

投中观点：天使投资抱团取暖 联合投资备受青睐

天使投资正进入更大的市场，由于天使投资人精力有限，仅凭单打独斗获得成功的机率越来越小，通过分享、合投进而促进行业生态发展已成为行业新的趋势。在美国，合投也被称为 **Social Proof**（群体认同），通常一个天使会把自己喜欢的项目推荐给其他相关领域的天使，最后由几个人一起投资，或者集体商议定价，这种方式能够有效地降低投资风险。

天使合投

合投，即联合投资，指天使投资人（机构）把自己看好的项目推荐给其他相关领域的天使投资人（机构），最后由多个天使投资人（机构）一起投资，以达到降低风险的目的。

在美国，天使投资更像是一个群体的投资行为，合投是天使投资行业的主流形式。美国有约 **75.6** 万天使投资人，但这并不意味着他们有着同等的投资机会，个人天使得到的投资机会往往很少。在过去的 **15** 年里，美国的天使投资人通过加入各种天使集团来获得优质的投资机会。根据 **Angel Capital Association** 的数据，美国的天使团体非常发达，有超过 **300** 家天使团体遍布各州，其中有半数以上的天使团体联合起来，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。

近几年，中国股权投资市场发展趋于理性化，投资阶段逐步前移，天使投资日趋活跃。随着天使投资进入更大的市场，个人天使精力、资源有限，仅凭单打独斗获得成功的机率越来越小，越来越多的天使投资人愿意通过分享、合投来完成投资。根据投中研究院统计显示，**2014** 年上半年中国天使投资项目中，有 **71%** 是通过合投完成的，合投已成为中国天使投资行业的新趋势。

投中研究院分析认为，天使合投受到越来越多关注的原因有以下三点：

第一，分散风险。天使投资具有高风险的特性，数据显示，**2013** 年美国创办的 **5** 万家获得种子资金的公司，只有 **600** 家获得了风险投资。此外，根据投中研究院调研显示，中国只有约 **10%** 的天使投资项目可以得到后轮融资。因此，天使投资人通过合投可以用更少的资金投入更多感兴趣的领域，达到分散风险的目的。

第二，共享资源。天使投资带来的不仅仅是资金，相关人脉、资源可以帮助创业企业更好更快的发展。比如，青松基金在手游领域具有较好的行业认知度和运营能力，如果青松基金作为某手游项目的投资人之一，那么其它参与合投的投资人就会比较踏实并且愿意跟投。

目前，天使投资涉及的行业分布较广、细分领域较多，不同天使投资人的侧重点以及擅长领域各有不同，通过合投可以与不同领域的投资人共享资源。同时，通过专业性较强的创业团队及投资人沟通，可增加自己对行业的把握度，储备行业能力，为以后在此领域内更大规模的投资做准备。

第三，资金放大效应。在天使投资的过程中，有的项目资金需求量较大，而单个投资人资金体量有限，通过合投可以吸引更多的资金投入天使投资行业中，帮助创业企业成长。

合投典型流程

根据投中研究院调研发现，目前，天使合投典型流程如下：项目筛选——创业者约谈——确定领投人——引进跟投人——签订投资框架协议（termsheet）——设立有限合伙企业——注册公司——工商变更/增资——签订正式投资协议——投后管理——退出。

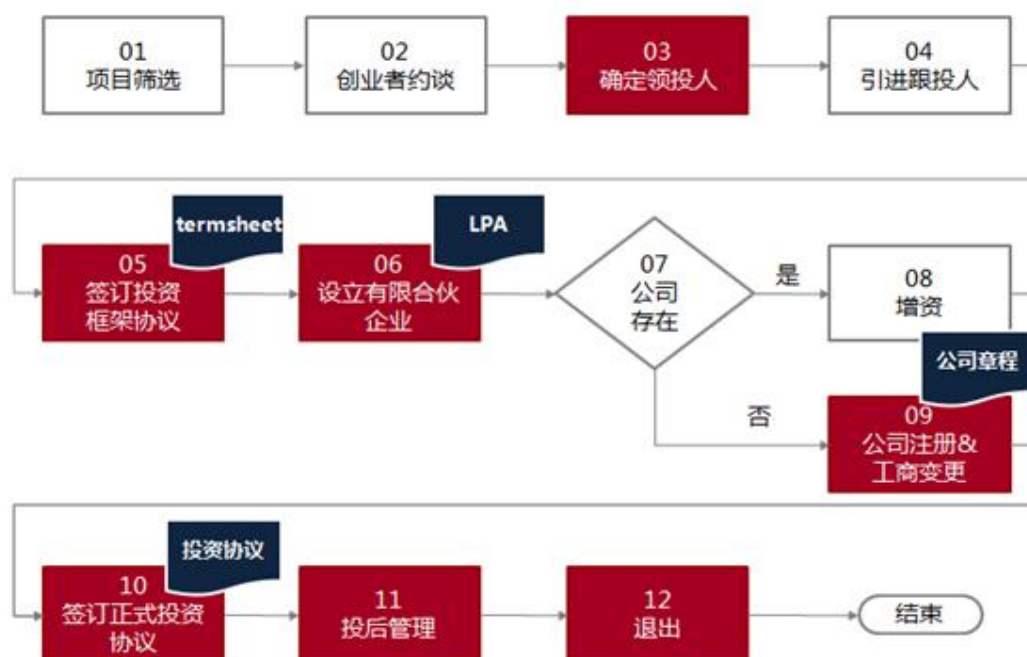


图1 天使合投典型流程

（1）项目筛选

如何低成本、高效率的筛选出优质项目是天使合投的第一步。目前，天使合投主要分为线上和线下两种模式，线上合投以天使汇快速合投、创投圈规范化合投为代表，线下合投以中国青年天使会为代表。

对于线上合投，创业者需要项目的基本信息、团队信息、商业计划书上传至平台，由平台经验丰富且高效的投资团队对每一个项目做出初步质量审核，并帮助信息不完整的项目完善必要信息，提升商业计划书质量。项目通过审核后，创业者就可以在平台上与投资人进行联络。因此，线上合投项目主要来源于平台自身丰富的在线项目池。与此相对应，中国青年天使会采取会员积分制，在每月举办一次的月度沙龙中，由会员推荐创业项目路演。

（2）创业者约谈

天使投资的投资标的主要为初创型企业，企业的产品和服务研发正处于起步阶段，几乎没有市场收入。因此，传统的尽调方式不适合天使投资，而决定投资与否的关键因素就是投资人与创业者之间的沟通。在调研的过程中，多数投资人均表示，创始团队是评估项目的首

要标准，毕竟事情是人做出来的，即使项目在目前阶段略有瑕疵，只要创始团队学习能力强、有格局、有诚信，投资人也愿意对其进行投资。

（3）确定领投人

优秀的领投人是天使合投能否成功的关键所在。领投人通常为职业投资人，在某个领域有丰富的经验，具有独立的判断力、丰富的行业资源和影响力以及很强的风险承受能力，能够专业的协助项目完善 BP、确定估值、投资条款和融资额，协助项目路演，完成本轮跟投融资。在整个合投的过程中，由领投人领投项目，负责制定投资条款，并对项目进行投后管理、出席董事会以及后续退出。通常情况下，领投人可以获得 5%-20% 的利益分成（Carried Interests）作为权益，具体比例根据项目和领投人共同决定。

（4）引进跟投人

跟投人在天使合投的过程中同样扮演着重要的角色，通常情况下，跟投人不参与公司的重大决策，也不进行投资管理。跟投人通过跟投项目，获取投资回报。同时，跟投人有全部的义务和责任对项目进行审核，领投人对跟投人的投资决定不负任何责任。

对于跟投人的资质，各个合投模式有不同的要求。如天使汇平台要求跟投人必需为其认证的天使投资人，天使汇平台的投资人以机构投资者及有天使投资或 PE 投资经验的自然人为主，每位投资人进入平台前需要有一个筛选和认证的过程，对其投资经验、风险识别能力、风险承受能力等进行一系列的测试。创投圈平台同样需要对投资人进行审核，包括对投资人的资质、资源、投资偏好及投资回报预期等多个项目的审核。此外，创投圈认证投资人除了天使投资人之外，还有许多有投资意向的成功创业者和企业高管。而中国青年天使会则要求投资人需为其会员，才可对项目进行跟投。

（5）签订 termsheet

Termsheet 是投资人与创业企业就未来的投资合作交易所达成的原则性约定，除约定投资人对被投资企业的估值和计划投资金额外，还包括被投资企业应负的主要义务和投资者要求得到的主要权利，以及投资交易达成的前提条件等内容。Termsheet 是在双方正式签订投资协议前，就重大事项签订的意向性协议，除了保密条款、不与第三人接触条款外，该协议本身并不对协议签署方产生全面约束力。

天使投资的 termsheet 主要约定价格和控制两个方面：价格包括企业估值、出让股份比例等，实际上就是花多少钱，买多少股；控制条款包括董事会席位、公司治理等方面。对于早期创业者来说，如何快速获取第一笔投资尤其重要。因此，尽可能的简化投资条款，在很多时候反而对创业者和投资人都相对有利。近年来，天使投资 termsheet 有逐步简化的趋势，IDG、真格基金等推出一页纸 termsheet，仅包含投资额、股权比例、董事会席位等关键条款，看上去一目了然，非常简单易懂。

[公司名称] 种子期优先股融资条款摘要 ¹ 2014年__月__日	
发售条款：	
发行人：	[公司名称]，一家[开曼群岛有限公司]（“公司”）
投资者：	Zhen Partners Fund I, L.P.（“投资者”）
拟发行证券：	种子期优先股（“优先股”）
发售金额：	[__]美元
股份百分比：	[__%]
估值：	投资后估值[__]美元
附属细则：	
优先清算权：	一旦发生公司清算或出售后，应首先从所得款项中拨付购买价的1倍给予优先股持有人，再将剩余的全部所得款项分配给普通股持有人。
转换：	优先股持有人可随时将优先股转换为普通股。
反稀释保护：	无反稀释保护。
保护性规定：	采取以下任何行动需征得多数优先股持有人的同意：(i)清算、合并、兼并或解散；(ii)修订组织章程大纲及细则；(iii)变更优先股法定数目；及(iv)购买或赎回或支付任何股息。
投资者权利：	后续融资轮交割后，优先股持有人将成为任何投资者权利协议的当事方。
知情权：	公司应提供年度财务报表及投资者可能合理要求的其他信息，一旦发生任何重大变化，应及时通知投资者。
参与权：	如公司建议发售股本证券，投资者有权按其持股比例购买该等股份（向员工发行的期权和股份除外）。
员工股份归属：	各创始人25%的股份将于初始交割时悉数归属，各创始人其余75%的股份将在三年内等额分期归属。
交割：	应根据投资者接受的协议在30天内合理可行时尽快完成交割。
<small>¹ 未纳入本条款摘要的有利于投资者的典型条款：董事会席位和董事的否决权、参与清算、优先股息、赎回权、强制随售权、反稀释保护、详细的保护性规定以及全套交割条件。</small>	

图2 一页纸 termsheet 示例

（6）设立有限合伙企业

根据投中研究院调研显示，在合投的过程中，领投人与跟投入入股创业企业通常有两种方式：一是设立有限合伙企业以基金的形式入股，其中领投人作为 GP，跟投入作为 LP；另一种则是通过签订代持协议的形式入股，领投人负责代持并担任创业企业董事。

采用这种方式入股创业企业主要基于以下两方面原因：

一是法律层面，我国《证券法》和《公司法》对公开发行证券有明确的界定，《公司法》要求非上市公司股东人数不能超 200 人，有限责任公司股东人数不得超过 50 人。《证券法》则规定，向“不特定对象发行证券”以及“向特定对象发行证券累计超过 200 人”的行为属于公开发行证券，必须通过证监会核准，由证券公司承销。为规避法律红线，天使合投实

行的投资模式是借用有限合伙制的“壳”，即投资人先组建有限合伙企业，领投人作为 GP，跟投人作为 LP，再通过有限合伙企业整体入股创业公司。

二是税负层面，采用有限合伙形式可有效避免双重税负，有限合伙企业不作为所得税纳税主体，合伙制企业采取“先分后税”方式，由合伙人分别缴纳个人所得税（合伙人为自然人）或企业所得税（合伙人为法人），合伙企业如不分配利润，合伙企业和合伙人均无需交纳所得税。

（7）注册公司

投资完成后，创业企业若已经注册公司，则直接增资；若没有注册公司，则新注册公司并办理工商变更。公司注册流程如下图所示：

公司进行设立登记时，应提供公司章程。公司章程是指公司依法制定的、规定公司名称、住所、经营范围、经营管理制度等重大事项的基本文件，也是公司必备的规定公司组织及活动基本规则的书面文件。公司章程包括：公司名称和住所、经营范围、注册资本、股东的姓名、出资方式、出资额、股东的权利和义务、股东转让出资的条件、公司的机构及其产生办法、职权、议事规则、公司的法定代表人、财务、会计、利润分配及劳动用工制度、公司的解散事由与清算办法等条款。创业企业完成融资后，需要对公司章程相应条款进行修改，除注册资本、股东外，还包括投资方要求更改的部分条款。



图3 公司注册流程

（8）签订正式投资协议

正式投资协议是天使投资过程中的核心交易文件，包含了 **termsheet** 中的主要条款。正式投资协议主要规定了投资人支付投资款的义务及其付款后获得的股东权利，并以此为基础规定了与投资人相对应的公司和创始人的权利义务。协议内的条款可以由投融资双方根据需要选择增减。

（9）投后管理及退出

除资金以外，天使投资人利用自身的经验与资源为创业者提供投后管理服务可以帮助创业企业更快成长。投后管理服务包括：发展战略及产品定位辅导、财务及法务辅导、帮助企业招聘人才、帮助企业拓展业务、帮助企业再融资等方面。在天使合投的过程中，投后管理主要由领投人负责完成。

（10）退出

退出是天使投资资金流通的关键所在，只有完成了有效的退出才能将初创企业成长所带来的账面增值转换为天使投资人的实际收益。天使投资主要的退出方式包括：VC 接盘、并购退出、管理层回购、IPO、破产清算等。根据投中研究院调研显示，天使合投在 B 轮之前很少退出，在 B 轮之后有合适的机会可以考虑退出，但好的项目一般会跟到最后。因为按照惯例，天使投资在退出时通常会有一定的折扣，折扣部分以现金或等值股份给予创始团队或以老股形式卖给下轮投资人，因此，天使投资在 A、B 轮退出收益不高。

合投典型模式

（1）天使汇——快速合投

天使汇快速合投平台的核心理念是由经验、资源丰富的职业投资人来领投，其它认证投资人跟投。领投人协助项目完成跟投融资，可以获得额外的项目股权奖励以及利益分成。融资结束后续流程天使汇全部包办，帮助企业迅速完成融资流程。

“快速合投”并不是一个真正意义上的在线投资平台，它更像一个投资人的社区，采取线上线下相结合的方式。投资人在线承诺投资金额，确定投资意向后，线下通过和创业项目的沟通来确认投资协议。投资协议签订之后，由领投人作为 GP，跟投人作为 LP 组建有限合伙企业，再通过有限合伙企业整体入股创业公司。

快速合投通过标准化的投资条款和方便高效的投资流程，省去了大量的沟通成本和法律成本，带来了众多的投资人资源信用验证，如果融资成功，天使汇将收取融资额的 5% 作为服务费。

（2）创投圈——规范化合投

创投圈规范化合投的核心理念是将传统的、已经得到验证的基金模式运用到合投中去，即通过动态基金的模式来进行规范化合投。由动态基金合伙人（GP）领投，合格投资人（LP）跟投，并由创投圈使用标准化方案解决法务、注册等一切繁琐的中间过程。

动态基金合伙人（GP）领投项目，负责制定投资条款，并对项目进行管理以及退出，对投资收益收取一定的比例作为回报（Carry），carry 的具体比例由领投人与跟投人之间商议，是完全的市场化行为。由于早期项目风险巨大，投资人应该是由一定风险承受能力的投资人来做。因此，创投圈将合格投资人（LP）定义如下：国家注册基金中的合伙人；上市公司高级管理人员；净资产在 600 万元（除去自己居住的房产），或是夫妇年收入在 120 万以上。

为吸引更多项目入驻，创投圈帮助项目融资不收取任何融资顾问费用。创投圈的收益主要来自两方面：一是对于融资成功项目未来投资收益收取 5%-10% 的 carry；二是动态基金跟投项目收益。

（3）青年天使会——积分制合投

中国青年天使会采取积分制，希望通过强有力的组织和游戏规则，降低社会上人与人之间的信任成本，把天使们聚到一起，分享好的项目，合投降低投资风险，在平台内部形成互动和竞争。

积分制的具体内容包括，每个新入会成员有 100 个原始积分，在每月举办一次的月度沙龙中，由会员推荐创业项目路演，沙龙现场当场表决投资意向。参与的天使出积分及拟投金额对推荐的项目竞标，出积分高者优先获得该项目的投资权。假如其他成员对推荐的项目都不感兴趣，推荐人会员要被扣取 5 个积分。如果推荐的项目被其他投资人会员成功投资，就按照投资额每 10 万元为 1 个积分奖励给推荐人。同时，当场表决投资意向的会员需在一个月内做出最终决定，如果一个月后有投资意向的会员放弃投资，该会员会被扣取竞标的积分；如果完成投资，则不会扣积分。青年天使会以市场的机制来解决组织的问题，鼓励投资人会员推荐优质的项目，进行分享，倡导合投和共赢。

研究垂询

李玲 Kathy Li（分析师）

Email: kathy@chinaventure.com.cn

媒体垂询

于晓姣 Caroline Yu（市场助理）

Tel: +86-10-59799690- 681

Fax: +86-10-85893650

Email: Caroline@chinaventure.com.cn

关于投中研究院

投中研究院隶属于投中集团，致力于围绕中国股权投资市场开展资本研究、产业研究、投资咨询等业务，通过精准数据挖掘及行业深度洞察，为客户提供最具价值的一站式研究支持与咨询服务。

关于投中集团

投中集团是一家领先的中国股权投资市场专业服务机构，通过旗下金融数据、研究咨询、媒体资讯、交易平台、会议活动、金融培训等业务，为行业 and 客户提供专业、多层次的产品

与服务。投中集团创建于中国股权投资市场起步之时，历经多年沉淀和积累，树立了专业的品牌形象，获得了行业同仁的广泛认可，并将继续引领和推动中国股权投资市场的蓬勃发展。

投中集团成立于 2005 年，总部位于北京，在上海、深圳设有办事机构。

引用说明

本文由投中集团公开对媒体发布，如蒙引用，请注明：**投中研究院**。并将样刊两份寄至：

地址：北京市东城区东直门南大街 11 号中汇广场 A 座 7 层

邮编：100007

收件人：于晓姣