

סגור חלון



## אג"ח להמרה בסטארט-אפ, יש גם חיה כזו

המשקיעים היום מתבלטים פעמים רבות בין המודל הקלאסי של הענף בדמות השקעה תמורת מניות מועדפות, לבין הלוואה במודל של אג"ח להמרה לבין \*האם יש באמת מודל עדיף? / שמוליק שלח ובתיה פלדמן

שמוליק שלח ובתיה פלדמן 26/10/10

בתיאוריה, אמורה קרן הון סיכון להשקיע את כספיה תוך מקסום הסיכונים תחת מגבלות של הגנות סבירות על הכסף, מתוך מטרה לספק מקסימום תשואה.

בפועל, החיים מעט יותר מורכבים. המשבר לא חידש הרבה מבחינת יכולות התמרון של ההון סיכון, אבל הדגיש שורה תחתונה לא פשוטה - המשקיעים יעשו כל מה שניתן כדי להפחית את הסיכונים.

כך, התעורר לאחרונה דיון חדש-ישן בסוגיית ההשקעות בחברות סטארט-אפ, שנוגע בעיקר למרחב הסיכון-סיכוי שלוקחים על עצמם המשקיעים. האם להסתפק במודל הרגיל של מניות מועדפות, עם אפשרות להיות יותר מעורבים בקבלת ההחלטות בחברה וליהנות יותר ממימוש מוצלח (במידה שיהיה כזה), או שאולי עדיף לספק את המימון כאגרות חוב הניתנות להמרה, וללכת, יחסית, על בטוח?

מרחב האפשרויות כאן אינו בין אג"ח למניות רגילות. בשני המקרים זהו מודל השקעות שמקבל בכוח הסכמי ההשקעה העדפות שמאפשרות למשקיעים ליהנות מהחזר גבוה ובמקביל להפחית את הסיכון.

המשקיעים שמקבלים מניות מועדפות, זוכים להעדפות בעת מימוש ההשקעה, הגנות מפני דילולים, יכולת התחשבנות עם משקיעים שלא משתתפים בסבבי גיוס מתקדמים, מקום בדירקטוריון והשפעה על התנהלות החברה. מנגד, השקעה במודל של אג"ח להמרה, היא חוב בטוח יחסית, תמורתו מתקבלת ריבית גבוהה, וכן מסגרת לביצוע ההמרה מבחינת שווי ודילול עתידי.

בסטארט-אפ הסטנדרטי, כזה שעומד על הרגליים, אין הבדל גדול בין שני המודלים. ההבדלים באים לידי ביטוי בעיקר בקצוות, כלומר בחברות שבתחילת או סוף הדרך, מה שבא לידי ביטוי בנקודת המבט של המשקיעים והיזמים.

בשני המקרים הללו, יש לאג"ח יתרונות. "היזמים הטובים לא רוצים לחלק את הכוח עם המשקיעים בשלבים מאוחרים של החברה", משוכנע גרי ליבלר, מנהל-שותף בקרן הפרייבט אקוויטי Shavit Capital, שמתמחה בהשקעות בשלבים מאוחרים, "יזמים טובים לא רוצים שיפריעו להם". לצד זה, בשלבים מאוחרים, החברות מעדיפות להימנע מדילול נוסף.

האנג'לים רוצים חוב

כיום, מעריך ליבלר, השוק יותר שמרני, מה שגוזר את הצורך בהגנה מוגברת על הכסף באמצעות שימוש אינטנסיבי במודל של אג"ח להמרה. השאלה במקרה שכזה היא בתנאי ההמרה, האם המניות שיקבלו המשקיעים, ייהנו מאותן פריבילגיות כמו בהשקעות הון סיכון רגילות.

המשקיע גם צריך לשאול אם במקרה של החוב הוא ייחנה מעדיפות במצב של פשיטת רגל בחברה, עם שעבודים ועדיפות מול בעלי חוב אחרים.

בסוף, מי שמעדיף להשקיע במודל של אג"ח, הוא שמרן ויעדיף תנאים מקסימליים שיגנו עליו. רמת השמרנות רלבנטית להבחנה בין סוגי המשקיעים. בעוד בהון סיכון יעדיפו מניות, כדי לקבל איתן גם כוח בחברה, במוסדות הפיננסים יעדיפו בדרך-כלל שלא להיות מעורבים בחברה וכמובן לקחת פחות סיכון.

זווית הראיה של המשקיעים הפרטיים, שנכנסים להשקעה בשלבים מוקדמים, היא שונה. לפני כחודשיים הצית פול גרהם, מייסד ושותף בקבוצת האנג'לים Y Combinator, דיון סוער ברשת בעקבות פרסום בטוויטר, בו ציין כי "אצלנו, האג"ח להמרה ניצחו". הדיון נפל בתקופה שבה המשקיעים ישמחו לשמוע על חלופות להשקעה הרגילה.

גם בזירה הישראלית, אפשר למצוא אנג'לים שמעדיפים השקעה באמצעות חוב: "השקעה במודל של מניות מועדפות, לא הגיונית עבור אנג'לים", אומר משקיע אנג'ל ישראלי, "כמעט תמיד מפסידים את הכסף והאחזקות מדוללות בסבב המאוחר יותר. בהשקעת חוב היזם מקבל כסף כדי לרוץ, האנג'ל מקבל אותו בחזרה בתוספת ריבית כשהחברה מצליחה לגייס סבב הון ראשון. אם לא קורים בחברה דברים לא טובים, האנג'לים יישארו בעלי מניות וישתמשו בהון שמוחזר כדי להשקיע בחברה אחרת".

השקעה במודל של חוב מתאימה לחברות בתחילת הדרך. בחברות אלו, לעתים קרובות עדיין אין ערך ברור, וההשקעות יכולות להיות עשרות אלפי דולרים בלבד. "סבבים אלה קטנים, כך שאין הצדקה להשקיע בעבודה משפטית וחשבונאית שנחוצה במקרה של מניות מועדפות", מוסיף אותו אנג'ל.

אבל מאחורי הקלעים יש לחלוקה בין מניות לחוב גם היבט אחר. קרנות ההון סיכון והמשקיעים בכלל הם גופים שמדווחים באופן מוגבל. המשקיעים בגופים אלו, ברובם מוסדיים, מחויבים להוציא מידי שנה עדכון על מצבת הנכסים, ומצפים לקבל ממנהלי הכספים עדכון על השינוי בשווי תיק ההשקעות.

אינטואיטיבית, במקרה שבו שווי החברות בהן משקיעים יורד, כגון בתקופה קשה, השקעה במודל של אג"ח להמרה היא אידיאלית. הלא כל עוד החוב לא מומר למניות, השווי של ההשקעה לא משתנה ולא פוגע בתשואה (IRR) שהקרו סיפקה על תיק הנכסים שהיא מנהלת.

מצד שני, לפחות במקרה של ההון סיכון, אספקה של יותר מדי כספים במודל של חוב, עשויה לעורר גם בעיה.

"כאשר משקיעים בקרנות (Limited Partners) רואים יותר מדי אג"ח בדו"חות של הקרו, זו בעיה", אומר משקיע ותיק שמסרב להזדהות. לדבריו, "שמרנות זה לא בדיוק מה שהמשקיעים מחפשים בקרנות. אם יהיה רוב של אג"חים בדו"חות של הקרו, המשקיעים לא יהיו מרוצים".

מעבר לכך, במקרה שמצב החברה שקיבלה את החוב הוא קשה והאג"ח הוחזרו רק באופן חלקי, או כלל לא, תיאלץ הקרו לספק הסברים למשקיעים לאן נעלם הכסף.