

近期，一篇《早期投资已死》的文章刷爆天使投资圈，天使投资的现实困境再一次被放到了聚光灯下：死亡率居高不下、募投双难、行业鱼龙混杂、转型阵痛等不一而足。

记者采访多位天使投资人发现，相比徐小平、李开复这些备受关注的“大天使”，默默无闻的“草根天使”的困境更为突出，也更具代表性。他们没有名人光环，投资活动也极少被媒体报道，却在天使投资人群体中占据了近九成的比例。

高死亡率困境

“如果能够重新选择，我不会再去做一个天使投资人。”回首五年的天使投资经历，醒某对记者表示。2010年年底，因为看到天使投资的兴起，又恰逢希望在事业上取得一些突破，醒某辞去新浪高管工作，踏入了天使投资圈。三年后，他选择了离开。

“那时候北京每周都有和天使投资相关的活动，经常接触的天使圈子就有两百来号人。”和记者谈起当年刚入天使圈的情形时，醒某依然记忆犹新。

2010年正是中国天使投资蓬勃兴起的一年。那一年，徐小平、雷军、薛蛮子等逐渐成名，天使投资人群体迅速壮大。在醒某进入天使圈后不久的2011年，金子森创立了全球第一家以创业为主题的咖啡厅——车库咖啡，这家后来被多家媒体报道的咖啡厅在当时也迅速成为投资人和创业者的聚集地，醒某等不少天使投资人当年都是它的常客。

“进入天使投资圈子前，我信心满满。”醒某说。不过，接触了几个项目后，醒某很快发现，实际情况与当初预想的完全不一样，个人天使根本不是机构天使的对手。“项目稍微出现一点价值的时候，估值已经爬得很高，当时酒桌上拿项目又十分盛行，个人根本投不进去。”另一更加突出的问题是，创业者也远比想象中来得实际。“曾经很早就介入的一个项目，签协议时白纸黑字约定的事情，项目拿了钱之后却没有做。最后你会发现，当创始人没有按最初约定执行的时候，投资人很难去调查取证和解决，投资最终只能走向失控。”

据醒某介绍，三年间他耗费自有资金近300万元，合计投了20多个项目，并无一笔实现真正意义上的退出，也没有一个项目真正被VC/PE接盘。“我是做得不错的那一类人了，其中有几个项目以其他形式出手，虽然没赚到钱但也没亏损，我一个朋友亏了1000多万元。”总结那段“压力最大的三年”，醒某表示，自己其实不太适合做天使投资，只是当时没有意识到。“天使项目要考虑如何退出，到底谁来接盘，这些方面个人天使几乎没有优势，只能硬着头皮去找接盘方。”

醒某并非个例。有统计显示，过去几年，国内天使投资的成功率不足5%，也就是说失败率高达95%以上，可谓“九死一生”。据北京某一线天使投资机构合伙人介绍，相比个人天使，机构天使应对“死亡率”的压力会小一些。“目前单只天使基金的盘子多在1亿至5亿元之间，能有一两个项目获得百倍回报，这只基金就算保住了，LP也不会要求太高。”

不过，这种“投百保一”的模式，对机构天使而言或许可以“搏一搏”，对大多数利用自有资金进行投资的普通天使投资人却行不通。“投资资金基本都来自过去几年互联网工作的积累，太高投不了，跟机构还不一样。”醒某表示。

业内人士认为，与VC/PE投资不同，天使投资主要是投人，早期项目往往只是一个想法，无法靠实际运营情况来检验商业模式的准确性，这也导致了“死亡率”成为天使投资最大的天敌。连徐小平都曾感慨：“做天使投资这个行业，说实话是九死一生的冒险，想赚钱其实挺难的。”

祭出合投模式

“天使圈鱼龙混杂和缺乏情怀，一定程度上造成了今天募投双难的困境。如果没有足够的创业经验、人生阅历、资金资源，盲目做天使风险极大。实际上，市场上超过九成的天使项目最后都死掉了。”陈某对记者表示，他目前是深圳某知名草根天使组织的会长。

2012年4月，当时还是创业者的他偶然在北京参加了中国天使会的成立大会，和当时的天使大佬换名片却惨遭被拒，甚至还被某天使大佬竖了中指，后来回到深圳，他创办一家面向草根创业者的草根天使组织。

“几年前有一个不错的项目，我印象很深刻，当时已经签了投资协议，后来创始人却反悔了，因为有一个更有实力的机构打算投。草根创业者出身的投资人，比起大机构，从创业者转型到天使投资人之前，没有太多的阅历和背书，往往会被创业者认为不够专业。实际上，做天使和种子，个人天使比机构专业得多，我们更容易和创业者打成一片，也更有情怀。”在陈某看来，投资圈至今仍有一个怪现象，就是太在意出身而忽略了实际。

对于现阶段的难题，陈某认为，除了“投”，还有“募”。“最实实在在的困难就是募资，很多LP根本不愿意投天使和种子基金，觉得风险很大，他们看不懂，宁可投中后期。”陈某表示，个人天使的资金毕竟有限，抱着情怀继续这项事业常常会面临缺钱的问题，募资时缺乏有情怀的LP的支持，个人天使会更加困难。

过去几年，陈某最遗憾的事之一，也和上述情况有关。因为谨慎和资金不足的原因

，陈某错失了对你YOU+的投资机会。“当时给我的报价不超过5000万元，后来某天使大佬进入的时候估值就成亿级了，错失了百倍回报。”作为弥补，他后来特意投资了另一个青年公寓项目。

为了解决募投难题，与美国类似，不少天使投资人选择加入一些天使组织，选择进行合投，新入圈的天使投资人迅速成为其中的主力。

去年刚刚踏入天使圈的某知名咨询机构合伙人李某就是其中一位，他算是一个“兼职”的天使投资人。入圈一年来，他一共投了两个项目：第一个项目投了两万元，通过代持人进入，也就是合投模式；第二个项目投了10万元，是一个电子维修平台项目。

“我们班有30人左右，多数是中小企业主和咨询公司一类的人，天使社群每周都会组织大家看项目，我的两个项目就是通过社群找到的。”李某表示，由于自身资金有限，超过50万元的投资就很难做，如今优质项目匮乏而估值飙升，他只好选择通过培训班的渠道加入北京某知名天使组织。在他看来，合投模式不仅分担了风险，还解决了资金难题。

业内人士指出，在美国，加入天使组织，采用合投模式进行投资，早已是天使投资的主流形式之一。不过也有人指出国内天使培训班的一些弊端。“他们甚至没有真正的创业经历，上了几堂课就去做天使，是风险极大的一种行为。天使投资最重要的是经验、资源能帮上创业者，这个需要长期积累。”陈某说。

机构化转型悖论

商某认为，个人天使目前面临的难题主要来自两个方面：一是个人天使接触到的项目，数量上总有一个上限，总量少导致获取优质项目的可能性降低；二是多数天使投资人对投资规则的理解相对不深，很难接触到特“牛”的创业者，自然也就拿不到独角兽项目。商某曾经供职于上地天使，据了解，这是中国本土第一家面向草根创业的天使投资机构。

“随着资本竞争环境的改变，个人天使想要持续发展，就需要有更多资金的介入。如果个人天使自己已经不挣钱，其投资的项目又一个接一个地赔进去，那么他必须通过其他渠道来解决，很可能是成立一只基金，让专门的人帮他来管。”商某表示。

不过，募集一只天使基金并没有想象中的那么容易。众所周知，天使项目退出期限长，存活率低，目前市面上的天使基金主要是“5年+2年”或者“4年+3年”，相较成长基金或者并购基金，难以获得LP的青睐。

“天使基金的募集难度有多大？大IP（知名天使投资人）也有难度。我认识的一个朋友，算是创投圈的老兵，当年很牛的大佬，小几亿的一个盘子，结果光募资就花了一年半，可能还没全额募集完。”商某表示。

也有天使投资人对机构化转型提出了质疑：天使投资人通常就是指个人，如果募集基金或者变成天使机构，还能称之为天使投资人吗？如果已经不是天使投资人了，谈何转型？显然，这是个人天使机构化转型过程中一个难以回答的悖论。

业内人士指出，从美国天使投资的经验来看，其传统意义上的天使投资人通常也是指自然人。不过，随着天使投资行业的发展，个人天使组织化的趋势日渐明显，越来越多的个人天使开始尝试以更大的额度聚拢资金，从过去的个人投资行为逐渐向规模化发展，“天使+孵化器”的模式逐渐盛行。

下一步如何打算？陈某表示，天使投资会一直做下去。2018年正在发起自己的第一只天使基金，募资对象主要是高净值企业家。他坦言未来自己的投资风格不会有太大的改变，不过基金成立后单笔投资金额可能会变得大一些。而李某还没有具体的打算，他希望2018年在天使组织的帮助下，自己能投出获得十倍甚至百倍回报的优质项目。

“泡沫破裂了，属于真正天使投资人的理性时代就来了，因为泡沫去掉后，那些土豪就不会天天想着跟你抢项目了。”陈某笑言。“从2009年入圈到现在，还在坚持做天使投资的朋友估计不足一成了，中间可能已经换了三四拨人，不少人进去又出来。整整十年，可以说是一个巨大的变迁。”商某感叹。“那时候，伪天使的比例更高，圈子乱象很多，很多投资人的钱其实是项目拿到下一轮融资时才给，怎么能叫天使投资呢？”五年之后，再看当年的天使圈，醒某说，虽然现在天使投资困境不少，但经过市场多年的教育，天使投资正朝着越来越规范的方向发展。

本文源自中国证券报

更多精彩资讯，请来金融界网站(www.jrj.com.cn)