

# 声音

VOICE OF AMAC

(2019年第4期，总第111期)

中国证券投资基金业协会

2019年4月4日

---

## 创业投资基金的国际立法和监管经验

**【编者按】**创新是引领发展的第一动力，创新企业的崛起对于推动经济高质量发展具有战略意义。为了不断改善我国创投行业的生态环境，充分促进创投基金大力支持企业创新和推动长期资本的形成，中国证券投资基金业协会设立专项课题，委托香港中文大学法律学院习超教授对创业投资基金的国际立法和监管经验进行研究并形成课题报告。该课题重点研究了美国、欧盟等如何在规范行业经营和促进创投发展间寻求平衡，以求更好地实现金融稳定、投资者保护和资本形成的经验和做法，该报告建议我们重点关注以下五个关系和五个关键词：创投基金与宏观经济的关系：举足轻重；创投基金监管与公募、其他私募监管的关系：抓大放小；创投基金监管与促进金融服务实体经济的关系：脱虚向实；创

投资基金与投资者的关系：**诚信无价**；创投基金监管与产业引导政策的关系：**适度引导**。现将课题报告发布。

## 一、基本情况

创投基金的蓬勃发展对于一国经济的创新性、产业配置升级以及公司治理的现代化具有积极的社会经济效益。创投资本在新经济行业发展、锻造国民经济核心实力的提升等方面发挥着越来越重要的推动作用。<sup>1</sup>与此同时，创投基金对于国民经济的反哺作用不仅体现在体量上，还体现在其对于提振就业、促进创新、加速资本形成等社会、经济、文化的各个方面。

从美国和欧洲的经验看，长期、丰富的创投基金市场实践，最终产生了支撑创新企业融资和发展需求的创投生态环境。在美国，创投基金自1974年到2003年的三十年中创造了超过两百六十多万就业机会，占据同历史时期就业机会增加总额的38%。<sup>2</sup>研究表明，活跃的创投基金投资市场在全球范围内均对于国民经济中失业率和就业率的改善具有重要作用。<sup>3</sup>以美国硅谷为例，创新企业的融资需求，催生了以创投基金为代表的新的融资模式市场实践。<sup>4</sup>与此同时，IPO上市发行等较为成熟的资本市场实践为创投市场提供了良好的投资前景和退出机制，对美国硅谷创业投资集群发展实践

---

<sup>1</sup> 详见：Jay R Ritter, 'Initial Public Offerings: VC-backed IPO Statistics through 2017', *University of Florida Working Paper* (University of Florida Working Paper, 2018)。

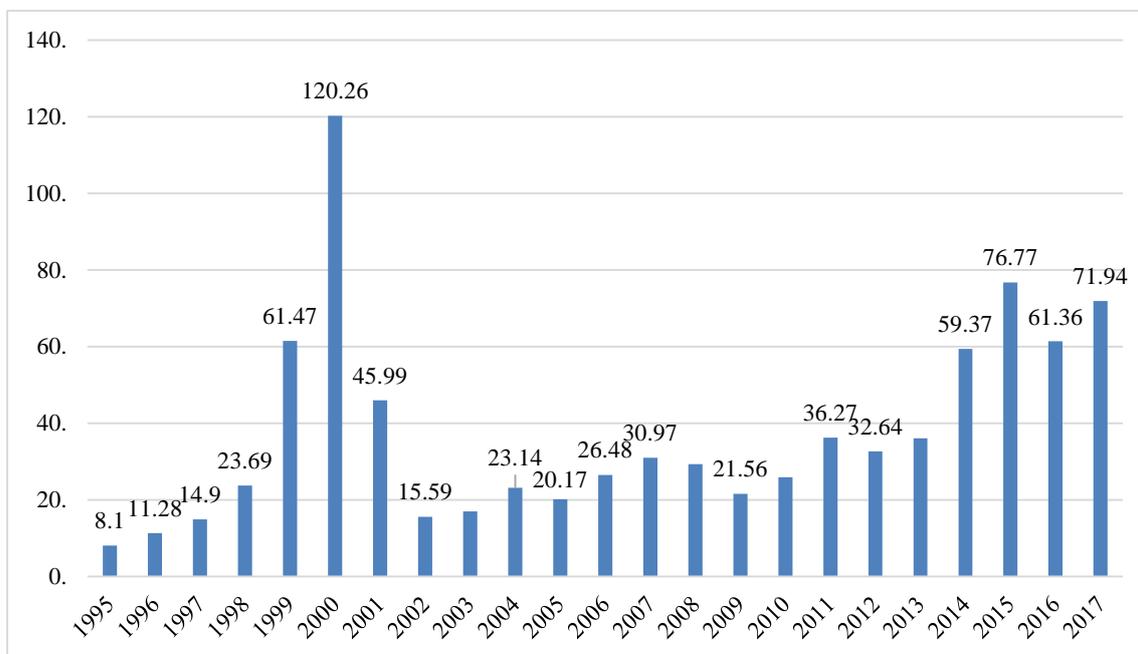
<sup>2</sup> 详见：Will Gornall and Ilya Strebulaev, 'The Economic Impact of Venture Capital: Evidence from Public Companies' (2015) IDEAS Working Paper Series from RePEc。

<sup>3</sup> 详见：Horst Feldmann, 'Venture Capital Availability and Labour Market Performance around the World' (2014) 46 *Applied Economics* 14。

<sup>4</sup> 详见：Martin Kenney, *Understanding Silicon Valley : The Anatomy of An Entrepreneurial Region* (Stanford, Calif. : Stanford University Press 2000)。

的成果具有重要的推动作用。<sup>5</sup>在欧洲，创投市场提供的融资服务也成为许多创新性企业获得商业成功和可持续发展不可或缺的助力。<sup>6</sup>

图 1 美国创业投资市场市值（1995-2017）<sup>7</sup>



金融危机之后，为了实现金融稳定、投资者保护和资本形成三大监管目标，以美欧为代表的世界各国的金融监管制度发生了重大的变革。针对创投基金实行差异化监管成为各国的改革内容。

从监管架构看，美国和欧盟均确立了基金行业的统一监管体制，形成了以公募、私募和其中的创投基金为主要监管对象的基金监管法律体系。从立法体例看，美国和欧盟均对创投基金在立法上特设了部分监管内容的豁免条款，或就促进创投基金发展进行单行立法或者委托立法，以加速资本形

<sup>5</sup> 详见：Leslie A. Jeng and Philippe C. Wells, 'The Determinants of Venture Capital Funding: Evidence Across Countries' (2000) 6 *Journal of Corporate Finance* 241。

<sup>6</sup> 详见：Jim Martin, *Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe* (EVCA ( European Venture Capital Association ) 2002)。

<sup>7</sup> 数据来源：Ritter, 'Initial Public Offerings: VC-backed IPO Statistics through 2017', 金额以十亿美金为单位。

成，实现金融为实体经济服务功能，从而提振实体经济。同时应当指出，美国和欧盟创投基金监管既重视创投基金的投资管理行为，也重视加强对募资过程中不实陈述等欺诈行为的监管力度，净化创投行业发展环境，夯实创投基金投资者保护基础，促进创投行业长远可持续发展。

他山之石，可以攻玉。创投基金作为中国金融市场重要的投资方式之一，促进创新和资本形成必然成为其制度改革发展的应有之意。如何更好地监管创投基金，促进创新经济发展和产业升级、保护投资者利益、防范系统性金融风险是我国创业投资市场监管的重要目标。

## 二、后金融危机时代创投基金的国际立法和监管实践

金融危机之后，世界范围内的各个国家均对金融风险的监管机构作出了大刀阔斧的改革。为有效缩短资本形成周期并加速创投资本的跨境流动，金融危机后创投基金的立法有两种常见路径：一是针对创投资金设立部分监管内容的豁免条款，使严苛的金融监管新规不被机械地适用于创投基金，为创投业创造相对宽松的监管环境。二是就创投基金进行鼓励性的单行立法或委托立法，针对创投行业形成了既区别于公募以及其他私募，又与其紧密相关的基金业监管子体系。

美国和欧盟的金融监管立法是上述两种路径的有机结合。具体而言，美国和欧盟均在金融危机后豁免创投基金不再适用私募基金的监管条例，并通过单行立法或者委托立法对于创投基金的监管制度做出了另行规定。其中，以美国证监会根据《多德-弗兰克法案》的授权就创投基金事项的委托立法和《欧盟风险投资基金条例》为代表。

## （一）美国创投基金立法和监管制度的变革

金融危机之前，美国的金融监管和风险防范制度主要体现在《投资公司法》和《投资顾问法》中的注册登记的规定。金融危机后，美国证监会对于私募基金的资金流向信息披露做出了更为详细的披露要求。<sup>8</sup> 然而，上述新增的信息披露义务并不着眼于实现私募基金信息公开透明的政策目标，而是致力于在保护投资者、防范系统性金融风险与不侵犯私募基金商业机密、竞争优势之间保持平衡。

### 1. 《多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法》

美国私募基金和创投基金的差异化监管始于 2010 年的《多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法》（简称《多德-弗兰克法案》）。《多德-弗兰克法案》就创投基金投资顾问可豁免投资基金登记注册义务做出了原则性规定，并将具体政策的立法权授予证监会。随后，美国证监会根据创投基金规模小、低杠杆、低风险的特殊性质，在普遍适用的监管要求中对创投基金作出了豁免披露安排，即管理规模在 1.5 亿美金以下的私募投资顾问和符合条件的创投基金顾问可以在州证券监管部门注册并接受监管。<sup>9</sup> 该规定将资产规模在 1.5 亿美金以下的创投基金的监管权下放给各州证券监管机构管辖、并允许符合上述规模限制的创投基金据此豁免适用《多德-弗兰克法案》中基金公司及基金经理向证监会进行基金信息披露义务的相关条款。

根据证监会对于创投基金的豁免适用条件，创投基金需

---

<sup>8</sup> 详见：Joseph Tillman, 'Beyond the Crisis: Dodd-Frank and Private Equity' (2012) 87 New York University Law Review 1602。

<sup>9</sup> 详见：SEC, Exemptions for Advisers to Venture Capital Funds, Private Fund Advisers With Less Than \$150 Million in Assets Under Management, and Foreign Private Advisers (17 CFR Part 275)。

要满足借债率、获许投资人比率、投资策略、不得赎回等条件。<sup>10</sup> 就上述规则的适用标准，根据美国证监会 2011 年 6 月 22 日出台的相关规定，创投基金需具有以下特征：（1）代表投资人或潜在投资人行使创投基金的投资策略；（2）该基金资产份额投向“非获许投资(Non-Qualifying Investments)”的比率不能超过 20%，（3）出借、提供担保、承担债务的额度不能超过创投基金的 15%（120 天内），（4）不提供赎回机制类似的流动性支持，（5）不能按照投资公司法或以商业发展公司在证监会注册。

总之，所有类型的基金都需要在美国证监会登记注册，但创投与其他基金的投资顾问在金融监管合规成本上存在本质的不同。具体而言，公募基金的投资顾问不得豁免登记注册的义务，私募基金的投资顾问只要管理一定规模的资产或者其所管理的基金资产来源复杂，就必须向证监会登记注册并就投资的表内以及表外杠杆安排、信用风险、交易模式、估值政策等履行日常的披露义务。对于创投基金的投资顾问来说，只要其投资安排满足证监会对于创投基金的豁免要求，即可援引证监会的部门法规豁免适用上述较为严格的金融监管规定。

---

<sup>10</sup> 详见：Barbara Crutchfiel George and Lynn Vivian Dymally, 'The End of an Era of Limited Oversight: The Restructured Regulatory Landscape of Private Investment Funds through the U. S. Dodd-Frank Act and the E.U. Alternative Investment Fund Managers Directive' (2013) 25 Florida Journal of International Law 207.

表 1 美国创投基金豁免制度法规沿革

| 法律法规                   | 豁免条款                             | 适用条件  | 效力及监管机构        |
|------------------------|----------------------------------|---|----------------|
| 《证券法》<br>(1933 年)      | 公开募集证监会审批的豁免                     | 情形比较多,整体原则是排除实质上不属于公开募集证券的行为。详见法案第 4 条  | 现行有效<br>由证监会监管 |
| 《投资公司法》<br>(1940 年)    | 基金公司向证监会注册登记的豁免                  | ① 3(c)(7) 条款豁免,适用于投资人门槛较高的基金,所有投资人都必须满足合格认购人 (Qualified Purchaser) 要求,人数不得超过 2000 人<br>② 3(c)(1) 条款豁免,适用于投资人门槛较低的基金,所有投资人都只需满足较低的获许投资人 (Accredited Investor),人数不得超过 100 人 | 现行有效<br>由证监会监管 |
| 《投资顾问法》<br>(1940 年)    | 基金顾问向证监会注册登记的豁免                  | ① 客户数量必须少于 15 个 (随后,证监会于 1985 年规定,法律组织以及自然人均可以成为客户的计算单位)<br>② 不得对外公开宣称其为投资顾问 (Investment Adviser)<br>③ 适用豁免的投资顾问的客户不得为上市公司,但允许适用豁免规则的投资顾问根据业绩向客户收费                        | 已被《多德-弗兰克法案》修改 |
| 《小企业投资促进法》<br>(1980 年) | 创投基金可注册为企业发展公司                   | 向证监会登记、受证监会监管,不适用《投资公司法》豁免条款、可上市交易  | 现行有效<br>由证监会监管 |
| 《多德-弗兰克法案》<br>(2010 年) | 委托证监会对创投基金投资度顾问豁免另行规定            | 无   | 现行有效<br>由证监会监管 |
| 证监会部门立法<br>(2011 年)    | 创投基金投资顾问《多德-弗兰克法案》框架下向证监会注册登记的豁免 | ① 代表投资人或潜在投资人行使投资策略<br>② 基金资产份额投向“非获许投资”的比率不能超过 20%<br>③ 出借、担保、承担债务的额度不能超过 15%(120 天内)<br>④ 不提供赎回机制类似的流动性支持<br>⑤ 不能按照投资公司法或以商业发展公司在证监会注册                                  | 现行有效<br>由证监会监管 |

## 2. 创投基金的监管重点：融资行为过程中的证券监管

金融危机后,美国证监会能否对未上市的公司进行监管

成为了监管实务界备受关注的问题。在创投基金领域，许多创投企业在产品未曾发布之时即可以运用其独特的商业模式进行融资，其中涉及的证券融资行为的误导性或者是不当陈述问题是否能够由证监会依据现行证券监管法律法规来进行监管，成为了亟待解决的实务和理论问题。

#### 案例一：美国西拉诺斯“Theranos”血液检测企业

美国西拉诺斯血液检测企业由斯坦福大学肄业生伊丽莎白·霍姆斯（Elizabeth Holmes）成立于2003年在加州硅谷成立，从事基于血液检测技术的疾病诊断研究。西拉诺斯在公司融资过程中向投资方声称其所掌握的技术能够利用极少量的指尖血有效检测出癌症、高胆固醇等多种疾病。该公司的早期融资非常成功，估值一度高达90亿美金。然而，华尔街日报直指其宣传中多次出现的高科技血液检测技术存在误导性或者虚假陈述的问题。该报道引起媒体和监管部门的高度关注，美国证监会介入调查。2018年3月，美国证监会正式以多项证券欺诈起诉霍姆斯。<sup>11</sup>霍姆斯在被起诉当天即与美国证监会达成民事和解。虽然霍姆斯并未承认其在公司融资和运营中的不当行为，但她同意放弃对西拉诺斯的公司控制权、返还其持有的公司股份并支付50万美金的罚款，同时也将面临十年的上市企业管理职务的任职限制。2018年7月，美国证监会正式对霍姆斯等提出刑事控告，若其无法针对上述欺诈控告提出有效抗辩，则将会面临数年的牢狱之灾。

#### 案例二：美国 Juicero 高科技榨汁机企业

---

<sup>11</sup> 详见：Christopher Weaver and John Carreyrou, 'Theranos Seeks No-Sue Promise' *Wall Street Journal* (New York, N.Y. Mar 24, 2017) B.1.

Juicero 是在 2013 年成立的专注于制造挤压式榨汁机和与其榨汁机配套的果汁包的创业企业。该公司的经营模式是用户必须购买其声称为高科技产品的榨汁机，并按月订购其配套的果汁原料包。在融资和销售宣传中，Juicero 声称其品牌的榨汁机能够产生超过 4 吨的压力，很快吸引了投资人的密切关注，其中包括 Google Venture 等著名风投的加盟。很快，部分用户发现 Juicero 的配套果汁包根本不需要特殊的机器冷压也可以手动挤出已经制好的果汁。<sup>12</sup> 虽然榨汁机的冷压技术可以作为手动挤汁的替代方案，但是绝大部分的消费者认为该榨汁机的价格明显和其科技含量不符。迫于舆论的压力，2017 年 9 月，Juicero 正式宣布下架其所有的榨汁机以及果汁包产品，并同时宣布榨汁机用户可在一定期限内（90 日）向 Juicero 申请全数退款。

上述案例明确了证监会是否可以对创投公司进行监管，其法定的监管权是否涵盖创投企业。在证监会时任执法部联合主任 Steven Peikin 就西拉诺斯一案的新闻发言稿中提到，“联邦证券法的反欺诈条款无例外地适用于所有公司，无论这些公司是否上市、处于公司发展的何种阶段，或者是否受到大量的媒体关注”。<sup>13</sup>

从监管角度来讲，创投企业的融资行为或者创投基金的投资行为与证券市场的秩序息息相关，并不因为其行为主体未上市的特质而不适用证券监管反欺诈以及相关融资行为法律制度的约束。证券监管执法部门应当是创投企业和创投

---

<sup>12</sup> 详见：Eric Newcomer, 'Juicero Closes, Seeks a Buyer as High-Priced Machine Falts' *Bloomberg Wire Service* (New York Sep 1, 2017)。

<sup>13</sup> 详见：Alison Frankel, 'Will the Theranos 'Indirect' Investor Lawsuit Break New Legal Ground?' *Reuters* (March 16, 2018)。

基金投融资行为的有权监管以及执法机构。

## **(二) 欧盟创投基金立法和监管制度的变革**

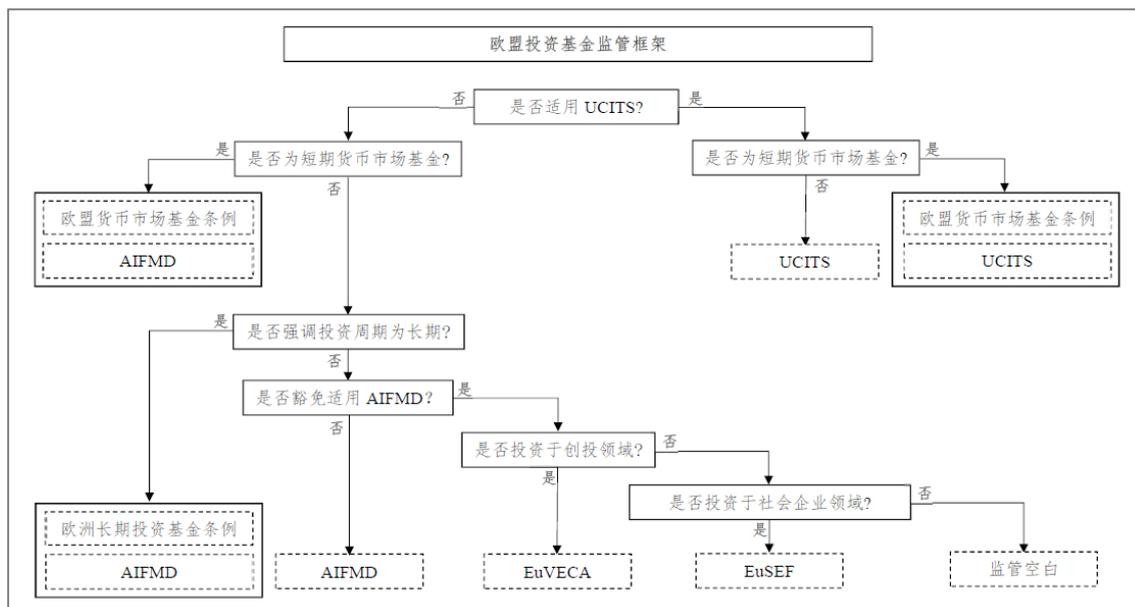
2009 年初，欧盟发布相关《关键问题报告》，认为对冲基金以及其他另类投资方式（含创业投资基金）的金融监管存在不足。之后，在欧盟各成员国应对金融危机、改革监管制度、防范系统性风险的要求下，《欧盟另类投资基金管理人指令》出台。

### **1. 后金融危机时代欧盟投资基金监管法律体系**

为促进欧盟一体化市场的稳定，巩固监管协作并建立更为有效的多边金融监管制度，欧洲证券及市场管理局（The European Securities and Markets Authority，简称 ESMA）于 2011 年成立，取代欧洲证券监管者委员会（The Committee of European Securities Regulators，简称 CESR）成为欧盟市场单一的多边证券监管机构。与其前任欧洲证券监管者委员会相比，欧洲证券及市场管理局具有更高的立法和证券市场以及系统性风险监管权限。

金融危机后的欧盟证券监管机构具有制定原来属于其上一层级立法机构的立法权限的制定技术标准的部分权力。在证券监管领域，欧洲证券及市场管理局可以起草相关的法律实施技术标准并将其提交到欧盟委员会进行审议。以证券立法为例，金融危机后证券立法的立法技术标准的咨询以及规则制定权有所下放，欧洲议会全程跟踪立法进展，若出现越权立法行为可随时启动决议停止逾矩行为。

图 2 欧盟投资基金监管法律体系



从投资者保护和防范系统性风险的角度出发，欧盟将公募、私募和其中的创投基金在概念以及监管法规适用方面做出了清晰的划分，对其的监管目标也存在差异：整个基金行业的金融监管侧重宏观审慎风险的监控和防范，而对其中的创投基金的金融监管则更多着眼于促进资本形成和实体经济复苏。目前，欧洲投资基金一体化市场已经形成了以欧洲证券及市场管理局为单一监管者，以公募、私募和其中的创投基金为主要监管对象，并辅以对货币市场基金、社企基金和长期基金进行单行立法的综合金融监管法律制度。与此同时，欧洲证券及市场管理局作为欧盟金融监管者体系的重要一环，与欧洲系统性风险委员会、欧盟成员国的各监管者建立了监管合作以及金融混业监管机制。与金融危机之前相比，欧盟在投资基金监管法律体系、金融系统性风险的防范方面得到了长足的发展。

## 2. 《欧盟另类投资基金管理人指令》及《欧盟风险投资基金基金条例》

金融危机之后，欧盟在现有公募基金监管条例的基础上，对于私募基金进行了单行立法监管。2011年，《欧盟另类投资基金管理人指令》（以下简称《指令》）颁布，对不能满足公募基金发行条件的所有基金进行监管，并就基金的管理人、投资资金流向、信息披露、杠杆率等方面做出统一规定。但是，《指令》并不适用于总资产不超过1亿欧元含杠杆安排的基金、或者总资产不超过5亿欧元不含杠杆安排且发行五年内不得赎回的基金。<sup>14</sup> 设置该豁免条款的主要原因，在于上述两类基金资产的规模和杠杆均较小，产生系统性风险的可能性较低。虽然符合上述要求的创投基金能够获得豁免，但必须就相关要求进行合规信息披露，只不过披露标准较低且程序简化。<sup>15</sup>

与此同时，为了改善欧盟基金市场碎片化的现状，《指令》新增“欧盟基金护照”系统，允许欧盟背景的基金公司在不同成员国进行投资活动。<sup>16</sup> 但是，“欧盟基金护照”系统并不适用于《指令》中享受豁免安排的创投基金，且98%的欧盟创投基金均达不到《指令》关于“欧盟基金护照”的要求。为了给创投基金提供更为宽松的监管环境，2013年《欧盟风险投资基金条例》出台，对于投资创业创新领域但不能满足《指令》要求的基金给予法定保护和政策优惠，以促进创投基金在欧盟一体化市场的跨国融资。至此，总资产不超过1亿欧元含杠杆安排的基金、或者总资产不超过5亿欧元不含杠杆安排的、发行五年内不得赎回的基金成为欧盟创投和其

---

<sup>14</sup> 详见：《欧盟另类投资基金管理人指令》第3条第2款。

<sup>15</sup> 详见：《欧盟另类投资基金管理人指令》第4-5条。

<sup>16</sup> 详见：《欧盟另类投资基金管理人指令》第4-30条。

他私募基金分类的技术标准，并沿用至今。<sup>17</sup>

### 三、基金业监管与产业政策调控的行政职权配置

基金行业的监管除实现投资者保护、防控宏观金融风险、服务实体经济的重要功能外，还与国家和地区的产业政策息息相关。

#### (一) 美国基金业监管与产业政策调控的行政职权配置

##### 1. 美国的政府创投引导基金（SSBCI）的政策安排和制度框架

美国创投基金的产业政策主要通过政策引导基金的方式实施。美国根据《2010 年小企业就业法案》成立了小企业信贷计划（State Small Business Credit Initiative，简称 SSBCI），隶属财政部管理。SSBCI 在成立 5 年内为中小企业提供了 15 亿美元的融资，有效地促进了就业和经济增长。

<sup>18</sup> SSBCI 为企业提供融资主要由两种方式：一是通过银行为中小企业提供贷款，二是通过创投基金对特定行业的创新企业进行投资。其中，为中小企业提供贷款的子项目为信贷支持项目（Credit Support Programs，简称 CSP），以创业投资方式支持小企业发展的项目为创投项目（Venture Capital Programs，简称 VCP）。截止至 2015 年底，VCP 项目的投资已达 4.48 亿美金，占到了 SSBCI 总体投资的三分之一。<sup>19</sup>

鉴于金融危机后各州经济发展程度、社会情况以及待发展的部门和产业差异较大，SSBCI 的 VCP 项目给予了各州政

---

<sup>17</sup> 详见：Commission of The European Communities, *Commission Staff Working Document: Impact Assessment on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2004/39/EC and 2009/.../EC*, 2009)。

<sup>18</sup> 详见：Department of The Treasury, Program Evaluation of The US Department of Treasury State Small Business Credit Initiative (2016)。

<sup>19</sup> 同上。

府在运营和项目设置方面较大的自由。具体而言，联邦政府通过 SSBCI 向各州政府拨款，各州政府因地制宜启动政府创投引导基金对于创投产业进行领投。各州政府的创投引导基金可以与市场基金合作，也可以直接对具备高速增长潜质的创新创业项目进行遴选和投资。联邦政府也可以通过财政部设立母基金、遴选创投基金以及天使投资人进行投资，而获得财政部投资的创投基金和天使投资人将对特定领域的公司进行早期投资。SSBCI 通过创投基金进行政策扶持的行业主要有科技、信息、制造等行业。总体而言，SSBCI 根据收到的申请向各州政府的 VCP 项目进行财政拨款，投资具备高速增长潜力的创业项目、并改善美国创投市场地域、资源严重不平衡的情况。

作为 SSBCI 的行政主管部门，财政部在 SSBCI 的运作中扮演投资人的角色：财政部制定 SSBCI 的实行规则、申请门槛和监督机制。在根据申请进行审批和拨款后，财政部也对 SSBCI 的技术标准、鼓励各州政府分享其监管框架下 SSBCI 投资的项目的实行情况和数据，并对于实践中出现的较为成功的案例进行收集和分析，宣传成功经验。根据财政部 2016 年的报告，SSBCI 通过 VCP 主要支持的行业包括商业服务、软件、媒体、硬件制造、零售、医药以及生物科技等细分行业。其中，科技、通信技术和制造业是在过去几年中 SSBCI 的政府引导基金支持力度最大的三个行业。

## 2. 美国的政府创投引导基金（SSBCI-VCP）的投资模式

VCP 项目的资产杠杆平均比率达到 11.08，即财政部对

于 VCP 项目的每一美金投资能够吸引来自市场以及其他独立者的 11.08 美金投向创投市场。与此同时，SSBCI-VCP 主要关注的是创业早期的投资机会，且其投资并不着眼于控股地位。截止至 2015 年 12 月 31 日止，SSBCI 在各 VCP 子项目投资的平均持股比在 14%到 26%之间，平均拨款额度在 20 万美金到 40 万美金之间其中，种子期和早期的项目占整体投资超过 65%。

表 2 SSBCI-VCP 的投资类别、占比、策略和规模<sup>20</sup>

| 类别     | 投资总额<br>(百万美金) | 占比<br>(%) | 平均投资<br>规模<br>(百万美金) | SSBCI 平均投<br>资额<br>(美金) | SSBCI 持股<br>比 |
|--------|----------------|-----------|----------------------|-------------------------|---------------|
| 政府直接投资 | 27.5           | 6         | 1.5                  | 380,900                 | 26%           |
| 合作投资模式 | 48.2           | 11        | 1.7                  | 277,800                 | 16%           |
| 政府支持机构 | 116.4          | 37        | 1.1                  | 199,600                 | 18%           |
| 基金     | 205.3          | 46        | 1.3                  | 179,500                 | 14%           |

美国的政府创投引导基金非常重视与市场的充分沟通，并与市场上独立运营的商业金融机构合作、推动中小企业资本形成、并实现产业政策效益。<sup>21</sup> SSBCI 根据不同的投资方式将 VCP 投资分为四种（见图表 4），其中仅有政府直接投资一种方式是没有用市场的资源配置手段。而从该种投资方式的投资额度和所占总投资额比率来看，政府直接投资并非 VCP 主要的方式。美国政府 SSBCI 框架下 VCP 的合作投资模式充分利用市场的资源配置手段，使用较小的政府投资撬动商业资本对于特定领域创投项目的关注，从而促进产业政策和资本形成措施的落地。虽然投资方式不同，但是 SSBCI 对于各个创业引导基金的监督和审核方式均参考投资回报率

<sup>20</sup> 数据来源：美国财政部 2016 年报告（数据截止至 2015 年 12 月底）

<sup>21</sup> 详见：G. S. Koppel Jonathan, 'The Challenge of Administration by Regulation: Preliminary Findings regarding the U. S. Government's Venture Capital Funds' (1999) 9 Journal of Public Administration Research and Theory 641。

等财务指标，但不 对基金的注册、设立、披露等方面进行金融监管。

## **(二) 欧盟基金业监管与产业政策调控的行政职权配置**

### **1. 欧盟创投基金与产业政策**

创投基金在欧盟一直是产业政策制定的重要维度之一。具体而言，欧盟创投基金与产业政策的交集主要体现在政府创投引导基金方面。引导金融资本通过创投基金关注可持续性投资是欧盟产业政策的重点之一。2018 年 4 月，欧盟委员会以及欧洲投资基金(European Investment Fund, 简称 EIF) 共同发起泛欧风投“母基金”计划 (Pan-European Venture Capital Funds-of-Funds Programme, 简称 VentureEU), 将通过 EIF 为多个独立市场化运作的创投基金提供不超过 21 亿欧元的投资，针对通信、医药、生命科学、能源等行业进行投资，以提高欧洲针对新一代高度创新型企业的投资水平。

欧盟产业政策中创投基金的通道效应是主要是通过市场而非行政手段实现的。EIF 是一个由欧盟政策性金融机构以及成员国民间金融机构参股形成的股份制基金，其控股股东为欧洲投资银行。VentureEU 的实施方式是，由 EIF 对于遴选出的六个合作基金提供投资，而该六个合作基金接受 EIF 投资后将作为 VentureEU 的母基金遴选合适的创投基金投资，最后再由接受 VentureEU 母基金投资的创投基金对特定行业的创业项目进行直接投资。

### **2. 欧盟的政府创投引导基金 (VentureEU) 的政策安排和制度框架**

VentureEU 有三大政策目标：1) 吸引市场上独立运营的

商业投资者对欧盟创投市场进行投资；2) 增强欧盟创投基金的融资能力；3) 促进欧盟创投基金在规模上的增长。<sup>22</sup>

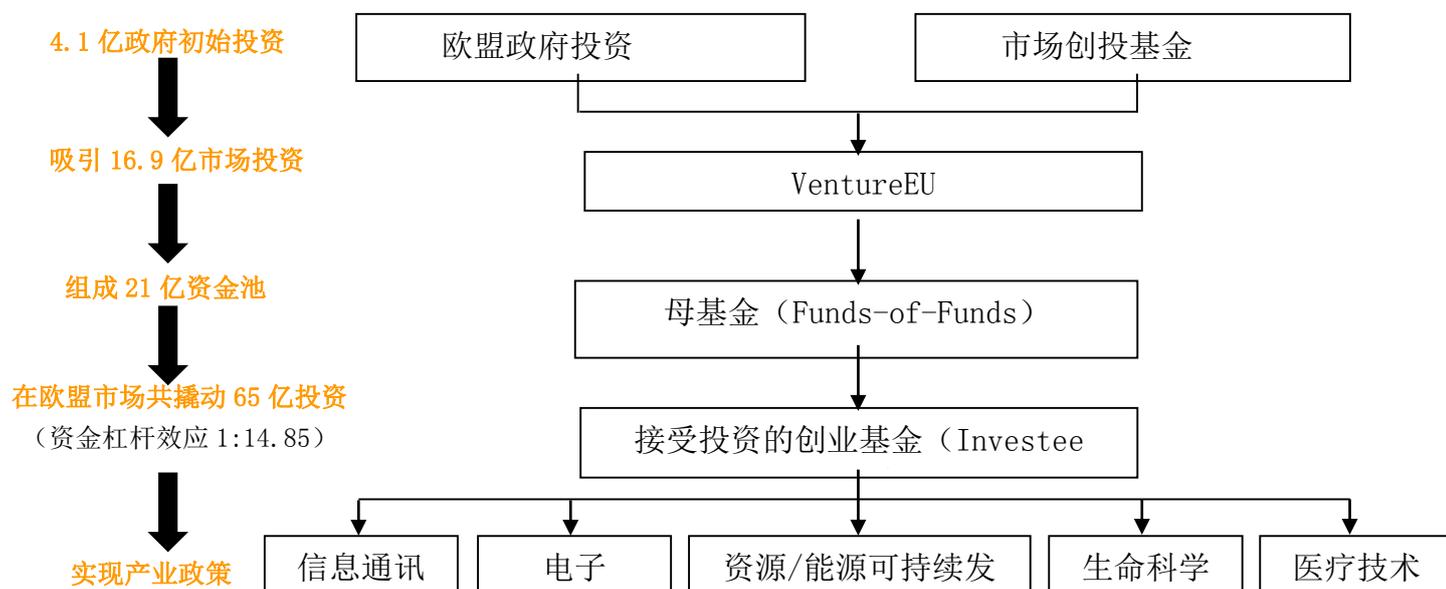
VentureEU 通过政府投资以撬动市场流动资金进入创投行业，并对信息通讯技术、电子、生命科学、医疗技术、资源以及能源可持续发展技术进行重点投资。

VentureEU 的资金来源既有政府也有市场上独立注册运营的创投基金。由于欧盟政府并不打算在即将成立的创投引导母基金中占有控股地位，因此即将成立的母基金的股权将由欧洲投资基金向欧盟成员国政府以及市场中的创投基金进行融资。根据欧盟政府的计划，来自欧盟政府的共 4.1 亿欧元投资将与来自市场的 16.9 亿欧元一同组成 21 亿欧元的 VentureEU 资金池，用于对 VentureEU 框架下遴选出的母基金进行注资；由母基金根据其既定的投资策略投资市场基金。根据其投资计划，预计将撬动共 65 亿资金流向产业政策扶持领域、支持具备高增长潜力的创业公司或者创业项目的融资需要。

---

<sup>22</sup> EC, VentureEU: €2.1 billion to boost venture capital investment in Europe's innovative start-ups; VentureEU 的基金征集文件 (Call for interest)。详见: <[http://www.eif.org/what\\_we\\_do/equity/paneuropean\\_venture\\_capital\\_fund\\_of\\_funds/call/Annex%20I%20-%20Expression%20of%20Interest%20for%20the%20Pan-European%20VC%20FoF%20Programme.pdf](http://www.eif.org/what_we_do/equity/paneuropean_venture_capital_fund_of_funds/call/Annex%20I%20-%20Expression%20of%20Interest%20for%20the%20Pan-European%20VC%20FoF%20Programme.pdf)>, 2018 年 10 月 4 日访问。

图 3 VentureEU 的行业投资战略和资金杠杆效应



通过 VentureEU 母基金的股权融资杠杆效应，欧盟政府每在 VentureEU 项目投资 1 欧元平均能够撬动并产生 14.85 欧元的新投资流向产业政策扶持行业，可谓“花小钱、办大事”。同时，设立政府引导基金向市场传达了积极的政策信号，有助于增强投资者信心。在基金投顾管理方面，EIF 是 VentureEU 的直接管理机构，对于 VentureEU 的投资回报和绩效进行管理，并作为母基金的投资人，对于母基金的投顾表现进行商业评价。EIF 或者欧盟行业政策制定、实施机构并未在基金的注册、设立、披露等方面获得监管权力。

### （三） 创投基金监管与产业政策调控的辩证关系

从欧美的产业政策制定和实施的经验来看，创投基金与产业政策的交互模式，主要以政府引导基金为媒介，通过市场手段引导市场金融资本关注特定的行业领域，从而实现创投基金服务产业政策的目的。国家通过设立引导基金领投特定行业，撬动市场上的金融资本流向特定领域，产生实质的

产业政策效应；创投基金通过响应和参与国家产业宏观政策而实现创投基金的投资价值。

从欧盟以及美国创投基金的监管架构来看，均为单一制监管主体制。作为投资基金监管的单一监管主体，证券监管部门行使对于创投基金的行业主管权是金融监管制度在后金融危机时代的自然延伸和发展。证券监管部门根据公募、私募和其中创投基金的不同风险水平、主要投资者背景，制定不同的披露、报告和注册义务进行差异化监管，以同时实现金融稳定、资本形成、投资者保护等监管目标。另一方面，负责产业政策制定落实的政府部门，并没有因为主导政府引导基金而获得或者实质行使对整个创投行业的监管权。

欧盟和美国产业政策调控与基金业金融监管的这种职权配置模式，究其根源，是由于其产业政策宏观调控目标，一般通过市场手段实现。其理念是，充分尊重市场的资源配置作用，保障创投基金在产业政策领域内自主投资决策，有利于有效实现产业政策调控的目标。以产业政策为由，对创投基金投资方向过渡干预，或者在基金业金融监管之外叠加其他监管手段，应当尤为审慎。

应当强调的是，欧盟和美国的基金业金融监管单一制监管主体模式，与其制度环境密不可分，具有独特的优势。首先，单一制监管主体模式有利于减少监管套利，遏制假借和利用国家产业政策措施，危害国家宏观金融稳定和投资者保护的行为。其次，单一制监管主体模式有利于发挥专业监管主体专长和经验优势，发挥其丰富的基金监管经验，运用监管工具和监管杠杆，审慎监管，引导创投基金服务于国家产

业政策，最大程度地减少基金行业监管和产业政策宏观调控间的制度摩擦，为创投基金在产业政策领域发挥积极作用提供良好的制度保障。

#### **四、结论及政策建议**

创投对于提振美欧受到全球金融危机重创的实体经济，提升就业充足率，促进资本形成，发挥了重要作用。在基金监管领域，美欧后金融危机时代金融体系结构改革的重点，就是针对公募、私募和其中创投基金的不同风险特质，实行差异化、精准化监管。根据美欧创投基金立法和监管经验，我们应该重点关注以下五大关系：

**第一，创投基金业与宏观经济的关系：举足轻重。**创投基金业因应市场，面向市场，服务市场，反哺市场，是市场的助推器，新兴经济的催化剂。在新经济行业发展，锻造国民经济核心实力的提升均发挥越来越重要的推动作用。以美国为例，创投基金参投的上市公司总体占比，从1980年略高于三成，到2018年已接近七成。创投基金自1974年到2003年的三十年中创造了超过两百六十多万就业机会，占同历史时期就业机会增加总额的38%。创投基金所投资的公司的科研经费支出在美国所有上市公司的同项资金投入占比接近50%。

**第二，创投基金监管与其他基金监管的关系：抓大放小。**后金融危机时代美欧基金业立法和监管体系结构调整，积极抓住防范金融系统性风险的牛鼻子，在金融稳定、投资者保护和资本形成三大监管目标之间，寻求有效平衡，既维护宏观金融体系稳定，加强投资者保护，又积极促进资本形成，

促进经济发展，增进就业机会。一方面，对于规模较大、金融系统性风险较高的公募和其他私募基金，进行深度审慎监管，对于准入要求、基金管理人资质、杠杆安排、资产投资资金流向等做出了更为严格的披露和监管要求，防控系统风险。另一方面，对于规模较小、金融系统性风险较低的创投基金业进行差异性监管，对创投基金业实行鼓励性的单独立法或者委托立法，促进资本形成。

**第三，创投基金监管与促进金融服务实体经济的关系：脱虚向实。**后金融危机时代美欧创投基金立法和监管呈现鲜明的引导创投基金业服务实体经济，特别是服务中小企业融资需求的监管政策导向。美欧实体经济在金融危机之后曾长时间萎靡不振、增长乏力，中小企业成为经济增长和就业提升的发力点和增长点。然而，传统金融机构对中小企业支持力度不足。创投基金成为美欧调整和引导金融体系有效服务中小企业需求的着力点。美欧创投立法和监管，以创投基金定义为重要抓手，对创投基金资金投向中小企业的比例设置较高标准。符合有关标准的基金即获认可为创投基金，享受适度放松的监管待遇。

**第四，创投基金与参投中小企业的关系：诚信无价。**中小企业在向创投基金募资过程中，信息披露的公平性、真实性、准确性、完整性和合规性，关乎创投行业长期健康、稳定、有序发展。对于个别初创企业在向创投基金募资过程中欺诈性、误导性或不当陈述，美国证监会等监管部门重拳出击、严厉处罚，采取各类证券监管处罚措施，向创投市场传递了严监管的积极信号。

### **第五, 创投基金监管与产业引导政策的关系: 适度引导。**

在宏观制度层面, 创投领域与产业政策互为表里、相辅相成。创投基金既是产业政策的目的, 也是产业政策实现的方式。创投行业的产生、发展和繁荣离不开政府产业政策的扶持; 反之, 健康、活跃的创投行业, 能够有效促进产业结构的优化和升级。金融危机后, 美欧政府部门和机构积极推出各类政策和措施, 引导创投基金投向特定产业和行业。总体而言, 美国和欧盟政府层面的创投引导基金的设立的运作, 对于撬动市场资本进入特定产业和行业, 发挥了积极的引导作用。从监管职权配置看, 美欧有关产业引导政策制定和实施部门并未因为其主导创投引导基金而衍生出对整体创投基金业的行业监管权。创投基金作为基金的一类, 应接受证券监管部门的统一监管。

**【本文由香港中文大学法律学院教授习超、博士生韩斯睿撰写, 中国证券投资基金业协会法律部梁爽、范文艺校对】**