

FANGDA PARTNERS
方達律師事務所

**上海金融法院
金融市场案例测试机制**

案号：（2024）沪74测试1号

第三方意见书

上海市方达律师事务所

地址：上海市石门一路288号
兴业太古汇香港兴业中心二座24楼

二〇二五年十二月

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投资人 I/信托管理人 C 公司与被申请人发行人 A 公司、被申请人 A 公司境内关联企业 B1 公司、第三人中央国债登记结算有限责任公司上海分公司关于以区块链簿记发行的自贸区离岸债券违约处置法律规则及担保品处置规则适用的测试案例（“测试案例”，案号（2024）沪 74 测试 1 号），上海市方达律师事务所阅看了相关材料，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）第十五条之规定，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。

我们注意到，本案涉及区块链簿记发行数字债券的法律效力、债券受托管理人权利与义务边界、担保行为的效力及履行、交叉违约或预期违约的认定与法律责任等多项争议焦点，我们现就本案法律适用、区块链簿记发行方式的效力、案涉担保品处置行为的合法性及合理性、债券持有人与受托管理人之间“起诉冲突”等事项发表如下意见。

1. 关于本案法律适用

1.1 在深入分析各项具体争议焦点之前，我们认为有必要首先明确本案所涉法律关系的性质及应当适用的准据法。这是所有后续法律判断的逻辑起点与论证基础。

- 1.2 一方面，本案具有鲜明的跨境性及复杂性：债券发行人 A、受托管理人 C 及投资人 I 均为境外主体，而部分核心担保资产及担保人 B2、保证人 B1 位于境内；债券发行与交易安排本身亦涉及自贸区离岸金融活动。
- 1.3 另一方面，各方在审理过程中虽不同程度地援引了境内、境外不同法域的法律规定，但并未将“法律适用”本身作为一个独立的、先决性的争议焦点予以正式提出和集中辩论。此种情况下，若不对本案应适用的准据法进行明确，后续对所有实体问题——包括债券效力、担保责任、违约认定——的分析将缺乏必要的基础。
- 1.4 鉴于此，本部分将依据《中华人民共和国涉外民事关系法律适用法》（“《法律适用法》”）相关规定，就本案主要法律关系进行识别，并确定其准据法。
- 1.5 具体而言，根据《法律适用法》第八条规定，“涉外民事关系的定性，适用法院地法律”。本案由中国内地法院（上海金融法院）受理，故对案涉自贸区离岸债券法律关系的识别，应适用中华人民共和国法律（“中国内地法律”）。
- 1.6 一般认为，债券是发行人为满足资金需求向投资者发行并承诺按一定利率支付利息并按约定条件偿还本金的债权债务凭证，其本质是债的证明。¹因此，债券的核心基础法律关系是发行人与持有人之间的债权债务关系。²

¹ 冯果：《债券的证券本质与债券市场法制化——〈证券法〉修订背景下的债券法律体系重构与完善》，《证券法苑》（2016）第十七卷。

² 李曙光、刘欣东：《〈公司法〉修订中债券制度的改革与重构》，《中国应用法学》2023年第1期。

1.7 另一方面，发行人需根据法定程序发行债券，³债券在发行、交易、信息披露、登记存管与清算等环节均受到相应监管。⁴因此，债券还涉及金融行政监管关系。

1.8 此外，债券发行文件除直接设定发行人与持有人之间的债权债务关系外，还通过援引担保协议、持有人会议规则、受托管理协议、承销协议、评级师意见、律师意见、审计师意见等设定各参与主体之间的权利义务关系，从而形成债券“契约束”。⁵前述法律关系包括担保人与持有人之间的担保合同法律关系、持有人之间的契约关系、持有人与受托管理人之间的信托关系/委托代理关系、持有人与中介机构间的信赖关系（服务合同关系）等。

1.9 基于此，我们就本案主要涉及的法律关系及适用法律具体分析如下：

(1) 判断区块链簿记发行方式是否合法有效应适用中国内地法律

1.10 债券发行行为是否符合法律规定，涉及国家金融监管机关对发行活动的监管权限，属于公法调整范畴。公法规范具有严格的属地适用性。因此，金融监管规则原则上应适用发行行为实施地法。⁶

1.11 本案 SHA 债券在上海自贸区发行，其发行采取的技术手段是否合规，应适用中华人民共和国现行金融监管法律法规予以判断。如相关法律法规或经国务院批准的授权文件允许上海自贸区就此实施特别试点政策或作出具体规定，则在该授权范围内，同时考虑该等特别规定。

i. 我国相关金融监管法律法规包括但不限于：

³ 同前注 1。

⁴ 参见洪艳蓉：《新〈公司法〉下的债券治理与投资者保护》，《中国法律评论》2024 年第 4 期。

⁵ 同前注 2。

⁶ 参见最高人民法院民事审判第四庭编著：《中华人民共和国涉外民事关系法律适用法条文理解与适用》，中国法制出版社 2011 年 9 月第 1 版，第 289-290 页。

- a. 《中华人民共和国证券法》（“《证券法》”）第二条第一款规定，“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”。
 - b. 《中华人民共和国公司法》（“《公司法》”）第一百四十四条第三款规定，“公司债券的发行和交易应当符合《中华人民共和国证券法》等法律、行政法规的规定”。
 - c. 《中华人民共和国中国人民银行法》第四条规定，“中国人民银行履行下列职责：……（四）监督管理银行间同业拆借市场和银行间债券市场……”。
- ii. 此外，中共上海市委金融委员会办公室、中国人民银行上海总部于2025年9月28日发布并实施《关于进一步推进上海自贸离岸债高质量发展的若干措施（试行）》（“《若干措施》”），其中第十四条“法律适用及违约处置”明确自贸区离岸债发行及存续期间有关纠纷的法律适用按照约定优先、未约定适用中国法律及有关规定处理的规则。⁷
 - iii. 尽管SHA债券于2023年1月发行，早于《若干措施》发布及实施时间，但结合《若干措施》的制定背景，⁸我们认为《若干措施》项下自贸区离岸债券相关规定具有一定参考性。

⁷ 《关于进一步推进上海自贸离岸债高质量发展的若干措施（试行）》：（十四）法律适用及违约处置

发行主体、投资主体等可以通过自行协商等方式在发行文件中约定自贸离岸债发行及存续期间有关纠纷的法律适用及违约处置等。未明确约定的，按照中国法律及有关规定执行。

鼓励参与主体将自贸离岸债有关纠纷，在符合级别管辖前提下优先约定上海金融法院为管辖法院；约定仲裁解决的，优先约定仲裁地为上海。

⁸ 《关于印发〈关于进一步推进上海自贸离岸债高质量发展的若干措施（试行）〉的通知》：为贯彻落实习近平总书记考察上海系列重要讲话和中央金融工作会议精神，构建与上海国际金融中心相匹配的离岸金融体系，根据《中共中央 国务院关于支持浦东新区高水平改革开放 打造社会主义现代化建设引领区的意见》《浦东新区综合改革试点实施方案（2023-2027年）》

- iv. 因此，本案应进一步考察当事人之间是否对判断区块链簿记发行方式的效力这一事项应适用的法律作出约定。
- v. 案涉募集说明书⁹第 16 条 (a) 项约定，“适用法律：债券、信托契据、代理协议、保证协议、国际债券 ISIN：US303280EU28 的担保协议受香港法律管辖。中国银行间债券市场交易的债券 XXXX 的担保协议受中华人民共和国法律（仅为本条款之目的，不包括香港、澳门特别行政区及中国台湾地区法律）管辖”。该条款是合同中的一般法律选择条款，其适用范围通常涵盖与前述文件（债券、信托契据等）本身的解释、履行、违约及救济相关的传统合同争议，指向的是当事人基于意思自治所创设的权利义务内容。
- vi. 同时，募集说明书第 1 条第 (e) (B) 项约定：“本条中与债券有关的业务方面不受香港特别行政区（‘香港’）法律管辖。债券中使用的区块链技术相关内容受中华人民共和国法律管辖（不包括法律冲突规则和香港、澳门特别行政区和中国台湾地区法律）”。该约定以例外排除与特别指定的方式，创设了一项特殊的法律适用规则。
- vii. 募集说明书上述两个条款约定共同构成了当事人就不同性质事项作出的分层式、指向明确的法律选择安排。这种区分并非无意之举，而是体现了将“合同一般事项”与“债券的业

《关于支持加快建设上海国际金融中心的意见》《上海国际金融中心进一步提升跨境金融服务便利化行动方案》以及《上海市推进国际金融中心建设条例》等有关要求，按照 2025 陆家嘴论坛精神和国家金融管理部门统一安排，现将《关于进一步推进上海自贸离岸债高质量发展的若干措施（试行）》印发给你们，请按照执行。

⁹ 考虑到 SHA 债券已成功发行并由投资人认购持有，募集说明书亦是各方后续签署的一系列合同主要内容之体现，我们暂假定各方已同意接受募集说明书相关内容之约束。

务属性及技术实现方式”分别适用不同法域法律的缔约意图：前者适用香港法律，后者则不适用香港法律。

- viii. 根据香港法律专家提供的意见，“与债券有关的业务方面”这一表述在香港法下并非是具有固定内涵的法律术语。故我们认为对其的理解应回归合同文本本身，并考虑案涉债券在中国法下作为受监管金融产品的特殊性。
- ix. 结合该条款的体系位置（位于“区块链簿记发行¹⁰”部分）及其与区块链技术条款的并列关系，我们认为，当事人意图将债券的发行结构、发行方式、募集对象、交易流通机制、登记托管等受发行地金融监管法规直接规制的业务属性问题，与纯粹的合同权利义务问题相剥离。
- x. 换言之，前述约定显示各方在发行文件中约定 SHA 债券适用香港法律，但相关发行事项不受香港法律约束。在各方未明确约定该事项适用法律的情况下，根据《若干措施》第十四条之规定，该事项应适用中国内地法律。

1.12 综上，不论是从发行地公法规范适用原则出发，还是结合上海自贸区的特殊试点及监管安排，SHA 债券均应适用中国内地法律判断其发行方式的合法性。

1.13 表面上看，债券发行中的公法监管要求与当事人意思自治的法律选择，在理论上存在导向不同法律结果的紧张关系。然而在实践中，基于以下两方面原因，关于发行合法性等公法属性的法律适用问题，通常不会与当事人协议选择的法律产生矛盾。

¹⁰ Blockchain Bookkeeping and Issuance

1.14 一方面，公法事项的属地管辖原则具有优先性。债券在我国境内发行与交易，其发行结构、准入条件及监管合规性等事项，因涉及金融市场秩序与公共利益，依法应适用我国金融监管法律法规，这一公法适用规则具有强制性，并不因当事人的协议选择而改变。

1.15 另一方面，如前所述，理性当事人的选择通常具有内在一致性。在涉及此类重大合规事项时，当事人（尤其是专业金融机构）在协议中选择适用法律（如香港法律），通常旨在规范其之间的合同权利义务关系，而非意图排除发行地国对公法事项的强制性管辖。其法律选择本身，即隐含了对我国公法管辖效力的默认与遵从。

(2) 判断 SHA 债券是否违约，保证人 B1 是否承担连带责任应适用香港法律

1.16 如前所述，SHA 债券的核心基础法律关系是合同项下的债权债务关系及相关担保法律关系。

1.17 根据《法律适用法》第四十一条规定，“当事人可以协议选择合同适用的法律。当事人没有选择的，适用履行义务最能体现该合同特征的一方当事人经常居所地法律或者其他与该合同有最密切联系的法律”。

1.18 本案中，募集说明书第 16 条（a）项及信托契据¹¹15.1 条¹²约定，债券、信托契据、保证合同等受香港法律管辖。该约定体现了当事人对合同适用法律的意思自治。

¹¹ 尽管投资人非信托契据签署主体，但募集说明书第 4 段载明，“债券持有人受所有《信托契据》、任何《担保契据》及《担保协议》和《代理协议》项下适用于其的条款约束，并被视为已知悉这些条款”。结合前注 9，我们暂认为投资人受信托契据相关条款之约束。

¹² 信托契据 15.1 条：This Trust Deed and the Bonds and all non-contractual obligations arising from or connected with them are governed by, and shall be construed in accordance with, Hong Kong law.

1.19 因此，涉及 SHA 债券履行、B1 保证责任等合同义务事项，应尊重当事人意思自治，适用香港法律进行判断。

(3) 认定境内质押物的处置行为应适用中国内地法律

1.20 我们注意到，受托管理人 C 与质押人 B2 分别与中央国债登记结算有限责任公司（“中央结算公司”）签署了《中央国债登记结算有限责任公司担保品管理服务通用协议》（“《担保品管理服务通用协议》”），就 C、B2 授权中央结算公司作为担保品管理人，根据协议及其他担保品管理文件的规定提供担保品管理服务¹³相关事项作出约定。本案中，中央结算公司亦系基于此在 C 的指示下就 B2 提供的质押物予以了处置。

1.21 《担保品管理服务通用协议》第十条第（二）款约定，“本协议适用中华人民共和国法律（为本协议适用之目的，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区及台湾地区法律），并依法律、行政法规、部门规章、相关监管部门的监管规定和中央结算公司依法制定的业务规则进行解释。对本协议有关的特定事项，如上述法律法规、监管规定和业务规则没有规定，可以参照商业惯例或行业通行做法”。

1.22 由此可见，受托管理人 C 与质押人 B2、中央结算公司之间已就境内质押物的处置约定适用中国内地法律，根据《法律适用法》第四十一条之规定，上述约定应属合法有效。

(4) 处理债券持有人与受托管理人之间“起诉冲突”应综合适用中国内地法律及香港法律

¹³ 指中央结算公司根据相关参与方委托和授权，提供担保品选择、计算、质押、盯市、调整、解押、违约处置等服务的行为。

1.23 《中华人民共和国民事诉讼法》（“《民事诉讼法》”）第四条规定，“凡在中华人民共和国领域内进行民事诉讼，必须遵守本法。”第二百七十条规定，“在中华人民共和国领域内进行涉外民事诉讼，适用本编规定。本编没有规定的，适用本法其他有关规定。”

1.24 本案由上海金融法院审理。因此，关于诉讼程序事项，包括但不限于诉讼主体的资格、起诉与受理条件等，应适用程序所在地法律，即中国内地法律予以分析判断。

1.25 然而，判断债券持有人 I 的起诉是否构成“冲突”或“不适格”，核心在于对信托契据第 9.1 条约定的解释与适用。该条明确，“只有受托人可执行债券或本信托契据的规定，且任何债券持有人均无权直接对发行人、担保人或担保提供人提起诉讼，除非受托人在有义务提起诉讼的情况下，未能在合理时间内提起诉讼且该违约行为仍在持续”。该条款确立了债券违约救济的行权条件与顺序。

1.26 如前所述，根据募集说明书第 16 条（a）项的约定，信托契据的管辖法律为香港法。因此，关于前述第 9.1 条约定的效力、解释以及对各方权利的限制范围，均应依据香港法律进行认定。

1.27 综上，处理本案债券持有人与受托管理人之间的“起诉冲突”，应遵循以下审查路径：首先，依据中国内地法律对起诉的形式要件进行审查；其次，依据香港法律对信托契据第 9.1 条进行解释，以实质判断债券持有人提起本案诉讼是否存在行权障碍。

2. 关于区块链簿记发行方式的效力

2.1 根据第三人介绍，SHA 债券系中央结算公司利用区块链技术提供相关发行服务，除采用新技术手段外，债券品种和发行均经监管部门批准，业务规则、运行逻辑、受监管程度等与传统债券相同。

2.2 基于这一事实背景，结合如下两方面分析，我们认为 SHA 债券采用区块链技术手段无碍于债券发行行为的合法性：

(1) 相关金融监管制度未对债券发行的技术手段进行限制

2.3 当前，我国债券市场的法制体系在不断发展过程中，也呈现出一些值得关注的点：一是相关法规、部门规章及业务规则数量较多，内容较为丰富；二是在现有监管框架下，不同机构根据其职责制定了相应的规则体系；三是各层级的规则在调整对象、规范口径等方面存在一定差异。这些情况在一定程度上增加了市场理解与执行规则的复杂性。^{14 15}

2.4 尽管如此，相关法律制度的核心仍高度聚焦于债券的信用本质与金融风险防范，通过对发行主体资质、募集资金用途、信息披露义务以及市场行为底线（如禁止欺诈发行、内幕交易、操纵市场等损害市场秩序的行为）施加强制性要求，构建市场运行的基石。^{16 17 18}

19

2.5 与之相对，对于债券发行、登记、托管、交易、结算等环节所采用的具体技术实现方式与操作流程，现行法律法规并未设定统一的、

¹⁴ 参见冯果等著：《我国债券市场建立市场化法制化风险防范体系研究》，经济科学出版社 2025 年 4 月第 1 版，第 258 页-第 265 页。

¹⁵ 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。

¹⁶ 《证券法》第 15 条、第 17 条，《企业债券管理条例》第 12 条，《公司债券发行与交易管理办法》第 14 条、第 15 条。

¹⁷ 《证券法》第 14 条、第 15 条、第 17 条，《企业债券管理条例》第 12 条、第 20 条，《公司债券发行与交易管理办法》第 13 条、第 15 条。

¹⁸ 《证券法》第 19 条、第五章，《公司债券发行与交易管理办法》第 4 条、第 45 条、第六章、第 58 条，《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》第 7 条。

¹⁹ 《证券法》第 5 条、第三章第三节，《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》第 11 条。

排他性标准。²⁰而是通过《证券法》等上位法授权证券交易所、登记结算机构等金融基础设施主体²¹，由其制定具体业务规则，实现对债券发行、登记、托管、交易、结算等操作细节的规范。²²

2.6 在授权交易所、登记结算机构等通过业务规则规范债券发行等事务的情况下，一方面坚持不损害核心监管目标（信用风险与市场秩序），另一方面则为债券发行能够更贴近市场需求、贴合技术手段的创新与应用，提供了合理的探索空间。例如，随着现代电子技术的发展，《公司法》中关于实物券、记名债券、公司债券存根簿的规定大多已经缺乏实践土壤，证券“无纸化”和电子登记、托管、结算早已成为证券市场的基础。²³

（2）中央结算公司业务规则未对债券发行技术方式进行限制

中央结算公司业务规则对市场参与主体具有约束力

2.7 作为金融基础设施，中央结算公司制定业务规则、行使相应公共职能的权限来自相关部门授权，亦源于市场自治与契约安排。²⁴

2.8 具体而言，中国人民银行先后于 2000 年和 2009 年发布《全国银行间债券市场债券交易管理办法》《银行间债券市场债券登记托管结算管理办法》，确立了中央登记托管在我国证券管理制度中的基础地位，并明确了中央结算公司承担债券中央登记、一级托管及结算

²⁰ 同前注 15。

²¹ 金融基础设施，是指金融资产登记存管系统、清算结算系统（含开展集中清算业务的中央对手方）、交易设施、交易报告库、重要支付系统、基础征信系统。

²² 《证券法》第 115 条、第 149 条。

²³ 同前注 2。

²⁴ 张娜娜、江涵可：《实务研究 | 金融基础设施的法律争议与风险治理》，上海金融法院微信公众号，2025 年 12 月 3 日（<https://mp.weixin.qq.com/s/PG3owQk7HhMYco-ryPNIzA>）。

的职能。²⁵中央结算公司在设立、运营过程中也受到有关管理部门适当、有效的管理、监管和监督。²⁶

2.9 中国人民银行、中国证监会于 2025 年发布的《金融基础设施监督管理办法》第二十条亦规定：“金融基础设施运营机构应当承担参与者管理主体责任，切实采取措施强化参与者的监督和管理。金融基础设施运营机构与金融基础设施参与者之间应当通过签订协议、公约或制定业务规则等方式，明确各方权利、义务和责任”。

2.10 本案募集说明书的内容同样表明，各方同意受到中央结算公司相关业务规则的约束。

2.11 因此，中央结算公司为履行职能而依据相关上位法律规定、经正当程序制定的业务规则对市场参与方具有约束力。该等业务规则对债券发行技术方式是否有所限制，在本案中值得重点关注。

业务规则不涉及对债券发行技术方式的限制

2.12 我们注意到，中央结算公司制订的与本案相关的业务规则包括但不限于《中央国债登记结算有限责任公司债券登记托管结算业务指引》（“《登记托管结算业务指引》”）、《中央国债登记结算有限责任公司中国（上海）自由贸易试验区债券业务指引》（“《自贸区债券业务指引》”）等。

2.13 其中，《登记托管结算业务指引》共七章，分别为总则、账户业务、债券登记托管、债券交易结算、公司行为、应急业务、附则，不涉及对债券发行技术方式的限制。

²⁵ 王琼、刘一楠：《我国债券市场登记托管体制的历史沿革》，《债券》2021 年 9 月。

²⁶ 《中国人民银行办公厅关于实施<金融市场基础设施原则>有关事项的通知》：金融市场基础设施原则和职责：职责 A：金融市场基础设施的管理、监管和监督 金融市场基础设施应接受中央银行、市场监管者或其他有关管理部门适当、有效的管理、监管和监督。

2.14 《自贸区债券业务指引》共九章，分别为总则、账户开立及管理、债券发行与登记注册、债券分销与债权确认、债券上市流通与交易结算、本息兑付及收益资金分配、自贸区国际合作业务、自贸区柜台业务、附则。其中第三章“债券发行与登记注册”明确：

- i. 中央结算公司为自贸区债券提供发行支持，发行人应与中央结算公司签订《发行、登记及代理兑付服务协议》；
- ii. 自贸区债券发行人应按照申请债券代码、披露发行文件等步骤办理债券发行准备手续；
- iii. 发行人、主承销商按照有关规定进行公开招标或簿记建档方式发行；**
- iv. 发行结束后，中央结算公司按相应步骤办理债券登记。

2.15 综上，《自贸区债券业务指引》对于债券发行方式，强调的是需要采用公开招标或簿记建档方式，但不涉及对技术实现方式的限制。本案 SHA 债券即是在中央结算公司开发运行的区块链数字债券发行平台上完成簿记建档发行。²⁷

2.16 针对这一区块链数字债券发行平台，中央结算公司配套制定了《中债区块链数字债券发行平台规范》《中债区块链数字债券发行平台接口规范》（“《平台规范》”），对相关操作及技术细节进行说明。

2.17 根据《平台规范》介绍，区块链系一种由多方共同维护，使用密码学保证传输和访问安全，能够实现数据一致存储、防篡改、防抵赖的技术体系；区块链数字债券发行平台系基于区块链底层技术和运

²⁷ 《无争议事实确认书》第 2.2 段。

维管理服务构建的数字债券发行应用系统，供监管部门、发行人、承销团成员（其中主承销商一般担任簿记管理人）、投资人和中央结算公司相关业务人员使用；该平台具备发行前信息披露文件存证²⁸、债券注册²⁹、制作申购要约³⁰、债券申购³¹、配售³²、公布配售结果³³和生成通证³⁴等七大核心功能。尤为关键的是，平台对于账本数据具有完整性、一致性、保密性的要求，中央结算公司亦需履行法定中央托管机构职责，对平台实施中心化管理，可对数据不一致情况进行核查、判断、裁决等。³⁵

2.18 换言之，案涉区块链数字债券发行平台仅是将传统发行中的注册、申购、配售、结果确认等核心环节迁移至链上，利用区块链技术提升流程效率、数据透明性与防篡改能力。该平台仍由中央结算公司实施中心化管理，保留对关键节点的最终核查权，并确保监管机构对发行全过程的必要控制。该区块链系统与中央结算公司传统系统仍进行数据交互，确保区块链系统发行的债券仍在传统系统进行登记托管。³⁶

2.19 由此可见，中央结算公司既有业务规则并未禁止或限定发行技术的创新，区块链这一新技术的应用亦在其中心化管理之下。

²⁸ 支持信息披露文件上链存证，并支持存证查询。

²⁹ 用智能合约实现债券注册模块的主要功能，在债券注册环节对数据要素等规则进行预检查和校验，符合规则的债券，上链存储，不符合规则的信息，则无法上链。

³⁰ 在智能合约里实现要约申购、配售方式等各类规则，投资人和簿记管理人等角色在进行申购和配售时，系统根据不同角色自动校验申购数据字段规则和数据读写权限，校验通过后才可操作。

³¹ 用区块链进行规则校验、数据权限校验、申购数据的数字签名验证，确保申购数据真实、可追溯。用隐私保护算法对申购方账号、联系人、联系方式、申购价位、申购数量等申购明细信息进行加密存储。

³² 根据投资人的申购情况，调用利率簿记建档、价格簿记建档配售算法进行计算。计算完成后，对配售结果数据进行加密后上链，严格设置市场机构的操作权限和配售数据查阅权限，实现不同角色的差异化隐私保护机制。

³³ 支持生成整场配售结果并导出。

³⁴ 支持发行结果信息上链登记。

³⁵ 《中债区块链数字债券发行平台规范》第 5.3 条、第 10.3 条、第 10.6 条。

³⁶ 中央国债登记结算有限责任公司：《区块链数字债券白皮书》，2024 年 10 月，第 13 页。

2.20 因此，本案债券使用的区块链簿记发行方式符合既有的债券登记托管结算核心框架（如中央登记、一级托管），不违反发行准入、信息披露等上位法底线，未改变债券的法律属性和业务规则的适用基础，应属合法有效。

3. 关于中央结算公司处置案涉担保品的合法性及合理性

(1) 中央结算公司担保品处置规则的合法性及正当性

3.1 为提升担保品违约处置效率，规范违约处置流程，中央结算公司制定《中央结算公司担保品违约处置业务指引（试行）》（“《担保品处置规则》”）。作为中央结算公司的业务规则，这一规则的合法性及正当性应结合以下三方面综合判断：第一，规则制定权限的法定依据是否充分；第二，规则具体内容是否符合上位法规定；第三，制定程序是否满足正当性要求。^{37 38}

3.2 关于规则制定权限的法定依据，详见前述第 2.7 至第 2.11 段。

3.3 关于规则内容是否符合上位法规定，具体而言：

- i. 《担保品处置规则》的核心在于建立一套标准化的市场处置流程。该流程基于交易双方事先的有效协议约定，允许守约方在违约发生后，直接依据规则向中央结算公司申请启动处置，从而通过特定业务体系高效实现担保物权。
- ii. 我们认为，这一规则内容完全符合上位法规定。首先，《中华人民共和国民法典》（“《民法典》”）第四百三十六条第二款³⁹明确了质权人可与出质人协议折价，或就拍卖、变卖

³⁷ 同前注 24。

³⁸ 上海市高级人民法院（2011）沪高民五（商）终字第 5 号民事判决书。

³⁹ 《民法典》第四百三十六条第二款：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。

质押财产所得价款优先受偿。其次，《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民法典〉有关担保制度的解释》第四十五条第一款进一步确认，“当事人约定当债务人不履行到期债务或者发生当事人约定的实现担保物权的情形，担保物权人有权将担保财产自行拍卖、变卖并就所得的价款优先受偿的，该约定有效。……”

iii. 我国担保物权的实现采取的是当事人自救主义和司法救济相结合模式。⁴⁰质权的实现是质权人的权利，质权人可以决定何时以何种方式实现质权。质权人在实现质权时应当符合诚信原则，并不得违背相关法律的强制性规定。⁴¹在实践中以何种方式实现质权，首先由当事人协商决定，这种约定可以在订立质押合同时确定。⁴²实际上，本案质押人B2、受托管理人C通过与中央结算公司分别签署《担保品管理服务通用协议》⁴³，同意接受包括《担保品处置规则》在内的业务规则，明确达成“由担保物权人（或其受托管理人）单方申请，由中央结算公司对担保品进行处置”的有效约定。这正属于上述法律及司法解释所认可和保障的“当事人约定自行处置”情形。

3.4 关于制定程序，《银行间债券市场债券登记托管结算管理办法》第9条规定，“下列事项，债券登记托管结算机构应当报中国人民银行批准：……（二）内部控制制度、风险管理制度、业务规则以及应急预案的制定和修改；……”。根据《关于发布〈中央结算公司

⁴⁰ 最高人民法院民法典贯彻实施工作领导小组主编：《中华人民共和国民法典物权编理解与适用》，人民法院出版社2020年7月第1版，第1214页。

⁴¹ 最高人民法院民法典贯彻实施工作领导小组主编：《中华人民共和国民法典物权编理解与适用》，人民法院出版社2020年7月第1版，第1215页。

⁴² 同前注41。

⁴³ 《无争议事实确认书》第8.1段。

担保品违约处置业务指引（试行）>的通知》（中债字[2019]97号），《担保品处置规则》已经中国人民银行同意，并自发布之日起实施。⁴⁴

3.5 综上，中央结算公司《担保品处置规则》具备合法性及正当性，对质押人 B2 等市场参与主体具有约束力。

（2）中央结算公司处置质押债券的行为合法、合理

3.6 本案中，质押人 B2 主张案涉担保品处置应由法院执行，并质疑中央结算公司依据受托管理人 C 单方申请的处置行为及相应对价。

3.7 就此，我们具体分析如下：

3.8 关于中央结算公司依申请处置案涉担保品，《担保品处置规则》及《担保品管理服务通用协议》已作出清晰安排：

- i. 《担保品处置规则》第 2.1 条⁴⁵、第 3.1 条⁴⁶及第 4.1 条⁴⁷明确规定，当出质方发生违约时，质权方有权向中央结算公司申请办理协议折价过户、拍卖或变卖。

⁴⁴ 《关于发布<中央结算公司担保品违约处置业务指引（试行）>的通知》：为提升担保品违约处置效率，规范违约处置流程，维护市场成员的合法权益，中央结算公司（以下简称“公司”）制定了《中央结算公司担保品违约处置业务指引（试行）》。市场成员使用在公司托管的债券，作为履约保障担保品的相关业务，在出现违约情形后，委托公司办理担保品违约处置以实现担保物权的，适用本指引。经中国人民银行同意，现予以发布，自发布之日起实施。

⁴⁵ 《担保品处置规则》第 2.1 条：【业务申请】当出质方出现违约情形后，质权方和出质方可共同向公司申请办理协议折价过户。提交材料如下：……

⁴⁶ 《担保品处置规则》第 3.1 条：【业务申请】当出质方出现违约情形后，质权方可向公司申请办理担保品拍卖。提交材料如下：……

⁴⁷ 《担保品处置规则》第 4.1 条：【业务申请】当出质方出现违约情形后，质权方可向公司申请办理担保品变卖。提交材料如下：……

ii. 《担保品管理服务通用协议》第一条第（四）项⁴⁸约定，参与方已不可撤销地授权中央结算公司：在发生违约情形下，其可根据质权方的单方申请直接处置担保品，无需另行取得出质方的进一步同意，且其无义务进行实质审查。

3.9 关于“先变卖后拍卖”的处置顺序，《担保品处置规则》虽然提供折价、拍卖、变卖三种方式，但并未要求其执行必须遵循特定先后顺序。这种灵活性设定符合债券作为高流动性金融资产的特性，旨在赋予质权人根据市场波动灵活选择处置时机的权利，亦不违背我国现行法律的强制性规定。此外，《担保品管理服务通用协议》第一条第（四）项⁴⁹、第三条第（八）项⁵⁰进一步确立了中央结算公司对质权方单方申请的选择权的尊重，明确中央结算公司可以完全依赖申请进行操作。因此，在缺乏法定强制顺序的前提下，中央结算公司根据受托管理人的申请针对性执行变卖及后续拍卖，程序合法。

3.10 关于处置对价，担保品违约处置机制的核心价值在于处置效率与流动性的即时释放。债券市场波动剧烈，若对快速处置程序施加过高的审查要求或等同于司法拍卖的漫长评估流程，将直接导致处置时机流失，背离该制度防范金融风险、实现债权快速清偿的初衷。因

⁴⁸ 《担保品管理服务通用协议》第一条第（四）项“担保品违约处置”

通过在《申请表》中就某一类或多类业务选择“担保品违约处置服务”（或以中央结算公司指定的其他方式选择适用），参与方不可撤销地授权中央结算公司依据本协议以及其他担保品管理文件规定的方式进行担保品违约处置相关操作。

对于选择适用担保品违约处置的业务，参与方不可撤销地授权中央结算公司：若该等业务发生基础交易项下的违约事件或其他约定的处置担保品的情形，就拍卖、变卖而言，中央结算公司可按照担保品接收方的单方申请处置担保品（根据业务规则需要担保品提供方同意的情形除外），无需另行取得担保品提供方的进一步同意或授权，且无义务对该等申请进行实质审查。……

⁴⁹ 同前注 48。

⁵⁰ 《担保品管理服务通用协议》第三条第（八）项：就担保品违约处置项下的拍卖及变卖，中央结算公司可以完全依赖担保品接收方的单方申请，根据相关业务规则、本协议和其他担保品管理文件的规定进行处置。……

此，相关对价遵循基本市场标准即为合理。案涉变卖及拍卖价格均遵循这一标准：

- i. 变卖价格：《担保品处置规则》要求变卖价格不得低于公允价值（标的债券在拍卖或变卖的前一交易日的中债估值全价⁵¹）或出质方同意的价格⁵²；
- ii. 拍卖价格：《担保品处置规则》要求拍卖设定拍卖保留价（由中央结算公司参考标的债券在银行间债券市场拍卖日前三十个交易日的平均成交价格、标的债券公允价值确定）。⁵³

3.11 如前所述，上述规则不仅合法有效，且已通过《担保品管理服务通用协议》获得质押人的预先确认与同意。只要处置过程符合中央结算公司业务规则规定的价格机制，即应认定受托管理人及中央结算公司履行了合理的审慎义务。质押人以未经法院程序或对价不理想为由主张处置无效，缺乏法律与合同依据。

4. 关于债券持有人与受托管理人之间“起诉冲突”

（1）受托管理人有权提起本案诉讼

4.1 根据《证券法》第九十二条⁵⁴规定，在债券发行人未能按期兑付债券本息时，债券受托管理人可以接受全部或者部分债券持有人的委托，以自己名义代表债券持有人提起、参加民事诉讼。

⁵¹ 《担保品处置规则》第 1.5.11 条：公允价值：是指标的债券在拍卖或变卖的前一交易日的中债估值全价。中债估值是指中债金融估值中心有限公司发布的债券估值。

⁵² 《担保品处置规则》第 4.2 条：【变卖价格】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。

⁵³ 《担保品处置规则》第 3.3 条：【拍卖保留价】标的债券拍卖保留价由公司参考标的债券在银行间债券市场拍卖日前三十个交易日的平均成交价格、标的债券公允价值确定，并在拍卖公告中予以公布。

⁵⁴ 《证券法》第九十二条第三款：债券发行人未能按期兑付债券本息的，债券受托管理人可以接受全部或者部分债券持有人的委托，以自己名义代表债券持有人提起、参加民事诉讼或者清算程序。

4.2 尽管案涉 SHA 债券所属的债券类型仍有待进一步确认，但其具备“还本付息”这一基本属性。根据《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》（“《纪要》”）确立的“统一法律标准”原则，具有共同属性的债务融资工具应适用相同的法律标准。⁵⁵因此，我们认为本案应适用《证券法》第九十二条之规定。

4.3 本案中，债券持有人已通过事前约定方式，在信托契据第 9.1 条中明确“*违约事件发生后，受托人可随时自行决定且无需另行通知，对发行人、担保人或担保提供者提起其认为适当的诉讼*”。

4.4 综上，信托管理人 C 有权提起本案诉讼。

(2) 除特殊情况外，债券持有人不应在受托管理人就同一事项起诉的情况下另行起诉

4.5 首先，投资人 I 作为 SHA 债券的直接持有人（Absolute Owner⁵⁶），与本案有直接利害关系，形式上符合《民事诉讼法》第一百二十二条⁵⁷关于原告主体资格的规定。因此，上海金融法院在立案阶段基于形式审查受理其起诉，程序上并无不当。

4.6 然而，具备起诉资格并不意味着行权不受约束。信托契据第 9.1 条明确约定：“*只有受托人可执行债券或本信托契据的规定，且任何债券持有人均无权直接对发行人、担保人或担保提供者提起诉讼，除非受托人在有义务提起诉讼的情况下，未能在合理时间内提起诉*

⁵⁵ 《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》：一、关于案件审理的基本原则……目前，债券发行和交易市场的规则体系，主要由法律、行政法规、部门规章、行政规范性文件构成。人民法院在审理此类案件中，要根据法律和行政法规规定的基本原理，对具有还本付息这一共同属性的公司债券、企业债券、非金融企业债务融资工具适用相同的法律标准。……

⁵⁶ 募集说明书第 2(b)条、信托契据第 3.1 条。

⁵⁷ 《民事诉讼法》第一百二十二条 起诉必须符合下列条件：

- （一）原告是与本案有直接利害关系的公民、法人和其他组织；
- （二）有明确的被告；
- （三）有具体的诉讼请求和事实、理由；
- （四）属于人民法院受理民事诉讼的范围和受诉人民法院管辖。

讼且该违约行为仍在持续”。该条款以“排除+例外”的结构，清晰构建了以受托管理人集中行使诉权为原则、以持有人个别起诉为例外的行权安排。

4.7 根据本案香港法专家证人出具的意见，该条款在香港法律下合法有效；若案件在香港法院受理，法官通常会遵循该等约定。

4.8 我们亦认为该约定并未实质剥夺债券持有人的诉权，而是对其行权方式和触发条件进行了程序性约束（以受托人怠于履职为前提）。这种安排在集体行动效率与个体权利保护之间实现了平衡。⁵⁸与《纪要》确立的集中起诉为原则、个别起诉为补充的导向高度一致。既不构成对诉权的放弃，亦不违反我国法律、行政法规的强制性规定。

4.9 尊重并执行上述约定，具有充分的现实基础与必要性：

- i. 其一，可有效防止部分债券持有人通过抢先诉讼获得个别清偿，从而损害其他同等顺位债权人的合法权益，确保在发行人偿债能力受限时实现公平清偿。⁵⁹
- ii. 其二，由受托管理人集中诉讼，能显著减少重复诉讼，降低各方诉讼成本并节约司法资源，符合商事审判的效率原则，最终有利于维护债券持有人的整体利益。⁶⁰
- iii. 其三，我国司法实践已日益认可并支持受托管理人集中起诉模式。本案作为测试案例，理应贯彻并彰显这一鼓励高效化解债券纠纷的司法逻辑。

⁵⁸ 参见曹明哲：《债券纠纷司法实务精解》，中国法制出版社 2022 年 7 月第 1 版，第 31 页。

⁵⁹ 参见曹明哲：《债券纠纷司法实务精解》，中国法制出版社 2022 年 7 月第 1 版，第 30-31 页。

⁶⁰ 梁定平、毛升平：《解析美国债券违约诉讼的“不起诉条款”》，《金融市场研究》2020.11 VOL. 102。

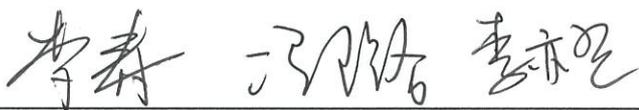
4.10 此外，上海金融法院在（2021）沪 74 民初 758 号案件中认为，在募集文件和受托管理协议未明确约定统一由受托管理人起诉的情形下，债券持有人可单独起诉。⁶¹反向推之，若相关文件（如本案信托契据）已对此作出明确约定，则应首先尊重该意思自治的安排。

4.11 综上，本案信托契据第 9.1 条之约定合法有效。在受托管理人 C 积极履行职责并提起诉讼的前提下，投资人 I 另行起诉缺乏合同依据与行权必要性。本案应依法裁定驳回投资人 I 的起诉。

此致

上海金融法院

意见提供人：上海市方达律师事务所

团队负责人： 

李春 律师 / 冯璐 律师 / 李亦然 律师

日期：2025 年 12 月 24 日

⁶¹ 上海金融法院（2021）沪 74 民初 758 号民事判决书：“……对此本院认为，新《证券法》和《全国法院审理债券纠纷案件会议纪要》的确赋予了债券受托管理人以诉讼主体资格，根据规定，只要债券募集文件和债券受托管理人协议约定了受托管理人，或者债券持有人会议通过决议授权受托管理人，受托管理人可以以自己的名义提起诉讼。但上述规定并不代表债券持有人本就具有的诉讼权利因此被排除。《全国法院审理债券纠纷案件会议纪要》第 6 条就明确保留了债券持有人自行和共同提起诉讼的权利，根据该条，在债券募集文件和受托管理协议没有明确约定统一由受托管理人提起诉讼的情形下，债券持有人可以选择不参加债券持有人会议，或者虽然参加会议但拒绝被受托管理人或所推选代表人所代表，然后单独或者与其他相同立场的债券持有人提起、参加民事诉讼。就本案而言，《债券受托管理协议》中对“债券受托管理人的职责、权利和义务”进行了如下约定，即，在发行人不能偿还债务时，债券受托管理人应当督促发行人、增信机构和其他具有偿付义务的机构等落实相应的偿债措施，并可以接受全部或部分债券持有人的委托，以自己名义代表债券持有人提起民事诉讼。从该条约定中可以推知，首先，案涉债券募集文件和受托管理文件中均未明确提及必须由债券受托管理人统一提起诉讼，也即，没有关于限制债券持有人以自己名义提起诉讼的相关约定。其次，债券受托管理人以自己的名义提起诉讼的前提是需要全部或者部分债券持有人的委托。由此可以反推出，部分债券持有人仍有权拒绝被债券受托管理人所代表，根据上述《全国法院审理债券纠纷案件会议纪要》第 6 条的精神，如拒绝被债券受托管理人所代表，则债券受托管理人的起诉行为效力不应及于该部分债券持有人。”