



סדרת הטלוויזיה "סיליקון וואלי" הנגן מתאים למשקיעים נועזים והרפתקנים צילום: HBO / yee



הנפקת וויקס הישראלית בנאסד"ק, ב-2013. "חשוב שיהיה יום טוב" צילום: Naadaa OMX

▶▶ אין מגבלות בחוק המונעות מפני אדם פרטי מלהשקיע בחברות.

2. מה חשוב לדעת לפני שמשקיעים?

סטארט-אפים הם עסק שמתאים למשקיעים ערים נועזים והרפתקנים חובבי סיכונים. כותרות העיתונים יוצרות מצג שואו: הרוח המוחלט של החברות צפוי להיכשל, ולא להיחפז להשקעה פיננסית מוצלחת. לפי כללי האצבע המקובלים בקרב קרנות הון סיכון - גופי השקעה מקצוץ עיים ומנסוים - מכל עשרה סטארט-אפים ייכשלו לחלוטין שלושה או ארבעה, שלושה-ארבעה נוספים יחזירו את ההשקעה המקורית, ורק אחד או שניים יספקו תשואה יפה למשקיעים. במציאות המצב גרוע אף יותר. לפי מחקר של שיקאגו גוש, מרצה בכיר בבית הספר למינהל עסקים באוניברסיטת הרווארד, שלושה מכל ארבעה סטארט-אפים מגובי הון סיכון לא מחדוירים את ההון למשקיעים. בקרב חברות שלא גייסו כסף מקרנות הון סיכון, המצב גרוע עוד יותר. חברות שאינן מגובות הון סיכון נכשלות יותר בארבע השנים הראשונות לחייהן, לפי גוש, בדרך כלל מכיוון שאין להן את ההון הדרוש כדי להמשיך לפעול.

לפי מחקר שפירסמה השנה חברת המוד"ק להייטק JVC, מתוך 10,000 סטארט-אפים שהוקמו בישראל מאז 1999, 480 בלבד הצליחו ו-46% נסגרו. כלומר, סיכויי ההצלחה של סטארט-אפ ישראלי הם 2.5% בלבד. לא מוזרי. במילים אחרות, מי שמשקיע את כספו בסטארט-אפים צריך להביא בחשבון ש-90% מההשקעה תימחק. הכשלונות, כמו ההצלחות, הם חלק מהמורל העסקי של ענף ההון סיכון. בחצר האחורית של סצינת הסטארט-אפים הישראלית נמצא בית קברות, שבו טמונים שלדים של אלפי חברות שנסגרו, ומאות חברות חרות מצטרפות מדי שנה לקבורה הזאת. עמבר קרנות הון סיכון זהו חלק מהמורל העסקי, והאמונה בחלום ובהצלחה קריטיים להצלחת ההייטק הישראלי. לעומת זאת, מבחינת משקיעים פרטיים, שאין ברשותם מקורות השקעה בלתי מוגבלים - זהו סיכון ניכר.

"בעלי הון, למשל כאלה שעשו הרבה כסף בגדיל'ן, רוצים להשקיע, אף שהם לא תמיד מבחינים בהייטק", אומר ער"ד סיימון וינטראוב, שותף במשרד יגאל אינון ושות' המתמחה במימון, מיוזגים רכישות והון סיכון במגזרי ההייטק ומדעי החיים. "אין ספק שיש הרבה סיכונים, וחייבים לשמור על הוכחות של המשקיעים. הסיכון הראשון הוא שסטארט-אפ בתחילת דרכו צריך הרבה כסף, ואם המשקיעים רוצים לשמור על האחוזות בחברה ושהיה להם החזק או סביר בסוף הדרך, הם צריכים להשקיע גם בהמשך. בדרך כלל חוזרים לאנג'לים ומבקש

ער שנה). "חשוב שיהיה יום טוב", אומר ברנד. "הדרך הנכונה היא להשקיע בתוכנית טובה - מישור שברור לו איך הוא לוקח סכום קטן יחסית של כסף והופך אותו למשהו אמיתי כדי לגייס השקעה המשך. השקעה של 100-200 אלף דולר לא מחזיקה מעמד ליותר מחצי שנה, והדרך היחידה לשמור על ערך הכסף היא למצוא משקיע נוסף שייכנס. רוב החברות נסגרות כי הן לא מצליחות לגייס כסף". לכן, לדבריו, גם יש חשיבות לרשת הקשרים הידוע של המשקיע בתעשייה.

ברומה לקרנות הון סיכון, גם משקיעים פרטיים צריכים להעביר את החברה שבה הם מתעניינים תהליך בדיקת נאותות. וינטראוב ממליץ לברוק את הון המניות של החברה, כמה מתוך ההון הנוסף, והאם הקניין הרוחני נמצא בעלות החברה (או שהגיע מאוניברסיטה, למשל).

כמה כסף צריך כדי להשקיע בסטארט-אפים? ברנד מציץ כלל אצבע: ברוב קרנות הפנסיה הענקיות, לא יותר מ-5% מההון מושקע בכנסים אלטרנטיביים, ובתוכם 1%-2% מוקצה לזון סיכון. אותו כלל צריך לחול, לדבריו, על משקיעים פרטיים. "תשקיע בסטארט-אפים רק אם אתה מסוגל להקצות לכך לא יותר מ-5% מההון הפנוי שלך", ממליץ ברנד. בכל מקרה, רה, השקעה בסטארט-אפים, כהשקעה מסוכנת, צריכה להבטיח שהיא לא תפגע באפיקי השקעה אחרים כמו משכנתא או חיסכון לילדים.

אין כחום השקעה אחיד או מינימלי שמתאים למשקיעים בסטארט-אפים. עם זאת, משקיעים צריכים להביא בחשבון שהם יודללו 44

הבהלה לזהב החדש: כך תעלו על עגלת הסטארט-אפים

האקזיטים של משקיעי הסטארט-אפים יוצרים אשליה של אפיק רווחי במיוחד. אלא שסיכויי ההצלחה בפועל הם רק 2%. כדי להימנע מהפסדים כואבים - הנה כל מה שצריך לדעת רגע לפני ההשקעה בוויזי הבאה

מיליארדי הדולרים שזורמים מדי שנה למשקיעים מאקזיטים של חברות סטארט-אפ ישראליות, משרים תחושת חגיגה - וכולם רוצים להצטרף. במחצית הראשונה של 2015, עסקות מיזוג ורכישה והנפקות של חברות ישראליות הורישו למשקיעים שיא מודחים של 5 מיליארד דולר. החלום להשקיע בסטארט-אפ שיימכר במיליארד דולר כמו במקרה של וויין, או לפחות כעשרות מיליוני דולרים, הוא הבולזה לזהב של ימינו. ואולם למרות הכותרות המפתות בתקשורת, האמת היא שהשקעה בסטארט-אפים היא עסק מורכב ועתיר סיכון, שמתאים לבעלי סבלנות, ובעיקר לאלה שמר כנים להיפרד מההון שלהם.

1. מי יכול להשקיע בסטארט-אפים? ברומה העקרונית, ההשקעה בסטארט-אפ שוקעה, כיצד מקבלים גישה להשקעות מעניינות, ומהן האלטרנטיבות בפני מי שרוצים להעשיר את התיק בהשקעות טכנולוגיות, אך עם סיכונים פחותים.

מאת ענבל אורפז

בשלושה-ארבעה שבועות שכי השקעה של החברה עד לאקוויט, ושאריתיהם יכנסו משקיעים עם כ"י סים עמוקים יותר (בעיקר קרנות), שיקבלו תנאי שקעה עדיפים.

"היתרון לאנג'לים הוא שהם יכולים לקחת סיכון מוקדם, אבל בחמורה הם צריכים לקבל נתח לא מבוטל בחברה", אומר ברנד. כדי להבטיח למשקיעים שהם ישמרו על אחוזותיהם בחברה, ממליץ ברנד להימנע מהשקעות בחברות שבהן מחזורי ההשקעה ארוכים, ולהתמקד בחברות עם אופק עד לאקוויט מהיר של 20-30 מיליון דולר של שלושה-ארבע שנים.

"מבחינת האנג'לים, מיליון דולר זה החוד מצוין על השקעה של 100 אלף דולר. מבחינת הקרן, זה לא מוזל את המחט", אומר ברנד. המכיל פיל הממוצע שיקבל משקיע בסטארט-אפ הוא פי שלושה-ארבעה על הכסף – שיעור נמוך בהשוואה למכפילים שלום מצפות קרנות הון סיכון, להן ערכת וינטוראום. הוא ממליץ גם על שמירת הון פנוי להשקעות המשך בחברה. "אם למשקיע יש

200 אלף דולר שהוא מתכוון להשקיע, או שיש קרן של 100 אלף דולר, וישמרו עוד 100 אלף דולר להשקעות המשך. אחרי חצי שנה או שנה, החברה תהווה קרן כסף. חשוב מאוד לשמור כסף לסביבה המשך, אחרי שהמשקיעים העתידיים ימחקו אותו", מזהיר וינטוראום.

הוא מצוין כי למשקיעים פרטיים שהשקיעו בחברה בשלב מוקדם, יש הודמנות לעשות את זה עוד לפני שהחברה נמכרת, באמצעות מכירת מניותיהם בחברה לקרנות השקעה שמגיעות כשי לבים מתקרמים יותר.

3. איך מגיעים לסטארט-אפים מעניינים?

אחד האתגרים המרכזיים בפני משקיעים פרטיים שמבקשים לקחת את הסיכון, הוא איתור הודמנות השקעה מעניינות. יש כמה מקומות שכראי לברוק, הראשון הוא פלטפורמות אקוויטי קראון פאנדינג, שהמשתתף להן הוא שותף מאפי שרות למשקיעים כשירים (משקיעים שעומדים

בכמה התניות פיננסיות, כמו הון נזיל של יותר מ-12 מיליון שקל) להצטרף להשקעה בסטארט-אפים כנגד הון מניות. עם הפלטפורמות הפורילות בישראל נמנות iAngels, OurCrowd ו-PrivateEquity, שצדדן שוק שניוני למניות עובריים בסטארט-אפים.

אבידס זולטי, סגן המדען הראשי למסחר והשקעות: "לפי התקנות החדשות, המדען הראשי יצטרך לאשר כי המיזם עונה על הקריטריונים של היתום מיזם טכנולוגי אמיתי. המדען הראשי ימליץ על מידת ההצלחה של המיזם או הפוטנציאל הכלכלי שלו"

היתרון של השקעה באמצעות גופים אלה היא שהליך בדיקת הנאותות של החברות נעשה באופן מקצועי ומסודר על ידי מומחים. הרך זו מורידה את הסיכון הגבוה הכרוך בהשקעה. בחינת החברות נעשית על ידי פלטפורמות ההשקעה, וקבלת ההחלטות נמצאת בידי המשקיע, שכדי קיבל גושפקה מקצועית.

יתרון נוסף הוא שהפלטפורמות מגיעות לחזה השקעה אחרי מול החברות, ולא צריך לנהל משא ומתן לגבי תנאי ההשקעה. כך, גם משקיע שאין לו קשרים או כוח מיקוח כאדם בר ד, משפר את תנאי ההשקעה המשפטיים שלו. היתרון הוא שאפיק זה פתוח רק בפני אנשים בעלי אמצעים משמעותיים, שעומדים בהגדרה של משקיע כשיר, כפי שנקבעה בחוק.

דרך נוספת להיחשף להשקעות היא באמצעות אירועים שבהם מצגים סטארט-אפים, כולל תחרויות ובעיקר Demo Days – ימי סיום שבהם מצגות חברות בוגרות אקסלרטיבס (תוכניות האצה) את פעילותן, ובמקרים רבים את סכום ההשקעה שאותו הן מבקשות לקבל. עם זאת, רצוי להגיע לתוכניות האלה בשלב מוקדם, עוד לפני שהחברות מבשילות, כדי להשקיע בתנאים נוחים יותר ולפי הערכות שווי נמוכות יותר.

בעלי מקצוע שנמצאים בקשר שוטף עם סטארט-אפים, כמו עורכי דין או רואי חשבון, יכולים לשמש גורם מתווך שמחבר בין משקיעים לבין חברות. גם חברים ובני משפחה הם כמובן ערוץ אפשרי לפתיחת גישה להשקעות. בגיליון הסטארט-אפים השיתופי שיצר רה קרן הון סיכון אלף (bitly.com/ViewsraeliAngels) ניתן להירשם כמשקיע עם ולאפיי את גודל ותחום ההשקעה, ולקבל פניות מחברות רלוונטיות. ניתן גם להירשם באחד Angelist כמשקיע או להצטרף לסינדיקייט ציית ההשקעות בחברות ישראליות באתר. 44



מתחם סוסא בדום תל אביב המציע חללי עבודה לסטארט-אפים צילום: עמית גרון

4. האם יש הטבת מס למשקיעים בסטארט-אפים?

ב-2010 נחקק חוק האנג'לים, שמטרתו הייתה להביא משקיעים פרטיים לסטארט-אפים עתירי ידע וסיכון – ולתמוך בתעשייה שהתאוששה או ממשבר כלכלי ומימוני. החוק יצר הטבת מס, שאפשרה להכיר בהשקעה בסטארט-אפים שעמדו בקריטריונים כהוצאה המוכרת במס כבר בשנה הראשונה להשקעה. ואולם החוק נוסח באופן שיישמו היה בלתי אפשרי, בייחוד לאנג'לים שמשקיעים בחברות אינטרנט ומריה. בתחומים אלה ניתן להגיע לאקוויט מהיר יחסית בהשקעה קטנה של כסף, בניגוד לתחומים עתירי השקעות, שבהם מחזורי הפיתוח ארוכים (למשל, חברות חומרה או מדעי החיים).

מאז, חזר החוק לשולחן הממשלה כמה פעמים, וכיום הוא נמצא שוב על שולחן הממשלה בתהליך תיקון. אבידס זולטי, סגן המדען הראשי למסחר והשקעות, מסביר כי "חוק האנג'לים במתכונתו החדשה צפוי לעבור במסגרת חקיקה רגילה עד סוף השנה. השינוי המהותי מהחוק הקיים הוא שהוא נתון וראות למשקיעים, על ידי כך שהמשקיע מקבל את הטבת המס מהיום הראשון. לפי הנוסח החדש, לא צריך להמתין שלוש שנים כדי לברוק אם החברה עומדת בקריטריונים של חברה חדשנית שמשקיעה כמו"פ, רוב הוצאותיה מופנות למו"פ, רוב הייצור שלה הוא בישראל, ומגוון קריטריונים שנמדדים על פני שלוש שנים". באתר לשכת המדען הראשי ניתן למצוא את רשימת החברות המהפסות אנג'לים ומתאימות להשקעה.

נוסף על כך, כדי לעודד את המסחר בחכי ורות החייטק הציבוריות, כחלק מהגלגול ועודד המו"פ, בעתיד תוכר השקעה של עד 5 מיליון שקל כהפסד הון בריכוזו כנגד רווחי הון אחדים. כך, אפשר יהיה לרדות את תשלום המס עד למועד שבו המשקיע "ייפגש" עם הכסף.

5. כיצד אפשר להצטרף לקרנות הון סיכון?

כיום, הכניסה לרוב קרנות הון סיכון חסר מה בפני משקיעים פרטיים. הקרנות מגייסות את רוב ההון שלהן ממשקיעים מוסדיים גדולים, רובם הכסף המגיע לקרנות הישראליות מקורו בכלל בחו"ל. כמה מהקרנות, בעיקר הקטנות (שמנהלות כמה עשרות מיליוני דולרים), כן מגייסות הון ממשקיעים פרטיים. ואולם במקרים אלה הגישה אינה פתוחה לקהל הרחב, אלא לפרטים בעלי אמצעים משמעותיים, שיכולים להשקיע סכומים גדולים יחסית ונמצאים בקשר עם השותפים בקרנות.

כמובן שאם משקיע חושב שהוא יכול להתאים להשקעה בקרן שנמצאת בתהליך גיוס, הוא יכול לפנות אליה כדי לבחון אפשרות זו. יש קרנות הון



בכירי ויז. "להצעות לא יותר מ-5% מההון הפנוי" צילום: עופר קונין

סיכון ישראליות בודדות הנסחרות בבורסה, כולל מיזם נוצרות וקסניה, שניתן להשקיע בהן – אך עד היום מורל זה לא הוכיח את עצמו. כחלק מהחלופות הנבחרות כיום, בחנת הבורסה הקמת קרנות הון סיכון ציבוריות, שגם משקיעים פרטיים יוכלו להשקיע בהן. בבורסה מסבירים שקרנות הון סיכון הציבוריות יפעלו במודל של קרנות נאמנות. אלה יוכלו להשקיע בחברות טכנולוגיה ציבוריות בישראל ובשוקי העולם וכן בחברות טכנולוגיה פרטיות קטנות ולא נסחרות. מסלול זה, שמקדמת רשות ניירות ערך, צפוי להיפתח בשנה הבאה.

6. אז איך אפשר בכל זאת להיחשף להשקעות טכנולוגיות?

משקיע שירצה להינות מפירות הסטארט-אפ ניישן, אבל להפחית את רמת הסיכון, יוכל לבי" חזר בהשקעות סולידיות יותר בתחום – למשל, השקעה בחברות ציבוריות, ישראליות או זרות. אפשרות נוספת: במקום להשקיע בסטארט-אפ אפאתי אך מסוכן בתחום הסייבר, אפשר להשקיע באות מחברות אבטחת המידע הישראליות הנסחרות בבורסה, כמו סייבר ארק, אימפרבה או צ'ק פוינט והותיקה.

כיום אפשר להשקיע ישירות בחברות או במדדים או בתעודות שבחוקת את חברות הטי"בולוגיה הישראליות, כמו מרד תל אביב טק עילית ומרד TA-BigTech שעלויו הכריזה בבורסה במאסר, הכוללת חברות טכנולוגיה יש"ראליות, או כאלה שקשורות לישראל ונסחרות בתל אביב, בניו יורק או בלונדון.

הבורסה לניירות ערך בתל אביב פועלת מצד זה להרחבת היצע הקיים בבורסה. בשנים האחרונות נוקטת הבורסה צעדים בכיוון – בין היתר, קידום הקלות ברגולציה לחברות מו"פ. הבורסה אמורה לקלוט חברות בשלבים מוקדמים יותר,

בהשוואה לאלה שנוהגות להנפיק בול סטריט. אם המהלך יצליח, תגדל הגישה בפני משקיעים ליותר חברות טכנולוגיה ישראליות.

7. אילו אפשרויות חדשות ייפתחו בעתיד?

כיום נמצאת בהליכי חקיקה יוזמה שתפתח עוד יותר את תחום ההשקעות בסטארט-אפים בפני משקיעים פרטיים מהקהל הרחב – גם כאלה שאינם נחשבים לכשירים. לפי הצעת חוק פרטית שיוזם לשעבר אבישי ברורזמן – שאוחרו עם הצעת חוק ממשלתית שנכתבה בעקבות דו"ח המחקר והפיתוח של רשות ניירות ערך, שמקדמת את הליך החקיקה – חברות יוכלו לגייס עד 2 מיליון שקל ממספר רב של משקיעים, בלי להיחשב חברה ציבורית, כפי שקובע החוק כיום, כשהמצב הוא שיש בהן יותר מ-35 בעלי מניות.

לפי ההצעה, יוכל אזור מן השורה להשקיע אלפי שקלים בודדים במיזמים טכנולוגיים. "כמובן שכדי להגן על האזור הפשוט, יוטלו מגבלות הן על סכום ההשקעה הבודדת והן על ההשקעות הכוללות שאוחר יוכל לבצע במתכונת זו", אומר זולטי. "לפי התקנות החדשות, המדען הראשי יצטרך לאשר כי המיזם עונה על הקריטריונים של היתום מיזם טכנולוגי אמיתי, ולא מודרב בהונאה. המדען הראשי כמובן לא יב"בא בשום צורה או ימליץ על מידת ההצלחה של המיזם או הפוטנציאל הכלכלי שלו. "הסיכונים ברורים: סיכויי ההצלחה של מיזמים טכנולוגיים אינם גבוהים. בניגוד להשקעות סולידיות, משקיעים יכולים להפסיד את כל כספם, ולכן, במתכונת של מיזום המיזם יש הגנות על המ"שקיעים הקטנים". לדברי זולטי, מתוכננת לקום כהלק מהיוזמה גם פלטפורמה אינטרנטית, שת"חבר משקיעים לבין מיזמים. ■