

## 500 美金可入 VC 美国私募投资散户化了吗

在中国私募基金市场要求严格遵守的合格投资者制度, 却为何在这一制度的发源地美国市场有“松动”的迹象?



日前, 美国知名投资机构方舟投资 (ARK investment) 的创始人兼 CEO 凯茜·伍德 (Cathie Wood), 正在投资平台 Titan 发行一只风险投资 (Venture Capital) 基金——ARK VENTURE FUND。在中国有“木头姐”之称的她, 曾因持续重金押注特斯拉而一战成名, 亦有“女版巴菲特”之称。

与常人印象中风投基金仅面向所谓百万美元起步的高净值投资者不同, “木头姐”的这只基金对包括散户在内的所有美国投资者开放,

初次投资最低金额仅 500 美元。“我们的目标是让所有投资者，无论是合格的 (Accredited) 还是非合格的，都能获得传统意义上独有的、私募的资产类别。” 凯茜·伍德说。

中国私募基金市场很大程度上引进了合格投资者这一成熟理念。但近年来监管层面长期严厉打击而私募机构顶风作案的一类行为，就是用各种形式绕过合格投资者门槛，散户拼单式“团购”私募基金层出不穷。

美国私募行业和监管层近来却出现不少呼吁放松合格投资者门槛的声音。而“木头姐”的这只 VC 基金为何能在投资平台上公开对散户发售，且发售两周多来没有被 SEC 叫停，它是如何突破合格投资者制度的？到底是监管网开一面还是另有玄机？

## I. 公开募集的私募基金

作为市场知名投资机构，方舟投资显然不会公然违抗 SEC 的合格投资者制度。VC 基金 ARKVENTURE FUND 之所以能面向散户发售，在于其采用了一种特殊的基金形式——非上市封闭间隔基金架构 (Unlisted Closed-end Interval Fund Structure)。

所谓间隔基金，其实是一种半封闭的公募基金，其发售程序与公募基

金类似，没有投资门槛，但是投资者只能从管理人定期的(通常每三个月、六个月或十二个月一次)回购中退出，且每次回购都是按基金资产净值的一定比例，因此无法保证投资者每次都能全额赎回：在投资标的上，间隔基金以非上市公司股权为主。

其实，间隔基金在 1993 年就已出现，主要是为了解决封闭基金退出的问题。当时，封闭基金在二级市场上市交易后，其交易价格往往都低于资产净值。为此，基金管理人发明出一种间歇性发行新份额的封闭基金。根据《1940 投资法》，封闭基金可以要约收购自己的份额。由于要约收购基金份额是按照基金的资产净值定价，而不是折价交易的价格，从而避免了传统封闭式基金在二级市场上的长期折价。

间隔基金在流动性充裕的开放式基金和流动性较差的封闭式基金之间，找到了一个平衡点。不过，随着 ETF 的兴起和低管理费产品的涌现，这种费率较高、独特的基金结构在市场慢慢被边缘化了。但近年来，随着通货膨胀加剧，以及传统的股票和债券不能为投资者带来满意的回报，间隔基金又慢慢被资管机构想起。

对于资管机构来说，间隔基金不仅是一种扩大募资来源的有效方法，同时它也提前设置了回购的时间表，能够更充分地规划资金的使用，在投资上有更多的空间，例如基金经理有更多机会投资于高收益的非流动性资产。间隔基金研究机 Interva FundTracker 的数据显示，

2014年至2018年，美国间隔基金以42.9%的年增长率增长，数量从27只增加到66只。

“木头姐”正在公开发售的这只VC基金，每季度管理人实施一次回购，回购规模为流通份额的5%。不过费率较高，4.22%的年费率包括2.75%的管理费、0.65%的分销费和额外的0.82%的其他运营费。相比之下，美国主动权益类公募基金2021年的资产加权平均费率仅为0.68%；中国市场主动权益类基金当前的算数平均费率为1.4581%。

尽管“木头姐”称，这只VC基金能使风险投资“民主化”，但亦有不少市场人士认为，“把VC基金卖给散户投资者是一个可怕的想法”。

“是的，散户投资者可能非常老练(我认为他们中的许多人可能比合格投资者能做出更好的投资决策)；是的，散户投资者也应该有机会参与私募市场。但是，如果你像我一样，身价不超过100万美元，年收入不超过20万美元，你能不能承担起这种高风险投资的损失？”一位美国PE/VC行业的分析师称。

值得一提的是，中国市场曾出现过且仅有一只以公募基金形式募集后投资非上市公司股权的基金——嘉实元和直投封闭基金。这只规模100亿元的特批混改公募基金，50亿元投资中石化销售公司股权，另50亿元投资固收产品，封闭期三年。但五年存续期满后，该基金

未能等来中石化销售公司的 IPO，最终提前清盘。但由于清盘时的估值计算等问题，后来引发了众多散户不满并向监管举报。北京证监局最后认定，未发现有证据表明嘉实基金在交易过程中存在利益输送情形。

## II. 合格投资者该不该降门槛

摩根大通主席杰米戴蒙(Jamie Dimon)在 2022 年 4 月的致投资者信中称，美国上市公司的数量在 1996 年达到顶峰，有 7300 家，而今年初仅有 4800 家左右；相反，有私募股权公司投资的美国非上市公司数量已从 1600 家增长到 10100 家。

杰米·戴蒙称，繁重的信息披露要求、高企的诉讼费用、昂贵的监管成本、千篇一律的董事会治理、薪酬灵活性较低、公众监督的加强以及季度收益的压力等等，让很多优质公司都不愿意上市。因此，对普通投资者而言，可直接参与投资的上市公司数量在减少，而非上市公司股权又因合格投资者门槛而排除在投资组合之外，实质上意味着剥夺了市场上的绝大多数投资机会。

几一年前就已制定好的美国合格投资者制度，一直被诟病“刻舟求剑”。终于，在 2010 年颁布的《多特弗兰克华尔街改革和消费者保护法案》要求，SEC 每四年对合格投资者标准进行一次评估修订。美国市场现

行的合格投资者标准，从 1982 年诞生以来几乎未经过修改。

终于，在 2020 年 8 月，SEC 在原有的 100 万美元净资产和 20 万美元收入的基础上，增加了一条与专业知识相关认定标准，即对金融机构中某些岗位或取得专业资质的从业人员，将自动认定为合格投资者，豁免个人财务要求。如持有综合证券经纪人证书、注册投资顾问牌照和私募证券发行代理牌照的个人等。

但市场机构认为，这还远远不够。黑石的高级董事 John Finley 在一次演讲中表示，私募股权收购基金的表现普遍优于公开市场，他还用黑石的历史数据做了推演：“1 万美元的退休基金在 30 年内每年从标普 500 指数中赚取 7% 的收益，期末余额为 76123 美元；如果这 1 万美元投资于平均年收益高于标普 500 指数 3.7% 的私募股权收购基金，那么期末余额将是 211071 美元。他呼吁，SEC 应扩大合格投资者的定义。

有观点认为，三十多年来，美国合格投资者的财产认定标准一直未提高，考虑到收入增长和通胀因素，监管实际上已经在降低门槛。SEC 的资产管理咨询委员会，在 2021 年 9 月还发布了一份私募投资报告。认为应适当允许散户投资者参与私募投资。不过，这份报告仅仅是一份政策建议，尚未落实到规则制度中。

这份报告称，散户投资者对不同投资标的的需求日益增长，而大部分人的主要资产配置集中于股票，因此扩大对私募投资的准入范围，提供更广泛的投资机会，来满足散户投资者的配置需求，需要提上议程。

当然，在开放私募市场和保护散户投资者的平衡方面，这份报告也提了建议，如在产品中设置投资者有限赎回机会的结构。要求对私募投资的重要信息进行标准化披露、让散户投资者能在其整体投资组合中持有多元化的私募资产等。

上述专业知识合格投资者认定标准的增加，是在 SEC 前主席 Jay Clayton 在位时发生的。他本人也在多个场合公开表态支持降低私募基金投资的门槛。但他的继任者、现任主席 Gary Gensler 视投资者保护为首要任务，尚未看到降低私募投资门槛的信号。

### **III. 中国式“团购”私募为何屡禁不止**

2016 年春夏之交，中国市场出现一股全民 PE/VC 热潮，私募散户化、散户私募化，在一级市场上双向加速。当时，私募股权基金参与的中概股回归融资项目因为体量大、A 股回归套利预期高，成为投融双向热捧项目。银行、信托、保险、券商的各类结构化产品充斥市场，各种绕过合格投资者门槛的伎俩层出不穷。

中国在 2015 年修订《基金法》时，开始界定合格投资者的概念，是指“达到规定资产规模或者收入水平，并且具备相应的风险识别能力和风险承担能力、其基金份额认购金额不低于规定限额的单位和个人”。

资管新规后，合格投资者投资于单只固定收益类产品的金额不低于 30 万元，投资于单只混合类产品的金额不低于 40 万元，投资于单只权益类产品、单只商品及金融衍生品类产品的金额不低于 100 万元。不过，资管新规主要是针对银行、信托、证券、基金、期货、保险等金融机构的产品和服务，而私募基金目前并不属于金融机构，其合格投资者仍沿用证监会出台的私募基金的专门规定。

然而在实践中，两万多家在基金协会备案登记的私募基金管理人，难免鱼龙混杂，向合格投资者之外的个人募集资金，或为投资者提供多人拼单“团购”私募的情况，成为地方证监局日常监管中开出罚单的高频原因。

私募机构和非合格投资者为何“顶风作案”？一位私募基金的前监管人士曾表示，是因为“我国社会财富急剧增长，但优质资产却越发匮乏。投资者的本性往往是既希望获得私募基金的绝对收益，又希望享受公募基金分散缓释风险、流动性强、费率低的益处。当证券市场因经济的螺旋式发展而波动上行时，居民理财资金可以通过长期投资公

募基金获取市场更好的回报。但是当证券市场进入心电图或横盘状态，个人投资者更加倾向选择私募基金投资机会”。

华兴资本 CEO 包凡曾称，一级市场散户化很危险，会使真正的机构投资者退出市场，不做投资。“首先，这个市场的特质不适合散户，和二级市场通过价格波动快速纠错不同，一级创投市场没有流动性，没有风险释放的过程，散户可能血本无归。其次，和二级市场有基本的披露机制不同，创投市场由于没有对散户的披露机制，不乏骗局。”

美国市场近来出现松动私募投资门槛的迹象，与其市场所处的发展阶段和投资者教育程度有必然联系。尽管截至 2022 年 7 月末，中国私募基金管理人达到 2.43 万家，管理总规模空破 20 万亿元，但中国新生的私募市场也才刚刚开始告别野蛮生长，仍在逐步规范化、专业化的过程中。

中国证监会主席易会满在 2021 年 8 月的基金业协会会员代表大会上再次强调，私募股权和创投基金主要向特定对象募集资金，“但国内一些机构在发展中偏离了应有的定位，以私募之名变相发行公募产品”，行业发展在一定程度上出现了真私募与伪私募并存，损害了行业形象声誉，影响金融安全和社会稳定，这与行业高质量发展是背道而驰的；要“支持真私募，打击乱私募，坚决出清伪私募，推动形成良好市场秩序和行业生态”。

2022年7月30日，证监会副主席方星海在中国财富论坛上表示，私募投资管理人要牢记私募基金有别于公募，必须严格从合格投资者中募集资金，努力提高合规水平；全体从业人员要恪守职责，将投资者利益放在首位，珍惜信誉，自觉维护行业声誉。