

תיבה ד'-1: מימון הפעילות של חברות הזנק

חברות הזנק (start up companies) הן חברות לטכנולוגיה עילית שנוסדו לשם פיתוח מוצר או שירות חדשני. הפיתוח מצריך מימון¹, אולם בשלב זה חברה אינה מייצרת הכנסה. לאחר ששלב הפיתוח של המוצר/ השירות מסתיים בהצלחה, בעלי המניות יכולים להחליט אם לעשות "אקזיט" באמצעות מכירת החברה לחברה אחרת, להפוך את החברה לחברה ציבורית רגילה באמצעות הנפקה בבורסה, או להשאירה בבעלות פרטית. אולם לא כל החברות מצליחות להגיע לשלב של מימוש הרעיון, ורבות מהן פושטות רגל מבלי להפוך לרווחיות. את פעילותן של חברות ההזנק מממנים בעיקר קרנות הון סיכון (venture capital funds), חממות טכנולוגיות שמקבלות לעתים סבסוד ממשלתי, ומשקיעים פרטיים ("angels"), היות שאופי פעילותן מונע מהן לקבל מימון מהבנקים.

גיוס מימון מהבנקים מושגת בדרך כלל על חוזה סטנדרטי שמגדיר היטב את זכויות המלווה. במקרה של כישלון, כשיזם אינו מסוגל להחזיר את החוב בתום תקופה נתונה, המלווה יכול לתפוס חזקה על הנכסים המושעבדים כבטוחה ולחלט אותם לשם החזרת החוב, או ליזום הליך של פשיטת רגל. בנק אינו יכול לחתום על חוזה סטנדרטי כזה עם חברת הזנק. ראשית, לחברות הזנק יש בעיקר נכסים מופשטים (ידע) ולכן אי-אפשר לשעבד אותם. שנית, בנק אינו מעוניין לטפל בכישלון של חברת הזנק, שכן חסרה לו מומחיות בתחום פעילותה של החברה.

הבנקים מתקשים לממן חברות הזנק גם משום שבין הלווה והמלווה אין סימטריה במידע. בעיה זו קיימת תמיד, אך בעיקר בעסקים קטנים משום שדוחותיהם אינם שקופים לציבור; לכן הטיפול בהם דורש מהמלווה להשקיע משאבים במאמצי פיקוח, והדבר מייקר את האשראי. בעיית הא-סימטריה במידע מתעצמת במקרה של חברות הזנק, היות שהן מפתחות מוצרים ושירותים חדשניים שבדרך כלל קשה להעריך את סיכויי הצלחתם בשווקים. Westhead and Storey (1997) מסכמים את הסיבות לכך שההשקעה בחברות הזנק נחשבת למסוכנת ביותר: (1) מחסור בכישורי ניהול בקרב היזמים; (2) היעדר הערכה לגבי הביקוש למוצר/ לשירות החדש; (3) תוחלת החיים של המוצר קצרה יחסית לתוחלת החיים של מוצרים בענפים המסורתיים; (4) דרישה למימון בשלב המחקר והפיתוח של המוצר/ השירות, כשאין ודאות לגבי הצלחתו העתידית. נוסף על כך בעיית הא-סימטריה במידע מגבירה את הסיכון המוסרי (moral hazard) – הסיכון שיזם ייטול סיכון מפני שהוא אינו נושא במחיר הכישלון. לדוגמה, היזם עלול לבחור בפרויקט שיש לו ממנו תשואה אישית גבוהה, כגון הכרה בקהילה המדעית, אך הוא מניב תשואה נמוכה למשקיעים.

בתנאים אלה התפתח ענף של קרנות הון סיכון, וענף זה משמש מתווך פיננסי חיוני: הוא מספק מימון לחברות מבטיחות שאחרת היו מתקשות לגייס הון. חוזי המימון בין קרנות הון סיכון לבין חברות הזנק שונים מחוזי הלוואה רגילים, והם מאפשרים לקרנות לפקח על החברות ביעילות. לדוגמה, הקרנות נמנעות מהשקעות חד-פעמיות גדולות אלא עורכות אותן בשלבים. מנגנון פיקוח זה מאפשר לעצור את המימון במקרה של כישלון ולצמצם את ההפסדים הפוטנציאליים של הקרן. חברות הזנק בשלבי ההתפתחות ההתחלתיים (seed stage) מקבלות מימון במנות קטנות יותר. נוסף למימון בשלבים הקרנות גם חולקות את ההשקעה בחברה עם קרנות אחרות. בדרך זו הן יכולות להשקיע בכמה חברות שונות ולפזר סיכונים,

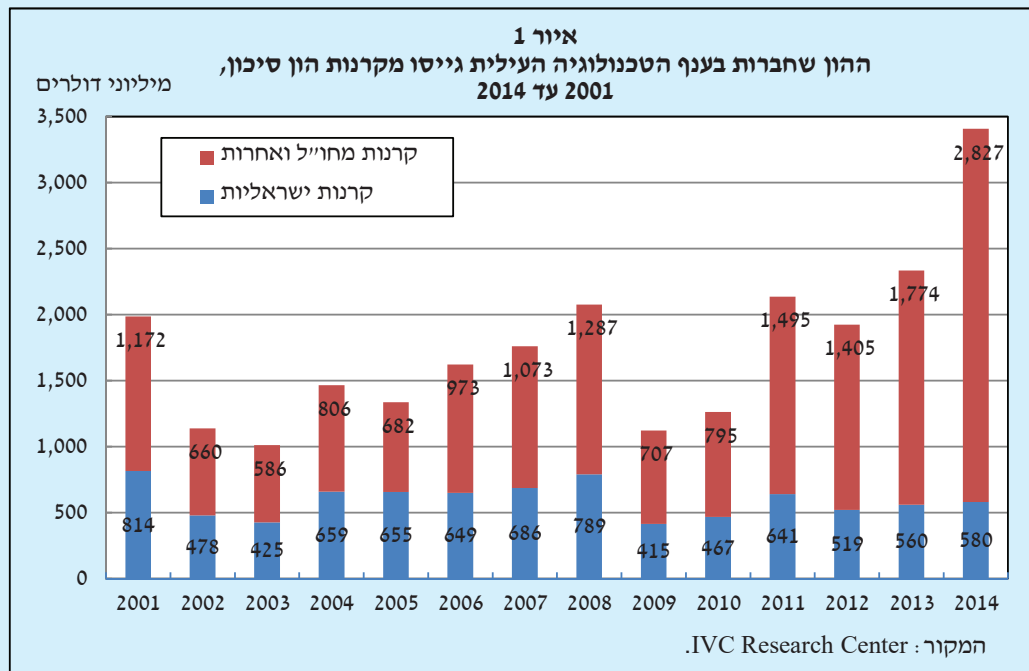
¹ בהיקפים שונים. לדוגמה, המימון הנחוץ למחקר ופיתוח בחברת ביו-טכנולוגיה גבוה מזה שנחוץ לפיתוח יישום לטלפונים חכמים בחברת תוכנה.

וגם לקבל מהקרנות האחרות חוות דעת נוספת בדבר כדאיות ההשקעה. לאחר ההשקעה הראשונית הקרנות מפגישות את היזמים עם מומחים ויועצים מטעמן כדי לשפר את ביצועי החברה. מעורבות הקרן בפעילות החברה באה לידי ביטוי גם בכך שנציגיה משתתפים בדירקטוריון החברה. נוסף לאלה יש עוד מנגנון שבאמצעותו ניתן לקרב בין האינטרסים של היזמים לאלה של המשקיעים ולהפחית את הסיכון המוסרי – ליצור תלות בין הכנסות היזמים לבין ביצועי החברה, דרך הגדרה של חלק ניכר מהכנסתם כאופציות בהנפקות עתידיות.

בספרות המקצועית עולה הטענה שמאפייניהן הארגוניים של הקרנות להון סיכון ושל החוזים שלהן מתאימים במיוחד לפתרון של בעיות הא-סימטריה במידע והסיכון המוסרי בחברות לטכנולוגיה עילית (הרחבה מופיעה אצל Kaplan and Stromberg, 2002). מקובל לחשוב כי לקרנות הון סיכון יש מומחיות בתחום הטכנולוגיה העילית, וזו מאפשרת להן לזהות פרויקטים בעלי פוטנציאל צמיחה.

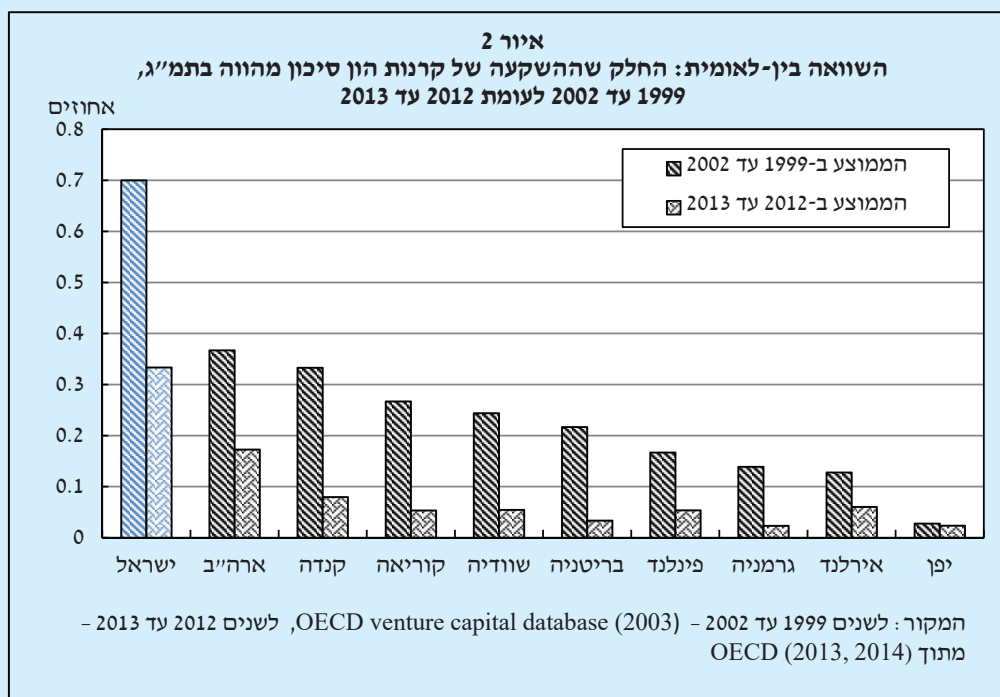
אולם קיימת גם השקפה אחרת, וזו גורסת כי קרנות הון סיכון לעתים מהמרות על החברה שהן בוחרות לממן. על סמך הנתונים על החברות הישראליות לטכנולוגיה עילית, בר ויפה (2008) טוענים כי לחברות טכנולוגיה עילית שקיבלו תמיכה מקרנות הון סיכון היו סיכויים יותר גבוהים לשרוד מאשר לחברות שקיבלו מימון ממקור אחר, אך נראה כי קרנות הון סיכון אינן יודעות לזהות חברות "מנצחות". כאשר משווים, לאחר הנפקה ראשונית בבורסה, את ביצועיהן של החברות שקיבלו תמיכה מקרנות הון סיכון לביצועיהן של חברות שקיבלו תמיכה מגורמים אחרים, מוצאים כי אין הבדלים בין שתי הקבוצות.

ענף הקרנות להון סיכון בישראל נוצר ב-1991 ביוזמת הממשלה ובמעורבותה הישירה, ובמשך שנות התשעים של המאה העשרים הוא התפתח ממגזר קטן במימון ממשלתי לענף פרטי משגשג. בשנת 2014 גייסו הקרנות הישראליות 914 מיליון דולר, בשעה שסכום הגיוס הממוצע בעשור האחרון הגיע ל-777 מיליון דולר לשנה (אולם בנתונים שנתיים יש תנודתיות רבה). נוסף למימון מקרנות מקומיות חברות הזנק מגייסות מימון רב גם מקרנות בחו"ל (איור 1). כפי שניתן ללמוד מהאיור, גיוס ההון מקרנות הון סיכון אמנם נפגע בעקבות המשבר הפיננסי, אך הוא התאושש במהרה בשנים 2011–2013. 2014 הייתה השנה המוצלחת ביותר: הגיוסים הסתכמו ב-3.4 מיליארדי דולרים, למעלה מ-2.8 מיליארדים מהם מקרנות זרות, ונראה כי בשנה החולפת לא נוצר מחסור בהיצע המימון לחברות הזנק. נתונים אלה מהווים פרט בתמונה רחבה: ישראל



ממוקמת לאורך השנים במקום הגבוה בעולם מבחינת החלק שההשקעה של קרנות הון סיכון בענף הטכנולוגיה העילית מהווה בתוצר (איור 2).

מאחר שלקרנות ישראליות להון סיכון יש חלק קטן יחסית במימון חברות הזנק, ועדה בין-משרדית לקידום השקעות ציבוריות בתחום המחקר והפיתוח המליצה על שני פתרונות מימון חוץ-בורסאיים שמתאימים לחברות כאלה. הראשון – מימון המונים (crowdfunding): זהו מודל לגיוס הון מהציבור הרחב באמצעות פלטפורמה אינטרנטית, והוא מאפשר לגייס סכומי כסף קטנים ממשקיעים רבים. הפתרון השני – מועדונים למשקיעים מתוחכמים יחידים (כלומר שאינם גופים מוסדיים): הרשות לניירות ערך תגבש את המועדונים ותבדוק את כשרותם של המשקיעים².



ביבליוגרפיה:

בר חי ווי יפה (2008), "האם קרנות הון סיכון יכולות לזהות חברות מצליחות? עדויות על שיעורי ההישרדות של חברות ועל ביצועיהן לאחר ההנפקה בבורסה", *סקר בנק ישראל*, 81, עמ' 115–141.

Audretsch, D.B. and E.E. Lehmann (2004), "Financing High-Tech Growth: The Role of Banks and Venture Capitalists", *Schmalenbach Business Review*, 56, p. 340-357.

Chorev, S. and A.R. Anderson (2006), "Success in Israeli high-tech start-ups; Critical factors and process", *Technovation*, 26, p. 162-174.

Kaplan, S.N. and P. Strömberg (2002), "Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts", *Review of Economic Studies* (2002) 00, p. 1-35.

OECD (2013), "Access to finance: Venture capital", *Entrepreneurship at a Glance*, 2013, OECD Publishing.

OECD (2014), "Access to finance: Venture capital", *Entrepreneurship at a Glance*, 2014, OECD Publishing.

Westhead, P. and D.J. Storey (1997), "Financial Constraints on the Growth of High Technology Small Firms in the United Kingdom", *Applied Financial Economics*, 7, p. 197-201.

² היתרון ביצירת מאגר מוגדר של משקיעים מתוחכמים נעוץ בכך שחברות הזנק לא יידרשו לערוך את בדיקת הכשרות שלהם. תחת זאת הן יוכלו להסתמך על הבדיקה המלאה שנערכה כאשר המשקיע המתוחכם נכנס למאגר ועל בדיקות כשרות תקופתיות.