

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机构 C 与被申请人机构 A 关于区块链簿记发行的自贸区离岸债券违约处置及担保品处置的测试案例(“测试案例”，案号 (2024) 沪 74 测试 1 号受理决定书)，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)有关规定，特此提出第三方意见，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、关于对自贸离岸债相关法律问题进行测试的意义与导向

本次测试案例充分聚焦金融制度型开放，注重统筹发展安全，对于上海国际金融中心法治建设能级提升意义重大。上海金融法院启动全国第二例金融市场测试案例，聚焦区块链簿记发行自贸离岸债券所涉数字凭证效力、法律结构、违约处置及国际国内担保品处置争议等前沿法律问题，展现中国司法在统筹金融高水平开放与安全中的战略前瞻性与规则引导力，有助于促进我国金融法治建设从被动的“国际规则接受者”向主动的“国际标准引领者”转变。

二、通过涉外司法的可预期性赋能上海离岸金融市场高质量发展

测试案例立足遵守我国司法体制机制，通过司法前瞻性指引，为金融市场提供稳定、透明、可预期的制度环境，主动提升中国法治的涉外适用效能。面对国际证券持有体系差异，本测试案例以自贸离岸债为切口，尝试为“在岸的离岸”探索提供一套高效、可信赖的“中国方案”，推动离岸业务实现从“规模扩张”到“制度成熟”质的跃升，有助于彰显国际金融中心引领制度型开放探索，提升中国法治国际影响力、竞争力和辐射力。长期以来国际债券市场由发达经济体主导，我国面临法律适用被动、法律理解差异、参与主体争议解决困难等多方挑战。本次测试并非普通的、未发生的模拟审判，它是司法部门主动延伸审判职能、为上海金融开放创新试点提供“压力测试”的制度型设计。通过境内司法部门主动对接，比照真实场景，设计自贸离岸债法律问题。将一只具体债券，从发行、存续期、托管、违约、处置、司法救济等等问题归拢串联、一体讨论。对于存量超过千亿的离岸债业务来说，相信有关成果会形成良好社会、经济效益。一是为“两头在外”情形下境外的发行人、金融中介、投资者等提供可预期、可信赖的境内司法裁判指引；二是为监管部门提供“对标国际

规则、基于离岸实践”的决策参考，由司法对风险违约进行兜底，增加市场确定性；三是为上海从“国际金融资源配置参与者”向“全球金融规则共同制定者”转变积累经验。

构建穿透式、精细化跨境救济机制，扩大我国证券投资者保护理念的国际影响力案例围绕单一投资者起诉、受托管理人集体行权等问题展开测试，深层导向在于构建符合国情、与国际接轨的跨境投资者保护体系。离岸债券违约处置长期依赖境外法律程序，中资企业在国际投融资活动中常处于弱势地位。本次测试在“未到期违约”情形下：首先让作为债权人代表的受托管理人 C 向债券发行募集说明书约定的管辖法院提起诉讼，要求确认违约处置，明确中债担保品处置在跨境场景下的合法合理性，实质是向国际投资者展示，中国已经有对标国际的、安全高效、可预期金融担保机制。其次，本案不同于域外离岸债券投资者诉权弱化操作，设定了投资者 I 作为另一原告，既兼顾效率优先，又立足国情，给予境外投资者个体可操作的司法救济路径。

在价值导向上，测试案例构建穿透式投资者保护新范式，通过强化投资者保护理论实践，推动中国金融司法创新能级与国际金融市场吸引力协同提升。国际债券长期以来，依靠名义持有制与双重所有权制，普遍不重视终端投资者合法权益维护，债券违约维权成本高、投资

者诉权行使普遍受限。本次测试通过确认中央证券存管机构（CSD）登记的所有权确认效力，为境内外投资者提供高标准的、可预期的法治保障。建议测试案例明晰以中国法为依据、以 CSD 登记为核心的债券所有人诉权行使方式，实现对国际债券市场投资者保护痼疾的有力矫正，增强国际资本参与上海离岸金融市场的信心。

三、关于本案区块链、担保品等业务规则合法性合理性问题

1、法院在对金融基础设施有关规则进行司法审查时，应兼顾主体特殊性 & 规则合理性

中央结算公司（以下简称中债登）应当被认定兼具民事主体及金融基础设施属性。金融基础设施基于法定职责所制定的业务规则的效力。本案中，中债登规则的制定要考虑到金融系统稳定、防范金融系统风险职能要求，在规则制定中，需要对有关业务参与主体及其市场行为进行指引。区块链簿记发行自贸离岸债作为上海国际金融中心的重要创新，相关业务规则是在缺少上位法的情形下，根据市场需求与实践检验，成为规范业务行为的重要标准。国际上，各国主要金融基础设施基于其职责所制定相应实操指引，通常具有广泛的市场认可度、普遍的市场接受度和显著的国际公信力。因此，不宜将其业务规则等同于传统民事契约或平等主体间的约定，在

不违反上位法、不违背公序良俗情况下，可在审判中予以认可。

2、自贸离岸债业务规则，构成对有关业务参与主体权利义务明确有效约定，对申请人、被申请人均具有约束力

本案相关主体自愿使用中债登提供的自贸区离岸债券相关服务，本质上是在业务规则基础上形成的合同关系。一方是服务接受者，另一方是服务提供者，均默认完全同意、遵守业务规则前提下，签订合同。因此，有关纠纷争议，应优先适用自贸离岸债本身的业务规则，再适用合同约定，如合同约定出现与自贸离岸债业务规则不一致之处，法院应以业务规则为先进行判断。

基于本案所涉及金融基础设施文件具有特殊性，中债登作为金融市场基础设施、根据其权力来源而制定操作细则，需具有一定约束力的市场行为规范，确保做到有效防范化解金融风险，因此一定程度上具有“除非交易相对方自愿事先同意业务规则，否则不可参与使用自贸离岸债交易后服务”的“准法律效力”，与金融基础设施的特殊地位，以及其客观承担着的有关助力稳定金融秩序、防范金融风险等监管支持职能相匹配、相适应。

四、关于本案应当彰显中国法下投资者保护理念的建议

1、国际债券投资者保护现状与问题

通常来看，国际债券终端投资者享有的是债券间接“受益所有权”（beneficial ownership），而非直接“债券所有权”（legal ownership）。有鉴于发达经济体证券市场与国际债券市场普遍采用间接持有制，该体系有助于提升交易效率和流动性，但对国际投资者保护不够。2008 年次贷危机的发生主因之一即离岸金融市场过度逐利、轻视投资者保护。实践中，间接持有体系确立了“非穿透”原则（no look through principle），当债券出现违约，持有链上每一方通常只对其直接交易对手方享有请求权，处于链条最底端的债权受益所有权人缺乏直接起诉发行人违约的诉讼主体资格，与之对应的，有关诉权被保留给了 CSD 登记的债券所有权人。对投资者而言，即使赴有管辖权法院起诉，往往也会被告知原告不适格。同时，国际债券信托契据通常约定，债券受益所有权人（包括终端投资者）需通过受托管理人集体行使追偿权，而受托管理人由发行人付费指定，天然不倾向在未明显违约事件发生前，主动维护投资者权益。当发行人为主权实体（如希腊主权债重组案），跨境执行更面临主权豁免和集体行动条款制约，个体投资者权益被边缘化，无法单独提起诉讼或申请财产保全。近年来，虽然欧盟 MiFID II 指令和美国 Dodd-Frank 法案强化了中介机构受托责任，要

求受托管理人协助受益人维权，但收效不大。总之，间接持有下的国际债券信托架构，虽然高效，但也放大了投资者弱势地位。本案中，通过测试案例予以扭正，平衡效率与公平，可以体现中国司法部门对于证券法益的高度重视，彰显中国法投资者保护优势。

2、本案债券受托管理人与投资者诉权分配问题

判断本案投资者是否能够直接起诉发行人，是程序法上需要优先解决的问题。这一问题背后的实质是厘清自贸离岸债真正的法律结构以及相关参与主体法律地位。主旨是在促进我国离岸债券市场发展同时，坚定维护好境内外投资者保护这一核心证券法法益。本案中，SHA 债券约定适用香港法律，通过中国本土中央证券存管机构（CSD）中债登进行登记，上海金融法院是管辖法院。一方面，《信托契据》包含一项“不起诉条款”

（No-Action Clause），约定出现违约后，只能由受托管理人向发行人提起诉讼，债券持有人不能直接向发行人提起诉讼。另一方面，投资者 I 起诉发行人，要求法院确认区块链簿记发行方式因缺乏中国法律依据而无效。案件实体争议由上海金融法院依法审理即可，而需要首先面对的程序性挑战是作为已被 CSD 登记的债券持有人 I，是否有权在约定管辖法院对债券发行人直接起诉。有关分析围绕以下两个重点展开：一是“不起诉

条款”效力及对债券持有人诉权的影响；二是 CSD 登记赋予被登记持有人债券所有权和诉讼主体资格问题。

3、“不起诉条款”的法理和效力

“不起诉条款”是国际债券信托发行中的标准合同安排，该条款通常禁止个别债券持有人对发行人直接提起诉讼，除非满足一系列严格的前置条件且受托人怠于履职。该条款核心功能是将执行权集中于受托管理人一身，防止个别投资者单独诉讼可能引发的混乱局面，条款旨在促进有序的债务重组谈判，根本目标在于保护债券持有人集体利益，防止因个别行动损害潜在的庭外和解方案或导致不公平的优先受偿。考虑到大陆法系审判二分实体和程序，分别适用准据法和法院地法，而英美法系注重条款的实际效果和商业目的，不严格区分实体与程序，这一不同在本案审判时应予以考虑，进而从合同整体目的出发来判断具体条款效力。根据国际私法基本原则，本案诉讼程序问题适用法院地法并无问题，上海法院在涉外案件中审理时关于“谁有权起诉”、

“如何起诉”等问题，可适用中国《民事诉讼法》及相关司法解释。

关于国际债券条款中的不起诉条款，有两个要点：一是需要明确，间接持有体系下，即便不存在不起诉条款，债券持有人因仅具有受益所有权人，不是债券所有权

人、不是发行人的债权人，直接起诉发行人确有不妥。二是国际债券纠纷一般遵循合同法争议思路，信托契据中的“不起诉条款”，限制的是诉权行使方式，而非诉权本身——这种限制，绝非剥夺投资者全部诉权，而仅仅是通过单一诉讼直接起诉发行人的权利。例如，香港法院在 Elektrim SA v Vivendi 案中，认可“不起诉条款”作为程序性限制的效力，但强调其不得排除持有人的基本付款请求权。以上分析可以得出结论：**无论中国法下亦或香港法下，本案投资者均具有起诉的权利，不宜程序性驳回起诉。**

4、本案投资者 I 是否可以直接起诉发行人问题

前文已经得出不宜程序性驳回投资者起诉的初步结论，进一步的，本案《信托契据》约定，“任何债券持有人均无权直接向发行人.....提起诉讼。”表面来看，该约定符合国际债券域外实践，但其内涵却大为不同。

首先，从适用法院地法角度，《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》（以下简称《纪要》）关于“诉讼主体资格的认定部分”规定，“案件审理中,人民法院应当根据当事人的协议约定或者债券持有人会议的决议,承认债券受托管理人或者债券持有人会议推选的代表人的法律地位.....。对于债券违约合同纠纷案件，应当以债券受托管理人或者债券持有人会议推选的代表人集中

起诉为原则，以债券持有人个别起诉为补充。”结合本案：一是自贸离岸债《信托契据》是发行人与受托管理人签订的，投资者并未签署本项协议，在域外，国际债券投资者仅是信托关系中的受益人，信托成立无需作为受益人的投资者同意。但本案中，投资者 I 是被 CSD 登记的债券所有权人，实际是债券信托法律关系的委托人，I 作为当事人，并未签署《信托契据》，因此也就不存在“当事人的协议约定或者债券持有人会议的决议”这一必要条件，受托管理人集中起诉的权源存在重大瑕疵。二是《纪要》明确集中起诉为原则、个别起诉为补充，在本案中，投资者 I 对区块链簿记发行是否合法合规进行质疑，完全不同于受托管理人要求违约偿债诉求，且在区块链数字债券有关上位法支持不明确、不具体背景下，客观理性人角度确实需要法院给予进一步的司法解答和规范，可以认为属于“个别起诉为补充”范畴，法院理应将其诉求纳入实体审判。

其次，需要厘清投资者 I 真正的法律地位和诉讼权利。本案中，投资者 I 直接被登记在 CSD 登记册上，成为法律上的被登记持有人。其持有中债登签发的持有人证明，显示中债登系统中 I 的债券账户内有 1 亿元 SHA 债券所有权份额。根据物权法理论，CSD 登记实现了“登记要件主义”，中债登作为自贸离岸债的中央证券

存管机构，发行登记会创设债券财产权，以及被登持有人与发行人之间的债权债务关系。本案发行募集说明书也明确了在中债登登记的投资者是债券所有权人，这是对投资者I债权人地位的复次绝对确认，是投资者获得直接起诉发行人违约诉讼地位的重要判断基础。

在债券条款的合同约定和解释层面，一方面，募集说明书明确将中债登登记的投资者定义为“持有人”和“绝对所有人”，投资者未签署《信托契据》，如果被剥夺了身为“绝对所有权人”的直接起诉权，判决就需要给出令人信服的理由。另一方面，如当事方能证明投资者I在认购债券过程中对“不起诉条款”有明确知晓且同意的表示，法院就可以果断认为“不起诉条款”内容是本案债券持有人与发行人债权债务关系的一部分。退一步讲，即便认为投资者I用购债行为表示其认可《信托契据》，《信托契据》的“不起诉条款”实际规定的是所有权人如何行使其权利，仅程序事宜。“不起诉条款”并非否定持有人的实体权利，只是在程序维度上，对持有人行使诉权等权利方式进行规范，约束持有人在一定条件下通过受托管理人来集中行使权利。因此，对于投资者起诉区块链发行无效这一实体问题，《信托契据》有关约定依然不妨碍法院依法进行审理。

五、 结语

综上所述，无论国际国内，各司法管辖权 CSD 所具有的证券业核心确权效力，对于监管的支持效能，始终是证券市场法治稳固的重要基石之一。各国证券立法与监管理念普遍重视投资者保护，即使在跨多个司法管辖区的国际债券市场上，投资者实际也不曾存在过因债券信托契约“不起诉条款”，而被全部否定的实质风险。即便香港法下的信托契据试图借“不起诉条款”对投资者直接起诉发行人进行限制，其作用也仅是规范受益所有权人（而非债券所有权人）行权路径，本质源于多层持有结构下发行人无需应付无直接合同关系者，这确实也符合合同相对性原理。英国法下的信托契据无法不也不存在剥夺投资者对其直接合同相对方债权以及全部起诉维权的可能。本案中，中债登登记赋予投资者 1 债券所有权人身份，是全部诉权争议讨论的前提，法院应先锚定谁是合法债券所有权人这一基本事实，再审查诉权行使方式方面的争议。

中国债券市场已是全球第二大市场，我国正从国际规则的被动接受者向主动塑造者转变。法治建设势必应与经济体量相匹配，上海金融法院针对区块链簿记发行自贸离岸债进行案例测试，是立足中国法治主场，应对国际金融治理体系深刻重构的有益探索。金融市场案例测试机制作为国际金融中心独特的前瞻性司法指引，将

司法确定性注入市场创新，具有显著的公共产品价值。相信测试案例将进一步提升中国为最前沿国际金融创新提供兼顾发展与安全的法治基础的能力和信心，助力提升我国在全球金融治理体系中的话语权，服务加快建设金融强国战略。

意见提供人： 肖宇

二零二五年十二月八日