

上海金融法院 金融市场案例测试机制

司法意见书

(2024)沪74测试1号

审理庭成员：单素华、符望、孙倩、葛翔、黄辉、钱军、陈选娟。

审理庭助理：王倩、曹薇。

申请人一：信托管理人 C 公司。

委托代理人：赵慧丽，北京市君合律师事务所律师。

委托代理人：彭晚词，北京市君合律师事务所律师。

申请人二：投资者 I 公司。

委托代理人：刘天峰，上海市和平律师事务所律师。

委托代理人：周全，上海市和平律师事务所律师。

被申请人一：发行人 A 公司。

被申请人二：发行人境内关联企业 B1 公司。

以上二被申请人共同委托代理人：关峰，北京市金杜律师事务所上海分所律师。

以上二被申请人共同委托代理人：周昕，北京市金杜律师事务所上海分所律师。

以上二被申请人共同委托代理人：王晓雪，北京市金杜律师事务所上海分所律师。

第三人：中央国债登记结算有限责任公司上海分公司。

委托代理人：赵泽，男，该公司工作人员。

委托代理人：胡晓霖，男，该公司工作人员。

司法意见书摘要

本案基本事实

2023 年 1 月 30 日，境外发行人 A 公司通过中央国债登记结算有限责任公司（以下简称中央结算公司）区块链簿记发行系统，在上海自贸区发行了自贸离岸数字债“SHA 债券”，发行规模 10 亿元人民币，票面利率 3.50%，到期日为 2026 年 2 月 1 日。债券由 C 公司担任信托管理人，A 公司的境内关联企业 B1 公司提供保证担保，境内关联企业 B2 公司以面值 1 亿元人民币的国债以及面值 1,500 万美元的可交易国际债券提供质押担保。境外投资者 I 公司通过一级托管模式直接持有部分 SHA 债券。

2023 年 12 月，A 公司在中华人民共和国香港特别行政区（以下简称香港）发行的 HKA 债券发生违约，未能按期兑付到期本息约 950 万美元；同期，A 公司在境内的 500 万元人民币贷款亦发生逾期。

C 公司认为，上述违约事件累计金额已超过《募集说明书》第 8 条约定的 1,000 万美元交叉违约触发阈值，遂于 2024 年 1 月 1 日依据《募集说明书》及《关于 2026 年 2 月 1 日到期的经担保的人民币 10 亿元、年利率 3.50% 的债券的信托契据》（以下简称《信托契据》）的约定，宣布 SHA 债券

加速到期。

2024 年 11 月 12 日，C 公司依据《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（一般条款）》（以下简称《担保品通用协议》）及中央结算公司相关业务规则，授权中央结算公司启动境内质押债券处置程序，先以变卖方式、后以拍卖方式处置 B2 公司提供的国债担保品；同时，依照香港法律对 B2 公司转让的 1,500 万美元国际债券担保物在境外完成处置。处置所得款项扣抵后，SHA 债券项下尚有剩余本金及期内利息合计人民币 8 亿余元未获清偿。

C 公司遂以信托管理人身份起诉，要求 A 公司及保证人 B1 公司支付未偿本息及相应逾期利息。投资者 I 公司则以其直接持有的债券份额，单独提起诉讼，主张 SHA 债券因采用区块链方式发行而无效，要求 A 公司返还投资本金及资金占用费。中央结算公司上海分公司作为第三人参加诉讼。两案合并审理。

各方诉辩意见

申请人 C 公司主张：其作为《募集说明书》及《信托契约》中约定的 SHA 债券信托管理人，是《中华人民共和国证券法》（以下简称《证券法》）所规定的债券受托管理人，亦是香港法律下持有信托财产的法律所有权人，有权以自己

的名义代表全体债券持有人就债券违约提起诉讼。A 公司发生的 HKA 债券违约及银行贷款逾期已超过 1,000 万美元的交叉违约阈值，亦表明其无能力清偿到期债务，构成预期违约。请求 A 公司向其支付未偿本息合计人民币 819,134,778 元，并自加速到期次日起支付逾期利息；B1 公司承担连带保证责任。

申请人 I 公司主张：SHA 债券系通过区块链簿记方式发行，目前我国法律尚未认可区块链发行方式的有效性，债券发行行为应属无效；其作为登记的债券持有人，与发行人之间存在直接的债权债务关系，依据《中华人民共和国民事诉讼法》第一百二十二条规定具有独立的诉讼主体资格，不受《信托契据》中“不行动条款”的约束。请求认定 SHA 债券区块链簿记发行方式无效，A 公司向其返还其投资本金及相应资金占用费；如认定区块链簿记发行有效，则 A 公司应向其支付相应本金及利息、逾期利息，并由 B1 公司承担连带保证责任。

被申请人 A 公司、B1 公司共同辩称：第一，SHA 债券系通过中央结算公司认可的区块链簿记发行系统发行，符合上海自贸离岸债相关业务规则，应属合法有效。第二，HKA 债券是否到期应付应由香港法院判决，目前仍在协商兑付方案，不构成“到期未付的债务”；银行贷款亦在协商展期，未达到交叉违约触发阈值。A 公司未明示拒绝履行 SHA 债

券付款义务，不构成预期违约。第三，加速到期不应及于保证债务，B1 公司不应承担连带责任。第四，C 公司处置担保品过程中境内质押债券先变卖后拍卖的处置程序及处置价格不合理，C 公司也无权直接处置境内外担保物。

第三人中央结算公司上海分公司陈述：其依据《担保品通用协议》及《中央国债登记结算有限责任公司担保品违约处置业务指引（试行）》，基于参与方的不可撤销授权对境内质押债券实施了变卖及拍卖处置，处置程序符合业务规则及合同约定，对担保品接收方的处置申请无实质审查义务。

审理庭意见

本案存在以下四项核心争议：第一，区块链簿记发行的自贸离岸数字债是否合法有效；第二，自贸离岸债违约纠纷中信托管理人与债券持有人之间诉讼权利如何分配，也即，在信托管理人 C 公司已经就全体债券持有人利益提起申请的情况下，终端投资者 I 公司的申请事项能否予以支持；第三，SHA 债券是否构成交叉违约或预期违约；第四，债券违约后境内担保品的处置程序及处置价格是否合理，担保品管理服务机构的责任边界如何界定。审理庭依据《中华人民共和国涉外民事关系法律适用法》的有关规定，分别确定债券违约等争议适用香港法律，债券区块链发行争议、境内质押债券

处置等争议适用我国内地法律，并就域外法的查明听取了法律专家意见、参考了各方当事人及第三方提供的判例资料。

关于争议一，审理庭认为，SHA 债券的发行合法有效。发行人依据《中债区块链数字债券发行平台规范》及相关接口规范，通过中债区块链数字债券发行平台发行的自贸离岸债，与一般债券发行方式在法律性质上并无本质区别。中央结算公司通过技术安排确保链上债券通证与传统电子簿记账户中债券登记的一致性，链上通证具有事实上的证明力。当二者出现差异时，债券登记的法律效力以传统电子簿记登记为准，除非有证据证明传统电子簿记登记确有错误。

关于争议二，审理庭认为，SHA 债券虽采用一级托管模式，债券直接登记在终端投资者名下，但在信托法律关系的构建上与国际债券有共通之处，各方在《信托契据》中明确以债券项下若干权利作为信托客体，设定 C 公司为信托管理人，信托关系成立且合法有效。I 公司虽为债券直接持有人并具有诉的利益，但《募集说明书》《信托契据》中的“不行动条款”对 C 公司、I 公司均具有约束力。C 公司有权依据上述约定以自己名义为全体债券持有人利益行使诉权。在 C 公司已就债券持有人集体利益提起申请的情况下，对 I 公司的申请不予支持。

关于争议三，审理庭认为，根据香港法律，债务逾期后的展期协商并不改变债务违约的事实，HKA 债券到期未兑付

本息约 950 万美元与境内银行贷款逾期约 500 万元人民币合计已超过《募集说明书》约定的 1,000 万美元交叉违约触发阈值。预期违约以一方明示拒绝履行或以行为表明无意或不能履行合同义务为要。A 公司未明确拒绝兑付 SHA 债券，且仍按期足额支付了利息、积极协商债务展期，难以认定其构成预期违约。SHA 债券因交叉违约事件触发加速到期，A 公司应当承担支付本息的责任，B1 公司根据《担保协议》承担连带保证责任。

关于争议四，审理庭认为，依据《中华人民共和国民法典》（以下简称《民法典》）第四百三十六条第二款、第三款的规定，法律并未限定质物处置中变卖、拍卖的优先顺序，C 公司采取先变卖后拍卖的方式处置境内质押债券并不违反法律规定。中央结算公司依据《中央国债登记结算有限责任公司担保品违约处置业务指引（试行）》开展担保品管理及处置，并依据《担保品通用协议》中参与方的授权对担保品实施具体处置措施，其对债券是否实质违约无审查义务，也不对处置所造成的损失承担责任，除非有证据证明其存在故意或重大过错。《担保品通用协议》中相关免责条款不构成《民法典》第四百九十七条规定的格式条款无效情形。境内质押债券的变卖、拍卖程序合法，处置价格未显著偏离市场公允价值，被申请人主张缺乏证据支持。

综上，审理庭支持申请人 C 公司的申请，被申请人 A 公司应向 C 公司支付 SHA 债券剩余本金及期内利息合计 801,526,900.84 元，并支付自 2024 年 1 月 2 日至实际清偿之日止的逾期利息；被申请人 B1 公司就上述债务承担连带保证责任。对申请人 I 公司的全部申请不予支持。

目 录

1 案例简介	1
2 基本事实	5
各方当事人概况	5
债券发行过程及认购情况	5
《中债区块链数字债券发行平台规范》规定内容	7
《募集说明书》约定内容	9
《信托契据》约定内容	13
违约情况	18
SHA 债券加速到期的通知	19
担保品处置情况	22
《担保品通用协议》约定内容	24
《中央国债登记结算有限责任公司担保品违约处置业务指引（试 行）》规定内容	27
3 诉辩意见	29
申请人 C 公司的请求事项及理由	29
请求事项	29
事实与理由	29
申请人 I 公司的请求事项及理由	30
请求事项	31
事实与理由	31
被申请人的共同答辩意见	33
第三人的述称意见	44
4 审理意见	49
争点一：区块链簿记发行离岸数字债券的合法有效性	53

数字债券的概念与范围	53
SHA 债券的类型界定.....	56
SHA 债券区块链簿记建档发行的合法有效性	57
SHA 债券区块链记载的合法有效性	62
争点二：自贸离岸债违约纠纷中信托管理人与债券持有人之间诉讼权利如何分配	67
SHA 债券项下是否成立合法有效的信托关系	67
《信托契据》“不行动条款 (no action clause)” 的效力	86
《信托契据》第 9.1 条约定的“但书”情形是否成立	100
争点三：SHA 债券是否构成交叉违约或预期违约	103
SHA 债券是否构成交叉违约	103
SHA 债券是否构成预期违约	108
被申请人 B1 公司保证责任的承担	115
争点四：境内担保品的处置程序和处置价格是否合理	118
中央结算公司在担保品处置中的合同地位	118
中央结算公司作为金融基础设施在担保品管理中的功能定位	122
免责的有效性	125
5 审理庭最终结论	128
致 谢	131

1 案例简介

- 1.1 2021年4月，党中央、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》明确提出，要构建与上海国际金融中心相匹配的离岸金融体系。党的二十届三中全会通过的《关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》指出：“推动金融高水平开放，稳慎扎实推进人民币国际化，发展人民币离岸市场。稳妥推进数字人民币研发和应用。加快建设上海国际金融中心。”自贸离岸债是完善上海国际金融中心离岸金融体系的重要金融工具，也是深化金融制度型开放，加强对标国际通行规则标准建设的重要着力点。2025年9月28日，中共上海市委金融委员会办公室、中国人民银行上海总部发布《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）》。2025年12月30日，上海市人大常委会通过《上海市浦东新区自贸离岸债业务发展若干规定》。2026年6月17日，中国人民银行等部门和上海市人民政府联合印发的《上海国际金融中心发展离岸金融行动方案》，进一步强调“高质量发展自贸离岸债”。相关规范为上海自贸离岸债发展提供了指引，同时也进一步丰富了我国金融工具体系。

1.2 本次案例由中央国债登记结算有限责任公司上海分公司（以下简称中央结算公司上海分公司）、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）》第二条之规定，共同向本院申请启动。

1.3 本案申请测试的法律争议为：1.通过区块链簿记建档发行的自贸离岸数字债是否合法有效；2.一级托管、直接持有的自贸离岸债在信托结构下，债券信托管理人的权利义务边界如何厘定，在债券违约时信托管理人与终端投资者的诉讼权利如何分配；3.自贸离岸债发行文件载明适用域外法的，如何判断债券是否构成违约，违约责任应当如何界定；4.债券交易参与方依据中央国债登记结算有限责任公司（以下简称中央结算公司）的相关规则对境内担保品进行违约处置时，担保品管理服务机构的责任边界，以及处置程序的合法性有效性如何判断。

1.4 经审查，首先，离岸债券市场和债券发行、交易结构等具有显著的国际化、多元性特征。在成熟离岸金融中心的发展过程中，离岸债券虽然没有明确的法定规则，但是形成了以国际组织、国际金融机构为主导的合约惯例，对离岸债券市场的发展起到显著的推动作用。我国离岸金融市场如何在现有监管体系下有效对

接国际通行规则，强化上海离岸金融体系市场化、法治化规则引领，是本案测试的主要目的。其次，中央结算公司为债券市场提供包括债券发行、登记托管、交易结算、付息兑付、估值、担保品管理、信息披露等全生命周期服务，主要承担中央证券存管系统和证券结算系统职责，在国家金融基础设施体系中处于重要地位。同时，中央结算公司上海分公司也是承担上海自贸离岸债区块链簿记发行、登记托管的重要分支机构。对于中央结算公司相关规则是否符合《金融市场基础设施原则》（PFMI）要求，在离岸债登记托管、担保品处置等方面是否已具备清晰、透明且可执行的法律依据，也是本案测试的重要内容。再次，自贸离岸债作为连接境内资本市场与国际金融体系的重要创新工具，其登记托管模式的选择直接关系到市场运行效率、风险防控及投资者的权益保护与违约救济。当前，自贸离岸债原则上采用一级托管模式，与国际债券市场普遍施行的多级托管、名义持有机制之间存在一定差异。我国特有的登记托管体系能否与国际债券通行规则兼容、如何与国际债券市场接轨，有待在法律上作进一步论证，以此构建既适应我国国情、又能与国际市场顺畅对接的自贸离岸债登记托管体系。最后，2020年以来，中华人民共和国香港特别行政区（以

下简称香港)、新加坡等国际金融中心,以及世界银行等国际组织已经开展了多次区块链数字债券发行活动,但是区块链发行债券的方式、类型尚未统一,数字债券与传统登记存管之间的法律关系、发行的有效性等问题还存在一定法律空白。本案测试也有助于推动完善我国数字金融相关法律体系。

1.5 本案申请人、被申请人分别为虚拟的债券交易参与方,本案设定境外发行人A公司通过中央结算公司区块链发行系统发行了自贸离岸债SHA债券,由C公司作为债券信托管理人,担保人B1公司、B2公司提供担保,终端投资者I公司持有一定份额的SHA债券。因SHA债券发生违约,C公司和I公司分别根据合同约定的管辖条款,以A公司、B1公司为相对方提起申请。中央结算公司上海分公司作为第三人参与案件。

1.6 2025年11月7日,审理庭组织申请人C公司、I公司,被申请人A公司、B1公司,第三人中央结算公司上海分公司召开了审前会议,确认了本案的无争议事实,并固定了争议焦点。审理中,审理庭先后收到多份第三方专家意见书。2025年11月26日,本案正式开庭审理。香港君合律师事务所郭思锋、曾文滔律师作为申请人的证人到庭作证。

2 基本事实

各方当事人概况

- 2.1 申请人信托管理人 C 公司为获香港公司注册处颁发信托或公司服务提供者牌照（Trust or Company Service Provider License）的持牌机构。
- 2.2 申请人投资者 I 公司为认购 SHA 债券 10% 份额的债券持有人。
- 2.3 被申请人发行人 A 公司为境外注册企业。
- 2.4 保证人 B1 公司、担保人 B2 公司为 A 公司的境内关联企业。
- 2.5 HKA 公司为发行人 A 公司在香港的全资子公司。
- 2.6 第三人中央结算公司上海分公司是中央结算公司的分支机构，中央结算公司是由国务院出资设立的中央金融企业，主要承担债券市场中央证券托管系统、证券结算系统等职能。

债券发行过程及认购情况

- 2.7 2023 年 1 月 30 日，发行人 A 公司在上海自贸区通过区块链簿记方式发行自贸离岸数字债（以下简称 SHA

债券、债券代码：G238000），到期兑付日为 2026 年 2 月 1 日。SHA 债券是以人民币计价的附息式固定利率债券，规模人民币 10 亿元，年利率 3.5%。SHA 债券登记存管于中央结算公司，并约定 C 公司作为 SHA 债券的信托管理人（Trustee）。

2.8 SHA 债券发行前，发行人 A 公司依照发行规则披露了《募集说明书》。2023 年 1 月 30 日，SHA 债券在中债区块链数字债券发行平台上完成簿记建档发行，簿记建档总量、实际发行总量、投资者缴款总金额均为人民币 10 亿元。

2.9 2023 年 2 月 1 日，投资人 I 公司向发行人 A 公司指定账户缴纳人民币 1 亿元发行募集资金。全部投资人缴款完毕后，A 公司出具《离岸债券发行款到账确认书》，确认 SHA 债券发行款人民币 10 亿元全额到账。同日，中央结算公司向 A 公司出具《债券发行登记完成确认书》，确认 A 公司于 2023 年 1 月 30 日发行的 SHA 债券已于 2023 年 2 月 1 日在中债综合业务系统完成登记。

2.10 SHA 债券发行前，发行人 A 公司、作为保证人的 B1 公司、提供债券担保物的 B2 公司与作为信托管理人的 C 公司，共同签订了《关于 2026 年 2 月 1 日到期

的经担保的人民币 10 亿元、年利率 3.50% 的债券的信托契据》（以下简称《信托契据》）。

- 2.11 A 公司的境内关联企业 B1 公司为 SHA 债券提供连带保证；A 公司的境内关联企业 B2 公司以其直接持有的人民币国债，以及间接持有的可交易国际债券（境外发行，具有债券受益权），作为担保品提供担保。

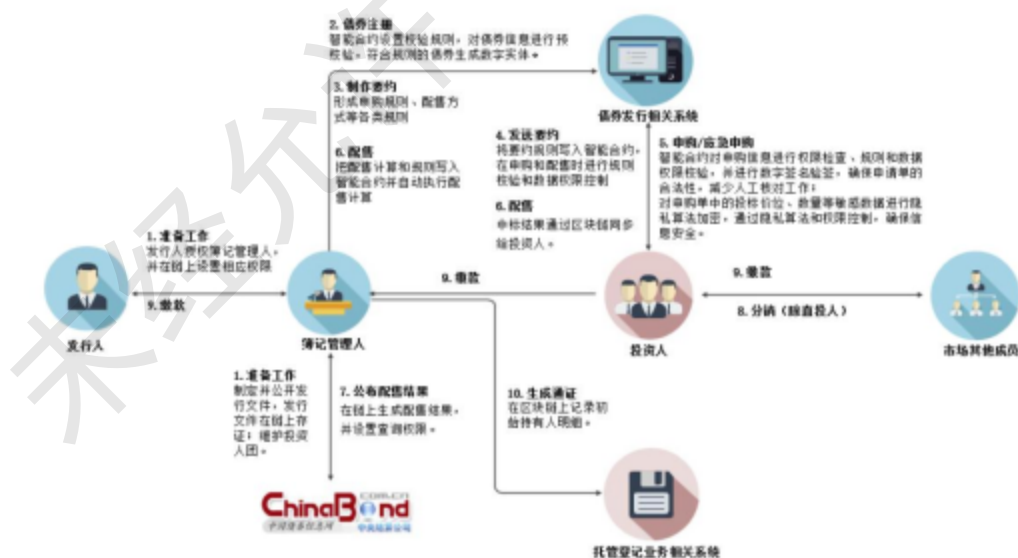
《中债区块链数字债券发行平台规范》规定内容

- 2.12 2023 年 7 月 13 日，中央结算公司发布实施《中债区块链数字债券发行平台规范》（Q/CCDC 00009-2023）企业标准。
- 2.13 第 1 条规定，本文件规定了区块链数字债券发行平台的基本要求、平台架构、功能要求、数据要求、性能要求、安全要求和运维要求等内容。本文件适用于中央结算公司通过区块链技术构建的数字债券发行平台。
- 2.14 第 3.10 条“区块链数字债券”规定，区块链数字债券是数字债券的一种，是应用区块链技术，具有通证形式，可支持账户松耦合的数字债券。
- 2.15 第 5.1 条“与业务规则相协调”规定，区块链数字债券发行平台建设以现有业务规则为基础，和现有业务规则

相协调。当业务规则发生变化时，区块链数字债券发行平台应及时升级。

2.16 第 5.3 条“中心化管理”规定，中央结算公司履行法定中央托管机构职责，对区块链数字债券发行平台实施中心化管理，在关键业务环节实施裁决机制，同时接受市场机构的监督，合理采纳并及时回复市场机构的意见建议。

2.17 第 7.1 条“核心功能”规定，区块链数字债券发行平台应具备发行前信息披露文件存证、债券注册、制作申购要约、债券申购、配售、公布配售结果和生成通证等七大核心功能，如图所示。



2.18 第 7.2 条“发行前信息披露存证”规定，支持信息披露文件上链存证，并支持存证查询。

2.19 第 7.8 条“生成通证”规定，支持发行结果信息上链登记。

2.20 第 9.6 条“互操作性”规定，应支持互操作，包括应用层互操作、链间互操作和链下互操作。通过应用层互操作实现区块链数字债券发行平台业务应用和底层链的对接交互。通过链间互操作实现区块链数字债券发行平台和其他区块链系统之间的数据互通、身份互认和治理协同。通过链下互操作实现区块链数字债券发行平台和链下系统的安全可信交互。

《募集说明书》约定内容

2.21 引言部分约定，A 公司（发行人）发行的利率 3.50% 的 10 亿元人民币债券由发行人、B1 公司（担保人）、B2 公司（担保品提供者）和作为信托管理人的 C 公司签订《信托契据》。本《募集说明书》关于交易条件的若干规定为《信托契据》《保证契据》《担保协议》及《代理协议》的摘要，其效力受制于前述文件的详细规定。债券持有人有权享有《信托契据》及《代理协议》中适用于其的条款的保障，同时受该等条款约束，并视为已获知该等条款。

2.22 第 1 条约定，（c）债券的保证：根据第 13 条（后续发行）的规定，保证人已在《保证契据》中无条件且不可撤销地保证并承诺对发行人就本债券及《信托契

据》项下不时应付的所有款项以连带责任方式进行到期及准时偿付。（d）债券的担保：根据第 13 条（后续发行）的规定，担保品提供方已在《担保协议》中无条件且不可撤销地向信托管理人授予对以下标的的持续性担保权益：担保品提供方持有的、在中国银行间债券市场交易的 XXXX 人民币国债（该等债券已质押予信托管理人）；及国际债券（ISIN: US303280EU28）（该等债券已转让予信托管理人），作为担保发行人因本债券及《担保协议》项下不时应付的所有款项准时偿付的担保。该担保品的处置应依据适用法律及中央结算公司的担保品管理与处置规则进行。（e）区块链记账和发行：（A）区块链债券系统中债券的代币化记录与中央结算公司中债综合业务系统维护的初始记账记录和债券登记记录的变更相对应。债券权利的确认应基于中债综合业务系统中的记录。通过区块链记账发行的数字债券在中央证券登记处登记后即具有法律效力，该数字债券应与通过中债综合业务系统发行的传统债券具有同等法律效力；（B）本条中与债券有关的业务方面不受香港法律管辖。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、澳门特别行政区和台湾地区法律）；（C）从事债券发行和交易的市场参与者

自愿使用离岸债券发行业务和区块链记账。通过参与，各方充分理解并自愿同意遵守中央结算公司的相关业务规则，并使用中央结算公司提供的区块链相关服务。

- 2.23 第 2 条约定，(a)登记：登记机构应根据《代理协议》的规定，在中国境内维护本债券的登记簿。在本条款与条件中，债券的“持有人”指以其名义在就各债券证书设立的登记簿上暂时登记该债券的人士（或者，在联名持有的情况下，指该等联名持有人中排名第一者），“债券持有人”一词应据此解释。(b)所有权：持有人应（除法律另有要求外）就所有目的被视为该债券的绝对所有权人。

- 2.24 第 4 条约定，债券自发行日（含当日）起，按其未偿还本金金额以年利率 3.50%计息，每半年期末支付一次，每计算金额等额分期支付人民币 1,750 万元，于每年 2 月 1 日和 8 月 1 日支付，自 2023 年 8 月 1 日开始。债券自其到期日起停止计息，若债券经正式届期申索，本金被不当扣留或拒绝支付，则该债券将继续按上述利率计息（无论在判决之前或之后）。

- 2.25 第 8 条约定，如果发生以下任何事件（每一事件均称为“违约事件”），则信托管理人可自行决定，以及，如果持有未偿还债券总本金金额至少 25%的持有人提出书面要求或根据特别决议的指示，信托管理人应（在

信託管理人已獲得補償和/或提供其滿意的擔保和/或預付款的情況下）向發行人發出書面通知，宣布債券立即到期應付。因此，這些債券應立即到期并按本金連同應計利息一并支付，無需採取進一步行動或手續。……（c）發行人、保證人、擔保人或主要子公司的交叉違約：（i）發行人、保證人、擔保人或其各自的任何主要子公司的任何其他當前或未來債務未在到期時或（視情況而定）在任何最初適用的寬限期內支付；（ii）由於任何實際或潛在的違約、違約事件或類似事件（無論如何描述），任何此類債務在其規定的到期日之前到期應付（或能夠被宣布到期應付）；或（iii）發行人、保證人、擔保人或其各自的任何主要子公司未能在到期時支付其根據任何債務的任何保證或擔保應支付的任何金額；但前提是本條款第 8.(c) 條第（i）和/或第（ii）款所述負債金額和/或第（iii）款所述任何擔保項下的應付金額單獨或合計超過 1,000 萬美元（或以任何其他貨幣計算的等值金額）。

- 2.26 第 12 條約定，信託管理人可隨時自行決定並無需通知，提起其認為適當的法律程序以強制執行其在《信託契據》下與債券或任何《保證契據》或任何《擔保協議》相關的權利，但其無義務如此行事，除非：（a）其收到當時未償還債券本金總額至少 25% 的持有人的書面

请求，或受到特别决议的指示；及（b）其已获得令其满意的补偿及/或担保及/或预付款项。

- 2.27 第 16 条约定，（a）适用法律：债券、《信托契据》《代理协议》《保证契据》及关于国际债券 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的《担保协议》受中华人民共和国法律管辖，不包括香港、澳门特别行政区及台湾地区法律。（b）管辖权：发行方、担保方和担保品提供方在《信托契据》《代理协议》《保证契据》[以及担保方根据第 14 条（进一步发行）可能为受托方利益而签订的任何《保证契据》]和《担保协议》[以及担保提供方根据第 14 条（进一步发行）可能为受托方利益而签订的任何《担保协议》]中均同意，为了信託管理人和债券持有人的利益，上海金融法院对解决因债券、《信托契据》《代理协议》《保证契据》《担保协议》产生的或与之相关的任何争议具有非专属管辖权。

《信托契据》约定内容

- 2.28 第 2.1 条约定，发行人向信托管理人承诺，当债券或其任何部分根据债券条款到期应予赎回，或债券或其

任何部分的任何本金到期应予偿还时，发行人将在中华人民共和国境内，以可即时动用、可自由转让的人民币资金，无条件地向信托管理人支付或安排支付该到期日应赎回或偿还的债券或其部分的本金金额；且在所有该等付款（无论判决前或判决后）正式作出前，发行人应按债券条款约定的日期，无条件地向信托管理人支付或安排支付不时尚未偿还的债券或其部分本金金额对应的利息，但下述条件除外……信托管理人将为自身及债券持有人的利益（for itself and the Bondholders），以信托方式（on trust）持有本承诺（hold the benefit of this covenant）及第 6 条（遵守信托契据及附表的承诺）项下承诺的相关权益。

2.29 第 2.2 条约定，在任何违约事件或潜在违约事件发生后的任何时间，信托管理人可采取以下行动……通过向发行人和担保人发出书面通知，要求其各自将债券项下所有后续支付款项支付至信托管理人或按其指令支付。

2.30 第 3.1 条约定，发行人、担保人、担保品提供方、信托管理人以及任何支付代理机构，均可将任何债券证书的持有人视为该债券证书的绝对所有人，且针对该债券证书的原始持有人或任何中间持有人，该持有人不受发行人提出的任何衡平法上的权利、抵销权或反

诉主张的约束（无论该债券证书所代表的债券是否已逾期，亦无论该债券证书上是否有任何所有权标记或其他书面记载，或是否有关于该债券证书先前遗失或被盗的任何通知）。此项认定适用于所有目的。除非有管辖权的法院作出命令或适用法律另有规定，发行人、担保人、担保品提供方、信托管理人以及支付代理机构均不受任何相反通知的影响。

2.31 第 4 条约定，担保人已在《保证契据》中向信托管理人担保，发行人将根据本《信托契据》及债券向信托管理人和债券持有人及时、足额支付所有应付款项。担保人同意，根据第 14 条进行任何进一步发行时，在任何经修订和/或重述的《保证契据》或附加《保证契据》中，担保发行人根据本《信托契据》及债券向信托管理人和债券持有人及时、足额支付所有应付款项。《保证契据》应交由信托管理人持有，信托管理人应代表其自身及债券持有人按照本《信托契据》的信托持有该文件。

2.32 第 5 条约定，担保品提供方已在《担保协议》中向信托管理人授予对以下标的的持续性担保权益：1) 担保提供方持有的、在中国银行间债券市场交易的 XXXX 人民币国债（该等债券已质押予信托管理人）；及 2) 国际债券（ISIN: US303280EU28）（该等债券已转让

予信托管理人），作为发行人根据本《信托契据》及债券向信托管理人和债券持有人及时、足额支付所有应付款项的担保。担保品提供方已同意，根据第 14 条条件进行任何进一步发行时，在任何经修订和/或重述的《担保协议》或附加《担保协议》中，担保发行人根据本《信托契据》及债券向信托管理人和债券持有人及时、足额支付所有应付款项。《担保协议》应交由信托管理人持有，信托管理人应代表其自身及债券持有人按照本《信托契据》的信托持有该文件。

- 2.33 第 8.2 条约定，信托管理人可不时且随时在无需债券持有人同意或批准的情况下，与发行人、担保人及担保提供方共同作出以下行动：（a）对本《信托契据》（但附件 3 所列明的保留事项或该附件提及的本《信托契据》条款除外）、债券、《保证契据》《担保协议》或《代理协议》进行任何不会对债券持有人的利益造成重大损害的修订；或（b）对本《信托契据》、债券、《保证契据》《担保协议》或《代理协议》进行任何属于形式上、轻微或技术性性质的修订，或为纠正明显错误而进行的修订。此外，为配合根据第 14 条进行债券进一步发行之目的，信托管理人可在未经债券持有人同意的情况下，同意对本条款、本《信托契据》和/或任何《保证契据》和/或任何《担保协议》

作出的任何合理要求的修订或重述。任何此类修订均应对债券持有人具有约束力；除非信托管理人另有同意，否则发行人应根据条款尽快促使将该等修订通知债券持有人。

- 2.34 第 9.1 条约定，违约事件发生后，信托管理人可随时自行决定且无需另行通知，对发行人、担保人或担保品提供者提起其认为适当的诉讼，以追讨债券项下未支付的任何到期款项，或强制执行其在本《信托契据》或《募集说明书》项下的任何权利，但信托管理人无义务根据第 8 条宣布债券立即到期应付，也无义务提起任何此类诉讼，除非（a）信托管理人已根据特别决议获得指示，或已收到持有至少四分之一未偿付债券本金金额的持有人的书面请求，且（b）信托管理人已获得令其满意的补偿和/或担保和/或预付款，以应对其可能因此承担的所有责任、诉讼、索赔和要求，以及其可能因此产生的所有成本、费用和开支（包括但不限于获取其酌情认为适当的任何建议），且信托管理人不对采取任何此类行动的后果负责，且可在不考虑此类行动对个别债券持有人影响的情况下采取此类行动。只有信托管理人可执行（Only the Trustee may enforce）债券或本《信托契据》的条款，且任何债券持有人均无权直接（no Bondholder shall be entitled to

proceed directly) 对发行人、担保人或担保品提供者提起诉讼, 除非信托管理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不作为状态仍在持续。

2.35 第 10.1 条约定, 信托管理人就债券收到的所有款项, 或根据本《信托契据》应付的金额, 均应由信托管理人作为信托财产持有, 并依照 10.1.1-3 的约定 (受限于第 10.2 条) 予以运用。

2.36 第 15 条约定, 本《信托契据》、债券以及由此产生的或与之相关的所有非合同义务均受香港法律管辖, 并应按照香港法律进行解释。上海金融法院对因本《信托契据》或债券而产生或与之相关的任何争议具有非专属管辖权。

违约情况

2.37 2018 年 12 月 1 日, 发行人 A 公司在香港的全资子公司 HKA 公司发行点心债 (市场代码: HK2018-A, 以下简称 HKA 债券, 债券期限为 5 年, 债券设置宽限期为到期后 10 个自然日内), 发行规模约 950 万美元, 由母公司 A 公司承诺无条件、不可撤销地担保截至 HKA 债券到期日日终 (2023 年 11 月 30 日晚间 24:00)。

- 2.38 2023 年 12 月 10 日，HKA 公司发布《关于 HKA 债券未能如期兑付的公告》，载明，截至 2023 年 12 月 10 日，HKA 公司尚未完成对 HKA 债券项下本金及利息合计约 950 万美元的到期兑付。HKA 公司亦预期在短期内难以完成该债券项下全部应付款项的支付义务。该等未付款项可能导致相关债权人要求相关债务的义务加速履行或采取强制行动。
- 2.39 2023 年 12 月 10 日，A 公司发布《A 公司关于申请银行贷款展期的公告》，载明，A 公司根据公司经营发展需要，于 2022 年 12 月 1 日向 X 银行申请人民币 500 万元流动资金借款授信，贷款期限至 2023 年 12 月 1 日。现该笔贷款已到期，公司已向该银行申请展期用于补充公司流动资金，但截至目前，公司的展期申请仍未获得该银行的同意。如果本次贷款成功展期，截至公告披露之日公司累计申请银行贷款金额未超过经公司 2022 年第四次临时股东大会审议通过的贷款总额度，该申请贷款展期事项无需提交董事会审议。

SHA 债券加速到期的通知

- 2.40 2024 年 1 月 1 日，C 公司向 A 公司、B1 公司、B2 公司发送《SHA 债券加速到期通知函》，载明，因 A 公

司全资子公司 HKA 公司发行的 HKA 债券到期未兑付，且 A 公司作为该债券的担保人亦未履行担保责任。此外，A 公司在银行贷款项下亦存在逾期未清偿情形。上述违约行为合计金额超过 1,000 万美元，已触发《募集说明书》第 8（c）条所载“交叉违约”条款，构成《募集说明书》第 8 条帽子条款项下“违约事件”，C 公司有权宣布 SHA 债券于本函所载之日立即到期应付。据此，C 公司特此通知：A 公司于 2023 年 2 月 1 日发行的 SHA 债券自 2024 年 1 月 1 日起全部加速到期，本金人民币 10 亿元及截至当日应计利息人民币 32,375,000 元，合计应付金额为人民币 1,032,375,000 元，应立即支付至 C 公司指定账户。如 A 公司未能在合理期限内支付全部到期本息，依据《募集说明书》第 4 条，C 公司有权要求继续计息，直至 C 公司收到所有到期款项。同时，C 公司有权依据《信托契据》第 2.2.3 条，直接处置并据此受偿 B2 公司提供的 1 亿元人民币国债以及 1,500 万美元可交易国际债券，并保留追究 A 公司及连带保证人 B1 公司相关责任的权利。

- 2.41 2024 年 1 月 11 日，A 公司向 C 公司发送《对加速到期通知函的回复》并抄送 B1 公司、B2 公司，载明，A 公司已于 2024 年 1 月 2 日收到 C 公司发出的《SHA

债券加速到期通知函》。A 公司认为，C 公司所主张的构成《募集说明书》第 8（c）条项下交叉违约的情形缺乏充分事实依据及法律支持，C 公司据此宣布 SHA 债券加速到期的行为，A 公司不予认可。HKA 债券虽存在未能在到期日完成付款的事实，但目前 A 公司与 HKA 债券投资人之间就偿付方案仍在沟通磋商阶段，尚未形成最终违约确认。同时，虽然有关事项已进入香港法院程序，但香港法院尚未就 HKA 债券违约问题作出不利判决，因此，相关债务是否构成实质性违约并未经司法确认。C 公司在函件中援引 A 公司“其他贷款违约”情形作为触发交叉违约的补充依据，但截至目前，C 公司未提供相关贷款逾期的具体证据材料，亦未能说明相关债务的违约状态是否已达到《募集说明书》第 8（c）条所要求的“单独或合计超过 1,000 万美元”的金额门槛。A 公司不同意 C 公司据此单方宣布 SHA 债券自 2024 年 1 月 1 日起加速全部到期，亦无法接受 C 公司要求 A 公司即刻全额兑付人民币 1,032,375,000 元本息的主张。

- 2.42 审理中，C 公司确认，已于 2023 年 8 月 1 日收到 A 公司支付的 SHA 债券首期利息人民币 1,750 万元，该笔利息对应计息期间为 2023 年 2 月 1 日至 2023 年 7 月 31 日。

担保品处置情况

- 2.43 C 公司、B2 公司与中央结算公司就 1 亿元人民币国债担保物的管理、处置签订《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（一般条款）》（以下简称《担保品通用协议》）。
- 2.44 2024 年 11 月 12 日，C 公司（作为质权方）向中央结算公司提交了《担保品变卖（第三方受让）申请书》，申请由中央结算公司对相关标的债券办理担保品变卖。出质方为境内关联企业 B2 公司，质押日期为 2023 年 2 月 1 日，质押到期日为 2026 年 2 月 1 日，申请原因为担保发行债券违约，标的债权金额为人民币 10 亿元，债券简称为 XXXXXXXXX，债券代码为 XXXXXXX，债券面额为人民币 4,000 万元，主债权合同及质押合同名称为案涉《募集说明书》。同日，中债担保品业务中心作出《违约处置变卖处理结果通知书》，载明：“信托管理人 C 公司和境内关联企业 B2 公司：根据申请人信托管理人 C 公司提交的《担保品变卖（第三方受让）申请书》及其他申请材料，我司于 2024 年 11 月 12 日组织对违约的标的债券（债券简称：XXXXXXXXXX，债券代码：XXXXXXX）进行变卖。根

据标的债券公允价值（2024 年 11 月 11 日全价为人民币 103.7997 元）和标的债权金额（人民币 10 亿元），向第三方（账户名称：境内银行 H 债券账号：XXXXXXXXXXXX）过户债券面额总计人民币 4,000 万元用以清偿标的债权。”

2.45 2024 年 11 月 14 日，C 公司（作为质权方）向中央结算公司提交了《担保品拍卖申请书》，申请由中央结算公司对相关标的债券进行拍卖。出质方名称为境内关联企业 B2 公司，出质方债券账号为 XXXXXXXXXXXX，质押日期为 2023 年 2 月 1 日，质押到期日为 2026 年 2 月 1 日，申请原因为担保发行债券违约，主债权合同及质押合同名称为案涉《募集说明书》。

2.46 2024 年 11 月 19 日，中债担保品业务中心作出《违约拍卖处理结果通知书》，载明：“信托管理人 C 公司和境内关联企业 B2 公司：根据申请人信托管理人 C 公司提交的《担保品违约处置申请书》和《担保品违约处置招标要素一览表》及其他申请材料，我司于 2024 年 11 月 18 日组织对违约拍卖公告（公告编号：WYPM2024XXXXXX）的相关标的债券进行拍卖，违约处置拍卖所得款共计 6,308 万元。根据《标的债权金额确认书》，我司于 2024 年 11 月 19 日向质权方（名

称：信托管理人 C 公司 账号：XXXXXXXXXXXXX)

划付资金 6,308 万元用以清偿标的债权。”

2.47 2025 年 5 月 15 日，C 公司对 B2 公司提供的担保物，即依照香港法律予以转让的 1,500 万美元的可交易国际债券（国际编码 ISIN：US303280EU28）进行出售，并于 2025 年 5 月 16 日完成结算，结算金额为 15,101,940.90 美元。

2.48 2025 年 5 月 20 日，C 公司向各债券持有人发出《SHA 债券通知》，载明：“请注意我司已于近日对题述违约债券担保品进行全部或部分处置，所获价款为 USD15,101,940.90 元，相关价款将依相关规定按持债比例进行分配。”

《担保品通用协议》约定内容

2.49 《担保品通用协议》第二章第一条第（二）款“担保品管理”约定，参与方在此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的规定，提供担保品选择、计算、质押、盯市、调整、解押、违约处置等服务。

2.50 第二章第一条第（四）款“担保品违约处置”约定，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。在收到符合《中央国债登记结算有限责任公司担保品违约处置业务指引（试行）》（中债字〔2019〕97号）规定格式（或中央结算公司不时公布的其他格式）的违约处置申请书或收到法院生效判决或裁定且经形式审查无误之后，中央结算公司将按照业务规则及担保品管理文件的相关规定进行担保品违约处置相关操作。

- 2.51 第二章第三条第（七）款约定，中央结算公司不对担保品违约处置的结果（包括但不限于担保品的可变现性以及变现价值）做出任何承诺或保证，亦不对因担保品违约处置而对参与方或第三方造成的任何损失和风险（包括但不限于担保品价格浮动风险或因交易文

件项下的争议导致的损失和风险等) 承担任何责任, 但中央结算公司在管理和处置过程中有故意或重大过失的除外。第(八)款约定, 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。如因担保品接收方欺诈、重大过失或违反法律法规、业务规则、本协议或其他担保品管理文件规定对担保品提供方或中央结算公司造成损失的, 由担保品接收方承担相应赔偿责任。中央结算公司无须因根据业务规则、本协议或其他担保品管理文件采取的任何担保品违约处置措施而向担保品提供方或担保品接收方承担任何责任。

- 2.52 第十条约定, (一) 本协议签订地为: 中国(上海) 自由贸易试验区世纪大道 1788 号 T2 塔楼。(二) 适用法律: 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、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。对与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。(三) 争议解决: 由本协议引起的以及与本协议有关的任何争议, 应由相关当事

人友好协商解决，协商不成的应向本协议签订地有管辖权的人民法院起诉解决。

《中央国债登记结算有限责任公司担保品违约处置业务指引（试行）》规定内容

- 2.53 第 1.2 条规定，根据相关业务规则，市场成员使用在中央结算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。
- 2.54 第 1.3 条规定，担保品违约处置方式包括协议折价、拍卖和变卖。
- 2.55 第 1.5.5 条“拍卖”规定，是指出质方出现违约情形后，质权方委托以公开招标竞价方式出售相关担保品。
- 2.56 第 1.5.6 条“变卖”规定，是指出质方出现违约情形后，质权方委托公司以公允价值或出质方同意的价格向质权方或第三方市场成员出售相关担保品。
- 2.57 第 1.5.11 条“公允价值”规定，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。
- 2.58 第 3.1 条规定，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……申请人应对其提供的

申请材料的真实性、准确性、完整性及合法性负责，公司仅对申请材料进行形式审查。若因申请人提供的申请材料不符合上述要求以及相关法律法规和协议约定的，由此引起的一切法律责任及损失均由申请人自行承担。

- 2.59 第 4.1 条规定，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……申请人应对其提供的申请材料的真实性、准确性、完整性及合法性负责，公司仅对申请材料进行形式审查。若因申请人提供的申请材料不符合上述要求以及相关法律法规和协议约定的，由此引起的一切法律责任及损失均由申请人自行承担。

3 诉辩意见

申请人 C 公司的请求事项及理由

请求事项

- 3.1 被申请人发行人 A 公司向申请人信托管理人 C 公司支付 SHA 债券剩余本息合计人民币 819,134,778 元；
- 3.2 被申请人发行人 A 公司向申请人信托管理人 C 公司支付自 2024 年 1 月 2 日起至 A 公司实际全额支付 SHA 债券所有本息之日的逾期利息；
- 3.3 就前述第 1 项以及第 2 项请求对应本金、借期利息和逾期利息的支付，被申请人 B1 公司承担连带保证责任。

事实与理由

- 3.4 申请人 C 公司作为《信托契据》《募集说明书》中约定的 SHA 债券的信托管理人，是《证券法》第九十二条第三款、《公司债券发行与交易管理办法（2023）》第五十九条中所称的“债券受托管理人”，是《信托契据》第 9.1 条、《募集说明书》第 12 条项下授权的起诉主体，有权以自己的名义提起债券违约诉讼，是本案的适格申请人。

- 3.5 HKA 公司未偿付到期 HKA 债券,A 公司未承担 HKA 债券的保证责任,亦未偿还到期贷款,触发了《募集说明书》第 8(c) 条的交叉违约条款,SHA 债券本息应于 2024 年 1 月 1 日立即到期应付。
- 3.6 A 公司及其全资子公司 HKA 公司在其他债务下严重违约,A 公司的偿债能力显著不足,SHA 债券亦因此构成预期违约,信托管理人据此也有权主张加速到期。
- 3.7 关于 B1 公司的连带保证责任,根据《募集说明书》等文件,B1 公司对于 A 公司的偿债义务承担连带保证责任,故 C 公司有权要求 B1 公司履行相应的义务。
- 3.8 关于担保物的处置,根据《担保品通用协议》的相关规定,申请人 C 公司有权处置 B2 公司提供的 1 亿元人民币国债,并且申请人有权选择相关的处置方式。此外,C 公司有权处置 B2 公司提供的 1,500 万美元可交易国际债券,申请人 C 在其请求的偿付金额中,已经扣除了上述通过担保品处置方式实现的债权金额。
- 3.9 关于逾期利息,根据《募集说明书》第 4 条的约定,A 公司应向 C 公司支付从 2024 年 1 月 1 日至实际偿付 SHA 债券的所有到期款项之日的逾期利息。

申请人 I 公司的请求事项及理由

请求事项

- 3.10 认定区块链簿记发行方式无效，被申请人发行人 A 公司退还投资款人民币 1 亿元和自 2023 年 2 月 1 日起至实际返还投资款之日的资金占用损失[按中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布的一年期贷款市场报价利率（LPR）计算]。
- 3.11 若法院认定区块链簿记发行方式有效，被申请人 A 公司应向 I 公司支付投资款本金人民币 1 亿元与自 2023 年 2 月 1 日起至 2024 年 1 月 1 日的借期内利息人民币 3,237,500 元。扣除按照持债比例计算的信托管理人 C 公司已通过处置 B2 公司债券担保所获受偿金额人民币 21,172,034.2 元后，尚需支付剩余本金及利息合计人民币 82,065,465.8 元。
- 3.12 若法院认定区块链簿记发行方式有效，被申请人 A 公司应向 I 公司支付自 2024 年 1 月 2 日起至全额支付 SHA 债券所有本息之日的逾期利息。
- 3.13 若法院认定区块链簿记发行方式有效，就前述第 2 项以及第 3 项请求对应本金、借期利息和逾期利息的支付，被申请人 B1 公司应承担连带保证责任。

事实与理由

- 3.14 2023 年 1 月 30 日，投资者 I 公司通过中央结算公司区块链簿记系统认购 SHA 债券人民币 1 亿元，并于同日完成汇款。截至 2025 年 5 月 15 日，该笔债券未发生任何转让、质押或其他处分行为。
- 3.15 I 公司作为债券持有人，与债券发行人之间存在直接的债权债务关系，属于《中华人民共和国民事诉讼法》（以下简称《民事诉讼法》）第一百二十二条规定的“与本案有直接利害关系的当事人”，因此具备申请人资格，可以依法提起诉讼。并且《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》第二条第六点进一步规定：“债券持有人自行或者共同提起诉讼。在债券持有人会议决议授权受托管理人或者推选代表人代表部分债券持有人主张权利的情况下，其他债券持有人另行单独或者共同提起、参加民事诉讼，或者申请发行人破产重整、破产清算的，人民法院应当依法予以受理。债券持有人会议以受托管理人怠于行使职责为由作出自行主张权利的有效决议后，债券持有人根据决议单独、共同或者代表其他债券持有人向人民法院提起诉讼、申请发行人破产重整或者破产清算的，人民法院应当依法予以受理。”在本案情形下，债券持有人有权另行提起民事诉讼。因此，I 公司作为债券持有人，有权提起诉讼，是本案的适格申请人。

- 3.16 债券作为一种金融产品，其创设、形式、性质等均受到严格监管，非法发行的金融产品由于违反法律强制性规定，应当认定为无效。
- 3.17 目前尚无任何法律认可区块链发行方式的有效性，且 SHA 债券所依赖的《中债区块链数字债券发行平台规范》等文件仅属于中央结算公司的标准文件而不具备法律效力，不能作为确认区块链簿记方式法律效力的上位法依据。因此，由于 SHA 债券的区块链发行方式缺乏法律的认可，应当认定为非法发行从而无效。
- 3.18 区块链簿记系统中嵌套的智能合约其本质仍然是合同，尽管其依据中央结算公司的业务规则设置，并且基于技术原因拥有不可更改、不可撤销的特质，但相关智能合约仅对 SHA 债券的发行、结算、交易各方具备民事关系上的约束力，仍不具备确认金融工具合法性的效力。

被申请人的共同答辩意见

- 3.19 第一，案涉 SHA 债券未触发“交叉违约”事件，被申请人 A 公司不构成预期违约，申请人无权依据《募集说明书》或法律规定主张 SHA 债券加速到期。

- 3.20 首先，申请人 C 公司主张情形不构成 SHA 债券的“交叉违约”事件。
- 3.21 其一，HKA 债券不构成交叉违约条款下的“到期”债务。HKA 债券是否到期应付、A 公司是否需就其兑付承担担保责任，尚有待香港法院判决确认，且 HKA 债券仍在沟通偿付方案，不构成交叉违约条款下的到期未付的债务。香港法院正在就 HKA 债券的发行人 HKA 和担保人 A 公司的责任承担问题进行审理。虽然 HKA 债券到期日届至，但 HKA 债券是否已符合兑付条件、HKA 关于拒绝兑付的抗辩是否成立，是该案的争议焦点。HKA 仍在与 HKA 债券投资者沟通偿付方案，存在展期可能性。
- 3.22 其二，香港法院正在审理 HKA 债券诉讼，其结果将影响本案的审理结果，本案应中止，等待香港诉讼程序的结果。根据《民事诉讼法》第一百五十三条规定，当不同案件之间的法律关系或者事实情况相互牵连，一个案件的事实认定或者法律适用，要以另一案件的审理结果为依据时，法院应当中止诉讼。本案中，香港法院正在审理 HKA 债券诉讼，诉讼结果将影响 HKA 债券是否构成到期未付，构成本案审理的前提。并且，根据 2024 年 1 月 29 日起实施的《最高人民法院关于内地与香港特别行政区法院相互认可和执行民

商事案件判决的安排》，香港法院当前正在审理的 HKA 债券诉讼的将来判决，构成能够被中国内地法院认可与执行的民商事判决，或将影响本案审理结果。

3.23 其三，即使 HKA 债券的兑付情况构成交叉违约情形，其金额也仅有 950 万美元，未达到 1,000 万美元的交叉违约事件触发阈值。根据《募集说明书》第 8（c）条的约定，交叉违约条款触发的前提条件是债务金额“超过 1,000 万美元”。被申请人 A 公司其他未偿还的银行到期贷款，虽然该笔贷款的贷款期限届满，但已向该银行申请展期，双方仍在协商过程中，该贷款存在展期之可能，不应直接认定为到期未付，而应等待银行作出明确答复后再做认定。

3.24 其次，被申请人 A 公司不构成预期违约，申请人无权要求 A 公司就 SHA 债券提前兑付。

3.25 其一，偿付能力问题不属于香港法律及内地法触发预期违约的条件，申请人主张 A 公司因欠缺履行能力构成预期违约，缺乏法律依据。在香港法律下，预期违约发生于约定的履行时间之前，一方当事人以言语或行为明确表示其将不履行合同或是自己无法履行合同。典型情形包括“明示”拒绝履行（express repudiation）和“默示”拒绝履行（implied repudiation）。在 *Mersey Steel & Iron Co. v Naylor Benzon & Co.* (1884) 9 App

Cas 434 一案中，法官 Lord Selborne 指出，须审视案件具体情形，以判断合同一方当事人是否因另一方当事人的行为而免除其未来履行义务；同时，亦须考察该行为本身，以确定其是否构成对合同的放弃（renunciation），也即构成绝对拒绝（an absolute refusal）履行合同，并进而判断另一方当事人能否以此为由拒绝履行自身义务。在 *Woodar Investment Development Ltd v Wimpey Construction (UK) Ltd*. [1980] 1 WLR 277 一案中，以 Lord Wilberforce 为代表的多数派法官强调，拒绝履行（repudiation）是一项严苛的认定，其仅应在明确拒绝履行合同义务，且该拒绝行为关乎合同根本的情形下，方可被认定成立。中国内地法律的规则亦有相似规定。

3.26 其二，不同债券之间相互独立，A 公司在 HKA 债券下的履行情况不能直接证明 A 公司拒绝履行其在 SHA 债券项下的合同义务。该等观点在中国内地的司法实践中也得到普遍认可。

3.27 基于上述理由，本案发行人 A 公司构成预期违约须符合以下两个条件：（1）发行人 A 公司主观上明确拒绝履行合同义务；（2）拒绝履行的合同义务系其在 SHA 债券项下的合同义务。本案中，HKA 债券和银行贷款并非本案债务，A 公司在其他合同下的履行情

况，不必然延及 SHA 债券的履行。发行人 A 公司从未作出拒绝履行 SHA 债券项下合同义务的意思表示，不应适用预期违约条款进行救济。

- 3.28 预期违约的法律制度仅可能赋予当事人解除合同（*termination*）的权利，而不包括加速到期。在 *Bill Chao Keh Lung v Don Xia* 案中，Cheung JA 指出：“如果一方绝对拒绝（*absolute refusal*）履行合同，另一方有权将其视为合同解除；如果一方明确无误地声称（*clear and unambiguous assertion*）在履行期限到来时其将无法履行合同，另一方也有权将其视为合同解除。”

- 3.29 第二，申请人 C 公司和 I 公司无权要求 B1 公司承担连带责任。

- 3.30 首先，加速到期系对主债务之变更（加重），未经 B1 公司同意不对 B1 公司发生效力。根据 *Holme v Brunskill [1877] 3QBD 495* 案所确立的规则，若在保证人（*guarantor*）提供担保后，主债务合同被修改，保证人的担保责任将被免除（*discharged*），除非满足以下任一条件：（1）保证人事先同意该修改；或（2）该修改显而易见属于无实质性影响或不可能对保证人产生不利影响的变更。在该案中，Cotton LJ 明确强调，如果某项变更并非显而易见地属于非实质性变更，或

者并非显而易见地不会对保证人造成损害，法院将不会介入审查，而是会认定，在此类情形下，保证人本人应是唯一判断者，有权决定其是否愿意在发生该等变更的情况下继续承担保证责任。如果其未作此同意，则应解除其保证责任。在 *Balram Chainrai v Lakshmi Premises Private Ltd* [2023] 2 HKC 1 案中，香港法院引用教材解释 *Holme v Brunskill* 的规则：“该原则属于衡平法原则，并被严格适用。如果主合同的变更可能对担保人造成损害，则无论该变更事实上是否造成损害，以及是否很可能造成损害，担保人将被绝对解除责任（absolutely discharged）。只有在主合同的变更明显无实质性影响（obviously unsubstantial）、不会对担保人造成任何可能的损害，或该变更必然对担保人有利的情况下，担保人才承担责任。”根据上述判例及其精神，主债务加速到期系债权人行使变更权的结果，使债务履行期限变短，期限利益降低，属于加重债务人债务之情形，保证人在保证合同中未对此明确予以同意，故加速到期不及于保证债务。

- 3.31 其次，SHA 债券也并未满足加速到期的情形。如前所述，申请人在 SHA 债券项下无论是基于约定，还是基于法律规定，都没有要求加速到期的权利。在债券仍

未到期应付的情况下,B1 公司自然也无需承担连带责任。

3.32 第三,担保品处置不合理。申请人 C 公司在其主张的本息中所扣减的处置价款,不应以当前实际处置所得金额计算,而应作进一步扣减。

3.33 首先,申请人 C 公司处置 B2 公司持有的人民币国债过程中,采取先变卖后拍卖的处置方式明显不合理。变卖方式缺乏公开市场竞争机制,易导致处置价格偏低。申请人 C 公司在选择处置形式时应审慎行事,以实现人民币国债的处置价值最大化。中央结算公司对此亦负有合理的注意义务。变卖系非公开交易,本质为单对单协商,缺乏公开市场竞争机制,易导致其处置价格低于公开竞价所能获得的处置价格。案涉人民币国债作为标准化金融产品,本应先通过更为公开透明的方式实现价值变现,而本案采用先变卖后拍卖的方式使得该担保品的处置未能实现价值最大化。

3.34 其次,在案涉人民币国债的拍卖过程中,中央结算公司所确定的“拍卖保留价”系由中央结算公司参考该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。案涉担保品人民币国债属于流动性强、市场上相对容易变现的标准化金融产品,其价格波动较为频繁,因此上述参考

标准中的拍卖日前“三十个交易日”的时间区间过大，所计算的平均成交价格实际上难以反映案涉人民币国债在拍卖时的真实市场价格，基于该等价格所计算的拍卖保留价具有不合理性。

3.35 再次，B2 公司作为人民币国债以及国际债券 ISIN: US303280EU28 的出质人，在质权人 C 公司向中央结算公司发送违约处置申请书要求处置担保物人民币国债后，已向中央结算公司提出异议；对于 C 公司对 B2 公司提供的 1,500 万美元国际债券的处置行为，B2 公司亦已表示明确反对。C 公司主张 SHA 债券加速到期缺乏合法依据，不符合约定的可处置担保物的情形。SHA 债券是否加速到期、发行人 A 公司是否违约，应由法院实体审理后作出认定而非由申请人 C 公司单方宣告。即便 SHA 债券加速到期且发行人 A 公司构成违约，案涉担保债权的处置也应由法院执行，申请人 C 公司不得自行请求由中央结算公司完成担保物人民币国债的处置。

3.36 第四，发行人 A 公司与投资者 I 公司之间的债券合同关系合法有效。

3.37 首先，SHA 债券采用的发行方式不违反中国内地法律强制性规定，SHA 债券系合法发行的债券。

3.38 其一，区块链簿记发行方式仅增强数据处理的安全性和效率，其发行流程与传统债券无异。

3.39 所谓区块链数字债券，是应用区块链技术、具有通证形式、可支持账户松耦合的数字债券。SHA 发行前，发行人将信息披露文件上链存证，有权方可查询存证。债券注册内容主要通过智能合约上链存储，包括但不限于债券全称、品种、币种、计划发行量、期限、托管代码、发行人名称与账号、起息日、付息频率、缴款日期等。债券申购时，系统通过智能合约体现申购、配售方式等各类规则，具有相关权限的投资者在中债区块链系统实现完整的申购流程。申购结束后，区块链系统经统计合法申购，根据投资人申购情况，调用适合的簿记建档配售算法计算，配售结果数据加密上链，完成簿记建档配售。生成配售结果并导出后，系统会向参与申购的投资者和承销商反馈。投资者按要求将认购资金划入指定账户，中央结算公司根据发行人出具的到账确认书，将债券份额登记至对应投资者债券账户，链上生成通证，反映发行结果信息。

3.40 从上述发行流程来看，区块链数字债券的发行方式与传统债券具有同等法律效力。有关技术差异仅在于前者通过区块链的哈希值时间戳、分布式存证特性，使得其发行过程中的数据篡改难度远高于传统数据库，

因而链上数据具有不可篡改特性，与传统系统相比更具透明性、安全性。同时，区块链系统通过智能合约高效实现了业务流程中的共识形成。而该等发行方式并未改变既有的债券发行业务规则，与传统债券之间并无本质差异。

3.41 其二，区块链数字债券并非新创设的债券类型，符合我国法律法规的相关规定。

3.42 区块链数字债券仅是在数据验证、存储、处理和加密等方面作出创新，增强了数据处理的透明性、安全性，并提高了共识形成的效率，其与传统债券的区别主要在于信息记载方式的改变，而并未创设新的债券种类。SHA 债券符合我国法律法规的规定，是具有还本付息特征的“债券”，不违反证券法等法律法规下的强制性规定。区块链数字债券平台由金融基础设施中央结算公司推出，且相关技术系国家鼓励发展的重要技术，不违反强制性规定。

3.43 其次，投资者 I 公司明知 SHA 债券为区块链数字债券，仍选择申购 SHA，其在发行文件项下已明示同意案涉的区块链簿记发行方式，现主张该等发行方式及相关债券合同无效，违背诚信原则。

3.44 第五，关于投资人 I 公司的诉权。

3.45 首先，各方当事人之间达成了《信托契据》，本应受其约束。在香港的信托结构下存在法律上的所有权人，信托财产登记在该法律所有人名下，由其代为持有和管理。但本案的特殊性在于，在一级托管模式下，债券直接登记在投资人名下，而非信托管理人或其指定的托管人名下。《信托契据》载明，债券效力自其在中央证券托管机构完成登记时生效，债权也由此确立。

《募集说明书》第二条第 a 款规定，登记簿由登记机构持有、维护，其中所记载的“持有人”，是指姓名或名称被登记于已发行债券登记簿中的主体。而同条 b 款进一步明确，该“债券持有人”被视为债券的绝对所有人。因此，各方在《募集说明书》中已明确约定，在本案一级托管结构下，实际是由个别投资人作为债券持有人直接登记。一经登记，其债券权利即被确认，并对该债券享有完全、全部的权利。因此，依据香港法律，财产权属并未发生转移。虽然存在《信托契据》，但本案中的信托并未有效设立。

3.46 如果信托未有效设立，《信托契据》中的条款就不能当然地约束投资人，因为并非真正的信托。相应地，《信托契据》下的各项约定在本案中不适用，投资人自然可以提起诉讼。这是投资人能够起诉的基本逻辑，从表面上看，I 公司也是债券的直接登记人。

3.47 如果审理庭经审查认为，在香港法律下，即便采用一级托管模式且登记在投资人名下，通过拟制信托或其他类似安排，仍可成立某种信托关系的，则《信托契据》仍可能基于该信托关系对当事人产生约束力。这种情况下，就需要进一步判断信托契据对各方权利与义务的具体约束。但若依据香港法律，在财产未发生转移的情况下，连拟制信托也无法成立，则情况就有所不同。这并非否认 C 公司的管理行为，其仍可从事管理工作，但其行为的性质、身份已发生改变。此时，实际类似于通常所理解的受托管理人，其履行的是债券管理工作，包括担保品的处置与管理等。然而，各方当事人之间的法律关系架构，已非建立在信托关系之上。因此，《信托契据》中的约定无法对各方产生约束力。

第三人的述称意见

3.48 第三人中央结算公司上海分公司是中央结算公司的分支机构，中央结算公司是由国务院出资设立的中央金融企业，主要承担债券市场中央证券托管系统、证券结算系统等职能。

3.49 第一，本案区块链债券与传统债券具有同等法律效力。

- 3.50 区块链数字债券发行平台的建设合法合规。平台基于国家试点项目设立。2022 年至 2023 年，中央网信办等十六部门联合部署国家区块链创新应用试点工作，中央结算公司作为试点单位，于 2022 年推出区块链数字债券公用平台，并依据《区块链信息服务管理规定》完成区块链信息服务备案，备案服务名称为“区块链簿记建档发行系统”。该区块链数字债券平台荣获多项权威认可，项目成果亦被中央网信办、中国信通院等机构收录为区块链技术创新应用的示范案例。
- 3.51 区块链债券的发行流程严格遵循法定业务规则，未突破现有法律框架。区块链债券的法律效力源于登记行为而非技术形式，本案的区块链债券由证券中央存管机构利用区块链技术提供相关发行服务，业务参与主体均依法合规，债券品种、发行规模、发行流程等均经监管部门批准，业务规则、运行逻辑、受监管程度等均与传统债券相同，对标国内国际的制度规则标准。
- 3.52 中央结算公司基于法定职能实施的登记行为，是债券生成确权的根本依据，技术革新没有改变登记托管机构对于债权债务进行登记确权的核心理念。中央结算公司作为依法履职的债券市场登记托管机构，为市场主体维护债券账户记录、设立持有人名册、依法确认投资者债券所有权持有事实、对区块链债券进行登记、

确认权利归属，区块链技术的应用不改变债券应然实然的法律属性。

3.53 国际实践支持区块链债券的法律效力，本案业务符合金融全球化背景下的国际惯例。主要国际债券市场已广泛接纳。美国证券托管结算公司（DTCC）、欧洲清算银行股份有限公司（Euroclear Bank SA/NV，以下简称 Euroclear）、明讯银行股份有限公司（Clearstream Banking S.A.，以下简称 Clearstream）、瑞士证券交易所集团（SIX）等机构均已将区块链技术应用于债券发行、结算及托管业务。域外立法亦明确同等法律地位。新加坡《数字通证发行指导意见》、香港《证券及期货条例》等均承认区块链证券与传统证券适用同等法律及监管框架，认可两者具有同等法律地位。

3.54 第二，案涉债券担保品处置合法合理。

3.55 处置机制有明确的制度依据。根据《银行间债券市场债券登记托管结算管理办法》（中国人民银行令（2009）第1号），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，有权提供质押物管理服务（该办法第五条、第七条）。担保品处置依据的规则经过批准和各方当事人签署确认。中央结算公司制定的《中央国债登记结算有限责任公司担保品违约处置业务指引（试行）》经管理部门指导批准，《担保品通用协

议》经各方当事人签署确认，对出质人、质权人及中央结算公司均具约束力。

3.56 案涉担保品处置行为符合协议约定和法律规定。

3.57 首先，担保品处置符合协议约定的单方申请处置与形式审查原则。《担保品通用协议》约定，发生违约后质权方通过申请，可以实施拍卖、变卖或以出质方协商议价三种方式处置担保品。本案涉及的变卖和拍卖方式，《担保品通用协议》明确约定，就拍卖变卖而言，中央结算公司按照担保品接收方单方申请处置担保品，无需另行取得担保品提供方的进一步同意和授权，且没有义务对该等申请进行实质审查。中央结算公司在本案中以质权方申请处置担保品，符合各方自愿明确的事前约定，公司不承担任何实质的审查义务。

3.58 其次，担保品处置符合法律规定。《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》第四十五条规定，当事人约定担保物权人有权自行拍卖、变卖担保财产的，约定有效。中央结算公司基于质权方申请启动处置，未违反法律规定。

3.59 最后，担保品处置关键环节合理。具体处置中，根据《中央国债登记结算有限责任公司担保品违约处置业务指引（试行）》，设定拍卖具体保留价参考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、标的债券公允价值即中债估值确定。变卖价格不低于《中央国债登记结算有限责任公司担保品违约处置业务指引（试行）》设置的标的债券变卖价格安全线。本案标的债券拍卖、变卖价格均不低于公允价值。

- 3.60 第三，投资者 I 公司享有完整的债券所有权。作为本案债券《发行募集说明书》指定的登记机构，中央结算公司为投资者 I 公司开立实名债券账户，生成持有人名册，并可供其申请持有人凭证，依法确认持债事实。投资者 I 公司与发行人存在直接法律关系。根据本公司账簿记录，投资者 I 公司享有债券份额权益，与发行人形成直接债权债务关系，该关系不因信託管理人 C 公司或其他中介机构介入而改变。

4 审理意见

- 4.1 综合各方意见，本案的争议焦点主要集中在以下四个方面：第一，区块链簿记发行的自贸离岸数字债券是否合法有效；第二，自贸离岸债违约纠纷中信托管理人与债券持有人之间诉讼权利如何分配，也即，在信托管理人 C 公司已经就全体债券持有人利益提起申请的情况下，投资者 I 公司的申请事项应否予以支持；第三，SHA 债券是否构成交叉违约或预期违约；第四，境内担保品处置程序和处置价格是否合法合理。
- 4.2 在分析上述争议之前，首先需要确定本案适用的准据法。
- 4.3 《中华人民共和国涉外民事关系法律适用法》（以下简称《涉外民事关系法律适用法》）第三十九条规定：“**“有价证券，适用有价证券权利实现地法律或者其他与该有价证券有最密切联系的法律。”**”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。”**”根据上述法律规定，涉及证券权利确认的纠纷，人民法院裁判中应当适用证券权利实现地或最密切联系地法律；关于证券交易合同、债券权利实现的纠纷，依照合同关系确定准据法。而《募集说

明书》约定，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、澳门特别行政区和台湾地区法律）；中国银行间债券市场交易的债券的《担保协议》受中华人民共和国法律管辖，不包括香港、澳门特别行政区及台湾地区法律。《担保品通用协议》约定该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、澳门特别行政区及台湾地区法律）。

- 4.4 根据上述法律规定和合同约定，本案 SHA 债券的发行以及具体实施 SHA 债券发行登记的证券中央存管机构分支机构所在地皆位于上海，且合同约定涉及 SHA 债券区块链发行事项适用中华人民共和国法律，故对 SHA 债券发行是否合法有效，应当依照中华人民共和国内地法律规范进行判断。而 SHA 债券的违约争议，应当适用香港法律。对于担保品处置，合同中对境外国际债券的担保协议、境内质押债券的担保协议及处置作了不同约定，故关于境外国际债券的处置争议应当适用香港法律，而境内质押债券的处置争议应当适用内地法律。

- 4.5 关于争点二准据法的确定，在民事诉讼中，诉讼主体资格的审查既可能涉及程序性事项，也可能涉及实体性法律问题。对于程序性事项的审查，根据国际私法

理论，应适用法院地法；对于实体性法律争议的审查，应根据《涉外民事关系法律适用法》确定具体法律适用。投资者 I 公司作为 SHA 债券的所有权人，对债券兑付具有诉的利益，各方对此并无异议。对于投资者 I 公司申请事项能否予以支持的争议主要在于，在投资者 I 公司被直接登记为债券持有人的情况下，《募集说明书》《信托契据》中关于诉讼权利主体的约定对其是否具有法律约束力，而这属于实体性法律争议问题，故应适用双方约定的法律，即香港法律。

- 4.6 对于香港法律的查明，根据《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉若干问题的解释（二）》的规定，审理庭首先要求当事人提供香港法律。申请人、被申请人以及案外独立第三方均提供了部分判例索引。同时，申请人还申请香港执业律师君合律师事务所香港分所合伙人郭思锋、曾文滔作为提供香港法律意见的法律专家出庭，审理庭予以准许。庭审中，各方当事人及审理庭对上述法律专家提供的法律意见进行询问。庭后，两位法律专家提交了相关判例的全文。审理庭也自行通过香港司法机构官方网站（Hong Kong Judiciary，网址：<https://www.judiciary.hk/zh/home/index.html>）及专业法律数据库进行检索，补充查明以及核实了相关法律规

定和判例（不限于香港判例）。经审理庭审慎评议，部分采纳了上述专家意见和相关判例，具体情况详见下文。

未经允许 严禁复制

争点一：区块链簿记发行离岸数字债券的合法有效性

数字债券的概念与范围

- 4.7 “数字债券”（Digital Security）在全球数字债券实践应用方面尚未形成法律共识。近年来，数字资产应运而生，通证化（Tokenization）、分布式账本（DLT）和加密技术（Cryptography）成为数字资产生态系统的三项主要特征。¹根据国际清算银行（BIS）、²经合组织（OECD）³等国际组织的定义，通证化是指在可编程平台上生成和记录传统资产的数字表达过程。国际资本市场协会（ICMA）则对通证化债券作了原则性分类，将之区分为数字原生债券（Digital Native）和数字孪生债券（Digital Twin）。前者是在传统证券中央存管机构（CSD）电子簿记系统之外，在区块链上直接发行的债券。后者是债券在传统 CSD 电子簿记系统登记的同时，以通证形式在区块链系统中表示。⁴

¹ Ravi Mennon, Making Sense of Crypto, <https://www.imf.org/en/publications/fandd/issues/2022/09/making-sense-of-crypto-ravi-mennon>.

² BIS, Tokenisation in the context of money and other assets: concepts and implications for central banks, <https://www.bis.org/cpmi/publ/d225.pdf>.

³ OECD (2020), The Tokenisation of Assets and Potential Implications for Financial Markets, OECD Blockchain Policy Series, www.oecd.org/finance/The-Tokenisation-of-Assets-and-Potential-Implications-for-Financial-Markets.htm.

⁴ ICMA, Frequently Asked Questions on DLT and blockchain in bond markets, <https://www.icmagroup.org/fintech-and-digitalisation/distributed-ledger-technology-dlt/faqs-on-dlt-and-blockchain-in-bond-markets/>.

新加坡、⁵我国香港⁶在数字债券发行实践中也基本沿用了这一分类标准。过去十年，虽然与整体债券发行规模相比仅占极小部分，但全球也已发行了面值近100 亿美元的通证化债券。⁷

- 4.8 我国内地债券发行实践中，较早实现了债券的非移动化（immobilised）和无纸化（dematerialised）。如《银行间债券市场债券登记托管结算管理办法》（中国人民银行令（2009）第1号）第十九条规定：“债券账户是指在债券登记托管结算机构开立的用以记载债券持有人所持有债券的品种、数量及其变动等情况的电子簿记账户。”《政府债券登记托管结算管理办法》（财库〔2023〕18号）第二十六条规定：“政府债券实行集中统一、一级托管、底层穿透的托管制度，投资人通过在政府债券登记托管结算机构开立的政府债券账户直接持有政府债券。”我国银行间债券市场已全面实现以电子簿记账户作为债券权利的法定载体。
- 《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（试行）》第三条规定：“中央结算公司提供债券综合业务平台等线上电子化业务办理平台（以

⁵ MAS, Guardian Fixed Income Framework, <https://www.mas.gov.sg/-/media/mas-media-library/development/fintech/guardian/guardian-fixed-income-framework.pdf>

⁶ HKMA, Bond Tokenisation in Hong Kong, https://www.hkma.gov.hk/media/gh_chi/doc/key-information/press-release/2023/20230824c3a1.pdf

⁷ IOSCO, Tokenization of Financial Assets, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD809.pdf>

下简称中债综合业务平台)。市场参与者应当根据自身业务办理需求,做好中债综合业务平台的接入申请、下载安装和版本更新等工作。”中央结算公司作为CSD 依托中债综合业务平台对债券进行登记托管和相应交易参与人的账户管理,中债综合业务平台即为传统的债券电子簿记系统。

- 4.9 在实现非移动化和无纸化的同时,随着我国金融科技的发展,区块链技术在证券发行登记中已从概念验证走向应用实践。2022 年,中央结算公司被国家部委确定为国家区块链创新应用试点单位之一,于同年推出中国内地首个区块链数字债券公用平台。2023 年,中央结算公司发布《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》两项企业标准,并为离岸债券提供区块链发行服务。⁸2026 年 2 月,中国人民银行等发布《关于进一步防范和处置虚拟货币等相关风险的通知》,明确“现实世界资产代币化是指使用加密技术及分布式账本或类似技术,将资产的所有权、收益权等转化为代币(通证)或者具有代币(通证)特性的其他权益、债券凭证,并进行发行和交易的活动”,经业务主管部门依法依规同意

⁸ 中央国债登记结算有限责任公司:《区块链数字债券白皮书》,
https://www.chinabond.com.cn/yjfx/yjfx_zzfx/zzfx_nb/202410/P020241021333583945030.pdf。

并依托特定金融基础设施，可以开展现实世界资产代币化相关业务活动。

SHA 债券的类型界定

- 4.10 依照《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》，SHA 债券是在区块链数字债券发行平台上发行并以通证形式记载的数字债券。根据《中债区块链数字债券发行平台规范》中“区块链数字债券发行业务流程图”标示，以及第 9.6 条“通过链下互操作实现区块链数字债券发行平台和链下系统的安全可信交互”之规定，SHA 债券在区块链发行平台上完成簿记建档发行，投资者缴款后，在区块链发行平台上形成记载债券信息的通证并同步登记于中央结算公司传统电子簿记系统中，传统电子簿记系统完整记录债券信息并确认权属。
- 4.11 参照 ICMA 关于数字孪生债券的定义以及香港已经发行的 Evergreen 项目所采用“非原生”发行方式，通证化绿色债券采用记名形式，最初于发行日在数字化平台外的 CMU 系统的证券数据库中以计算机化账簿条目形式记录。通证化绿色债券的实益权益之后于发行日记录在数字化平台的通证化证券账户中。因此在

常见的数字孪生债券的发行实践中，一般以在传统系统中进行发行，随后在区块链系统中产生通证化记录为主要形式。而 SHA 债券根据前述《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》载明的发行过程，其直接在区块链发行平台进行发行并形成通证，但又同时在传统电子簿记系统中记录债券信息并确认权属。两相比较，SHA 债券介于数字原生债券和数字孪生债券之间，其发行过程趋近于数字原生债券。

SHA 债券区块链簿记建档发行的合法有效性

- 4.12 本案 SHA 债券作为区块链数字债券，首要论证的问题在于，发行人基于 CSD 提供的区块链平台发行债券并生成通证（Token），其发行行为的法律效力。
- 4.13 首先，关于离岸债的域外发行规则。根据 ICMA 的统计定义，国际债券是“在发行人所在司法管辖区以外的市场发行”的债券，⁹而离岸债券通常指在发行人所在的司法管辖区以外，面向国际投资者为主的国际债券，发行人、投资者皆为境外主体亦属于常见情形。这类债券通常约定适用英美法，采用 Reg S 或 144A

⁹ ICMA, 亚洲国际债券市场发展趋势
<https://www.icmagroup.org/assets/The-Asian-International-Bond-Market>.

豁免规则，债券一般以不记名持票人（Bearer）或登记式的全球凭证（Global Certificate）形式发行，存管于国际证券中央存管机构（ICSD，主要是 Euroclear、Clearstream）。由于离岸债券不受单一司法管辖区的限制，在可用货币方面具有灵活性，涵盖了一系列资产类别和工具类型。目前已发行 100 多种货币，受 55 个司法管辖区法律管辖。这种灵活性使发行人能够利用全球利差和最大的流动性来源，最终降低借贷成本。

10

4.14 鉴于离岸债券的上述属性，各司法管辖区一般没有针对离岸债的专门立法，市场在基于合同约定以外，依赖国际市场惯例和 ICMA《发行市场手册》（Primary Market Handbook）等国际机构标准文件。此外，ICSD（Euroclear、Clearstream）各自制订的操作规则和服务条款也具有规范指引作用。

4.15 其次，从我国法律制度看，《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。”第五条规定：“证券的发行、交易活动，必须遵守法律、行政法规；

¹⁰ Isabelle Delorme, Eurobonds, a safe haven in the international capital markets, ICMA Quartly Report, 9 July 2025, Third Quarter, Issue 78

禁止欺诈、内幕交易和操纵证券市场的行为。”对于离岸债发行，除涉及资金跨境须遵循我国外汇管理制度以外，《证券法》等法律法规中没有对离岸债发行规则作出统一规定。2025年《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）》（沪委金融办〔2025〕81号）中也明确指出，自贸离岸债发行适用国际通行规则和惯例。

- 4.16 关于民事法律行为的效力，《民法典》第十条规定：“处理民事纠纷，应当依照法律；法律没有规定的，可以适用习惯，但是不得违背公序良俗。”第一百五十三条第一款规定：“违反法律、行政法规的强制性规定的民事法律行为无效。但是，该强制性规定不导致该民事法律行为无效的除外。”故 SHA 债券的区块链发行方式本身并不违反我国现行法律、法规强制性规定，不构成《民法典》第一百五十三条规定的无效情形。就 SHA 债券使用的区块链发行方式，目前，国际债券市场上使用区块链技术进行发行已经逐步成熟。参考近期发布的一些域外监管文件，如 MAS《资本市场产品代币化指南》、¹¹SEC《联邦证券法对某些类型的加密资产及相关交易的适用》，¹²通证化金融产品的经济实质与非通证化金融产品没有本质区别，金融

¹¹ MAS, <https://www.mas.gov.sg/regulation/guidelines/guide-on-tokenisation-of-cmps#>

¹² SEC, www.sec.gov/files/rules/interp/2026/33-11412.pdf

产品的通证化本身并不改变该金融产品的原有监管规则。中央结算公司建设区块链发行平台开发系经监管部门批准，其作为 CSD，为债券区块链发行方式制定了《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》，为相关市场参与主体提供了公开、可靠的技术标准，上述标准也构成了离岸债有效发行规则的有机组成部分。故投资者 I 公司对 SHA 债券区块链发行构成无效法律行为的主张不能成立。

- 4.17 本案中，投资者 I 公司对区块链发行平台中嵌入的智能合约有效性提出异议。智能合约（smart contract）是“一种旨在以信息化方式传播、验证或执行合同的计算机协议，其在分布式账本上体现为可自动执行的计算机程序。”¹³英国司法技术工作组（UK Jurisdiction Taskforce）在《加密资产和智能合约的法律声明》中提出，¹⁴“在英国法中，当两个或两个以上的当事人达成协议，意图就此建立法律关系，并彼此给予利益时就会形成合同。智能合约能够像传统合约一样满足这些要求，因此智能合约能够具有合同效力。”“没有理由仅仅因为潜在合约是智能合约就不适用一般规则。智能合约是否以及在何种情况下能够产生具有约

¹³ 《金融分布式账本技术安全规范》（JR/T 0184—2020）3.20

¹⁴ UK Jurisdiction Taskforce, Legal statement on cryptoassets and smart contracts.

束力的法律义务的问题，取决于参与智能合约的各方是否以及在何种情况下能够就条款达成客观协议，意图建立具有法律约束力的关系，并满足对价要求。”因此，智能合约仍然可以是法律意义上的合约。

- 4.18 我国《民法典》第四百六十九条第三款规定：“以电子数据交换、电子邮件等方式能够有形地表现所载内容，并可以随时调取查用的数据电文，视为书面形式。”根据该款规定，数据电文要符合书面形式必须满足两个条件：一是能够有形地表现所载内容；二是可以随时调取查用。《中债区块链数字债券发行平台规范》第10.4条明确：“智能合约应遵照JR/T 0184-2020中针对智能合约的相关要求。”根据《金融分布式账本技术安全规范》（JR/T 0184—2020）第12.8条“生命周期管理”：“应支持从金融分布式账本中获取与合约相关的原始数据来解析智能合约在金融分布式账本上的业务数据。”第17.3.2.1条“用户干预”：“可通过设置相应的管理账户，允许第三方管理员向金融分布式账本系统发布操作指令，获得相关账户信息和账户内容，并调用指定账户对应的智能合约。”依据上述行业标准，本案中区块链数字债券发行平台上的智能合约符合有形表现所载内容、可随时调取查用这

两项标准，相关交易主体通过智能合约达成的意思一致，可以视为有效的书面合同。

SHA 债券区块链记载的合法有效性

4.19 《中债区块链数字债券发行平台规范》第 7.8 条“生成通证”规定：“支持发行结果信息上链登记。”即区块链上存在以通证方式记录初始持有人明细的 SHA 债券信息。同时，依据《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（试行）》第七十九条规定：“债券初始登记是指中央结算公司依据发行人或者主承销商提供的发行文件及注册资料，办理债券代码和债券简称申请、债券要素注册、额度登记及债权债务登记等业务。”而该初始登记系在中央结算公司传统电子簿记系统中进行。在区块链上记载的债券信息和在传统电子簿记系统中的债券登记，根据《中债区块链数字债券发行平台规范》的设计存在技术上的完整映射关系，而两者在法律上的关系，是本案需要讨论的问题。

4.20 关于区块链上通证的法律属性，各司法管辖区存在不同的认定。如前述《加密资产和智能合约的法律声明》中认为，加密资产可以视为英国法上的财产，基于确

定性、排他性、控制和可转让性，可以将之视为可占有物、可诉请之权利以外第三种财产形式。¹⁵之后，英国《2025 年财产法（数字资产等）》将此概念纳入了法律规定。德国《电子证券法》第 2 条第 3 款规定，¹⁶电子证券属于德国民法典第 90 条规定的“物”（Sache）。目前我国虽然对于区块链上通证的属性没有明确的法律定义，但这并不影响本案中分析链上通证与链下电子簿记系统登记之间法律关系问题。

- 4.21 2023 年，国际统一私法协会（UNIDROIT）发布了《数字资产私法原则》，其中原则 4“关联资产”（Linked assets）规定：“本原则调整的数字资产，包括与另一项资产相关联的数字资产。该项资产包括有形资产与无形资产（包括其他数字资产）。数字资产与另一项资产的关联是否存在、需满足何种要件以及该关联的法律效力（如数字资产转让对另一项资产的影响），依其他法律确定。”根据原则 4 的注释，数字资产与其他资产之间的关联首先是一个事实问题，即使数字资产与其他资产之间关联的事实存在得到确定，其法律效力也取决于各司法管辖区的法律赋予此种“关联”（the link）。法律效力的结果既可以是数字资产和其

¹⁵ UK Jurisdiction Taskforce, Legal statement on cryptoassets and smart contracts.

¹⁶ Gesetz über elektronische Wertpapiere vom 3. Juni 2021 (BGBl. I S. 1423), das zuletzt durch Artikel 26 des Gesetzes vom 4. Februar 2026 (BGBl. 2026 I Nr. 33) geändert worden ist. See <https://www.gesetze-im-internet.de/ewpg/BJNR142310021.html>.

他资产中的权利彼此同步转移，也可以是实现数字资产的持有人和其他资产的持有人之间的任何合同权利的变更。注释特别指出，关联数字资产在与证券登记系统比较时，数字资产本身的交易并不必然与登记在传统登记系统中的证券交易具有相同的法律效力。数字资产记录持有量的变化与其关联资产的变动在法律上是中立的，除非各国法律赋予该关联以法律效力。

4.22 根据我国《证券法》第一百四十八条的规定：“在证券交易所和国务院批准的其他全国性证券交易场所交易的证券的登记结算，应当采取全国集中统一的运营方式。前款规定以外的证券，其登记、结算可以委托证券登记结算机构或者其他依法从事证券登记、结算业务的机构办理。”根据《银行间债券市场债券登记托管结算管理办法》《政府债券登记托管结算管理办法》等规范，以及《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》，中央结算公司作为依法从事债券登记托管业务的机构，其传统电子簿记账户系统是目前通常适用的登记形式。而对于区块链上数字债券通证的法律意义应当从两方面来进行考虑：首先，目前我国法律、法规没有明确规定关联传统电子登记的链上通证，与链下登记之间在法律效力上的关联性。虽然《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》第三条规定：“【电子系统】中央结算公司提供中债综合业务平台。市场参与者应当根据自身业务办理需求，做好中债综合业务平台的接入申请、下载安装和版本更新等工作。”根据该规定，传统电子簿记账户系统和区块链发行平台都属于中央结算公司电子系统的范畴，但该指引中暂未明确两者在登记法律效力方面的关联性。其次，目前中央结算公司区块链发行平台中的通证是数字债券发行后所形成的要素之一，债券发行后的二次交易尚不能在链上单独进行，故 SHA 债券在二级市场中，并未以通证形式直接在不同投资者之间进行权利转移，而是在传统电子簿记账户间发生权利变动后，在通证中予以同时映射。

- 4.23 当链上通证与链下电子登记一致时，两者具有等效性，自无疑义。本案中，讨论 SHA 债券区块链记载的合法有效性问题的本质在于解决，当链上通证与链下电子登记不一致时以何者为准，虽然这种情形在实践中极少可能出现。结合前面两项因素，SHA 债券的链上通证与链下传统电子登记虽然存在技术映射关系而具备事实的关联，但链上通证目前尚未直接参与二级市场交易，区块链发行平台目前并非 SHA 债券二级市场交易参与者所用平台，中央结算公司企业标准中也未对

债券通证的二级市场交易作出明确规范。因此，SHA 债券在区块链上的通证仅是一种证明机制，当链上通证与传统电子登记不一致时，债券的具体债权债务关系以及相应权利变动，应当以传统电子登记为准，除非有证据证明传统电子登记确有错误。鉴于 SHA 债券的技术特点，链上通证与链下传统登记一一映射，存在高度的一致性，然而两者的法律意义仍然存在差异，SHA 债券的链上通证虽然目前不具有债券确权的完整法律效果，但仍然是事实意义上债券权利内容的有效证明方式。两者的联系类似于不动产登记簿与不动产权属证书之间的关系。当然，随着今后法律规范的发展以及自贸区离岸债区块链发行、交易规则的完善，链上通证的法律意义亦可能发生进一步变化。

争点二：自贸离岸债违约纠纷中信托管理人与债券持有人之间诉讼权利如何分配

- 4.24 审理庭认为，根据各方当事人的诉辩意见，该争议的厘清需对以下法律问题予以认定：一是 SHA 债券项下是否成立合法有效的信托关系，信托管理人 C 公司有无取得诉讼实施权；二是《信托契据》第 9.1 条“不行动条款（no action clause）”的效力应如何认定；三是《信托契据》第 9.1 条约定的“但书”情形是否成立。

SHA 债券项下是否成立合法有效的信托关系

- 4.25 我国自贸离岸债发展过程中，沿用了境内债券发行的直接持有模式，即实行一级托管，各类投资者直接在中央存管机构开立债券账户，与债券发行人建立了直接的债权债务关系。而国际上不少国家都以多级托管、间接持有为主要模式。《上海市浦东新区自贸离岸债业务发展若干规定》（2026 年 3 月 1 日起施行）第十一条规定：“……登记托管机构原则上采用一级托管模式，将自贸离岸债记录在以该投资主体名义开立的账户内。”“自贸离岸债的托管业务涉及到境外主体的，经相关部门同意后，根据业务必要性可以采用多

级托管模式。”该规定体现了我国以一级托管为主的基本制度框架，同时也探索建立了兼容多级托管的包容性制度安排。本案中，SHA 债券于 2023 年 2 月 1 日发行，投资者 I 公司在《募集说明书》等文件指定的登记机构中央结算公司处开立实名债券账户，并办理确权登记，其名字直接记录于发行人的债券持有人名册，同时，《募集说明书》第 2（b）条、《信托契据》第 3.1 条还约定，债券持有人应被视为债券的绝对所有权人，因此，投资者 I 公司作为债券持有人，直接享有与其持有债券份额相对应的权利。由此产生了本案的争议，信托管理人 C 公司已就全体投资人持有的债券权益提出申请，要求发行人 A 公司还本付息，而投资人 I 公司则以债券发行无效为由提出申请，就其持有的债券份额要求 A 公司返还投资款等。对此，C 公司认为，其作为信托管理人，是《信托契据》第 9.1 条、《募集说明书》第 12 条授权的诉讼主体，有权以自己的名义提起本案申请以追偿欠款。I 公司认为，其系 SHA 债券的合法持有人，与发行人之间存在直接的债权债务关系，有权以自己名义提出申请。被申请人 A 公司、B1 公司则辩称，在本案一级托管结构下，债券完全登记在终端投资者名下，未发生权属转移，故并未有效设立信托，C 公司并非信托法意义

上的受托人，而是委托关系下的受托人。法律专家郭思锋、曾文滔向法庭陈述，依据香港相关案例，名义所有权归属于信托管理人，实际债券持有人则是受益所有人，《信托契据》第 9.1 条是有效的，能够排除债券持有人的直接诉权，除非个别案件中债券文件另有约定、债券名册另有表述，或是出现情况使得相关限制债券持有人起诉的条款不适用，债券持有人才有权分别行使追索权，而这种情况是极其少见的；在香港法律框架下，仅需满足以下三项，即可有效设立信托：（a）意图确定性（certainty of intention），表明委托人明确有意创造信托关系，（b）客体确定性（certainty of subject matter），须明确界定哪些是信托客体（财产、权利等），（c）受益人确定性（certainty of objects），即明确谁是受益人。各方当事人对法律专家均进行了询问。庭后，法律专家还提供了 *Re Leading Holdings Group Ltd* [2023] HKCFI 1770、*Joint and Several Provisional Liquidators of Hsin Chong Construction Co Ltd v. The Chinese University of Hong Kong* [2021] HKCA 1581、*Fu Qike v. China First Capital Group Ltd* [2025] HKCFI 1441、*Yiu Ching Kum v. Yiu Ho Wing* [2025] HKCFI 4053、*Osman Mohammed Arab v. Ng Shui Ching, Irene* [2020] HKCA 818、*Re*

Gatecoin Ltd (In Liquidation) [2025] HKCFI 493 、 *Lee Sai Nam v Li Shu Chung and Anor* [2009]HCA 1711 等案例全文作为其上述意见的佐证。经审查，上述专家意见与香港的既往司法判例相符，审理庭对上述意见以及 *Re Leading Holdings Group Ltd* [2023] HKCFI 1770 、 *Lee Sai Nam v Li Shu Chung and Anor* [2009]HCA 1711 等案例中体现的司法裁判观点予以采信。

- 4.26 审理庭认为，在债券违约纠纷中，诉讼实施权的行使具有一定特殊性。我国 2019 年《证券法》从法律层级上对交易所债券市场进行了规制，其中第九十二条规定，公开发行公司债券的，发行人应当为债券持有人聘请债券受托管理人；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。2023 年修订的《中华人民共和国公司法》第二百零五条进一步规定：“公开发行公司债券的，发行人应当为债券持有人聘请债券受托管理人，由其为债券持有人办理受领清偿、债权保全、与债券相关的诉讼以及参与债务人破产程序等事项。”对于银行间市场债券，中国银行间市场交易商协会（NAFMII）于 2019 年 12 月发布的《银行间债

券市场非金融企业债务融资工具受托管理人业务指引（试行）》（2020年7月1日起实施）规定，发行债务融资工具的，发行人应当为债务融资工具持有人聘请1家受托管理人，并在注册发行前签署以发行成功作为唯一生效条件的、符合本指引要求的债务融资工具受托管理协议，将债券受托管理人制度引入了银行间市场。此外，最高人民法院于2020年7月15日发布的《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》第5条亦明确，债券发行人不能如约偿付债券本息或者出现债券募集文件约定的违约情形时，受托管理人根据债券募集文件、债券受托管理协议的约定或者债券持有人会议决议的授权，以自己的名义代表债券持有人提起、参加民事诉讼，或者申请发行人破产重整、破产清算的，人民法院应当依法予以受理。综合上述法律规定、行业规定以及司法意见可见，近年来，我国债券市场全面引入了受托管理人制度，当债券发行人不能如约偿付债券本息或者出现债券募集文件约定的违约情形时，受托管理人有权根据债券募集文件、债券受托管理协议的约定或者债券持有人会议决议的授权，以自己的名义代表债券持有人提起、参加民事诉讼。其原因在于，“从民法的视角出发，债券持有人对发行公司之债权与普通债法上一般债权人对举债公

司的普通债权并无差异，但是，证券市场的存在使得债券持有人相较一般债权人而言，其对发债公司的权利义务发生了重大变化。”¹⁷其特殊性之一为“公司债契约的公众性与集团性”，即债权人是不特定的公众投资者，以同一条件募集的债券，其持有人具有共通的利害关系，基于此，债权人之间就有成立团体之可能性。由于债券本质上属于在一定期限内归还本金并支付固定收益的有价证券，债券持有人的利益和诉求在债券违约纠纷中具有高度的一致性，即都是要求发行人还本付息，而其证券的属性又决定了持有人之间应当就实际收回的债券收益公平受偿。但同期发行债券的持有人往往人数众多，分散于各地，容易陷入“集体行动困境”，采用共同诉讼的方式能够切实降低债券持有人的维权成本，最大限度地保障债券持有人的利益，也有利于提高案件审理效率，节约司法资源，实现诉讼经济。因此，对于债券违约合同纠纷案件，在中国内地法律体系下，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。

4.27 从比较法角度看，由于债券持有人处于信息不对称、债券契据不完备的弱势地位，且考虑到重组谈判的便

¹⁷ 陈洁，张彬：《我国债券受托管理人制度的构建与选择——以公开募集的公司债为视角》，载《证券法苑》2019年第3辑，第806页。

利性以及避免僵局等原因，许多国家的立法或市场实践中会纳入集体行动原则，为债券持有人的权利救济设立专门制度。其中，英美法系国家引入了相对独立的第三方机构，多采用债券信托管理人(Bond Trustee)制度。大陆法系国家，“则以公司债债权人自治管理为前提，透过债权人会议之制度，以承认公司债债权人团体之存在”。¹⁸

- 4.28 在英美法系国家，债券信托管理人(Bond Trustee)制度是其债券市场的主要特征。根据英国金融市场实践，发行人通常通过信托契据(Trust Deed)指定信托管理人的权利、义务，明确信托管理人服务于债券持有人的利益。在这种信托结构中，信托管理人受托管理由债券付款本息及其他收益组成的信托财产，债券投资者则作为受益人，在发行人违约的情况下，信托管理人将在违约处置法律程序中起主导作用，而投资者通常无需采取任何行动，除非信托管理人应当作为而不作为。¹⁹在美国，1939年《信托契据法》(Trust Indenture Act of 1939)规定，在SEC注册的所有债券中，必须设置一名或多名信托管理人，其中至少一名为机构受托人，该公司依据本法被授权行使信托权力，并接受

¹⁸ 柯芳枝：《公司法论》，中国政法大学出版社2004年版，第383页。

¹⁹ 参见符望：《国际视野下中国企业债券违约的若干法律问题研究》，载《证券法苑》2021年第1期，第299页。

监管部门的监督或检查；信托契据应当约定，信托管理人有权行使债券持有人所有的全部法律上的权利。不过，与英国法不同的是，美国法律中的信托管理人在债券违约前只承担信托合同明确约定的义务和责任，在违约后则注意义务上升，要求应当以一个谨慎的人（**Prudent man**）在相同的情况下处理自己事务应有的注意和能力，来处理债券信托合同事务，即负有信义义务（**Fiduciary duty**）。²⁰

- 4.29 未采用信托架构的国际债券中多设置财务代理人（**Fiscal Agent**）角色，其通过签订代理协议担任发行人的代理人，负责向债券持有人支付本息。与信托管理人不同，财务代理人不代表债券持有人利益，故债券持有人必须自己对违约的发行人采取法律行动。在大陆法系国家，由于债券发行中未采用信托架构，德国、法国、日本等国家均设立了债券持有人会议制度，即由债券持有人组成并为了全体持有人的整体利益而集体行使权利的决议机构。德国是世界上少有的专门就债券立法的国家，其《债券法》（**Schuldverschreibungsgesetz**）以债券持有人自治为核心，将团体法品格赋予债券持有人组织，债券持有人

²⁰ See <https://www.govinfo.gov/app/details/USCODE-2021-title15/USCODE-2021-title15-chap2A-subchapIII>, § 310, § 315.

会议与股份公司股东大会具有结构上的相似性，拥有独立的、广泛的决策权限，并以《股份法》(Aktiengesetz)中的“股东大会+董事会”的机关结构为蓝本，设置了“债券持有人会议+共同代表”机关结构。共同代表负责执行债券持有人会议相关决议并向前者报告履职情况，同时它享有在一定的范围内法定的、独立的职责权限。²¹日本在近些年则尝试制度融合，兼采受托管理人制度和债券持有人会议制度。²²公司债券分为附担保公司债和无担保公司债，前者由《附担保公司债信托法》规制，要求公司发行债券时需与受托管理人订立信托合同，由受托管理人代表债券持有人履行合同权利；后者则依据《公司法》和《商法》的规定，以债券持有人会议为主，受托管理人为辅，债券持有人会议是决议机关，受托管理人主要负责召集债券持有人会议以及执行债券持有人会议的决议。²³

4.30 需要说明的是，英美法系国家虽未在法律中规定债券持有人会议制度，但发行人通常会根据市场惯例，在信托契据中约定持有人会议相关事项，或向全体持有人发送同意征求函，请其就关乎自身利益的事项进行

²¹ 参见邹青松：《德国债券组织法的理念、构造及启示》，载《民商法论丛》2021,72(01):158-179。

²² 参见习龙生：《公司债券受托管理制度的国际比较及立法建议》，载《证券市场导报》2005年第2期。

²³ 参见汪文渊：《公司债券持有人组织性保护制度的理念更新与法律变革——基于制度融合视角》，载《证券法苑》2016年第17卷，第318-319页。

表决，达到一定比例以上的持有人回复同意即视为同意该决议，形成的决议对债券现有持有人及其后续持有人都具有约束力，该机制本质上与持有人会议相同。²⁴但与大陆法系以法律规定持有人会议规则不同，英美法系下的发行人与持有人在发行条款方面有更多的协商空间。²⁵总体而言，英美法系国家系以信托法理为基础，采用债券受托制度，持有人会议作为制约机制；而大陆法系国家传统上以债券持有人自治管理为前提，通过团体意志指定共同代表来行使类似受托管理人的职权，不过近年来也呈现了兼容受托管理人制度的趋势。

4.31 本案中，信托管理人 C 公司提交的《请求书》载明，SHA 债券尚未召开债券持有人会议，C 公司提起申请的依据为《募集说明书》《信托契据》，而非持有人会议授权。但是，由于《募集说明书》第 16 条约定，债券、《信托契据》均受香港法律管辖，“确定有权就合同起诉的当事人受合同准据法管辖”，²⁶故对于 C 公司诉讼主体的适格性，应当适用香港法律予以认定。同时，《中华人民共和国香港特别行政区基本法》第

²⁴ 此处英美法系下的持有人会议，是指账户持有人，与大陆法系的持有人性质并不相同，详见下文 4.32.3 关于国际债券结构的阐述。

²⁵ 参见黄鑫、沈钰樵：《国际债券市场持有人会议的法律效力及对我国的启示》，载《债券》2019 年第 3 期。

²⁶ 参见 *Secure Capital SA v. Credit Suisse AG*, [2017] EWCA Civ 1486, Case no. 2014-452.

八十四条规定：“香港特别行政区法院依照本法第十八条所规定的适用于香港特别行政区的法律审判案件，其他普通法适用地区的司法判例可作参考。”故对于香港法院判决书中引用的其他普通法地区的相关案例，审理庭亦在本文中引用并加以分析。

4.32 在香港法律框架下，首先需要考虑的问题是，信托管理人 C 公司是否取得诉讼实施权，如有诉讼实施权，该项权利是源自信托关系中信托管理人的身份，还是源于委托关系中受托管理人的身份。

4.33 香港高等法院原讼法庭在 *Lee Sai Nam v. Li Shu Chung and Anor* 案中认定，²⁷设立信托的核心要件为，委托人具有清晰、明确的意图，欲设立一种需通过信托制度实现的法律状态，或设定一种法律上认可的信托义务（All that is required is that he has sufficient clear intention to create a state of affairs which requires a trust for its implementation or to impose an obligation of the kind which in law is regarded as trust obligation）。在香港法律下，信托的有效设立需满足三个要件，一是意图确定性（certainty of intention），即委托人明确有意设立信托关系；二是客体确定性（certainty of subject matter），即明确界定哪些是信托客体（如财产、权

²⁷ *Lee Sai Nam v. Li Shu Chung and Anor*, HCA 1711/2009.

利等)；三是受益人确定性 (certainty of objects)，即明确谁是最终受益的主体。

- 4.34 本案的特殊之处在于，从案涉 SHA 债券的发行架构看，更近似于英国法律中的信托架构，设置了信托管理人，并由发行人、担保人、信托管理人共同订立了《信托契据》。然而，如前所述，与香港的间接持有、多级托管制度不同，自贸离岸债原则上采用直接持有的债券登记托管模式，账户持有人并非信托受益人的角色，而是与发行人建立了直接的债权债务关系，是完全的所有权人。细研之，在约定受英美法管辖的国际债券发行中，多数债券会使用全球凭证 (Global Certificate) 模式，即债券由一张总证书代表，该总证书可在特定情况下交换 (exchange) 为最终证书 (Definitive Certificates)。典型的全球债券可以是无记名形式或记名形式。对于无记名全球债券，它被发行给并由一个代表 ICSD (例如 Euroclear/Clearstream) 的共同存管人 (Common Depositary) 持有。对于记名全球债券，虽然全球凭证实物文件 (如有) 也由共同存管人持有，但它通常以共同存管人的代名人 (Nominee) 作为登记持有人 (Registered Holder) 的名义登记。发行募集说明书一般约定，共同存管人/代名人 (取决于债券是无记名还是记名形式) 作为登记处登记的总证书持有

人，代表投资者持有该总证书。ICSD 为其直接参与成员（次级托管行等其他机构）维持账户，这些成员可以为自身或下一级投资者（包括最终投资者）持有并交易债券权益，即账户持有人（Account Holder）可为自己持有债券权益，也可按照客户指示代表其持有债券权益。各方持有或交易的并非债券所有权，而是债券权益。Euroclear/Clearstream 只能实时记录直接参与者账户变动情况。共同存管人由 Euroclear/Clearstream 指定，而非由发行人指定。然而，为了简化付款等流程，发行人通常会指定结算系统认可的共同存管人名单上的金融机构作为其主要/付款代理人。这样，发行人对全球债券的付款将支付给共同存管人/代名人（取决于债券是无记名还是记名形式），然后由其将款项转交给 Euroclear/Clearstream。发行人的义务通过向共同存管人/代名人付款而解除。Euroclear/Clearstream 根据其记录向账户持有人付款，账户持有人再将相应款项转付给下一级投资者。全球债券结构还会指定一名信托管理人作为所有账户持有人的代表，信托管理人根据信托契据享有权利及履行受托职责。实践中，上述架构可能因每只债券信托契据的具体约定不同而有所差异，但基本上体现了这种间接持有规则。对于该等情形背后的法理，各国法律制度设计亦有些许差异。

基于英国衡平法原则的市场化协议通常约定，全球总证书登记持有人享有债券的法定所有权（Legal ownership），账户持有人享有受益所有权（Beneficial ownership）；美国则在《美国统一商法典》中使用“证券权益（security entitlement）”这一概念来描述通过中介机构持有证券的投资者权益。与此不同的是，在自贸离岸债中，由一家机构同时担任登记处和清算系统职责，采用中央确权，原则上实行一级托管，符合条件的投资者直接在 CSD（本案中即为中央结算公司）开立实名债券账户，投资者名下债券直接记录在该账户中。中央结算公司负责开立、管理债券账户以及办理债券登记、托管、结算、代理付息兑付。在法律上，中央结算公司登记的账户持有人是债券的直接持有人，享有完整的债券权利/权益，并不存在所有权的分离。当然，审理庭亦注意到，2026 年 3 月 1 日起施行的《上海市浦东新区自贸离岸债业务发展若干规定》第十一条规定，登记托管机构原则上采用一级托管模式，托管业务涉及到境外主体的，经相关部门同意后，根据业务必要性可以采用多级托管模式。据此，中央结算公司登记模式也将作出相应调整。这体现了我国在发展离岸债过程中不断开放兼容的态度。不过案涉 SHA 债券系于 2023 年发行，采用的仍为一级托管模式，案

涉《募集说明书》2(a)、2(b)及《信托契据》第3.1条明确约定，SHA 债券没有全球总证书，债券持有人是指其姓名不时登记于所发行的单张债券证书对应的登记册的人士，债券持有人应被视为债券的绝对所有权人。在此情形下，C 公司是否为信托关系中的信托管理人成为本案的核心争议之一。

4.35 本案中，各方通过订立《信托契据》明确表示了设立信托的意图，委任 C 公司作为信托管理人，同时约定，信托管理人是为债券持有人的利益行使本《信托契据》或法律赋予的任何酌情权、权力或授权，在拥有高度自主权的同时，应运用其专业能力尽到忠实义务、善管义务，对信托设立的意图确定性、受益人确定性，自不待言。

4.36 对于信托财产的认定，各方存在较大争议。被申请人 A 公司在庭审中提出质疑，案涉债券完全登记在个别持有人名下，未发生权属转移，是否能视为在香港法律下有效设立了信托。申请人 I 公司则主张，信托存在的一个必要功能是代表全体债券持有人持有和行使对应的保证权益与担保权益，而债券的权属登记本身，则应遵循中央结算公司的权属登记规则予以确认。审理庭认为，“信托财产是指作为信托关系之标的归受托人占有并由其为受益人利益而管理或处理的财产。”

²⁸可以是财产实物，也可以是“一种可换算成金钱价值的权利”。²⁹“合同权利（contractual rights），和其他无形财产（choses in action）一样，也能够成为信托的标的物。”³⁰

4.37 在 *Broad v. Rockwell International Corporation* 一案中，Randall 法官对债券中的信托财产作出了详细解释：

“债券契据受托人不持有任何财产的产权或占有任何财产（the debenture indenture trustee does not hold title or have possession of any property），这一事实导致一些人认为其地位是异常的，受托人这一称谓是用词不当。然而，从法律上讲，信托财产可以由合同权利（contractual rights）构成，并且为他人利益而持有合同权利的人可以是受托人，这一点是公认的。因为尽管债券所创设的债务直接从发行人流向持有人，但契约所赋予的合同权利则从发行人流向受托人，以使持有人的利益受益。”³¹

4.38 《欧洲中期债券信托契据》[Euro Medium Term Note (EMTN) Trust Deed]³²通常记载，每期债券应由一个

²⁸ 刘迎霜：《公司债券受托管理的信托法构造》，载《法学评论》2020年第3期，第99页。

²⁹ 杨林枫、张学银、易晓斌、段文鹏著：《信托产品概述》，中国财政经济出版社2008年版，第210页。

³⁰ David J. Hayton, Underhill and Hayton: Law Relating to Trusts and Trustees (14th ed, Butterworths 1987) 7.

³¹ See Footnote 13 of *Broad v. Rockwell International Corporation*, U.S. Court of Appeals, Fifth Circuit, 642F.2d929 (1981).

³² Note 一词有时翻译为债券，有时翻译为票据。香港经常直接翻译为票据，但考虑到票据一词在内地为特定法律术语，与债券权利义务有所不同。故本意见书中所有 Note 统一翻译

独立的信托构成，信托管理人以信托方式为相关债券持有人的利益持有发行人的承诺（**hold the benefit of the covenant on trust**），包括付款承诺等等。可见，在国际债券框架下，信托契据是发行人与信托管理人之间的双边契据，“如果发行人指定了信托管理人，发行人支付利息和偿还本金的承诺将归属于信托管理人，尽管被选为信托管理人的实体由发行人选择并指定，但其角色是根据信托契据的条款，作为债券持有人的受托人行事。”³³一个由债务人作出的、具有法律强制执行力的“偿还承诺”，因其代表着一项明确的可期待的经济利益，完全符合信托财产的定义。如此，这种被交付的“偿还承诺”的合同权利，连同相关的担保权益，共同构成了信托财产。

- 4.39 从本案《信托契据》的内容看，SHA 债券是将债券项下的若干权利作为信托客体，为信托管理人 C 公司设定了信托权利和义务。《信托契据》第 2 条约定，信托管理人将为自身及债券持有人的利益，以信托方式持有本承诺（**hold the benefit of this covenant on trust**）及第 6 条（遵守信托契据及附表的承诺）项下承诺的相关权益。具体表现在：第一，根据《信托契据》第 2.2、4、5 条，SHA 债券为有担保债券，担保契据由

为债券，特此提醒读者。

³³ ICMA-NAFMII Working Group, <International Practices of Bond Trustee Arrangements>, p4.

信托管理人 C 公司为自身及债券持有人的利益持有。其中，担保人 B1 公司向 C 公司承担连带责任保证；对于担保人 B2 公司提供的担保物，C 公司作为信托管理人登记为担保物权人，在违约情形发生时有权占有担保物，通过出售或其他方式强制执行担保物，直至收回债券项下所有到期未付金额为止。该项约定颇似日本《附担保公司债信托法》所规定的那样，发行附担保公司债券时，发行人与受托管理人缔结信托契据，受托管理人作为公司债券持有人的利益管理监督发行人。第二，本案中，信托财产还不止于担保物权。根据《信托契据》第 2.2 及 10.1 条，尽管向债券持有人直接付款构成有效付款，但在违约事件发生后，C 公司有权发出通知，要求代理机构等作为信托管理人的代理人行事，代表信托管理人持有其持有的所有债券证书等，并要求各方将其后就债券应付的所有款项支付给信托管理人。对于收到的款项，信托管理人应以信托方式持有，并按约定顺序支付。第三，根据《信托契据》第 8.2 条，C 公司可未经债券持有人同意或批准，与发行人、担保人一同对本信托契据作出修改，除非该修改会对债券持有人的利益造成重大不利影响。第四，根据《信托契据》第 9.1 条，信托管理人可以自己名义为债券持有人的利益对发行人或担保人提起

其认为适当的法律诉讼。此外，C 公司还有权接受赎回等各类通知、召集债券持有人会议等等。

4.40 审理庭认为，“信托是实现财产处分自由的工具”，³⁴

“信托法的优势正是在于同时提供财产法上的对世效力与契约法在对人关系上的灵活性”，³⁵“创设信托之文件即为信托之法律”。³⁶对于平等民事主体之间的法律关系，司法原则上应秉持尊重契约自由和意思自治的立场，不轻易否定当事人自主达成的权利义务关系安排。相较国际债券而言，SHA 债券在登记和托管方面有其自身特殊之处，不过需注意的是，在国际债券全球证书模式下，共同存管人/代名人作为债券持有人拥有法定所有权（legal ownership），信托管理人并不持有全球总证书，通常是担保权的登记权利人，而在无担保发行债券的情况下，信托管理人是根据信托契据的设定受托管理债券。从这个角度而言，SHA 债券信托管理人权利来源的设定与国际债券通行做法并无二致。根据案涉《募集说明书》《信托契据》的约定以及各方的履约行为，SHA 债券项下就债券兑付款、担保物等系列权利设置了信托，由 C 公司持有并

³⁴ See Robert H. Sitkoff, *Trusts and Estates: Implementing Freedom of Disposition*, 58 St. Louis U.L.J.643(2014), 转引自李宇著：《商业信托法》，法律出版社 2021 年 9 月版，第 331 页。

³⁵ Thomas W. Merrill & Henry E. Smith, *The Property / Contract Interface*, 101 Colum. L. Rev.773, 843-49(2001), 转引自李宇著：《商业信托法》，法律出版社 2021 年 9 月版，第 334 页。

³⁶ See Nathan Isaacs, *Note, Trusteeship in Modern Business*, 42 Harv.L.Rev.1048,1052(1929), 转引自李宇著：《商业信托法》，法律出版社 2021 年 9 月版，第 329 页。

可自主行使相应权利，债券持有人由此获得债券项下的收益，满足意图确定性（certainty of intention）、客体确定性（certainty of subject matter）、受益人确定性（certainty of objects）等要件，符合香港法律的规定，故信托法律关系成立且有效，C 公司基于信托关系以及《募集说明书》《信托契据》的约定取得了诉讼实施权。

《信托契据》“不行动条款（no action clause）”的效力

- 4.41 其次需要考虑的问题是，《募集说明书》《信托契据》就信托管理人对发行人排他性直接诉权的约定是否有效。
- 4.42 从债券发行文件看，案涉 SHA 债券《募集说明书》第 12 条约定，信托管理人可随时自行决定并无需通知，提起其认为适当的法律程序以强制执行其在《信托契据》下与债券或任何《担保契据》或任何《担保协议》相关的权利，但其无义务如此行事，除非：（a）其收到当时未偿还债券本金总额至少 25% 的持有人的书面请求，或受到特别决议的指示；及（b）其已获得令其满意的补偿及/或担保及/或预付款。《信托契据》第 9.1 条进一步约定，违约事件发生后，信托管理人可随

时自行决定对发行人、保证人或担保品提供者提起其认为适当的诉讼，以追讨债券下未支付的任何到期金额，或强制执行其在本《信托契据》或《募集说明书》项下之任何权利，但没有义务根据第 8 条宣布债券立即到期应付，或提起任何诉讼，除非：（a）经特别决议指示，或收到至少四分之一未偿付的债券本金的持有人书面要求，且（b）信托管理人已就其可能因此而承担的所有责任、诉讼、索赔和要求以及可能因此而产生的所有成本、费用和开支（包括但不限于获得其酌情认为合适的任何建议）获得补偿和/或担保和/或预付款，且信托管理人对采取任何此类行动的后果不承担任何责任，并可在不考虑此类行动对个别债券持有人影响的情况下采取此类行动。只有信托管理人可以提起诉讼，任何债券持有人均无权直接对发行人、保证人或担保提供者提起诉讼，除非信托管理人有义务提起诉讼，但未能在合理时间内提起诉讼，而且这种情形持续存在。上述条款也被称为“不行动条款（no action clause）”。

- 4.43 “不行动条款”在国际债券发行中得到广泛应用。美国律师协会 2000 年《标准简化信托契据》（Revised Model Simplified Indenture）载明，除非满足如下条件，债券持有人不得自行起诉：（1）持有人已通知信託管

理人发生了违约事件；（2）至少持有 25% 债券本金的持有人要求信托管理人采取法律救济措施；（3）信托管理人（i）向持有人发出通知，称其将不遵守该请求，或者（ii）在收到请求后 15/30 日内未遵守该请求；（4）其他持有债券多数本金的持有人在信托管理人根据第（3）（i）条的规定发出通知或第（3）（ii）条所述期限到期之前（以较早者为准），未向信托管理人发出与该请求不一致的指示。”然而，美国《信托契据法》第 316（b）条规定：“无论待限定的信托契据中有任何其他规定，任何信托契据证券持有人在所述证券明示的相应到期日或之后，收取该等信托契据证券本金和利息的权利，或在所述相应日期或之后就强制执行该等付款提起诉讼的权利，未经该持有者同意不得被削减或影响；但对于根据第（a）小节第（2）段同意延迟支付利息的情况除外；如果提起或进行该等诉讼或在该诉讼中录入判决根据适用法律会导致该信托契据对受限于其留置权的任何财产的留置权被放弃、削减、豁免或丧失，则该信托契据可包含限制或剥夺任何该等持有者提起该等诉讼之权利的规定。”³⁸

³⁷ See Section of Business Law, American Bar Association, Revised Model Simplified Indenture, *supra* note 5, Sec. 6.06, 转引自李莘：《美国公司债券受托人法律问题研究》，载《国际商法论丛》2004 年第 6 期，第 257-276 页。

³⁸ See

<https://www.govinfo.gov/app/details/USCODE-2021-title15/USCODE-2021-title15-chap2A-subchapIII>.

相较而言,《信托契据法》第 316(b) 条具有强制性,其作用在于保护债券持有人收取已到期本金和利息的权利。当原告的主张是依据《信托契据法》提出时,该法第 316(b) 条优先于所签信托契据中与之不一致的条款,包括“不行动条款”。³⁹ 当然,当事人需要明确的是该法的豁免适用范围,例如私募发行可以豁免适用该法的相关规定。除此之外,各方在相关法律文件中具体约定的表述也非常重要。例如在 *Quadrant Structured Products Co., Ltd. v. Vertin* 一案中,⁴⁰ 案涉《信托契据》中的“不行动条款”约定:“任何证券持有人均无权凭借或依据本《信托契据》的任何条款,就本《信托契据》提起或发起任何普通法诉讼、衡平法诉讼、破产程序或其他程序……除非该持有人……(满足条件略)” 该案中,原告并未声称存在契约性违约,而是主张被告方违反董事受托义务、欺诈性转移等等。法院最终认定,上述“不行动条款”仅明确排除“依据该契据产生的合同性诉求”的执行,未提及“依据证券产生的诉求”,故不得禁止证券持有人依据普通法或成文法提出的独立诉求。但是,如相关判例所示,若“不行动条款”同时提及“信托契据”

³⁹ 需要说明的是,美国《信托契据法》相关规定仅适用于公开发行的债券,并不适用于私募发行及离岸发行的债券。

⁴⁰ *Quadrant Structured Products Co., Ltd. v. Vertin*, 23 N.Y.3d 549.

与“证券”，则无论证券持有人的诉求是基于信托契据的合同性质诉求，还是基于普通法或成文法的诉求，均需受该条款约束。与此不同的是，英国法中若采用信托架构，则仅有信托管理人可以提起诉讼。例如，《欧洲中期债券信托契据》[Euro Medium Term Note (EMTN) Trust Deed]通常记载，只有信托管理人可以强制执行本契约的规定，任何债券持有人不得直接对发行人或保证人提起法律程序（除非信托管理人已承担此责任但未能采取行动）。信托管理人在行使权力时具有“绝对裁量权”（absolute discretion），但受到“谨慎义务”（duty of care）的约束。同时，为了制衡信托管理人此种权力，债券持有人可以通过“特别议案决议”（Extraordinary Resolution），迫使信托管理人对发行人采取法律程序，或罢免信托管理人。在英国上诉法院审理的 *Elektrim SA v Vivendi Holdings Corp.* 一案中，⁴¹法官认为，本上诉的主要问题涉及债券发行中“不行动条款”的解释，根据该条款，只有信托管理人有权针对发行人采取强制执行行动，除非信托管理人未能根据债券文件采取行动，否则债券持有人不能直接向发行人提起诉讼。自十九世纪以来，此类条款在英国法律管辖的债券发行中很常见，在其

⁴¹ *Elektrim SA v. Vivendi Holdings 1 Corp.*, [2008] EWCA Civ 1178; [2009] 2 All ER (Comm) 213.

他普通法国家的债券发行中也是如此。采用信托管理人制度是集中管理和行使债券权利的有效方式。债券持有人通过信托管理人行动,按比例分享投资的损益,彼此不竞争。信托管理人代表和保护债券持有人,他们被视为构成一个集团,并通过特定比例的债券持有人向信托管理人发出指示。这种安排促进了流动性。个别债券持有人依赖信托管理人作为唯一的强制执行渠道,并且可以确信在强制执行时本金和利息将按比例分配。综上分析,在美国法和英国法中,信托管理人普遍享有当然的诉权,但在美国法下,债券持有人有权基于《信托契据法》第 316 (b) 条的规定提起相应的单独诉讼,而英国法没有对持有人诉权通过立法作出特别规定,合同中的“不行动条款”具有法律效力,持有人受此约束无法直接起诉发行人。

4.44 从香港判例看,多数判例均认可了“不行动条款”的效力。

4.45 *Re Leading Holdings Group Limited* 清盘案是香港法院首次就全球债券的投资者是否有权作为或有债权人提交清盘呈请作出裁定。⁴²该案中,发行人、纽约梅隆银行伦敦分行(以下简称 BNYM,同时担任共同存管人、登记人、信托管理人)及多位担保人订立了《信

42 *Re Leading Holdings Group Limited in liquidation*, [2023] HKCFI 1770.

托契据》，约定债券以全球形式持有期间，共同存管人（或其代名人）将被视为唯一债券持有人(the sole holder of the Global Notes)，簿记权益的持有人(holders of book-entry interests) 将不被视为债券的所有人或持有人(owners or Holders of Notes)。该《信托契据》的准据法为美国纽约州法律。同时，第 6.06 条约定，债券持有人(A Holder of Notes)不得就本《信托契据》或债券提起任何法律或其他程序，或申请委任接管人或信托管理人，或寻求本信托契据或债券项下的任何其他救济，除非：（a）该持有人（the Holder）已事先就持续发生的违约事件书面通知信托管理人；（b）占未偿还债券本金总额至少 25% 的持有人（the Holders of at least 25% in aggregate principal amount of outstanding Notes）书面要求信托管理人寻求该救济；（c）该持有人或该等持有人（such Holder or Holders）向信托管理人提供令信托管理人满意的补偿及/或担保及/或预付款项，以支付为遵从该书面请求可能产生的任何成本、责任或开支；（d）信托管理人未在（i）根据上述（b）款收到书面请求后 60 天内，或（ii）根据上述（c）款收到令其满意的补偿及/或担保及/或预付款项提议后 60 天内（以较晚发生者为准）遵从该请求；以及（e）在此 60 天期间内，占未偿还债券本

金总额多数的持有人未向受托人发出与该书面请求不一致的书面指示。现某终端投资者向法院申请公司清盘。法院重点审查了上述第 6.06 条不行动条款，并援引了诸多英国、美国、加拿大的判例，认定全球凭证结构的设计正是为了确保全体债券持有人（the class of bondholders）作为一个集团，都通过持有人或信托管理人（the holder or the trustee of the note）作为唯一的行动渠道。该制度基于“不穿透”原则运作，每一方仅对其自己的直接对手方拥有权利。为了符合此类制度的实践和目的，典型的全球债券契约会包含不行动条款（no action clause），约定只有全球凭证持有人或信托管理人才能对发行人采取强制执行行动，并且除非信托管理人未能根据债券文件采取行动，账户持有人不能直接向发行人追索，否则将导致诉讼重复。换言之，全球债券结构的框架是以信托管理人排他性地进行集体诉讼为前提。本案投资者是通过星展银行（DBS）、进而通过欧洲清算银行并最终通过作为债券持有人（the Holder of the Notes）的 BNYM 持有 130 万美元债券次级权益（sub-interest）的间接所有人（indirect owner）。该投资者作为间接所有人，与发行人无直接合同关系，不属于发行人（或有/实际）债

权人，无清盘呈请诉讼资格。由此可见，该判例明确认可了《信托契据》中“不行动条款”的效力。

- 4.46 在香港高等法院原讼法庭 2023 年裁决的 *Re China Oceanwide Group Limited* 清盘案中，⁴³某投资者对发行人提起清盘呈请，法院认为，根据《债券契据》约定，只有以下人士是债券持有人：（a）作为 Euroclear/Clearstream 共同存管人的代名人（the nominee of the Common Depositary）；及（b）姓名和地址已记录在登记册中的持有人（Holders of the Notes）。没有任何证据显示呈请人的姓名和地址已记录在登记册中，因此，呈请人不是债券持有人，无权就契约或债券提起诉讼或提起诉讼以强制执行债券项下的付款。最终判决驳回其清盘呈请。

- 4.47 香港高等法院上诉法庭 2025 年裁决的 *The Bank of New York Mellon, London Branch v. XJ International Holdings, Co., Ltd* 一案进一步对共同存管人（Common Depositary）、登记持有人（Registered Holder）、账户持有人（Account Holder）、信托管理人（Trustee）等相关主体地位进行了厘清。⁴⁴该案中，呈请人纽约梅隆银行伦敦分行系案涉债券的信托管理人，同时亦

⁴³ *Re China Oceanwide Group Limited*, [2023] HKCFI 455.

⁴⁴ *The Bank of New York Mellon, London Branch v. XJ International Holdings Co Ltd*, [2025] HKCA 481.

被指定为发行人的付款代理人，以及共同存管人，针对发行人的母公司希教国际控股有限公司提出清盘呈请。债券全球证书存放于作为共同存管人的呈请人处，并以纽约梅隆银行存管有限公司（即呈请人的代名人）的名义登记。债券发行文件还约定，债券持有人的回售期权（**the put option of the Bondholders**）可通过本全球证书的持有人（**the holder of this Global Certificate**）向主要代理人发出关于行使该期权所涉债券本金额的通知，并在条件规定的时间限期内呈交全球证书以供背书或行使权利。案件上诉阶段的争议问题之一是，在全球债券这一架构下，何方才是就债券发出回售通知的适当方。法院认为，“**Bondholder**”“**holder of the Bonds**”均指其姓名登记于债券登记册上的人（如为联名持有人，则指其中名列第一者）。在记名全球债券中，全球证书的持有人应意指代名人公司（**the nominee of the Common Depositary**），该登记持有人不同于账户持有人。债券的绝对所有权人是登记持有人，即代名人公司，而债券的经济利益归属于账户持有人，登记持有人仅以信托方式为账户持有人持有全球证书且对债券无经济利益。作为债券的绝对所有权人，代名人公司有权指示实际持有人（即共同存管人）呈交全球证书以供背书或行使权利。尽管呈请人收到

账户持有人的指示要求行使回售期权，并向发行人通知其关于账户持有人选择行使回售期权的票面价值，但由于缺乏登记持有人（代名人公司）发出行使回售期权的通知证据，法院认为，回售期权未被有效行使，进而该债务存在基于实质理由的真实争议，故驳回呈请人的清盘呈请，留待呈请人在普通民事诉讼中先行确立该债务的存在。

- 4.48 香港高等法院上诉法庭 2025 年就 China Evergrande Group（中国恒大集团）清盘案中作出的裁决亦同意上述裁判规则。该案中，中国恒大集团清盘人提出若干问题以寻求指示，其中包括持有全球债券的经济权益 [holding an economic interest (as opposed to a legal right)] 的人士，是否有资格被委任为审查委员会成员，清盘人将之称为“最终持有人”（Ultimate Holders）。法院认为，如果允许持有实益权益的人以其自身权利对公司采取行动，则会出现与识别和核实声称拥有实益权益的人的相关问题，公司可能就同一债务被两次烦扰的可能性；以及权利义务失衡，即虽然公司及持有法律权利的人受其所参与的合同、安排或义务条款约束，但持有实益权益的人不受此约束。法院同样认可了“不行动条款”的效力，并认定，债券契据（注：该契据受美国纽约州法律管辖）第 6.07 条约定的“每

名持有人，包括凭证式债券的持有人（Holder of a Certificated Note），均有权自行直接提起诉讼要求付款，而无需考虑契约的不行动条款”，是基于假设最终持有人已行使要求向其发行最终证书（Definitive Note）的权利，且该最终凭证以该最终持有人的名义登记。但该案并不存在上述情况，除非且直到共同存管机构或持有人向公司发出必要通知，公司没有任何义务向最终持有人发行任何最终凭证。最终认定权益持有人并非中国恒大集团的或有债权人。⁴⁵

- 4.49 在特定情况下，香港法院可以支持终端投资者（或称为债券权益持有人）的请求。香港高等法院原讼法庭 2023 年裁决的 *China Ping An Insurance Overseas (Holdings) Ltd v. Luck Gain Ltd* 一案中⁴⁶，投资者认购了 5,000 万美元的担保债券，后经交易增加为 1.9 亿美元（总发行金额为 2 亿美元），该投资者亦非 Euroclear 的账户持有人，而是通过中国银行（香港）有限公司投资债券。《债券契据》约定，全球债券证书可在债券违约、结算系统连续 14 天停止营业等特定情况下转换为最终证书（Definitive Certificates）。除此之外，投资者与发行人签订的《认购协议》还约定，发行人、担保人应促使发行人向认购人作出令人满意的安排，

⁴⁵ China Evergrande Group in liquidation, [2025] HKCFI 1638.

⁴⁶ China Ping An Insurance Overseas (Holdings) Ltd v. Luck Gain Ltd, [2023] HKCFI 3315.

以确保证书以代理协议要求的形式并符合代理协议的规定交付予登记处以供认证（The Issuer shall, and the Guarantor shall procure the Issuer to, make satisfactory arrangement to the Subscriber to ensure that the Certificates are delivered to the Registrar for authentication in the form required by, and otherwise in accordance with, the Agency Agreement, and shall, where applicable, take all actions necessary to procure clearance of the Bonds through Euroclear and Clearstream, Luxembourg）。后投资者提出的将全球债券证书转换为最终证书的请求未获答复，遂依据该《认购协议》条款诉至法院。法院认为，投资者可以依据《认购协议》成为直接债券持有人（最终证书的持有人），然后起诉发行人及其担保人。最终支持了投资者要求强制履行《认购协议》将证书转换的简易判决申请。需要说明的是，在该案之前，投资者曾向法院提出针对发行人的清盘呈请以直接追讨债务。法院认为，投资者并非登记债券持有人，其呈请被驳回。可见，该案的特殊之处在于，投资者与发行人单独签订了《认购协议》，法院认可该《认购协议》的效力，并依据协议要求发行人履行将债券总证书转换为个别

债券证书的义务，从而使投资者成为最终证书的持有人。

- 4.50 综上，在香港法律体系下，国际债券涉及到两类法律关系：其一是全球债券总证书持有人与账户持有人⁴⁷之间的双重所有权关系，在全球证书模式下，前者是债券持有人和绝对所有权人，后者则是信托受益人，但在特定情况下，全球证书可转换为最终证书（个别债券证书），此时，打破了原有全球证书模式下的权利安排，最终证书的持有人取得了债券持有人的地位，并享有诉权。其二是债券持有人和信托管理人之间的关系，双方之间的权利义务关系通过信托契据进行设定。正如上文 *Re Leading Holdings Group Limited* 清盘案，虽然债券持有人（A Holder of Notes）享有诉权，但该案《信托契据》明确约定，债券持有人不得就本《信托契据》或债券提起任何法律或其他程序，除非是已通知信托管理人且为其提供补偿、但信托管理人未在合理期限内采取行动。该等“不行动条款（no action clause）”通常被认定为有效，除非出现约定的但书情形，否则只能依约由信托管理人提起诉讼。因此，依据香港法律判断，案涉《募集说明书》《信托契据》中的“不行动条款”具有法律效力。

⁴⁷ 需要注意的是，在海外多层级交易的情况下，账户持有人有些情况下并非实际出资的、最终层级的真正意义上的债券权益持有人，因为中间往往需要通过多家银行多层代理投资。

4.51 虽然《信托契据》由发行人 A 公司、担保人 B1、B2 公司与信托管理人 C 公司签署，投资者 I 公司并未直接签署该《信托契据》，但《募集说明书》首页载明，债券持有人有权享有《信托契据》及适用于他们的代理协议条款的利益，受其约束，并被视为知悉其所有约定。庭审中，投资者 I 公司亦表示，看到过《信托契据》这份文件。因此，投资者 I 公司应当遵守《信托契据》的约定。

《信托契据》第 9.1 条约定的“但书”情形是否成立

4.52 根据《募集说明书》《信托契据》的约定，信托管理人 C 公司在同时符合以下情形时应当提起诉讼：一是经特别决议指示，或至少四分之一未支付债券本金的持有人书面要求，二是信托管理人已就其可能因此而承担的所有责任、诉讼、索赔和要求以及可能因此而产生的所有成本、费用和开支获得补偿、担保或预付款。本案并不存在上述情形，换言之，C 公司并不负有提起本案申请的义务。

4.53 从 C 公司系列行为的时间线看，该公司并不存在明显怠于行使权利的情形。2023 年 12 月，发行人 A 公司全资子公司 HKA 公司发布未能如期兑付公告、A 公

司发布贷款未能展期公告后，C公司于2024年1月1日即向A公司、B1公司、B2公司发送了《SHA债券加速到期通知函》，后于2024年11月向中央结算公司提交《担保品变卖申请书》。对于2024年1月至11月期间的行动，C公司解释称，在此期间对担保品处置的规则和法律风险进行论证、评估，考虑周全后方申请变卖担保品。考虑到根据中央结算公司担保品违约处置的业务规则，若因申请人提供材料有误，由此引起的一切法律责任及损失均由申请人自行承担，审理庭认为，C公司的解释具有合理性，可予采信。此后，中央结算公司于2025年5月完成最后一笔担保品结算，C公司于2025年9月提起本案诉讼，上述期间并不存在明显延误。

- 4.54 综上所述，由于案涉《募集说明书》《信托契据》均约定适用香港法律，在该法律体系下，就债券项下若干权利成立合法有效的信托关系，信托管理人C公司依据《募集说明书》《信托契据》的约定取得诉讼实施权，其以自己的名义为全体债券持有人的利益主张发行人A构成违约，并要求其还本付息，具有事实和法律依据。在债券持有人已将诉讼实施权让渡给信托管理人、且信托管理人并未怠于行使权利的情况下，对于个别债券持有人投资者I公司的申请，应予驳回。

4.55 需要说明的是，实践中，自贸离岸债采用了多种不同的发行方式，可以是本案的信托架构，也可以是财务代理人架构。例如，2025年下半年发行的交通银行香港分行自贸离岸债、国泰海通金融控股有限公司自贸离岸债等均未采用信托架构，也未设定信托管理人。中央结算公司、上海清算所分别作为登记托管结算机构，同时受发行人委托担任首席支付代理人（Transfer Agent），承担财务代理功能。由此可见，虽然自贸离岸债有其独特的登记托管制度，但可以兼容多样化的债券发行架构，并不影响发行人根据不同法域的规定及债券自身特点自由作出商业安排。

争点三：SHA 债券是否构成交叉违约或预期违约

SHA 债券是否构成交叉违约

4.56 就被申请人 A 公司是否构成交叉违约，各方争议的焦点主要在于合同约定的违约事件阈值是否触发，以及“积极磋商”“具备还款意愿”等情形能否阻断违约之认定。申请人 C 公司主张，HKA 债券到期未兑付、A 公司未承担保证责任，加上 A 公司未能偿还银行贷款，已触发交叉违约情形。A 公司则抗辩认为，HKA 债券是否到期应付、A 公司是否承担担保责任，有待香港法院判决，故应中止本案审理，等待该案判决结果，且 HKA 债券仍在沟通偿付方案，不构成“到期未付的债务”；即便 HKA 债券兑付构成交叉违约情形，由于 A 公司的银行贷款正在协商展期，不应直接认定为到期未付，故尚未达到 1,000 万美元的交叉违约事件触发阈值。

4.57 对于该争议问题，信托管理人 C 公司申请的法律专家郭思锋、曾文滔向法庭陈述，依据香港相关案例，“becomes due and payable”（成为到期应付）与“becomes capable of being declared due and payable”（可被宣布为到期应付）是两个不同的标准；交叉违

约不仅适用于实际到期债务，也适用于可被加速到期的债务；在加速到期的情况下，一旦债权人发出有效通知，债务立即成为到期应付。至于其他债务展期、和解或实体争议诉讼中的触发判断（包括是否需等待境外法院判决）等，则取决于法院对合同条款的解释。根据此次《募集说明书》第8（c）条，合同内容没有明确注明债务展期、和解或实体争议诉讼中会影响交叉违约的触发，那么，债务展期、和解等可能并不影响触发交叉违约。各方当事人对法律专家均进行了询问。庭后，法律专家还提供了 *Nuoxi Capital Ltd v. Peking University Founder Group Company Ltd* [2023] HKCFI 1350、*The Bank of East Asia, Ltd v. Dare Ltd* [2026] HKCA 106、*Re China South City Holdings Ltd (in liquidation)* [2025] HKCFI 3719、*Sociedade Nacional de Combustiveis de Angola - Empresa Publica v. China Sonangol International Ltd* [2025] HKCFI 3104、*Re Chan Sze Ming Michael* [2025] HKCFI 4401、*Re Elion International Investment Ltd (in liquidation)* [2026] HKCFI 465、*China Life Trustees Ltd v. China Energy Reserve and Chemicals Group Overseas Co Ltd* [2023] HKCA 966、*AMP Resources Ltd v. Indagro SA* [2026] HKCFI 784 等案例作为其上述意见的佐证。经审查，

上述专家意见与香港既往司法判例相符，审理庭对上述意见以及 *Nuoxi Capital Ltd v. Peking University Founder Group Company Ltd* [2023] HKCFI 1350、*Re Elion International Investment Ltd* [2026] HKCFI 465 等案例中体现的裁判观点予以采信。

- 4.58 本案中，SHA 债券《募集说明书》第 8 (c) 条对交叉违约情形作出了明确约定：(i) 发行人、保证人、担保人或其各自的任何主要子公司的任何其他当前或未来债务未在到期时或（视情况而定）在任何最初适用的宽限期内支付；(ii) 由于任何实际或潜在的违约、违约事件或类似事件（无论如何描述），任何此类债务在其规定的到期日之前到期应付（或能够被宣布到期应付）；或 (iii) 发行人、保证人、担保人或其各自的任何主要子公司未能在到期时支付其根据任何债务的任何保证或担保应支付的任何金额；但前提是本条款第 8 条第 (c) 款第 (i) 和/或第 (ii) 款所述负债金额和/或本条款第 8 条第 (c) 款第 (iii) 款所述任何担保项下的应付金额单独或合计超过 1,000 万美元（或以任何其他货币计算的等值金额）。对于交叉违约可导致债券立即到期条款的效力，香港判例均予以认可。例如在 *Nuoxi Capital Ltd v. Peking University*

Founder Group Company Ltd 案中，⁴⁸多份债券条款（Bond Conditions）均对方正集团成员发生的交叉违约事件作出了约定，并约定如果发生任何违约事件，且一种或多种事件的相关债务、担保和补偿的合计金额等于或超过 2,500 万美元或其等值，信托管理人可在特定情况下发出书面通知，宣告债券立即按其本金金额加应计利息到期应付。法院认定，信托管理人已就数份债券向发行人、担保人发出了书面通知，宣布提前到期，理由包括交叉违约等若干违约事件，遂对案涉债券提前到期的事实予以确认。

- 4.59 A 公司全资子公司 HKA 公司未能兑付 2023 年 11 月 30 日到期的 HKA 债券，本金及利息合计约 950 万美元，符合《募集说明书》第 8（c）（i）条约定的情形；A 公司作为 HKA 债券的担保人，在 HKA 债券持有人要求其承担保证责任约 950 万美元时，没有履行其保证义务，构成《募集说明书》第 8（c）（iii）条约定的情形。同时，A 公司还发布公告称，其向 X 银行申请的人民币 500 万元的贷款于 2023 年 12 月 1 日到期，展期申请未获得该银行同意。换言之，A 公司未能如期偿还银行贷款人民币 500 万元，符合《募集说明书》第 8（c）（i）条约定的情形。上述两项违约情形合计

⁴⁸ Nuoxi Capital Ltd v. Peking University Founder Group Company Ltd, [2025] HKCFA 14.

超过 1,000 万美元，构成《募集说明书》第 8（c）条款下的交叉违约。

- 4.60 对于 A 公司关于 HKA 债券仍在沟通偿付方案，不构成“到期未付的债务”的抗辩意见，审理庭认为，从文义上看，《募集说明书》第 8（c）（i）条所用措辞为“any other present or future Indebtedness of the Issuer, the Guarantor, the Security Provider or any of their respective Principal Subsidiaries is not paid when due or (as the case may be) within any originally applicable grace period”，即发行人、保证人、担保人或其任何主要子公司的任何当前或未来债务，未按时或（视情况）在原适用宽限期内支付。HKA 债券到期日为 2023 年 11 月 30 日，宽限期为到期日后 10 个自然日，故截至宽限期届满日，HKA 公司未能兑付债券本息系客观事实，符合上述条款约定的交叉违约情形。根据香港既有判例，一旦交叉违约被触发，违约状态具有持续性，不会因后续的展期或和解而自动消除。在 *Re Elion International Investment Ltd* 清盘案中，⁴⁹虽然当事人签署了和解协议（Settlement Deed），但协议中约定，和解协议的生效是有条件的，在条件满足前，原违约状态不受影响，债权人明确保留其在原交易文件下的

⁴⁹ *Re Elion International Investment Ltd in liquidation*, [2026] HKCFI 465.

权利。法院据此认定，债务人此前在短期贷款及保证金贷款项下的违约并未被豁免且仍在持续状态。本案中，A 公司称，HKA 公司正在与投资者沟通偿付方案，存在展期可能性，但 A 公司未能提供证据证明 HKA 债券已达成展期方案，亦未能提供证据证明 HKA 债券发行文件中存在“协商期间豁免违约责任”的约定，故即便 A 公司所述为实，仅有“谈判意愿”或“正在沟通”，也并不改变违约事实处于持续状态。因此，A 公司上述抗辩意见并无事实和法律依据，审理庭不予支持。

- 4.61 对于 A 公司未达到交叉违约事件触发阈值的抗辩意见，审理庭认为，如前所述，A 公司在 X 银行处的贷款到期未能还本付息系客观事实，而且，按照一般的商业逻辑，公司在贷款期限届满前即会向银行申请展期，显然，X 银行并未同意 A 公司的展期请求。即便双方此后就该笔贷款本息的偿付达成展期或和解方案，亦不能改变 A 公司在贷款到期日未能偿付的事实。故对 A 公司的该项抗辩意见，审理庭亦不予支持。

SHA 债券是否构成预期违约

4.62 关于发行人 A 公司是否构成预期违约，各方争议的焦点主要在于预期违约的判断标准，以及 A 公司是否构成拒绝或不能履行 SHA 债券项下义务。信托管理人 C 公司主张，在 HKA 公司不能兑付到期债券约 950 万美元的情况下，A 公司未承担其保证责任，已经说明 A 公司的资信状况无法使其在 2026 年 2 月 1 日如约兑付 SHA 债券。此外，A 公司亦未如约偿还银行贷款人民币 500 万元，更加说明其偿债能力不足。上述多笔债务到期未支付行为，已经证明 A 公司不具备到期兑付 SHA 债券的能力，也无意在 2026 年 2 月 1 日兑付 SHA 债券，构成对 SHA 债券的预期违约。发行人 A 公司则辩称，构成预期违约须符合以下两个条件：一是主观上明确拒绝履行合同义务，二是拒绝履行的合同义务系其在 SHA 债券项下的合同义务。C 公司主张的欠缺履行、偿付能力问题不属于触发预期违约的条件，其主张 A 公司构成预期违约缺乏法律依据。

4.63 对于该争议问题，信托管理人 C 公司申请的法律专家郭思锋、曾文滔向法庭陈述，在普通法下，认定是否构成预期违约，需要结合案件的整体证据来判断。如果从一个理性第三方的角度出发，在案证据能够表明债务人不能或不会履行合同义务，那么就可能构成预期违约。根据既往案例，有两种情形可以构成预期违

约，一是表达不履行合同的意图，二是没有明确表达，但客观事实足以显示合同将无法履行。对于债务人资信或财务状况的担忧，如果仅是基于经营不善，没有不履行合同义务的具体表现，一般情况下不会触发预期违约，但如果是因为资不抵债而进入清盘，那么就构成不能继续履约型的预期违约。各方当事人对法律专家均进行了询问。A 公司还提交了 *Bill Chao Keh Lung v Don Xia* [2004] 2 HKLRD 11、*Woodar Investment Development Ltd. v. Wimpey Construction (UK) Ltd.* [1980] 1 WLR 277 等案例作为该项争议的法律依据。经审查，上述专家意见与香港的既往司法判例相符，两起案例均具有法律效力，审理庭对上述意见以及 A 公司提交的上述两起案例中体现的裁判观点予以采信。

- 4.64 在香港高等法院上诉法庭 2003 年裁决的 *Bill Chao Keh Lung v Don Xia* 一案中，⁵⁰法院认为，当一方通过言辞或行为表明其无意履行，或明确宣布其现在或将来在某些重要方面无法履行合同义务时，即构成对合同的拒绝履行。拒绝履行可能发生在约定履行时间之前（预期违约）或当时（实际违约）。然而，在没有此类明示拒绝或声明的情况下，判断标准是审视违约

⁵⁰ *Bill Chao Keh Lung v. Don Xia*, [2004] 2 HKLRD 11.

方的行为是否足以让一个理性的人得出结论，认为其不再打算受合同条款约束。如果在一方有义务履行合同的时间到来之前，他表达了违反合同的意图，或采取了足以让一个理性的人得出结论认为他不打算履行其义务的行动，即构成预期违约。预期违约可由履行不能以及拒绝履行构成，且相似原则适用于两者。证明拒绝履行的举证责任在声称其发生的一方。

- 4.65 在 *Woodar Investment Development Ltd. v. Wimpey Construction (UK) Ltd.* 一案中，⁵¹ 尽管合同买方已向卖方发送了解除通知，法院还是结合双方的沟通情况和相关贷款安排等情形认为，拒绝履行（repudiation）是一项严苛的认定，其仅应在明确拒绝履行合同义务，且该拒绝行为关乎合同根本的情形下，方可被认定成立。买方属于善意依赖合同中明示条款以解除或终止合同，不能因为被证明无权解除合同，就被视为拒绝履行其合同义务，故最终认定买方不构成预期违约。香港高等法院原讼法庭在 2025 年裁决的 *Nobleseed Partners Ltd. v. Zhang Qian Qian* 一案中引用了上述案件。⁵² 该案需裁决的核心问题是被告 Zhang Qian Qian 是否构成对《服务协议》的根本违约或拒绝履行。法院认为，能否从行为或不作为中推断出“拒绝履行”，

⁵¹ *Woodar Investment Development Ltd. v. Wimpey Construction (UK) Ltd.* [1980] 1 WLR 277.

⁵² *Nobleseed Partners Ltd. v. Zhang Qian Qian*, [2025] HKCFI 753.

需采用客观标准判断，不得脱离具体语境，而应结合双方整体交易情况考量。综合考虑《服务协议》未约定任何里程碑日期或事件以明确各时间节点应完成的工作，难以认定被告违反了“尽最大努力”义务，以及原告在《服务协议》生效仅3个月后即试图终止协议，而协议期限为10个月，距到期尚有7个月等情形，最终判决驳回原告的公司违约索赔请求。

4.66 审理庭认为，根据上述判例确立的裁判规则，香港法律对预期违约设定了较高的证明标准，主张构成预期违约的一方应当对此承担证明责任。对于本案预期违约的认定，应当结合《募集说明书》内容以及SHA债券发行和交易情况，以客观标准审慎考量。因信託管理人C公司主张A公司构成预期违约，应当由C公司就A公司拒绝履行或不能履行债券本息兑付义务承担证明责任。

4.67 鉴于A公司并未明确作出拒绝兑付SHA债券的意思表示，故本案审查的重点是通过C公司所主张的A公司未对HKA债券项下债务承担保证责任以及未偿还人民币500万元银行贷款等两项行为，判断其是否足以让一般理性人得出结论认为其不打算履行或不能履行SHA债券项下义务。

- 4.68 审理庭认为，不同债券之间、银行贷款与债券之间均系独立的债权债务关系，未履行其中一项债务并不必然延及其他债券的兑付结果。无论是 HKA 债券到期不能兑付，还是 X 银行贷款到期未能归还，在案证据显示，A 公司、HKA 公司均在与债券投资人、银行债权人积极开展协商，寻求债务展期或其他偿付方案，并未拒绝履行该等债务。从 A 公司的行为看，难以认定其有不打算兑付 SHA 债券的意思。
- 4.69 更为关键的是，SHA 债券系定期付息、到期还本的债券。根据《募集说明书》第 4 条的约定，债券自发行日（含当日）起按未偿还本金金额以每年 3.50% 的利率计息，每半年期末付息一次。A 公司已按照上述约定按期足额支付了利息。况且，由于市场主体的履约能力处在不断变化状态，而 SHA 债券于 2026 年 2 月 1 日到期，即便 A 公司未能在 2023 年 12 月如约归还人民币 500 万元的银行贷款、未对 HKA 债券承担保证责任，距离 SHA 债券到期也有较长时间，该公司仍在持续经营中，无法必然得出 A 公司不具备兑付 SHA 债券能力的结论。
- 4.70 综上所述，信托管理人 C 公司关于 A 公司预期违约的主张不能成立，但其关于存在《募集说明书》约定的交叉违约情形的主张具有事实和法律依据，构成合同

约定的违约事件，发行人 A 公司应当依法承担违约责任。需要说明的是，由于本案系测试案例，审理庭仅以受理本案时各方提供的证据认定相关事实，并以此为基础作出相应的法律判断。

- 4.71 对于违约责任的承担方式，《募集说明书》第 8 条约定，如果发生违约事件，信托管理人可自行决定宣布债券立即到期应付，届时债券应立即按其本金金额连同应计利息到期应付，无需采取进一步行动或手续。现信托管理人 C 公司已向 A 公司发送了《SHA 债券加速到期通知函》，宣布 SHA 债券全部于 2024 年 1 月 1 日到期。A 公司表示已收到该通知。故 C 公司宣布 SHA 债券提前到期于约有据，可以产生相应的法律效力。A 公司应当向 C 公司兑付债券本金人民币 10 亿元，以及截至 2024 年 1 月 1 日的剩余期内利息。同时，对于案涉担保品处置所得，C 公司主张在应还本息中予以扣减，于法不悖，审理庭予以准许。经计算，A 公司剩余应付本金和期内利息之和为人民币 801,526,900.84 元。另外，由于 A 公司在 C 公司所主张的提前到期日未能还本付息，C 公司主张 A 公司以人民币 801,526,900.84 元为基数、自 2024 年 1 月 2 日起按年化 3.5% 利率继续支付逾期利息至全部本息清偿日，于约有据，审理庭予以支持。

- 4.72 信托管理人 C 公司在收到 SHA 债券本金、利息、逾期利息后，应当根据各债券持有人持有债券的比例，在全体债券持有人之间公平分配。
- 4.73 A 公司还就案涉担保物的处置方式及处置价格提出异议，对此，审理庭将在下文“争议焦点四”部分详细阐述，在此不再赘述。

被申请人 B1 公司保证责任的承担

- 4.74 《募集说明书》第 1 (c) 条约定，保证人已在《保证契据》中无条件且不可撤销地担保发行人根据债券及《信托契据》不时应付的所有款项按期足额支付，并承担连带责任（on a joint and several basis）。
- 4.75 被申请人 B1 公司引用 *Holme v Brunskill* 案抗辩称，加速到期系对主债务之变更，未经 B1 公司同意不对其发生效力。对此，审理庭认为，*Holme v. Brunskill* 案⁵³确立的规则为，担保合同当事人之间的任何变更（alteration），均应征求担保人意见；若变更并非明显无实质影响（unsubstantial）或对担保人有利，法院不应就变更的实质性或对担保人的影响进行调查，亦不应交由陪审团裁决，而应认定担保人有权自行决定

⁵³ *Holme v. Brunskill*, (1877)L.R. 3 Q.B.D. 495.

是否继续承担责任，未经同意则责任解除。香港高等法院上诉法庭在 *AVC Property Development Co. Ltd. v. Joyful Grace Trading Ltd.* 一案中，⁵⁴引用了上述 *Holme v. Brunskill* 案所确立的衡平法原则，并认为，在解释条款时，必须结合上下文及事实背景进行考量。如果主合同的变更（variation）可能损害担保人，无论该变更实际上是否已造成损害，也无论其是否可能造成损害，担保人将被绝对解除责任。只有当主合同的变更明显是非实质性的（obviously unsubstantial），不可能对担保人造成损害，或者该变更必然对担保人有利时，担保人才会继续承担责任。然而，本案并不适用上述裁判规则。信托管理人 C 公司主张加速到期的事由是出现主合同约定的交叉违约情形，此时，加速到期是主合同项下的约定救济方式，主债务履行期已因债务人的违约行为而提前届满。故加速到期并非主合同的“变更”，而是主合同违约责任条款的“履行”。保证合同的从属性决定了保证责任随之提前，保证人因此而承担的责任，正是对主债务人违约风险所作的担保范畴，未超出签署保证合同时所能预见和承诺的责任范围，也未加重保证人的负担，无需保证人再次同意或确认。因此，对 B1 公司的上述抗辩意见不予

⁵⁴ *AVC Property Development Co. Ltd. v. Joyful Grace Trading Ltd.*, CACV208/2016.

支持。B1 公司作为保证人，应当依约对 A 公司上述付款义务承担连带清偿责任。

未经允许 严禁复制

争点四：境内担保品的处置程序和处置价格是否合理

- 4.76 关于担保品处置的违约前提，审理庭已经在争点三中进行了论证。本部分主要分析被申请人对境内担保品处置程序和处置价格所提出的异议。A 公司对境内担保品处置程序和处置价格提出异议，其认为 C 公司处置 B2 公司持有的人民币国债过程中，采取先变卖后拍卖的处置方式存在明显不合理性，确定的拍卖保留价亦不合理，导致未能实现债券处置价值的最大化。且 B2 公司作为出质人，在中央结算公司进行担保物处置前，已向中央结算公司提出异议。审理庭认为，就被申请人对中央结算公司处置境内担保品所提出的异议，主要涉及中央结算公司的相关职能，审理庭从以下几方面进行分析：

中央结算公司在担保品处置中的合同地位

- 4.77 《民法典》第四百四十一条规定：“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。法律另有规定的，依照其规定。”依照《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》第一百零六条：“债券受限登记是指

中央结算公司依法为债券持有人提供债券质押登记服务；或者依照法律法规和有权机关要求对债券进行冻结。债券被质押或者冻结时，中央结算公司将在相应债券账户内加以标记，以表明债券权利受到限制。”

中央结算公司登记托管的质押债券，并不转移占有，而是登记该债券的质押信息并限制债券持有人的权利。而根据《民法典》第四百三十六条、《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》第四十五条的规定，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；当事人约定发生实现担保物权的情形时，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。

4.78 本案中，因案涉债券无实物凭证，故以出质登记方式设立权利质权。而 C 公司未通过转移登记直接占有境内质押债券，并不影响 C 公司作为质权人直接处分质押债券以优先清偿 A 公司所负债务。

4.79 《募集说明书》第 1（d）条约定，作为担保发行人因本债券及《担保协议》项下不时应付的所有款项的到期及准时偿付的担保，该担保品的处置应依据适用法律及中央结算公司的担保品管理与处置规则进行。第

12 条约定，在任何时候，信托管理人可自行决定，且无需通知，即启动其认为合适的法律程序，以行使其依据《信托契据》就债券、任何《担保函》或任何《担保协议》所享有的权利。C 公司、B2 公司与中央结算公司共同签署的《担保品通用协议》第一条约定：“参与方在此不可撤销地授权中央结算公司作为担保品管理人，授权其根据本协议以及其他担保品管理文件的规定提供担保品管理服务。……（四）担保品违约处置：……，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。”

- 4.80 根据上述合同约定，在债券违约时，C 公司可以依照法律规定和合同约定单方行使质权，即申请中央结算公司对案涉质押债券进行拍卖、变卖。依据《担保品通用协议》和《中央国债登记结算有限责任公司担保

品违约处置业务指引（试行）》，仅从债券交易法律关系而言，中央结算公司处置担保品系基于参与方的授权。根据《民法典》第九百一十九条的规定：“委托合同是委托人和受托人约定，由受托人处理委托人事务的合同。”第九百二十二条规定：“受托人应当按照委托人的指示处理委托事务。”因此在担保品违约处置过程中，参与方与中央结算公司之间构成的是委托代理关系。且在协议中，根据“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”这一表述，担保品提供方 B2 公司作为参与方之一，通过协议约定部分放弃了在担保品处置过程中对中央结算公司作出指示的权利。因此，基于委托代理关系，因担保品处置的指示错误所造成的法律后果应当由质权人承担。

当然，上述担保品处置中的委托代理关系仅存在于债券交易法律关系中，中央结算公司在担保品管理服务过程中还存在金融基础设施相应法定管理职能，但该管理职能是为满足公平稳定的金融市场秩序，而非针对具体的合同相对人，故不在此讨论。

中央结算公司作为金融基础设施在担保品管理中的功能定

位

4.82 中央结算公司是经国务院批准并出资设立的中央金融企业，主要承担债券市场中央存管机构（CSD）、证券结算系统（SSS）和政府债券交易数据库（TR）职能，事实上也承担了银行间债券市场部分交易数据库（TR）职能，在国家金融基础设施服务体系中处于重要地位。⁵⁵结合国际清算银行（BIS）和国际证监会组织（IOSCO）制定的 PFMI 要求，其中原则十一“中央证券存管”：“CSD 应该具有适当的规则和程序，以确保证券发行的完整性，最小化并管理与证券保管、转让相关的风险。CSD 应该以固定化形式或无纸化形式维护证券，并采用簿记方式转账。”其中 11.5 要求，CSD 应保护资产免受托管风险，包括因 CSD 的疏忽、资产滥用、欺诈、管理不善、记录保存不充分或未能保护参与者的证券权益而导致的损失风险，或因 CSD 破产或其债权人提出索赔而导致的损失风险。CSD 应制定与其法律框架一致的规则和程序，并建立稳健的内部控制机制，以实现这些目标。

4.83 原则二十一“效率与效力”：“金融市场基础设施（FMI）

⁵⁵ 《中央国债登记结算有限责任公司金融市场基础设施原则信息披露报告》（评估期间：2025 年度）

应当高效并有效地满足其服务的参与人和市场的需求。”在 PFMI 的解释性说明中明确提出，FMI 若运营效率低下或功能失效，可能会扭曲金融活动和市场结构，不仅会增加 FMI 参与者的金融和其他风险，还会增加其客户和最终用户的风险。如果 FMI 效率低下，参与者可能会选择使用对金融体系和更广泛的经济构成更大风险的替代安排。FMI 应控制其直接成本，如交易处理、货币结算以及结算入账准备和执行所产生的成本。FMI 还应考虑并控制其间接成本。这些成本包括基础设施、行政和其他与 FMI 运营相关的成本。一些间接成本（和风险）可能不太明显。例如，FMI 可能需要考虑其参与者的流动性成本，包括参与者为处理其交易而必须向 FMI 或其他方提供的现金或其他金融工具的数量，以及提供这些资产的机会成本。

- 4.84 原则二十三“规则、关键程序和市场数据的披露”：
“FMI 应该具有清晰、全面的规则和程序，提供充分的信息，使参与者能够准确了解参与 FMI 应承担的风险、费用和其他实质性成本。所有相关的规则和关键程序应该公开披露。”FMI 应采用清晰且全面的规则和程序，并向参与者充分披露。FMI 的规则和程序通常是其基础，为参与者理解参与 FMI 所承担的风险提供了依据。因此，相关规则和程序应包括对系统设计

和运行的清晰描述,以及FMI和参与者的权利和义务,以便参与者能够评估参与 FMI 所承担的风险。

- 4.85 结合上述 PFMI 的具体要求,进一步考虑中央结算公司作为金融基础设施在担保品管理中的功能定位,可以从三方面切入:首先,原则十一针对的是资产免受托管风险,而在担保品处置过程中基于委托授权关系,中央结算公司受担保品接受方的授权指示,依照处置规则对质押债券实施拍卖、变卖过户等行为,如因质权人违反担保协议发出处置指示,由此造成的风险并非 CSD 的托管风险,而是发行人、担保人与质权人之间的合同风险,其本身并不在 PFMI 的原则约束条件范围内。其次,为债券市场提供高效的担保品服务,意味着中央结算公司作为 CSD 和 SSS 在发挥相应金融基础设施功能时必须考虑运行成本和职责之间的匹配性。如果苛于中央结算公司在担保品处置时对债券违约进行形式判断或实质判断的法定义务,势必将增加担保品处置的成本,进而可能引发处置效力的不确定性,由此形成金融基础设施运行的风险。最后,中央结算公司就担保品处置发布了《担保品通用协议》和《中央国债登记结算有限责任公司担保品违约处置业务指引(试行)》,共同构成了担保品处置的有效规则,为债券市场参与主体进行违约后的担保品处置

提供了有效的风险和规则预期。同时，我国《民法典》第四百二十八条等规定也为债务人、担保人提供了完整的法律保障。

免责的有效性

- 4.86 《担保品通用协议》第三条约定了中央结算公司在担保品处置过程中广泛的责任免除。《民法典》第四百九十七条规定：“有下列情形之一的，该格式条款无效：（一）具有本法第一编第六章第三节和本法第五百零六条规定的无效情形；（二）提供格式条款一方不合理地免除或者减轻其责任、加重对方责任、限制对方主要权利；（三）提供格式条款一方排除对方主要权利。”《担保品通用协议》第三条约定的免责的基础是中央结算公司在担保品处置中的代理法律地位，由质权人对其提供的相应信息和参与行为负责，符合委托代理关系的本质。中央结算公司基于业务规则和参与方的指示，在合理范围内所进行的担保品处置行为本身并不需要承担责任，除非有证据证明其存在故意或者重大过错。故相关免责条款的约定并不构成《民法典》规定的无效情形。从比较法角度，金融担保品的处置是担保权人的权利，相关立法往往赋予了金融

机构迅速处置金融担保品的权能。如欧盟《金融担保品指令》（DIRECTIVE 2002/47/EC，该指令后续由2009/44/EC修订）第4条中规定，成员国应确保，根据已商定的条款在发生执行事件时，担保品接受者应能够以出售、直接占有、抵销等方式实现对担保品进行处置，且该等方式不应要求必须事先通知变现意图，或要求变现条款应由任何法院、公职人员或其他人批准，或必须通过公开拍卖或任何其他规定的方式进行变现；或必须经过相应额外的期限。欧盟指令确立的“快速处置”原则为实现代币化证券担保品的高效处置提供了重要参考。该条规定的目的是确保担保品得到及时高效处置，而担保品处置不应经过特定的批准，相应地也不可能存在由CSD进行审核后方能进行担保品处置的制度设计。

- 4.87 关于本案中境内质押债券先变卖后拍卖的处置方式，以及相应价格的适当性判断。《民法典》第四百三十六条第二款、第三款规定：“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。”法律并未限定质物处置过程中变卖、拍卖的优先顺位，而是对质物处置的价

格标准作了规定。故 C 公司采取先变卖后拍卖的方式处置境内质押债券并不违反法律规定，除非有证据证明变卖价格显著偏离市场价格。《中央国债登记结算有限责任公司担保品违约处置业务指引（试行）》关于“变卖价格”，第 4.2 条规定“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”。因案涉质押债券为人民币国债，市场价格变动较小，故根据该指引以及市场实际，在公允价格以上变卖案涉质押债券，并不偏离市场价格。而被申请人认为中央结算公司确定的拍卖保留价不合理。根据前述指引第 3.3 条，“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”。该确定拍卖保留价的标准并无不当，且保留价仅是拍卖价格的基础，是否偏离市场价格应当依照实际成交价格为准。本案中，出质人作为商事行为主体，通过签订《担保品通用协议》的方式认可了《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，应当接受相应规则的约束。其提出的异议缺乏证据证明，相应主张不应予以支持。

5 审理庭最终结论

- 5.1 综合前述四项争点的论述，审理庭依据《中华人民共和国民法典》第七条、第十条，《中华人民共和国证券法》第一百四十八条，《银行间债券市场债券登记托管结算管理办法》第三条、第六条以及香港法律之规定，结合国际通行规则和市场惯例，形成以下司法意见。
- 5.2 支持申请人 C 公司的申请请求。
- 5.3 不予支持申请人 I 公司的全部申请请求。
- 5.4 发行人 A 公司根据《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》，通过区块链簿记发行的自贸离岸债，与一般债券发行方式无法律上的区别。中央结算公司通过技术方式确保区块链上债券通证与传统电子簿记账户中债券登记的一致性，区块链上债券通证具有事实上的证明力。当区块链上债券通证与传统电子簿记账户中的债券登记存在差异时，债券登记的法律效力仍以传统电子簿记登记为准，除非有证据证明传统电子簿记登记确有错误。
- 5.5 SHA 债券虽在登记和托管上有其自身特殊性，主要体现在采用一级托管模式，债券直接登记在终端投资者名下，但在信托法律关系的构建上，与国际债券有共

通之处。各方以债券项下的若干权利作为信托客体，设定信托管理人，并在《信托契据》中约定了“不行动条款”，信托关系成立且合法有效。登记结算机构的托管制度并不影响信托法律关系的有效设立，同时亦可兼容其他种类的债券发行方式。债券持有人 I 公司与发行人建立了直接的债权债务关系，系完全的所有权人，具有诉的利益，但《募集说明书》《信托契据》的“不行动条款”对信托管理人 C 公司、投资者 I 公司均具有约束力。C 公司作为信托管理人可以依据《募集说明书》《信托契据》的约定，就债券持有人集体利益行使诉权。在 C 公司不存在急于行使权利的情况下，I 公司的请求权基础为债券发行无效及还本付息，实质为要求支付债券票面金额，该申请事项已为 C 公司的申请所涵盖，故对其请求不予支持。

- 5.6 SHA 债券的违约情形及责任认定根据合同约定适用香港法律，在香港法律项下，A 公司已经构成合同约定的交叉违约情形。但是，预期违约的构成需一方明示拒绝履行或通过行为表明不愿或不能履行合同义务。A 公司仍在持续经营，依约兑付了 SHA 债券项下的利息，并未明确拒绝兑付 SHA 债券，且尚处于和其他法律关系项下债权人协商展期履行状态，难以认定其构成预期违约。债权人因主债务人交叉违约宣布债务提

前到期，不属于合同条款的变更，而是合同违约责任条款的履行，保证人 B1 公司应当依约承担连带保证责任。

- 5.7 债券交易各参与方根据中央结算公司的相关规则，在债券违约后根据《担保品通用协议》的约定和债券合同约定，向中央结算公司申请担保品处置的，中央结算公司无审查债券是否实质违约的义务。

致 谢

本案是上海金融法院金融市场案例测试机制试行后，审结的第二例测试案件。自案件受理以来，得到了启动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、交通银行信托有限公司的大力配合和支持。代理申请人C公司的北京市君合律师事务所律师赵慧丽、彭晚词，代理申请人I公司的上海市和平律师事务所律师刘天峰、周全，代理被申请人方的北京市金杜律师事务所上海分所律师关峰、周昕、王晓雪，法律专家君合律师事务所香港分所律师郭思锋、曾文滔，为本案的顺利推进付出了大量公益的辛勤劳动，并展现了令人印象深刻的专业素养。审理庭对上述参与方及代理人、法律专家表示衷心感谢。

案件受理后，审理庭收到了多份由独立第三方提供的《第三方意见书》，提供者包括：复旦大学法学院许多奇教授、上海财经大学法学院宋晓燕教授、华东政法大学国际金融学院肖宇教授、上海财经大学滴水湖高级金融学院邱嘉平教授、上海师范大学商学院鲍晓晔副教授、上海市法学会金融法研究会以及方达律师事务所、上海市协力律师事务所、青狮云岸（上海）律师事务所、香港特别行政区天博大律师事务所（Temple Chambers）与上海虹桥正瀚律师事务所、上海虹桥正瀚（临港新片区）律师事务所（以上排名不分先后）。

上述意见书对本案所涉法理及实务层面的争议作出了有益的梳理，提供了有价值的参照，审理庭对各位给予本案的重视与协助表示由衷的感谢。

审理中，为深入研判本案所涉各项法律争议，审理庭进行了多次研讨，也得到业内诸多专家的不吝赐教，他们是：北京大学法学院洪艳蓉教授、华东政法大学经济法学院吴弘教授、上海市委金融办监管一处（法规处）钱瑾处长、上海清算所法律合规内审部余滔资深经理（以上排名不分先后）。在此，审理庭对各位教授、专家对本案的关心和支持致以诚挚的谢意。

最后，在本案审理过程中，上海市高级人民法院有关领导给予了大力支持和有力指导，金融业界、法律实务、学术界以及金融监管部门给予了积极反馈和支持，审理庭一并深表谢忱。