TheMarker

קריירה

# מעבדה לניהול | אין מלאכים בשמיים: מה פגע במוטיבציה של אנג'לים להשקיע בסטארט־אפים?

חוק האנג'לים המקורי הביא לירידה בהשקעותיהם בסטארט־אפים צעירים ■ חוקרים החליטו לבחון מה היו הגורמים שהרחיקו את האנג'לים ■ "הצלחתו של אנג'ל עשויה לחזק את המוניטין שלו, אבל במקרה של כישלון, המידע עליו עובר במהירות ובקלות, ותדמיתו עלולה להיפגע"

**רונית הראל**

עקוב

05:57, 28 בנובמבר 2022

יזמת או מנהל בסטארט־אפ מתמודדים עם אתגרים שונים לאורך חיי המיזם, אך מוסכם כי השלב העסקי המורכב ביותר הוא זה שבו הסטארט־אפ צעיר מאוד. זהו שלב שמחייב הון בסיסי לפיתוח הרעיון והטכנולוגיה, אבל גופים גדולים לא ממהרים לקחת את הסיכון בשלב כה ראשוני, המכונה סיד (Seed). לתוך התמונה הזו נכנסים משקיעים פרטיים — אנג'לים — שתרומתם לעסק הצעיר היא גם בהשקעה, אך לא פחות מכך בניסיון וקשרים עסקיים. ההנחה היא שהחיבור יכול לסייע לסטארט־אפ לקדם את המוצר ולפעול להשגת השקעות גדולות יותר.

לכאורה, יש כאן כשל שוק: דווקא בנקודה שבה הסטארט־אפ מצוי בנקודה המסוכנת ביותר שלו, הוא נדרש להשקעה ולמי שיעשה איתו את "קפיצת האמון". הבנה של מצב עניינים זה עמדה ברקע של חוק האנג'לים שחוקק בעשור הקודם, ונועד לעודד משקיעים פרטיים להשקיע במיזמים צעירים.

אבל האם זהו אכן כשל שוק? בשנים האחרונות ההיי־טק מושך אליו השקעות גם בלי שהמדינה תתערב ותפנה משאבים לטובת העניין. חוקרים שבחנו את השפעת החוק לאורך שנים, מצאו שיעילותו מוגבלת, ומנקודת המבט של היזמים — הוא אפילו יכול להזיק.

מחקר בנושא התבצע באוניברסיטת בן־גוריון על ידי החוקרים ד"ר אלירן סולודוחה (כיום מהמכללה האקדמית פרס), ד"ר סתו רוזנצוויג (אוניברסיטת בן־גוריון) וד"ר שי הראל (כיום מאוניברסיטת תל אביב), ופורסם בכתב העת "Research Policy".

חוק האנג'לים נכנס לתוקף לראשונה ב–2011. בשנים שחלפו מאז, החוק עבר כמה שינויים. הסיבה שהיה צריך את כל השינויים האלה, מסבירים החוקרים, היא מפני שההשקעות בסטארט־אפים לא עמדו בציפיות. השינוי הראשון התרחש ב–2016, והייתה בו הקלה בתנאים שאיפשרו לאנג'לים לקבל הטבת מס אם השקיעו בסטארט־אפים צעירים.

בשנים 2020–2021, סטארט־אפים לא יכלו ליהנות מהשקעה של אנג'לים בחסות החוק משום שהוא לא היה בתוקף, והחל מ–2022 החוק חודש, וכיום הוא מאפשר גמישות נוספת לאנג'לים — הם יכולים, בין היתר, להשקיע בקבוצה עם אנג'לים נוספים, או להשתמש ברווחים מההשקעה להשקעה בסטארט־אפ נוסף וכך לדחות את תשלום המס על רווחי ההון שלהם. "הכל במטרה לאפשר לסטארט־אפים ליהנות בשלבים קריטיים של ההתפתחות שלהם מהשקעות של גורמים פרטיים", אומר סולודוחה.

**מי הפסידו מהחוק המקורי?**

מחקר המדיניות לעידוד השקעות פרטיות במיזמים, מזווית ההון, מראה תוצאות מעורבות: לפעמים החוקים האלה מזרימים יותר כסף לענף ההיי־טק, ולפעמים זה פחות עובד. אבל לדברי החוקרים, המחקרים שנעשו בנושא עד כה לא בדקו כיצד החוק הזה משפיע על הסטארט־אפ הבודד. מהמחקר הנוכחי עולה כי החוק המקורי דווקא פגע בסטארט־אפים הצעירים האלה: בכל סטארט־אפ כזה השקיעו פחות אנג'לים, ונראה שהם גם השקיעו פחות כסף.

החוקרים קודדו מתוך מאגר המידע של מרכז המחקר IVC נתונים על 6,840 סטארט־אפים ו–9,095 אנג'לים. כל החברות במחקר הוקמו בין 2007 ל–2014. רוזנצוויג מסבירה את מהלך המחקר: "השווינו את הסטארט־אפים האלה לכאלה שמסיבות שונות לא נכנסו למטרייה של חוק האנג'לים, אם מפני שקמו לפני שהחוק נכנס לתוקף ואם כי כבר עברו את שלב הסיד — אבל עדיין היו עם מאפיינים דומים מאוד. בדקנו מדדים כמו מספר העובדים והמנהלות בחברה, מספר היזמים, גיל המיזם, ובעיקר כמה אנג'לים השקיעו בכל סטארט־אפ".

בחינת הנתונים העלתה כי בארבע השנים אחרי שהחוק נכנס לתוקף, מספר האנג'לים שהשקיעו בחברות בשלב הסיד צנח ב–50% בהשוואה לארבע השנים שקדמו לחוק, זאת, בניגוד למספר האנג'לים שהשקיעו בחברות בוגרות יותר, שדווקא עלה ב–3%. בנוסף, לפני החוק, אנג'לים השקיעו ב–29% מהסטארט־אפים בשלב הסיד, אבל אחרי החוק הם השקיעו רק ב–15% מהסטארט־אפים בשלב ראשוני זה.

**מדוע זה משנה אם יותר או פחות אנג'לים השקיעו בכל סטארט־אפ, כל עוד הם השקיעו את אותו סכום כסף?**

רוזנצוויג: "אנג'לים הם משקיעים מיוחדים. יש לרובם הרבה מאוד היכרות עם השוק, וניסיון ביזמות, והם מעורבים מאוד בניהול היום־יומי של המיזם. הם מביאים איתם הרבה יותר מאשר רק כסף, ולכן הרבה פעמים קוראים להם בתעשייה 'כסף חכם'. אם אני מנהלת או יזמת, ובסטארט־אפ שלי

השקיעו פחות אנג'לים, זה אומר שיש לי עכשיו גם הרבה פחות ניסיון, כישורים וקשרים להיעזר בהם, בדיוק בשלב שבו הסטארט־אפ הצעיר שלי הכי צריך את כל אלה.

"אבל מעבר לכך, ניתוח המחקר הראה שהם משקיעים פחות כסף. במילים אחרות, במצב הזה כסטארט־אפ צעיר יש לי פחות כסף וגם פחות 'חוכמה'".

**"אכזבה וטעם מר"**

החוקרים הלכו צעד קדימה, וביקשו להבין מהאנג'לים שהיו חלק מהמחקר מדוע לא השקיעו בסטארט־אפים הצעירים, וביצעו ריאיונות עומק עם 15 מהם. "סיבה אחת שהם מנו הייתה שהטבות המס שהוצעו היו מסורבלות ולא ברורות", מסביר סולודוחה. אנג'ל אחד טען כי על אף שלא היו אלטרנטיבות אחרות לאפיקי השקעה באותה נקודת זמן, תנאי החוק הרבים גרמו לו לקחת צעד אחורה מההשקעה, לפחות עד שיידע יותר על משמעות המדיניות.

סיבה נוספת שצוינה, לדברי סולודוחה, היא שקבלת הטבת המס הייתה תלויה בהתנהלות הסטארט־אפ בהמשך. "אנג'לים אמרו לנו שהמחשבה שישקיעו זמן, מאמצים וקשרים בתעשיית ההיי־טק מבלי לקבל על כך תמורה — הפחיתה משמעותית את המוטיבציה שלהם להתחיל בתהליך".

אחד המרואיינים במחקר, אנג'ל שניסה לקבל את הטבת המס אבל לא הצליח, דיבר במושגים של "אכזבה" ו"טעם מר": "לאחר שלוש שנות השקעה ציפיתי ליהנות מההטבה, ולמרות המאמצים הרבים לאורך כל הדרך כדי לעמוד בכל הקריטריונים הדרושים — הופתעתי לדעת שההשקעה שלי ירדה לטמיון". הוא אמר כי אין ספק שהחוק גרם לו ליצור קשר הדוק עוד יותר עם מנהלי המיזם, אך הוסיף: "הייתי שמח אם הייתי מרוויח מזה גם מבחינה כלכלית".

לדברי סולודוחה, "היה הרבה כעס בסיפור, כמו גם תסכול וחרטה על השקעה באפיק שלא הניב את התשואה הרצויה. יתרה מכך, אני מניח שזה עלול להפר את הביטחון העצמי של משקיע כזה לקבל החלטות פיננסיות כאלה בעתיד, ואפילו למצב אותו באופן שלילי ביחס לקולגות שלו ובכלל ליזמים בענף".

רוזנצוויג מחדדת את הזווית התדמיתית. "קהילת האנג'לים בישראל קטנה יחסית למדינות אחרות בעולם. הצלחתו של אנג'ל עשויה לחזק את המוניטין שלו מול שותפים בתעשייה. אבל במקרה של כישלון, המידע עליו עובר במהירות ובקלות — מה שעלול להשפיע לרעה על תדמיתו. השקעה באפיק שמניב פחות מהצפוי עלולה להיתפס ככישלון".

**החוק שונה באחרונה, בדיוק כדי לטפל בבעיות שצצו בעקבותיו. האם אתם צופים שיהיה שינוי?**

רוזנצוויג: "לדעתנו אין סיבה שיהיה שינוי מהותי, בעיקר משום שהחוק עדיין מתמקד בעידוד האנג'לים על בסיס כלכלי, ולא בצרכים של הסטארט־אפים. גם האנג'לים וגם הסטארט־אפים יצטרכו להמשיך להתמודד עם ביורוקרטיה, גם אם, על הנייר, היא אמורה להיות פחות מורכבת. יכול להיות שעוד כמה אנג'לים ישקיעו בחברות בשלב הסיד, משום שהטבות המס קצת יותר גמישות, אבל זה לא בהכרח דבר טוב: כנראה שייכנסו גם משקיעים עם פחות ניסיון וידע בתחום. משקיע בלי ניסיון עלול לתת לי כמנהלת הסטארט־אפ עצות רעות שיובילו לקשיים, ואולי אפילו לכישלון. הוא גם עלול להבריח אנג'לים עם ניסיון מלהשקיע בי בהמשך, אחרי שראו שהמשקיע הראשון היה מישהו שהם פחות מעריכים".

**לחצו על הפעמון לעדכונים בנושא:**

מעבדה לניהול ניהול היי-טק