

# 关于上海金融法院第二例金融市场测试案例法律意见

上海市法学会金融法研究会

## 一、链上通证化数字债券的法律地位

### (一) 数字债券法律地位的国际立法与实践

国际实践中，数字债券分为两类：一类是孪生数字债券，孪生数字债券有链上数字形态的通证，可以通过链上通证代币进行交割，但是交易涉及的产权变更仍然需要链下产权登记，有赖于中债综合业务系统的权属登记；另一类是原生数字债券，原生数字债券直接通过链上通证实现流转，无需中央证券存管机构（CSD）交易确认。<sup>1</sup>采用原生数字债券模式的法域通过立法或者声明等形式确认数字债券与传统债券具有同等的法律效力。英国法律委员会2023年发布《数字资产》最新报告，<sup>2</sup>英国法律技术工作组2023年发布数字债券声明，<sup>3</sup>香港金融管理局2023年发布的《香港债券市场代币化》报告，<sup>4</sup>均确认了数字债券的本质与无记名票据、无记名债券一样。德国2021年出台的《电子证券法案》明确数字债券属于《德国民法典》规定的物的范畴，属于动产，同时允许电子证券以传统的中央登记簿或加密财产登记簿的方式进行登记，并明确了债券生效以登记簿登记为准。<sup>5</sup>

可见主流法域通过相关主管部门对证券法下债券发行形式做扩张解释，通过立法明确区块链发行的债券的有效性的同时也将区块链发行债券纳入现行证券法规制框架。第一，通过立法明确区块链技术赋能下的债券发行标的是证券，而非代币化产品；第二，通过立法耦

<sup>1</sup> See Hong Kong Monetary Authority, Bond Tokenisation in Hong Kong, paras. 25-29.

<sup>2</sup> See Law Commission, Digital assets, <https://lawcom.gov.uk/project/digital-assets/>.

<sup>3</sup> See LawtechUK, Legal statement on digital securities – LawtechUK, <https://lawtechuk.io/ukjt/legal-statement-on-digital-securities/>.

<sup>4</sup> See Hong Kong Monetary Authority, Bond Tokenisation in Hong Kong, paras. 23-24.

<sup>5</sup> See Gesetz über elektronische Wertpapiere (eWpG), <https://www.gesetze-im-internet.de/ewpg/BJNR142310021.html>

合区块链去中心化理念与证券法下中央证券存管机构集中登记确权的实践需求。欧洲清算银行依法搭建区块链系统服务于全球证券发行，且该发行不是传统区块链去中心化下的，而是中心化系统下的。<sup>6</sup>明确了区块链发行下中央证券存管机构的合法性，也就是说即便依托区块链技术发行债券，仍然需要通过中央证券存管机构（CSD）中心化登记。这一实践与本报告第二部分中讨论的国际实践中，离岸债券（Euro Bond）多数终端投资者通过信托架构间接持有债券的实际需求一致——既可以利用区块链不可篡改的技术优势披露存证、债券注册、申购要约制作、债券申购、配售、结果、生成通证等债券发行和认购步骤，又保留传统中心化登记模式下信托架构功能的发挥。

## （二）本案数字债券的法律地位

测试案例中区块链发行债券适用中国法，<sup>7</sup>新《证券法》第二条未明确该法规定的“公司债券”是否包括数字债券，但是国务院有权将“公司债券”的发行形式做扩张解释。<sup>8</sup>在我国立法探索数字债券的法律属性及其发行、交易监管的过渡阶段，孪生数字债券模式下链上通证的法律属性和链下电子登记的法律效果亟待厘清，为进一步探究涉区块链发行数字债券纠纷的诉讼主体适格性讨论奠定基础。我国现行区块链簿记发行这一发行模式下，投资者缴纳认购资金前，债券停留在金融基础设施前端；投资者缴纳认购资金后，涉及债券权属登记，中债综合业务系统在中债综合业务系统生成债券，实现法律意义上的债券登记和确权，<sup>9</sup>与此同时区块链系统上生成通证这一债券基础元素。

<sup>6</sup> See International Bank for Reconstruction and Development Digitally Native Notes; The Co-ordinated Royal Decree of 10 November 1967; EU regulation No 909/2014 of 23 July 2014.

<sup>7</sup> 参见《募集说明书》第1条第(e)(B)项。

<sup>8</sup> 新《证券法》第二条第一款：“在中华人民共和国境内，股票、公司债券、存托凭证和国务院依法认定的其他证券的发行和交易，适用本法；本法未规定的，适用《中华人民共和国公司法》和其他法律、行政法规的规定。”

<sup>9</sup> 《银行间债券市场债券登记托管结算管理办法》第二十七条规定，债券登记是指债券登记托管结算机构以簿记方式依法确认债券持有人持有债券事实的行为。

本案涉及的区块链债券发行与中债综合业务系统登记确权，看似存在去中心化债券和传统证券法必须通过 CSD 登记的逻辑矛盾，实际上中债综合业务系统的中心化登记是区块链簿记发行债券与传统债券具有同等法律效力的关键步骤。这也与前述欧洲清算银行的实践一致，中债登基于法定职能实施的登记行为构成债券所有权确权的根本依据。即便是传统的集中系统也会存在不同记载方式，比如银行间《非金融企业债权融资工具发行规范指引》中明确采用集中簿记建档系统，并且明确对于无法使用系统的环节，应当建立完善的工作底稿存档制度。由此可见，区块链发行债券后在中债登综合业务系统生成对应的债券，体现了金融创新有待立法确认法律效力的过渡期，中债登作为金融基础设施发挥的守住金融市场安全底线的功能，通过登记债券所有权进行确权，实现区块链簿记发行债券与传统债券具有同等法律效力，区块链技术的应用不改变债券的法律属性。<sup>10</sup>

## 二、自贸区离岸债信托法律关系分析

### (一) 直接持有制（一级托管模式）法律关系分析

本案信托架构是直接持有制度下的特别安排：原告投资者 I 直接登记在 CSD，持有中债登发布的债券持有人证明（即债权人证明），信托管理人 C 没有被登记在 CSD，也不是债券持有人。与此同时，根据国际惯例，信托契据由发行人与信托管理人之间签署。案涉自贸区离岸债一方面保留了香港金融市场常用信托架构的实践，另一方面又有自贸区离岸债的特别之处，即终端投资者通过境内一级托管直接持有债券，登记簿记载终端投资者持有债券的信息，与此同时信托契据这一设计又通过引入信托管理人，变相实现二级托管。区块链登记每一位终端投资者，同时仍然设计信托架构，所有投资者应收回的债券利益作为信托财产。自贸区离岸债的信托设计给司法适用带来两大挑

---

<sup>10</sup> 《募集说明书》第 1 条第 (e) (C) 项。

战：第一，直接持有模式下终端投资者显名，依照香港法信托是否成立；第二，如果信托成立，信托管理人行使权利的范畴与典型的二级托管模式下信托管理人的行权范畴是否存在差异，具体到本案涉及信托管理人和投资者 I 分别是否是适格的诉讼主体。

## （二）信托管理人和投资者 I 的诉讼主体资格

测试案例中的信托管理人的身份具有双重性，但是不同于国内法下的受托管理人。新《公司法》第 206 条以及新《证券法》规定债券受托管理人应当勤勉尽责，履行保护债券持有人利益的义务，有权以自己的名义代表债券持有人参加民事诉讼及清算程序，包括日常管理与违约维权，受领清偿和债权保全等。受托关系更接近于委托关系，受托人通常受委托人严格限制，必须在委托人授权范围内采取行动，不得擅自超越权限。这一点在德国《债券法案》(SchVG) 中也有所体现，该法案允许在债券发行条款中约定委任全体债权人的代理人，但是对关于债券期限、利息等关键事项要求全体债权人会议表决。

本案中，信托管理人 C 的权利源自信托契约，职责更符合信托法律关系，享有较广泛的管理处分权，不受委托人干预，特别是其第八条宣布债券立即到期和第九条信托管理人可随时自行决定提起诉讼，已经不是简单的履行委托关系项下的义务，而是依据自己的商业判断做出决策。本案通过信托契约的设计，信托管理人取得类似名义所有人的地位，相当于普通法下的信托管理人。适用香港法，间接持有制实行“名义持有+受益所有”分离模式，名义持有人为 CSD 登记的债权人，受益所有人通过信托关系享有实际权益，但无法直接对抗发行人，需通过名义持有人行使权利。然而具体到本案，CSD 登记的名义持有人与受益所有人为投资者 I。这给本案提出的挑战是投资者 I 是否拥有诉权，以及投资者 I 拥有诉权的情况下，信托管理人是否还

拥有诉权。

间接持有制度（也称多层持有制度）开始于 20 世纪 70 年代的国际实践，香港点心债、中资美元债等离岸债券（Euro Bond）多数终端投资者通过信托架构间接持有债券，登记簿不记载终端投资者信息，而是将债券登记在欧洲清算银行这样的金融基础设施名下，终端投资者持有的是债券的受益权份额。这一间接持有下的信托架构本意是通过 CSD 作为债券所有权人提升离岸债券的信用，促进终端投资者认购债券受益权。因此，英国和香港地区没有一级托管模式的实践，也就未见终端投资者通过一级托管模式直接持有债券的相关判例。

香港法院对于终端投资者通过二级托管模式主张诉权的诉讼请求，原则上不穿透，即终端投资者原则上不得直接起诉发行人。<sup>11</sup>这并不意味着所有受益债券持有人的权益无法得到保障，该案中法官明确表示，终端投资者仍可通过债券持有人行使权利，且往往更具成本效益。<sup>12</sup>可见，二级托管模式下，适用香港法因发行人与终端投资者之间缺乏直接债权债务关系而面临终端投资者诉讼主体资格的适格性挑战。美国判例中对投资者权益的保护程度则较高，不需要投资者通过确认之诉转换身份成为债券所有权人，只需要欧洲清算银行作为金融基础设施授权，投资者即可直接起诉发行人。<sup>13</sup>

基于香港法下信托架构设置的投资者保护目的，一方面，测试案例中投资者 I 作为 CSD 登记的名义持有人与受益所有人，已经申请获得持有案涉债券的凭证，享有相应份额的债券权益，与发行人具有直接债权债务关系，在信托管理人提出的诉讼请求与投资者的请求内容

---

<sup>11</sup> See *Re Leading Holdings Group Limited* [2023] HKCFI 1770, 该案作为香港法院明确债务受益人无权直接对债券发行公司提起诉讼的首案，其裁判原则在随后开曼群岛案 *Re Shinsun Holdings (Group) Co., Ltd* (21 April 2023) 中得以适用。

<sup>12</sup> See *Bank of Communications Trustee Limited v China Energy Reserve and Chemicals Group Overseas Company Limited* [2022] HKCFI 795, 旨在防止就同一事项存在多主体提起诉讼（即投资者和信托管理人同时提起多项诉讼）。

<sup>13</sup> See *BFAM Asian Opportunities Master Fund, LP v Glory Health Indus. Ltd* 2024 NY Slip Op 34395 (U). 开曼、维京等英联邦群岛实操与美国法院类似。

存在差异时，可以认定其诉讼主体资格；另一方面，虽然测试案例从 CSD 系统登记效果来看属于直接持有模式，且这是 CSD 登记适用中国法的必然结果，然而信托契约通过商事合同的形式试图通过合意设计信托架构以契合英美法下国际债券间接持有机制，加之该信托设立的发行人与信托管理人之间的合意，可以认定信托管理人 C 的诉讼主体资格。依据 *Bank of Communications Trustee Limited v China Energy Reserve and Chemicals Group Overseas Company Limited*，香港判例实践中对终端投资者直接提起诉讼不予支持的目的在于防止就同一事项存在多主体提起诉讼，而测试案例投资者 I 与信托管理人 C 提出的诉讼主张并非针对同一事由，因此并行起诉存在一定合理性。

### 三、担保品处置行为的权限与效力

#### （一）中债登的担保品处置权限

担保品处置机构（本案中的债券担保品的托管机构）根据质权人的申请进行担保品处置符合国际惯例。境外担保处置实践与本案境外美元债这一担保品处置实践一致，担保设立时，担保品的所有权变更至信托管理人名下，一旦触发协议约定的交叉违约条款，信托管理人有权直接处置。境内担保实践中，担保品所有权一般不变更。为了实现业务效果与国际实践接轨，中债登通过《中央结算公司担保品违约处置业务指引（试行）》，取得直接处置境内银行间债券的担保物（本案中的国债）的权限，从违约处置的程序和效果来看与境外担保品处置一致。在担保品处置过程中，高效处置的目的是控制损失、缓解流动性压力，符合市场参与者的利益。

依据英国法和《担保品管理服务通用协议》第一条第（四）项，CSD 不承担违约情形实质审查的义务，只需要符合担保品处置程序的形式要求，目的是交易双方通过合意赋予中债登直接处置担保品的权

限，可以在违约条件触发时高效管控风险，降低金融体系运行的风险。传统普通法担保权相关的判例和原则零散，且这些原则没有与时俱进，导致普通法下担保权的实现程序（比如强制执行程序）繁琐，当事人约定担保权处置程序可以提高效率。<sup>14</sup>中债登的系统是银行间市场的核心基础设施，必须遵守交易商协会、人民银行的管理规定，因此质押登记、处置流程需要符合监管要求，但这并不意味着中债登对处置行为有实质性的审核权。本质上，中债登是系统管理方，只是执行操作，作为金融基础设施不应承担很强的审查义务，以维护金融市场的安全和稳定。金融商事行为主体的专业能力也决定着中债登担保品处置指引适用于本案担保品处置纠纷。

## （二）担保品处置方式及价格

拍卖通过公开竞价发现价格，通常被认为能更好地体现市场公允价值，但高度依赖于市场活跃度，在流动性不足或市场波动剧烈时，可能导致拍卖处置耗时长或者处置债券资产成交价低等效率问题。变卖通常更高效，特别是在需要快速变现或市场承接能力有限的情况下，避免因公开拍卖程序复杂、周期长而可能带来的担保品价值贬损风险。我国现行立法对本测试案例担保品处置过程中的拍卖与变卖并无优先顺位的强制性要求。<sup>15</sup> 鉴于债券作为担保品的价值随金融市场波动不断变化，立法及相关规则给予市场主体自由选择权符合金融效率原则。

《中央结算公司担保品违约处置业务指引（试行）》就体现了金融效率原则，只要交易双方事先一致授权，中央结算公司即可作为中

<sup>14</sup> See Matthias Haentjens, *Financial Collateral*, Oxford University Press 2020, p. 255.

<sup>15</sup> 《民法典》第四百三十六条规定，“债务人不履行到期债务或者发生当事人约定的实现质权的情形，质权人可以与出质人协议以质押财产折价，也可以就拍卖、变卖质押财产所得的价款优先受偿。质押财产折价或者变卖的，应当参照市场价格。”《最高人民法院关于人民法院民事执行中拍卖、变卖财产的规定》第二条规定，“人民法院对查封、扣押、冻结的财产进行变价处理时，应当首先采取拍卖的方式，但法律、司法解释另有规定的除外。”然而，本测试案例不涉及人民法院民事执行中的拍卖与变卖。

立第三方在违约发生后进行快速处置，且不限制变卖与拍卖的顺序的操作模式。这一条款符合商事活动追求效率及充分尊重当事人意思自治的原则。本案中，信托管理人 C 公司选择首先采取变卖的方式实现质权属于行使其选择权。《中央结算公司担保品违约处置业务指引（试行）》关于“变卖价格”规定“标的债券的变卖价格应不低于公允价值，若低于公允价值，则需出质方书面同意”，而“公允价值”指“标的债券在拍卖或变卖的前一交易日的中债估值全价”。虽然变卖价格是否公允只通过变卖“前一交易日”的价格来判断，可能因债券市场价格剧烈波动而导致出质人利益受损，发行人与出质人可通过协议约定等方式确定“公允价值”。本案中，出质人作为商事行为主体，以商事行为认可了《中央结算公司担保品违约处置业务指引（试行）》对“公允价值”确认的条款，不宜因此认定变卖行为无效。

## 四、交叉违约条款及其法律后果

### （一）交叉违约条款的法律性质

国际金融产品项下的权利义务关系根据是否约定债权实现期间分为两大类：一类是无承诺性（Uncommitted）的，另一类是有承诺性（Committed）的。前者是指不限期的金融融资关系，双方可以随时终止融资项下的权利义务关系；后者是指双方约定融资关系持续一定期间。这两类承诺之间存在转化机制，即当出现双方约定的违约事件时，有承诺性的债权转化成无承诺性的债权，债权人可以随时请求实现债权。这里所指的违约事件是商事合同依双方当事人约定形成的运作机制，与《民法典》规定的预期违约和不安抗辩权无关。<sup>16</sup>交叉违约条款是这类运作机制常见的组成部分，即债务人在其他合同项下

<sup>16</sup> 预期违约（《民法典》第五百七十八条）和不安抗辩权（《民法典》第五百二十七条）属于依法变更合同，合同当事人行使这两类权利需要满足法定构成要件。预期违约的核心是拒绝履行，包括明示拒绝还是默示拒绝（英美法下类似观点参见 *Johnstone v Milling* 案）。不安抗辩权基于外部条件的变化，比如债权人有证据证明债务人的经营状况严重恶化、转移财产逃避债务等。这两者之间同样存在转化机制：当债权人基于不安抗辩权中止履行后，债务人不能提供适当担保，可能转化为预期违约。

存在违约情形，就构成触发本合同项下的交叉违约条款，债权人依据合同项下的交叉违约后的救济方式启动请求程序。所以本测试案例的核心在于：查明发行人现行经营和财务状况是否符合约定的债务到期转化机制。只有当债务人拒绝支付这笔款项时，才构成违约，此前都属于商事合同自身运作机制的体现。

债券纠纷中的交叉违约问题，不仅存在于测试案例涉及的自贸区离岸债案件中，因此最高人民法院关于印发《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》的通知第二十一条指出：“债券持有人以发行人出现债券募集文件约定的违约情形为由，要求发行人提前还本付息的，人民法院应当综合考量债券募集文件关于预期违约、交叉违约等的具体约定以及发生事件的具体情形予以判断。”基于此，目前学理上对交叉违约的综合考量因素存在两类观点：一种观点主张，债券不同于普通债权，交叉违约的认定应当设定更严格的考量要素，谨慎认定；<sup>17</sup>另一种观点主张金融法的核心目标之一是金融安全，而交叉违约可能引发系统性风险，因此系统性风险应当作为交叉违约认定的考量因素之一。<sup>18</sup>由于本案适用香港法，英国法下的合同法原则之一是约定必须具体和明确，否则法院可能不予执行。本测试案例中，当事人对交叉违约触发条件做出了明确和具体的规定，可以触发这一商事合同自身运作机制。

---

<sup>17</sup> 参见叶林：《公司债券的私法本质及规则展开》，《清华法学》2022年第2期（在认定交叉违约时，应结合募集文件和“发生事件的具体情形”加以确定，不宜轻易采用交叉违约的概念；即使存在交叉违约，也未必支持原告“要求发行人提前还本付息”的请求。发行人存在利息违约的，可以佐证发行人短期偿付能力降低，但仍不足以说明其已失去偿付能力。因此，法官未尝不可裁决提前解除合同或交叉违约，但在裁判中应当重视将偿付能力作为判断要素，应当关注会否因此诱发发行人彻底失去清偿能力，应当公平对待各债券持有人利益，避免在债券持有人保护上走向极端。）

<sup>18</sup> 参见鲁篱：《论金融司法与金融监管协同治理机制》，《中国法学》2021年第2期（民事裁判的目的在于定分止争，但是由于金融风险具有很强的连带性，如果仅仅使用传统民商法规则来裁定金融纠纷，在特定情况下，不仅不可以定分止争，相反还可能引发更多的金融风险。在某债券发行的案例中，由于发行人已经出现信用危机，因此有个别债券持有人以预期违约为由，要求债券发行人提前赎回债券，如果按照民商事规则，原告主张合法有效应予以支持。但是法官考虑到，由于该发行人有多期债券发行，彼此之间都有交叉违约条款，如果对个别债券持有人预期违约的主张予以支持，将可能引爆该发行人所有债券的违约，由此可能引发较大的金融风险。）。

## (二) 触发交叉违约条款的法律后果

一方面，本测试案例交叉违约条款触发，<sup>19</sup>不涉及主合同变更情形，因此测试案例所涉连带保证责任不因债务加速到期而免除。依据*Holme v Brunsell*案，主合同变更若加重保证人责任，且未经保证人同意，则免除保证人责任。本测试案例中，触发交叉违约条款的法律后果是自然发生的债务履行期转化，并没有改变主债权债务的核心内容，因此不会导致保证人责任的免除。尤其是保证人作为商事主体，在签署保证合同时，有义务也有能力查明主合同约定的交叉违约条款。

另一方面，前述交叉违约条款这一商事合同自身运作机制的性质，决定着测试案例相关的其他案件的诉讼结果不影响测试案例中交叉违约事实的客观认定，<sup>20</sup>也就不影响触发交叉违约条款后法律程序的启动。从英国判例实践来看，对于平行诉讼，法院通常会判断是否存在同一争议在不同法院审理可能导致矛盾判决的情形。<sup>21</sup>测试案例的争议焦点与测试案例相关的香港涉诉案件涉及的争议焦点不同，不存在同一争议重复审理的问题。

## 五、结语

我们认为，上海金融法院本次第二例金融市场测试案例的深度和价值应当予以高度肯定，本次测试案例通过特别情境精巧设计和安排，可以有效暴露法律争议，推动规则完善。其中，区块链发行关于“通证+登记”双重属性法律效力的认定；信托管理人资格在信托架构下诉讼主体资格权能范围；中债登快速担保品处置兼顾效率与公平；债券交叉违约属约定机制与法定预期违约和不安抗辩性质厘清问题等。

<sup>19</sup> 参见《募集说明书》第 8 (c) 条，投资者 I 证据 3.1 和信托管理人 C 证据 4.1《关于 HKA 债券未能如期兑付的公告》，投资者 I 证据 3.2 和信托管理人 C 证据 4.2《A 公司关于申请银行贷款展期的公告》。

<sup>20</sup> 参见 *Credit Suisse First Boston (Europe) Ltd. v. MLC (Bermuda) Ltd.* 案，在普通法下，聚焦于引发纠纷的具体合同条款和直接事实，而不是被其他无关的程序或事实干扰。

<sup>21</sup> 参见 *Morgan Stanley & Co International plc v China Haisheng Juice Holdings Co Ltd* [2009] EWHC 2409 Comm, para. 33.

同时，我们建议离岸债市场发展需平衡“以我为主”与国际接轨的关系，相信上海金融法院测试案例能够发挥在我国离岸金融裁判规则建造中引领作用，为上海建设离岸金融市场体系提供法治保障。

执笔人：戚诚伟、朱颖颖、吴 弘

二〇二五年十一月二十六日