

500 עשירי ישראל // המכניזם של חלום ההיי טק

איך עובד מנגנון האקזיט שהופך יזמים ומשקיעים בחברות הסטארט אפ לעשירים במחיר עסקה אחת? מי מקבל יותר ומי פחות, איזה חלק מהשלל גוזרות לעצמן קרנות ההון סיכון, והאם בדרך לכסף הגדול חושבים גם על העובדים? המדריך המלא לחלוקת העושר בהיי טק

13:38 09.06.2013 מאת: **ענבל אורפי**

הכתבה מתפרסמת בגיליון יוני של מגזין TheMarker
לקבלת גיליון היכרות חינם, חייגו: *5200

אחת התשובות לשאלה "איפה הכסף" היא "בהיי-טק". הסיבה לכך אינה בור תקציבי שנוצר ממענקי ענק שהממשלה מעבירה לחברות או מהטבות מפליגות שהן מקבלות, אלא פשוט היותו של ההיי טק ענף שתוצרתו שווה הון המתחרה בהצלחה בזירה הגלובלית. מהנדסים מוכשרים ומפתחים מצטיינים בענף זה מבטיחים לעצמם משכורות גבוהות - יותר מכפליים מהמוצע במשק - ואיכות חיים טובה. שכירים בחברות היי טק יכולים גם הם לחיות ברווחה, על אף שאינם צפויים לצבור עשרות מיליוני דולרים ולהצטרף לרשימות עשירי ישראל. כל זאת לא משום שהם נהנים מחסותם של ועדי עובדים חזקים, אלא בזכות יצירת ערך למעסיקיהם, שהם לעתים חברות טכנולוגיה מהגדולות בעולם. מכונת ייצור העושר הגדולה של ההיי טק היא מנגנון האקזיטים - הקמת סטארט אפ, פיתוח מוצר או שירות בעל ערך, הפיכת החברה לנכס אטרקטיבי עבור חברות הטכנולוגיה הגדולות בעולם ולבסוף מכירתה לכל המרבה במחיר או הנפקתה בבורסה. תהליך זה יוצר עושר עבור שורה של שותפים לתהליך: היזמים שהקימו את החברות; המשקיעים הפרטיים שהצטרפו בשלבים המוקדמים, ובהם בני משפחה, חברים ואנג'לים; קרנות הון סיכון שהזרימו מיליוני דולרים או עשרות מיליוני דולרים במשך שנים; וחלק מהעובדים בחברות שממשיים אופציות.

כתבות נוספות ב-TheMarker

רוצים להצטרף לרשימת עשירי ישראל? כך אקזיט אחד יהפוך אתכם למיליונרים

הסוד הגדול: מה צריך באמת כדי להיות מאושר?

כיום חיים בישראל עשרות יזמים שעשו אקזיט והתעשרו. העושר שיצח פוזר על פני מעגלים גדולים של שותפים לדרך ומשקיעים, אך האופן שבו התחלק אינו גלוי, על פי רוב. בדרך כלל, החברות שמעורבות באקזיטים הן פרטיות, ומעדיפות שלא לחשוף פרטים אודות חלוקת המניות בין היזמים למשקיעים. כדי להאיר מעט את מנגנון יצירת העושר, יצרנו מודל אופייני לחלוקת מניות בסוגים שונים של אקזיטים. כך תוכלו להעריך את חלוקת העושר באקזיט הבא שתקראו עליו. חשוב לזכור שאקזיט הוא מנת חלקם של כעשירית מן הסטארט אפים. כך שהסיכון שלוקחים

היזמים ומי שמצטרפים אליהם הוא גבוה. לא כל מי שבחר להקים חברה בהכרח יתעשר.

חברה נולדת

ביום הקמתה של החברה יתחלקו היזמים ביניהם במניותיה, לרוב שווה בשווה. החל מאותה נקודה, בכל שלב שבו יצטרפו משקיעים חדשים, ידוללו אחזקותיהם של היזמים המייסדים. עם זאת, ככל שהחברה תגדל כך יתפח גם שוויה, ולכן גם אם שיעור הבעלות של היזמים יקטן השווי הכספי של כל אחד מהם יהיה גדול יותר.

"רוב החברות הנרכשות הן מגובות הון סיכון", אומר ר"ח טל חן, וראש מגזר ההי"ט בקפירמת ראיית החשבון והיעוץ Deloitte בריטמן אלמגור זהר. "בטח חברות כמו וויז או סיאופטיקס, שמתקיימות שנים רבות וכבר גייסו כמה סבבים מקרנות. בחברות שמגייסות עשרות מיליוני דולרים החלק של הקרנות באקזיט יכול להגיע ל-80%-90%. בדרך כלל, במקרים כאלה אנג'לים מחוייבים מעט מאחזקות שוליות או שכמעט לא נשארות בידיהם אחזקות אחרי האקזיט". במקרה של וויז, שבאחרונה נודע כי פייסבוק וגוגל מתעניינות ברכישתה, אחזקותיהם של היזמים הידללו עד לכ-14% מהחברה. אם אכן תושלם עסקה למכירת החברה לפי שווי של מיליארד דולר, תג המחיר שאליו מכוונים היזמים, יהיה ערכו של הנתח שבידיהם כ-144 מיליון דולר.

עו"ד ברי לבנפלד, שותף בכיר במשרד עורכי הדין יגאל ארנון, מוסיף כי לעתים קרובות נכחותו של היזם בחברה חיונית, ולכן אחזקותיו נתחת משמעותיות עד ליום האקזיט עצמו. "אם היזם חיוני לחברה ידאגו לא לדלל אותו ויתנו לו אופציות בחברה גם אם יש הרבה סיבובי השקעה" אומר לבנפלד, ומעריך כי יזמים שנשארים בחברה עד האקזיט מחזיקים בדרך כלל ב-5%-20% מהמניות. לעומת זאת, הוא מדגיש, יזמים שפורשים בדרך - בין אם מיוזמתם או בגלל שבחברה מחליטים להיפרד מהם - יקבלו מניות רגילות וידוללו כשיכנסו משקיעים חדשים, כך שבסופו של דבר לא יישארו עם אחזקות משמעותיות. במקרים שבהם יש כמה יזמים שהקימו את החברה ונשארו בה עד לאקזיט, יהיה לכולם שיעור בעלות זהה, אומר לבנפלד. ואולם אם מועצת המנהלים נשלטת על ידי הקרנות, היא עשויה לתגמל את אחד היזמים יותר מהאחרים, ולהגדיל את אחזקותיו. מנכ"ל החברה, במקרה שאינו אחד היזמים, יקבל אופציות בחברה ויגיע לכל היותר לאחזקה של כ-10% מהמניות, אם מדובר במנכ"ל מוצלח ביותר. בימי בועת האינטרנט, מציין לבנפלד, מנכ"לים היו מקבלים יותר אחזקות.

לדברי חן, שיעור האחזקות של אנג'לים בזמן אקזיט שבו מעורבות קרנות רבות תלוי במספרם של האנג'לים שהשקיעו בתחילת הדרך. עשרה אנג'לים שכל אחד מהם השקיע סכום קטן יחסית, יישארו ככל הנראה ללא אחזקות; לעומת זאת, אנג'ל או שניים שהשקיעו סכום מהותי עשויים לקבל לידיהם 1%-4% מהמניות. חלוקת מניות במתווה זה אופיינית לחברות הנמכרות בסכומים משמעותיים לאחר שהושקעו בהן סכומים גבוהים על ידי קרנות הון סיכון. אקזיטים מהשנה האחרונה בקטגוריה זו הם זה של סיאופטיקס (CyOptics) שנמכרה לאוואגו ב-400 מיליון דולר, ו-XtremIO שנמכרה ל-EMC ב-450 מיליון דולר לאחר שהושקעו בה 25 מיליון דולר.

גם בחברות שמגיעות להנפקה (IPO) תתחלק עוגת בעלי המניות על פי מפתח דומה. בשנה האחרונה לא נרשמו הנפקות של סטארט אפים ישראלים, אך יש כמה חברות שנמצאות לקראת הנפקה, ובהן וויקס (Wix) שמתכננת לגייס 75 מיליון דולר בנאסד"ק לפי שווי של 400-500 מיליון דולר, לאחר שכבר גייסה 66 מיליון דולר מקרנות ומשקיעים.

יש גם מקרים שבהם חברה נמכרת בסכום גבוה לאחר שהושקע בה מעט כסף

יחסית, או לאחר סבב גיוס אחד בלבד מקרנות הון סיכון. "בדרך כלל בחברות שעשו סבב אחד עם קרנות החלק של הקרנות יכול להגיע ל-40%-50%", מעריך חן. "במקרה כזה האנג'לים לא נשחקו והיזמים והאנג'לים יקבלו כל אחד כ-25% מהמניות". כזוהי למשל חברת אינטוסל, שנמכרה השנה לסיסקו ב-475 מיליון דולר, לאחר שהושקעו בה 6 מיליון דולר בלבד מקרן ההון סיכון בסמר. בזמן האקזיט החזיקה בסמר ב-47% ממניות החברה, ואילו היזמים שהחזיקו 35% גרפו 83 מיליון דולר כל אחד. גם עובדי החברה קיבלו אופציות בשווי של כ-70 מיליון דולר בעקבות המכירה.

הכתבה מתפרסמת בגיליון יוני של **TheMarker** מגזין **לקבלת גיליון היכרות חינום, חייגו: *5200**

הסטארט אפ והתרנגולת

לעתים התעשרות לא מסתיימת באקזיט, והיזמים שמוכרים את החברות מתמנים לתפקידים בכירים בחברה החכשת וממשיכים להשתכר יפה. במקרים חריגים, שבהם עסקת הרכישה נעשית בחלקה או בחובה במניות, נהפכים היזמים גם לבעלי מניות בחברה החכשת. חן מעריך כי יזמים שמשתלבים בחברות הרב לאומיות משתכרים כמיליון שקל בשנה. מגמה אופיינית לזמן האחרון היא אקזיטים קטנים: סטארט אפים שהושקעו בהם סכומי כסף קטנים יחסית, של מיליונים בודדים, ונמכרים בכמה עשרות מיליוני דולרים בלבד. דוגמה לאקזיט כזה היא מכירת קרוסריידר, סטארט אפ שבנה פלטפורמה לפיתוח תוספים לדפדפנים, למרקטס של טדי שגיא, ב-37 מיליון דולר. חברה זו נמכרה רק כשנה וחצי לאחר שהוקמה, וההשקעה הכוללת שנעשתה בה על ידי אנג'לים היא כ-2 מיליון דולר; באופן דומה נמכר השנה גם הסטארט אפ iOnRoad, שפיתח אפליקציה לניתוח סכנות בזמן נהיגה, ליצרנית מערכות המדיה והניווט לרכב Harman, בכ-10 מיליון דולר, רק כשנה לאחר שהוקם וגייס כמיליון דולר מאנג'לים.

במקרים כאלה היזמים עדיין מחזיקים בשיעור גבוה יחסית מהאחזקות בשעת המכירה (50%-75%, לדברי חן), אך הסכום שהם מקבלים נמוך מזה שהיו מקבלים בשלב מתקדם יותר, באקזיט של מאות מיליוני דולרים, גם לו היו אחזקותיהם מדוללות. זהו מבנה אחזקות אופייני לחברות אפליקציות, אומר לבנפלד: "ווייז היא מקרה של אחד ממיליון. חברת פיתוח אפליקציות טיפוסית - ואנחנו רואים הרבה מקרים שבהם בקושי מדובר בחברות, זה יכול להיות גם ילד שיודע לתכנת - לא מגייסת הרבה כסף. בדרך כלל הם לא מגיעים בכלל לקרנות, אלא מגייסים מאנג'ל אחד או ממשפחה וחברים. זה 'Go/no Go' מהיר - כלומר, מהר מאוד מתברר אם יש מודל עסקי וקהל, ולא צריך שנים של פיתוח. כשהכל הולך יפה, היזם יישאר עם 70% ממה שיקבל אם ימכור. הבעיה היא שלא מקבלים כל כך הרבה".

מבחינת היזמים יש תמריץ למכור מהר כל עוד הם מחזיקים ברוחב המניות? חן: "50% מ-6 מיליון דולר זה פחות מ-5% מ-200 מיליון דולר. ככל שאתה קטן יותר, כך קטן הסיכוי לאקזיט. רוב השחקנים רוצים משהו עם פוטנציאל גדול. זה כמו ביצה ותרנגולת: אם אתה קטן, לפעמים הסיבה לכך היא שלא הצלחת לגייס מימון מהקרנות בגלל שהפוטנציאל אינו גדול. במקרה כזה אם יהיה אקזיט תחזיק ביותר מניות, אבל האקזיט יהיה קטן".

גורם נוסף שמשפיע על רצונם של היזמים לממש בשלב מוקדם את האחזקות שלהם בחברה הוא מידת הניסיון וההון שכבר צברו, אם צברו, קודם לכן. יזמים מנוסים, שכבר הרוויחו סכומי כסף משמעותיים, יהיו פחות להוטים לאקזיט מאשר

יזמים שזוהי ההזדמנות הראשונה שלהם להתעשר. "יזם מתחיל שעושה את זה בפעם הראשונה, ולא מגיע ממשפחה שבה הוא לא צריך לדאוג לצרכיו הפיננסיים, פוחד שאולי לא יגיע לשלב הבא", אומר חן. "אם הוא נתקל בהזדמנות להרוויח 2-3 מיליון דולר, הוא מעדיף למכור". כדי למנוע מצב כזה ולעודד את היזמים להמשיך לגדל את החברה, הקרנות חכשות לעתים חלק מהאחזקות של היזמים. כך, היזמים מביאים הביתה כסף, משתחררים מהלחץ ומעול המשכנתא ויכולים להמשיך לעבוד לקראת אקזיט גדול. "לפעמים עוזרים ליזם לאורך הדרך", מסביר לבנפלד. "אם הוא צריך כסף לדירה או כדי לחתן את הבן, יקנו ממנו מניות בחצי מיליון דולר או בשני מיליון דולר. זה לא סכום שאמור לשנות לגמרי את החיים שלו, רק לדאוג שהוא יישאר שמח. שלא יצטרך לדאוג איך לגמור את החודש".

לבסוף, ישנם גם מי שמתעשרים עוד לפני האקזיט. לדברי חן, ישנן חברות בתחום הניו-מדיה שמייצרות מחזור הכנסות של עשרות מיליוני דולרים ומחלקות דייוידנדים לבעלי המניות שלהן. הדוגמה הידועה ביותר לחברה כזו היא קונדזאיט, שכבר הגיעה לשווי משמעותי (סבב הגיוס האחרון שלה לפני יותר משנה נעשה לפי שווי של 1.4 מיליארד דולר), אך טרם ביצעה אקזיט. בעלי המניות של החברה נהנו מדיוידנדים בגובה מאות מיליוני שקלים.

בתחתית הסולם, גם בחברות הסטארט אפ, נמצאים העובדים השכירים שאינם בעלי אחזקות בחברה. הם אמנם שותפים לדרך מרגשת ומלהיבה של יצירת דבר חדש יש מאין, אך גם נדרשים לעבוד שעות רבות ולהתמודד עם חוסר הוודאות התעסוקתי הנלווה לעבודה בסטארט אפ שעלול גם להיסגר בהתראה קצרה. כדי לתמרץ את העובדים ניתנות להם בדרך כלל אופציות בחברה, שאותן יוכלו לממש במקרה שהחברה אכן תצליח ותגיע לאקזיט. להערכתו של לבנפלד, עובדים מקבלים בזמן האקזיט אופציות השוות ל-7.5%-15% מהאחזקות בחברה. עם זאת, במקרה שבו קרנות המעורבות בחברה מחזיקות במניות בכורה, כלומר הן הראשונות לקבל את הכסף שנכנס מהאקזיט, עלולים העובדים להישאר בלא כלום.

כדי למנוע זאת, מבטיחות לפעמים הנהלות החברות כי עובדיהן יהיו זכאים לשיעור מסוים מתוך הכסף שייכנס בזמן האקזיט, ללא קשר לגודלו. במקרים כאלה מוותרים בעלי מניות הבכורה על זכות הראשונים שלהם, כדי לא לפגוע בעובדים. "מי שדואג לעובדים זו הנהלה", אומר לבנפלד. "בקרנות הכי פחות דואגים להם. הרבה פעמים הרוכש או הרוכשת דואגים לעובדים כדי שיהיו שמחים ויישאו". במקרים מסוימים, הוא אומר, שבהם האופציות של העובדים שוות מיליוני דולרים, יוצרים מהן מאגר כסף לבנוסים לשנים שלאחר האקזיט.

Tweet
