

טבלת ההון — Cap Table

ליאור חנוכה (רו"ח) | מנכ"ל היי סנטר

HiCenter

HiFUND



בלא מעט מקרים יוצא לשמוע על מכירה של חברה בסכומים גבוהים מאוד ולפתע מתברר שחלק מבעלי המניות קיבלו מעט מאוד ביחס למחיר המכירה

תמיד שואלים איך זה יכול להיות ולמה זה קורה?

איך יתכן שבעלי המניות לא מקבלים את חלקם בתמורת המכירה (Exit) באופן יחסי לשיעור האחזקות שלהם בחברה.

התשובה: כן זה יכול להיות וקרוב לוודאי שאם לא תנתחו את טבלת ההון
כמו שצריך תמצאו את עצמכם במצב לא נעים!

איך זה קורה?

אקזיט ב-450 מיליון דולר – הצלחה?
כישלון? מה אפשר ללמוד מעסקת נוניים

הערה: תמונה זו היא סמלית ונמצאת בבעלות נוניים. אין לה משמעות כלשהי.



על מה הולכים לדבר.....

- טבלת הון – cap table
- מה קורה בעת אקזיט - חלוקת התמורה
- דילול ואנטי דילול
- כלי השקעה : SAFE CLA SPA
- אסטרטגיות השקעה לאנגלים



מה זה Cap Table?

- כלי שבאמצעותו ניתן לעקוב אחרי % האחזקות של היזמים, משקיעים ועובדים.
- במקרה של exit טבלת ההון נותנת לנו את חלוקת הכספים בין בעלי המניות בחברה
- המטרה **לשקף** בטבלה פשוטה את האחזקות של כל בעל מניות, לפרט את סוגי ניירות הערך ההמירים השונים.
- ניהול נכון של טבלת ההון תאפשר ליזמים לקבל החלטות נכונות בכל מה שקשור לכניסה של משקיעים חדשים בסבבי השקעה עתידיים.

כמה מונחים בסיסים בנוגע לטבלת ההון

מניות רגילות או Common Shares

סוג המניות עם הזכויות הבסיסיות ביותר ככל שזה נוגע לחלוקת רווחים, הצבעה ועוד

מניות בכורה או Preferred Shares

מניות המקנות למחזיקים בהן זכויות נוספות מעבר לזכויות של המניות הרגילות. זכויות אלו באות לידי ביטוי בתנאים הבאים:

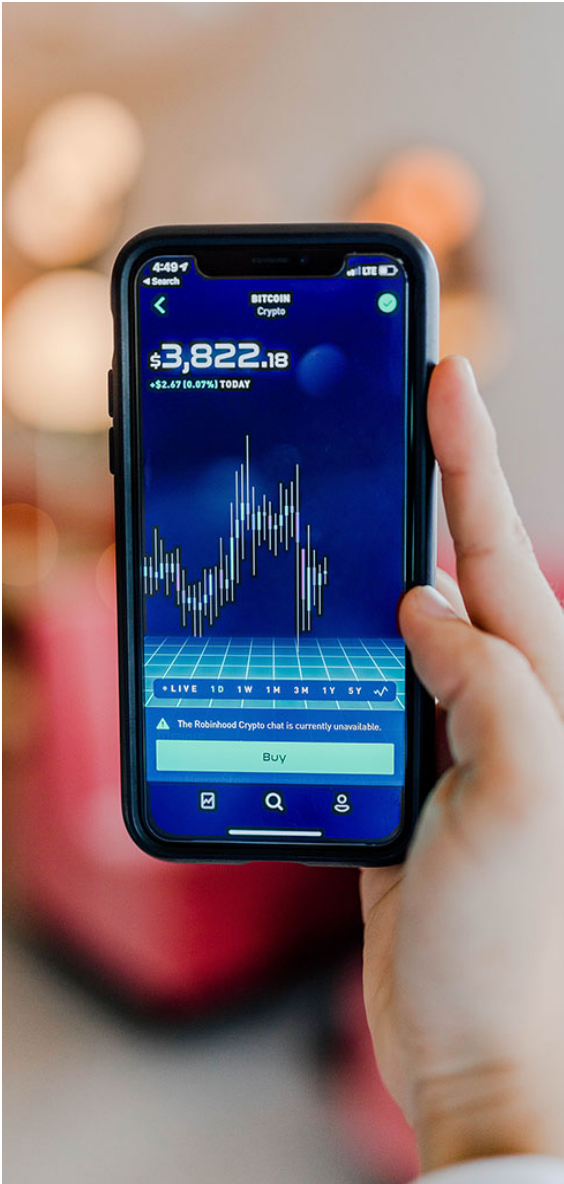
זכות קדימה בפירוק ובאירוע דמוי פירוק Liquidation Preferences

זכות אנטי דילול

למקרה שמחיר המניה יורד ביחס
למחיר המניה שבעת הגיוס Down Round.

ריבית שמצטברת על סכום ההשקעה 6% עד 9%.

תשומת הלב כי בהנחה שפרק הזמן ממועד ההשקעה עד לאקזיט 5 עד 7 שנים הרי שמדובר על תוספת של 40% לסכום אותו יהיה המשקיע זכאי לקבל בעת פירוק החברה.



טבלת הון

תחילת הדרך...

<u>Investor</u>	<u>Common</u>	<u>Option</u>	<u>Total Fully Diluted</u>	<u>% Ownership</u>	<u>% Fully Diluted</u>
Co Founder	5,000,000		5,000,000	50.00%	45.45%
Co Founder	5,000,000		5,000,000	50.00%	45.45%
ESOP Allocated			-	0.00%	0.00%
Option Pool - Unallocated		1,000,000	1,000,000	0.00%	9.09%
Total Fully Diluted SHARES	10,000,000	1,000,000	11,000,000	100%	100%

טבלת הון גיוס ראשון אנגלים...

<u>Investor</u>	<u>Seed</u>	<u>Common</u>	<u>Option</u>	<u>Total Fully Diluted</u>	<u>% Ownership</u>	<u>% Fully Diluted</u>
B Investors				-	0.00%	0.00%
A Investors				-	0.00%	0.00%
Seed Investors	5,000,000			5,000,000	33.33%	30.30%
Co Founder		5,000,000		5,000,000	33.33%	30.30%
Co Founder		5,000,000		5,000,000	33.33%	30.30%
ESOP Allocated				-	0.00%	0.00%
Option Pool - Unallocated			1,500,000	1,500,000	0.00%	9.09%
Total Fully Diluted SHARES	5,000,000	10,000,000	1,500,000	16,500,000	100%	100%
% of Fully Diluted Shares	30.30%	60.61%	9.09%	100.00%		

Share Price	\$ 0.10	N/A	N/A	
Invested Capital	\$ 500,000	N/A	N/A	\$ 500,000
Pre Money Valuation	\$ 1,000,000			

33% דילול

חישוב מחיר למניה:

שווי חברה = \$1,000,000

מספר המניות המונפקות + מספר
האופציות שהבשילו = 10,000,000

טבלת הון 2 מיליון דולר השקעה

<u>Investor</u>	<u>Preferred A</u>	<u>Seed</u>	<u>Common</u>	<u>Option</u>	<u>Total Fully Diluted</u>	<u>% Ownership</u>	<u>% Fully Diluted</u>
B Investors					-	0.00%	0.00%
A Investors	6,000,000				6,000,000	28.57%	25.97%
Seed Investors		5,000,000			5,000,000	23.81%	21.65%
Co Founder			5,000,000		5,000,000	23.81%	21.65%
Co Founder			5,000,000		5,000,000	23.81%	21.65%
ESOP Allocated					-	0.00%	0.00%
Option Pool - Unallocated				2,100,000	2,100,000	0.00%	9.09%
Total Fully Diluted SHARES	6,000,000	5,000,000	10,000,000	2,100,000	23,100,000	100%	100%
% of Fully Diluted Shares	25.97%	21.65%	43.29%	9.09%	100.00%		

Share Price	\$ 0.33	\$ 0.10	N/A	N/A	
Invested Capital	\$ 2,000,000	\$ 500,000	N/A	N/A	\$ 2,500,000
Pre Money Valuation	\$ 5,000,000	\$ 1,000,000			

28% דילול

טבלת הון גיוס של 10 מיליון דולר

<u>Investor</u>	<u>Preferred B</u>	<u>Preferred A</u>	<u>Seed</u>	<u>Common</u>	<u>Option</u>	<u>Total Fully Diluted</u>	<u>% Ownership</u>	<u>% Fully Diluted</u>
B Investors	7,000,000					7,000,000	25.00%	22.95%
A Investors		6,000,000				6,000,000	21.43%	19.67%
Seed Investors			5,000,000			5,000,000	17.86%	16.39%
Co Founder				5,000,000		5,000,000	17.86%	16.39%
Co Founder				5,000,000		5,000,000	17.86%	16.39%
ESOP Allocated					2,500,000	2,500,000	0.00%	8.20%
Option Pool - Unallocated						-	0.00%	0.00%
Total Fully Diluted SHARES	7,000,000	6,000,000	5,000,000	10,000,000	2,500,000	30,500,000	100%	100%
% of Fully Diluted Shares	22.95%	19.67%	16.39%	32.79%	8.20%	100.00%		

Share Price	\$ 1.43	\$ 0.33	\$ 0.10	N/A	N/A	
Invested Capital	\$ 10,000,000	\$ 2,000,000	\$ 500,000	N/A	N/A	\$ 12,500,000

Pre Money Valuation	\$ 30,000,000	\$ 5,000,000	\$ 1,000,000
---------------------	---------------	--------------	--------------

25% דילול

מה קורה בעת אקזיט ?

נניח שהחברה שבדוגמא שלנו נמכרת ב- 50 מיליון \$
איך מתבצעת חלוקת התמורה בין מחזיקי המניות:

ראשית מקבלים בעלי מניות הבכורה B סכום השווה ל:
(א) מחיר המניה המקורי של מניית בכורה $X B$
מספר המניות שהם מחזיקים,
בתוספת (ב) ריבית

נניח שהריבית במקרה שלנו 0% **לכן סכום זה שווה ל**
10 מיליון דולר

לאחר מכן באותו מנגנון יקבלו מניות בכורה A
סכום השווה ל- 2 מיליון דולר.

והשארית 38 מיליון דולר יתחלקו פרו-רטה
בין כל מחזיקי המניות **כולל מניות הבכורה.**

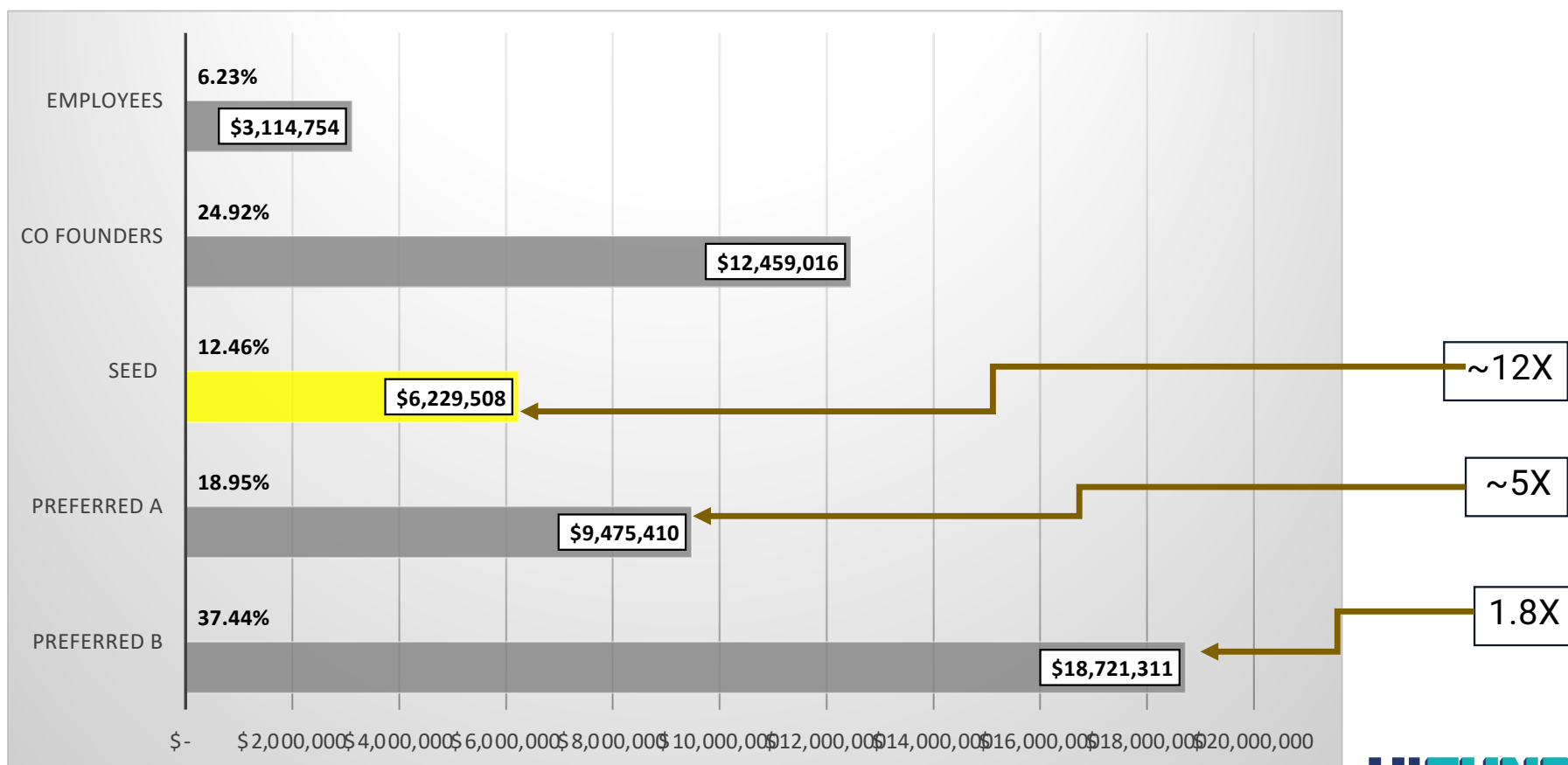
HiFUND

HiCenter

Preferred A

חלוקת התמורה

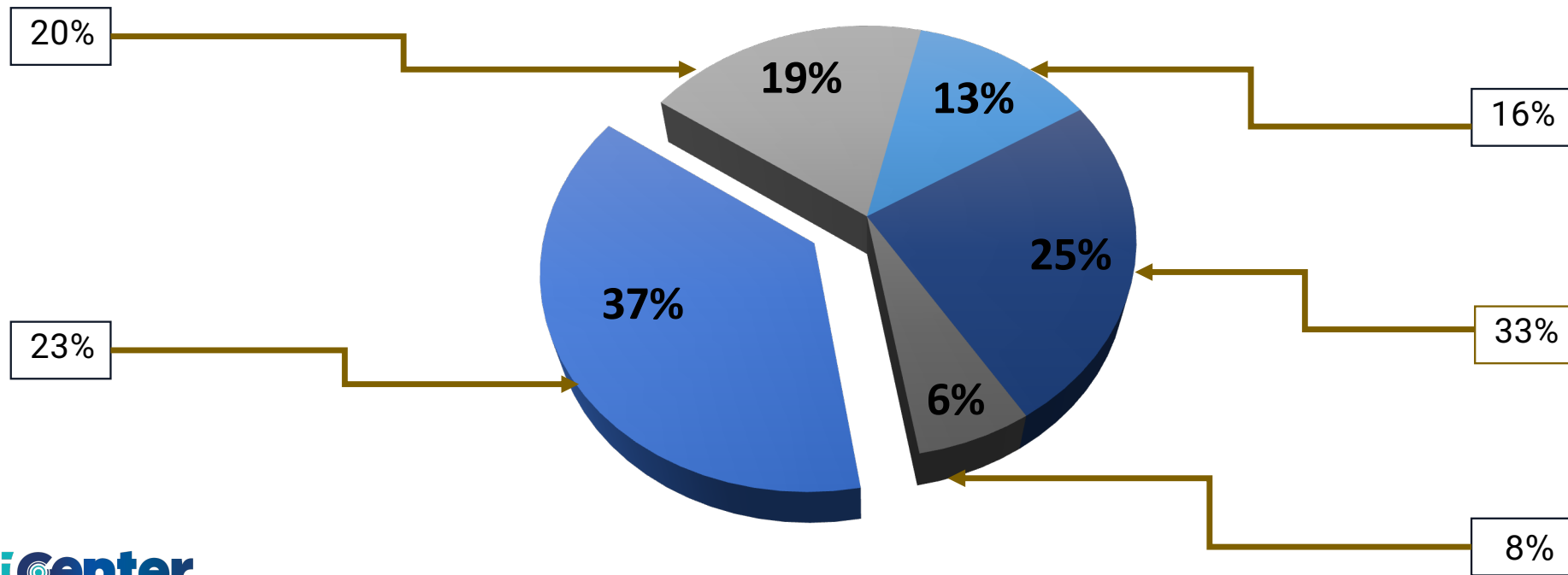
\$ 50 MM Exit Distribution



חלוקת התמורה בהשוואה לאחזקות

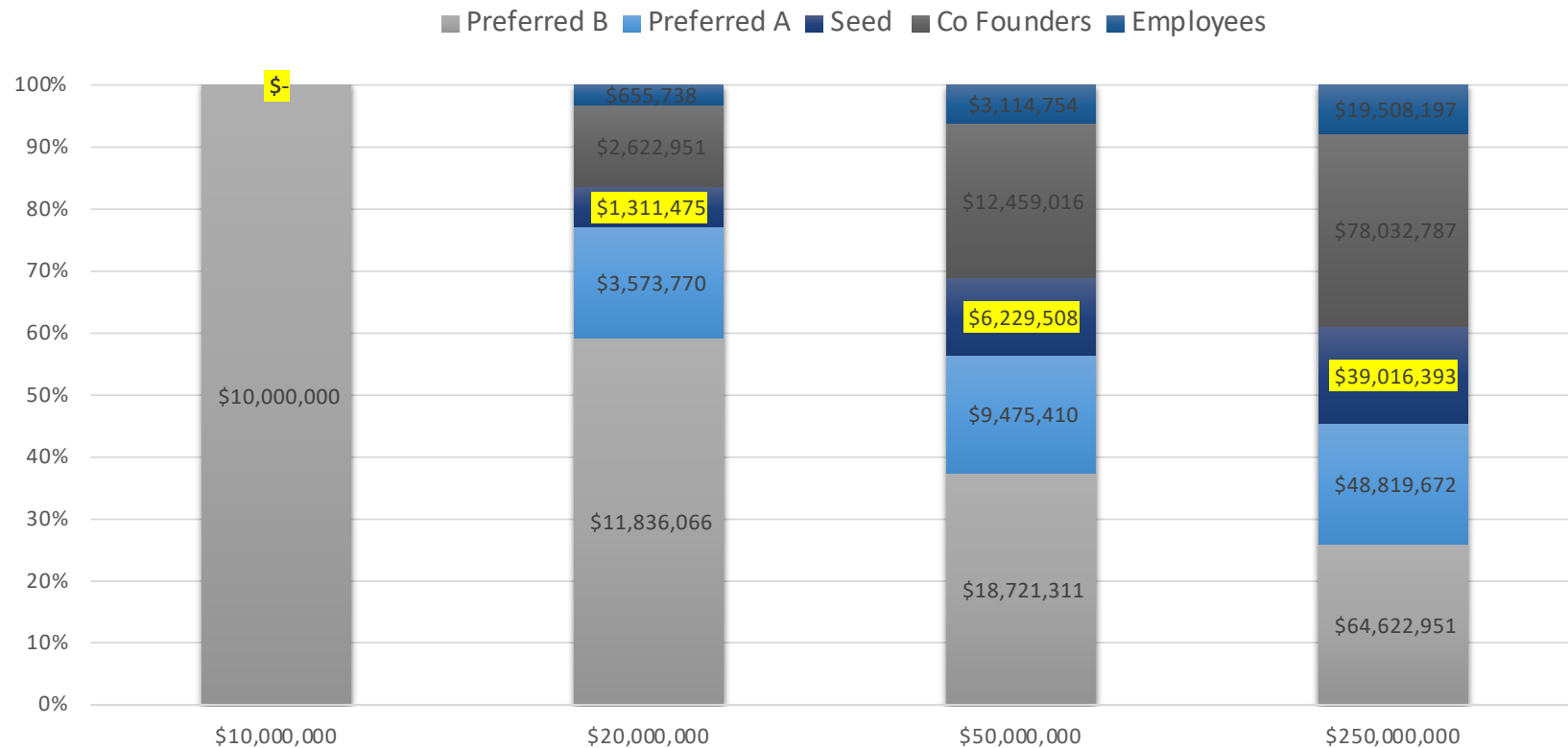
\$ 50 MM Exit Distribution

■ Preferred B ■ Preferred A ■ Seed ■ Co Founders ■ Employees



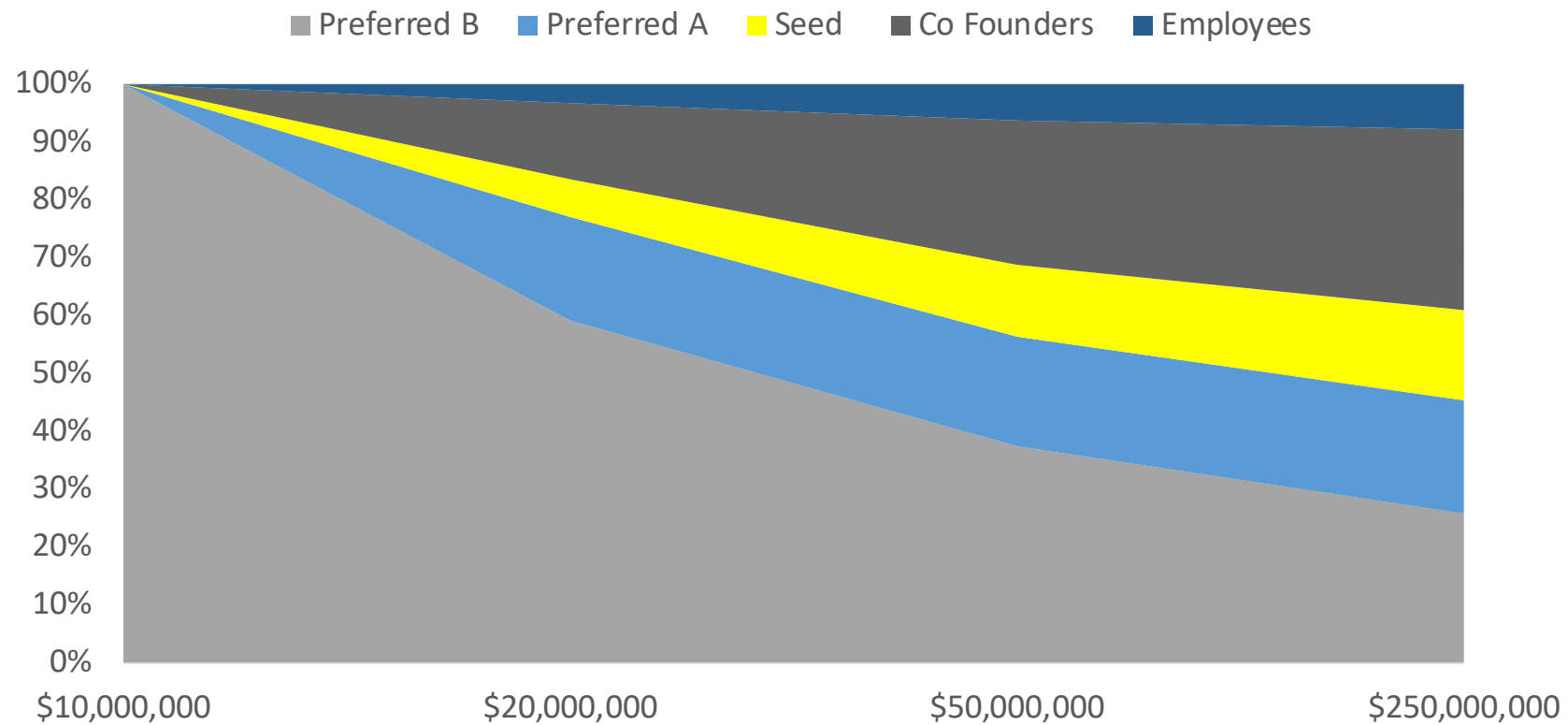
ניתוח חלוקת התמורה בתרחישים שונים

Distribution Waterfall Analysis

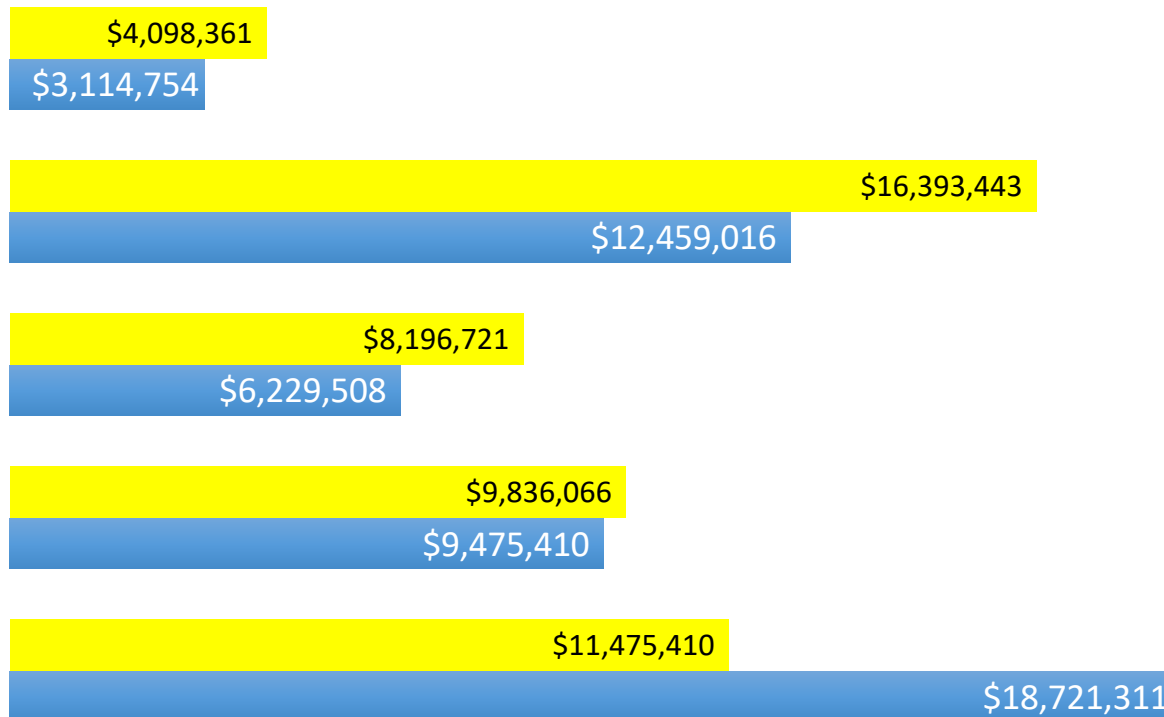


ניתוח חלוקת התמורה בתרחישים שונים

Distribution Waterfall Analysis



Participating Vs. Non-Participating



המשקיע יכול לבחור לקבל
עד לגובה
Liquidation preferences ה
או פרו רטה

**לפי הגבול שביניהם
אין סבב שני של חלוקה!**

שאלות



מנגנון האנטי דילול

מטרת המנגנון האנטי דילול להגן על המשקיע במידה ומחיר המניה יורד מתחת למחיר המניה המקורי.

במקרה שלנו – מחיר המניה המקורי למשקיעי מניות בכורה B היה \$ 1.43 למניה.

במידה והחברה הייתה מגייסת הון נוסף במחיר שהוא מתחת ל-\$ 1.43 למניה, המחזיקים במניות בכורה B יהיו זכאים לקבל מניות נוספות שיפצו אותו על ירידת הערך במחיר המניה.

נניח והחברה מגייסת הון בשווי של 20 מיליון דולר, המחיר למניה יורד ל 0.66 דולר למניה.



מנגנון האנטי דילול

שני מנגנוני הגנה:

Full Ratchet Anti Dilution

המחזיקים במניות בכורה B יקבלו תוספת מניות של יותר מפי 2 על המניות המוחזקות על ידם.

הבעיה במנגנון גם אם החברה גייסה 1 דולר או 5 מיליון דולר המשקיעים יקבלו הגנה מלאה. מנגנון הגנה זה מאוד קיצוני וגורם כמעט תמיד למחיקת של כל מי שאין לו מנגנון הגנה אנטי דילול קרי: יזמים, עובדים ומשקיעים במניות Ordinary.

Weighted Average Anti Dilution

לפי מנגנון זה המשקיע יקבל תוספת של מניות שנקבעת לפי נוסחה שמשקללת את היחס בין המחיר הנמוך בהקצאת המניות שגרמה להפעלת ההגנה לבין המחיר המקורי בו השקיע בעל הזכות ואת כמות המניות שהוקצו במחיר הנמוך ביחס לסה"כ המניות בחברה. היתרון במנגנון זה שככל שהיקף גיוס ההון נמוך יותר כך היקף הדילול נמוך.

הסכמי השקעה

SAFE

simple agreement
for future equity

CLA

Convertible Loan
Agreement

SPA

Share Purchase
Agreement



SAFE – simple agreement for future equity

המדובר על הסכמים פשוטים יחסית מו"מ קצר ונוגע
ל-4 סעיפים עיקריים:

- מינימום זמן להשלמת מינימום הגיוס
- סכום הגיוס שבעתיד תומר ההשקעה / הלוואה להון מניות
- % ההנחה שהמשקיעים יקבלו בסבב הגיוס הבא
- האם יש או אין CAP שווי חברה להמרה

מבחינת היזם המדובר על כלים שחוסכים זמן
ועלויות משפטיות בהכנת הסכם השקעה ארוך ומסורבל.

*המשקיעים בסבב זה אינם חלק מבעלי המניות של החברה
היות וההצבעה נעשית לפי ההון המונפק בלבד.*



SAFE נקודות לתשומת לב

- הצהרה מהחברה בנוגע לעמידה בחוזר מס הכנסה מחודש מאי 2023
- שינוי תנאי ה - SAFE חייב אישור של מעל 75%
- מו"מ על שווי חייב להיות אך ורק לפי Pre Money
- דיסקאונט - בין 20% ל- 30% מהסיבוב הבא גם אם הסיבוב יותר נמוך מה CAP
- טריגר להמרה - לרוב בעת גיוס מקרן הון סיכון **אבל** להגדיר מקסימום גיוס הון מצטבר שיגרור המרה כפויה!
- טבלת ההון של החברה חייבת לכלול את ה Safe בהנחת עבודה של המרה לפי CAP

ESOP – Employee Stock Option Plan



שיעור ההקצאה משתנה מחברה לחברה
חברות מקצות כ-10% מהון המניות של החברה לרכישת מניות רגילות!!!
ללא זכויות הצבעה תשומת הלב לכמה נושאים שקשורים בהקצאה:

- ❖ נהוג Vesting מלא בעת מיזוג או רכישה
- ❖ בחברות סטארט אפ מקובל לבקש 102 מסלול הוני = שיעור מס של 25%!
- ❖ תשומת הלב כי כל המניות שהם לא Vested או לא Allocated ביום המיזוג או הרכישה אינן חלק מה Waterfall !!!
- ❖ תשומת הלב בחישוב מחיר למניה – להכניס את ה Vested אופציות לכמות המניות בבסיס
- ❖ מקום שהיזמים מדוללים אל מתחת ל 10% חייבים להקצות אופציות על מנת לשמור על הדילול

לסיכום

טבלת ההון חייבת לכלול את כל מניות החברה + כולל "המרה" של
CAP או SAFE בהתאם ל

חייבים לוודא שהחלטות מהותיות באסיפת בעלי מניות יתקבלו לפי
AS Converted שיכלול את כל כלי ההשקעה ההמירים!

רצוי לדחות כמה שיותר את הנפקת מניות הבכורה

לוודא בהסכם ההשקעה שאם בעתיד יוקצו מניות בכורה **המניות**
הרגילות יומרו למניות בכורה עם אותם תנאים של המשקיע הראשון
שקיבל מניות בכורה

אם מקצים מניות בכורה להקצות **Non-Participating**

מנגנון דילול **Weighted Average**

גיוסי המשך – מנגנון של **SAFE**



ביצועים של קרנות הון סיכון

מכל 10 השקעות של קרן הון סיכון:

- **השקעה אחת** מחזירה את ההשקעה $10 \times$
- 2 השקעות מחזירות את הקרן
- 7 השקעות – נמחקות
- IRR נדרש בקרנות הון סיכון 20% !
- קרן הון סיכון בגודל של 100 מיליון דולר :
- 40% להשקעה ראשונית בדרך כלל 3-5 מיליון דולר
- השקעה
- 40% להשקעות המשך
- 20% דמי ניהול (2% שנתי לעשר שנים)
- פועל יוצא 2-3 השקעות בשנה
- המשמעות קרנות הון סיכון תמיד יחפשו את החברה שתחזיר
- פי 10 על ההשקעה = החזר הקרן +





מה זה אומר לגבי השקעות אנגלים :

תהליך הסינון של הקרנות הון סיכון ארוך ולכן מרבית החברות לא מצליחות לגייס את הסיבוב הראשון!

יכולת החברה לגייס כסף מקרן הון סיכון מהווה שיקול מהותי בקבלת החלטה האם להשקיע או לא להשקיע!

אפשר להעריך שמתוך 20 חברות בשלב הסיד/פרה סיד:

השקעה אחת מחזירה את ההשקעה 10 x ויותר !!!

2-3 השקעות מחזירות את הכסף 1.5 X

2-3 השקעות יחזירו את הקרן

יתר ההשקעות – נמחקות!

מסקנה מתבקשת : פיזור ההשקעות גדול סיכויי הצלחה גדולים יותר!!!

השקעה כחלק מקבוצת משקיעים

יתרונות :

- מאפשר פיזור רחב של השקעות בסכומים קטנים יותר = סיכון נמוך יותר...
- עמדת כח משמעותית במו"מ עתידי מול קרנות הון סיכון והיזמים
- מנגנון SPV – Special Purpose Vehicle
- מופיעים בטבלת ההון בשורה אחת
- יש גורם אחד בקבוצה שמקבל החלטות וחותר על החלטות מול החברה
- **לעיתים משקיעים ב SPV לא רואים את עתיד החברה באותה צורה - ניתן להעביר את זכות ה Pre Emptive ממשקיע למשקיע כך שמשקיע אחד יגדיל את חלקו היחסי בחברה אף מעבר לחלק היחסי בתחילת הדרך...**
- ניתן באמצעות הכלי הזה להנזיל את ההשקעה (מכירה המניות ה SPV לקרנות) ובכך לעקוף את זכות הסירוב הראשונה שיש בכל תקנון של חברה

קצת מהניסיון....

- לוודא שהחברה יכולה לשרוד לפחות 18 חודשים עם הכסף שמגוייס!
- לעולם לא משקיעים בחברה שה RunRate שלה נמוך מ 12 חודשים ואין תכנון שבתום השלב הזה יהיה מוצר (עדיף תחילת מכירות)!
- לוודא שההשקעה נעשית סימולטני עם השקעות אחרות שיבטיחו את המשכיות החברה
- במידת האפשר – להשתתף בכל סיבוב השקעה על מנת "להדבק" למשקיעי הון סיכון
- לא להיפגע אם אחרי כמה שנים היזמים לא זוכרים לאיית את השם שלך....



Thank You

Lior Hanuka , CEO

Lior@hicenter.co.il

972-544-951931

