子公司 HKA 债券未兑付案件不计入交叉违约金额。**二是预期违约需满足主客观双重条件**，避免投资者滥用预期违约条款，提前要求兑付，影响发行管理人正常经营。英美法（香港法）下，预期违约需要通过语言（明示毁约）或行为（默示毁约）表明不履行义务。根据《民法典》，预期违约要求在合同履行期限届满前，当事人一方明确表示或者以自己的行为表明不履行合同义务。因此，

本案中仅就发行人 A 有 500 万元贷款逾期、HKA 债券未兑付的客观情况，尚不构成预期违约。

（四）担保品处置的境内外有别。一是**境内担保品处置依据金融基础设施规则**。中央结算公司作为国家金融基础设施，其处置规则已获监管认可，程序合法性可直接认定。《中央国债登记结算公司担保品违约处置业务指引》进一步规定，受托管理人可依据指引直接申请处置境内担保品。因此，本案受托管理人处置境内人民币国债时，直接向中央结算公司提交申请书，无需法院前置裁定。二是**受托管理人对担保品处置权的边界为在授权范围内自主裁量、整体利益有限、程序重于结果**。既保证受托管理人处置的自主权，又防止其权利滥用。本案中，拍卖和变卖都是各方协商一致同意的处置方式，且均符合中央结算公司处置规则，因此应由被申请人承担由于未优先拍卖、偏离公允值、对其致损的举证义务。本案被申请人还提出，SHA 债券拍卖保留价 30 个交易日的参考区间被质疑不合理，该理由虽合理，但由于处置规则事先约定、各方认可，具有程序合法性。三是**境外担保品的处置依据发行文件约定和属地规制**。本案中，受托管理人依约遵循香港法为准据法和境外监管规则处置国际债券。

同时确保处置结果可追溯如链上存证处置记录，且处置所得需通过合规渠道入境。**四是假设存在交叉违约或预期违约的情况下，担保人的责任认定。**担保的根本目的是为了通过担保人责任兜底，从而保障债权人利益。本案中保证人 B1 对全部未清偿债务承担连带保证责任。担保品提供者 B2 以担保品的变现价值为限承担优先受偿责任，需配合受托管理人处置。

（上海师范大学 鲍晓晔）