

# 促进企业长期融资，助力实体经济增长

## — 欧盟推出“欧盟长期投资基金”

### 一、“欧盟长期投资基金”背景介绍

当前，欧盟整体经济增长乏力，实体经济融资困难。其中，能源、交通、通信、住房、工业、环保、教育、科技研发等基础设施、公共服务领域亟待引入长期资金，据欧盟估算，到 2020 年，欧盟境内基础设施建设共需约 1.5 至 2 万亿欧元<sup>1</sup>资金。但是，长期项目融资一直受到资金规模、跨境协调等客观条件制约：

第一，就资金规模而言，只有大型保险公司、全国性养老基金等专业投资者才有足够的资金实力投资于基建、公共服务等领域。而地方性养老基金、市政债、企业年金等较小规模专业投资者和广大中小投资者无法投资上述领域，分享收益机会。因此，基建、公共服务等融资渠道无法得到进一步拓展。

第二，从跨境角度来看，在欧盟地区，基建、公共服务等项目大都需要多国共同参与，特别是提供资金保障。但是，各国刺激长期投资的政策和措施并不相同，存在无法统一协调的问题，制约了资金跨境流动，难以形成规模效应，进行长期投资。同时，欧盟地区尚没有发行针对长期项目的跨境

---

<sup>1</sup> 数据来自欧盟官方网站，载 <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52013SC0230>, 2015 年 4 月 14 日访问。

投资产品，目前，欧盟地区主流基金投资产品是符合“可转让证券集合投资计划（UCITS）”指令<sup>2</sup>的各类基金（以下简称 UCITS 基金），总规模已近 7 万亿欧元，但 UCITS 基金产品的销售对象主要是个人投资者，在投资期限、投资标的等方面无法满足基建、公共服务等领域的长期融资需求。

因此，近年来，欧盟积极致力于建立一种新型的欧盟层面融资机制即欧盟长期投资基金（以下简称 ELTIF），为长期项目领域提供融资支持。ELTIF 投资标的属于“另类投资”的组成部分。另类投资是指传统的上市股票、债券等之外的资产，包括房地产、风投、私人、私募、艺术品、大宗商品等，但 ELTIF 只专注为房地产、基础设施、公共服务等长期项目提供非银行融资渠道。2015 年 3 月 10 日，欧盟议会已正式通过 ELTIF 提案。

## 二、“欧盟长期投资基金”的主要目标

ELTIF 旨在建立一个专注于长期投资的新型融资机制，通过更完善的框架设计、跨境机制、流动性管理、投资管理，更严格的投资者保护要求，引导适格的专业投资者和个人投资者资金进入长期投资领域。

---

<sup>2</sup> 1985 年，申根协定签订的同年，欧盟颁布了 UCITS 指令，为欧盟各成员国的开放式基金建立了一套跨境监管标准。各成员国各自以立法形式认可该指引后，本国符合 UCITS 要求的基金即可在其他成员国面向个人投资者发售，无需再申请认可。同时，指引也为各国监管机构信息共享与协作构建了初步框架。至此，欧洲分散在各成员国法律与监管制度下的证券投资基金，首次被纳入统一的信息披露与监管体系之下，基金得以更便利地跨越国境，在整个欧洲市场范围内进行推广销售。

ELTIF 将与 2013 年 4 月创设的“欧盟风险投资基金”(EuVECA)和“欧盟社会服务企业基金”(EuSEF)共同推动欧盟企业融资便利化。相较于 ELTIF, EuVECA 和 EuSEF 的投资对象更加具体和细化,前者资助由风险资本投资的初创企业,后者向社会服务类的企业<sup>3</sup>提供专项融资;两者采用更严格的投资者适当性标准,只针对投资金额不低于 10 万欧元的专业投资者。

### 三、“欧盟长期投资基金”的主要特点

#### (一) 框架构设计

正如前文所述,ELTIF 主要投资对象是长期资产,属于另类投资领域,因此,ELTIF 必须是由按照《另类投资基金经理指令》(AIFMD)<sup>4</sup>依规开展另类投资的金融机构负责管理投资和运作。

首先,ELTIF 将以 AIFMD 为基础,并增加了详细的 ELTIF 产品投资规则,以便有投资兴趣的专业投资者和个人投资者更好地了解熟悉 ELTIF 产品。

关于跨境融资问题,ELTIF 以 AIFMD 中有关跨境的规定为基础,明确了 ELTIF 产品面向欧盟境内专业投资者和个

---

<sup>3</sup> 此类企业不以利润最大化为目标,主要是提供社会共同服务,如养老院等,目前占欧盟企业总数的 10%左右,雇佣约 1100 万员工。

<sup>4</sup> 2011 年 7 月 21 日,欧盟《另类投资基金经理指令》正式生效,这意味着欧盟对另类投资基金有了统一的监管制度和标准。该条例在另类投资基金管理人(AIFM)的资格认证、运作管理(包括薪资限制、利益冲突、风险管理、流动性管理、证券化产品头寸管理和估值方法等)、托管方的责任、信息披露要求和杠杆计算方法等方面做出了要求。

人投资者的销售机制。

就跨境监管而言，**ELTIF** 是欧盟层面的一项规则，各国必须遵照执行。各国监管机构必须建立 **ELTIF** 基金经理和 **ELTIF** 产品备案管理和定期检查机制，并就相关情况向欧盟证券监管局（**ESMA**）及时通报。此外，一旦一国 **ELTIF** 产品在他国销售，两国监管机构必须就 **ELTIF** 产品的各类相关信息（包括基金经理、投资标的、投资期限等）建立定期交流和共享机制，以便做好风险预判预防。

## （二）流动性管理

由于 **ELTIF** 投资的长期项目本身缺乏流动性，且欧盟境内尚未建立一个较为完善的二级交易市场，一旦投资者提前赎回要求，基金经理在项目到期日之前很难满足投资者的赎回申请，将只能采取折价处置资产的方式，而这一行为在一定程度上损害了继续持有投资份额的投资者的切身利益，造成了两类投资者之间潜在的利益冲突。因此，**ELTIF** 提案规定投资产品不能够提前赎回，**EFTIF** 将通过封闭性基金方式运作。

## （三）投资管理

鉴于长期项目流动性不足的内在特点，且投资行为本身需要复杂详细的尽职调查，因此，**ELTIF** 不设定资产持有的最低期限，而是考虑到每项投资决策的单一性、独立性和审慎性，给予 **ELTIF** 基金经理在投资政策和投资期限上的自由

裁量权。

经参考美国有关数据,欧盟研究发现,从 1990 年至 2004 年,就投资回报率而言,美国房地产投资的年化回报率为 12.71%,高于同期标普 500 指数的 10.94%和债券指数的 7.7%;从收益波动率来看,美国房地产投资的收益波动率为 12.74%,低于同期标普 500 指数的 14.65%。总体而言,在美国,基础设施等长期项目的投资回报率高于基准利率约 2.75-3%<sup>5</sup>。因此,ELTIF 基金经理必须在相当长的一段时期内(通常在 10-20 年)无需面对赎回压力,进行长期投资才有可能实现非流动性溢价。

此外,关于产品组合配置的期限要求,根据提案,ELTIF 投资经理可以在五年内逐步配置完毕,并将不超过 30%的 ELTIF 资金投资于流动性资产(如证券等),以便在长期资产组合配置期内依然获得投资收益。

#### (四) 投资者保护

就投资者保护而言,鉴于个人投资者可购买 ELTIF 产品,ELTIF 框架设定了更严格的投资者保护要求,包括强化信息公开透明,让投资者及时了解相关资料和市场数据;ELTIF 基金经理必须依照 AIFMD 获得批准;由于 ELTIF 主要投资于长期项目,过度集中投资于单一资产或企业会给投资者带

---

<sup>5</sup> 数据来自欧盟官方网站,载 <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52013SC0230>, 2015 年 4 月 14 日访问。

来风险，因此，基金经理必须遵守产品多元化规则；衍生工具只能用于对冲所持资产的汇率风险，而不能用于投机盈利；保持合理的杠杆率；禁止卖空交易等。

#### 四、几点思考

近年来，欧盟正采取一系列鼓励基础设施、公务服务等领域投融资的政策措施，助力实体经济增长。就我国而言，经济发展已进入调结构、转方式、稳增长的关键时期，而兼具质量和效益的定向投资也成为稳增长的重要手段，包括公共服务、资源环境、生态建设、基础设施等重点领域的投资。目前，我国已推出“一带一路”发展战略（以下简称战略），并通过政府主导发起设立亚投行和丝路基金为“一带一路”沿线的铁路、公路、管道等基础设施建设和互联互通提供长期性金融支持。

为服务国家“一带一路”战略大局，配合亚投行、丝路基金、金砖银行、上合银行等“国家队”开发性投资基金“走出去”战略，资本市场应借鉴欧盟经验，通过完善制度建设，出台优惠政策，优化长期项目投融资机制，扩大对外开放等有效举措，积极引导广大社会资本、民间资本有序投资于“一带一路”沿线基础设施、公共服务、生态环保、战略新兴、现代服务等项目（以下简称沿线项目），并与沿线国家（地区）共建区域性金融风险预警及处置机制，推动形成中国在“一带一路”资本市场中的战略主导地位。

## (一) 推进多层次资本市场建设

首先，鼓励设立发展支持重点建设领域的长期投资基金。一是鼓励民间资本发起设立主要投资于重点建设项目的长期性创业投资基金和产业投资基金；二是鼓励证券公司、基金公司深化与各地各级政府的对接服务机制，围绕重点行业领域，开展投融资策划对接，以共同发起设立母基金等形式，盘活存量资源；三是鼓励上述两类基金与丝路基金、亚投行开展合作，以特殊行业、特定项目为切入点，通过设立子基金等方式，实现资金效能最大化。

同时，支持重点建设项目开展股权和债权融资。一是鼓励证券公司进一步创新融资工具、产品，服务于相关重点建设项目的上市公司通过增发、配股、优先股、可转换债券等方式实现再融资，并服务于重点建设项目采用公司债、私募债、项目收益票据等方式通过债券市场筹措资金；二是大力发展国际债券市场。鼓励更多的沿线国家金融机构在香港等离岸市场发行人民币债券，在中国境内发行人民币债券。根据沿线国家的特点探索国内债券市场的新品种，如伊斯兰债券、丝路合作项目特种债券等。

此外，发展重点建设领域的资产证券化业务。一是积极推进企业资产证券化。鼓励证券公司、基金公司等金融机构与投资于重点建设项目的企业开展合作，选择流动性不强但可产生预期稳定现金流的企业应收款等权益，以基础设施、

商业物业等不动产为基础资产，发行资产支持证券；二是加强推进信贷资产证券化。鼓励证券公司、基金公司选择重要建设项目的专项贷款、战略性新兴产业贷款等多元化信贷资产作为基础资产发行信贷资产证券化产品。

## （二）推动资本市场扩大开放

鼓励国内有条件的证券公司、基金公司等金融机构在境外设立分支机构，在“走出去”过程中，一是加强对沿线国家产业、项目等领域的分析研究，增强对相关国家经济金融情况、投融资政策等方面的学习了解，加强与沿线国家金融机构的联系沟通，开展跨地区股权合作、产业投资等金融合作，构建优势互补机制，提高与沿线国家金融一体化程度；二是不断扩大金融合作覆盖面，着力提升在能源、基础设施、农业、中小企业、消费、民生等领域的金融服务水平，使我国及沿线国家的广大投资者都能切实享受到地区合作发展的成果。

考虑到目前保险公司和社保基金都允许其将资产规模的 20% 进行境外投资，因此，可研究通过扩大 QDII 额度和范围，促进这些长期资金积极参与沿线投资项目。同时，研究将更多的沿线国家金融机构纳入 QFII、RQFII 范围。

## （三）深化区域证券监管层面合作

加强与沿线国家（地区）证券监管机构的沟通与协作，通过双边及多边备忘录等形式，完善“一带一路”区域监管



协调机制，进一步加强与沿线国家各监管当局之间的沟通协调，扩大信息共享范围，提升在重大问题上的政策协调和监管一致性，逐步在区域内建立高效监管协调机制。同时，构建“一带一路”区域性金融风险预警系统，实现对区域内各类金融风险的有效分析、监测和预警，及时发现风险隐患，确保区域金融安全稳健运行。此外，共建形成应对跨境风险和危机处置的交流合作机制，完善风险应对和危机处置制度安排，协调各方的处置行动，共同维护区域金融稳定。

（中国证券投资者保护基金公司 张春）

2015年5月19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。