

## 建立资本市场联盟的行动计划\*

邱润根\*\* 译

**摘要:**法治是金融经济时代国际资本市场竞争的最重要方式,为此,欧盟委员会于2015年9月30日通过了《建立资本市场联盟的行动计划》。资本市场融合一直是欧盟的追求目标,但由于国家法律所形成的壁垒,欧盟统一资本市场的法制发展一直缺乏体系化。《建立资本市场联盟的行动计划》通过在为欧洲企业和中小型企业提供了更多的资金选择,确保为欧洲基础设施的长期、可持续的投融资提供适当的监管环境,为散户投资者和机构投资者增加投资机会和选择机会,提高银行的放贷能力等领域,一系列体系化的法律制定和修订,为更多来自欧盟和世界其他地区的投资解锁,更好地连接

---

\* 欧盟委员会向欧洲议会、欧洲理事会、欧洲经济和社会委员会和各区域委员会公告(2015年9月30日 布鲁塞尔)感谢合作导师德国洪堡大学法学院 Prof. Dr. Christoph Kumpan 的热心帮助,他同时给我提供了英文、德文版本,本文是同时参照两个版本翻译而成。同时感谢洪堡大学法学院张怀岭博士在翻译过程中的真知灼见。本文为国家留学基金资助项目《中欧证券市场国际化制度的比较研究》的阶段性成果,江西省重点基地招标项目《影子银行的立法问题研究》(项目编号:JD1411)的阶段性成果。

\*\* 南昌大学立法研究中心、法学院教授,德国洪堡大学公派访问学者,法学博士。

整个欧盟范围的金融和投资项目,使欧盟金融系统更加稳定,深化欧盟金融一体化和提高欧盟资本市场的竞争力,最终建立一个运作良好、涵盖欧盟所有成员国的单一资本市场。

**关键词:** 欧盟 资本市场联盟 行动计划 融合

## 引 言

(欧盟)委员会的最优先任务是增强欧洲经济和刺激投资,以创造就业机会。委员会在上任不到一年时间内,启动的 3150 亿欧元的投资计划,将有助于这一进程。为增强长期投资,我们需要更强有力的资本市场。它将为企业提供新的资金来源,为储户提供更多的投资选择,使经济更具弹性。为此,容克主席确立的优先事项之一就是建立一个真正的单一资本市场——28 个成员国的资本市场联盟(Capital Markets Union, CMU)。

资本自由流动是当初建立欧盟的基本原则之一。尽管欧洲资本市场在过去 50 年取得了进步,但相对而言,仍然还是不发达和分散的。欧洲经济规模与美国一样大,但欧洲股市规模却不到美国的一半,债券市场不足美国的 1/3。相比于欧洲和美国之间差距,成员国之间的差距更大。一个更加一体化的资本市场将会带来效率的提高,并提升欧洲的融资能力。

资本市场联盟将加固对欧投资计划的第三支柱。这将为所有 28 个成员国带来好处;同时,资本市场联盟还将按照委员会五个主席,在“完善经济和货币联盟”的报告中,所提出的要求,通过支持经济融合和帮助化解欧元区内的经济冲击,支撑经济和货币联盟。

更强大的资本市场将除了补充欧洲传统、强势的银行融资外,还将:

1. 为更多来自欧盟和世界其他地区的投资解锁:资本市场联盟将有助于调动在欧洲的资本,并引导资本流向所有企业,包括中小企业、基础设施以及需要资金来扩张和创造就业的长期可持续发展项目。它还将为家庭提供更好的投资选择,以满足他们的退休目标。

2. 更好地连接整个欧盟范围的金融和投资项目:拥有小市场和高增长潜力的成员国,可因有更好的渠道,使资本和投资流入他们的项目,而获益众多。拥有更发达资本市场的成员国,将因更大的跨境投资和储蓄机会,而从中获益。

3. 使金融系统更加稳定:一体化的金融和资本市场可以帮助成员国,尤其是欧元区内的成员国,分担冲击带来的影响。通过开辟更大范围的资金来源,资本市场联盟将有助于分担金融风险,这将意味着欧盟公民和企业,在未来银行收缩时,不易受影响。此外,相比于不断增长的贷款融资,更加发达的资本市场将提供更多的长期投资。

4. 深化金融一体化和提高竞争:更多的跨境风险分担,更深入和更具流动性的市场,以及多元化的资金来源,将深化金融一体化,降低成本,增加欧洲的竞争力。

简而言之,资本市场联盟将加强储蓄和增长之间的联系。它将有助于储蓄者和投资者,获得更多的选择和更好的收益,还将为企业,在不同的发展阶段,提供更多的融资选择。

#### (一) 资本市场联盟为什么值得建立?

举几个例子可说明其潜在利益。与美国相比,欧洲的中小企业通过资本市场进行融资,只有不到美国的 1/5。如果我们的风险资本市场是和美国一样的话,2009 ~ 2014 年就会有超过 900 亿欧元,为公司融资可用。如果欧盟的资产证券化,可以安全恢复到危机前的平均发行量,银行将能为私营企业再提供超过 1000 亿欧元的信用规模。如果中小企业资产证券化能重建到危机峰值时的一半,还可再产生 200 亿欧元的融资规模。同时,投资需求也很大,例如,据估计,欧盟要过渡到低碳经济,每年将需要 2000 亿欧元的投资。

资本市场联盟应推动欧盟,更接近一种这样的状态:例如,中小企业能够和大公司一样,轻松地筹集资金;投资费用和投资准人在整个欧盟范围内都一样;通过资本市场获得融资越来越直接;在另一成员国寻求资金,不会受到不必要的法律壁垒或监管壁垒的阻碍。

#### (二) 资本市场联盟的行动计划

针对 2 月启动的咨询,委员会收到了 700 多个回复。对于建立资本市场联盟的重要性,反馈的意见普遍表示支持,欧洲议会和理事会也

确认,强烈支持采取渐进的方法。这些在咨询建议中的列举的问题,正是未来要集中关注的。

资本市场联盟不能通过单一的措施来实现。取而代之的是一系列步骤,这一系列步骤的影响累计起来意义重大。委员会将采取措施,拆除投资者资金与投资机会之间的壁垒,克服企业与投资者之间的障碍。这一疏通资金渠道的体制,将尽可能在一国之内和跨国之间都有效。

由于资本市场更紧密的融合,以及剩余的国家壁垒的逐步取消,可能会给金融稳定带来新的风险,因此,我们将支持那些提高监管趋同的行动,使资本市场的监管者以统一的方式行动,并强化现有工具来谨慎地管理系统性风险。根据反馈和我们自己的分析,委员会将在以下领域优先采取行动:

#### 1. 为欧洲企业和中小型企业提供了更多的资金选择

阻碍欧洲企业从资本市场融资的壁垒,在每一个融资规模阶段和公开市场中都存在。这些壁垒限制了那些更小的企业进行股票和债务融资。委员会将:

(1)对《招股说明书指令》(Prospectus Directive)现代化,以便企业更加低成本地公开募集资金;审查那些障碍小企业在股票和债券市场上市的监管壁垒;支持小公司通过欧洲咨询机构的上市活动。

(2)启动一揽子措施,以支持欧盟范围内的风险投资和股权融资,包括通过泛欧基金的基金催化利用欧洲资源的私人投资,改革监管措施和推广税收优惠的最佳做法。

(3)促进企业融资的创新方式,诸如,集资、私募和信贷基金;同时保障投资者和金融稳定。

(4)探索建立一个泛欧洲渠道的方式,以更好地为中小企业与各种资金来源牵线搭桥。

#### 2. 确保为欧洲基础设施的长期、可持续的投融资提供适当的监管环境

欧洲需要显著规模的长期、可持续的投资来保持和提高其竞争力。通过诸如 3150 亿欧元的投资计划,这样的公共投资支持对欧洲是有帮助的,但更进一步的措施是解锁长期的私人投资。委员会将:

(1)迅速修改《偿付能力指令 II》(Solvency II)所提出的监管标准,

以更好地反映基础设施投资的真实风险,然后按照《资本要求条例》(Capital Requirements Regulation),评估基础设施中银行风险的待遇要求;

(2)根据委员会,就设立更好监管委员会(Better Regulation)所做的部分倡议,以及欧洲议会2013年,就欧盟金融服务立法的统一性,所开展的工作,评估先前改革所带来的累积影响,以确保监管措施的一致性。

### 3. 为散户投资者和机构投资者增加投资机会和选择机会

解锁资本市场的关键在于由资产管理公司、人寿保险公司和养老基金,直接或间接持有散户储蓄。咨询情况表明,更多的投资者信心、透明度、安全性和选择可以帮助那些为未来储蓄的散户投资者做出正确的投资决策。欧洲的资产管理业普遍运作良好,但在涉及欧洲护照和跨国竞争还需要做更多的事。委员会将:

(1)通过今年晚些时候发布的绿皮书,在跨国零售金融服务和保险领域,评估促进选择和竞争的办法。还将评估散户投资的监管框架,尤其在日益扩大的在线服务背景下,要评估是否提高了透明度,以及投资建议的质量和可用性如何。

(2)探索增加退休储蓄选择的办法,同时也为私人养老金建立一个欧盟市场,以便养老金提供商可在整个欧盟范围内提供私人养老计划。

(3)为资金引入一个有效的欧洲护照,以消除跨境费用和壁垒,增强竞争和增加消费者选择。

### 4. 提高银行的放贷能力

银行作为贷款者,在经济上占显著比例优势,在资本市场上充当中介机构,因而在资本市场联盟将发挥核心作用。银行有强大的本地关系网和业务知识:对于那些处于资本市场边缘的众多企业而言,银行贷款仍将是其资金的主要来源。委员会将:

(1)使简单、透明和规范的欧洲证券化再恢复活力,以释放银行资产负债表的能力,为长期投资者提供获得投资机会;

(2)为所有成员国,通过当地信用社在欧盟银行资本要求之外,进行运作而获益,探索可能性;

(3)评估在运作良好的国家体制之上,是否以及如何建立一个资产担保债券泛欧框架,并探索类似融资工具为中小企业贷款的可行性。

#### 5. 为所有 28 个成员国推倒跨境壁垒和发展资本市场

尽管近几十年来,发展单一资本市场的努力取得了进步,但在跨境投资的路上,仍然存在很多障碍。这些障碍既有源于国家法律的,如破产法,税收法和证券法,也有源于分散的市场基础设施的。因此,我们将完成以下工作:

(1)对破产的主要壁垒进行磋商,并倡议对企业破产进行立法,解决阻碍资本自由流动的最重要壁垒,建立运行良好的国家体制;

(2)解决有关证券所有权的不确定性,并继续改进跨境证券交易清算和结算的有关安排;

(3)在欧洲学期(译者注:欧盟的年度经济政策指导和监测)内,通过欧盟委员会的结构改革支持服务(Commission's Structural Reform Support Service),为成员国提供量身定制的支持,加强其行政能力,促进所有 28 个成员国的资本市场发展;

(4)与欧洲监督机构(European Supervisory Authorities)合作,制定和实施加强监管趋同战略,并给划定一些领域,通过集合投资方式,提升单一市场对资本的功能;

(5)考虑欧洲系统风险委员会(European Systemic Risk Board)即将进行的审查和国际层面的工作,确保负责宏观审慎的主管国家和欧洲当局,有工具对资本市场的发展做出适当的反应。

为在 2019 年推出一个包括所有成员国且运作良好的一体化的资本市场联盟,行动计划制定了一些建设模块。这是一个长期的项目,但我们将快速推进。委员会将在 2017 年评估已取得的成绩和重新评估优先任务。

方向是明确的,即自下而上为资本建立单一市场,确定壁垒和一个一个拆除,营造气势感,引发对欧洲未来日益增长的投资信心。资本自由流动是当初建立欧盟的基本原则之一。从罗马条约时起已经 50 多年了,让我们抓住这一机会,把原来的设想变为现实。

## 一、增长路径:为创新、初创企业和非上市公司提供融资

新成立的公司是推动经济增长的关键动力。在整个欧盟,中小型企业占就业人数的2/3,占价值增值的58%。那些揣着有前途的商业计划的企业家,需要能够确保获得融资,以实现他们的想法。成功的公司需要获得有吸引力的融资条件,以资助他们扩张。然而,成长企业寻求股权融资,或在银行体系之外,寻求其他形式的信贷,这些在欧洲是不发达的。特别是欧洲中小企业的外部融资,有75%以上来自银行贷款。一个成功的资本市场联盟应该为成长型企业拓宽融资选择。这些机会应该存在,企业家可在所有28个欧盟成员国内以及各个“融资阶段”获得。

### (一) 启动阶段的融资

银行强大的本地网络和关系,使他们能够为欧洲中小企业提供大部分的外部融资。近年来,为补充银行业务,越来越多的各种非银行融资方案也已出现,以帮助企业,包括借款和捐赠平台、企业票据交易、P2P贷款、投资性集资、“商业天使”的支持等。

例如,集资在一些成员国快速发展。目前,欧盟范围内有500多个平台,提供着一系列服务。鉴于这些活动以地方性为主,那些成员国,大多数集资活动的母国,正在采取步骤以明晰这种新的商业模式的条件。证券为基础的集资平台,依据《金融工具市场指令》(Markets in Financial Instruments Directive)可获得授权认可,并可通过护照在欧洲范围内接受监管服务和从事活动。当前,没有专门的欧盟框架针对借款为基础的集资。欧盟应该认真权衡,投资者保护目标和持续扩张的集资之间的关系。过早的监管可能会阻碍,而不是培育这一快速发展的、创新的筹资渠道的成长。委员会成立了一个集资利益相关者论坛,来支持这一领域的政策发展;并发动一项研究,来收集和分析整个欧盟集资市场的数据,评估其对国家立法的影响。基于现有的工作,委员会将就欧洲集资发展发表一份报告。

委员会将评估国家制度和最佳做法,并监测集资部门的发展。依

据这一评估,委员会将决定采取最佳的方式,使这一新的融资渠道在整个欧盟得到发展。

商业天使投资人通常是经验丰富的生意人,愿意在启动阶段提供融资和其他支持。他们已成为公司组建初期日益重要的股权资本来源。欧洲商业天使投资总量还很小——2013年为3.57亿欧元,其中一半以上都集中在3个欧盟成员国(英国,西班牙和法国)。欧洲需要一个更强大的商业天使网络,能够跨越欧盟国界从事业务。委员会将为发展跨境平台,继续支持商业天使的跨境网络和能力建设,尤其侧重中欧和东欧,连接商业天使与创新型中小企业,便利资金匹配。

## (二)早期的扩张阶段

快速成长型企业具有高增长潜力,但流动资金有限,可能会在其扩张的关键时刻,遇到资金缺口。单独银行透支或短期贷款授信,往往不能满足这些需求。咨询的反馈表明,欧盟金融系统在扩大融资的阶段功能不够强大。由于这些企业有潜力成长为未来的大型雇主,欧盟社会可能会错失很多机会。

不管是在支持经济增长,还是为企业家提供欧洲内部或海外融资选择,风险资本发挥着关键作用。风险资本是典型的长期(股权)的资本,通过汇聚投资者利益和分散风险的基金渠道进行运作。然而,欧盟的风险投资基金规模相对较小,大约为6000万欧元。欧洲风险投资基金平均只有美国的一半,约90%的欧盟风险投资只集中在8个成员国。与公共部门风险分摊,能帮助风险投资在欧洲得到发展,和在28个成员国的产业中也越来越重要,并催化私营部门的投资,规模提高、多元化和地域扩大。推广基金的基金,可能特别有助于吸引机构投资者,以拓宽风险资本的私人投资。

欧盟立法试图为一个成功的欧盟创投机构确立监管条件。《欧洲风险投资基金条例》(Regulation on European Venture Capital Funds)和《欧洲社会创业基金条例》(Regulation on European Social Entrepreneurship Fund)特别规定:这些基金可以被销售给整个欧盟范围的机构和高净值个人。然而,目前《欧洲风险投资基金条例》和《欧洲社会创业基金条例》仅适用于管理资产组合低于5亿欧元的小基金运营商。改变这些规定,也许能提高《欧洲风险投资基金条例》和《欧洲社会创业基金条

例》的有效性,例如,允许较大的基金管理人,建立和销售《欧洲风险投资基金条例》和《欧洲社会创业基金条例》基金,降低投资门槛以吸引更多的投资者,促进跨界营销和投资。

税收优惠政策还可以用于支持股权融资,尤其是对创新和创业。委员会将研究针对风险资本和商业天使的成员国税收优惠如何能促进投资进入中小企业和初创企业,并将最佳实践推广到整个成员国。

为投资计划中的风险投资融资与中小企业融资提供补充,委员会将推行一个全面的一揽子措施,支持欧盟范围内的风险资本和风险资本融资。这包括修订《欧洲风险投资基金条例》和《欧洲社会创业基金条例》,并对欧盟预算所支持的各种泛欧风险资本基金的基金和多国基金提出建议,以调动私人资本。这种全面的一揽子措施还包括推广最佳税收优惠实践。

公共部门还可以支持金融机构设立企业成长基金以促进中小企业股权融资。通过在成员国之间,分享设立企业成长基金的最佳实践,也许能将这些计划的好处,扩大至更多的中小企业。委员会将与各成员国和审慎监管部门合作,支持企业成长的产业基金的发展,促进中小企业股权融资。

### (三) 支持中小企业融资

中小企业与投资者之间的信息鸿沟,是非银行融资的一大障碍。尤其,搜索成本阻止了潜在的投资者识别和评估其可能投资的有吸引力的公司。一方面,需要让那些需融资的小企业更好地了解,哪些是他们可以获得的市场化的融资选择;另一方面,需要让潜在本地和泛欧的投资者更加知晓这些企业。

第一步是要通过一系列的政府主导和市场化手段,为中小企业指明,哪些是市场化的融资选项。最初可能是银行通过向中小企业提供反馈,说明其拒绝贷款的理由是在某些情况下也许是因为有更适当的融资选项可用。

一些成员国出现了大量的私人主导和公共主导的计划,支持性的建议越来越多。委员会将为这些最佳实践的交流提供便利,以促进获取有效信息和支持中小企业在所有欧盟成员国寻求市场化的融资。

为新的融资机会交流提供便利的地方或国家基础设施可以作为信

息系统的一个构建模块,这一信息系统将潜在的外部资金供应者和寻求在欧盟投资的中小企业连接在一起。跨境联系可以连接现有的国家体制,汇集整个欧洲的投资者和中小企业。连接国家机构的系统,将能为中小企业保有当地知识,也能让欧洲层面的投资者获得中小企业核心的金融和信贷数据。这一系统带来附加值的前提是核心数据的充分可比性,这使得在欧洲范围的潜在投资者,能准确和可靠地了解中小企业的财务状况。中小企业参与这一系统并提供任何信息将是基于自愿。委员会最近对中小企业信用信息的一项调查显示:就什么信息可共享?由谁共享?如何共享?以及谁可以访问?在欧盟范围内有很大的分歧。新欧洲央行推出的,企业贷款 AnaCredit 数据库,将在 2018 年上线,这利于信贷数据的标准化。

委员会将推行一项全面战略,以清除那些阻碍,中小企业和潜在投资者,寻求融资或投资机会的壁垒,通过:

1. 与欧洲银行联合会和商业组织合作,对拒绝中小企业信贷申请的,银行反馈意见进行汇集;

2. 与欧洲企业网络(Enterprise Europe Network)合作,绘制现有整个欧盟境内的,当地或国家的,支持机构和咨询机构,以推广最佳实践,帮助中小企业从替代性融资方案中获益;

3. 基于欧洲央行和各成员国的工作,研究如何发展或支持连接各个国家的泛欧信息系统,为寻求融资的中小企业和资本提供者牵线搭桥,必要的时候采取进一步行动。

#### (四) 贷款基金

大型机构投资者或投资基金,可能投资或直接贷款(有时与银行合作)于中型企业,因而提供了一种途径,使信用中介进一步多元化和增加融资机会。据估计,截至 2014 年年底,最近两年有超过 350 笔交易是由 36 个替代贷款人完成的。通过直接贷款基金,在欧洲完成的交易量,2013 年至 2014 年间增长了 43%。目前,市场有 40 只活跃的直接借贷基金(2012 年报道 18 只)和 81 只新基金,筹资约 700 亿欧元。这有可能成为非银行信贷未来一个潜在的重要的来源。

欧洲风险投资基金和欧洲长期投资基金(European Long Term Funds),能在有限的程度上创设贷款。一些会员国也纷纷在其国内法

律框架推出相应体制,规定替代性投资基金的贷款条件。这种情况导致从事跨境运作的基金需要符合不同国家对贷款基金活动所规定的要求。明确监管框架下贷款基金的待遇,能促进贷款跨境发展,同时基于投资者保护和金融稳定,也能确保这些贷款得到适当的监管。

委员会将与成员国和欧洲监管机构合作评估是否需要为基金放贷,采取协调一致的办法并评估未来的欧盟框架。

### (五) 私募

欧洲公司越来越有兴趣使用私募市场,通过向机构或有经验的投资者,发行债券工具筹资(通常超过 2000 万欧元)。由于投资者数量和类型受限,这样的融资渠道监管要求更低。欧洲的私募 2014 年大约增长了 30%,从 2013 年 130 亿欧元增到 2014 年 170 亿欧元。然而,大量的融资是欧洲公司通过私募在美国市场进行的。欧洲私募也限于少数国家。总之,这些因素表明,该融资渠道还有潜力在欧洲进一步发展。委员会先前已发现,有限的标准化流程和文件阻碍了进一步发展,因此,委员会完全支持国际资本市场协会(International Capital Market Association)的工作以及德国借款制度在这些问题上的规定,并总结出最佳实践,通过适当的倡议将其推广至整个欧盟。

## 二、使公司更容易进入公开市场筹资

对于寻求筹集超过 5000 万欧元的中型和大型企业,公开发行债券或股票是主要途径。他们为广泛的资金提供者提供了准入机会,也为私人股权和商业天使提供了退出机会。公开市场,对于高增长的中型公司转换为全球玩家至关重要。例如,在 AIM 上市的公司,在上市后的次年,表现出了平均增长 37% 营业额和 20% 的就业。因此,有效的公开市场是资金链的重要环节。

尽管欧洲公开的股票和债券市场,在最近数十年显著发展,但他们仍然落后于其他发达经济体。此外,整个欧盟成员国的情况非常混乱。这部分反映了公司的规模和资金需求有差异,以及对持续保留家族企业和公司控制的不同偏好。然而,资本市场联盟的咨询也广泛关注,欧

盟的监管环境也许不能有利于这些融资渠道的进一步发展。例如,最新的欧盟 IPO 工作组报告估计,IPO 上市规模小于 600 万欧元的,单独上市费用为交易金额的 10% ~ 15%,相比而言,更大交易规模(0.5 ~ 1 亿)的上市费用大约为 5% ~ 8%。目前,许多中小企业认为,这些最初的(和持续)的上市成本,超过了公开上市获得的利益。减少准入成本可能会使更多的公司到公开市场去融资。

招股说明书是公司进入公开市场寻求资金的关口。招股说明书是法律所要求的文件,公布投资者所需的所有公司信息,以便投资者就是否投资做出明智决定。招股书要求已经统一,从而能够比较整个欧盟的投资机会。但招股说明书的制作费用昂贵且烦琐,特别是对中小企业,通常需要几百页。对于投资者来说,这些信息可能既复杂又过于详细,并且投资的关键信息又很难辨别。

委员会将使《招股说明书指令》现代化。这样将更新所需的招股说明书,简化其信息披露要求和审批程序,并为中小企业起草招股说明书和进入资本市场,创建一个真正相称的体制。委员会还将探讨,通过欧洲的咨询机构,如欧洲投资咨询中心(European Investment Advisory Hub, EIAH),如何支持中小企业上市。

除了招股说明书,公开筹集资金还面临一系列其他挑战。《金融市场工具指令 II》(MiFID II)推出的中小企业成长市场,将从 2017 年起,为那些准备最终在更大交易所上市的新公司提供了一个跳板。创设这样的专用市场可能是特别针对发展中的当地市场或新发行人。为全面获取这些为资本市场联盟创设的专用平台的优势,委员会将通过《金融市场工具指令 II》的实施,确保这些针对平台的要求,就给予投资者充分保护和避免不必要的行政负担,做了很好的平衡。

对于投资者来说,由于潜在的回报和多元化的好处,获取这些在公开交易所的高成长型中小企业肯定是非常有吸引力的。然而,这些中小企业会因其信息来源不足、流动性差而被推迟上市。咨询的受访者突出强调,中小企业金融市场分析的缺乏和中小企业的额外报告要求,成为试图在公开市场交易所上市的中小企业面临的两大主要挑战。许多在多边交易设施(MFTs)里的中小企业,只依据本国的会计准则提交财务报表,这可能因为缺乏可比性,而不足以满足国际投资者的需求。

委员会也将与国际会计准则理事会 (IASB) 一起, 探讨制定一个自愿的、量身定制的会计解决方案, 用于在中小企业成长市场上市的公司。

委员会将审查阻碍中小企业进入公开市场的监管壁垒, 并与《金融工具市场指令 II》下的新的中小型企业成长市场密切合作, 以确保这些孵化器市场的监管环境是符合其目标的。

对于较大的公司而言, 为更大规模的举债, 企业债券是一个关键机制。在历史性的低利率的帮助下, 非金融公司发行的欧元计价的公司债券总量, 在 2008 年到 2014 年间几乎翻了一番, 达到 3400 亿欧元。

尽管首次发行创出新高, 但一些市场参与者, 开始更加关注二级市场的流动性受限。流动性受限, 使得利用这些金融工具进行交易有困难。流动性受限可能转化为更高的流动性溢价和更高的借贷成本。如果信贷条件恶化, 一些企业可能会很快发现更难进入债券市场。

委员会将审查欧盟的公司债券市场的运作, 同时将注意力集中在如何改善市场流动性、监管改革带来的潜在影响、市场发展以及招标文件的自愿性标准化。

依据《金融市场工具指令 II》的要求, 在 2017 年创立一个股票的综合数据行情, 在 2018 年创立一个股权类金融工具的综合数据行情, 将使得监管者和市场参与者更容易了解这个市场, 这将增加欧盟资本市场作为投资目的地的吸引力。委员会将继续监测这一领域的发展。

对各种金融工具的税务处理差异, 可能妨碍资本市场融资的效率。债券利息支出扣除形成的税收优惠待遇, 提升了其他金融工具的成本, 尤其是股权。消除这种税收优惠待遇将会鼓励更多的股权投资, 并创造一个强大的公司资本基础。另外, 这显然有利于金融的稳定, 因为一个强大的公司资本基础将不太容易受到冲击。这尤其适用于银行。

委员会正在就共同统一公司税基 (CCCTB) 推进更广泛的工作, 将在 2016 年出台一个新的建议, 研究如何解决债券和股权之间的差别待遇。

### 三、长期投资,基础设施投资和可持续投资

为保持和提高其竞争力,过渡到低碳和资源节约型经济,欧洲需要显著的长期和可持续的新投资。资本市场联盟将支持投资者做出明智的投资决策和监督相关风险。

#### (一) 通过监管框架,改善投资环境

监管框架是投资者在决策过程中的一个重要因素,尤其是对长期投资者。大型机构投资者是这类基金的当然提供商。保险公司、养老基金和新成立的债券基金,能与与长期负债相匹配的基础设施债券中,获得稳定的收入。一些银行也与国家开发银行一道,积极参与基础设施融资。

直到最近,因缺少普遍认可的资本募集和投入的工具,跨境基础设施投资已遭受阻碍。最近通过的《欧洲长期投资基金条例》,将从2015年12月开始适用,为诸如能源、交通和通信基础设施、工业和服务设施以及住房的长期项目,创设了一种新的跨境基金工具。《欧洲长期投资基金条例》结合了跨境护照的优势和向较小投资者(地方养老金,乡镇,企业年金等)筹集长期资本的可能性,也包括散户投资者。该条例将给资产管理带来新的机会,为投资者提供了更加广泛的资产准入,包括基础设施,这在之前的监管框架下是不可能的。国家税收待遇,对引入欧洲长期投资基金发挥重要作用。委员会敦促成员国,给予投资者与类似国家计划同样的税收待遇。

一个棘手的监管问题是不能清晰、适当地计算出机构投资者的受监管资本,即基础设施投资所需的补偿。委员会将就基础设施投资进行定义。定义中包含可预见的长期现金流,以及能被保险公司正确地识别、管理和监控的风险。这种共同的定义,将使基础设施被视为一个专门的资产类别,并能在监管框架修改时做出调整。

向基础设施项目提供或安排贷款,银行仍然重要。2015年7月,针对《资本要求条例》(Capital Requirements Regulation, CRR)和《资本要求指令》(Capital Requirements Directive IV, CRD IV)对银行贷款带

来对经济的潜在影响,委员会发表咨询文件,其中包括对银行的长期融资和基础设施融资的资本要求进行审查。这样做的目的在于更好地理解新资本要求对基础设施和其他投资的融资取得所带来的影响,以支持长期、可持续增长。

为便利基础设施和可持续的长期投资,在欧洲融资,委员会正提交修订的《偿付能力指令 II》校准,以确保保险公司符合,更能反映基础设施投资风险和 ELTIF 投资风险的监管要求。委员会将完成对《资本要求条例》的审查,并在必要的时候对基础设施投资的校准做出更改。

## (二) 支持长期融资和基础设施融资

危机规模和经济恢复正常之间,给欧盟经济留下了巨大的基础设施投资缺口。欧洲投资银行(European Investment Bank, EIB)估计,欧盟境内的总累积基础设施投资的需求至 2020 年这一期间可能达到 2 万亿欧元。

机构投资者和其他私人投资者,可成为基础设施融资的一个重要来源,因为这些投资可以提供,稳定的收益和相对强劲的信用表现。有迹象表明这些投资者正在越来越多地投资于基础设施项目。对大多数雄心勃勃的、长期的改造性项目,政府的介入常常只需启动这一项目进程。

根据投资计划,在 2015 年至 2017 年间,欧洲战略投资基金(European Fund for Strategic Investments, EFSI)将在欧洲启动新的额外 3150 亿欧元投资,其中 2400 亿欧元将被引导投向基础设施和创新项目。一家欧洲投资项目门户网站(European Investment Project Portal)将使欧盟基础项目发起人与潜在投资者沟通和分享他们的投资项目和想法。欧洲投资咨询中心(EIAH)将作为一个提供指导和建议的中心点,支持在欧盟的基础设施投资。

在可能的情况下,新的欧洲战略投资基金与欧洲的结构型基金(European Structural and Investment Funds)整合在一起,通过使用诸如投资平台或基金的创新金融工具,推出各种融资和风险分享选择方案。利用投资基金的结构,包括可能向散户投资大众募资的欧洲长期投资基金形式,或是欧洲战略投资基金的投资平台形式,能汇合公共和私人资源,并带来更好的风险回报前景。

针对 EFSI,为使合作投资结构有资格获得这一基金的支持,委员会和欧洲投资银行将就这一结构的要求提供指导。尝试利用这一结构的投资者,将能够获得 EIAH 的技术援助。除此之外,为了提高基础设施和持续发展的融资能力,委员会随时准备与私人投资者合作,以支持私人资源和欧盟资源汇聚成池。

### (三) 利用金融,实现环境可持续性

高效的金融市场可以帮助投资者做出明智的投资决策,并对产生于可持续和环境友好型经济进程中的长期风险和机会进行分析和定价。这种投资转变能促成实现 2030 年的气候和能源政策目标和欧盟对可持续发展目标所做的承诺。尤其是,最近出现的 ESG 债券(环境、社会和治理债券)能帮助引导资本流向可持续投资:2014 年实现了绿色债券发行指数级增长——350 亿欧元,相比而言,2013 年为 80 亿欧元,2012 年不到 10 亿欧元。这个市场的快速增长正得益于市场为导向的标准化,这一标准化考虑了国际金融机构,如世界银行、欧洲投资银行和欧洲复兴开发银行制定的项目选择标准。市场参与者也正在开发自愿准则,被称作“绿色债券原则”,以促进绿色债券市场发展的透明度和诚信,并明确“绿色债券”的发行资格。委员会将继续评估和支持 ESG 投资中这样和那样的发展,考虑是否需要欧盟绿色环保标准,以帮助投资者从更长期、可持续的投资决策方法中受益。

### (四) 探究现有监管框架

欧盟已经在国际共识范围内采取了必要步骤,以恢复金融稳定和公众对金融体系的信心。重要的是,欧盟立法在降低风险和实现增长之间做了很好的平衡,不会造成无意的新的壁垒。考虑到这一点,委员会在推出行动计划的同时,正开始全面审查应对金融危机所采取的金融立法的累积影响及连贯性。这次审查的目的是评估现有框架的整体连贯性。过去几年通过的不同法律,和大量的法律间的相互作用,出现了这样的风险:这些法律的集体影响也许造成了一些单个部门审核时也许无法发现的意想不到的后果。监管的一致性、连贯性和确定性,是投资者做出决策的关键因素。如果能提供明确的证据,证明这些具体的和有针对性的变化,可能有助于进一步改善投资环境和符合资本市场联盟的目标。

基于欧洲议会和国际机构(如金融稳定理事会和巴塞尔银行监管委员会)的工作,委员会今天呼吁寻找证据来评估规则,与金融改革对投资环境的累积影响的相互作用。

#### 四、促进散户投资和机构投资

资本市场联盟的目标,是把欧洲的储蓄更好地利用,提高储蓄者和借款者的匹配效率,增强欧盟经济的表现。更多的投资者信心和投资者的确定性可以帮助投资者做出正确的投资决策。人们普遍认为,由于预期寿命延长和人口结构的变化,散户投资者需要储蓄更多以满足他们的退休需求。与此同时,许多在低利率的环境下运作的机构投资者,不能找到足够的投资提供所需回报来履行其承诺。

##### (一) 散户投资者

如今,在欧洲的散户投资者在银行账户上有显著的储蓄金额,但比过去更少直接参与资本市场。欧洲家庭的直接股权,从1975年的28%,已下降至2007年的10%~11%,散户投资者在所有股东中的比例不到20世纪70年代的一半水平。拆除散户投资者储蓄进入资本市场的壁垒,需要有竞争力的金融市场。它们能够提供选择让客户比较的产品,并以有竞争力的价格找到最合适的储蓄工具。为进一步推动零售产品的透明度,委员会将要求欧盟监管机构,按照欧盟监管机构条例第9条,就长期的散户投资产品和养老金产品的透明度展开工作,并对实际净值表现和费用进行分析。

到2015年年底,欧盟委员会将发布零售金融服务和保险绿皮书,就如何增加选择竞争和零售金融产品的跨国供应以及数字化对零售金融服务的影响征求意见。

散户投资者由于只是偶尔购买投资产品,因而很难建立对资本市场的相关知识或经验。然而,恢复资本市场中散户投资者的信任是金融业的首要责任,因此,立法和监管可以帮助建立了这个“游戏规则”。

如果鼓励散户投资者回到市场化融资,先决条件是有更好的信息和建议。透明度是朝这个方向迈开的第一步。人们可在全部投资产品

里以可比较的和透明的方式获得有意义的和高质量的信息,包括产品的关键特性(如成本,可能的收益和风险)。近年来,欧盟在改进各部门的信息披露要求上取得了显著的进步。新的披露要求已通过不同的立法方式引入。一些实施细则仍处于准备之中,将在未来几年逐步生效。为了确保最近的立法改革实现他们的目标,对新的披露情形的效果进行全面评估,可能有助于确保一致性,找出可能存在的差距和不必要的重复,并在需要的时候,作为精简要求准则的基础。

为了更好地通过资本市场渠道调动储蓄,散户投资者也应该很容易获得各种适当的、合算的投资产品以及实惠和独立的意见。有些咨询反馈强调,目前因为中介机构的费用和销售费用高,在消费以市场为基础的投资所带来的高风险时,散户投资者得到的回报有限。《金融市场工具指令 II》、打包零售投资和保险为基础的投资产品(PRIIPs)和《保险销售指令》(IDD)的立法规定使涉及投资咨询和产品信息披露的规则产生了重要变化。投资产品转为在线销售以及新的金融技术解决方案的出现,为进一步发展咨询服务和“开放准入”的网上分销平台,提供了机会。重要的是,确保这些变化是基于对散户投资者的投资方案和投资结果的严格评估而发生的。

委员会将在专家参与下,对欧洲散户投资产品市场,包括分销渠道和投资建议进行综合评估。评估将确定如何改善政策框架和中介渠道,以便散户投资者能以成本合算和公平条件获得合适的产品。评估将审查政策框架应该如何发展,才能从在线服务和金融技术提供的新的机会中获益。

在预期寿命延长、单个国家有财政压力和长期低利率情况下,欧洲家庭面临一系列挑战,需要有效储蓄应对所需的充足养老金。为此,委员会支持集体和个人养老金计划的发展,以补充公共养老金计划。

欧盟金融体制需要支持人们,做出自己的私人退休储蓄规划。建立激励机制和消除欧洲私人(“第三支柱”)养老金计划障碍的政策措施,可以做到这一点。

目前,对于“第三支柱”的个人养老金没有有效的单一市场。在欧盟层面和国家层面的各种不同的规则,阻碍着一个大而具有竞争力的私人养老金市场的全面发展。市场分割阻止了私人养老金提供者最大限

度上的规模化、分散风险和创新,这意味着养老金储蓄者减少了机会和增加了成本。“选择”欧洲个人养老金也许能为养老金提供者,在整个欧盟提供产品时,提供一个消费者能获得充分保护的监管模板。一个更大的“第三支柱”欧洲养老金市场也将,为进入实体经济的机构投资者和投资提供融资支持。

委员会将评估这一政策框架,为简单、高效和有竞争力的个人退休金建立一个成功的欧洲市场,并确定是否需要欧盟立法来支撑这一市场。

## (二)机构投资者

机构投资者,尤其是人寿保险公司和养老基金,是天然的长期投资者。然而,近年来,他们一直在紧缩长期项目和公司的投资。保险公司和养老基金的股权,从1992年占欧盟股市总市值的25%以上,降至2012年年底的8%。目前,它们通常在一个相对狭窄资产范围内保有大份额的投资组合。欧盟应该支持机构投资者,允许他们投资长期资产和中小企业,同时保持良好和谨慎的资产负债管理。

通过资本要求校准,审慎规则能促进机构投资者有兴趣投资特定资产。委员会将为基础设施和欧洲长期投资基金(见第三章),以及简单、透明的证券化产品(见第五章),推出更具风险敏感性的校准规则。此外,咨询反馈表明,对《偿付能力指令II》中的私募股权和私募债券的审慎对待,阻碍了对这些类型资产的投资。

委员会将评估是否有必要做出更改,如果是,准备按照《偿付能力指令II》的审查结果进行修订。

投资基金在欧盟股市的份额,从20世纪90年代不足10%增长至2012年的21%。近年来,他们已经成为企业债券越来越重要的持有者。这些基金是最活跃的跨境投资者,但市场分割依然是欧洲资产管理部门普遍存在的问题。许多咨询的受访者认为,许多因素限制这些基金的跨境活动,包括歧视性税收待遇、不同国家的基金营销规定和跨境通知费用。消除不合理的壁垒,将激励基金管理人更多从事资金的跨界营销,降低投资者的成本。

委员会将就有关投资基金的跨境分销面临的主要障碍,收集证据。这也许特别包括不相称的市场需求、费用、东道国的行政安排和税收环

境。根据所提供的证据,委员会将寻求在必要时通过立法手段消除关键障碍。

## 五、发挥银行能力,支持整体经济开放

作为经济中占显著比例的贷款人和资本市场的中介机构,银行将在资本市场联盟和更广泛的欧洲经济中发挥重要作用。由于银行有强大的本地关系和知识,银行贷款对许多小企业仍将是一个重要的融资来源。对于其他企业,获得银行融资仍将是它们多种融资选择的重要选项。因此,委员会在开展资本市场联盟工作的同时,正在审查银行的监管,以确保风险管理和促进增长之间的最佳平衡。

对于规模较小的企业,强大的本地网络对支持其增长非常重要。比如,在一些成员国运作的信用社,中小企业就能从中不以营利为目的彼此融资。这样的信用社还能便利成员之间交流技能。采用精密和复杂的银行业监管,有时可能会对服务于中小企业的信用社和不以盈利为目的的其他合作社,构成障碍。尤其当它们规模小,主要集中于成员间的资金募集和重新分配,对更广泛的金融体制造成的风险有限时,情况可能更是如此。

在某些成员国,信用社已经从《资本要求指令》(Capital Requirement Directive, CRD)监管框架得到了豁免。为了确保一个公平的竞争环境,所有会员国应该能从信用社中受益。这些信用社受到了与他们造成的风险相称的国家监管,保障。为此,欧盟委员会将研究,所有成员国可以多大程度上允许信用社在欧盟的银行资本要求框架之外运作。

资产证券化可以增加信贷的可获得性,降低融资成本。作为金融工具,资产证券化可以促进一个良好的多样化的融资基础。它也可以作为一个重要的风险转移工具,用于提高资金效率和分配风险,以满足需求。

危机之后,由于关注证券化过程及所涉及风险,这导致欧盟的证券化市场严重受损。虽然这些薄弱环节主要是基于美国次级抵押贷款的证券化,但后续的监管改革回应却涉及所有类型的证券化。这无疑要

撤销欧盟所进行的,应对高度复杂和不透明证券化内在风险的改革。但是,重要的是,要恢复证券化以确保其能作为整体经济开放的有效融资渠道和风险分散机制。根据投资计划,委员会已开始提供证券化业务的金融支持。今天通过的新的立法建议将走得更远。他们将更好地区分简单、透明和规范(STS)的产品,以增强投资者信心和降低注意义务方面的负担。基于欧洲银行业管理局(EBA)的建议,委员会还将,对从事 STS 产品的银行投资和保险公司投资,提出更合适的审慎性要求。这一揽子措施,应有助于释放银行资产负债表的容量,增加他们对整体经济开放的放贷能力,并建立一个更长期的投资者基础。

就简单、透明和规范(STS)的证券化,委员会今天正式发布一个欧盟框架建议,同时就《资本要求条例》下的银行发布一个新的审慎校准。通过修订《偿付能力指令 II 委托法》以合并 STS 标准,保险公司的相应校准将在 STS 框架得到通过后尽快出台。

担保债券在一些成员国是另一个特别重要的融资工具。但是,担保债券市场目前因国家法规而支离破碎。制定了专门的担保债券法的成员国,其法律框架和监管实践之间存在的差距,限制了在承销和信息披露方面可能的市场规范化。这也许会阻碍市场深度、市场流动性和投资者准入,尤其在跨境方面。一个更加一体化的担保债券市场的欧盟框架,可能有助于降低发行担保证券的银行融资成本,特别是在某些会员国。

基于不破坏运转良好的国家体制、高质量的标准和最佳的市场实践,委员会今天就发展担保债券的泛欧框架,发布了咨询。咨询还将就应用类似结构来支持中小企业贷款征求意见。

## 六、便利跨境投资

虽然发展资本单一市场近几十年来取得了显著进展,但仍然存在许多持久的和根深蒂固的障碍阻碍着跨国投资。这些障碍,既有源于国家法律—破产法、抵押法和证券法,也有市场基础设施形式、税收壁垒和那些破坏直接投资规则可预测性的监管环境的改变。自从危机开

始以来,欧盟范围内的跨境风险分担有所减弱,来自欧盟以外的投资同期也有所下降。

拆除一些长期存在的、阻止投资者从事地域性投资组合多样化的壁垒,将给资本募集者、投资者和作为整体的欧盟经济带来显著好处。更加统一的欧盟资本市场,也将增加欧盟成员国作为第三国投资者的投资目的地的吸引力。

### (一) 跨境投资的法律确定性和市场基础设施

高效、安全的交易后(post-trade)基础设施是运作良好的资本市场的关键因素。咨询受访者突出的担忧就是,当证券发行人与投资者分别位于不同成员国,和/或证券为不同成员国的金融机构所持有时,证券所有权目前还不能有其法律确定性。这些情况越来越普遍。许多对绿皮书的受访者都要求出台规定,明确哪国国内法适用于跨境证券交易。为此,委员会计划提高和扩大这一领域的现有规则。鉴于推出证券目标二(TARGET2 - Securities, T2S)所激发的跨境证券交易的预期增长,该法的现代化更加重要。

此外,在债权转让对第三方的影响方面,国家规定的差异,使得作为跨境抵押的投资工具应用复杂化,并使投资者很难对债权投资的风险进行定价。这种法律的不确定性,挫伤了有重大经济意义的金融业务,诸如需要强大的安全管理的资产证券化。

委员会将就证券所有权的不确定性,开始早期有针对性的工作。在进一步咨询和影响评估的基础上,委员会也将提出统一建议,确定债权转让对第三国的影响应适用何国法律。

近年来,欧盟立法,如《欧洲市场基础设施条例》(European Markets Infrastructure Regulation, EMIR),《中央证券存管条例》(Central Securities Depositories Regulation, CSDR)和《金融工具市场指令 II》,已经拆除了很多有关跨境证券清算和结算的壁垒。然而,随着许多规定即将生效和最近成立的 T2S 单一结算平台,交易后情形正在发生变化显著。这些变化正在推动交易后基础设施重组,同时鼓励创新性的市场实践,尤其是在安全管理领域。市场需要被监测,以确保立法与不断变化的实践同步,并同时确保交易后体系的安全性和效率不减。

尽管取得了这样的进展,但针对高效的跨境清算和结算,壁垒比十

年前还多——包括 Giovannini 报告中所指出的一些壁垒。其中的许多壁垒,源于不同国家的财产法和破产法的规定,以及涉及证券持有的国家法律在涉及资产的法律性质时差异显著。针对出现失败的情况下谁是安全的?在破产的情况下谁的债权优先?这些差异可能导致不确定性。然而,这些基本问题的不确定性,带来了重要的法律风险,例如担保的可执行性,并能威胁到跨境结算和跨境抵押品流动。

为了支持更有效的、弹性的交易后体系和抵押市场,委员会将在完成最近立法和市场基础设施有了发展之后,就消除跨境清算和结算的焦万尼尼壁垒所取得的进展,进行更广泛的审查。

## (二) 拆除跨境投资的国家壁垒

法律框架和监管框架的应用、实施和执行的一致性,对于资本自由流动和建立一个公平的竞争环境至关重要。既然欧盟现在有了非常多的便利跨境投资的规定,那重点就必须转移到有效实施和执行。壁垒可能源于国家法律或行政惯例。其中,一些壁垒涉及对欧盟最低要求的国家“附加条款”(gold-plating);而另一些壁垒可能来自对欧盟规则的不同适用;还有一些壁垒源于在欧盟没有立法或保留各国立法的领域,国家所采取的措施。

对于那些没有通过其他行动,包括监管趋同,加以解决的壁垒,委员会将与成员国携手通过合作的方式予以明确并拆除。委员会将:

1. 建立一个涉及 28 个国家联络点的网络,并参与双边讨论,就消除障碍可能采取的国家行动;
2. 基于网络工作,制订最佳实践、记分卡、建议和指导方针。

委员会与成员国携手合作,就单一规则手册的不充分实施或缺乏统一解释,和阻止良好运作的资本市场联盟的国家法律,共同对资本自由流动所形成的不公正的国别壁垒进行确定和开展拆除工作,并为此在 2016 年年底出台一份报告。

破产和重组程序的统一,也许将为跨境投资者带来更大的法律确定性,并鼓励有财务困境的还有前途的公司及时重组。咨询受访者大多认为,破产法的低效率和差异,使投资者更难评估信用风险,尤其是在跨境投资中。

2015 年世界银行的营商环境报告,将国家破产法框架的力度定为

0-16。欧盟的简单平均值为11.6,比高收入国家的经合组织平均水平(12.2)低5%。一些成员国的得分低于8。

在2014年,委员会出台了一个建议,提出了应对企业经营失败和破产的新方法,即鼓励成员国实施早期的重组程序,给企业家“第二次机会”。该建议针对困难企业的国家破产程序制定了共同原则,同时出台了旨在减少中小企业破产程序时间和费用的具体措施(如标准格式的使用,远距离通讯手段的使用)。尽管建议很明显为那些在破产法领域进行改革的成员国提供了有用的指南,但委员会所进行的评估表明,建议只得到了部分执行,其中包括在那些已推出改革的成员国。

委员会将在建议书的经验基础上,提出企业破产的立法草案,包括早期重组和“第二次机会”。草案将根据运行良好的国家体制,寻求解决影响资本自由流动的最重要壁垒。

税收也是跨境投资决策一个非常重要的问题。涉及跨境投资的两个特殊税收壁垒已被确定与资本市场联盟特别相关。首先,许多投资者强调,他们目前在跨境投资时除了缴纳国内税,还要缴纳几乎不可能回转的当地预扣税。不同国家适用扣缴税的不同做法,和申请税收减轻的复杂程序是这一问题的根源。对养老基金和人寿保险公司的潜在歧视性税收,也是阻碍跨境投资的壁垒。

为鼓励成员国采取免征预提税系统,并建立快速、规范的退税手续,委员会将提出最佳实践并和成员国制定预提税减免原则的行动守则。委员会还将检查,针对人寿保险公司和养老基金跨境投资的,歧视性税收壁垒;并在必要时,将启动侵权程序。

目前,成员国之间大约有200个双边投资条约(“欧盟内部BITs”),其中就跨境投资在单一市场内规定了不同的待遇标准,并与欧盟法律不符。委员会最近采取了针对这些欧盟内部双边投资条约的法律行动。委员会将与成员国一道研究,是否需要采取进一步措施,以加强对跨境投资者的保护,从而增加单一市场作为投资目的地的吸引力。

### (三) 促进金融稳定和监管趋同

通过促进更多样化的融资渠道,资本市场联盟将有助于提高欧盟金融体系的弹性。同时,需要警惕资本市场出现金融稳定风险。近年

来,欧盟已经推出了一系列改革,使资本市场更加透明、规范和稳健,包括通过 EMIR 条例减少衍生品市场风险,在《金融工具市场指令》引入更安全、透明的交易规则,并确保欧盟的所有替代性基金经理通过《替代性投资基金经理指令》(Alternative Investment Fund Managers Directive, AIFMD)受到监管。进一步改革正在推进,通过《证券融资交易条例》(Securities Financing Transactions Regulation, SFTR),即对货币市场基金的建议,以及即将推出的《中央对手(Central Counterparty, CCP)的重建》的立法建议。FSB 的优先工作是,发现和消除与从事资本市场银行类活动的企业有关的漏洞。确保有应对潜在出现系统性风险的全球监管方式。这将既促进金融稳定又便利跨境投资。

委员会将与金融稳定委员会、欧洲监管机构以及欧洲系统性风险委员会(European Systemic Risk Board, ESRB)合作,评估可能从市场化融资所产生的金融稳定风险。进一步的分析工作将进行,例如,更好地了解市场流动性和金融系统中的相互关联,并评估是否应开发额外的宏观审慎手段。委员会将在即将发布的欧洲系统性风险委员会的评价中,对宏观审慎框架做出必要的更改。

关于监督,对 2011 年金融危机之后欧盟推出的架构,咨询反馈是积极的。虽然建立欧洲金融监管体系和推进单一规则手册取得了进展,但咨询受访者也强调了确保监管趋同和一致实施和采用欧盟金融服务法律的重要性,这也是五位主席在“完善欧洲经济与货币联盟”的报告中强调的问题。

近年来通过资本市场立法,赋予欧洲监管机构在许多领域的重要作用。咨询反馈呼吁欧洲证券和市场监管局(European Securities and Markets Authority, ESMA),特别在加强资本市场立法的监管趋同和市场报告方面,发挥更大作用,并确保单一规则手册在整个欧盟得到统一适用。近几年来,就建立资本市场单一规则手册所做的努力,应导致更一体化和有效的资本市场。更深层次的金融一体化,同时将需要欧洲证券和市场监管局,更加关注整个欧盟监管结果的趋同,包括会计,以确保单一市场运行良好。欧洲证券和市场监管局可能更专注于识别、支持和推广最佳做法,以确保各成员国监管技术的有效性及其在整个欧盟的可比较结果。在这种情况下,欧洲证券和市场监管局应该更系

统、有效地利用其手中的工具,特别是专题和国别的同行评议。

委员会将与欧洲证券和市场监管局合作,制定并实施一项战略,以加强监管趋同;并针对更一体化的方式可提高单一市场对资本的功能,划定一些领域。委员会还将与欧洲证券和市场监管局合作,以提高其就专题和国别同行评议所做决策的有效性。委员会将在2016年就欧洲监管机构的监管和融资情况发布白皮书。

资本市场联盟是一个典型的单一市场项目,对所有28个成员国有利。为了帮助资本市场发挥其全部潜力,委员会将通过结构改革支持服务(SRSS),制定一项战略,在需要加强国家资本市场的具体能力时,向成员国提供技术支持。

#### (四) 便利国际投资

为了欧盟资本市场的蓬勃发展,他们将需要开放和具有全球竞争力,并能吸引更多的国际投资者的股权和债务投资。通过消除跨境业务的法律和行政成本,和提高整个欧洲的监管结果的趋同,资本市场联盟将有助于使欧盟资本市场对国际投资者更具吸引力。鉴于资本市场的全球性,资本市场联盟必须考虑更广泛的全球背景,并确保欧洲资本市场仍然是国际金融体系的重要组成部分。为支持全球资本市场的发展,委员会将继续与欧盟成员国和第三国,在国际论坛(如金融稳定委员会和国际证监会组织),密切合作,制定融合的应对政策。此外,委员会将寻求与主要的第三国在金融服务领域建立监管合作框架,以加强资本市场的一体化。

欧盟的国际贸易和投资政策,在支持国际投资方面,发挥着重要的作用。国际贸易和投资协定,开放了资本流动,规范了市场准入和投资(包括在金融服务领域),并有助于给投资者提供充分保护和公平竞争环境。委员会还将继续参与资本自由流动的国际工作,包括在OECD的资本流动自由化守则框架内。

### 七、接下来的步骤和监测

行动计划列出了优先行动,旨在鼓励在所有成员国和整个欧盟投

资,并更好地连接储蓄与增长。建议行动的具体措施将受制于适当的咨询,以及对实现这些目标的选项所做的影响评估。

成功地采纳和实施这些行动将需要持续和一致努力。这是一个所有 28 个成员国的项目,委员会将与他们及欧洲议会密切合作,推动这些建议。

为尽早建立声势,一些具体建议今天正在宣布,其他建议也将尽快出台。首批行动包括含有《资本要求条例》更新校准的全面的一揽子证券化措施,基础设施的定义和偿付能力 II 的修订校准,以及审查招股说明书指令的提议。在其他领域,也许需要与利益相关成员国进一步协商。与此同时,委员会将推进与成员国在诸如税收和破产话题的讨论,以取得中长期的进展。

资本市场联盟的成功也将取决于市场参与者。金融中介机构必须在恢复客户的信任和建立欧洲资本市场的信心发挥其作用。行动计划包括以市场为主导的举措,委员会敦促有关各方在这些领域的优先发展。

此外,委员会将继续努力,确定欧洲更深层次资本市场存在的主要低效率和壁垒,并制定如何最好地克服它们的措施,同时保留强烈关注投资者保护和市场监管。

除了年度报告,委员会将在 2017 年提交一份全面的盘点,作为就任何额外所需措施做出决策的基础。

委员会将定期向欧洲议会和各成员国报告进展情况。

#### 附件 行动清单和暂定时间表

创新、初创企业和非上市公司融资		
支持创业投资和股权融资	泛欧创投基金的基金和多国基金建议案	2016 年第 2 季度
	修改《欧洲风险投资基金条例》和《欧洲社会创业基金条例》	2016 年第 3 季度
	研究风险投资和“商业天使”的税收优惠	2017 年

续表

创新、初创企业和非上市公司融资		
克服中小企业投资的信息障碍	强化银行拒绝中小企业信贷申请的反馈	2016年第2季度
	绘制整个欧盟现有的地方或国家支持力度和建议力度,推广最佳做法	2017年
	探讨如何开发或支持泛欧信息系统	2017年
促进企业融资的创新形式	关于集资报告	2016年第一季度
	为未来欧盟框架,制定基金信贷的协调一致的办法和予以评估	2016年第4季度
使企业进入公开市场筹资更容易		
提高公开市场的准入	建议对招股说明书指令现代化	2015年第4季度
	检查中小企业进入公开市场和中小企业成长市场的监管壁垒	2017年
	检查欧盟企业债券市场,重点关注如何改善市场流动性	2017年
支持股权融资	解决债权一股权之间的差别待遇,作为统一公司税基立法建议的一部分	2016年第4季度
投资长期,基础设施投资和可持续的投资		
支持基础设施投资	为保险公司投资于基础设施和欧洲长期投资基金,调整《偿付能力指令 II 校准》	2015年第3季度
	检查针对银行的《资本要求条例》,就基础设施校准做出必要修改	正在进行
确保欧盟金融服务规则手册的一致性	对金融改革的累积影响,征集证据	2015年第3季度
鼓励散户投资和机构投资		
增加对散户投资者的选择和竞争	零售金融服务和保险绿皮书	2015年第4季度
帮助散户投资者获得更好的交易	欧盟零售投资产品市场评估	2018年

续表

创新、初创企业和非上市公司融资		
支持退休储蓄	为建立私人养老金市场,评估这一政策框架	2016年第4季度
扩大机构投资者和基金经理的机会	对《偿付能力指令 II》下的私募股权和私募债务的审慎处理进行评估	2018年
	就投资基金的跨境分销的主要障碍进行咨询	2016年第2季度
发挥银行的能力,支持整体经济开放		
加强地方融资网络	探索所有成员国都批准信用社在欧盟的银行资本要求框架之外运作的可能性	正在进行
建立欧盟证券化市场	就简单、透明和规范(STS)的证券化和银行资本校准的修订提出建议	2015年第3季度
支持整体经济开放下的银行融资	就担保债券和中小企业贷款的类似结构对泛欧框架进行咨询	2015年第3季度
便利跨境投资		
拆除跨境投资的国家壁垒	资本自由流动的国家壁垒报告	2016年第4季度
改善跨境投资的市场基础设施	对证券所有权规则和债权转让对第三方的影响采取有针对性行动	2017年
	对拆除焦万尼尼障碍的进展进行审查	2017年
促进破产程序统一	倡议企业破产立法,解决资本自由流动的最重要障碍	2016年第4季度
拆除跨境税务障碍	预提税减免程序的最佳实践和行动守则	2017年
	研究养老基金和人寿保险公司跨境投资的歧视性税收障碍	2017年
加强监管趋同和资本市场的能力建设	改善资本单一市场功能的监管趋同战略	正在进行
	欧洲监管机构的融资和治理白皮书	2016年第2季度
	制定技术援助战略,支持成员国的资本市场能力	2016年第3季度
提高维护金融稳定的能力	评估欧盟宏观审慎框架	2017年