

## 浅析投资者视角下的资产支持票据持有人会议机制

作者：夏亮 | 唐雷

资产支持票据(ABN)发行后,资产支持票据持有人会议(或简称“持有人会议”)是维护资产支持票据持有人(或简称“持有人”)共同利益、表达持有人集体意志的机构,资产支持票据发行文件的修改、重大事项的决策都要通过持有人会议进行。就投资者(优先级投资者,下同)而言,熟悉和掌握资产支持票据持有人会议机制的规则体系,才能充分运用资产支持票据持有人会议机制实现权利。与房地产行业有关的基础资产是 ABN 产品中重要的资产类型,针对近期备受市场关注的房地产企业纷纷遭遇流动性困难的情况,相关 ABN 产品投资者的应对策略也值得关注。笔者结合实务经验,主要从投资者视角分析持有人会议的召集人、召集事由以及投资者在持有人会议机制下权利实现的应对策略,以期对 ABN 或企业资产证券化投资者有所裨益。

### 一. 持有人会议的召集人、召集事由

资产支持票据作为银行间债券市场非金融企业债务融资工具的一种,ABN 持有人会议召集、召开等受到中国银行间市场交易商协会(以下简称“交易商协会”)关于资产支持票据、非金融企业债务融资工具不时修订的规范性文件和 ABN 发行文件的约束,规范性文件主要有《非金融企业资产支持票据指引》(2017年版)(以下简称“《ABN指引》”)、《银行间债券市场非金融企业债务融资工具持有人会议规程》(2019年版)(以下简称“《会议规程》”)。

#### (一) 持有人会议的召集人

《会议规程》第八条规定,召集人原则上为本期债务融资工具的主承销商,发行文件另有约定的除外。《ABN指引》没有就召集人进行一般规定,仅规定如“单独或合计持有百分之三十以上同期资产支持票据余额的持有人提议召开”,则应当召集持有人会议。

.....  
如您需要了解我们的出版物,  
请联系:

Publication@llinkslaw.com

由于银行间债券市场非金融企业债务融资工具还包括超短期融资券、短期融资券、中期票据、永续票据等不以基础资产为支持、无发行载体管理机构的债务融资工具,《会议规程》并未针对 ABN 的产品特点进行区分规定。比如,信托公司是 ABN 的受托机构、发行载体管理机构,在 ABN 存续期间负有重要的管理职责和披露义务,《会议规程》未规定 ABN 的受托机构可以作为召集人。但同时,《会议规程》允许发行文件就召集人另行约定。笔者认为,在满足《会议规程》的基本要求情况下,发行文件中可以根据 ABN 的产品特点就 ABN 持有人会议的召集人进行适当约定。从公开发行 ABN 持有人会议的召开实践看,召集人一般包括受托人、牵头主承销商或联席主承销商。

另外,《会议规程》规定,召集人不能履行或者不履行召集职责的,单独或合计持有 30%以上同期债务融资工具余额的持有人、发行人<sup>1</sup>、提供信用增进服务的机构均可以自行召集持有人会议,履行召集人的职责。

据此,投资者在审阅 ABN 发行文件时,可以关注 ABN 的发行文件约定的持有人会议召集机制。通常情况下,应以约定受托人、牵头主承销商或联席主承销商可以召集持有人会议为宜,且应约定在召集人不能履行或者不履行召集职责的,单独或合计持有 30%以上资产支持票据余额的持有人、发起机构、提供信用增进服务的机构均可以自行召集持有人会议,履行召集人的职责。

## (二) 持有人会议的召集事由

《ABN 指引》第三十六条规定了持有人会议的召集事由,主要涉及基础资产权属发生变化或发生被查封、扣押、冻结等、资产支持票据未能兑付、修改发行条款、参与机构发生解任或变更、单独或合计持有百分之三十以上同期资产支持票据余额的持有人提议召开等情形。《会议规程》第九条就债务融资工具持有人会议的召开情形进行了规定,另外第十条规定:“发行人可以在发行文件中约定,因实施股权激励计划或实施业绩承诺补偿等回购注销股份导致减资的,且在债务融资工具存续期内累计减资比例低于发行时注册资本的 5%的,可以不召开持有人会议。如未作约定,仍应按照本规程召开持有人会议。”

可以看出,《ABN 指引》根据 ABN 产品特点将基础资产、参与机构的重大变化等作为持有人会议的召集事由,《会议规程》因适用于全部债务融资工具,其第九条规定的召集事由主要针对对发起机构的主体情况变化等,并没有涉及 ABN 的基础资产、受托机构等<sup>2</sup>。

需要说明的是,交易商协会发布的《非金融企业债务融资工具募集说明书投资人保护机制示范文本(2021 版)》对非金融企业债务融资工具持有人会议机制提供了可以参照的条款范本,但该示范文本主要还是《会议规程》的重述;交易商协会也制定了《资产支持商业票据信托合同(参

<sup>1</sup> ABN 一般称发起机构或发起人,不称发行人,下同。

<sup>2</sup> 另外,第(八)项关于受托管理协议、受托管理人的内容目前也并不适用于 ABN。交易商协会发布的《非金融企业债务融资工具募集说明书投资人保护机制示范文本(2021 版)》规定:“根据《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)》,资产支持票据适用受托管理人制度将另行规定,暂不适用此示范文本中关于受托管理人机制的相关内容。”

考文本)(2021 版)》<sup>3</sup>，但就持有人会议机制部分也注明“仅供参考，应结合实际情况修改”。具体项目中持有人会议召集事由还依赖受托机构、主承销商等在 ABN 发行文件中根据《ABN 指引》、《会议规程》及结合项目实际进行约定，正如《会议规程》指明的，“本规程的规定是持有人会议的最低要求”，具体项目的持有人会议机制应当在遵守《ABN 指引》、《会议规程》规定的基础上完善。

持有人会议机制涉及召开、表决等多方面内容，但皆肇始于持有人会议的召集人和召集事由，召集人和召集事由约定的不完善可能会导致投资者不能通过持有人会议形成有效决议进而对相关方形成约束，实践中甚至可能出现亟需召开持有人会议但发行文件中没有约定相关召集事由、召集人怠于行使召集职责而持有人会议无人召集的情况。投资者在作出投资决策时应注意审阅 ABN 发行文件中包括召集人、召集事由在内的持有人会议机制是否符合《ABN 指引》、《会议规程》的规定，是否契合 ABN 交易结构及基础资产特点。

## 二. 持有人会议机制下投资者的应对策略

对于 ABN 发起机构、核心企业、增信机构等发生风险(如近期相关房地产企业遭遇流动性困难)以及其他影响投资者利益的事项，持有人会议机制下投资者可能需要考虑相应的应对策略。

### (一) 提议召集或召集持有人会议

根据《ABN 指引》和《会议规程》，单独或合计持有 30%以上资产支持票据余额的持有人提议召集持有人会议的，召集人应当召集，且召集人不能履行或者不履行召集职责的，持有人可以自行召集持有人会议。持有一定比例 ABN 产品的投资者提议召集和召集持有人会议是《ABN 指引》和《会议规程》规定的当然权利，不过从公开发行的 ABN 持有人会议的召开实践来看，鲜有投资者召集持有人会议的情况，主要是次级持有人(发起机构等)向召集人提议召集持有人会议。一般情况下，相比于发起机构、受托人、主承销商等，投资者对于相关信息的获取可能较为滞后，投资者在一定程度上也容易形成对受托人、主承销商、资产服务机构管理、服务、信息披露等的依赖。随着信息渠道更为畅通、召集事由发生时受托人和主承销商等也可能存在观望等怠于履行约定职责的情况，笔者认为，投资者可能需要考虑是否行使发行文件和相关规范性文件赋予的提议召集或召集持有人会议权利。

提议召集和召集持有人会议的持有人应单独或合计持有 30%以上资产支持票据余额，且召集人不能履行或者不履行召集职责的，持有人方可以自行召集持有人会议。如果投资者单独持有资产支持票据余额的比例不足 30%，则该等投资者提议召集和召集持有人会议需要与其他投资者联合行动。ABN 的产品期限一般较长，存续期间投资者保持与主承销商、受托机构等沟通的同时，还可以考虑与其他投资者加强交流，一定意义上而言，投资者之间可能具有更为一致的利益诉求。

<sup>3</sup> 资产支持商业票据(ABCP)是资产支持票据的子品种。

## (二) 参与形成有效议案

根据《会议规程》第十五条和第十六条的规定，召集人拟定会议议案应与持有人及其他参与机构沟通，单独或合计持有 10%以上同期债务融资工具(资产支持票据)余额的持有人可以于会议召开日前 5 个工作日以书面形式向召集人提出补充议案。《会议规程》规定了投资者参与制订和提出补充议案的权利，而实践中投资者往往着眼于表决阶段如何投票，对议案的制订则参与不多。如果投资者从自身利益出发能提出更优的解决方案，则不仅可以提高持有人会议决策效率、形成共识，更有利于风险化解。

另外，持有人会议的议案还需“有效”，能够对相关方形成约束，以期达到议案通过或未通过则发起机构等可为某一行为或不得为某一行为的效果。这一目的的实现依赖于 ABN 发行时在信托合同、募集说明书等发行文件中约定了发起机构相关事项的变化等需要经持有人会议同意。

## (三) 审慎表决

市场上披露的公开发行的 ABN 持有人会议相关文件显示，持有人会议审议的事项主要涉及豁免、缩短持有人会议召集时限、修改发行文件实质内容、终止清算、延期兑付、解任资产服务机构、受托机构被接管、发起机构减少注册资本、发起机构/增信机构合并、重大资产重组甚至被申请破产重整等。笔者认为，提交持有人会议审议的事项与投资者的利益息息相关，投资者应当审慎作出同意、反对或弃权的决定，对于投资者利益可能得不到充分保障的议案需要谨慎决策，以下择其要者从豁免、缩短持有人会议召集时限、修改发行文件实质内容、延期兑付及破产重整等方面进行逐一分析。

### 1. 豁免、缩短持有人会议召集时限

《会议规程》第十九条第一款规定：“若发行人披露债务融资工具本息兑付的特别风险提示公告、出现公司信用类债券违约以及其他严重影响持有人权益的突发情形，召集人可在有利于持有人权益保护的情形下，合理缩短持有人会议召集程序。”合理缩短持有人会议召集的时限为《会议规程》所允许，也能提高持有人会议决策效率。持有人会议的召开以持有人收到召集通知为前提，ABN 发行文件中一般明确约定了持有人会议的如提前通知等时限要求，在拟召开的持有人会议上将豁免、缩短本次持有人会议召集时限作为议案，如该议案获得通过，即视为持有人会议对召集人未能遵守发行文件约定的时间要求召集持有人会议的认可，程序瑕疵得以补正。

为提高决策效率和应对紧急事件，市场上存在持有人会议的通知时限等经持有人会议予以豁免或缩短的实例<sup>4</sup>。笔者认为，该等程序事项应“一会一议”，即本次持有人会议只能豁免

<sup>4</sup> 如深圳前海联捷商业保理有限公司 2020 年度第一期华济建筑实业资产支持票据 2021 年第一次持有人会议审议通过了豁免本次持有人会议提前 10 个工作日通知等的议案。

或缩短本次持有人会议的相关时限，对于以一次会议豁免或缩短此后所有召开的持有人会议时限要求，投资者可能需要谨慎决策。

## 2. 修改发行文件实质内容

市场上已召开的公开发行 ABN 持有人会议中不乏修改发行文件实质内容的议案，部分 ABN 产品存在方案设计时不尽完善的情况，有必要通过持有人会议予以完善，也有部分 ABN 产品则存在通过持有人会议豁免相关方责任的情况。

从公开发行 ABN 持有人会议的实践看，ABN 发行文件的实质修改较多来自于发起机构的诉求，目的是为加快归集频率、豁免触发相关事件或承担相应责任、分配次级期间收益等，笔者认为，投资者应以自身利益为判断，对于不利其兑付利益等的议案，投资者可能需要谨慎决策。

## 3. 延期兑付及破产重整

公开发行 ABN 中有延期兑付<sup>5</sup>、增信机构等被申请破产重整<sup>6</sup>的情形，ABN 发起机构、核心企业、增信机构经营危机等导致的兑付困难可能是关系投资者利益的最重大事项。延期或相关机构被申请破产后 ABN 能否兑付存在诸多可能，笔者认为，投资者同意延期兑付应是穷尽一切可能之权利救济方式后的选择，延期兑付方案或重整计划也能反映发起机构、核心企业等的偿债意愿，对于没有相关方案或者没有保障的兑付方案，投资者可能需要谨慎决策。

## 三. 结语

如《会议规程》指出的，“除法律法规另有规定外，持有人会议所审议通过的决议对本期债务融资工具持有人，包括所有出席会议、未出席会议、反对议案或者放弃投票权、无表决权的持有人，以及在相关决议通过后受让债务融资工具的持有人，具有同等效力和约束力”。相关规范性文件和发行文件赋予了投资者获得 ABN 本息、参加持有人会议和表决的权利，ABN 发行后通过持有人会议作出的权利放弃或豁免以及对发起机构、核心企业、增信机构等施加的相关约束，均出自投资者，投资者需要根据发行文件、《ABN 指引》、《会议规程》等主张权利和在持有人会议机制下根据自身利益作出适宜的决定。就近期备受市场关注的房地产企业遭遇流动性困难的情况，笔者认为，投资者应关注相关 ABN 发起机构、核心企业的偿债意愿与能力、兑付方案实施的可行性及持有人会议决议的履行情况。

<sup>5</sup> 如深圳前海联捷商业保理有限公司 2020 年度第一期华济建筑实业资产支持票据通过持有人会议将资产支持票据预期到期日展期一年。

<sup>6</sup> 如北京北大科技园建设开发有限公司 2018 年第一期资产支持票据的差额补足义务人和保证人被裁定实质合并重整。

如您希望就相关问题进一步交流, 请联系:



夏亮  
+86 21 3135 8769  
tomy.xia@llinkslaw.com

如您希望就其他问题进一步交流或有其他业务咨询需求, 请随时与我们联系: [master@llinkslaw.com](mailto:master@llinkslaw.com)

上海

上海市银城中路 68 号  
时代金融中心 19 楼  
T: +86 21 3135 8666  
F: +86 21 3135 8600

北京

北京市建国门北大街 8 号  
华润大厦 4 楼  
T: +86 10 8519 2266  
F: +86 10 8519 2929

深圳

深圳市南山区科苑南路 2666 号  
中国华润大厦 18 楼  
T: +86 755 3391 7666  
F: +86 755 3391 7668

香港

香港中环遮打道 18 号  
历山大厦 32 楼 3201 室  
T: +852 2592 1978  
F: +852 2868 0883

伦敦

1/F, 3 More London Riverside  
London SE1 2RE  
T: +44 (0)20 3283 4337  
D: +44 (0)20 3283 4323



[www.llinkslaw.com](http://www.llinkslaw.com)



Wechat: Llinkslaw

本土化资源 国际化视野

免责声明:

本出版物仅供一般性参考, 并无意提供任何法律或其他建议。我们明示不对任何依赖本出版物的任何内容而采取或不采取行动所导致的后果承担责任。我们保留所有对本出版物的权利。

© 通力律师事务所 2021