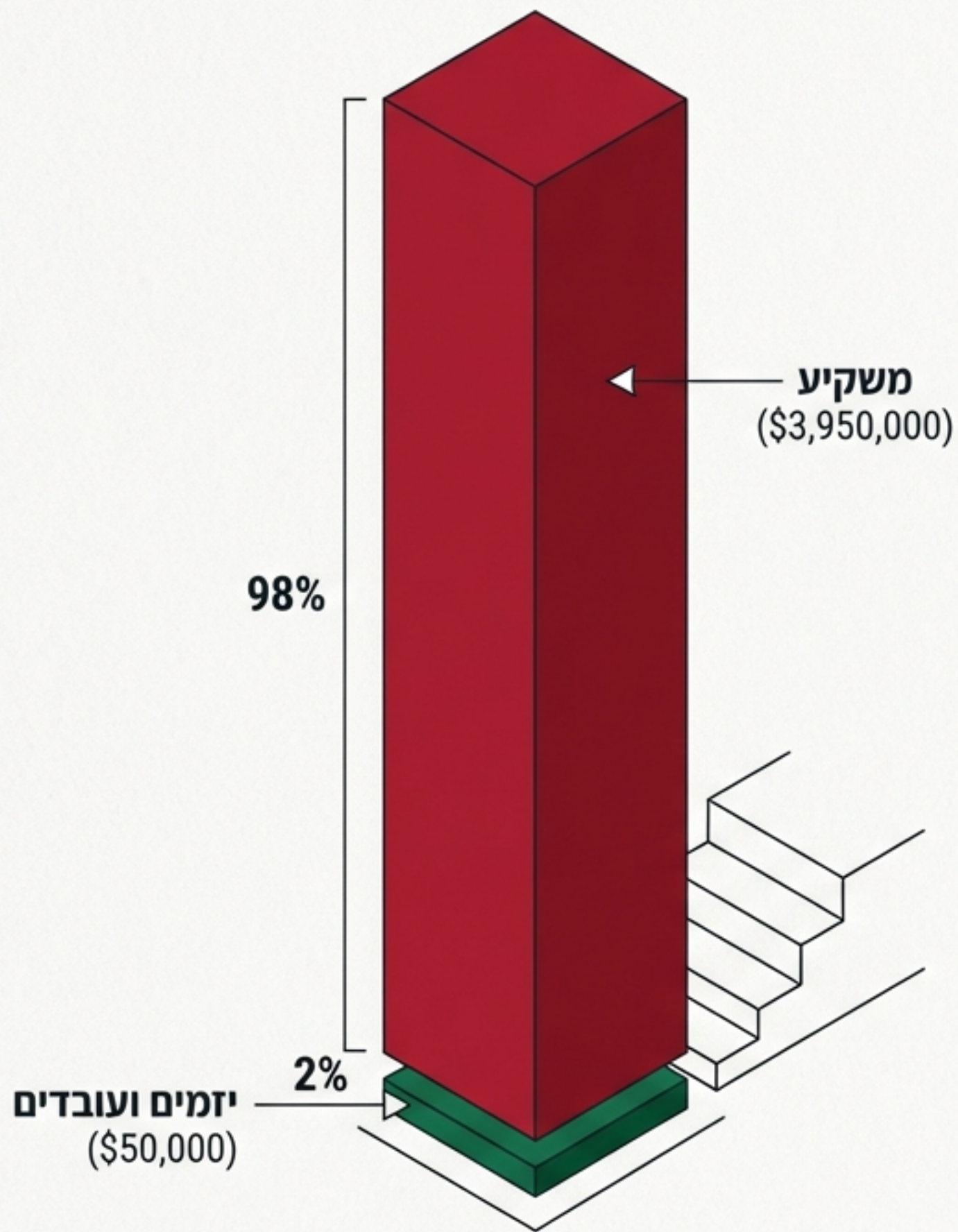


Liquidation Preference

ליזם לשרידות האקזיט

פיצוח ה-Term Sheet, אשליית השווי,
והסעיפים שקובעים מי באמת מקבל את הכסף.



אשליית האקזיט: למה יזמים יוצאים בידיים ריקות?

יזם שחוגג אקזיט של 4 מיליון דולר עשוי לגלות שנותרו לו 50 אלף דולר בלבד. התשובה לא נמצאת בהערכת השווי - היא קבורה באותיות הקטנות של הטרם-שיט.

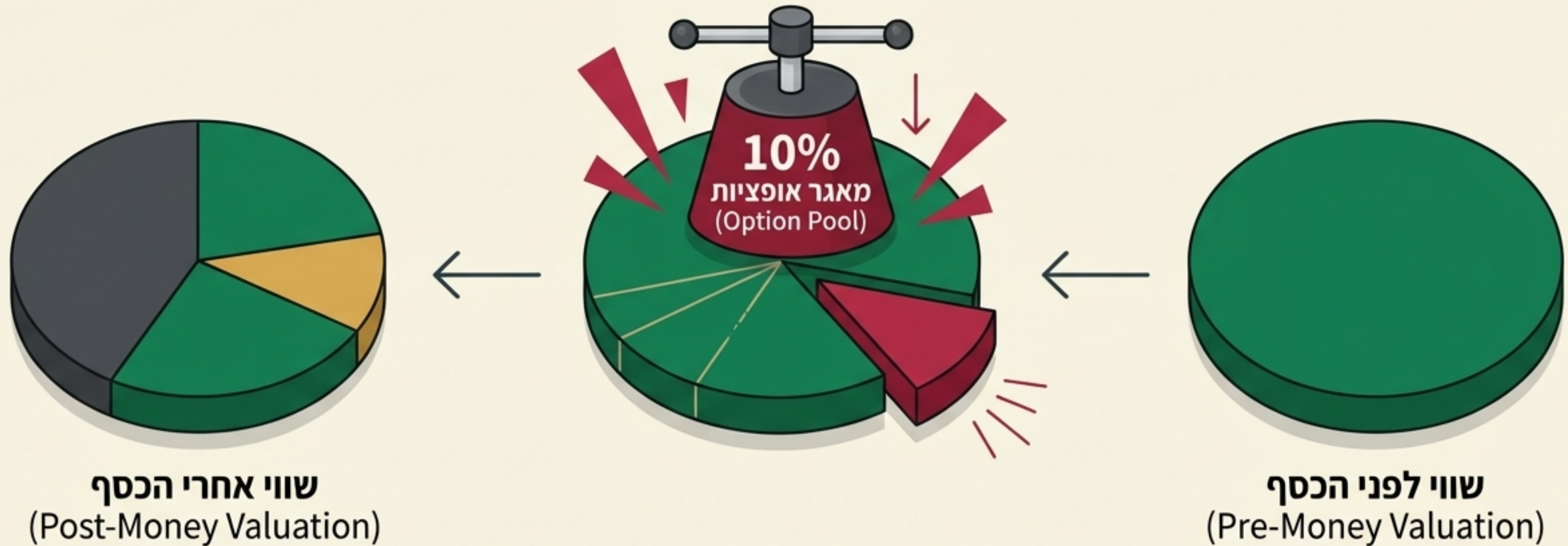
האנטומיה של ה-Term Sheet

6 הסעיפים הקריטיים שכל יזם חייב להכיר, מחולקים לכלכלה ושליטה. אל תסתנורו רק מהערכת השווי.



מלכודת מאגר האופציות (Option Pool Trap)

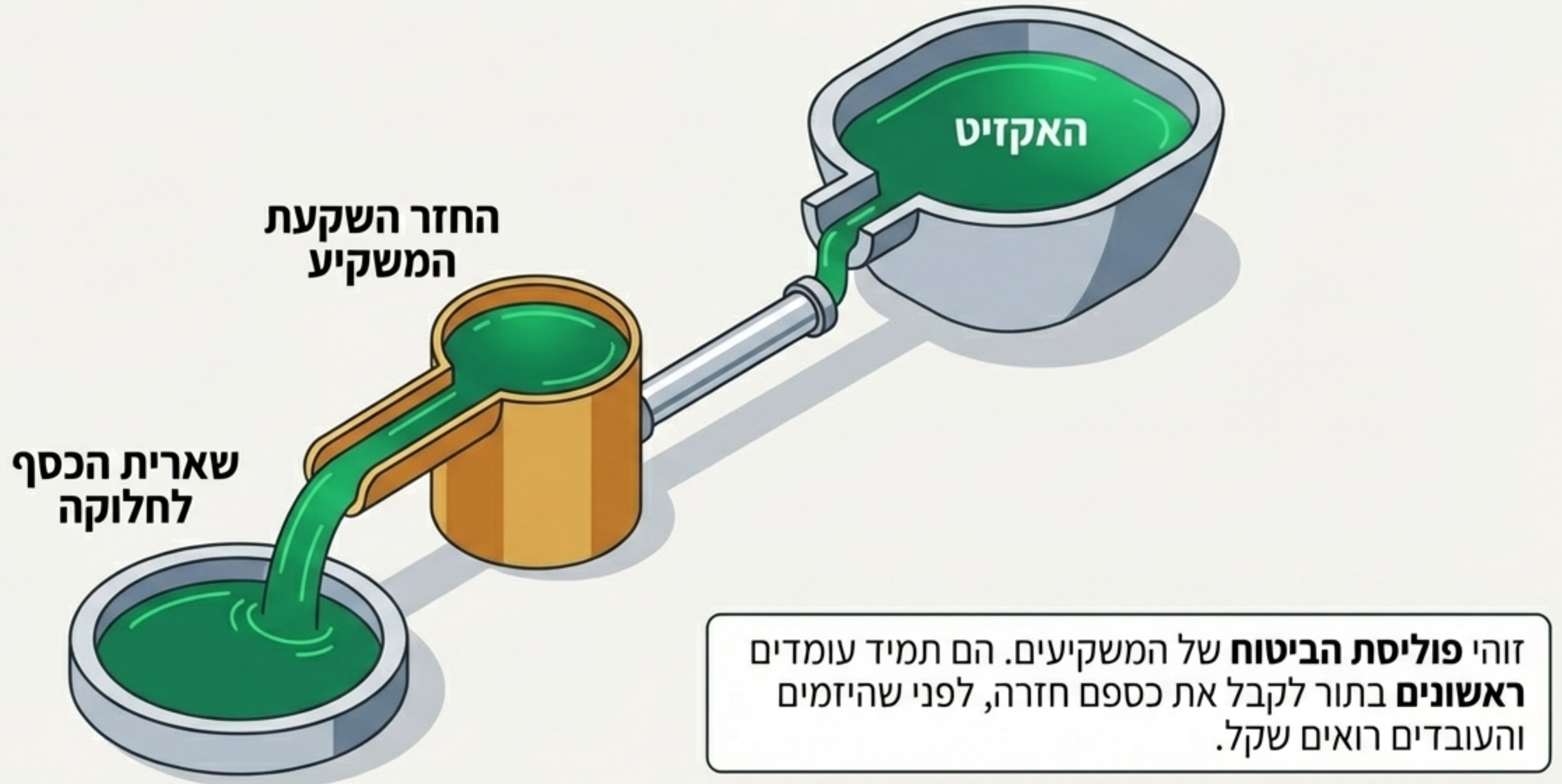
משקיעים דורשים 5%-10% אופציות לעובדים לפני הכסף (Pre-Money).



המשמעות? הדילול נופל אך ורק על האחוזים שלכם (היזמים), ולא על אלו של המשקיע. זה מקטין את השווי האמיתי שלכם באופן סמוי.

הלב הפועם של ההסכם: העדפת פירוק (Liquidation Preference)

מנגנון הקובע את סדר העדיפות בחלוקת הכספים באירוע הנזלה (אקזיט או פירוק).



3 הטעמים של העדפת הפירוק

Full Participating



כפל טבילה / Double - מסוכן

המשקיע מקבל את השקעתו במלואה, ואז משתתף שוב משתתף שוב כוניחס אחזקתו בשארית התמורה.

Capped Participating



פשרה

המשקיע מקבל את השקעתו + חלק יחסי, עד לתקרת רווח מוגדרת מוגדרת מראש (למשל $\times 2$).

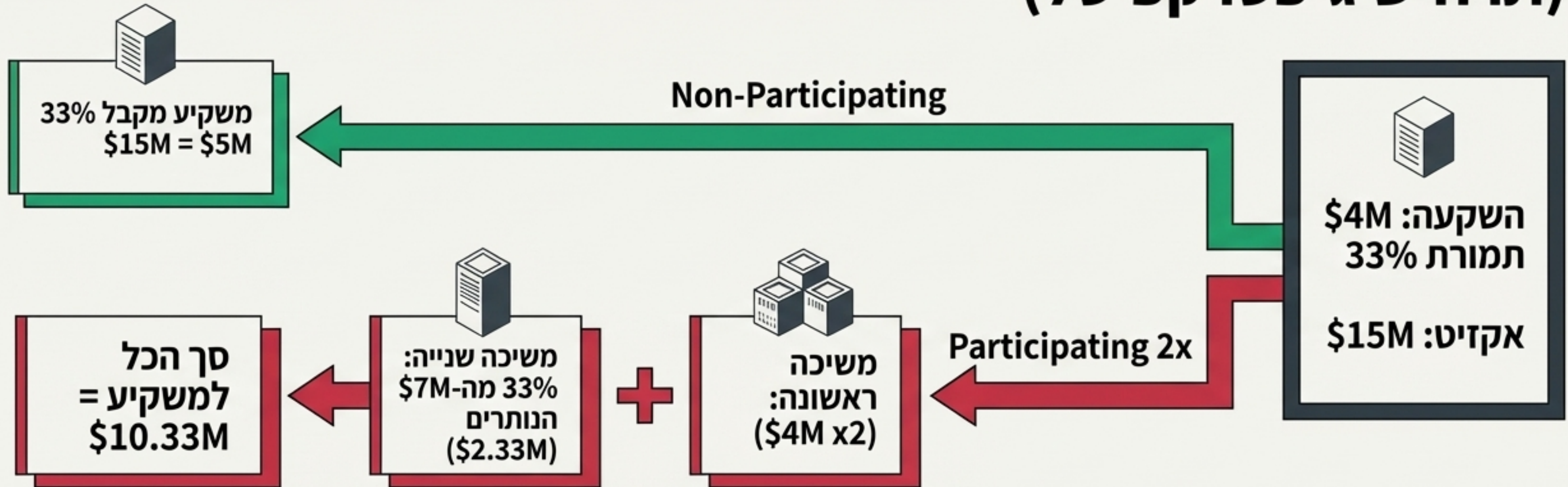
Non-Participating



ידידותי ליזם

המשקיע בוחר: או לקבל את השקעתו חזרה, או להשתתף בחלוקה היחסית (פרו-ראטה).

המתמטיקה בפעולה (תרחיש ג'פטו קפיטל)



מילה אחת בחוזה (Participating לעומת Non-Participating) מעבירה \$5.33M ישירות מהכיס שלכם לכיס של המשקיע.

אפקט המכפיל: כש-1X הופך ל-3X

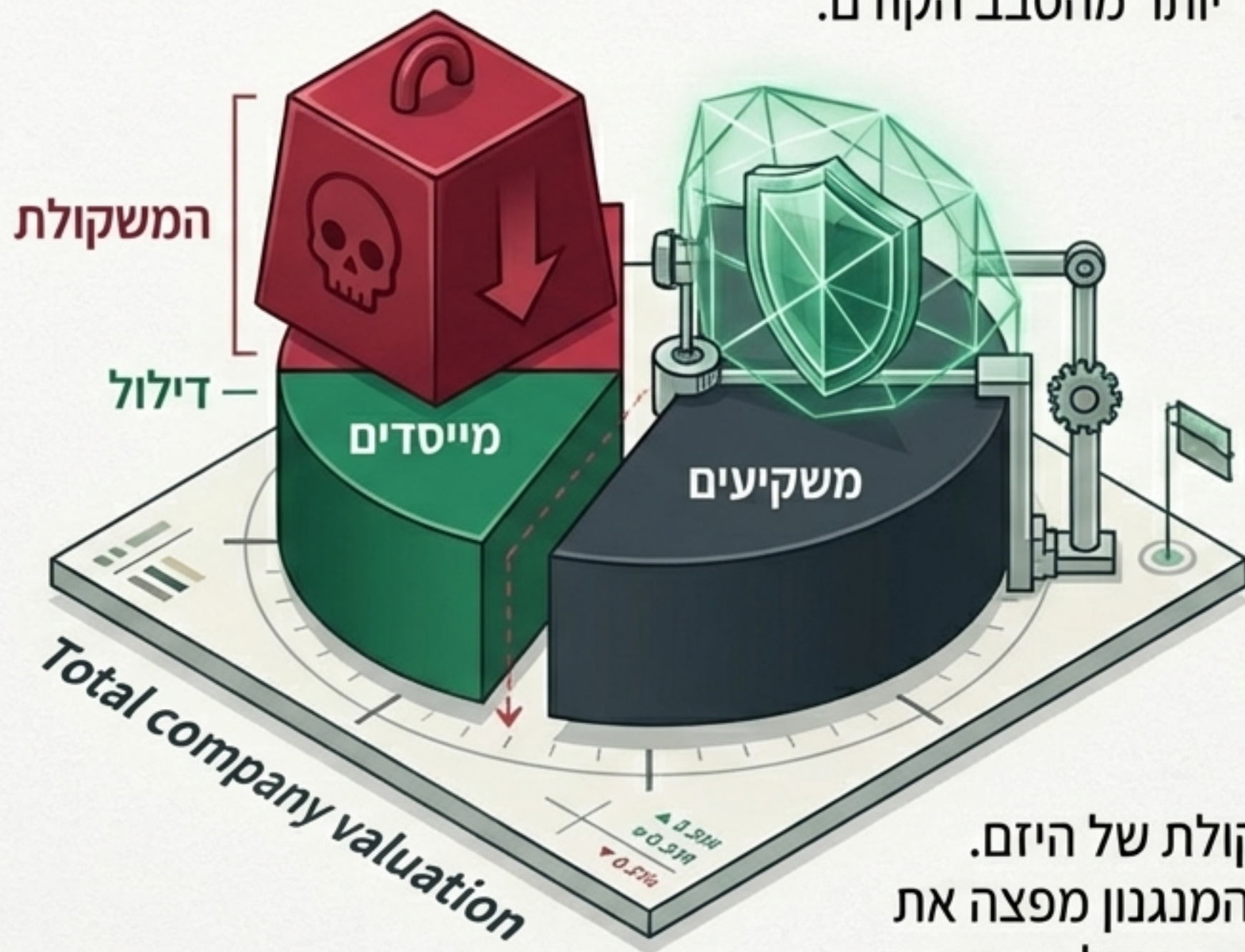
המכפיל קובע כמה פעמים המשקיע יקבל את כספו חזרה לפני חלוקת השארית.



התקן ההוגן והנפוץ היום הוא החזר של 1X. מכפילים של 2X או 3X הם נדירים, דורסניים, ויכולים למחוק לחלוטין את התשואה של היזם באקזיטים קטנים ובינוניים.

סבבים יורדים (Down Rounds) והגנת אי-דילול

מנגנון Anti-Dilution מגן על המשקיעים במקרה שבו החברה מגייסת הון נוסף לפי שווי נמוך יותר מהסבב הקודם.



המגן של המשקיע הוא המשקולת של היזם. אם החברה מאבדת כערכה, המנגנון מפצה את המשקיעית - על חשבון דילול חריף של המייסדים.

סוגי אי-דילול: הסדן מול המאזניים

Full Ratchet (מחגר מלא)



אגרסיבי ומסוכן. מעדכן רטרואקטיבית את מחיר המניה של המשקיע למחיר הנמוך ביותר בסבב החדש, ללא התחשבות בסכום שגוייס.

Weighted Average (ממוצע משוקלל)

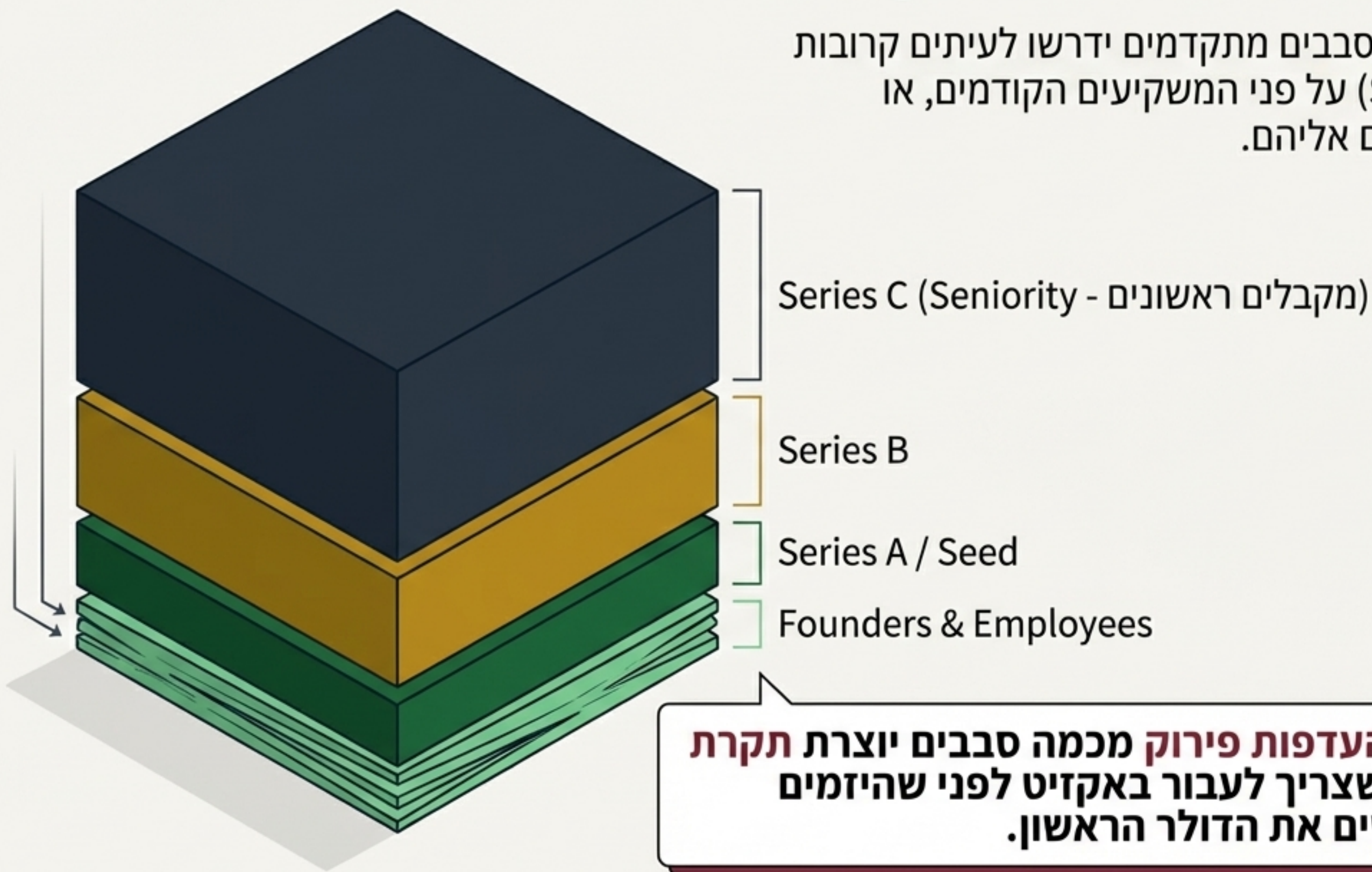


משקלל את ירידת הערך ביחס לכמות הכסף החדש שנכנס. דילול פרופורציונלי והוגן יותר.

הימנעו מ-Full Ratchet בכל מחיר.

סכנת הריבוי (Stacking Preferences)

משקיעים חדשים בסבבים מתקדמים ידרשו לעיתים קרובות עדיפות (Seniority) על פני המשקיעים הקודמים, או לפחות תנאים שווים אליהם.



מנגנוני שליטה: בורד זכויות וטו (Protective Provisions)

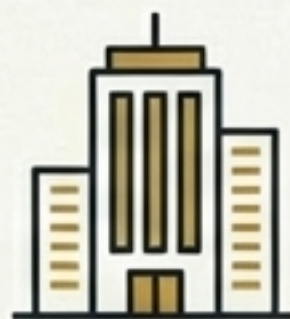
המשקיע מקבל רשימת נושאים שעליהם יש לו זכות וטו, ללא קשר לאחוז האחזקה שלו.



שינוי תקנון



החלפת מנכ"ל



מכירת החברה



נטילת חוב מהותי

אסטרטגיה: דרשו סעיף שקיעה (Sunset)
קביעה שזכויות הוטו מתבטלות אוטומטית אם אחזקות המשקיע יורדות מתחת לרף מסוים (למשל 15%).



שעון החול והמנעול: סעיף No Shop

- **קריכה:** מרגע החתימה על הטרם-שיט, נאסר עליכם לחפש השקעה אחרת לתקופה של 30 עד 90 יום.
- **התרטישה:** המשקיע מרוויח זמן לבדיקות נאותות (Due Diligence). היזם ננעל.

אל תחתמו על No Shop אלא אם אתם בטוחים ב-80% שהמשקיע רציני ובאמת מעוניין, ולא רק מנסה ללמוד את השוק דרככם תידיים תוך עיכוב המומנטום שלכם.

השלכות בעולם האמיתי: תקדים ננומושן (Nanomotion)

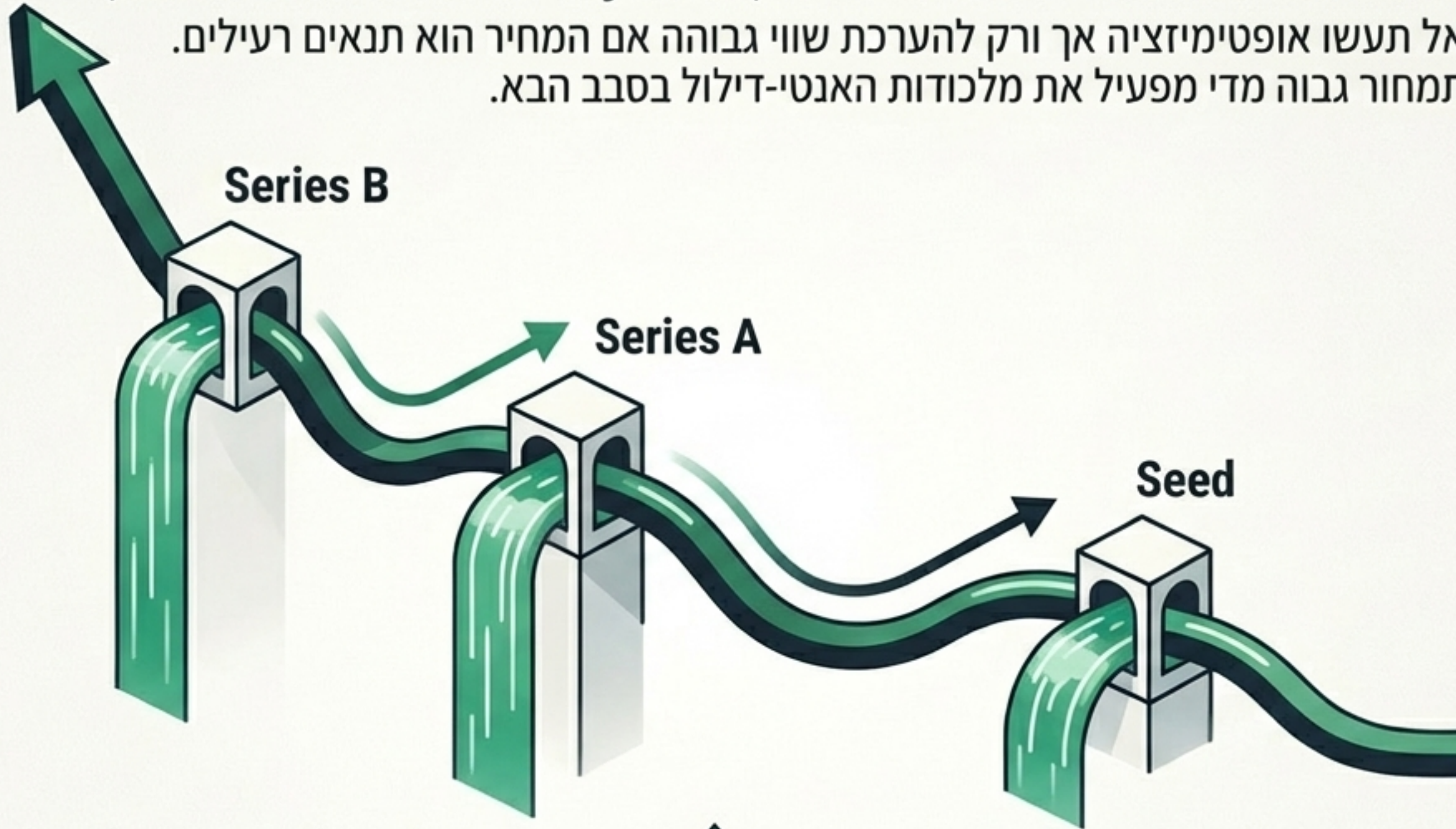
בעת מכירת חברת ננומושן, נוצרה סתירה מהותית בין נספח החוזה לטקסט המרכזי לגבי כמות המניות הזכאיות לזו להעדפת פירוק. בית המשפט המחוזי פסק לפי הלשון היבשה של החוזה המרכזי.



טעויות ניסוח עולות מיליונים. בתי המשפט יאכפו את המילים המדויקות שכתובות בהסכם, ולא את ההיגיון הכלכלי או את כוונת הצדדים הכללית שלכם.

סיכום: אסטרטגיית המומנטום (The Momentum Playbook)

אל תעשו אופטימיזציה אך ורק להערכת שווי גבוהה אם המחיר הוא תנאים רעילים.
תמחור גבוה מדי מפעיל את מלכודות האנטי-דילול בסבב הבא.



כלל הזהב: נהלו משא ומתן למען הוגנות ומומנטום. טרם-שייט נקי (Weighted Ave)
1X Pruant Non-Participating, מכין את הקרקע לסבב הבא ולשותפות אמיתית.