



# 2012年

## 中国天使投资与天使孵化 研究报告



## 目 录

|                              |           |
|------------------------------|-----------|
| <b>1 天使投资概述</b> .....        | <b>1</b>  |
| 1.1 天使投资的定义 .....            | 1         |
| 1.2 天使投资的特征 .....            | 3         |
| 1.3 天使投资的运行 .....            | 4         |
| 1.4 天使投资与创业投资的区别 .....       | 12        |
| <b>2 国外天使投资发展历程及现状</b> ..... | <b>14</b> |
| 2.1 美国天使投资发展 .....           | 14        |
| 2.2 欧洲天使投资发展 .....           | 17        |
| 2.3 各国政府对天使投资的支持 .....       | 18        |
| 2.3.1 美国政府对天使投资的支持 .....     | 18        |
| 2.3.2 欧洲政府对天使投资的支持 .....     | 20        |
| 2.4 对国内天使投资的启发 .....         | 21        |
| <b>3 中国天使投资发展历程及现状</b> ..... | <b>23</b> |
| 3.1 中国天使投资发展历程及现状 .....      | 23        |
| 3.1.1 中国天使投资发展历程 .....       | 23        |
| 3.1.2 中国天使投资发展现状 .....       | 24        |
| 3.2 中国天使投资运作调研结果分析 .....     | 27        |
| 3.3 北京天使投资发展现状 .....         | 38        |
| 3.4 上海天使投资发展现状 .....         | 39        |
| 3.5 我国政府对天使投资的支持 .....       | 40        |
| <b>4 天使投资的模式分析</b> .....     | <b>42</b> |

|                                   |           |
|-----------------------------------|-----------|
| 4.1 天使投资的模式分析 .....               | 42        |
| 4.1.1 模式 1:天使投资人模式概述 .....        | 42        |
| 4.1.2 模式 2:天使投资团队模式概述 .....       | 44        |
| 4.1.3 模式 3:天使投资基金模式概述 .....       | 46        |
| 4.2 天使投资典型案例分析 .....              | 48        |
| 4.2.1 模式 1:天使投资人-Ron Conway ..... | 48        |
| 4.2.2 模式 1:天使投资人-薛蛮子 .....        | 50        |
| 4.2.3 模式 2:天使投资团队-K4 论坛 .....     | 52        |
| 4.2.4 模式 3:天使投资基金-真格天使基金 .....    | 54        |
| 4.2.5 模式 3:天使投资基金-联想之星 .....      | 57        |
| <b>5 孵化器的模式分析 .....</b>           | <b>61</b> |
| 5.1 孵化器模式概述 .....                 | 61        |
| 5.2 天使投资与孵化器的比较分析 .....           | 62        |
| 5.3 “天使+孵化”模式概述 .....             | 63        |
| 5.4 案例分析:“天使+孵化” .....            | 65        |
| 5.4.1 “天使+孵化”-Y Combinator .....  | 65        |
| 5.4.2 “天使+孵化”-创新工场 .....          | 67        |
| 5.4.3 “天使+孵化”-创业接力 .....          | 69        |
| <b>6 问题及建议 .....</b>              | <b>71</b> |
| 6.1 问题 .....                      | 71        |
| 6.2 建议 .....                      | 73        |

# 1 天使投资概述

## 1.1 天使投资的定义

作为股权投资的最前端——天使投资 (Angel Investment) 在市场上有多种定义。**新罕布什尔州大学创业投资研究中心 (CVR)** 在 20 世纪 80 年代对其定义为：“天使投资是具有**一定闲置资本的个人对于种子期的具有巨大发展潜力的企业 (项目) 进行权益资本投资的行为。**”<sup>1</sup>**美国天使投资协会创始人 John May** 定义为：“天使投资是一种个人的、私人的权益资本投资，天使投资家运用自己的纳税后的资金投入早期的陌生人 (Stranger, 非亲非故) 的企业，获取非控股的权益。”<sup>2</sup>**美国天使投资协会 (Angel Capital Association, ACA)** 定义为：天使投资人就是高净值的个人，他们直接向有发展前景的创业型公司投资，获得公司的权益。**Scott A. Shane** 在《傻瓜的金子：美国天使投资背后的真相》中定义为：天使投资者是一个个体，他用自有资金以债权或股权的形式向非朋友和家人所有和经营的私有企业提供资本<sup>3</sup>。**合肥工业大学中国天使投资研究中心** 定义为：天使投资人是指曾经对他人拥有的创业企业投资过权益资本并持有创业企业股权的自然人投资者，并满足以下条件：第一，投的是自己的钱；第二，自己做出投资决策；第三，一般投向早期创业企业；第四，持有企业股份。

基于不同专家学者、研究机构对天使投资的定义，以及清科研究中心对中国天使投资发展现状和特征的分析，清科研究中心认为天使投资应定义为：**天使投资是指具有一定净财富的个人或机构，对新兴的、有巨大发展潜力的种子期企业或初创期企业进行的权益资本投资，以期分享企业高成长带来的长期资本增值，是企业的第一批投资。**

在过去，天使投资往往是民间的、自发的和分散的，近几年来，天使投资越来越趋向于有组织的投资行为，天使投资逐渐走向机构化。天使投资主体大体可分为三大类：天使投资人、天使投资团队、天使投资基金。

**天使投资人：**天使投资人是指具有一定闲置资本的高净值群体，以其自有资金对新兴的、有巨大发展潜力的种子期或初创期企业进行的权益资本投资，以期分享企业高成长带来的长

<sup>1</sup> Center for Venture Research, University of New Hampshire

<sup>2</sup> 刘曼红《创业投资圣经：天使投资理论与实践》，经济管理出版社，2009

<sup>3</sup> Scott A. Shane, 《傻瓜的金子：美国天使投资背后的真相》，东方出版中心，2009

期资本增值。

**天使投资团队：**天使投资团队是由许多天使投资人组成的团体，以互相协作的方式，对新兴的、有巨大发展潜力的种子期或初创期企业进行的权益资本投资，以期分享企业高成长带来的长期资本增值。天使投资团队以一种非营利性组织的形式构成，组织本身只起到管理作用，主要负责召集各种展示项目的团体会议。

**天使投资基金：**天使投资基金是指通过正规的、独立的、有组织的非公开权益资本基金开展天使投资活动，由基金管理人负责管理整个投资的机会寻找、项目估值、尽职调查、投资、投后管理及退出的全过程，通过对新兴的、有巨大发展潜力的种子期或初创期企业进行的权益资本投资，以期分享企业高成长带来的长期资本增值。

**天使+孵化：**“天使+孵化”是指天使投资人或机构在对新兴的、有巨大发展潜力的种子期或初创期企业进行权益资本投资的同时，为企业提供办公用地、创业培训、企业管理等方面的服务，以期推动企业加速成长，分享企业高成长带来的长期资本增值。

表 1.1.1 不同类型天使投资对比

|          | 天使投资人     | 天使投资团队                      | 天使投资基金        | 天使+孵化         |
|----------|-----------|-----------------------------|---------------|---------------|
| 资金来源     | 个人闲置资本    | 个人闲置资本                      | 非公开募集资金       | 非公开募集资金       |
| 投资方式     | 通常为个人分散投资 | 通常为个人分散投资，也会与天使投资团队其他成员联合投资 | 以基金形式投资入股     | 以基金形式投资入股     |
| 投资规模     | 规模较小      | 规模较小                        | 规模相对于个人天使投资较大 | 规模相对于个人天使投资较大 |
| 是否提供场地   | 否         | 否                           | 否             | 是             |
| 是否提供增值服务 | 较少        | 较少                          | 较多            | 多             |

来源：清科研究中心 2012.08

www.zdbchina.com

目前，天使投资人是我国天使投资群体的主要构成；以天使投资俱乐部、天使投资联盟为主要形式的天使投资团队，其克服了个人天使投资所具有的项目渠道窄、资金规模小、投资时间少、经验不足等缺点；天使投资基金改变了天使投资原有的分散、零星、个体的性质，成为近年来天使投资发展的潮流；“天使+孵化”模式为企业提供更系统全面的场地、资金、管理等服务，备受政府与企业推崇。不同类型的天使投资在进行投资时，其资金来源、

投资方式、投资规模及具体运作流程均有较大差异，相应的适用于不同企业的融资需求。各类天使投资构成了我国天使投资体系，共同推动着创业企业发展。

## 1.2 天使投资的特征

### 一、投资金额较小

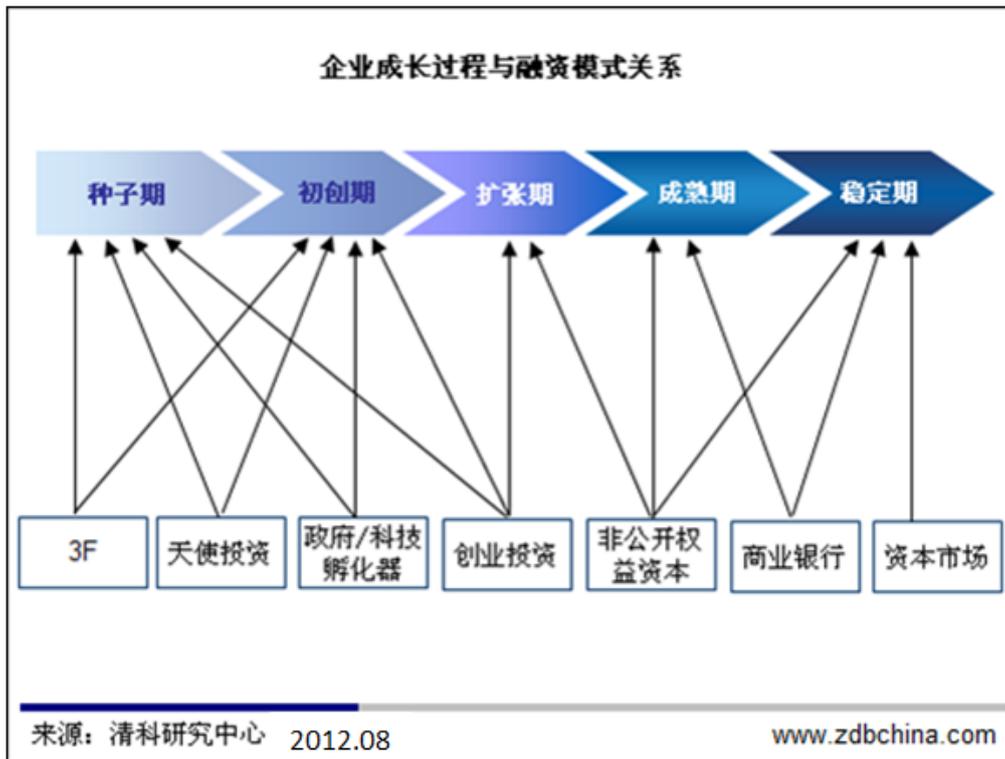
创业投资是一种机构化的资本运作形式，一般投资金额较大，往往是几家机构的资金，随着企业的发展逐步投入。天使投资作为一种分散的、个体的、小规模的投资模式，往往是一个人出钱，一次投入，因此天使投资一般只对规模较小的项目进行较小规模的投资，投资规模一般在几十万到几百万元之间。

### 二、投资期限偏早

创业投资主要集中在企业的扩张期和成熟期，且目前各国创业投资均有向后期投资的趋势。天使投资在企业融资产业链前端位置（如下图所示），主要集中在企业的种子期和创始期，天使投资的平均投资期限在创业后 10 个月之前。随着 VC 投资越来越向 PE 接近，天使投资在企业早期融资过程中起到越来越重要的作用。

图 1.2.1 企业成长过程与融资模式关系





### 三、投资风险偏高

天使投资通常投资于种子期和早期企业，由于企业技术还不成熟，产品没有得到市场认可，仍处于尝试阶段，存在诸多不确定性因素。在这一阶段，相比 VC 投资，投资者承担着更高风险，美国天使投资成功率仅 10%。当然，高风险意味着高收益，这也是吸引天使投资的动力。

### 四、投资决策快

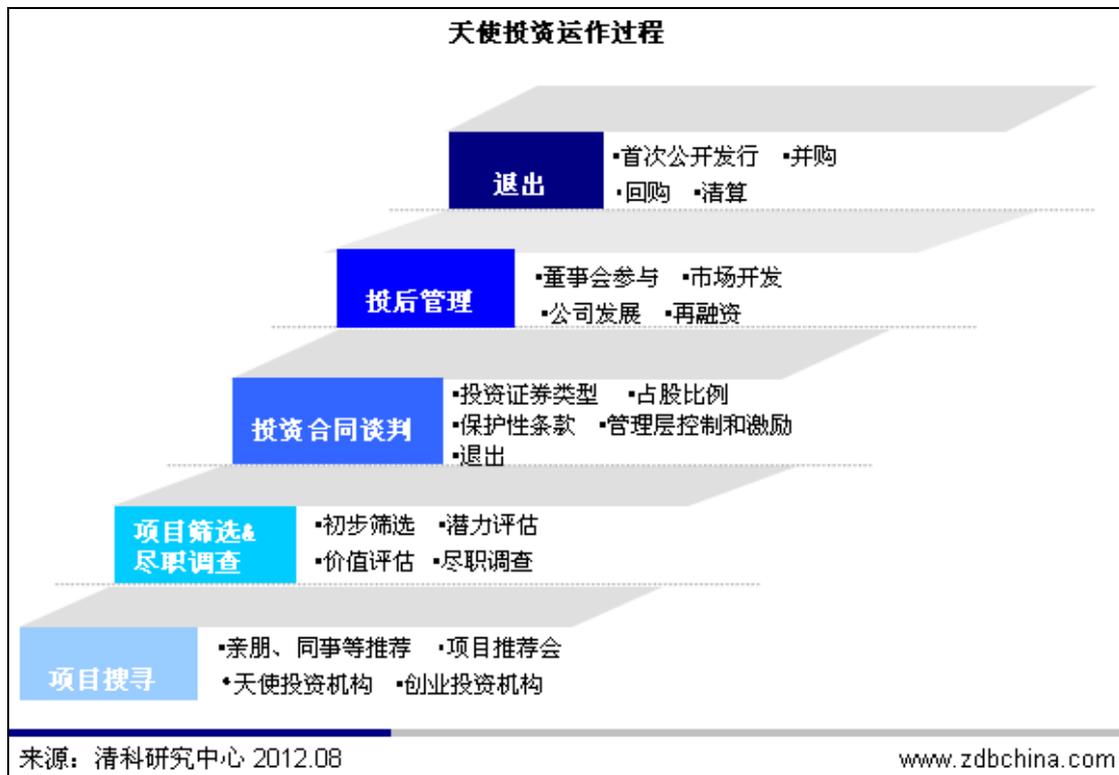
创业投资对企业的审查很严格，在产生投资意向后，会进行详细的商业、财务及法律尽职调查。相比而言，天使投资对企业审查并不复杂，投资更多的是基于天使投资者的个人主观判断或喜好。由于天使投资人投入的是自己的资金，决策时没有中间环节，在对所选择项目具有较大把握的情况下能够迅速作出投资决策。

## 1.3 天使投资的运行

天使投资运作过程与创业投资相似，分为五个步骤：项目搜寻、项目筛选和尽职调查、

投资合同谈判、投后管理和退出。

图 1.3.1 天使投资运作过程



## 一、项目搜寻

对于个体天使投资人来说，要找到适合自己要求的项目存在一定的困难，大多数天使投资者通过自己信任的关系网络进行项目搜寻，其他天使投资则通过各种服务组织寻找项目。一般的，天使投资的项目来源主要有：

- **亲人或朋友推荐** 与创业投资人选择项目时常常借助于他人推荐十分相似，天使投资人项目来源往往是熟人、同事、朋友等。这是最原始的，也是最普遍和成本最低廉的方式。对于经验丰富、具有广泛私人关系网的天使投资人来说，这种方法不仅成功率高、成本低，而且有助于创业者得到天使投资者的信任，促成双方合作。
- **职业关系** 天使投资在进行投资项目的评估、决策、签订投资协议、投资监控、实现投资收益、退出投资资本的过程中，需要接触到众多会计师、律师、审计师、咨询师以及经纪人，他们往往掌握着一些优质项目。此外，创业者也可能通过这些群体找到天使投资人。

- **项目推荐会或其他会议** 许多中介机构会定期举行各种各样的项目推荐会,投资者和优秀创业者可以通过这样的平台进行当面交流。除此之外,专业研讨会、商业竞赛、行业论坛也是天使投资很好的项目来源地。
- **天使投资机构** 天使投资联盟、天使俱乐部、天使投资协会等各种类型的天使投资机构能够提供专门的中介服务,给会员提供信息,会员之间也会互相交流项目资源。同时,天使投资机构往往建立了自己的网站,吸引具有潜力的投资项目,创业者能够通过天使投资机构很方便的找到符合自己要求的天使投资人,因此天使投资机构也越来越受到创业者关注。
- **创业投资机构** 创业投资机构经常会收到很多商业计划书,也会通过自己的渠道获取项目信息,有的项目很有发展潜力,但仍属于种子期或初创期,投资期限偏早,不符合创业投资机构投资要求。在这种情况下,创业投资机构可能把这些项目推荐给天使投资人或者天使投资机构。

## 二、项目筛选和尽职调查

通常天使投资对于企业的选择会经过四个阶段:初步筛选、潜力评估、价值评估和尽职调查。通过尽职调查符合天使投资标准的企业才会进入下一阶段。

**(1)项目初步筛选** 对于项目的初步筛选,天使投资人一般会考虑这样几个重要因素:公司所处行业、所在地理位置、投资规模。

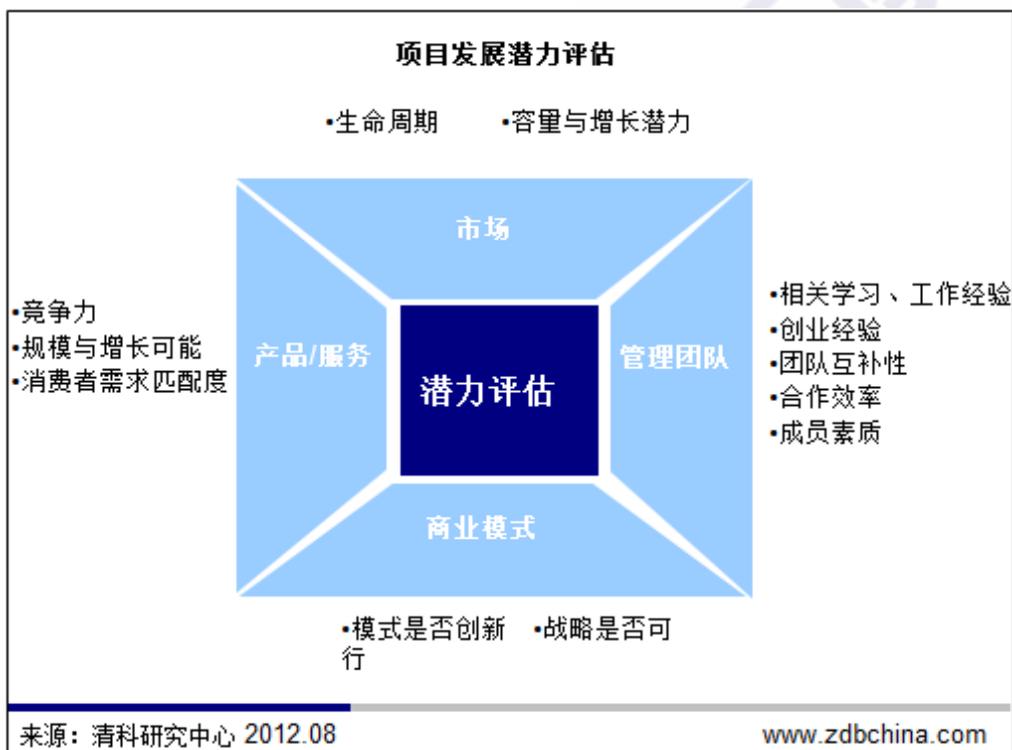
- **行业** 天使投资人通常可分为“一般型天使投资人”和“专业型天使投资人”。对于一般型天使投资人,只要有好的项目他们便会将其纳入下一阶段考量范围;对于专业型天使投资人,他们往往仅投资于自己熟悉的领域,随着科技的发展,行业的细化,越来越多的天使投资人开始专注于某一个细分行业的研究,专业型天使投资人占到了大多数。因此,如果一个项目不属于专业型天使投资人关注领域,他们首先就会将项目排除。
- **地理位置** 尽管随着交通、网络的发展,投资早已不再为地理位置所困,但事实上,投资机构一般更加倾向于选择投资本地企业。一方面方便投资前期对企业的调查,同时在投资后也将更加利于同企业管理团队交流,见证投资进展。由于大部分天使投资都是个体行为,时间精力有限,因此投资企业地理位置的选择也成为其考量的

重要因素。

- **投资规模** 天使投资人往往基于其资金规模制定每个项目投资金额上下限,如果企业所需融资额超过天使投资规模限定,则很难通过筛选。

(2) **项目发展潜力评估** 经过初步筛选后,天使投资人会根据企业家提供的商业计划书进一步考察项目的发展潜力,考核维度主要包括:市场是否有足够容量,产品或服务是否具备竞争优势,团队是否具有执行能力,战略是否切实可行。(见图 1.3.2)

图 1.3.2 项目发展潜力评估



(3) **项目价值评估** 天使投资对于被投项目的价值评估是一个复杂的过程,天使投资把对被投企业的评估分为:投资前估值、投资后估值(即:投资前估值+投资额)。

天使投资一般采用以下评估模式:

- **三分之一法则** 天使投资份额占被投资企业股份的 20%-40%之间不等,一般为 30%,份额高低取决于投资者与被投资企业之间的谈判。“三分之一法则”可被简单的理解为:三分之一股份为投资者,三分之一为创业者,三分之一为管理层。

- **乘数模式** 一般以一个行业通用的数字乘以被评估企业的销售额或净利润。举例说明，假设 B2C 行业的乘数为 3，一个初创企业的销售收入为 300 万元，那么乘数模式给予该企业的估值为 900 万元。如果是零售行业，投资者往往也考虑企业现有的存货。
- **风险投资模式** 风险投资模式的计算需要基于若干假定：首先假定投资是一次发生的，没有稀释情况产生；其次假定投资者要求的投资回报率、退出时间、退出时该企业的净收益、该行业的市盈率。根据假定条件计算出该企业未来市值，把对企业投资额换算成退出时市值，即可计算出投资额对该企业投资后的估值比率。
- **博卡斯模式** 该方法是由美国人博卡斯首创，即将企业管理团队、市场、产品、销售额等诸多因素列入评估考察对象，针对不同考察维度有不同估值，最后据以计算估值总额。
- **市盈率法** 在预测初创企业未来收益的基础上，确定一定的市盈率来评估初创企业的价值，从而确定投资额。
- **实现现金流贴现法** 根据企业未来的现金流、收益率等指标，算出企业的现值作为企业的评估价值。该方法考虑了时间与风险因素，但对于较晚才会产生正现金流的企业来说不够客观。

尽管天使投资拥有诸多客观的价值评估方式，但事实上，天使投资阶段的投资最重要的是投资人和创始人双方的感觉，最后的结论通常比较主观。正因如此，天使投资多围绕朋友或熟人展开。

**(4) 尽职调查** 企业通过项目潜力评估后，天使投资人如果有投资意向，会进入下一步尽职调查阶段。尽职调查，是天使投资人对商业机会和创业者的各个方面进行深入调研的过程，这些调研包括评估创业者对市场的了解、公司的技术、客户，评估创业者提高销售额、管理公司和开发产品的能力，评价创业者是否正直、诚信以及是否具有创业激情，评估公司的创业目标，同时还包括研究市场、公司的商业模式、战略以及发展阶段等。最后，天使投资人的尽职调查还包括分析公司的财务状况和财务目标、估值、资本需求和退出战略。

不同类型的天使投资在尽职调查的深度和广度上存在差别。通常，由于天使投资所投资金额较小，一些天使投资人会依据自己以往的经验，进行简单的尽职调查，或者依赖于天使投资组织的尽职调查进行决策。也有天使投资会聘请专业的财务法律机构对企业进行商业和

法律尽职调查。相比 VC/PE 投资详尽的尽职调查，天使投资在尽职调查上所花费的时间要少的多。

### 三、投资合同谈判

经过项目筛选和尽职调查后，天使投资者将与企业进行投资条款谈判，这是整个天使投资运作机制中最重要的一个步骤，对于保护投资者权益具有至关重要的作用。其中主要针对以下五类条款进行谈判：

- **投资证券类型** 对于投资工具的选择，与创业投资经常通过投资条款的附加款项，如优先股可转换条款对被投资企业实施风险控制相似，天使投资人往往要求持有可转债和附加多项权利的优先股，以防止企业运作失败而造成清产的风险。如果选择普通股，通常会在普通股中加入其他条款，如否定权和优先清偿权。
- **占股比例** 由于天使投资风险较高，同样的投资额，相对于投资阶段靠后的投资者，所获取的股份会更高，以此作为控制早期进入的风险。一般的，天使投资人会要求在被投资企业中占有一部分股权，占比从 5%到 30%不等。在所有权比例较低的情况下，天使投资者会通过合约性控制，如要求进入董事会和规定董事会席位等对企业进行控制。
- **保护性条款** 由于天使投资的投资期限早，在后来跟进投资的资本进入时，会使得早期投入的天使投资人的股份一步步稀释，为保障投资者权益，天使投资人通常会制定反稀释条款，在股票分割、派股、资本重组等其它稀释所有权事件发生时，通过完全棘轮条款<sup>4</sup>（Full-ratchet provision/Full-ratchet anti-dilution protection）和加权平均条款<sup>5</sup>（Weighted average protection/Weighted average anti-dilution protection）保护保障天使投资权益。同时，对于公司出售、股份发行等也会设立相应保护性条款保证天使投资者利益。
- **管理层控制和激励** 为防止道德风险，在控制条款设计上，主要采用了管理人员雇佣合同，包含了竞业禁止、知识产权所有权、保密等条款。激励条款设计上，天使投资者通

<sup>4</sup> 完全棘轮条款是指投资人过去投入的资金所换取的股份全部按新的最低价格重新计算。

<sup>5</sup> 加权平均条款是指如果后续发行的股份价格低于前一轮的转换价格，那么新的转换价格就会降低为前一轮转换价格和后续融资发行价格的加权平均值，即给优先股重新确定转换价格时不仅要考虑低价发行的股份价格，还要考虑其权重（发行的股份数量）。

过持有可转换优先股对持普通股的管理层进行约束激励,并使用期权对经理人员进行激励,同时约定当重大经营目标实现时,提高管理团队的权益所有权比例。

- **退出机制** 投资者通常把企业退出渠道的设计看得至关重要。目前,天使投资越来越多地规定赎回权等清算条款,作为对其投资保护的手段,在投资合同谈判时,达成对清算和退出的共同协议。

#### 四、投后管理

根据天使投资者对企业投资后管理活动的介入程度,可以将天使投资者分为三类:

- **支票天使** 相对缺乏企业经验,仅仅出资,而且投资额较少,每个投资约 1-2.5 万元;
- **增值天使** 参与被投资企业的运作,投资额也较大,约 5 -25 万元;
- **超级天使** 往往是具有成功经验的企业家,对新企业提供独到的支持,单个项目投资额相对较大,往往在 10 万元以上。

在被投资企业投后管理方面,天使投资与创业投资有很多不同。依个人情况不同,天使投资人的投后管理要求上具备自身的特殊性。有的天使投资人会要求一席董事会席位,有的要求更大程度上参与公司运作,有的则要求企业经常向投资者进行汇报。总体来看,可分为以下几类:

- **董事会参与** 创业投资机构通常将董事会席位作为减少委托代理成本、控制风险的一种必要制度安排,然而由于很多初创企业还未建立董事会,因此天使投资人很少把董事会席位作为控制企业的必须手段。
- **市场开发贡献** 许多天使投资人曾经是成功的企业家或出色的管理者,具备丰富的市场开发经验和多年商业实践积累和资源,能够在市场开发方面给予被投资企业很多帮助。
- **公司发展辅助** 天使投资具备丰富的工作经验或某一领域专长,一般进入董事会或作为公司顾问,会参与招聘或辅导管理人员,帮助设计公司期权和激励计划,制定公司长期发展战略。
- **再融资辅助** 在企业发展到一定阶段,天使投资的投资规模往往不足以支撑企业进

一步扩张,此时企业如果需要再融资,天使投资人往往会利用自己的资源帮助被投资企业进行再融资。

## 五、退出

出于天使投资高风险、高收益的特性,天使投资的退出机制在整个天使投资过程中处于核心地位。通常投资项目的退出分为几类,成功的退出包括:首次公开发行(IPO)、财务性并购、战略性并购、管理层回购;失败的退出是指被投企业的清算;此外,被投资企业并没有破产,但业绩平平,投资者处境进退两难,此类不好不坏的项目令投资者搔首。

**首次公开发行(IPO)**是天使投资者和创业者最乐于见到的退出方式。由于证券市场的杠杆作用,公司一旦上市,股票价值将会得到巨大提升,公司价值也随之大幅度上涨,投资者所持有的股票可以获得爆炸性的增值,一旦抛出即可获得高额的资本收益。对于创业家来说,IPO的优势还不局限于股票增值,更重要的是企业可以进行IPO表明了资本市场对企业良好经营业绩的认可,可以使企业获得在证券市场上持续融资的渠道,取得企业进一步发展所需的仅凭天使投资者无法提供的大量资金。

但是由于天使投资对象多为中小企业,当资本退出时,企业的发展往往还未能达到公开上市的标准,同时由于各国证券法往往对上市股票的发起人所持股票的转让有一定限制,无法实现短期之内一次性退出,并且公司上市后需要遵循严格的信息披露制度,在一定程度上不利于公司知识产权和商业秘密的保护。因此,以IPO方式实现退出的天使投资并非主流。

**并购(M&A, Merger&Acquisition)**如果企业的业绩尚未能够得到资本市场的认可,或者天使投资者不愿意接受IPO的种种繁琐手续和信息披露制度的约束,则可以采用并购的方式实现退出,这种方式不仅可以省去IPO的种种繁琐手续,并且可以一次实现所有股权的转让,同时在价格上也会有相当高的收益,因此深受天使投资者的喜爱,是天使投资最主要的退出途径。并购者一般都是专业的创业投资机构或者是该创业企业所在行业内发展较好的公司。

**回购(Buy-Back)**如果股权转让的受让对象为企业或者该企业的创业者本人时,

则构成企业回购。回购是指按照投资协议的规定,在投资期限届满之后,由被投资企业购回天使投资者所持有的公司股权。这种退出方式尽管比不上 IPO 所实现的投资收益,但是由于其方式简单快捷,风险较低,在让天使投资者的投资收益有所保障的同时,也可以让创业者在公司进入正常发展阶段后重新得到公司的所有权和控制权,因此受到投资者和创业者的欢迎,近年来发展很快。

**清算 (Write-Off)** 当公司经营状况不好并且难以扭转时,天使投资者与创业者只好选择进行破产清算。一旦选择破产清算,天使投资者和创业者都将承受较大的损失,甚至血本无归。这是一种长痛不如短痛的解决方式。由于创业的高度风险,虽然天使投资者并不情愿,但这也是在天使投资中经常出现的一种退出方式。

#### 1.4 天使投资与创业投资的区别

创业投资是指对新兴的、迅速发展的、有巨大竞争潜力的未上市企业进行的股权投资,并为创业企业提供特有的资本经营等增值服务,以期分享其高成长带来的长期资本增值。天使投资位于创业投资产业链最前端,和创业投资同属于“非公开权益资本”,都是投入到具有巨大发展潜力的、创新型的、非上市的企业中的权益资本,二者都具有“高风险、高潜在收益”的特征,目的都是为了在适当的时机以套现退出投资,获得高额的投资回报。尽管天使投资在投资目的和运作模式上与创业投资相似,但在诸如投资决策流程、判断标准等方面存在很大不同。

表 1.4.1 天使投资和创业投资的区别

|      | 天使投资                    | 创业投资                 |
|------|-------------------------|----------------------|
| 投资依据 | 天使投资多依据投资者自身专业背景、经验进行判断 | 具有详细的评估和尽职调查方式       |
| 投资模式 | 现阶段多为分散的个人投资            | 多以创业投资基金方式运作         |
| 投资规模 | 单笔投资规模偏小,多在一百万元人民币以下    | 单笔投资规模大              |
| 投资轮次 | 一次投资,往往缺乏后续资金投入         | 多轮投资,往往有后续资金投入       |
| 投资阶段 | 种子期、初创期                 | 主要集中于扩张期             |
| 投资对象 | 具有较好增长潜力的小型项目           | 项目规模相对较大,商业模式比较成熟    |
| 投资风险 | 相对较大                    | 相对较小                 |
| 投资协议 | 很少规定惩罚性承诺条款,协议较灵活       | 正式的合同协议,往往附加各种风险控制条款 |

|       |                             |             |
|-------|-----------------------------|-------------|
| 投后参与度 | 积极参与企业战略决策和战略设计，为被投企业提供咨询服务 | 参与度相对较低     |
| 退出周期  | 相对较长                        | 较短          |
| 退出方式  | 并购和股权转让为主，一般很少参与 IPO        | IPO 为退出战略首选 |

来源：清科研究中心 2012.08

www.zdbchina.com



创业接力天使  
STEP

## 2 国外天使投资发展历程及现状

### 2.1 美国天使投资发展

如同 VC/PE 投资一样，美国在天使投资领域遥遥领先于其他国家。美国天使投资拥有很长的历史，远在 1874 年，贝尔就作为天使投资人投资创建了贝尔科技，当今很多商业巨头，如福特汽车、苹果电脑、亚马逊网络、谷歌等都曾从天使投资那里获得启动资金。

美国新罕布什尔大学创业投资研究中心每年发布的天使投资市场报告显示，从 2002 年到 2011 年，天使投资项目数量呈现不断递增状态。而在金额方面，至 2008 年，天使投资金额一直保持稳步增长，呈现良好的量价齐增的发展态势，但 2008、2009 年受金融危机影响，天使投资规模出现了同比萎缩直至 2010 年后投资金额才开始逐步回升，但平均单笔投资规模仍未回到金融危机以前。

图 2.1.1 2002-2011 年美国天使投资情况

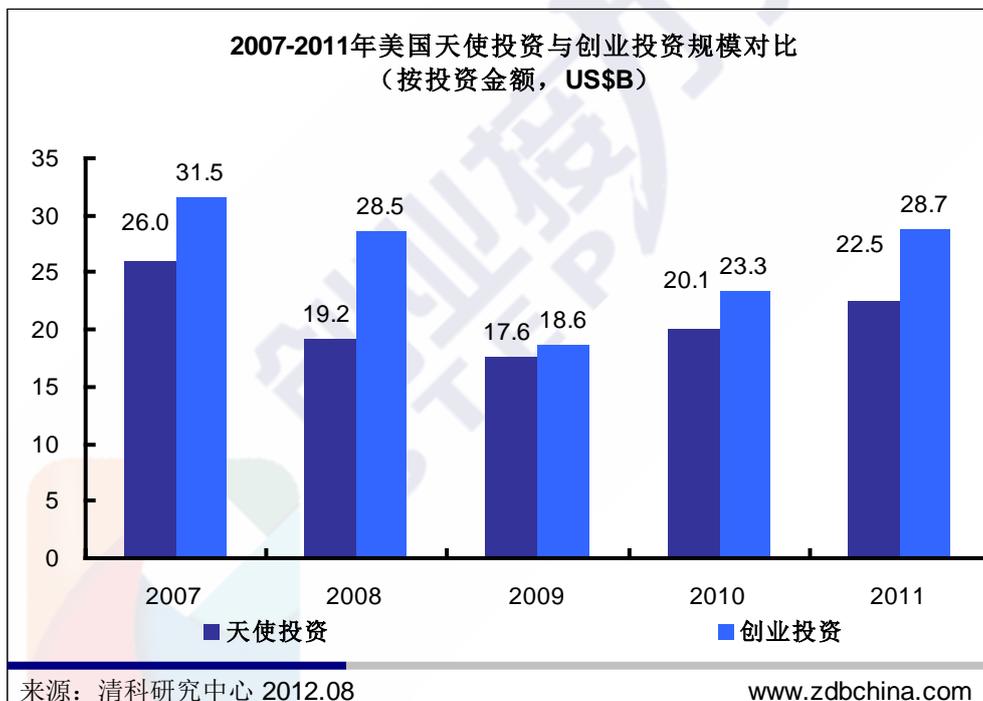


清科研究中心根据美国创业投资协会和新罕布什尔创业投资研究中心数据整理出 2007-2011 年美国天使投资和创业投资规模，可以看出，天使投资的金额一直紧跟创业投资的

金额，在金融危机最严重的 2009 年一度有赶超创业投资之势，说明在经济大环境严峻的情况下，投资者易将投资阶段前移。

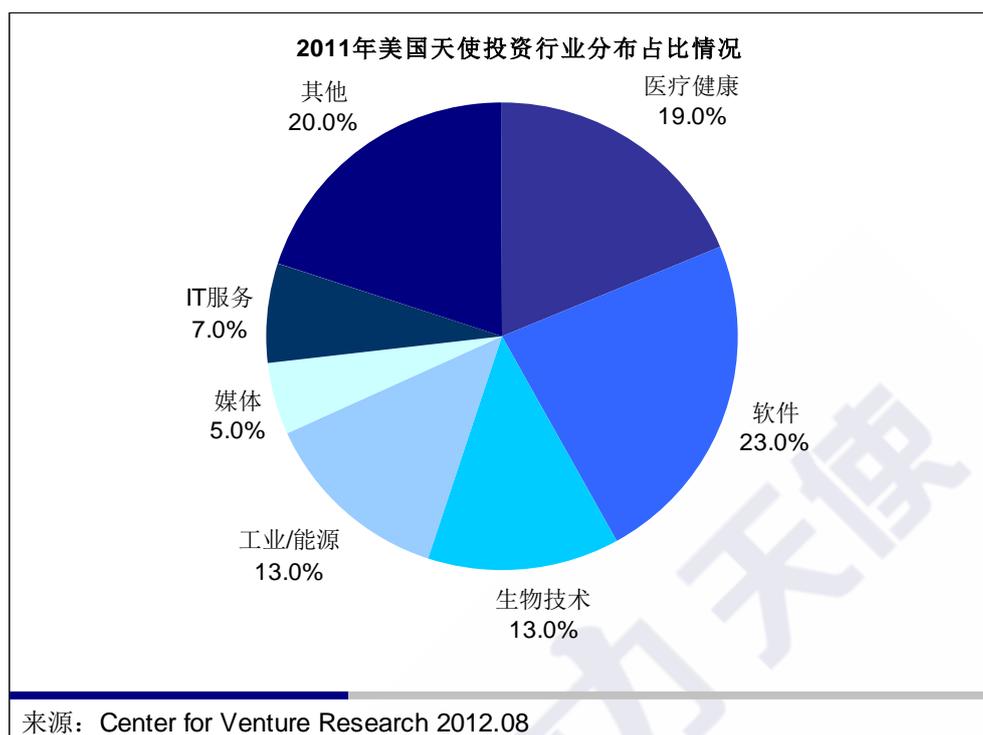
美国新罕布什尔大学创业投资研究中心发布的《2011 年美国天使投资市场》研究报告显示，2011 年美国天使投资市场投资规模达 225.00 亿美元，较 2010 年增长了 12.1%。有 66,230 家创业企业在 2011 年获得天使投资，较 2010 年增长 7.3%。活跃的天使投资者达 318,480 人，比 2010 年增长了 20.0%。而这些投资多投于软件、医疗健康、工业/能源、生物技术等行业，这些行业亦是美国最为发达的行业，说明天使投资对产业的发掘、培养功不可没。

图 2.1.2 2007-2011 年美国天使投资与创业投资规模对比



从投资行业分布来看，天使投资所重视的投资领域与创业投资相似，多为技术密集型企业。软件行业最受天使投资青睐，2011 年有大约 23.0% 的天使投资投入软件行业，医疗健康、工业/能源行业、生物技术分别获得 19.0%、13.0% 和 13.0% 的投资。

图 2.1.3 2011 年美国天使投资行业分布占比情况



从美国天使投资阶段分布来看，2011 年美国天使投资投向种子期和初创期的比例为 42.0%，比 2010 年上升了 11 个百分点。天使投资的兴趣一度从较成熟的投资阶段又回到了种子期和初创期，2011 年共有 55.0% 的天使投资投入早期和扩张期，比 2010 年的 67.0% 有显著回落。

退出方面，54.0% 的天使投资通过 M&A 退出，破产清算占退出的 24.0%，M&A 依然为天使投资最主要的退出方式。通过 M&A 和 IPO 退出的天使投资年回报率在 18.0% 到 28.0% 之间，高风险带来的天使投资回报相当可观。

高增长性企业是美国就业增长的重要推动力，天使投资作为初创企业的“伯乐”，发现并投资具有增长潜力的企业，持续推动美国就业增长。2011 年天使投资在美国创造了 165,600 个新增就业机会，每个天使投资产生 2.5 个就业机会。但新增总数不足 2010 年 370,000 个的一半。

近几年，美国天使投资已经普遍开始采用天使投资联盟的方式进行运作，目前美国大约有 150 个正式的天使俱乐部，天使投资和创业投资之间已经形成了良好的产业链关系。

## 2.2 欧洲天使投资发展

在欧洲，天使投资人被称为商业天使，或有投资技巧的私人投资者。英国的商业天使网络发展较早，影响较大，同美国走在天使投资发展前端，英国的天使投资主要由英格兰天使投资协会和苏格兰天使投资协会等构成。

英格兰天使投资协会（British Business Angels Association, BBAA）成立于 2006 年，是全英国各种各类天使投资协会的协会，是一家有限责任制的盈利公司，同时也是世界天使投资协会的创始人之一。其正式成员为投资于英国本土的天使投资机构，附属会员则是对于天使投资感兴趣的其他有关组织，如学术单位、律师事务所、会计师事务所、创业投资机构等。其中的会员之一为伦敦天使投资联盟，该联盟是伦敦天使投资的重要力量。在伦敦，天使投资人通过天使投资联盟进行个人投资，其投资额一般不超过 75.00 万英镑，也可以通过伦敦天使投资联盟下属的伦敦种子基金追加投资，一般不超过 46.50 万英镑；或者通过 Saraphim 基金追加投资，其额度在 50.00 万-200.00 万英镑之间。苏格兰天使投资协会是欧洲最早的天使投资机构之一，创立于 1993 年，是一个独立的非盈利机构，由公共部门和私人部门共同资助运行。

根据 BBAA 数据，在 2009/2010 年度，全协会共有 4,555 个天使会员。整个会员网年度收到商业计划书 9640 份，而 764 份最终获得了通过。245 家企业通过 BBAA 会员网络获得了 9830.00 万英镑的融资，其中天使投资贡献了 3220.00 万英镑。通过 BBAA 网络，每一英镑天使投资可撬动 2.04 英镑其他资金。苏格兰天使投资协会贡献 78 个投资，投资总额 2750.00 万英镑，天使投资占其中的 1800.00 万英镑。在投资领域方面，25.0%BBAA 天使关注 ICT 领域（包括软件），19.0%关注生物医疗健康领域。而在苏格兰天使这边，关注生物医疗健康领域的天使比例要远远多于 BBAA，达到 33.0%。

随着计算机网络的发展，欧洲天使投资已经走向网络化，天使投资人把社会关系网从线下发展到线上，实现信息共享。欧洲天使投资的发展得益于欧盟及若干欧盟国家对商业天使和各类商业天使网络作用的重视。继美国联邦政府倡导建立全国性的天使资本电子网之后，欧洲于 1997 年也成立了连接欧洲各主要国家和城市商业天使网络的统一平台——欧洲商业天使网。此外，欧洲还成立了商业天使网络协会，其使命是协助全欧洲所有潜在的商业天使认识商业天使投资的特点，使之愿意成为商业天使，得到商业天使网络的帮助，从而发现适

合投资的企业。另一方面，政府培育统一的天使资本市场已成为欧洲发展和提高竞争力的重要举措。目前，欧盟分别实施了两种资助计划，一是财政工程行动，旨在与欧洲各国政府对商业天使网络的机构性资助项目形成联动；二是为培养企业家精神和企业而设立的跨年度资助计划。

## 2.3 各国政府对天使投资的支持

### 2.3.1 美国政府对天使投资的支持

美国天使投资市场发达，得益于政策支持和鼓励。美国天使投资市场经历了一个由全国性发展、由自发组织走向政府导向的过程。不仅很多州给予天使投资税收优惠，而且 1996 年 10 月，美国联邦政府的小企业局（SBA）创立了网络服务中介（ACE-Net），在这一平台上，资金缺口在 50.00 万美元至 500.00 万美元小企业可以公布他们的商业计划书，让投资者直接和创业者沟通、交流。

为保护中小投资者的利益，美国政府制定了“合格投资者”的条例。从客观经济条件上，美国政府提倡只有两种人可以作为天使投资人，并有资格参与政府鼓励的天使投资活动。一是个人或家庭的净资产超过 100.00 万美元（此处净资产是指个人在住房和汽车等生活必须以外的资产），二是如果个人或家庭的净资产不足 100.00 万美元，那么，在过去的两年内，个人的年收入要超过 20.00 万美元，对于已婚的个人，夫妻年收入要超过 30.00 万美元。如今，美国的天使投资者主要由各大公司主管、退休企业家、医生等富有人士组成。

此外，至少 21 个州出台了针对天使投资人的税款抵免措施。根据各州情况不同，可抵免税款额度从科罗拉多州的投资额的 15.0% 至夏威夷的 100% 不等。在一些州，如亚利桑那州、缅因州、俄亥俄州，如果投资农村或者不发达地区，可抵免额度还会在原有基础上有所增加。

除了夏威夷州、俄克拉荷马州、罗德岛州，其他州都给能获得税款抵免的投资金额设置了上限，多数设置年度或者总额的上限。年度上限从科罗拉多州的每年 75.00 万美元到威斯康星州的 1800.00 万美元不等。总额上限从亚利桑那、堪萨斯州的 2000.00 万美元到俄亥俄州的 4500.00 万美元不等。此外一些州设置双重上限，譬如堪萨斯州，分别设有 600.00 万美元的年度上限和 2000.00 万美元的总额上限。

表 2.3.1.1 美国各州天使投资优惠政策

|        | 政策名称  | 内容   | 投资上限   |
|--------|---|--|--|
| 亚利桑那州  | (Ariz. Rev. Stat§ 41-1518)                    | 投资(1)小型商业或(2)生物科技或农村地区的 30.0%或 35.0%可抵免税收              | 2000.00 万美元的项目上限；单个投资人 25.00 万美元年度上限   |
| 阿肯萨斯州  | (Ark. Code Ann. § 15-4-3303 )                 | 投资获得州许可的个人和企业的 33.3%可抵免所得税，但抵扣额度有上限                    | 每年 625.00 万美元上限  |
| 科罗拉多州  | (Colo. Rev. Stat § 24-48.5-112)               | 投资额的 15.0%可抵免个人和企业的所得税，上限为 2.00 万美元                    | 每年 75.00 万美元上限   |
| 康乃狄格州  | Connecticut PA 10-75                          | 25.0%可抵免个人所得税，上限 25.00 万美元                             | FY11-13 表格里 600.00 万美元上限，FY14 表格里 300.00 万美元上限   |
| 夏威夷州   | Haw. Rev. § 235-110.9                         | 所得税、公司税、企业特许经营税、保险费等相关税费 100.0%抵免                      | 无  |
| 印第安纳州  | (Ind. Code § 6-3.1-24)                        | 收入、销售、金融机构、保险费等相关税费抵免额度是 20.0%的投资额或 50.00 万美元中的低者      | 每年 1250.00 万美元上限   |
| 堪萨斯州   | (Kan. Stat. Ann. § 74-8131)                   | 税款抵免为 5.00 万美元或者 50.0%投资额中的低者                          | 2000.00 万美元的项目上限；600.00 万美元年度上限；单个投资人 25.00 万美元年度上限  |
| 肯塔基州   | Ky. Rev. Stat. Ann (§154.20-250 - 154.20-284) | 40.0%可抵免营业税和公司所得税                                      | 4000.00 万美元总额上限；每支基金上限 800.00 万美元；最小 50.00 万美元投资州政府认可的基金；每笔投资最多可占比 30.0%                               |
| 路易斯安那州 | (La. Rev. Stat. § 47:6020)                    | 50.0%的所得税或企业特许经营税                                      | 每个企业每年投资 100.00 万美元，最高不超过 200.00 万美元；每年不超过 500.00 万美元上限  |
| 缅因州    | (Me. Rev. Stat. Ann. 36 § 5216-B)             | 投资不发达地区的 60.0%抵免税款，其余地区的 40.0%抵免税款，抵免总额不能超过 50.0%的应付税金 | 直接投资：每个投资者每家企业不超过 50.00 万美元，企业规模不超过 500.00 万美元；通过基金间接投资：每支基金连续 3 年每年 100.00 万美元投资或所有基金投资额达到 500.00 万美元 |
| 马里兰州   | (Md. Code Ann. §10-725)                       | 50.0%可抵免所得税或商业税，上限 25.00 万美元                           | 可抵减税的投资不超过投资于马里兰生物技术减免税基金的 15.0%；每年可抵减税额不超过当年基金所占份额  |
| 明尼苏达州  | 2010 Minn. Sess. Laws Chapter 216             | 25.0%可抵免个人所得税，单人 12.50 万美元上限，夫妻或者联合注册人 25.00 万美元上限     | FY-10 表格：每年 1100.00 万美元；FY 2011-14 表格：每年 1200.00 万美元   |

|        |                                |   |  |
|--------|--------------------------------|---|--|
| 新墨西哥州  | (N.M. Stat. § 7-2-18.17)       | 25.0%可抵免所得税, 抵免上限 10.00 万美元   | 每笔投资不超过 2.50 万美元, 每年投资两个项目分属不同领域, 每个领域每年 3 个案子; 总抵减税额不超过 75.00 万美元   |
| 北卡罗来纳州 | (N.C. Gen. Stat § 105-163.010) | 25.0%可抵免所得税, 抵免上限 5.00 万美元  | 每年上限 750.00 万美元, 每人每年上限 5.00 万美元   |
| 北达科他州  | (N.D. Cent. § 57-38.5)         | 45.0%可所得税抵免   | 每年 350.00 万美元, 每笔投资 50.00 万美元  |
| 俄亥俄州   | (Ohio Rev. Code § 122.152)     | 针对所得税、企业特许经营税、无形资产、公共设施税的抵免: 投资特殊类型公司的 30.0% 和其他类型公司的 25.0% 可用于抵免, 上限分别为 9.00 万美元和 6.25 万美元 | 每笔投资 150.00 万美元, 投资上限 4500.00 万美元  |
| 俄克拉荷马州 | (Okla. Stat. 68 § 2357.63a)    | 投资有州证明的小型公司可的 20% 可抵免所得税  | 无  |
| 罗德岛州   | (R.I. Gen. Laws § 44-63-2)     | 50%可抵免个人、商业税款, 上限 10 万美元  | 无  |
| 佛蒙特州   | (R.I. Gen. Laws § 44-63-2)     | 3%可抵扣资本利得税  | 投资在 5.00-20.00 万美元之间   |
| 弗吉尼亚州  | (Va. Code § 58.1-339.4)        | 50%可抵免所得税   | 每年不超过 500.00 万美元; 如果每年请求超过 300.00 万美元, 则抵减额按比例分配; 可抵减税额不能超过 5 万和当年税额负债的低者  |
| 威斯康星州  | Wis. Stat § 71-.07(5d)         | 25%可抵免所得税   | 总额不超过 3000.00 万美元; 2010 年前抵减额为 550.00 万美元, 此后每年 1800.00 万美元; 购买股权及其他花销不超过 50 万美元, 2010 年后纳米领域的相关投资可获得 25.00 万美元的额外额度 |

来源: 清科研究中心 2012.08

www.zdbchina.com

### 2.3.2 欧洲政府对天使投资的支持

英国是世界范围内对天使投资税收支持开展比较早、力度比较大的国家之一。英国政府扶持天使投资的诸多政策中, 比较著名的是企业投资计划 (Enterprise Investment Scheme, EIS), 该计划向那些被政府认定的合格公司进行股权投资的投资者提供一系列优惠政策。

表 2.3.2.1 英国企业投资计划 (EIS) 税收减免政策

|  | 税收减免政策 |
|--|--------|
|--|--------|

|         |   |
|---------|---|
| 所得税减免   | 如果一项符合 EIS 要求的投资持股时间为自发行日起三年以上, 或者从交易日起持有三年以上, 在被投企业中股权低于 30.0% 的个人投资者, 可以减免相当于投资额 20.0% 的所得税。最低认购额度为每家公司 500.00 英镑, 最高为每人每年 50.00 万英镑。 |
| 资本利得税递延 | 凡个人投资在认购一家 EIS 认可的公司股份之前三年或之后一年内发生的可征税的资本利得, 都可以要求将该资本利得的全部或部分进行税收递延。被递延的资本利得没有最高额度限制, 仅以所认购 EIS 公司股份金额为限。                              |
| 资本利得税免税 | 从认购日期或交易日期算起投资期限三年以上, 并且投资于符合 EIS 条件的公司的这部分股权 (已经获得 EIS 税收减免且不会被追索) 免征资本利得税。  |
| 损失减税    | 若符合 EIS 要求的股票在任意时刻出售发生亏损时 (已考虑所得税减免), 这部分亏损可以部分抵消投资者的资本利得, 即出售股票当年或前一年的收入。  |
| 免除遗产税   | 若投资人在死亡前已持有投资两年以上, 在大部分情况下, 这部分投资可再享受其他 EIS 减免税收的优惠条件基础上全额免除遗产税。  |

来源: 清科研究中心 2012.08

www.zdbchina.com

除英国之外, 法国、比利时、德国等欧洲国家也对天使投资有较大税收支持:

- 法国规定, 天使投资人投资额度在 2.00 万欧元之内的, 可以获得每人每年可投资额的 25.0% 的减税优惠; 天使投资的投资额可以抵免当年的收入税, 单身的天使投资人抵免额最高可以达 2.00 万欧元, 而已婚的天使投资人可抵免额为 4.00 万欧元;
- 德国政府规定, 如果天使投资人通过一家股份公司投资, 他们资本利得的 95.0% 可以免除资本利得税, 剩余的 5.0% 的资本利得税率约为 30.0%;
- 比利时政府规定, 投资到天使投资基金的个人, 其投资额的 90.0% 受到政府担保, 还可获取 8.75% 的减税优惠, 每个投资人每年最大免税额 2500.00 欧元;
- 波兰规定, 天使投资人或其他投资人, 只要投入国家认定的“新科技”项目, 投资新项目的费用的 50.0% 可以享受税收优惠;
- 爱尔兰规定, 如果个人投资《商业扩张计划》下的公司, 可获得每年最大 15.00 万欧元的税收减免。《商业扩张计划》下的公司获得的投资上限为 200.00 万欧元, 且单年不超过 150.00 万欧元。

## 2.4 对国内天使投资的启发

### 一、优惠税收政策鼓励天使投资人投资热情

在天使投资活跃的国家 and 地区，都会有相应的政策大力扶持，其中最常见也是最主要的政策就是对天使投资人提供税收上的优惠。在欧美，天使投资人多为富有的个人与家庭，积极实施税收减免政策来鼓励他们进行天使投资有利于合理分配这些富人的富余资金，不仅可以使初创期企业得到相应的资金支持，也能满足富人们少缴税的愿望，而这些早期投资相当一部分能获得丰厚回报，实现一箭三雕。此外，对那些处在种子期、初创期的中小企业，政府也给予相应的激励措施，鼓励人们创业热情。

## 二、政府集中引导，创造宽松环境

政府利用行政优势整合资源，为早期创业者提供场地、资金的便利及法律、企业管理的辅导，而对天使投资人，提供配套的政策、补贴，引导其投资特殊领域或者特殊地区，从而建立和扶持地区的产业优势。其中最著名的是以色列的技术孵化器计划，该计划发起于 1991 年，由工业贸易劳工部的首席科学家工作室管理执行，意在培养处于技术创新早期阶段的新企业，帮助他们把创意转变为实在的商业产品。该孵化器提供场地、资金支持、工具、专业指导以及行政协助，标准周期为两年。以色列共有 26 个孵化器，16 个地处边远地区。政府以为孵化器提供软贷款的方式解决每个批准项目 85.0% 的预算（以 2 年的标准周期算，约合 50.00 万美元）。

## 三、加大天使投资人网络构建

在欧美，天使投资人网络十分发达，这些投资人网络有效减少了信息不对称，为天使投资人和新创企业提供了一个中介平台，减少了双方寻找成本，有效的提高了投资效率。其中像 1999 年成立的欧洲商业天使网络联盟（EBAN）就是一个为天使投资人、种子基金、及其他早期市场参与者建立的泛欧贸易组织，总部设在比利时的布鲁塞尔，目前在欧洲已直接或间接的涵盖了超过 300 个商业天使网络，大约两万个天使投资人成为联盟成员，每年收到的商业计划书在 4 万个左右。截至 2011 年 12 月，EBAN 已成功联合了 30 个国家中的 115 个组织和个人。

天使投资人网络多数由政府部门或非营利组织设立，除了可以为被投企业与投资人之间搭建一条沟通的桥梁，也有利于促进行业自律。

## 3 中国天使投资发展历程及现状

### 3.1 中国天使投资发展历程及现状

#### 3.1.1 中国天使投资发展历程

中国最早的天使投资起源于 1986 年开始实施的“863 计划”和 1988 年开始实施的“火炬计划”，这是两个由政府主导的投资于企业种子期的天使投资计划。可见，中国最早的天使投资是由政府推动的，这是中国天使投资的特色之一。

政府的推动是中国天使投资的起步，而天使投资的真正诞生则得益于互联网、高新科技企业的兴起和国外创业投资机构的进入。天使投资从上个世纪 90 年代末，随着中国互联网的兴起开始在中国有了较大规模的发展。1996 年，罗伯特和尼葛洛庞帝作为天使投资者对搜狐投资 20 万美元，随后许多网络和高新科技创业企业也先后得到国外天使投资者的惠顾。到了 2000 年，美国硅谷的互联网泡沫破灭，投资机构开始关注中国和印度市场科技领域的投资机会。在此之后，中国的天使投资开始有了起色。

在政府的引导下，许多地方开始成立天使投资基金、天使投资协会、天使投资联盟、俱乐部等，专门从事天使投资的机构也开始出现，如泰山天使投资、赛伯乐天使投资、创新工场等均是在国内较为活跃的天使投资机构。随着我国经济的发展，国内逐渐出现一批拥有大量闲置资本的富裕阶层，开始加入天使投资人的行列，特别是在浙江、江苏和广东等省份，民营企业家和富足的私有业主摇身一变成了“天使”。如朱敏、薛蛮子、李开复、雷军、周鸿等近年来耳熟能详的天使投资人逐渐增多，越来越多的银行家、文体明星、律师、大公司高管加入天使投资行列。在新东方徐小平、腾讯曾李青的带动下，目前国内成功的民营企业正逐渐成为天使投资的主力军，一批活跃在南方几省的“富二代”投资人也构成了我国天使投资人群体。

中国的天使投资形态大致可以分为独立天使、政府基金和天使投资机构三种。由于其构成、资金来源均不同，因而在推动天使投资发展进程中发挥的作用不尽相同。独立天使是中国天使投资的主力军，主要有 TMT 领域成功的企业家、海外华人、民间传统领域成功人士等。政府基金在政策引导和投资领域拓宽方面，弥补了民间天使投资的空白，对于民间天使投资较少涉及的非 TMT 行业，政府基金起到了扶持作用，如 2006 年成立的我国第一支天

使投资基金——天津滨海天使创业投资基金，就将重点投资于生物医药、新材料、精细化工、新能源等领域。此外，各大部委支持创新创业的基金、地方各级政府的相关配套基金，以及政府专项基金，各大园区内设的一些创投基金，都充当了天使投资角色，在中国占较大份额。中国天使投资发展并不充分，因此还未形成一个完整的团体，其机构化的进程还处于初级阶段。国内成立较早的天使投资机构包括中关村天使投资联盟、深圳天使投资俱乐部、超级天使投资网、亚杰商会天使团、K4 论坛北京分会等，这些投资机构在发挥集群效应，推动天使投资规模化发展方面起到了重要作用。

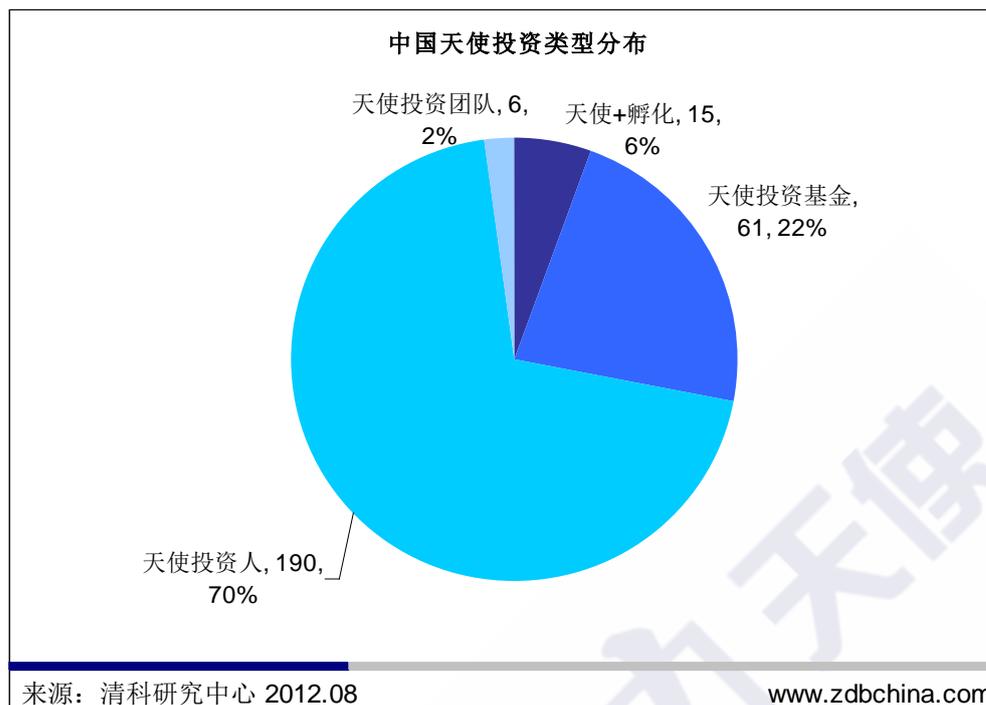
目前中国天使投资正在经历一个从初创期向扩张期发展的阶段，正在从不成熟走向成熟。随着天使投资概念在我国逐渐普及，从事天使投资的人正逐渐增加。天使投资网络的建立，使得天使投资人和创业者互通有无，建立投资关系，更多优质的早期企业能够获得融资继续发展，对于面临融资困难的种子期企业有着重要意义。

### 3.1.2 中国天使投资发展现状

根据清科研究中心不完全统计，截止到目前，我国包含天使投资人、天使投资团队、天使投资基金在内的各类天使共有 272 个，其中天使投资人有 190 人，天使投资基金 61 支，“天使+孵化”机构 15 个，天使投资团队 6 个。已知的天使投资基金管理资本量为 28.32 亿美元。从 1994 年到 2012 年 7 月我国各类天使投资共发起 536 起，主要分布于发达省市及高新技术产业。

按阶段划分来看，2000 年以前，中国的天使投资主要为天使投资人的零星投资，并不成气候；2001 年至 2008 年，中国天使投资开始起步，但投资主体仍以单个的天使投资人为主，但君联资本、今日投资、真格基金等天使投资机构、天使投资基金已开始进入人们视线；2009 年至今，天使投资进入快速发展阶段，投资主体上，天使投资机构与天使投资基金大量出现已可以和天使投资人平分半壁江山，而诸如“天使+孵化”等新鲜模式也开始在政府的鼓励引导下频现中国。

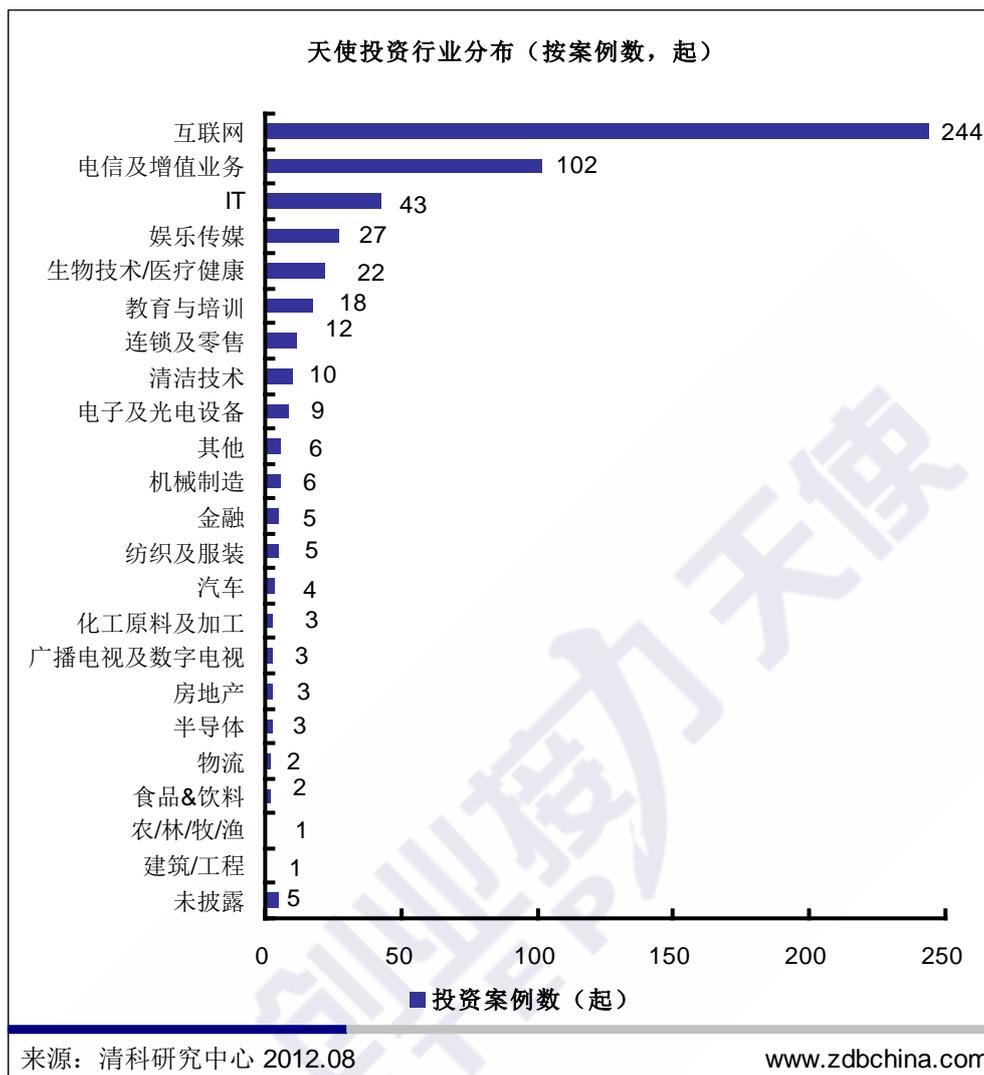
图 3.1.2.1 中国天使投资类型分布



#### 中国天使投资特征:

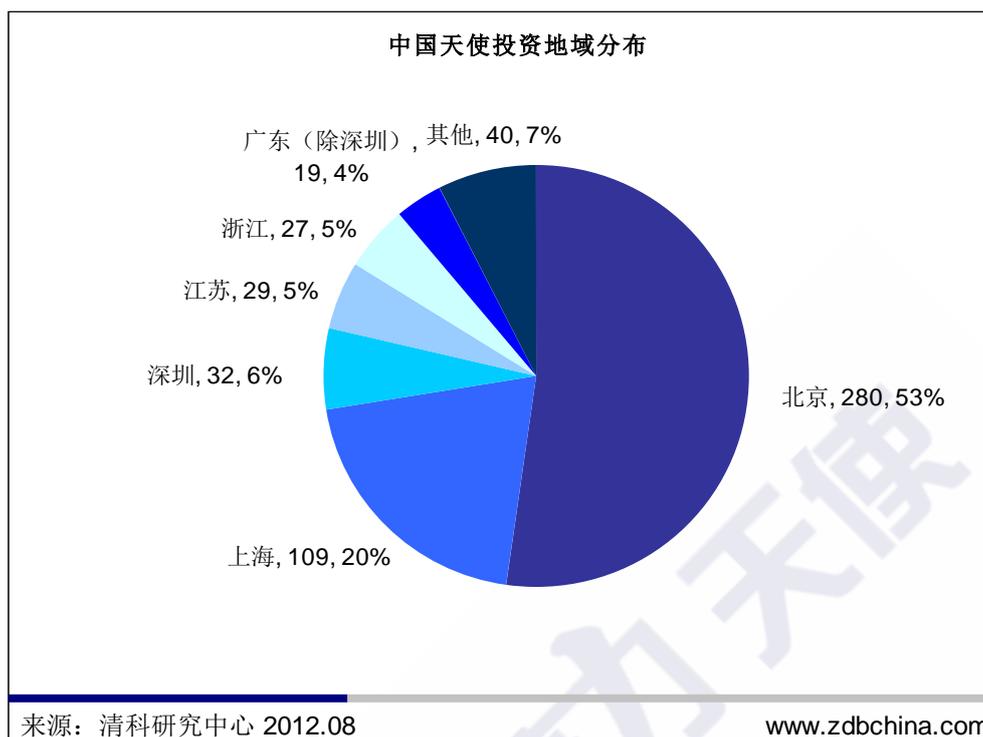
- **总体规模小** 相对于欧美已经比较成熟的天使投资发展体系,由于中国各方面条件不成熟,天使投资网络和体系还没有建立起来,投资较为分散,很多社会闲散资金还未作为天使投资资金以支持早期企业发展。
- **投资行业相对集中** 同 VC 投资相似,天使投资主要集中在互联网等高科技企业,传统行业很少得到天使投资资金。

图 3.1.2.2 中国天使投资行业分布 (按案例数, 起)



- **投资地域相对集中** 天使投资主要集中在经济较为发达的地区,造成很多需要天使投资的内地企业很难获得资金。截止到目前,我国天使投资最多的地区位于北京、上海、深圳三地,其中北京地区投资 280 起,远远高于其他省市。

图 3.1.2.3 中国天使投资地域分布（按案例数，起）



### 3.2 中国天使投资运作调研结果分析

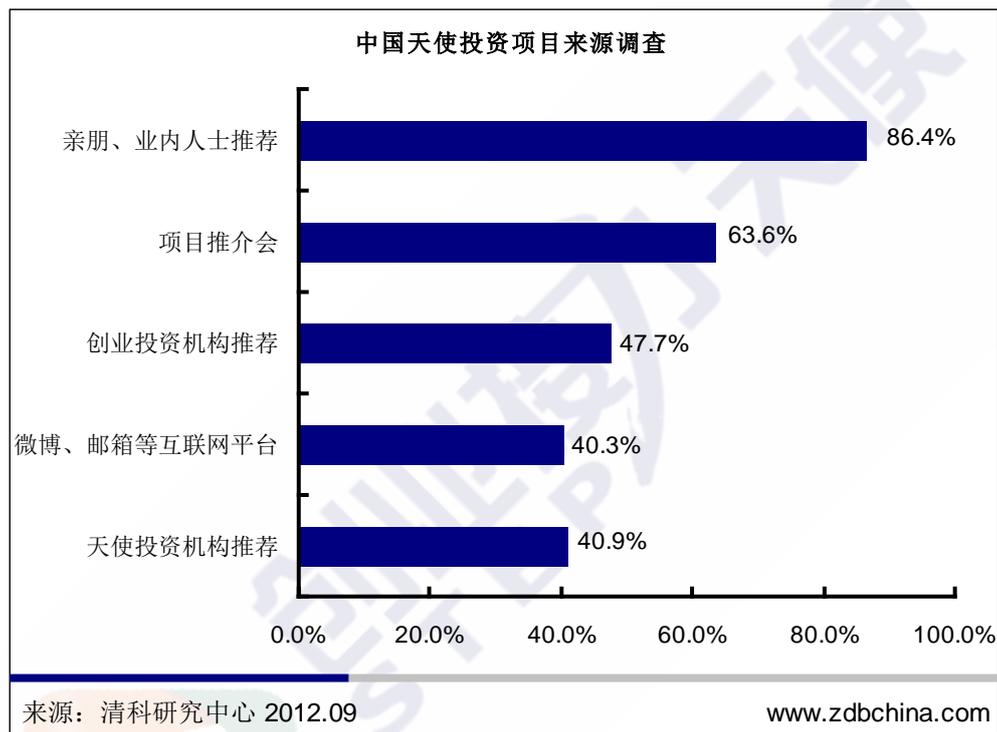
2012年9月，创业基金会及创业接力联合清科研究中心对活跃于中国天使投资市场的机构和个人进行了针对天使投资运作的相关调研，调研通过问卷、电话、面谈的方式进行，此次调研共涉及四个部分：

- (一) **投资总况：**包括受访机构/个人从事天使投资的时间、投资项目数量、已投金额，天使投资机构管理基金情况等；
- (二) **投资运作：**包括天使投资项目来源、筛选标准、尽职调查维度、投资企业持股情况、投后管理情况等；
- (三) **退出情况：**包括已投天使阶段项目退出数量、退出方式、回报倍数、后续投资情况等；
- (四) **天使投资行业发展调研：**包括受访者对未来天使投资发展的建议、对第三方协助的需求等。

#### 1) 项目来源

根据清科研究中心对众多专注于天使阶段投资的个人和机构调研，86.4%的个人/机构表示天使投资项目有从亲朋、业内人士推荐中获取，有 63.0%表示项目有来自于项目推介会，天使投资机构、创业投资机构在提供项目来源方面也起到了很大作用。由于天使投资对创始人和管理团队的要求较高，各类天使投资者纷纷表示，通过亲朋/业内人士，以及各类投资机构推荐获取的项目质量较高。

图 3.2.1 中国天使投资项目来源调查

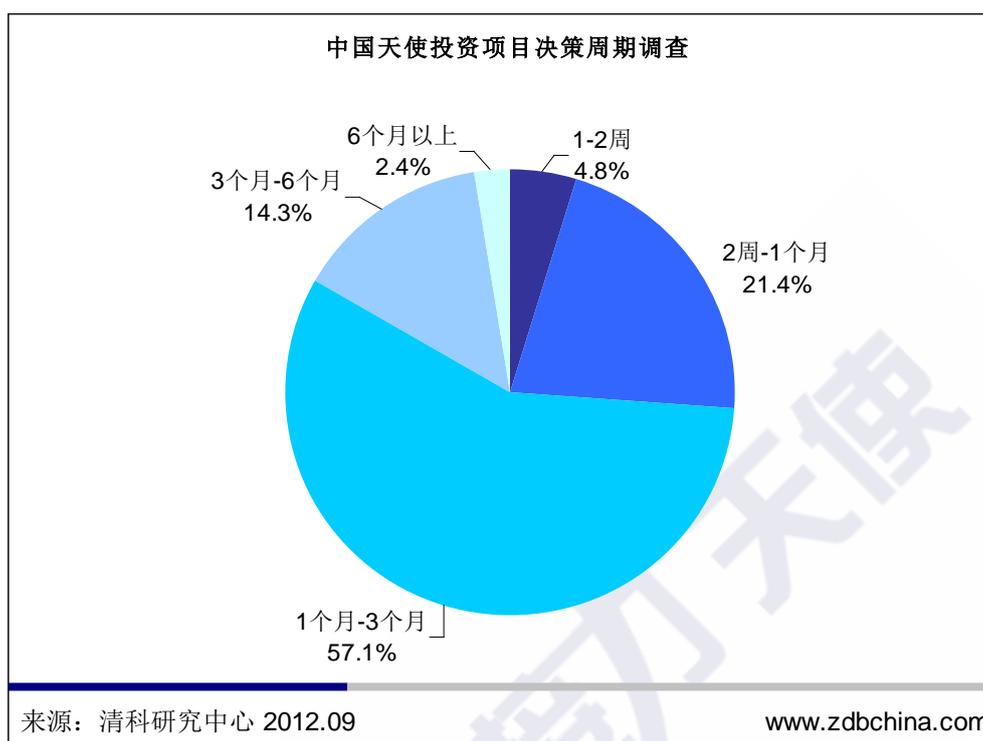


## 2) 项目筛选

### 决策周期:

天使投资一般从发现项目到最终确定投资，整个决策周期相对于中后期项目更快，一般在 1-3 个月左右，以更快把握早期市场的投资机遇。但有的项目也会追踪比较长的时间，对于特别早期的项目，前期沟通帮助修正商业模式、寻找资源、解决发展初期存在问题，等待投资契机出现的时间会比较长。待企业模式较为清晰，真正成型的时候，签订投资协议做决策的时间就会相对较快。根据清科研究中心对众多专注于天使阶段投资的个人和机构调研，57.1%的投资人表示，天使投资项目决策周期很少会超过 6 个月以上。

图 3.2.2 中国天使投资项目决策周期调查

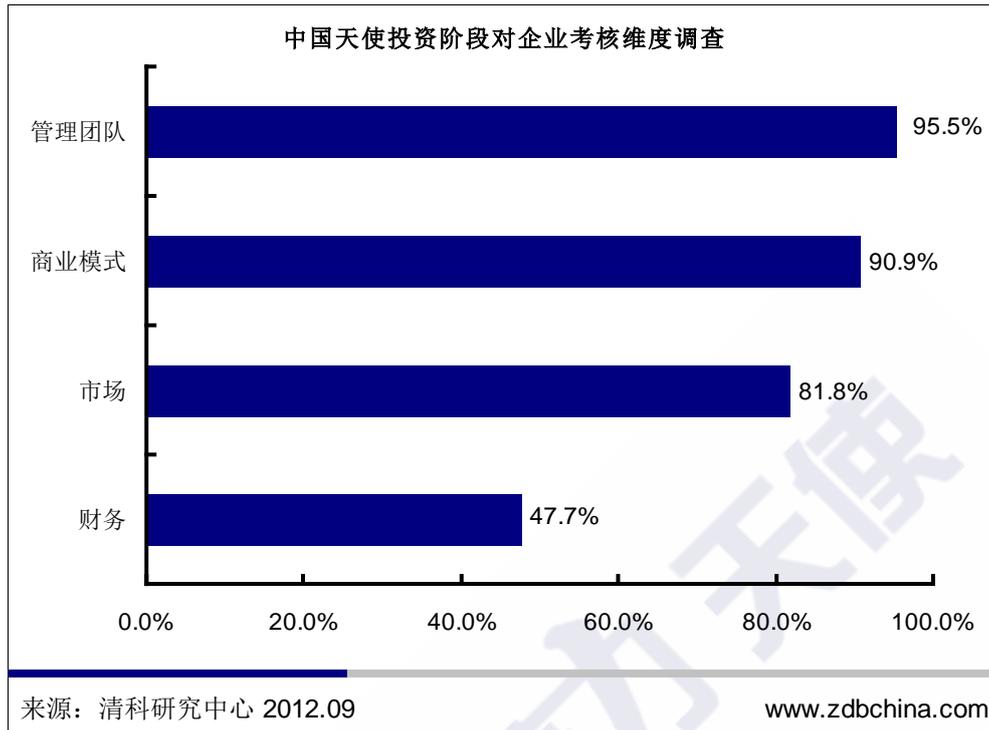


#### 考察维度：

在商业模式、管理团队、市场、财务四个方面，天使阶段项目由于很多企业还没有收入，因此对于财务方面的考察普遍较少，而较多的集中于前三个方面。根据清科研究中心对众多专注于天使阶段投资的个人和机构调研，95.5%的天使投资在考察企业时看重企业的团队，90.9%的天使投资看重商业模式，81.8%的天使投资看重市场，只有47.7%的天使投资机构表示企业的财务状况是尽职调查的重要考察点。

早期项目并没有很多数据可以考察，甚至产品可能都还没有生产出来。此外，从法律角度来看，如果一个公司的股东结构非常健康，才会有天使投资对他注入资金，然后随着公司的成长，才会得到新的资金关注，公司的核心竞争力才会慢慢体现出来，因此创业团队永远是企业的“灵魂”所在。投资方较多关注管理团队是否具备创业经验、CEO的领导力、团队互补性和学习能力等方面，关注管理团队的观念、执行力，创始人对行业、竞争格局、未来发展的了解。

图 3.2.3 中国天使投资阶段对企业考核维度调查



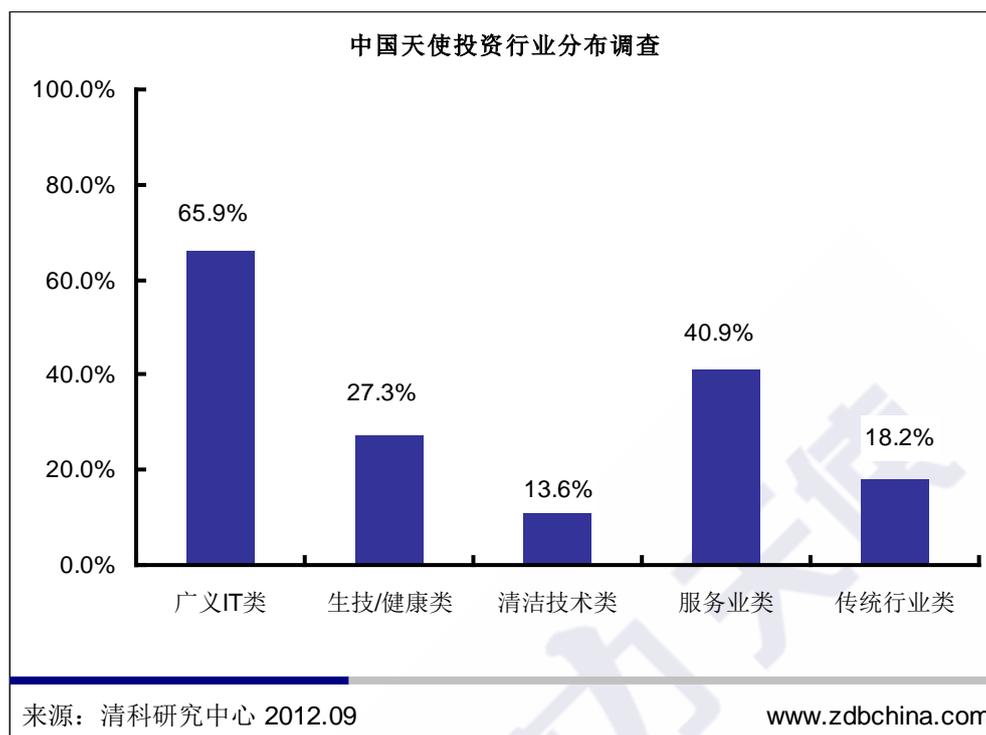
### 3) 投资策略

**投资方式：**根据清科研究中心对众多专注于天使阶段投资的个人和机构调研，大多数机构或个人倾向于通过联合投资方式投资于天使阶段项目，一方面能为企业提供更多的附加值，同时便于集中更多资源，加大决策砝码，一定程度上也能降低投资风险。而机构化的天使投资则倾向于单独投资获取更大比重的持股。

#### **投资行业：**

在投资行业方面，天使投资多投资于 TMT 等高新技术领域，尤其集中于互联网、移动互联网行业，注重轻资产行业的投资，主要是由于这些行业具有爆发力，能够看到发展成果，也能够很快获得 VC/PE 后续投资。根据清科研究中心对众多专注于天使阶段投资的个人和机构调研，65.9%曾投资于广义 IT 类项目，多数投资集中于其中的互联网和移动互联网领域；40.9%投资过服务业项目，对于生技/健康、清洁技术和传统行业这类对于技术、资产门槛要求较高的领域，天使投资涉猎较少。

图 3.2.4 中国天使投资行业分布调查



### 项目估值：

天使投资中目前使用的估值方式主要有风险投资模式、市盈率法、实现现金流贴现法、三分之一法则、乘数模式、博卡斯模式等。但由于天使阶段项目财务在很多方面还不完善，采用某种固定的估值模型并不适用，很多项目都是按照该行业内同类企业的估值进行比较。另外，由于天使投资项目更多考察团队和商业模式因素，财务方面反倒是次要因素，因此对天使投资项目的估值在很大程度上是对管理团队的估值。国内天使阶段的企业估值处于不专业的水平，有可能一开始创业团队要价太高，往往需要双方共同协商，使估值处于一个比较合理的状态。

图 3.2.5 中国天使投资估值模式调查

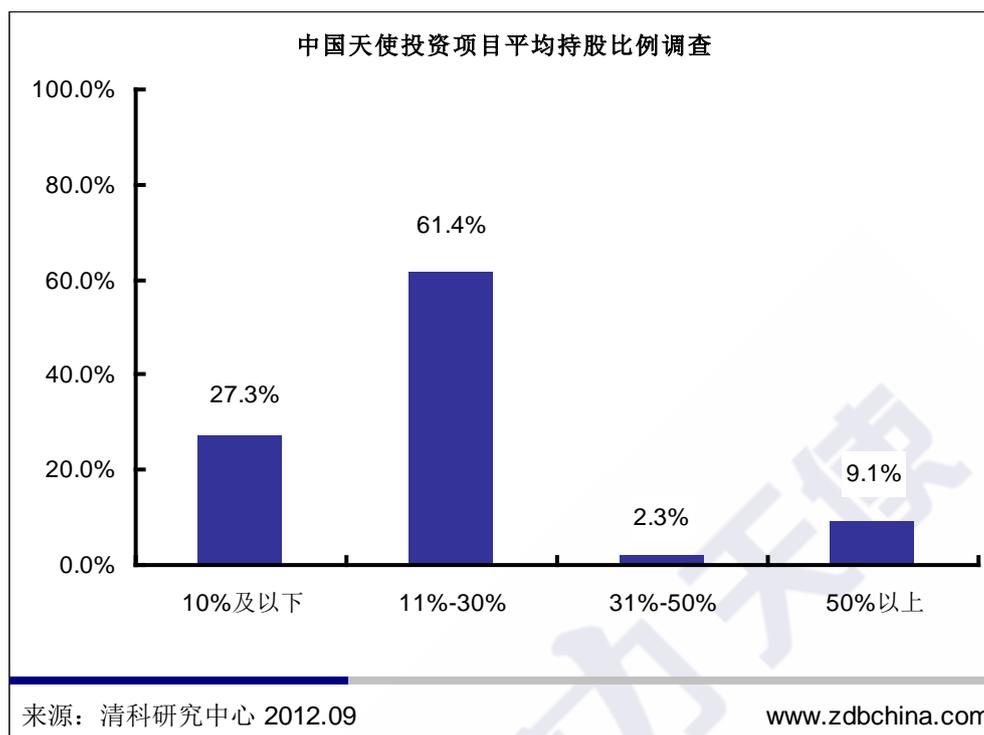


### 项目持股：

对于天使阶段项目的投资者持股，如果投资者持股过高会剥夺创业者的创业热情，将他们变成打工者而不是创业者，投资者持股太少对于天使投资的激励则不够。近几年随着创业企业对资本市场理解能力的加深和融资意识的增强，前几年天使投资控股创业企业的情况日渐减少。从另外一个角度，如果在创业早期企业即被投资方控股，也说明创业团队本身是不合格的，团队 CEO 对于后续融资的考虑和对目前市场的把关都是有缺失的。而专业的天使投资者也逐渐意识到，太多的占股，并不一定能带来想要的效果，对于企业后续融资将会有比较大的难度。双方在磨合过程中，资本投入与持股比例越来越趋于合理。

此外，天使投资机构一般倾向于在天使阶段持有较少的股份，但会签订保障性条款，在后几轮拥有股份优先认购权，增持在企业的份额。根据清科研究中心对众多专注于天使阶段投资的个人和机构调研，投资方在天使投资中持股大多为 10%-30% 之间，有 27.3% 的持股比例在 10% 及以下，持股在 50% 以上的仅占 9.1%。

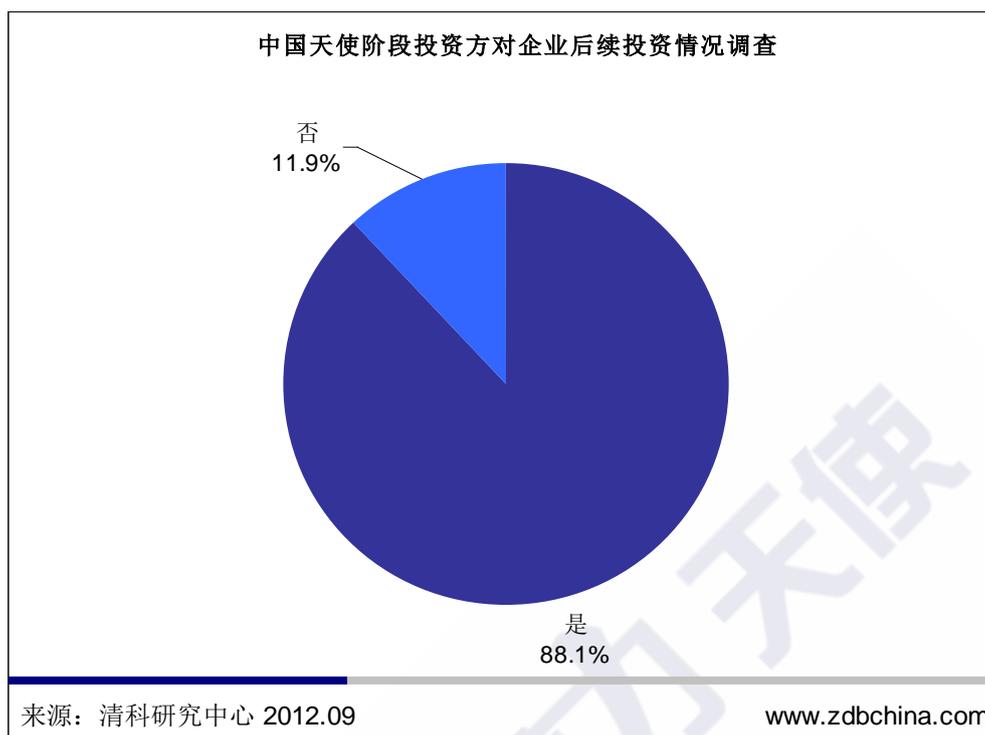
图 3.2.6 天使投资项目平均持股比例调查



#### 4) 投后管理

天使投资有别于中后期项目在于两个方向点：创造价值（Value Creation），增加价值（Value Add）。在股权投资行业竞争不断加大的情况下，机构更加注重投后管理能力的提升，投入更多时间，为创业企业提供更多的附加值。天使投资人精力有限，对于天使阶段的项目投后管理方面参与较少，专业的天使投资机构则投入较多，将自身定位于创业企业“保姆”职能，不仅在重大决策、未来战略发展上提供建议，对于人才招聘、市场推广也给予很大支持，同时在推动天使投资项目获得 A 轮融资也不遗余力。VC/PE 对于天使投资项目的管理则更加的系统，很多 VC/PE 都设有专职投后管理团队。

图 3.2.7 中国天使阶段投资方对企业后续投资情况调查

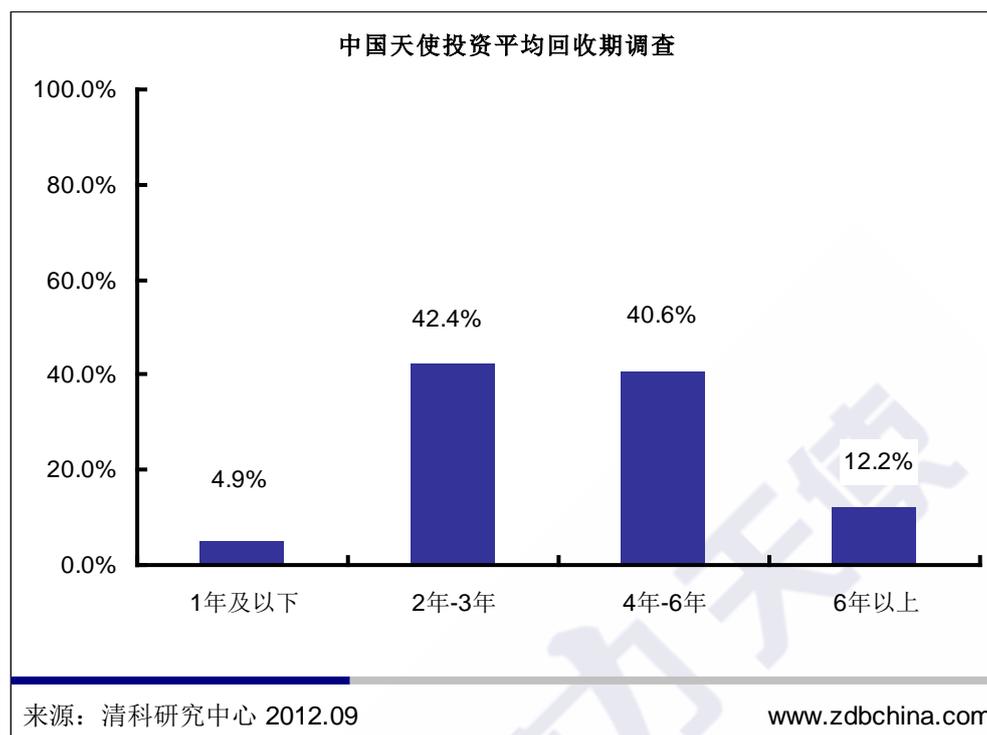


## 5) 退出策略

### 投资退出周期:

根据清科研究中心对众多专注于天使阶段投资的个人和机构调研,天使投资平均回收期在4年左右,一般在第1-3年的时候,投资机构会通过股权转让的方式退出一部分股份;到4-6年后企业发展到一定阶段,可能通过管理层回购,或兼并收购的形式退出;持有6年以上,多为投资者的长期价值投资,等待企业以更好的发展方式获得资本回报。

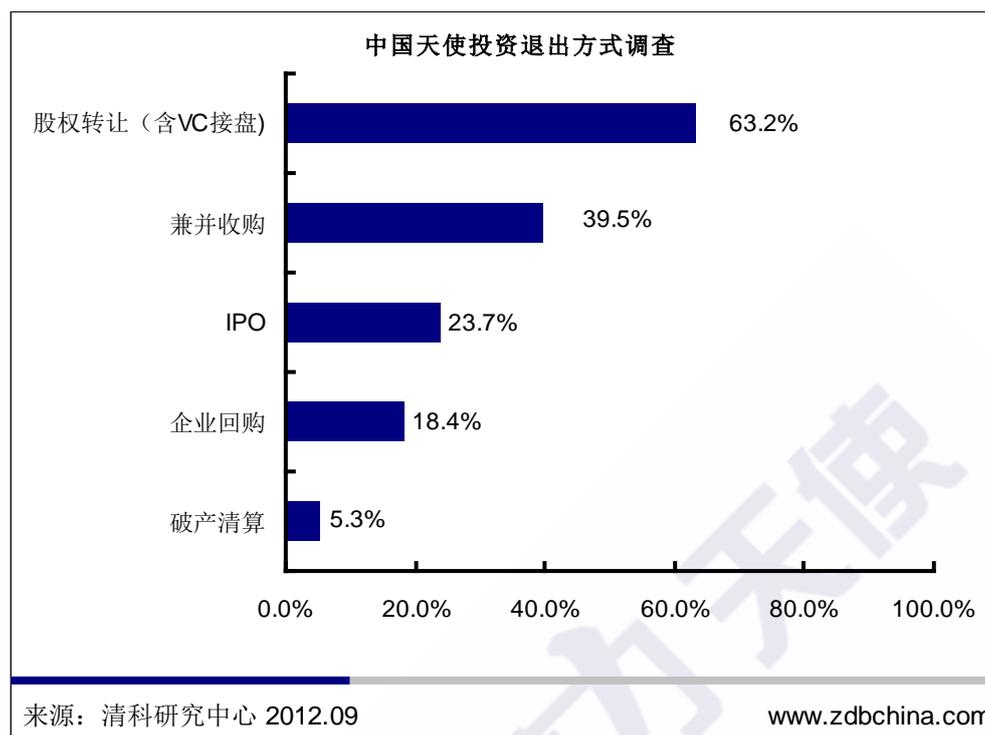
图 3.2.8 中国天使投资平均回收期调查



### 退出方式：

根据清科研究中心对众多专注于天使阶段投资的个人和机构调研，目前中国天使投资项目退出方式以股权转让（含 VC 接盘）和兼并收购方式退出，有 63.2%的天使投资机构/个人表示将项目以股权转让形式退出，39.5%以兼并收购方式退出。另外，以 IPO、企业回购、破产清算方式的退出分别有 23.7%、18.4%和 5.3%。

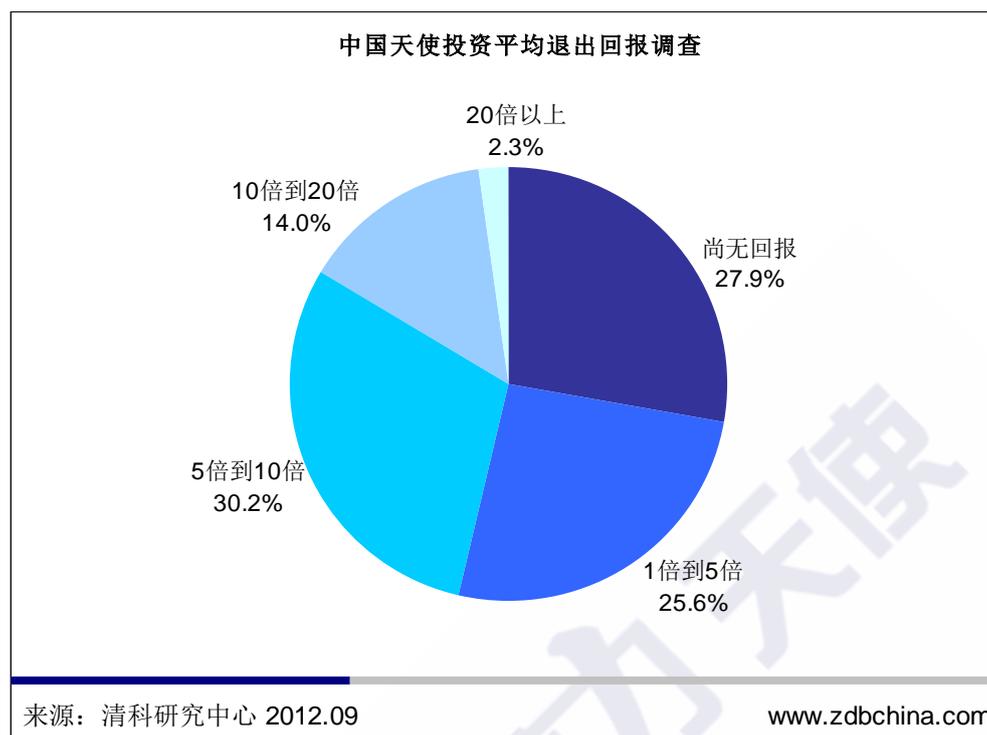
图 3.2.9 中国天使投资退出方式调查



### 退出回报:

根据清科研究中心对众多专注于天使阶段投资的个人和机构调研，目前 27.9%的天使投资项目尚未退出，没有退出回报；25.6%的项目退出回报在 1 倍到 5 倍之间；30.2%的项目退出回报在 5-10 倍之间；14.0%的项目退出回报在 10-20 倍之间，仅 2.3%的项目退出回报在 20 倍以上。

图 3.2.10 中国天使投资平均退出回报调查



## 6) 发展建议

根据清科研究中心对众多专注于天使阶段投资的个人和机构调研,九成投资人建议在扶持天使投资发展方面,政府需制定税收优惠政策,提出这一建议的比例远远高于其他的发展建议,可见投资人对于能够获得天使投资税收优惠有着迫切的需求。

图 3.2.11 中国天使投资发展建议调查

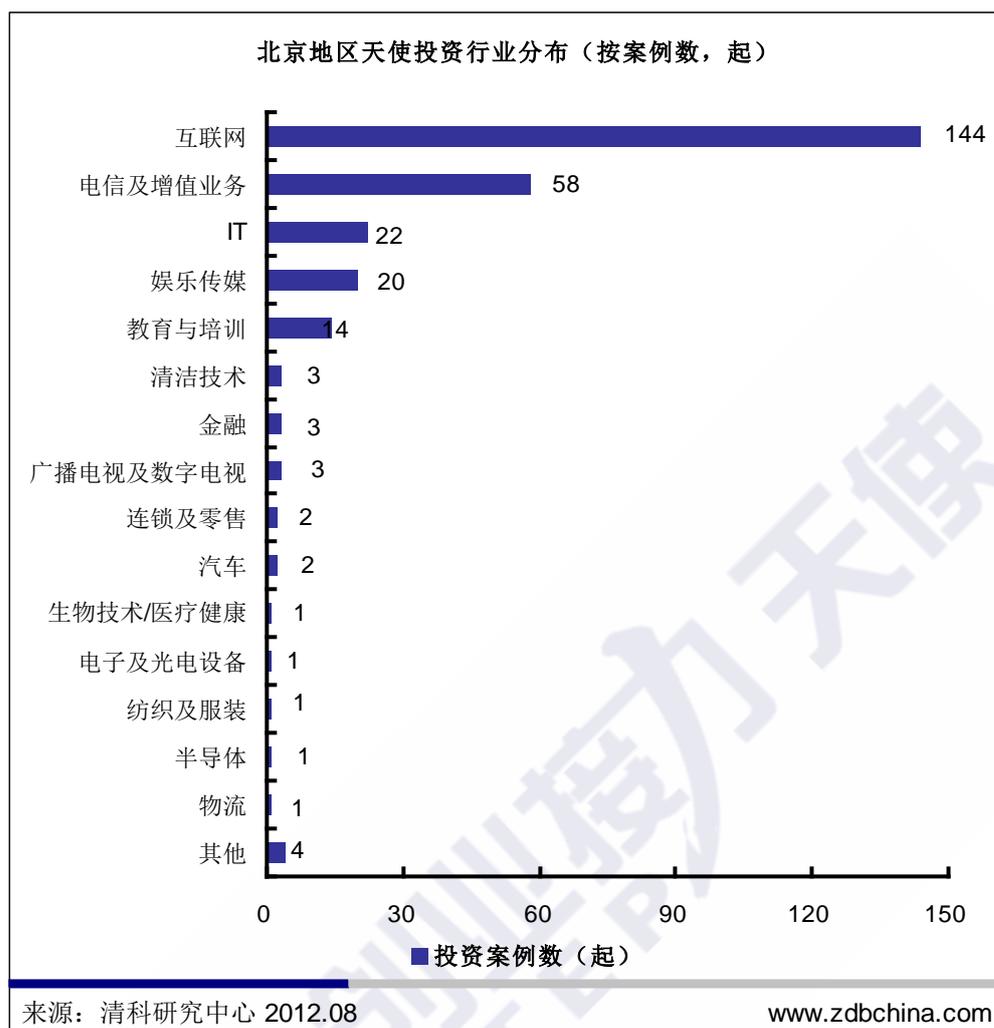


### 3.3 北京天使投资发展现状

根据清科研究中心不完全统计，截止到目前，北京地区共有各类天使投资 97 个，包括 69 名活跃天使投资人，23 支天使投资基金，5 家“天使+孵化”机构。其中 23 支天使投资基金已知管理资本量为 9.27 亿美元。

到目前，北京共有 280 家种子期企业获得天使投资，从北京获得天使投资企业的行业分布来看，互联网、电信及增值业务、IT 行业最受天使投资者关注，分别获得了 144 起、58 起、22 起投资。

图 3.2.1 北京地区天使投资行业分布（按案例数，起）

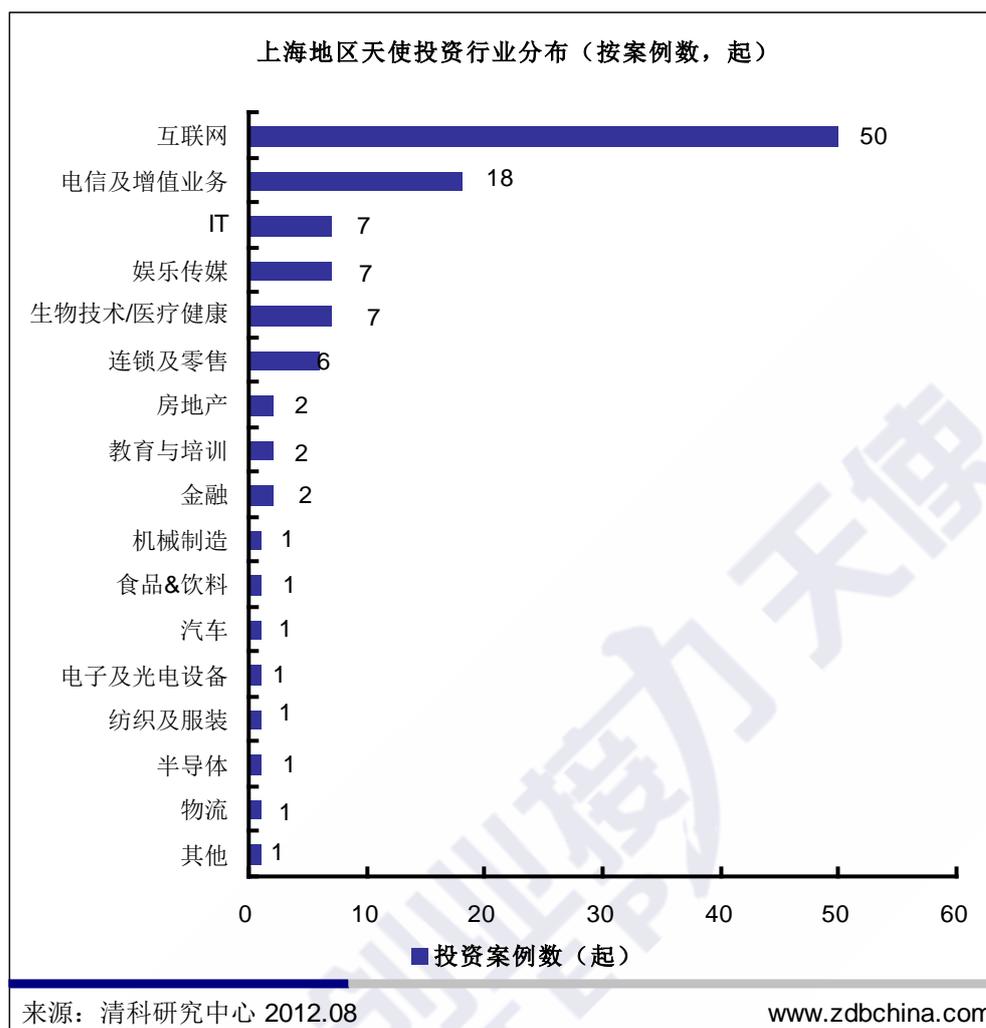


### 3.4 上海天使投资发展现状

根据清科研究中心不完全统计，截止到目前，上海地区共有各类天使投资 51 个，包括 37 名活跃天使投资人，7 支天使投资基金，7 家“天使+孵化”机构。其中 7 支天使投资基金已知管理资本量为 1.42 亿美元。

到目前，上海共有 109 家种子期企业获得天使投资，从获投企业行业分布上来看，同北京相同，位居前三位的同样是互联网、电信及增值业务、IT 行业，获投案例数分别为 50 起、18 起、7 起。

图 3.3.1 上海地区天使投资行业分布（按案例数，起）



### 3.5 我国政府对天使投资的支持

从行业监管来看，深圳市于 2009 年出台了全国首个天使投资人备案制度，经备案登记的天使投资人，其进行天使投资时，可以获得有关政府创业投资引导资金配投参股的间接投资。深圳市在出台的《深圳市科技和信息局天使投资人备案登记非行政许可审批和登记实施办法》中提出，对从事天使投资业务的个人进行备案登记，须有较强的经历实力和风险承受能力，个人资产超过 500 万元人民币，同时要有从事投资、企业管理和相关行业经验，具有天使投资案例或项目来源渠道。而从事天使投资业务的机构须在业内有具有较高知名度，具有较强风险承受能力，注册资本不低于 3000 万元。同时应有 2 年以上创投经验和相关经验人员管理。

从政府引导方面来看，社会各界对于政府引导资金关注初创企业和设立对应法规的呼吁

越发强烈。中国证监会前副主席陈耀先也指出：政府要发挥引导基金对早期创业企业的支持作用，同时要大力发展天使投资基金，让政府引导基金和天使投资基金引导 VC/PE 投资初创期企业。最早在 1999 年，经国务院批准，科技部成立了科技型中小企业技术创新基金，以扶持、促进科技型中小企业技术创新，通过无偿拨款、贷款贴息和资本金投入等方式扶持和引导科技型中小企业技术创新活动。其后各地纷纷设立引导基金，通过对于引导基金子基金投资项目阶段的限定，达到对早期投资的扶持作用。

2012 年，多支由政府出资的天使投资基金宣布成立，如成都高新区创业天使投资基金、重庆市青年创新创业天使基金、宁波市天使投资引导基金、洛阳市青年创业基金等。政府天使投资基金与政府设立的创投引导基金不同，多采取直接投资的模式，并在所投资企业 A 轮融资时实现退出，但与创投引导基金一样，政府天使投资基金已成为政府部门引导科技创新创业投资的重要形式。

除引导基金设立外，各地政府在天使投资政策引导上也不遗余力。2010 年 10 月，上海市金融办表示未来上海将大力推动各类新型金融发展，包括 PE、VC 等风险投资基金，尤其是天使投资参与投资新技术企业。而正在研究的适用于天使投资基金的相关政策，将参照海外成熟经验，提供相应的优惠政策，以鼓励引导更多的社会资金建立天使投资基金，投资并推动新技术产业发展。而华东地区，如无锡等地在出台高新技术企业扶持政策的同时也提出要对风险投资企业进行风险补偿，是当地在扶持早期投资方面实行较早的法规。重庆在 2012 年也制定了微型企业创业扶持政策，对于创业企业提供财政、税收、融资担保、行政费用减免的补贴政策。

在各地科技园区层面，除了相关法规，科技园区的建立和政府引导基金的建立也为推进天使投资在我国的发展起到了积极作用。全国各大科技园区，如广州天河科技园、中关村科技园、重庆渝北国家农业科技园区等，对入驻园区的科技企业进行孵化和扶持的同时，对对应的创投企业也给予了相应的优惠。分别在税收、入驻、吸引人才等方面给予企业奖励资金或者免去部分手续费，税费等方面发展早期投资行业。

## 4 天使投资的模式分析

### 4.1 天使投资的模式分析

#### 4.1.1 模式 1:天使投资人模式概述

天使投资人多指富裕的、拥有一定的资本金、投资于创业企业的专业投资人。在美国,《证券交易委员会 501 号条例》和《1993 证券法》D 条例中明确了“经鉴定合格投资者”的标准:投资者必须有 100 万美元的净资产,至少 20 万美元的年收入,或者在交易中至少投入 15 万美元,且这项投资在投资者的财产占比不得超过 20%。

在我国,深圳市科技与信息局于 2009 年 2 月 3 日出台了全国首个天使投资人备案制度——《天使投资人备案登记非行政许可审批和登记实施办法》<sup>6</sup>,规定从事天使投资业务的个人资产要超过 500 万元人民币,而从事天使投资业务机构的注册资本金应不低于 3,000 万元人民币,要有从事投资、企业管理或相关业务的从业经历和专业技能等。

按照投资目的不同,天使投资人可以分为财务收益型天使(financial return angel)和创业者型天使(professional entrepreneur angel)。财务收益型天使从事天使投资的目的是因为他们看好被投企业,认为这种投资可以带来很高的收益,投资行为为单纯的追逐财务收益。这类天使投资人一般是通过股市、房地产或继承遗产等方式积累了丰富资产的高净值个人,或者从事与创业企业不相关行业的专业人士,如医生、律师和工程师等。在我国,以及其他天使投资刚刚发展的新兴经济中,财务收益型天使投资人是天使投资的主流。创业型天使投资人很多自己就是成功的企业家,或者成功的企业管理人员,他们一方面也追求投资收益,同时也以一种创业者的心态从事天使投资,力图用自己的企业管理经验帮助创业者建筑他们的新兴企业。

按照投资经验划分,天使投资人可分为运营型天使(operational angel)和引导者型天使(guardian angel)。运营型天使投资人通常是或者曾经是被投资企业所在行业的龙头企业的高管人员,具有相关工作经验,但缺乏创业经验。引导型天使投资人既具有相关工作经验,又具有相关创业经验,是比较全面的天使投资人,能够对初创企业提供巨大的帮助。

<sup>6</sup> [http://www.sz.gov.cn/zfgb/2009/gb653/200906/t20090603\\_1133012.htm](http://www.sz.gov.cn/zfgb/2009/gb653/200906/t20090603_1133012.htm)

他们通常只投少量的创业公司，并且愿意投入大量的时间参与公司管理，指导管理团队如何发展公司。这类天使除追求经济回报外，在投资动机上还有许多非经济因素，如传授创业经验的渴望和从中获得的乐趣及激情。

目前我国天使投资人主要有两大类，一类是以成功企业家、成功创业者、VC 等为主的个人天使投资人，他们了解企业的难处，并能给予创业企业帮助，往往积极为公司提供一些增值服务，比如战略规划、人才引进、公关、人脉资源、后续融资等，在带来资金的同时也带来联系网络，是早期创业和创新的重要支柱。另一类是专业人士，比如律师、会计师、大型企业的高管以及一些行业专家，他们虽然没有太多创业经验和投资经验，但拥有闲置可投资资金，以及相关行业资源。

表 4.1.1.1 我国典型天使投资人

| 投资人          | 投资规模         | 占股比例    | 投资项目                                   | 投资风格                                      | 关注领域               |
|--------------|--------------|---------|--|---|--------------------|
| 雷军           | 平均 300 万     | 不详      | 多玩、UCWEB、拉卡拉、凡客诚品、米聊、尚品网、多看等十几个项目      | 不熟不投、深度介入                                 | 移动互联网              |
| Stephen Bell | 单笔不超 50 万人民币 | 20-25%  | 吐司网、睿琪软件、iMouse、分智、走走网、我信              | 以大学生或毕业 3-4 年后的青年人为投资对象，不参与管理、提供商业指导和关系网络 | 移动互联网、游戏、新媒体行业     |
| 谢冰           | 百万元左右        | 15-30%  | 岩浆数码、易居中国、雷士照明、傲天汇金、深白传媒等十几个项目         | 联合朋友一起投、不深度介入                             | 媒体、通信、科技、教育        |
| 周哲           | 100 万        | 不超过 25% | in street、兰亭集序、北信得实                    | 提供技术帮助，不参与管理                              | 互联网                |
| 许嘉荣          | 100 万左右      | 10%左右   | 拉手网、佳品网、中文在线、易宝支付、亿友网、锋众网、豆丁网、妈妈说、优士网等 | 不控股、不参与管理、做创业者的朋友和导师                      | TMT                |
| 杨镭           | 10-20 万美元    | 5-45%   | 拉手网、佳品网等 10 几个项目                       | 和创业者紧密合作、介入企业较深                           | 互联网、新媒体            |
| 陈清锋          | 百万元          | 50%     | 维客优品、MY 新品等近十个项目                       | 出创意、出投资                                   | 新能源 ODM、餐饮连锁、电子商务等 |
| 蒋锡培          | 百万元          | 不限      | Mysee、商机无限、奥思达生物等                      | 通过投资机构进行投资                                | 不限                 |
| 凌代鸿          | 100 万 -300   | 10%-25% | 新线科技等 10 多个项目                          | 投资是试错，对创业者                                | 互联网为主，             |

|     | 万元                     |         | 目   | 相对宽松                       | 兼顾新能源、医疗健康     |
|-----|------------------------|---------|---|----------------------------|----------------|
| 刘晓松 | 不详                     | 不超过 30% | 腾讯等   | 随心而投, 重视与创始团队沟通; 持有到最后才退出  | 互联网, 媒体相关行业    |
| 苏禹烈 | 20 万元                  | 35%     | Apothecary、紫藤桥传世功夫菜、真难吃到送餐、Ocean Grounds Café 等 8 个项目 | 提供外部资源支撑                   | 餐饮纵向产业链        |
| 王啸  | 200 万以内, 超过 200 万找人一起投 | 10%-25% | Masa Maso 等 7 个公司                                     | 易接纳技术型或产品型的人               | 消费领域的电子商务      |
| 徐子望 | 不详                     | 不详      | 一家人工皮肤公司、一家 3D 动画公司等                                  | 宽松型, 不干预企业经营管理             | 生物医药、文化创意等     |
| 杨振宇 | 200 万 -300 万           | 20%-30% | 九九维康网、星尚爱你网、益商网、恬愉健康、悦读网、Y-pad 等                      | 投年轻力壮有坚持的团队, 有对赌要求         | 媒体、互联网、旅游、健康领域 |
| 曾玉  | 不详                     | 不超过 33% | 漫动时空等   | 和创业者平等沟通, 1/3 的钱按个人兴趣投文化艺术 | 传媒、文化、互联网      |

来源: 清科研究中心 2012.08

www.zdbchina.com

#### 4.1.2 模式 2: 天使投资团队模式概述

对于个体天使投资人来说, 由于很多人除投资人的身份外还有自己本职工作, 他们会遇到以下几个问题: 项目来源渠道少, 项目数量有限; 个人资金实力有限, 难以分散投资; 时间有限, 难以承担尽职调查等繁琐的工作; 投资经验和知识缺乏, 投资失败率高。于是, 一些天使投资人联合起来, 形成天使俱乐部、天使联盟或天使投资协会, 每家有几十位天使投资人, 可以汇集项目来源, 定期交流和评估, 会员之间可以分享行业经验和投资经验。对于合适的项目, 有兴趣的会员可以按照各自的时间和经验, 分配尽职调查工作, 并可以多人联合投资, 以提高投资额度和承担风险。

在天使投资团队正式出现之前, 摆在天使投资人面前最大的挑战是与企业家之间的沟通。投资者与融资者之间存在较大鸿沟, 投资者要花费很大的精力和很多的时间寻找好的投资项目, 而创业者更是缺乏有效的融资渠道, 双方信息交流不畅使得很多具有潜力而没有资金支持的企业夭折。天使投资团队的创立为天使投资人带来众多益处, 大大推动了天使投资的发展。

- 天使投资团队建立了天使投资人与创业家交流的平台,促进了天使投资人和创业者的相互交流和沟通,提高了投融资双方的经济效益。
- 单独的天使投资人的项目来源有限,往往很难遇到高质量的具有投资潜力的优秀项目,而天使投资团队创立了一个天使投资人与创业者互惠的平台,天使投资团队不仅为天使投资人提供了更多的项目,而且提高了项目的质量。
- 天使投资团队的存在为天使投资人提供了学习、培训的机会,建立了天使投资人之间的交流平台。

为了便于会员的交流和合作,天使投资团队通常按照地域组织。有些天使投资俱乐部比较松散,会员只是定期开会交流新的投资项目,会员独立评估和投资。也有些天使投资俱乐部会员间合作相对紧密,会集成基金统一对外投资。无论是天使投资俱乐部,还是天使投资联盟或者天使投资协会,都是为天使投资人提供服务的组织。

有的天使投资团队是盈利机构,有的则是非盈利机构。根据美国天使投资协会在 2008 年开展的一项调研,在美国的天使投资机构中,接近一半的机构为盈利团队,而非盈利团队仅占总数的 35%,剩下部分则并未明确表明自己是否属于盈利团队。非盈利性天使投资团队的出现是由于天使团队具有推动当地经济发展的作用,如果以非商业组织的形式出现,会更容易的得到政府或相关机构的支持。其次,团体中的天使人希望能以个人身份进行投资,只是简单地需要一个公司实体来组织会议和其他活动。天使投资团队需要资金弥补成本,一些天使投资团队会通过组织各种活动和寻找赞助弥补成本支出,但会员费仍然是大多数团队最主要的资金来源。

美国的天使投资团队非常发达,有超过 300 家天使投资团队 (Angel Group) 遍布各州,其中有半数以上的天使投资团体联合起来,成立了天使投资协会,来促进相互之间的信息交换,也促进天使投资相关政策的发展。中国也有不少类似的天使投资俱乐部和天使联盟,比较典型的是上海天使投资俱乐部、深圳天使投资人俱乐部、亚杰商会天使团、K4 论坛北京分会、中关村企业家天使投资联盟等。

**表 4.1.2.1 我国典型天使投资团队**

| 名称         | 成立时间   | 所在地    | 简介                    |
|------------|--------|--------|-----------------------|
| 华南天使投资人俱乐部 | 2006 年 | 广东(除深) | 由华南理工大学,广州风险投资促进会等公司联 |

|              |       |    |  |
|--------------|-------|----|--|
|              |       | 圳) | 合组建  |
| 深圳天使投资俱乐部    | 2007年 | 深圳 | 隶属深圳市金融顾问协会, 主要成员包括深创投董事长靳海涛、A8音乐董事长刘晓松等                             |
| 上海天使投资俱乐部    | 2008年 | 上海 | 由上海创业基金会组织成立, 目前有活跃会员200余人, 定期举办项目投融资对接会等活动。                         |
| 中关村企业家天使投资联盟 | 2008年 | 北京 | 由柳传志、段永基、冯军、雷军、王文京等50位中关村三代企业家自发成立的联盟性组织。                            |
| 中国天使投资联盟     | 2009年 | 北京 | 由清华大学中国金融研究中心、清华大学中国创业研究中心、清华大学EMBA中心联合发起成立, 采用会员制管理, 首批天使投资人会员100名。 |
| 天府天使投资俱乐部    | 2011年 | 四川 | 四川第一家天使投资俱乐部, 投资关注四川优秀互联网项目  |

来源: 清科研究中心根据公开信息整理 2012.08

www.zdbchina.com

#### 4.1.3 模式3:天使投资基金模式概述

以个人为投资主体的天使投资模式, 无论是对初创企业的帮助还是自身的投资能力, 都有很大的局限性, 但由于天使投资人各具自己的优势, 如专业知识、人际关系等, 大家联合起来以团队或者基金的形式投资, 能够优势互补, 发挥更大的作用。于是, 随着天使投资的更进一步发展, 产生了天使基金和平台基金等形式的机构化天使。

机构化天使投资发展大约分为三个阶段: 第一个阶段是松散式的会员管理式的天使投资, 这种天使投资机构采用由会员自愿参与、分工负责的管理办法, 如会员分工进行项目初步筛选、尽职调查等。第二个阶段是密切合作式的经理人管理式的天使投资机构, 这种天使投资机构利用天使投资人的会员费或其他资源雇用专门的职业经理人进行管理。第三个阶段是管理天使投资基金的天使投资机构, 同投资于早期的创业投资基金相似, 是正规的、有组织的、有基金管理人的非公开权益资本基金, 天使投资基金作为一个独立的合法实体, 负责管理整个投资的机会寻找、项目估值、尽职调查和投资的全过程。

天使投资基金的出现使得天使投资从根本上改变了它原有的分散、零星、个体、非正规的性质, 是天使投资趋于正规化的关键一步。投资基金形式的天使投资能够让更多没有时间和经验选择公司或管理投资的被动投资者参与到天使投资中来, 这种形式将会是天使投资发展的趋势。

在美国和欧洲，天使投资基金已得到比较充分的发展，其财力、资源、团队能将一个初创阶段的公司带到很高的发展阶段，投资成功率要比个人天使投资高很多。在现阶段，中国个人天使投资还未得到充分发展，给了天使投资基金更多的发展机会，拥有更多的资金、更专业化的团队、更广泛资源的有组织的机构化天使将会成为发展潮流。

随着我国天使投资的发展，投资基金形式的天使投资在我国逐渐出现并变得活跃。一些投资活跃、资金量充足的天使投资人，设立了天使投资基金，进行更为专业化运作。比如新东方董事徐小平设立的真格基金、乐百氏董事长何伯全的广东今日投资、腾讯联合创始人曾李青的德讯投资等。此外，还有一些从外部机构、企业、个人募集而来的天使投资基金，他们跟 VC 形式类似，但基金规模和单笔投资规模更小，比如创业邦天使基金、青阳天使投资、泰山投资、联想之星创业投资等。

此外，一些天使基金会联合政府或高校，推出有针对性的、不以盈利为目的的基金对特定人群创业给予扶持。如上海市大学生科技创业基金会旗下的“天使基金”，就是具有公益性质的创业天使基金。该“天使基金”下设两种创业资助计划——创业雏鹰计划、创业雄鹰计划，旨在为高校毕业生、在校生的创业提供资金上的帮助，并给予相应的后续支持与服务。其中“创业雏鹰计划”是指基金会通过委托银行向创业企业发放免息免抵押的小额信用贷款，贷款期限为两年，本金的一半按月等额还款，另一半贷款期满后还款，单个创业项目的资助额度不超过人民币 10.00 万元，不需要创业者自筹资金。“创业雄鹰计划”是指由基金会与申请人等共同出资设立创业企业，并由代持机构持有创业企业股份。所资助项目需具有技术含量，或一定的商业模式创新，资助期三年，资助额度上限 30.00 万元，创业团队自筹资金需高于基金资助金额；资助期内，基金所占公司的股权不参与分红，在资助期满后，将按照原价退出绝大部分股权。

**表 4.1.3.1 中国典型天使投资基金**

| 名称           | 成立时间 | 基金规模  | 典型投资案例                          | 管理团队                    |
|--------------|------|-------|---------------------------------|-------------------------|
| 华创资本         | 2006 | N/A   | 宜信、易才、DHgate、亿美软通、狗民网、达内科技、富科瑞等 | 唐宁                      |
| 泰山天使创业基金     | 2008 | 数千万美金 | 优仕网、拉手网、喜事网、佳品网等二十余个项目          | 杨镭、Cornelius Boersch、陈亮 |
| 中国天使投资集团有限公司 | 2008 | N/A   | 移动书城、四月天、巨屏传媒、安芯数字、万盛农业等        | 徐志权、傅志民、黄伟坚、江启航、廖炯      |
| 青阳天使投资       | 2008 | N/A   | N/A                             | N/A                     |

|                   |      |           |  |                |
|-------------------|------|-----------|--|----------------|
| 真格基金              | 2010 | N/A       | 兰亭集势、聚美优品等   | 徐小平            |
| 北京富汇天使高技术创业投资有限公司 | 2010 | 2.5 亿元人民币 | 立购网、成都英泰力、聚我科技、融信恒通  | 曾军、林海音、彭开臣、刘英伟 |
| 天使湾               | N/A  | N/A       | V2EX、百步淘、外卖库、图兜、奥索、易客、扇贝、趣物语、捉婚、360doc、洋码头、Blogcn、E 都市、联商网 | 庞小伟            |

来源：清科研究中心 2012.08

www.zdbchina.com

## 4.2 天使投资典型案例分析

### 4.2.1 模式 1:天使投资人-Ron Conway

Ron Conway 是美国硅谷著名天使投资人，从事天使投资事业超过 15 年。他在硅谷拥有非常广泛的人脉，被称为“硅谷教父”。他的第一支基金募集于 1998 年并获得了 7 倍的回报。Ron Conway 曾担任 Baseline Ventures 的合伙人，2005 年后离开该公司的运营，以个人身份直接进行投资。到目前为止，Ron Conway 总共投了 500 多家企业，著名的包括 Google, PayPal, Twitter, Facebook 等，其投资成功率达 66%。

Ron Conway 除个人从事天使投资外，还成立了一个小型天使基金公司——SV 天使 (SVAngels)，重点以企业团队能力和技术发展潮流为方向进行投资。SV 天使利用小而精的三人团队，将时间分配给成长最好的公司。Ron Conway 的投资得到被投企业的认可，被认为是“一个真正的教练、帮助者”。

#### (1) 个人履历

Ron Conway 不是一个技术人员，但是在技术领域拥有多年的经验。他毕业于圣何塞州立大学政治学专业。之后于 1973 年开始他的职业生涯，在美国国家半导体公司从事各类电子半导体元件的市场营销工作，并很快就在汽车半导体销售方面领先。6 年后，他以联合创始人、主席和 CEO 的身份在 Altos Computer Systems 工作达 11 年，公司主要从事早期计算机多人操作系统研究。其间于 1982 年，他将 Altos 成功推出上市。之后，他又于 1991 年至 1995 年期间在 Personal Training System 公司任 CEO。该公司为消费者提供专业个人健身训练咨询和数据分析等服务。公司后被 SmartForce/SkillSoft 收购。后来 Ron Conway

又先后担任了 Ben Rosen 的合伙人和 Compaq 的主席。1998 年, Ron Conway 投资 3000 万美元设立了 Angle Investors LP 基金, 主要针对位于旧金山湾区的早期公司进行投资, 主要关注互联网、电子商务和信息技术行业, 其中 Google, Paypal 和 Facebook 都有获得该基金投资。该基金于 2005 年关闭, 之后 Ron Conway 开始进行个人投资并于 2009 年设立 SV Angle LLC 并开始专注于实时网络领域, 并投资了 topsy、twitter 等企业。

## (2) 投资履历

在 Ron Conway 早期的投资中, google、paypal 等企业给他带来了丰厚的回报使得即使在 .com 互联网泡沫达到顶峰的时候, 他依旧可以获得较大的回报率。这样的经历也为他的投资风格奠定了基础。他认为, 在经济萧条时期更应该投资新兴企业, 因为在这样的市场下, 竞争者更少、市场大、投资成本低而获得的回报则相对较高。从 2005 年起, 他投资了超过 200 个新兴企业, 其中的一些项目已经产生不错成绩: 他在 2005 年投资的 Digg 公司已经拥有 4000 万活跃用户; 2009 年, Ron Conway 投资的两个企业 Mint.com 和 Zappos 分别被 Intuit 和 amazon 以 1.7 亿美元和 8.5 亿美元收购。而在次年, Google 宣布以 7.5 亿美元的价格收购 Ron Conway 早期投资的 Admob。Ron Conway 所投资这些的企业都与互联网有密不可分的联系。

## (3) 投资策略

- 拟定战略方向, 拉拢专家共同投资, 依靠专业人士分析进行判断; 同时利用个人网络为投资企业发展服务。
- 广撒网, 每天接触多个团队, 快速决策, 每笔投资金额少; SV Angle 每天会收到 5 个合格项目, 而他平均每月会向两到三个企业进行投资, 每笔投资大约在 10-15 万美元左右。
- 选择重要的技术、产品趋势。
- 投合适的人, 喜欢投资年轻人。遵循的投资理念: 团队第一, 创意第二。 Ron Conway 在投资的基础上会着重于对企业家进行指导并给予经营建议, 而对产品的使用和测试关注度较低, 同时很少使用所投公司的产品。
- SV angle 会首先筛选出信任关系网中推荐的企业, 并首先与公司进行面对面的会谈, 然后对有潜力的企业进行评估选择, 之后再投资。

Ron Conway 评判一个企业是否值得投资的标准基于该企业是否与七类有广阔前景的发展性领域相联系，分别是社会发展趋势、实时服务、地域性服务、城市企业家、移动行业、快销和基于消费者行为的交易。这些领域相互关联，其中包括诸如实时数据服务、社交网络服务、快闪营销等细分行业。其中城市企业家这个领域的代表企业如 Twitter 和 foursquare。这些企业的内部资源即是企业家本身，这些企业家通过科技工具所创造的新商务、新行业的革新是这个领域的核心价值。

#### (4) 投资实例

Twitter (推特) 是 Ron Conway 投资的企业中比较典型的一个。推特成立于 2006 年的旧金山，是一个提供社交网络和微博服务的服务商，支持 28 个语言版本。它主要利用无线网络、有线网络、通信技术来使客户之间进行实时通信。它允许用户将自己的最新动态和想法发送给其他客户终端，包括个人和网站等。起初，推特以迅捷的服务成为南加州网民寻求聚会的最佳途径，而后逐渐发展成全球微博服务领域的先驱和领导者。公司全球拥有注册用户超过 5 亿，其中 70% 的流量来自于美国以外地区。2009 年推特拒绝了 google 价值 5 亿美元的收购计划。截止目前，其现金流主要来源是向品牌企业收取认证费，并计划向个人用户收取部分相关费用。

#### 4.2.2 模式 1: 天使投资人-薛蛮子

薛蛮子生于 1953 年，家庭背景显赫，被奇虎 360 董事长周鸿称为“中国天使投资第一人”。他从事投资行业多年，2001 年抛售了 UT 斯达康的股票，结束了美国的地产生意，回国专注于国内天使投资，成为中国最为活跃的个人天使投资人之一。他投资过的企业包括中国电子商务网 8848、265、中华学习网、汽车之家、雪球财经、泡泡网、黑黛增发、酷盘、PCPOP 等。有资料显示，薛蛮子于 2010 年以后成功退出的项目总价值高达 15 亿美元，同时仍有 20 个左右在投项目，年化收益率高于 100%。

##### (1) 投资履历

在薛蛮子的投资生涯中，UT 斯达康是薛蛮子最经典的投资之一。1991 年 6 月，宇通

公司创始人王祖光因公司经营不善，找到薛蛮子，希望其能将公司买下。善于抓住投资机遇并利用资源的薛蛮子为王祖光购买机票到西雅图见面。经过回国考察，中国潜力巨大的电话用户市场使薛蛮子决定同其读书时认识的台湾人陆弘亮一同买下王祖光的公司，改名为 Unitech。公司在其后很快成为中国当时领先的通信设备硬件厂商之一。在这家公司，薛蛮子投入 25 万美元，只投资并不介入运营。1995 年，在 Unitech 创始人之一黄晓庆倡议下，Unitech 与当时国内通信软件领域领先厂商 Starcom 以双方各 50% 的股份合并为 UT 斯达康。2000 年 3 月，UT 斯达康在纳斯达克上市，带给薛蛮子 1.25 亿美元回报。另外，2006 年，他以 100 万美元投资李想的汽车之家，三年后，澳大利亚电讯公司决定并购汽车之家后，汽车之家价值已达数亿。而薛蛮子投资的“雪球财经”已于 2011 年获得红杉资本 250 万美元的融资。而他投资的云储存服务商“酷盘”也于 2011 年获得 2000 万美元由 DCM 领投的 B 轮投资。

## （2）投资策略

**投资标准：**薛蛮子的投资逻辑是“先看人”，总体有五大标准：（1）创业者对事情本身的兴趣和痴迷是否远远大于金钱。（2）判断创业者的道德标准，对亲人、朋友的态度如何。（3）创业团队的凝聚力高低。（4）所在行业是否是朝阳产业，未来发展前景如何。（5）项目的规模化前景，即项目本身的模式和扩张性如何。

另外，薛蛮子投自己能看懂的项目，选择能看清楚商业模式的，具有成长性和巨大需求的朝阳项目。对于项目本身，薛蛮子认为企业成功，首先一定要有技术门槛，第二要有巨大的用户群，第三要有好的执行力，能够有很快的营销方法，迅速做大。

**投后管理：**天使投资人的投后管理风格可分两类：一种是“放养式”，即将资金投入企业后，不会对企业过多干预，完全依靠企业获得投资后自身努力发展；一种是“圈养式”，深度参与天使投资。薛蛮子即属于前者，投资项目后，不会太多参与企业管理。不过，在与被投人的关系维护上，他把被投人当做是合作伙伴，不仅会在企业和工作上给予支持，对于被投人的个人生活方面也应给予照顾，以保证被投企业的正常成长。

## （4）投资实例

汽车之家是薛蛮子投资中的代表企业之一。汽车之家成立于 2005 年 6 月，是基于互联

网的汽车营销平台，为用户提供买车、用车、养车及与汽车生活相关的全程服务。目前汽车之家日均覆盖人数超过 500 万，月覆盖人数超过 7000 万。汽车之家主要利用自身客户资源为汽车制造商提供网络营销服务以赢利。其客户包括宝马、丰田、上海通用在内的各大汽车制造商。目前汽车之家已经把网站平台向电子产品拓展。

#### 4.2.3 模式 2:天使投资团队-K4 论坛

Keiretsu Forum (K4 论坛) 天使投资联盟是世界最大的天使投资网络之一，拥有 20 家分会，遍及从起源地硅谷到南加州、太平洋西北部、丹佛、北京、巴塞罗那和伦敦等世界各地，超过 850 名合格的会员。自 2000 年成立以来，K4 论坛对在生命科学、卫生保健、消费品生产、房地产开发等多项十分具有潜力的项目中的 260 家公司投资了 2 亿美元。在美国，K4 的盈利主要通过会员支付的年费和项目方支付的路演演讲费。

K4 论坛的会员资格只能通过邀请取得，其论坛会员均为符合法律要求的合格投资者。其会员有机会在每月的申请方案和 K4 论坛中筛选优质的、多种多样的投资机会；能够跨越相互影响的多个行业扩展关系；各分会的会员还可以进行商业合作，并分享社会关系，有机会广泛结识很多成功的企业家；会员可以参加 K4 论坛委员会体系的活动，建立并加强各种互信关系。

K4 论坛于 2004 年建立了面向投资者的 K4 论坛学术协会，目标是为会员提供投资方面的教育培训，涉及议题包括天使投资财务和法律方面的尽职调查、早期公司估值、股份所有权、股价和稀释等问题，同时帮助新会员迅速取得进步并认识论坛其他会员。此外，举办了面向企业家的 K4 论坛学术会议，给论坛予以投资的企业 CEO 提供学习的机会，以便使公司利润增长最大化，同时，也是他们讨论并回应公司的早期领导人遇到的问题平台，为 K4 论坛所投资的公司之间开展合作并支持彼此的发展提供一个平台。

##### (1) 项目筛选标准

K4 论坛拥有“申请筛选委员会”，建立了对申请公司的多重评估标准，主要标准如下：

- **管理团队** 具备完整的团队，团队具有相关经验

- **市场机会** 市场大小、增长率、主要竞争者、市场覆盖面
- **公司发展战略** 公司拥有的竞争优势（如价格、专利、物流周期等）、公司在发展中是否曾解决过重要的问题
- **技术** 技术风险水平、制定原型的时间
- **财务状况** 未付贷款、现金水平、四个季度结账日的汇票、资产折现时间和方式
- **知识产权** 申请和授予的专利数量、专利的范围和强项、拥有的许可证
- **提议的交易情况** 要求的金额、投资前的估价、投资后的估价、条款

## （2）投资流程

### ➤ 陈述性演讲

希望获得 K4 投资的公司一般需要申请到 K4 论坛进行陈述性演讲，具体流程包括：

- **填写论坛讲演材料表**
- **委员会预筛选** 由 K4 论坛软件委员会、卫生保健/生命科学委员会、房地产委员会、电讯委员会、传媒/娱乐、自动化&仪表制造委员会、食品&饮料、社会投资委员会、能源委员会对提出申请的项目实施筛选，根据委员会的推荐，最后 7-10 家被选中公司可参加申请方案筛选程序的陈述性演讲。
- **申请方案筛选** 论坛安排申请公司进行约 7 分钟的核心陈述、8 分钟的问题回答，在所有企业家完成陈述性演讲后，筛选委员会选定 3-5 家公司向整个论坛做陈述性演讲。
- **K4 论坛会议** 在筛选中被选中的公司向整个论坛发表陈述性演讲，在各企业家都完成陈述性演讲之后，各会员在兴趣调查单上以签名的方式表达其对某公司投资是否有兴趣。企业家离席后，论坛会员将对这些公司进行讨论。

### ➤ 审慎性调查

K4 论坛会员对有兴趣投资的公司进入审慎性调查阶段，会员之间相互协作开展尽职调查。通常，由一到两个会员在审慎性调查阶段起领导作用，并且负责与公司进行协商等事宜，对每一个项目都进行严格评估。论坛会员在审慎性调查过程中合作，但决策权仍然掌握在投

资者自己手中。K4论坛在投资过程中不干涉、不参与投资决策。

### ➤ 多个分会的投资

在一个公司已经向距离它最近的论坛分会做了陈述性演讲,并且已经得到了来自此分会的会员的投资兴趣引导后,这个公司还可以向其它分会做同样的陈述性演讲。各分会的会员开展各自的审慎性调查,做出各自的投资决定,然而,他们因共享审慎性调查而大大受益。通常, K4论坛会员投资范围在20万-250万美元之间。

#### 4.2.4 模式3:天使投资基金-真格天使基金

真格天使基金由新东方教育集团创办人之一的徐小平创立于2006年。当时徐小平找到了同在新东方的王强合伙投资,由徐小平进行管理。最初真格基金均是以非机构名义进行投资,旨在鼓励青年人创业创新。继新东方为莘莘学子筑起出国留学的桥梁,真格基金希望能为海外学子搭建起归国创业的彩虹,帮助国内外有理想的青年人一起实现他们的创业梦想。徐小平共投资了80余个项目,包括世纪佳缘、聚美优品、兰亭集势等。

2011年11月,真格基金与红杉资本中国基金正式成为战略合作伙伴,双方各出1500万美元组成新的真格天使基金。真格天使基金由此开始了机构化的道路,步入全新的ZhenFund 2.0时代,投资领域主要涉及电子商务、移动互联、教育培训、娱乐媒体等广泛领域。与徐小平个人投资模式不同,新的真格基金除了为每家种子期企业提供10-15万美元的投资之外,还会为敢于创业的大学生提供寒暑假实习班,了解创业相关领域,并举办论坛、商业企划大赛等活动帮助大学生与企业家投资者进行交流。

##### (1) 投资履历

真格天使基金创始人---徐小平,是新东方教育科技集团董事、新东方文化发展研究院院长。他1983年毕业于中央音乐学院。1987年,他随着中国第一波出国大潮留学于美国俄亥俄州。其后定居于美国和加拿大,并于1993年回国创业。1996年,徐小平接受俞敏洪邀请加入专门针对留学生英语培训的学校---新东方,并建立创业实验田---新东方咨询处。2001年,由于在公司发展上产生分歧徐小平离开新东方从事写作,次年徐小平又回到新东

方。随着 2006 年新东方成功上市，徐小平逐渐转卖持有的 10% 的新东方股份，并开始转向资助青年人创业，创立了真格基金。2010 年，曾经作为新东方老师的他辗转北美各大名校进行了名为“中国创业故事和天使投资机会”的演讲，鼓励海外留学生回国创业。

2006 年，在徐小平投资初期，由于缺少经验，他和真格基金经历了发展的阵痛期。直到 2008 年，随着兰亭集势获得 A 轮风险投资，企业整体估值较徐小平投资时期增长了 20 倍，真格基金慢慢走向了发展的道路。目前，徐小平投资的 30 多个项目总估值已超过 10 亿美元。

## (2) 投资策略

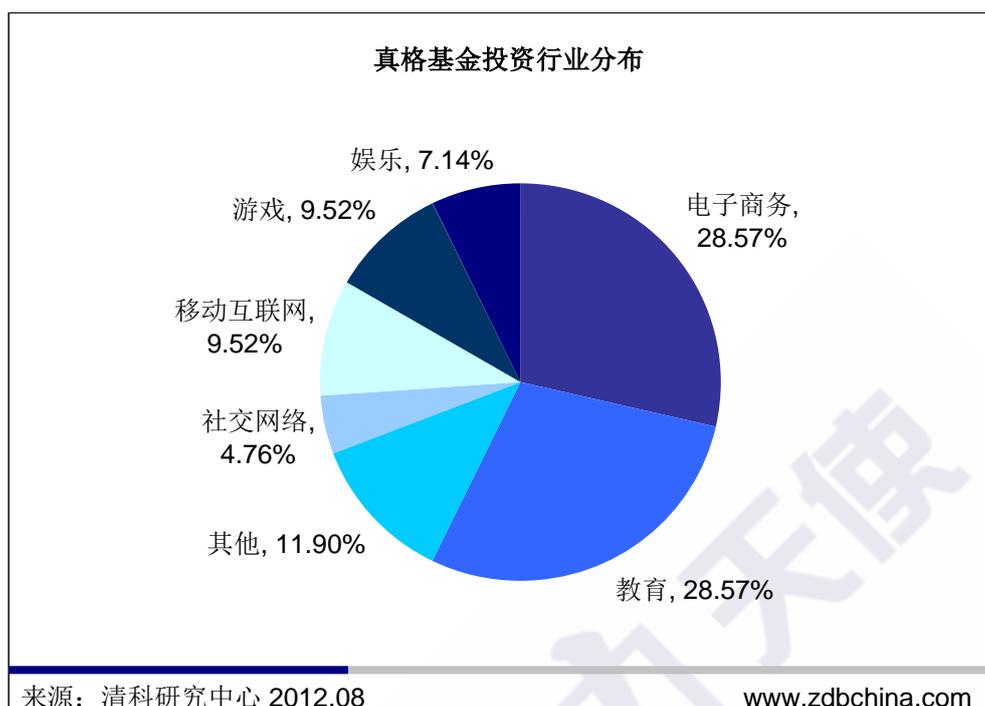
徐小平的投资可以用两个字概括：识人。他把天使投资看作是对创业者的爱。他认为，很多时候投资与否的标准就是凭自己的直觉判断这个“人”能否让自己激动和感动。徐小平的感动分为几个方面，创业者的自信与理性、踏实的作风、对所创事业的狂热和对人的真诚。除此之外，他对有完善的创业团队的被投者更加看好。

另一方面，徐小平的投资同样是以广撒网为主。与大多数天使投资人只投熟人不同，他投资了很多陌生人。他认为信任与承诺是投资中必不可少的组成部分。他在极大程度上给予被投者充分的信任。并无条件地给予投资，这在大多数天使投资者中比较少见。同时，徐小平在投资完成后，对企业和项目过问较少，不会太多干涉和介入企业的发展与运营。

**投资风格：**（1）投资判断非常感性，很多时候投资与否的标准就是凭自己的直觉判断这个“人”能否让自己激动和感动。（2）与其他大多数天使投资人“只投熟人，不熟不投”不同，他投资了很多陌生人。（3）投资完成后对企业和项目过问较少，不会太多干涉和介入企业的发展与运营。

**投资行业：**截止 2011 年 11 月，真格基金投资了 80 家公司，投资领域主要涉及电子商务、移动互联、教育培训、娱乐媒体等，覆盖范围较为广泛（如下图所示）。

图 4.2.4.1 真格基金投资行业分布



**投资节奏：**在他的计划中，未来十年，每年至少投资 20 家企业，平均每家投资约在 25 万美元。

**投后管理：**徐小平在投资项目的投后管理方面，同样是“放养型”，甩手掌柜，不干预创业者的决策。但是当被投资公司出现问题时，徐小平也会参与进来。

**退出方式：**徐小平对于投资的项目，会等到企业上市或是被清盘而离场，中间绝不退出。其投资案例中，世纪佳缘已经上市，有部分企业已启动上市或准备上市，也有企业已经完成第二轮或第三轮融资。

### (3) 投资实例

就目前来看，世纪佳缘是徐小平最为成功的投资之一。佳缘国际有限公司（“世纪佳缘”）由复旦大学新闻系研二女生龚海燕于 2003 年 10 月创建，以互联网为平台向单身客户提供线上及线下的婚恋交友服务。并于 2011 年在美国纳斯达克全球精选市场上市（代码:DATE）。网络红娘是一个新兴的商业领域，世纪佳缘以建立严格的身份认证机制和会员投诉机制为单身客户提供优质服务，并与国内 30 家电视台和媒体建立战略合作关系。其盈利模式主要向注册用户收费以提供定制服务。目前，世纪佳缘已有 6300 万注册用户。

### 4.2.5 模式 3:天使投资基金-联想之星

联想之星成立最早可以追溯到 2007 年,对于“科技成果转化难”的共同思考,使得联想控股有限公司董事长兼总裁柳传志先生和中国科学院院长路甬祥先生一拍即合。柳传志先生认为制约科技成果转化的因素大体有三个:机制、观念和人才。在这其中,人才问题,特别是科技创业型 CEO 的发现和培养是科技成果转化的重点和难点。而在这个方面,联想从 1984 年开始的创业发展经历、从 2001 年开始在中国本土开展风险投资业务的经历,使得联想在如何发现和培养 CEO 方面恰好拥有独到的认识,也积累了丰富的实践经验。2008 年,由路院长和柳总共同动议发起成立联想学院,旨在对科技成果转化寻求实质性突破,解决人才瓶颈。联想之星“CEO 培训班”就是联想学院目前开设四个层面的培训班其中之一,由联想控股主办,专门针对科技创业领军人才进行发掘和培育。同时,联想之星设立了 4 亿元人民币的天使投资基金。作为联想三大核心业务部的孵化器投资部,联想之星关注行业覆盖了先进制造(新材料、清洁能源、节能环保等)、医疗健康、媒体通信等行业。联想之星将通过“创业培训+天使投资”的方式,全方位扶持科技创业。其投资企业包括网康科技、优逸网络、派格生物医药等。

#### (1) 投资历程

截止到 2012 年上半年,联想之星已经拿出 2 亿元人民币投资了天津微纳芯、中科润美、苏州派格生物等约 30 个企业。在联想之星对初创企业的投资中,50%的资金作为发起资金帮助创业者成立公司,处于比较早期阶段。其所投资企业个别已获得 A 轮融资,尚未有退出企业。联想之星的管理者包括联想集团创始人之一的柳传志,陆刚、康旭东等资深投资者。并拥有信息工程、心理学、医疗系统、生物学等领域的创业家和行业专家。联想之星在投资企业的同时,依托联想集团的强大网络和资源,为被投企业提供管理支持、行业资源等一系列服务。与个人投资者不同,机构天使投资者拥有较丰富的人力资源,联想之星把团队分成三个小组,分别对不同领域进行长期研究、跟踪趋势并完成行业研究和产业化研究。同时,联想之星还与高新技术园区、风险投资商和人力资源、财务、法律等社会商业服务机构展开合作,为企业提供高质量增值服务。

#### (2) 投资策略

联想之星的天使投资仍然是针对创业家、科学家为主，并配以好的团队。单笔投资额大多在 1000 万元人民币以下，占股 10%-30%。联想之星的投资方式主要是以创业家学员培训班的方式进行，学员报名参加联想之星开设的培训班，联想之星再从中选择潜力项目进行投资。到目前为止，联想之星的创业家学员培训班已开设 4 期，每期跨度为一年。培训学员 270 人。联想之星的投资带有很强的公益性色彩，参加培训的创业家不用花费除交通费以外的任何开支即可听到商业领域知名人士的讲解。培训服务包括企业核心班子的建立、企业文化的发展、总裁培训和制定发展战略等。同时天使投资的回报将会再次用于天使投资项目。

**投资策略：**自成立以来，“联想之星”天使投资基金已完成了数十个项目、总额 1.5 亿元人民币的投资。投资行业覆盖 TMT、新材料与节能环保、生物技术、医疗健康等。这些投资专注于种子期和极早期，超过 50% 的项目在投资时还没有成立公司，绝大多数项目还没有销售收入；已投中超过 60% 来自特训班学员。

图 4.2.5.1 联想之星投资时企业成立年限

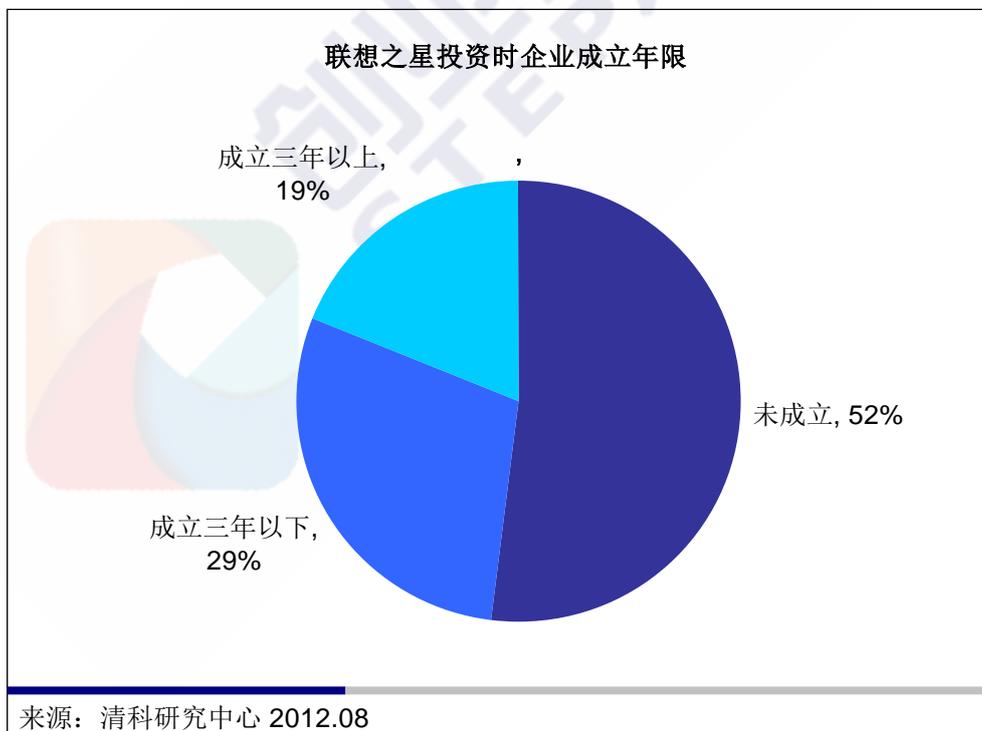
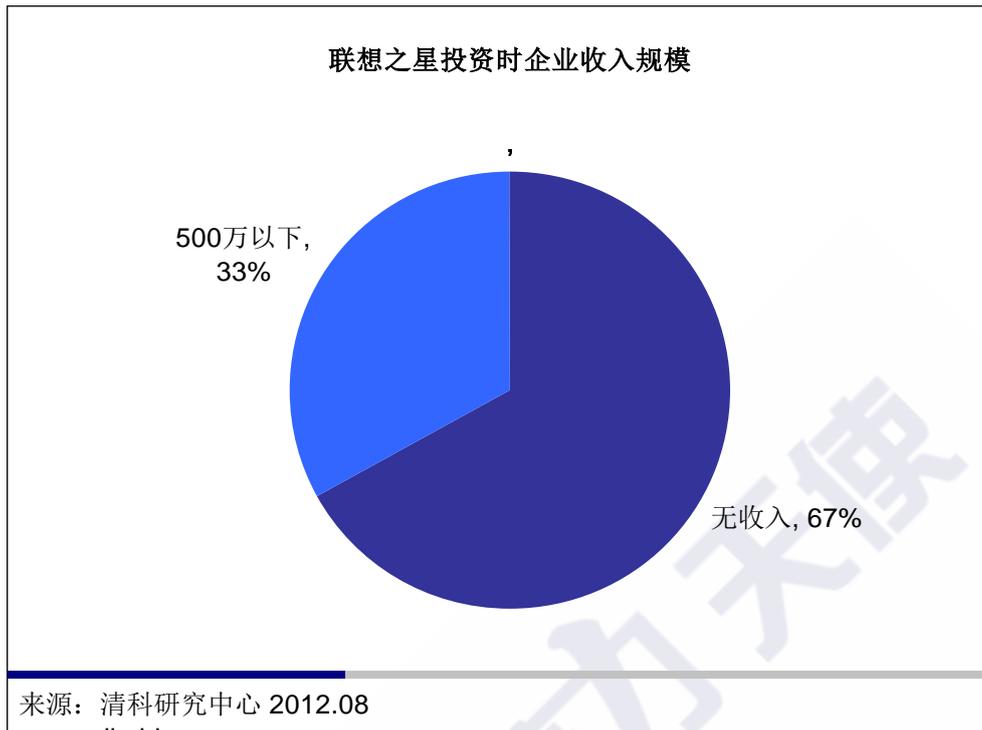


图 4.2.5.2 联想之星投资时企业收入规模



**投资行业：**关注科技类创业项目，涉及医疗健康、TMT、移动互联、生物科技、新能源、新材料、节能环保等多个领域。

**增值服务：**联想之星天使投资是一家积极的投资机构，通过联想积累的管理和投资经验，为创业者带来更多的价值。除了为被投企业提供个性化的辅导之外，还结合“联想之星创业 CEO 特训班”的相关资源，为被投企业提供培训、管理支持、行业资源等一系列的增值服务。

### (3) 投资实例

广州优逸网络科技有限公司创始人刘亚梅为联想之星创业 CEO 特训班第三期学员。2011 年获得联想之星投资。广州优逸网络科技有限公司成立于 2007 年 3 月，是互联网账号保护服务提供商，运用凭借自主研发、类型全面的优逸密保身份认证系统，为金融行业、电子政务、网络游戏、电子商务、企管系统和软件应用等领域，提供专业的身份认证产品和解决方案。公司已通过 ISO9000 认证，取得国家密码管理局授予的《商用密码产品生产定点单位证书》、公安部《信息系统安全专用品销售许可证》、国家版权局《计算机软件著作权证书》，密保产品取得了 CE 认证，拥有多项技术专利。其产品包括密保认证系统、云认证服务等以提供网上银行解决方案、证券交易解决方案、电子商务/政务解决方案、企业应用

解决方案和网络游戏解决方案等。其服务对象包括巨人网络、爱建证券、华创证券、方正集团等。



创业接力天使  
STEP

## 5 孵化器的模式分析

### 5.1 孵化器模式概述

孵化器，有广义与狭义之分。广义的孵化器主要指有大量高科技企业集聚的科技园区，如深圳南山高科技创业园区、陕西杨陵高科技农业园区、深圳盐田生物高科技园区等。狭义的孵化器是指，一个机构围绕着一个或几个项目对其孵化以使其产品化。

二十世纪五十年代，孵化器起源于美国，伴随着新技术产业革命兴起而发展起来。企业孵化器在推动高新技术产业的发展、孵化和培育中小科技型企业，以及振兴区域经济、培养新的经济增长点等方面发挥了巨大作用，引起了世界各国政府的高度重视，孵化器也因此在全世界范围内得到了较快的发展。在欧洲，企业孵化器也被称为“创新中心”。

在我国，根据科技部办公厅 2010 年印发的《科技企业孵化器认定和管理办法》，孵化器的主要功能是以科技型创业企业为服务对象，通过开展创业培训、辅导、咨询，提供研发、试制、经营的场地和共享设施，以及政策、法律、财务、投融资、企业管理、人力资源、市场推广和加速成长等方面的服务，以降低创业风险和创业成本，提高企业的成活率和成长性，培养成功的科技企业和企业家。创业孵化器多设立在各地的科技园区，为初创的科技企业提供最基本的启动资金、便利的配套设施、廉价的办公场地、甚至人力资源服务等，同时在企业经营层面，给予被投资的公司各种帮助。

全世界最为知名的孵化器为美国硅谷的 Y Combinator，它不仅吸引了很多知名的天使投资人加入，其中孵化出的初创公司基本被超级天使或 VC 大力追捧和争相投资。除此之外，还有纽约市的高科技孵化器 Betaworks，横跨欧美的 Seed Camp 等。国内的孵化器在现阶段有一定的发展，但并不充分，典型代表是李开复成立的创新工场、北京中关村国际孵化器有限公司、中国加速(Chinaccelerator)等。

我国孵化器可分为高新区系列、科技系统系列、大学科技园系列、民营孵化器系列、留学生创业园系列。截至 2011 年底，全国各类科技企业孵化器超过 1000 家，孵化器总面积超过 3000 万平方米，在孵企业超过 6 万家，从业人员达到 126 万人，累积毕业企业数近 4 万家，工业总产值 14.03 万亿元人民币，净利润达 1.10 万亿元。2011 年，孵化企业出口创

汇额达到 4521 亿美元，上缴税费 7379 亿元人民币。其中，上海市有孵化器 73 家，包括国家级孵化器 18 家，专业孵化器 41 家，另有国家级大学科技园 11 家。孵化面积超过 120 万平方米，在孵企业超过 4,000 家，就业人数 33,000 余人，已经形成了网络化、专业化、国际化的格局。

表 5.1.1 科技企业孵化器主要经济指标（2004-2011）

| 年份   | 孵化器数量(个) | 场地面积(万平方米) | 在孵企业数(个) | 在孵企业人数(万人) | 累积毕业企业(个) | 工业总产值(亿元) |
|------|----------|------------|----------|------------|-----------|-----------|
| 2004 | 464      | 1515       | 33213    | 55         | 11718     | 44616     |
| 2005 | 534      | 1970       | 39491    | 72         | 15815     | 55781     |
| 2006 | 548      | 2008       | 41434    | 79         | 19896     | 71841     |
| 2007 | 614      | 2270       | 44750    | 93         | 23394     | 95912     |
| 2008 | 670      | 2316       | 44346    | 93         | 31764     | 96546     |
| 2009 | 772      | 2901       | 50511    | 101        | 32301     | 93319     |
| 2010 | 894      | 3044       | 56382    | 118        | 36485     | 119022    |
| 2011 | 1034     | 3472       | 60936    | 126        | 39562     | 140339    |

来源：科学技术部火炬高技术产业开发中心 2012.08

www.chinatorch.gov.cn

## 5.2 天使投资与孵化器的比较分析

天使投资与孵化器有着如下共同之处：

- **投资目的一致** 二者的投资目的均为通过投资和服务把企业做大，然后通过适当的退出方式实现投资回报。
- **投资阶段相同** 二者均关注种子期和初创期企业投资，承担高度的技术、财务、市场、管理风险，从企业成长中获利。
- **退出方式基本相同** 退出方式主要为公开上市、兼并收购、企业回购等。

作为两种商业模式，天使投资和孵化器各具特点，无法互相替代，主要区别有：

- **主体性质** 天使投资是个人投资行为，不受场地约束，无需相关部门认可，具有隐私性；孵化器是一种社会经济组织，有共享空间，享有优惠政策，需要在相关部门注册，接受社会监督。
- **追求价值** 天使投资主要追求资本的提升；孵化器追求的是企业自身价值的提升和空间价值的提升，营造集聚效应。

- **营利性** 天使投资具有强烈的盈利要求;部分政府推动的孵化器兼具营利性和非营利性。
- **关注阶段** 天使投资主要关注种子期;孵化器关注企业从创建到毕业以及毕业后的孵化全称。

### 5.3 “天使+孵化”模式概述

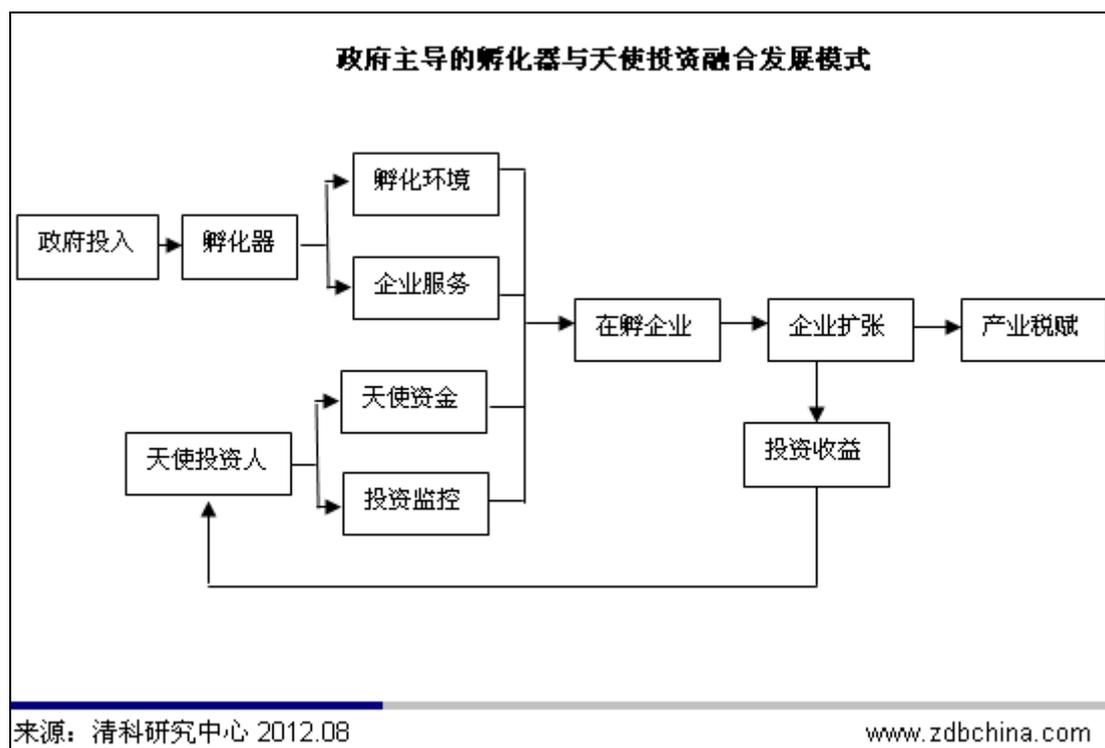
通过对天使投资和孵化器的异同点分析,可以看出,二者各具特色,具有协同发展的可能性。若二者融合发展,那么对创业企业将会有很大帮助。首先,在孵化器提供的资金不能满足入孵企业对资金需求的条件下,可借助天使投资,缓解企业资金面需求。其次,孵化器吸引了大批创业企业,天使投资如果在孵化器中挑选企业,客观上能够减少其寻找项目的时间和成本,提高市场效率。此外,孵化器可充当创业者和天使投资人之间的媒介,通过提供服务来提高企业的管理水平,降低创业企业管理风险,从而降低天使投资风险。

目前孵化器与天使投资融合发展主要有两种模式:

#### 一、政府主导的孵化器与天使投资融合发展模式

政府主导的孵化器是非营利性的社会公益组织,组织形式大多为政府科技管理部门或高新技术开发区管辖下的一个事业单位,孵化器的管理人员由政府派遣,运作经费由政府全部或部分拨款。在这种模式下,孵化器以优惠价格吸引天使投资机构入场,充当天使投资与创业企业之间的媒介。

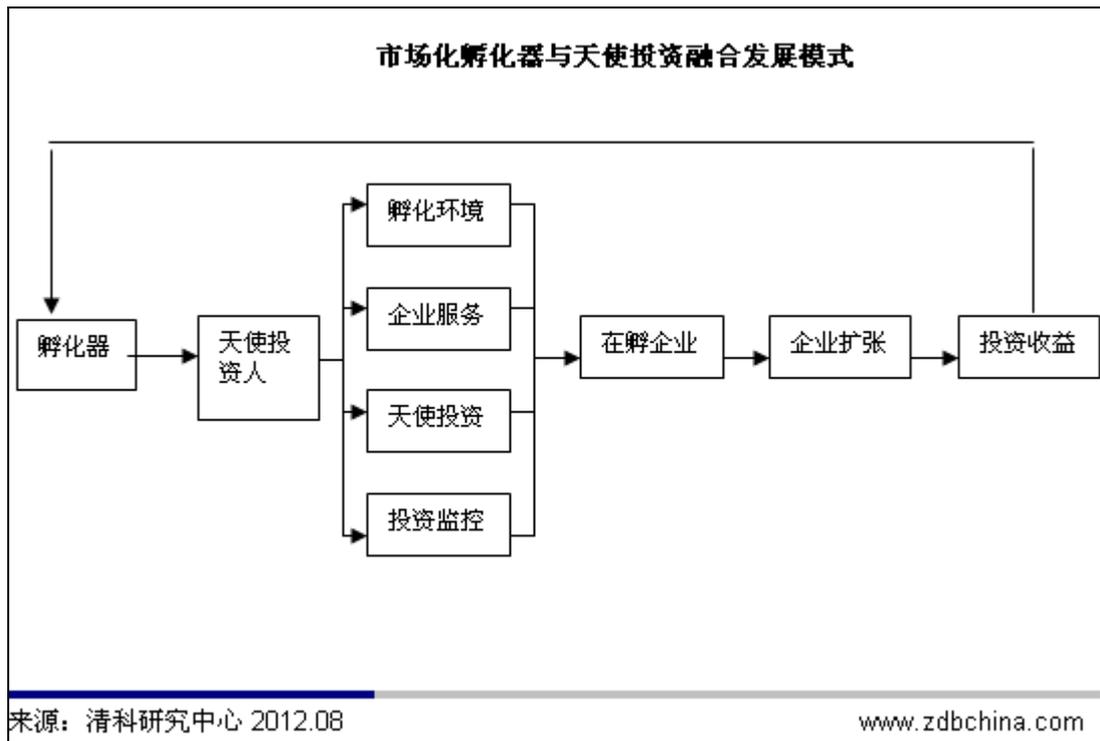
图 5.3.1 政府主导的孵化器与天使投资融合发展模式



## 二、市场化孵化器与天使投资融合发展模式

市场化运作的孵化器以保值增值为经营目标，自负盈亏。目前如创新工场、起点创业营、天使湾、联想之星孵化器、快创营等均为典型的“天使+孵化”模式的市场化孵化器。这种类型的孵化器，多兼营天使投资的运作模式，通过提供种子期资金换取部分企业股权，使得孵化、投资、管理实现一体化，减少投资成本的同时也减少了投资风险，其运作过程充分的利用了资源配置，提高资本效率。其所带来的价值，是单纯的天使投资与园区孵化无法比拟的。

图 5.3.2 市场化孵化器与天使投资融合发展模式



## 5.4 案例分析：“天使+孵化”

### 5.4.1 “天使+孵化”-Y Combinator

Y Combinator (以下简称YC)于2005年在美国加州的山景城设立。发起人包括Trevor Blackwell, Paul Graham, Jessica Livingstone 和 Robert Morris。他们大多数有互联网科技专业背景,并专注于互联网领域的创业和创新。YC以天使+孵化的模式对初创企业进行创业指导,其投资额较小,以孵化为主要核心优势换取创业企业股权。至今,YC共孵化企业超过460家,包括dropbox、Heroku等市值过亿的公司。2011年,硅谷著名投资人Ron Conway的基金SV angles和俄罗斯投资人Yuri Milner宣布为每一个YC的创业项目提供15万美元的资金支持,体现了YC作为创业加速器(孵化器)的重要作用。

#### (1) 投资履历

在YC孵化460多家投资企业中,主要以互联网和信息科技型企业为主。YC所拥有的庞大的股权投资机构资源帮助大多数企业都获得了股权投资机构和个人的进一步投资。

如移动信息服务供应商Heysan INC.在获得了YC 2万美元的投资和孵化后,又获得了

Kholsa Ventures 和 Atomico Investments 85.5 万美元的投资。另一家基于互联网服务的企业 Weebly, INC. 获得了 Baseline Ventures 65 万美元的投资。另外帮助博客主获得捐款的企业 Tipjoy.com 获得了 Chris Sacca, Betaworks 和 The Accelerator Group 注资 100 万美元。除此之外, 像 Omnisio 和 Loopt 稍大的公司则从股权投资机构和个人获得了近千万美元的融资。

## (2) 孵化+投资策略

YC 为创业企业提供种子期的资助, 通常以不超过 2 万美元的资助换取企业 2%到 10% 的股权, 其中包括对公司的 5000 美元投资和对 2-4 的团队成员每人 5000 美元的投资。除资金支持, YC 主要为创业者提供精确的行业判断、产品指导和丰富的创业资源。

YC 每年会进行两轮为期 3 个月的资助和孵化, 分别是 1 月到 3 月和 6 月到 8 月。在这 3 个月中, 入选的创业团队会和 YC 一起工作, 对公司产品和商业模式进行琢磨并打造公司雏形, 并在提升公司产品、吸引更多客户和让企业获得更多融资机会两方面迅速改善公司现状。同时, YC 会促进团队间的相互交流以提升产品的竞争力。YC 对创业团队提供多方位的服务。邀请创业圈内知名人士来进行每周一次的演讲就是其中之一, 演讲内容包括创业过程中的内幕故事和适度机密, 为创业者提供良好的交流机会。同时, YC 会对创业团队提供全时和兼职导师服务、技术咨询、法律咨询、长期发展规划和融资决策规划等服务。导师团队可以随时接受预约并为团队所遇到的问题和困难提供及时的咨询。这些服务在 3 个月的孵化期结束后也为创业团队开放。另一方面, YC 会邀请投资机构的合伙人与创业者进行交流, 帮助创业者增加融资洽谈经验。同时, YC 会在孵化期中为团队提供路演及相关的培训, 以便团队获得更大的融资机会。在孵化结束的时候, YC 会邀请到近 400 位知名投资人来对创业团队的项目进行评估, 决定是否投资。

## (3) 投资实例

Dropbox 是 YC 成功的投资企业之一。Dropbox 于 2008 年 9 月正式上线, 通过云计算实现互联网网络同步向客户提供在线储存服务。用户可以相互储存和共享文件及文件夹。Dropbox 同步采用 SSL 传输技术, 而储存则运用了 AES-256 加密技术。免费的 dropbox 拥有 2GB 的储存空间, 邀请他人每次可获得 500MB 空间, 这项活动的上限空间为 16GB。用户需支付相应费用以获得更高的储存空间。目前, Dropbox 拥有超过 400 万的用户。其

主要竞争对手包括 Google Drive、Microsoft SkyDrive、Apple iCloud 等。

#### 5.4.2 “天使+孵化”-创新工场

创新工场由李开复博士创办于 2009 年 9 月，是一家致力于早期阶段投资并提供全方位创业培育的投资机构，旨在帮助中国青年成功创业。创新工场是一个全方位的创业平台，通过针对早期创业者需求的资金、商业资源、技术、市场、人力、法律、培训等提供一揽子服务，帮助早期阶段的创业公司顺利启动和快速成长，同时帮助创业者开创出一批具有市场价值和商业潜力的产品。截至到 2011 年上半年，创新工场已审阅了超过 2,500 个项目，投资孵化了 39 个项目和公司，总投资额超过 2.5 亿人民币。创新工场首次在中国，将天使投资的模式带到了高度规模化、产业化的新境界。

创新工场投资牵头者为刘宇环先生创立的中经合集团，投资者还包括财富 100 强企业、创投机构和中外投资人等，其中有郭台铭领导的富士康科技集团、柳传志领导的联想控股有限公司、俞敏洪领导的新东方教育科技集团、YouTube 创始人陈士骏等。同时也得到了来自硅谷银行、中华电信、联发科以及美国、欧洲、亚洲等投资者的帮助。

##### (1) 运营模式

创新工场是一种新的天使投资和创新产品的结合，作为全方位的孵化器和创业平台，创新工场旨在培育创新人才和高科技企业。创新工场创始人李开复研究了硅谷的天使生态，对天使机构化的代表 Vigil Company 的模式做了一些演化，招聘工程师，给团队发薪水，在一起工作，内部两三轮融资，形成竞争壁垒，之后再找 VC。对行业、战略、产品以及国际化视野的拥有，这是创新工场得天独厚的地方，同时还拥有创新工场品牌形成的正面循环。

创新工场与 Y Combinator 十分相似，但也存在几点不同的地方：第一、创新工场自己有创新工场开发基金，可以投那些最有希望的项目，直到他们可以被 VC 投资，或被大公司收购为止；如遇到特别优秀的项目，创新工场也会继续跟投下去。第二、创新工场会要求所有得到投资的团队搬入工场，方便在法务、人事、财务、技术架构、用户体验等方面提供辅助。创新工场的特点在于，在帮助创业人投资人创造财富的同时，也为整个行业发现、聚集、培养一大批技术、管理人才，提供一种规模化、产业化地将最佳创意最有效地市场化的模式。

## (2) 投资履历

从 2009 年创立至今, 创新工场已投资了多家高科技企业, 有的企业已经完成了首轮融资。2011 年 3 月, 创新工场首家孵化公司一点心智能操作系统 (点心 OS) 获得了金沙江创投千万美元级别的 A 轮融资, 同时点心 OS 已与夏普、华为、天语、海尔、宏基等企业达成协议将联合推出 10 余款搭载该操作系统的手机。同年 7 月, 创新工场旗下的另一家企业, 成立不到一年的涂鸦移动 (Doodle Mobile) 也获得了 KPCB 凯鹏华盈领投的千万美元融资。

## (3) 投资理念

创新工场的投资方向立足信息产业最热门领域: 移动互联网、消费互联网、电子商务和云计算。根据不同项目和阶段, 创新工场提供不同的投资金额, 从几十万到几百万人民币不等, 总体方向为早期的启动资金为主。针对不同的创业者创新工场有多种投资和合作形式, 有三种孵化计划: 加速计划、助跑计划、创业家计划, 还有其他多种灵活的方式。

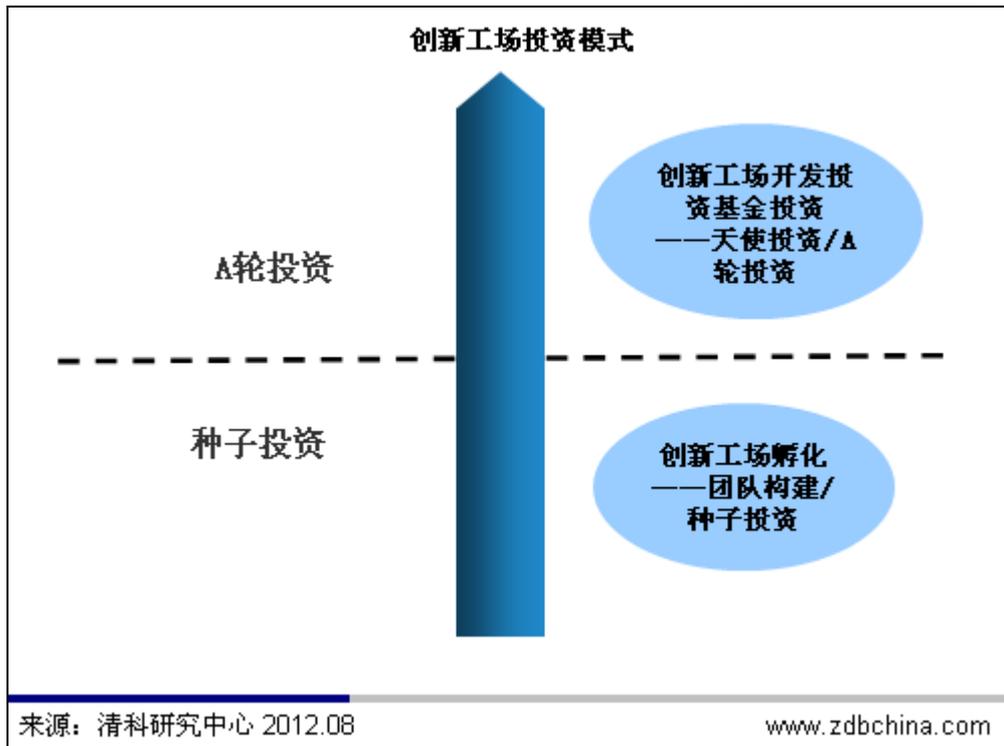
- **加速计划:** 创新工场最核心的孵化计划, 针对有经验的, 具备清晰的商业计划、产品模型和核心成员的创业团队
- **助跑计划:** 创新工场基础/系统性的孵化计划, 针对有商业创新、初次创业的年轻创业团队
- **创业家计划:** 创新工场个人创业孵化计划, 针对有丰富业界经验, 希望开创自己新事业的高端人才。

创新工场分团队对不同项目进行研发和市场运营, 直到项目成熟, 剥离母体成为独立子公司, 甚至最后上市或被收购。

创新工场于 2009 年创建了创新工场开发投资基金, 其投资的项目多为从创新工场孵化器诞生的项目。创新工场和创新工场开发投资基金会一同指导和帮助创业团队, 在项目初期到成熟的阶段协助其进行管理, 直至其离开孵化器成为独立的公司。

在对投资企业的选择上，创新工场有五个原则。其一是关注企业本身有无巨大的发展潜力，即是否拥有可扩张产品。其二是关注企业本身细分市场是否符合发展趋势。然后再从投资成本低、符合国内消费者需求和避免同质化三个方面来选择企业。同时，创新工场也希望通过这些企业的成功，进入股权投资市场。

图 5.4.2.1 创新工场投资模式



#### (4) 投资实例

涂鸦移动是创新工场投资的具有代表性的企业之一。涂鸦移动成立于 2010 年 10 月，主要提供移动社交游戏和平台等。公司已经推出 40 余款移动游戏产品以及 Doodle Game Center 移动游戏平台。目前，涂鸦移动已经拥有了超过 5000 万用户，其中 40% 来自美国，欧洲和亚洲各占 30%。其盈利模式是依靠虚拟物品付费为主。涂鸦移动将会以 android 系统为基础，开发竞技、益智、休闲类产品。

### 5.4.3 “天使+孵化”-创业接力

上海创业接力投资管理有限公司（下称“创业接力”）成立于 2011 年，是创业基金会成立的全资子公司。创业接力受托管理天使投资引导基金（创业接力天使），与其旗下的子

公司创业接力基金、创业接力担保共同形成了服务早期创业企业链条。

### (1) 运营模式

与独立投资的天使+孵化模式不同,“创业接力天使”采取与天使投资人合投的方式,为团队提供办公场地、政策支持、人事财务等方面的帮助,与天使投资人的专业资源形成结合和互补。目前,“创业接力天使”已与多位天使投资个人和多家天使投资机构共同投资天使阶段企业近 30 家,其所关注的行业领域包括消费、现代服务业、新材料和清洁技术。

“创业接力天使”为配投项目提供 200 平米以内低租金的孵化场地,创业企业将能够在孵化器内与其他的创业团队、天使投资人共同工作,形成开放、互动的氛围;为小规模初创团队提供灵活的开放式办公场地,并不定期地开展各类创业投资为主题的沙龙、路演、培训等活动。同时为创业企业提供人才、法律、财务、公共技术、公司注册等服务。同时,“创业接力天使”负责运营的上海天使投资俱乐部不断将优质项目直接送达投资者。

### (2) 投资策略

创业接力依靠自身的创业服务链,为其与天使投资人共同投资的企业提供初期的天使投资以及创业投资融资服务。

“创业接力天使”:当企业处于种子期或尚未成立公司时,其投资人可申请天使投资配投基金,该基金是鼓励个人或机构投资初创期、种子期企业的引导基金,运作方式为跟投,最高的额度为 50 万元,共同投资的个人或机构有权在引导期内按原价回购配投基金所持有的一半股权。

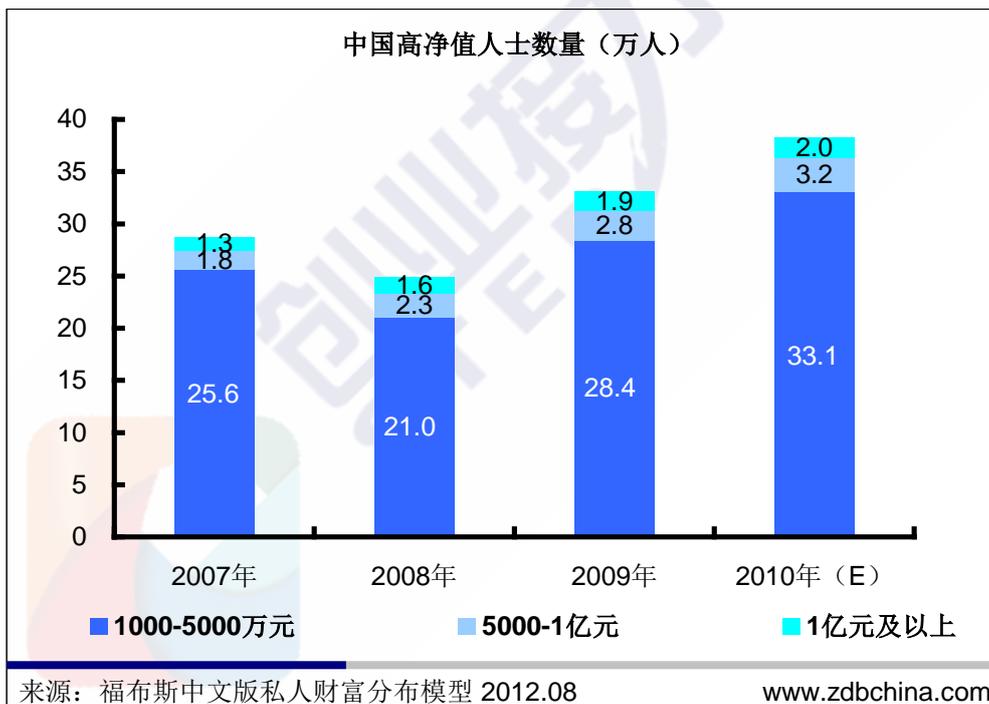
“创业接力基金”:而当企业进入种子阶段后期,风险投资早期的时候,创业接力旗下的的风险投资基金“创业接力基金”将继续跟进投资,或联合其他的风险投资机构进一步投资。在这个阶段,创业接力将加强对企业的创业辅导。截止目前,该投资基金已投资 17 个早期创业企业,投资额达 1.2 亿元人民币,其中已有 4 家企业完成第二轮融资,2 家获得券商新三板立项,1 家已经进入上市辅导阶段。

“创业接力担保”:另外,创业接力旗下的上海创业接力融资担保公司也会为科技型企业担保贷款,并提供投贷联合的模式为中小型科技企业发展提供资金支持。

## 6 问题及建议

### 6.1 问题

我国具有天使投资发展的丰沃土壤。目前中国已然成为全球财富版图上的明星。近年来，由于中国经济的高速增长、各种要素的迅速商品化和资产化、以及中国各种资产市场的发展，中国所创造的经济奇迹正在产生巨大的财富效应。据福布斯发布的《2010 中国私人财富白皮书》中数据显示，2008 年中国高净值人士约为 24.8 万人，2009 年接近 33.1 万人，预计 2010 年将达到 38.3 万人（如下图所示）。据统计，2010 年福布斯榜上的个人资产超过 10 亿美元的中国高净值人士总数已经达到 128 人，在福布斯当年全球富豪榜上仅次于美国。



有数据显示，2009 年美国共有 26 万多个活跃的天使，约 300 家天使俱乐部，他们为 55,000 个项目提供了总金额约 190 亿美元的投资。相比之下，中国的天使投资仍处于初级阶段，中国每年新创企业约为美国的十倍，但天使却占不到新创企业总数的 1%。我国拥有大量的高净值富有人群作为潜在天使投资人的基础，也具备良好创业氛围下所储备的项目资源，然而天使投资行业在我国依然没有得到快速发展，究其原因有以下几点值得思考。

## 一、专业天使投资人不足，天使投资氛围有待提升

天使投资在我国还是一个很新鲜的字眼。若要成为专业的天使投资人，基本条件应该拥有丰富的管理经验，强大的人脉关系，充足的资金储备，较强的风险承受能力。除此之外，好的天使投资人还应对投资有深刻的认识，对人有敏锐准确判断，对创业有极强的热忱，愿意发挥自身余热，帮助优秀的创业者及其创业项目成长。

目前我国缺少专业的天使投资人，即使是金融专业人士也大多对天使投资的特征和运作模式感到陌生。民间许多富有的潜在天使投资人也缺乏天使投资的常识和冒险创新精神，这大大阻碍了天使投资活动的拓展。

## 二、创业项目信息传播渠道缺失

近些年，随着互联网技术的迅速发展，已经有一些资金项目专业网站为天使投资人和企业项目之间提供了一个信息交流平台。但由于天使投资人的分散性，以及能够上网项目的有限性，导致天使投资与项目之间的信息传播渠道不充分，降低了天使投资的选择效率。

## 三、天使投资到 VC 接盘，整个链条需要完善

VC 与天使的合作可分为几类：VC 从天使手中接盘，这也是最常见的合作方式；VC 发现好的项目与天使一起投资；VC 看到好的项目，但由于不适合 A 轮投资，先推荐给天使。一方面，获得天使投资的项目是 VC 追逐的对象，尤其是知名天使投资不乏明星项目；另一方面，天使也愿意与 VC 保持良性互动，所投资项目能够有 VC 来接盘，更有甚者是天使在找到接盘 VC 后再进行投资。

天使与 VC 的顺利对接，对创始人、企业、各方投资人都具有重大意义，但在实际过程中却存在一些问题。一是创业者过分依赖天使，会使 VC 望而却步，因为作为企业创业者应该对企业的产品和发展前景有自己的想法。二是天使控股的项目会让 VC 敬而远之，在创业型企业中，控制权还应保留在创业者手中。三是 VC 接盘的同时天使退出，会对后续投资人的信心造成影响，这也是 VC 接盘时的一大挑战。此外，还包括公司架构、同股同权、股份稀释等诸多问题，整个天使投资到 VC 接盘的过程链条还需要完善。

#### 四、天使投资法律法规及优惠鼓励政策尚缺位

法律法规方面，我国创业投资暨私募股权投资行业的法律环境已相对完善，但以 2010 年 3 月 1 日开始施行的《创业投资企业管理暂行办法》为例，其范围并不包括个体投资者和非专业投资机构，而这些主体构成了天使投资人的主要来源。所以，有关天使投资的立法仍然处于空白。

优惠鼓励政策方面，目前我国天使投资事业的发展尚处“婴儿期”，与创业投资与私募股权投资相比，所享受的优惠鼓励政策较为有限。《财政部、国家税务总局关于促进创业投资企业发展有关税收政策的通知》(财税[2007]31 号)文件对创业投资企业投资于未上市中小高新技术企业给予税收优惠，进行天使投资的创投机构可享受这一优惠政策，但天使投资人暂时无法享受，在一定程度上影响了天使投资的积极性。

#### 五、创业者可能存在诚信方面的问题

天使投资中最大的问题是诚信，多数天使投资人为了快速投资，会选择一个宽松的方式和简单的架构，如果创业者不诚信就会存在很大风险。业内曾经出现创业者打着“天使投资”的幌子行“圈钱”之事，盈利后不与天使投资人分享投资利润。另外，创业企业管理能力差、财务制度不健全等问题，也在一定程度上影响了潜在天使投资人的投资热情。

## 6.2 建议

### 一、完善法律政策环境，为天使投资人提供便利优惠

为了提高天使投资群体的积极性，我们建议相关部门学习欧美等天使投资发达的地区，在对小微企业实施税收优惠的同时，对天使投资人投入的天使资金部分给予个人所得税减免。在具体操作上，可由各地政府结合当地情况设置天使投资人每年减免或总额减免的上限。另外，由于天使投资主要投资于种子期企业，其高风险性可能影响民间资本的参与，因此政府可结合地区发展情况，通过风险补贴的方法引导其进入相应领域，或考虑对部分优质项目进行一定比例的跟投和担保。

## 二、政府成立天使投资引导基金

政府应发挥引导作用，如设立天使投资引导基金、早期投资的政策性风险补偿基金，让政府引导基金和天使投资成为培育新兴产业早期创业项目的种子资金，改变 VC/PE 对小微企业投资严重不足的状况。

在具体操作上，引导基金资金可利用财政预算安排，或支持小微企业发展的财政性专项资金。在管理机构设置方面，可成立引导基金管理委员会或理事会，作为引导基金管理办法制定以及重大决策部门，对外行使引导基金的权益，承担相应的义务和责任。在引导基金运作方面，可采取自我管理或委托管理的模式，委托管理机构可通过竞选等方式确定，负责引导基金的具体运营。

## 三、政府主导推广孵化器建设

针对我国孵化器在发展中依然存在的一系列问题，应进一步完善孵化器的政策扶植体系，加大对孵化器和在孵企业的支持力度。另外，可通过树立行业标杆等方式，强化孵化器品牌和创业文化建设。对于孵化器主动吸纳和转化研发成果的机制尚未健全的问题，可加大考核力度，促进孵化器的体制机制创新。对于高层次专业服务人员短缺问题，建议完善培训体系，建立高水平和职业化的孵化服务队伍。此外，可通过建立孵化研究体系的方式，为孵化器发展提供理论支撑，促进合作，推动孵化器网络体系建设和发展。

此外，政府可尝试直接或间接推动孵化器的发展，如由政府提供办公场地、配套服务及资金支持，吸引投资人把项目带去集中孵化，对在孵化器内的投资人项目进行抱团审批，提高投资效率，促进创业创新。

## 四、建立天使投资项目平台，形成天使投资的团体效应

美国的天使遍布全国，善于团体作战，而中国的天使投资人还过于分散，独立作战的较多。天使投资最大的价值不是要投资者就是所投资领域的专家，而是要具备较强的跨界能力。另外，在中国天使投资人寻找好项目与项目寻找启动资金间存在着严重的信息不对称，双方

均耗费了大量的寻找成本。因此，利用政府的公信力，为投资人与被投资人建立天使投资项目平台，形成天使投资的团体效应十分重要。

建议政府鼓励民间的天使俱乐部、天使协会等组织的建立，其一，可使分散的天使投资人资源共享，信息和资源互补；其二，可通过其加强天使投资者的自律；其三，可通过其帮助天使投资者与潜在项目有效对接。通过建立高效的天使投资信息网络，可以加强供求双方的信息沟通，提高天使投资与潜在项目撮合、对接的效率。

### 五、天使投资诚信是关键，应建立诚信制度

信用保障与利益驱动是市场经济赖以存在和发展的两驾马车。实践表明，股权投资市场对于社会信用制度的依存度大大高于一般资本市场。天使投资作为一种直接建立在人与人之间信任基础上的投资方式，更加需要有良好的社会信用制度来支撑。因此，政府应建立天使投资市场的诚信制度或信用体系，以保证行业健康发展，杜绝违法现象出现。

### 六、培育天使投资文化，加强专业培训

建立天使投资院校，培养天使投资文化，推广关于天使投资的知识，培育合格的天使投资人。我国应通过多种方式如媒体宣传、教育培训等，培养天使文化，使更多的人了解天使投资；培育更多的具有专业知识和金融财务知识的合格天使投资人，这对于我国天使资本市场的健康发展，走入良性循环轨道非常重要。



清科研究中心  
Zero2IPO Research

Contact Us  
联系我们

电话: 86-21-5523-8613

邮件: [step@stefg.org](mailto:step@stefg.org)

网站: [www.stepvc.com](http://www.stepvc.com)

微博: @创业接力

地址: 上海市杨浦区国定东路200号5号楼 创业接力大楼3楼, 200433