

强化改革创新，助力中小企业融资，推动整体经济增长 — 欧盟推出“资本市场联盟”

一、资本市场联盟的背景介绍

当前，欧盟整体经济增长乏力，失业率高企。2014年12月，欧盟委员会推出了新一轮经济刺激计划，将与欧洲投资银行共同出资210亿欧元作为启动资金，成立欧洲战略投资基金，该基金计划在未来三年内以15倍的“杠杆”筹集约3150亿欧元用于刺激欧盟经济增长。

但从长远角度看，欧盟成员国之间跨境投资和企业融资仍存在重重障碍，且融资渠道过多依赖于银行，资本市场并不十分活跃。根据欧盟统计数据，若以美国资本市场活跃度为标准，欧盟在2008年至2013年5年间总计有900亿欧元投资资金未被激活。为此，2015年2月18日，欧盟委员会发布了一份关于建立资本市场联盟的绿皮书，正式启动为期三个月的建立资本市场联盟机制的公共质询程序。公共质询结束后，欧盟委员会将于今年夏季公布行动计划，明确在2019年前落实资本市场联盟机制的发展蓝图和时间表。

二、资本市场联盟的主要目标

1. 在欧盟内部形成一个统一的资本市场融资机制，消除成员国之间跨境投资壁垒；

2. 采取多种融资方式，激活现有的沉淀资金，服务于欧

盟企业特别是中小企业融资；

3. 简化优化融资机制，减少欧盟企业特别是中小企业融资成本。

三、资本市场联盟的主要原则

1. 实现资本市场效益最大化，促进经济增长，刺激就业；
2. 在欧盟成员国之间建立单一资本市场，消除成员国之间的跨境投资壁垒，推动欧盟资本市场与国际资本市场进一步接轨融合；

3. 以保持金融稳定性为基础，对所有金融服务实行较为统一的规则，并确保贯彻落实的有效性和一致性；

4. 切实保护投资者合法权益；

5. 吸引全球投资，提升欧盟的整体竞争力。

三、资本市场联盟的中长期措施

绿皮书还对中长期内如何消除妨碍资本市场有效运作的其他障碍提出相关建议，具体内容包括：降低在欧盟内部设立或投资于跨境产业基金的成本；进一步发展风险投资和私募股权投资；评估欧盟现有的法律制度（如公司法、破产法和证券法等）和税务制度对推动完善资本市场联盟的作用；优化担保债券融资机制，将在 2015 年内开展一次专项质询，讨论欧盟内部建立单一的担保债券融资机制的可行性等。

四、资本市场联盟的重要措施

除绿皮书外，欧盟委员会当天还发布了两份专报，分别就构建资本市场联盟的两项重要措施（简化优化证券发行招股说明书和鼓励推动欧盟境内资产证券化业务）提出了改进完善建议，并启动公共质询程序。

（一）简化优化证券发行招股说明书

1. 背景材料

1999年，为建立单一的金融市场和监管框架，欧盟相继制定了针对证券市场的一系列指令，其中一项重要指令是招股说明书指令（**Prospectus Directive**，简称**PD**）。**PD**于2005年7月正式实施，目标是在欧盟内部建立证券发行的统一标准及成员国间相互承认招股说明书的制度，推进欧盟金融市场一体化的进程。**PD**的生效标志着欧盟证券发行上市体制逐步由实质监管(**merit regulation**)过渡到披露监管(**disclosure regulation**)。在**PD**制定前，欧盟在证券市场准入机制上一直将上市条件及上市说明书作为规制重点，设置了详细的条件限制及信息披露要求，其核心是对发行人本身的资格和质量进行限定。而**PD**将准入规制的重心落于信息披露，通过充分详尽的信息披露增加市场透明度，强化投资者保护。**PD**不对发行人的资格和质量作任何限定，也不规定证券公开发行必须满足的实质条件，而交由市场自主选择甄别。基于该理念，**PD**要求在证券公开发行时必须制作并公布招股说明书，并统一了招股说明书的格式与内容要求，同时，通过引入相互承

认招股说明书制度建立了欧盟内部证券发行监管的协调机制。

2. 完善建议

欧盟委员会就进一步规范招股说明书的信息披露原则提出以下三点征询意见：

第一，“招股说明书的必要性”，即哪些情况下需要（不需要）招股说明书。具体内容包括调整现有的豁免门槛；新设一个针对再融资的豁免条款；新设一个针对封闭式另类投资基金的豁免条款；拓展现有的员工持股计划豁免条款的适用范围；将 MTF¹交易纳入现有的招股说明书适用范围等。

第二，“招股说明书的内容性”，即哪些内容需要（不需要）被纳入招股说明书。具体内容包括为创业板上市公司定制一个专门的信息披露机制；优化招股说明书内容设置，避免关键内容重复上传，误导投资者；设定招股说明书的长度限制；更新完善招股说明书中“责任和处罚”部分的内容，强化投资者保护责任意识等。

第三，“招股说明书的审核流程”，具体内容包括进一步

¹ 多边交易设施(Multilateral Trading Facility),简称 MTF,是指欧洲一种特殊的金融交易系统。1998 年,美国为了打破传统交易所的垄断地位引入了一种基于新技术的交易平台。欧盟于 2007 年引入类似的交易场所形式,称为多边交易设施(MTF),可视为简化版的证券交易所。MTF 与传统的证券交易所在功能方面的不同之处主要是:一是交易品种有限,仅提供证券和证券类工具(如 ETF)等的交易服务,主要包括股票,债券,或者外汇产品;二是只提供交易类服务。MTF 交易产品都是传统交易所已交易的证券。IPO 之类的重要交易还必须在传统交易所完成。

简化相关机构对招股说明书的审核流程；探索招股说明书的正文、附录和备查文件分开审核机制；建立招股说明书全程电子化报送和发布系统；推广第三国招股说明书等效机制²等。

（二）鼓励推动欧盟境内资产证券化业务

1. 背景材料

20 世纪 80 年代末，资产证券化由美国传入欧盟，英国由于在法律制度和文化环境上与美国最为接近，受美国影响比较大，因此，英国在欧洲各国中资产证券化的发展最早、规模最大。欧洲大陆国家属于大陆法系，金融市场以间接融资为主，资产证券化发展则相对滞后。欧盟资产证券化业务的真正发展始于 20 世纪 90 年代末，特别是欧元诞生以后，由于欧元区内部汇率风险消失，导致金融市场规模扩大和融资需求上升，欧盟逐渐发展成为仅次于美国的全球第二大资产证券化市场。欧盟的资产证券化产品主要包括住房抵押贷款支持证券（MBS）、资产支持证券（ABS）、担保债务凭证（CDO）、整体业务证券化(WBS)和中小企业贷款证券化（SME Sec）等。

后危机时代，在美国政府机构（如房利美、房地美等）的大力支持下，受益于一系列优惠政策（包括投资于资产证

² 2011 年，欧盟证券市场监管局发布一份公告，意在建立一个第三国招股说明书等效机制，即第三国招股说明书经认可符合欧盟标准后，可直接递交至欧盟相关机构进行审核。第三国指的是除欧盟内部国家和美国以外的第三个国家。

券化产品的银行能够享受较低的资本金比率等)，在危机中遭受重创的美国资产证券化市场得到重新恢复与发展。相比而言，欧盟资产证券化市场由于严格监管，在危机中受到的影响有限，但是由于缺乏类似美国政府层面的支持，近年来发展缓慢，无法满足欧盟内部经济体日益急迫的融资需求。对此，欧盟委员会、欧洲央行、欧盟投资银行等机构已在研究出台相应的改革政策措施。

2. 完善建议

欧盟委员会就进一步规范完善资产证券化业务提出以下征询问题：

第一，资产证券化产品的界定标准。2014年，欧盟委员会已制定并正在修订完善一个针对资产证券化产品的差异化界定模型。该模型基于“简易化”、“透明化”、“标准化”三项原则，并以相应的风险和审慎要求为附加条件，通过对欧盟境内各类资产证券化产品进行界定、比较，辨别潜在风险，做好风险预估预防。

第二，资产证券化产品的风险监控问题。尽管上述界定机制能够在第一时间识别潜在风险，一个完善的风险监控机制（包括监管机构或独立的私人组织、执照许可程序等）无疑能够进一步提升投资者对于资产证券化产品的信心，因此，显得十分必要和紧迫。

第三，资产证券化产品的风险评级问题。针对某些资产

证券化产品的风险评级受制于特定国家整体风险的问题，研究采取新的方式方法进一步减少国家风险因素在产品评价中的权重。

第四，资产证券化产品的市场建设。进一步加强资产证券化产品的二级市场建设，通过改进完善市场基础服务（包括做市商制度、交易场所、托管服务等），降低相关交易费用，提高市场信息公开透明度，增加市场流动性。

第五，资产证券化产品的审慎要求。现有的银行和券商开展资产证券化产品的审慎要求是在危机前颁布实施，亟需根据现有实践情况进行更新完善。

第六，资产证券化产品的投资者适当性管理。今后，随着资产证券化产品的日益发展，品种日益增多，风险等级不断细化，投资者适当性管理必须根据实践发展情况随时更新完善。

第七，中小企业资产证券化。针对中小企业资产证券化过程中出现的例如资产非标化、信用信息缺乏等突出问题，必须采取有效措施（如建立中央信用等级平台等）推动解决。

第八，欧盟单一资产证券化市场。建立一个欧盟单一的资产证券化市场需要进一步统一各成员国资产证券化业务体系，特别是解决三项重点问题，即特殊目的公司（SPV）的法律形式及地位；资产转移的形式；投资者的权益（特别是赔偿优先权等）。

四、几点思考

后危机时代的全球经济发展路途并不平坦，美国经济经过多年刺激之后，迎来了相对稳健的复苏。相比之下，欧洲经济步履蹒跚，通缩已经变成现实问题，欧洲央行不得不推出了欧洲版的 QE。就我国而言，尽管在不搞强刺激，以调结构为主要基调的调控背景下，过去三年保住了 7.5% 左右的增速，但经济持续增长困难重重，面临着极大的通缩压力。在此背景下，中欧两大经济体都不约而同着眼于强化资本市场改革，旨在进一步畅通实体经济融资渠道，助力实体经济发展。因此，欧盟近期出台的金融改革举措能够为我国资本市场创新改革发展提供一些思考。

(一) 进一步提高新股上市发行信息披露的质量和水平

欧盟针对招股说明书的改革着眼于在简化内容，缩短流程，便于市场进行价值判断与企业直接融资的基础上，持续做好投资者保护工作。就我国资本市场而言，目前，注册制推出在即，信息披露是注册制的灵魂，真实、准确、完整、及时的信息披露是证券市场诚实信用的基石，是成熟市场证券监管的核心。A 股市场应以信息披露为核心，以 IPO 阳光化为目标，持续强化完善新股上市发行的信息披露工作。在此基础上，笔者认为，必须处理好以下三方面问题，第一是要增强信息披露的针对性，尤其是制定自愿性和简明化披露规则。证券监管机构应进一步制定并完善规则，积极引导有

关主体真实、准确、完整、及时地披露对投资决策有重大影响的信息，披露内容做到简明易懂，充分揭示风险，方便中小投资者查阅；第二是会计信息质量问题。作为信息披露的重要内容之一，会计数据等财务信息质量直接关系到注册制信息披露制度的成败，因此，证券监管机构应与证券交易所、会计师事务所等机构开展协作，形成联动机制，共同推进完善拟上市公司财务审计监督制度；第三是中小投资者合法权益保护问题。根据《关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》（“小国九条”）相关要求，新股发行上市信息披露应进一步增强发行人的主体责任意识，强化违法处罚力度，切实保障中小投资者合法权益。

（二）进一步做好资产证券化工作，切实改善中小企业融资问题

经实践证明，资产证券化为解决中小企业融资贵、融资难这一世界性难题提供了一个有效途径。欧盟将资产证券化作为改革资本市场的重要举措。在我国，近年来，资产证券化也迎来了大发展时代。作为一项重要的证券行业创新业务，资产证券化是一项长期性、系统性的工程，在实现其常规化发展的同时，笔者认为，还必须做好以下几点：第一，建立并完善风险监控机制。在现有的备案管理机制下，根据资产证券化的风险特征，建立和完善对应的风险监控体系，确保证券化业务过程中的各类风险得到有效的管理；第二，

拓展信用增进方式。证券监管机构应鼓励企业充分利用内外部两种方式实现增信，特别是积极拓展外部增信手段，包括按照国外经验探索将政府信用担保方式引入信用增级，由专业的金融担保公司出具相关担保文件进行信用增级，由保险公司提供保单的方式来进行信用增级等方式；第三，完善外部信用评价。具体措施包括探索建立适当的评级机构激励机制（如建立投资人付费评级机构），强化对评级机构的监管和过失处罚力度等等；第四，设立专门平台，实现精准化融资。证券监管机构可探索成立中小企业证券化平台，或是提供信用增级，提供点对点服务，为中小企业资产证券化业务提供精准化融资机制。

（中国证券投资者保护基金有限责任公司 张春）

2015年3月10日

免责声明

报告中观点仅代表作者个人观点，与中国证券投资者保护基金有限责任公司无关。在任何情况下，报告中任何内容不构成任何投资建议，不做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归中国证券投资者保护基金有限责任公司所有，未获得我公司事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得我公司书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“中国证券投资者保护基金有限责任公司”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。