

30 אפריל 2023

ט' אייר תשפ"ג

## נייר עמדה – חשש מהתפצלות ההייטק הישראלי מהמגמות העולמיות

### וכיווני פעולה אפשריים

#### רקע

חשיבות החדשנות הטכנולוגית לצמיחת הכלכלה הישראלית ידועה ומוכרת ומתבטאת בנתונים באופן מובהק: למעלה מ-11% מהשכירים בישראל עובדים בתעשיית ההייטק; ההייטק מהווה 18% מהתמ"ג מעל ל-50% מסך הייצוא וכ-30% מההכנסות ממס הכנסה. נתונים אלו, ורבים נוספים, מלמדים על החשיבות הרבה של שגשוג ההייטק לכלכלה הישראלית ולא בכדי מכונה ההייטק הישראלי "הקטר של המשק". עם זאת, המשך הצלחת ההייטק אינו מובטח והנתונים שיוצגו מיד מגלים תמונת מצב מדאיגה מאד.

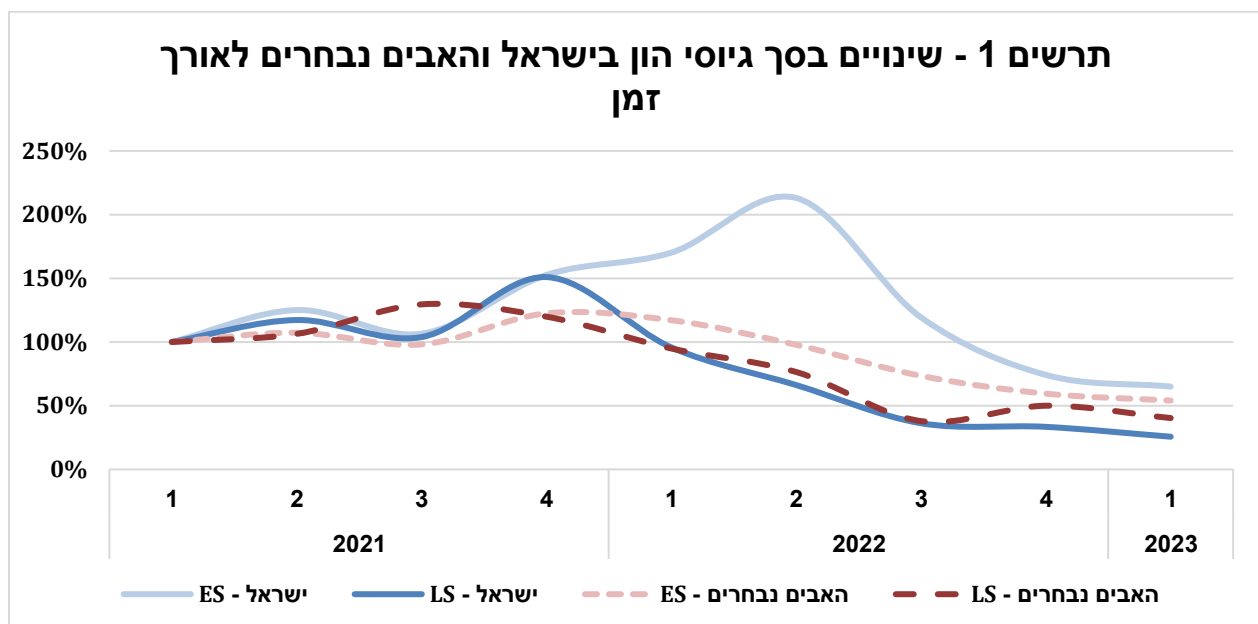
#### הסביבה המקרו-כלכלית

הסביבה המקרו-כלכלית העולמית ברבעון הראשון של שנת 2023 מאופיינת באינפלציה וריבית גבוהות יחסית לעשור האחרון. בישראל, שיעור האינפלציה השנתי עומד על כ-5% ואילו ריבית בנק ישראל עומדת על 4.5%. באירופה ובארה"ב שיעור האינפלציה גבוה אף יותר ומגיע לכ-8% ו-6% בהתאמה ואילו ריביות הבנקים המרכזיים עומדות על 3.5% ו-5% בהתאמה גם כן. נתונים אלה משקפים את סיום "עידן הכסף הזול" אשר הוביל לעליה במחירי נכסים (נדל"ן, מניות וכו') והגדיל את תיאבון המשקיעים לסיכון, תיאבון אשר הוביל גם לעליה בהיקף השקעות הון סיכון בעולם ובישראל.

עם תחילתה של מלחמת רוסיה-אוקראינה בפברואר 2022 והסנקציות העולמיות שהופעלו על רוסיה התגברו הלחצים האינפלציוניים ובנקים מרכזיים ברחבי העולם החלו בתהליך העלאת ריבית. אנו מזהים כי במקביל לכך החל תהליך של ירידה בהיקף השקעות הון הסיכון בעולם ובישראל.

**מתרשים 1** עולה כי השקעות הון סיכון בשלבים מאוחרים ("LS" – Late Stage) החלו לחוות ירידה בין סוף שנת 2021 לתחילת 2022 בעוד שהשקעות בשלבים מוקדמים ("ES" – Early Stage) חוו ירידה בעיכוב של רבעון או שניים. עם זאת, כלל ההשקעות, בישראל ובעולם נמצאות בתחילת שנת 2023 ברמה נמוכה יותר מזו שנצפתה בתחילת 2021.<sup>1</sup>

היקף ההשקעות בתעשיית ההייטק הישראלית עמד ברבעון הראשון של שנת 2023 על כ-1.7 מיליארד דולר בלבד<sup>2</sup> – **הנתון הרבעוני הנמוך ביותר מאז 2019**, ומשקף ירידה הן במספר סבבי ההשקעות בסטארטאפים והן בהיקפי העסקאות. כמו כן, מגמת הירידה המתמשכת במספר חברות ההזנק הנפתחות כל שנה בישראל נמשכת, משיא של 1,386 בשנת 2015 ל-728 ב-2021 ואומדן של כ-630 חברות בשנת 2022.<sup>3</sup>



<sup>1</sup> רשימת ההאבים הנכללים בהשוואה כוללת את: ברלין, שטוקהולם, פריז ושוויץ באירופה; בוסטון, ניו-יורק, סן-פרנסיסקו, סן-דייגו ודנבר בארה"ב; טורונטו, סידיני, סיאול וסינגפור. נתוני ההאבים הבינלאומיים נלקחו ממאגר CrunchBase ואילו נתוני ישראל מבוססים על פרסומי IVC. יש לציין כי תמונה דומה עולה כאשר אנו בוחנים את השינויים במספר סבבי הגיוס.

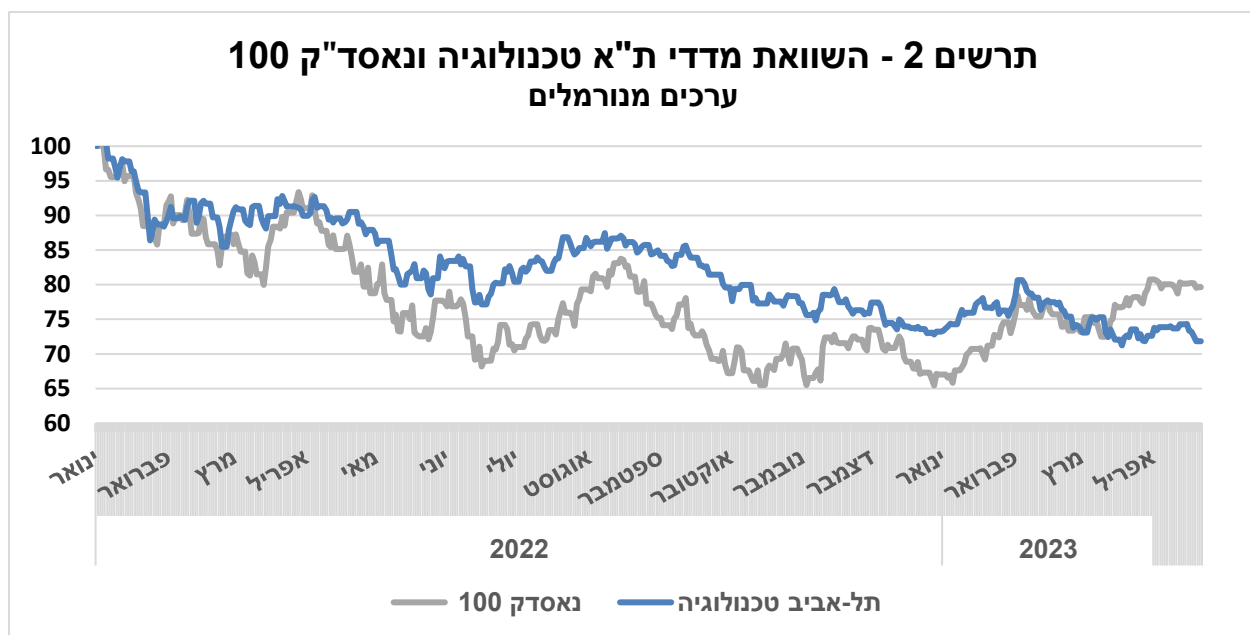
<sup>2</sup> על פי נתוני IVC. נתון זה עשוי להתעדכן בעתיד.

<sup>3</sup> על פי נתוני IVC, ראו עמוד 24 בדוח הרבעוני הראשון של שנת 2023: <https://www.ivc-online.com/LinkClick.aspx?fileticket=AUCVEE9uwz8%3d&portalid=0&timestamp=1680505842017>

## תחזית עתידית

מספר מחקרים קבעו בעבר כי מדד הנאסד"ק נתפס כמנבא טוב להיקף הון הסיכון המושקע בישראל. כך למשל, בפרסום עבר של משרד האוצר הוסבר כי: "מדד הנאסד"ק האמריקאי... משקף את חשיבות המעורבות האמריקאית בענף ההייטק הישראלי. למעשה, קיים מתאם כמעט מושלם בין צמיחתו של הנאסד"ק לסקר היקף ההשקעות בישראל".<sup>4</sup> בחינה של מחירי מניות הטכנולוגיה הישראליות הסחירות, כגורם מנבא להשקעות בחברות הסטארטאפ הפרטיות, לעומת מקבילותיהן הבינלאומיות מעלה חשש כי אנחנו עדים לתהליך של התפצלות המגמות (Decoupling), וכי החודשים הקרובים צפויים להציג המשך מגמת ירידה בישראל.

כפי שניתן לראות **בתרשים 2**, מדדי ת"א טכנולוגיה (102 חברות) ומדד הנאסד"ק (100 חברות) מציגים התנהגות שונה מאד במהלך שנת 2023 ורמת המתאם ביניהם ירדה מ-0.93 בשנת 2022 (מתאם חזק מאוד) למתאם שלילי של -0.24. מתחילת שנת 2023. בפועל, מתחילת שנת 2023 מדד ת"א טכנולוגיה הציג תשואה אפסית, ואילו מדד נאסד"ק 100 עלה בתקופה זו בכ-20%.<sup>5</sup>

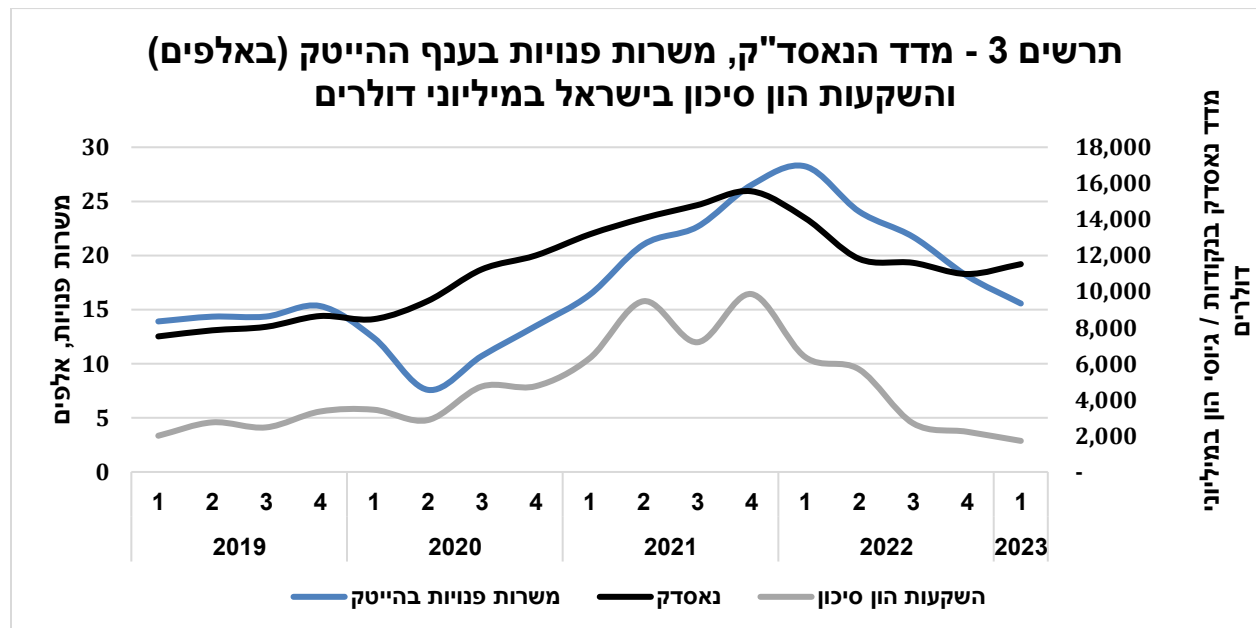


<sup>4</sup> ראו סקירה כלכלית שבועית מתאריך 30.12.2019 של אגף הכלכלנית הראשית - [https://www.gov.il/BlobFolder/dynamiccollectorresultitem/weekly\\_economic\\_review\\_301219/he/weekly\\_economic\\_review\\_weekly\\_economic\\_review\\_30122019.pdf](https://www.gov.il/BlobFolder/dynamiccollectorresultitem/weekly_economic_review_301219/he/weekly_economic_review_weekly_economic_review_30122019.pdf)  
<sup>5</sup> הנתונים מתייחסים לתקופה שבין ה-1.1.2023 ועד ה-22.4.2023

עדות לרמת המתאם בין מדד הנאסד"ק להשקעות הון הסיכון ניתן לראות **בתרשים 3**. מתרשים זה עולה כי המשרות הפנויות בהייטק מתואמות עם ביצועי מדד הנאסד"ק והשקעות הון הסיכון, בפיגור של רבעון. לאור זאת, במצב "עסקים כרגיל" היינו מצפים לראות חזרה למתווה צמיחה ועליה במשרות הפנויות בהייטק הישראלי בחודשים הקרובים.

חשוב להדגיש, כי לאור העיכוב המובנה באיסוף הנתונים הרי שיש צורך בניהול סיכונים **טרם התממשותם** (כלומר לפני קבלת נתונים סופיים אשר יעידו על התרחשותה בפועל של התפצלות בין ביצועי ענף ההייטק הישראלי למגמות העולמיות בכל הנוגע לגיוסי הון ועובדים) וצמצום אי-הוודאות.

הרבעון הראשון של שנת 2023 התאפיין בתהליכים מואצים לביצוע שינויים במבנה המערכת המשפטית וביחסים בין שלוש הרשויות במדינת ישראל. הצפי לשינויים אלו הביא ליצירת אי-וודאות גבוהה מאוד לגבי מעמדה של הרשות השופטת, הן בהיבטים אזוריים והן בהיבטים עסקיים, אשר שלובים זה בזה וכתוצאה מכך גם לאי-וודאות ביחס ליציבות הממשל התאגידי בישראל. חוסר היציבות מייצר תפיסת אי-וודאות המקטינות את כדאיות ההשקעה בישראל בעת הזו. לאור מצב עניינים זה **קיים חשש מהותי כי ישראל תתנתק בתקופה הקרובה ממגמות תנועות ההון העולמיות וכי חלקה בעוגת השקעות הון הסיכון העולמיות יקטן**.<sup>6</sup>



<sup>6</sup> נתונים ראשוניים בנושא פורסמו לאחרונה בתקשורת, ראו: <https://www.themarket.com/technation/2023-04-24/ty-article/.premium/00000187-af0a-d803-ad8f-ff5b3c110000>

## קבלת החלטות בתנאי אי-ודאות

בשונה מהשקעות בסיכון גבוה, אי-ודאות איננה מאפשרת למשקיעים ולמנהלים לחזות לא את התרחישים, לא את ההסתברויות להתממשותם ולכן גם לא את הסיכונים המגולמים בהם<sup>7</sup>. כאשר מדובר ביזמות טכנולוגית ובהשקעות הון סיכון לטווח ארוך (10 עד 15 שנה) אי-ודאות כמו זו הקיימת בעת הזו, פוגעת ביכולת להבטחת התשואות העתידיות, ולכן מייצרת קושי רב ליזמים ולמשקיעים להמשיך לפתוח, לבנות ולהשקיע בחברות ישראליות כיום.

אחת מההחלטות הראשונות שעומדת לפתחה של חברת הזנק היא קביעת מיקום התאגדותה. ככלל, קיימות שתי חלופות התאגדות עיקריות לפתיחת חברות ההזנק על ידי היזמים הישראלים:

1. התאגדות באמצעות חברה ישראלית, באחזקה ישירה של בעלי המניות, אשר היא גם בעלת נכסי הקניין הרוחני.
2. התאגדות באמצעות חברה זרה, המחזיקה בחברה-בת ישראלית המעניקה לה שירותי מחקר ופיתוח. נכסי הקניין הרוחני יהיו לרוב בבעלות החברה הזרה, אם כי קיימת אפשרות גם להחזקתם בחברה-הבת.

מניתוח של תמונת המצב של מיקום התאגדות החברות שנפתחו בחודשים האחרונים המבוססת על נתונים והערכות של המומחים, המייצגים ונותני השירותים המובילים מול חברות ההזנק בישראל מתקבלת תמונה של מגמת התהפכות בכל הנוגע למיקום פתיחת חברות ההזנק: מפתיחתן כבירות מחדל בישראל עד לתחילת שנת 2023, למעבר לפתיחתן בחברות הזנק זרות עם סיום הרבעון הראשון.

עד לחודש ינואר כ-80% מחברות ההזנק שנפתחו בישראל היו במבנה התאגדות של חברה ישראלית, הן בשל שיקולי מס והן בשל הסביבה היזמית-עסקית הישראלית שהיוו גורם מרכזי לקבלת ההחלטה. במהלך חודש פברואר, בשל אי-הוודאות והסיכונים המגולמים בהן לסביבה העסקית בישראל והן ליזמים הישראלים עצמם, החלה מגמה של פתיחת חברות הזנק באמצעות התאגדות לחברה זרה; מגמה שהתעצמה במהלך חודש מרץ.

להערכתנו, תמונת המצב הנוכחית עם סיום הרבעון היא כי בין 50% ל-80% מחברות ההזנק של יזמים ישראלים נפתחו בחודש מרץ על ידי התאגדות באמצעות חברה זרה.

<sup>7</sup> Frank Knight, *Risk, Uncertainty and Profit* (1921)

ההערכה שלנו היא כי בתוך זמן קצר מאוד אנו עלולים להגיע למצב בו יהיה רוב מוחלט לפתיחה של חברות ההזנק על ידי התאגדות באמצעות חברה זרה, ככל הנראה בהיקפים של מעל 80%.

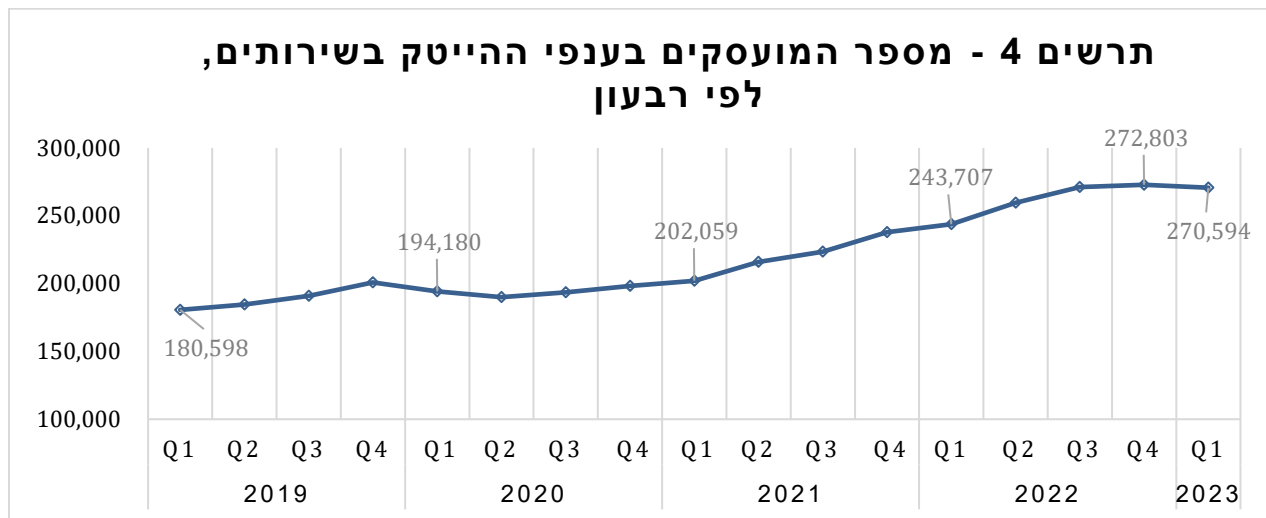
מגמת השינוי במיקום התאגדות החברות מטרידה בעיקר בשל הפגיעה העתידית הפוטנציאלית בצמיחה של ההייטק הישראלי בפרט והכלכלה הישראלית בכלל מכיוון שענף ההייטק מאופיין הן בקצב גידול עובדים גבוה מהמוצע של המשק הישראלי והן בשיעורי פרוץ גבוהים של העובדים בו. **היבט זה גם עשוי לבוא לידי ביטוי בשחיקה עתידית של בסיס המס הממשלתי אשר ענף ההייטק, שהיקפו הוא קרוב לרבע מהתוצר העסקי בישראל, מהווה את אחד מהתורמים המרכזיים עבורו.** הסיבה לכך היא שמגמה זו עשויה להוות תחילתו של תהליך בו סדרת החלטות פרטניות (של יזמים, משקיעים וחברות) ימשיכו לעצב את מבנה ההייטק ויקבעו בין היתר את:

- מיקום הקניין הרוחני ובסיס תשלומי המס של החברה
- מיקומי המנכ"ל, מנהל הכספים ובהמשך שאר הנהלת החברות
- מיקומה של פעילותה הפיננסית של החברה ושל נותני השירותים והספקים שלה
- מיקומן של יחידות הפיתוח העסקי, השיווק והמכירות
- מיקומם של מערכי התפעול הגלובאלי (Global Operation) של החברות, ואף של מערכי הייצור

כפי שהחלטה על מיקום פתיחת החברה היא החלטה שלא ניתן שלא לקבלה, הימשכות אי-הוודאות תביא לכך שהחלטות רבות אשר התעכבו בצפייה להתבהרות אי-הוודאות והבנת התרחישים יגיעו לנקודה בה חייבים להכריע לגביהן. או אז אנו צפויים לראות **"התנהגות לא ליניארית"** – כלומר, אנו צופים כי שינויים באופי פעילות חברות הייטק יהיו מהירים ויקיפו את רובן של חברות ההייטק.

ההערכות לגבי השפעת השינויים המשפטיים על הכלכלה הישראלית בכלל ועתיד ענף ההייטק בישראל נסקרו על ידי מרבית הגופים הכלכליים המובילים במשק וכן זכו להתייחסות מצד סוכנויות דירוג בינלאומיות. בנק ישראל, בתחזית המקרו-כלכלית מתחילת אפריל, ציין כי "פגיעה באופן בו נתפסת הכלכלה בישראל עלולה להביא לצמצום הביקוש להשקעות (במבנים, מכונות, ציוד ומו"פ) – הן של ישראלים והן של חברות זרות הפועלות כאן (לרבות בתחום ההיי-טק)". באופן דומה אגף התקציבים במשרד האוצר כתב בנייר העמדה שלו מחודש מרץ האחרון כי סימולציה שנערכה, בסיוע רשות החדשנות, למדידת השפעת העלייה בסיכון המיוחס להשקעות בישראל כתוצאה מהשינויים המשפטיים תוביל "לאובדן תוצר של 4.6%-1.6% (מתוך צמיחה של 8.2% בשנת 2021) וכן לירידה שבין כ-8% ל-25% בשיעור המועסקים בהייטק". נבקש להדגיש כי הפגיעה האמורה מייצגת ירידה של 10%-30% בפעילות הכלכלית בענף.

נחזור ונדגיש כי במידה והערכות האמורות אכן יתממשו הרי שמדובר על מחיקה מוחלטת של הישגי המדינה בבנייתה וצמיחתה של תעשיית הייטק ענפה הכוללת חברות צמיחה ישראליות רב-לאומיות המספקות תעסוקה בפריזון גבוה למגוון רחב של עובדים וחזרה למעשה של שנים לאחור מבחינת מצב התעשייה. בפועל, על פי ניתוחי הלמ"ס, **בתרשים 4** אנו רואים כי ברבעון הראשון של שנת 2023, לראשונה מאז תקופת הקורונה נרשמה ירידה במספר המועסקים בענפי השירותים בהייטק, שהם מנוע הצמיחה של הענף.



### סיכום וכיווני פעולה אפשריים

לסיכום, השינוי במגמת מיקום פתיחת החברות הוא הניצן הראשון של התקופה החדשה אליה עלול ההייטק הישראלי להיכנס. הימשכות אי-הוודאות צפויה להוביל בסופו של דבר לירידה בגיוסי עובדים בשכר גבוה במגוון מקצועות ותחומים (ובכך לירידה נוספת בגביית מס הכנסה), להקטנת רווחים בישראל מאקזיטים עתידיים (הן ליזמים ולעובדים בישראל והן למיסים שגובה המדינה) וביקוש מקומי לשירותי המעטפת של חברות ולירידה במס החברות ומס רווחי הון.

מגמות אלו וההחלטות הפרטניות שיתקבלו עלולות להחזיר את ישראל שנים רבות לאחור, לא רק בהיקפי התוצר של ההייטק בכלכלה ובמספר המועסקים בו, אלא גם לתקופות בהן משקיעים ויזמים לא ראו בישראל מקום לבנות בו חברות גלובאליות, אלא מקום לבצע בו מחקר ופיתוח עבור חברות רב-לאומיות הממוקמות ומנוהלות ממטות במדינות מערביות אחרות.

על מנת להקטין את הפגיעה שחלה ושארף צפויה להימשך בענף ההייטק, בשל "סערה מושלמת" של שילוב בין גורמים מקרו-כלכליים ענפיים עולמיים ומשבר אי-ודאות פנימי בכלכלה הישראלית, ולהחזיר את צמיחת הענף חזרה להצמדות למגמת הצמיחה העולמית, **הדבר החשוב ביותר הוא הסרת אי הודאות "הנוספת" מישראל באמצעות פתרון המשבר הפוליטי-משפטי.**

**יש לציין שעדיף להסיר את אי-הודאות מוקדם מאשר מאוחר, וזאת לשם הקטנת הנזקים שכבר מצטברים, וכן עדיף שהסרת אי-הודאות תהיה חד משמעית בצורה שתפיג את החששות של המשקיעים והיזמים לטווח הבינוני-ארוך ותיצור ודאות ויציבות ארוכות טווח.**

**גם בתרחיש חיובי שבו פתרון המשבר יהיה מהיר יחסית ויביא עימו ודאות, יש להעריך כי ידרשו מספר חודשים על מנת לגבשו ולהפעילו. כן ניתן להניח, כי גם לאחר גיבושו, יידרש פרק זמן נוסף לבנייה מחדש של אמון היזמים והמשקיעים. לפיכך, גם בתרחיש חיובי זה, על הממשלה לשקול כיווני פעולה מקבילים שיחזקו את אמון המשקיעים בענף ההייטק ויאפשרו את המשך מגמת הצמיחה של חברות טכנולוגיה ישראליות בעלות נכסים משמעותיים.**

● **טווח קצר** – מטרת ההמלצות בטווח זה: **מזעור נזקים והקטנת הפגיעה שכבר התרחשה עד לגיבוש פתרון למשבר והשבת האמון, לרבות וידוא כי נכסים משמעותיים של חברות טכנולוגיה צעירות יישארו בישראל:**

- (1) המשך קידום החוק לעידוד תעשייה עתירת הידע, שעבר בקריאה ראשונה בכנסת הקודמת והממשלה הנוכחית החילה עליו רציפות, על מנת לקדם מענה לאתגרים שפורטו במסמך, להגדיל את אמון המשקיעים במדיניות הממשלה, ולהאיץ את צמיחת הענף.
- (2) עדכון והפעלת מסלולי הרשות באופן המותאם לאתגרי המימון הגדלים של חברות הזנק ישראליות, בפרט בעת הזו.
- (3) בחינת הצורך בעדכון התמריצים וטיוב רגולציה לעידוד השקעות בחברות טכנולוגיה ישראליות, לרבות הגדלת משקלו של ההון הישראלי בהשקעות בחברות אלו.
- (4) בחינת הצורך בעדכון התמריצים לחברות הזנק לרישום קניין רוחני בישראל.



- **טווח בינוני – מטרת ההמלצות בטווח זה : שיקום והאצת החזרה לתוואי הצמיחה, על מנת להקטין את הפער שנוצר אל מול התחרות והצמיחה העולמיות.**
  - (5) בחינת צעדים לעידוד כניסת משקיעים נוספים לביצוע השקעות במגזר ההייטק הישראלי, בנוסף להמשך האמור בסעיף (3) לעיל.
  - (6) בחינת מענים לסגירת פער הפוטנציאל שנוצר וייווצר בעקבות אי הודאות בהנבטת חברות טכנולוגיה ישראליות.
  
- **טווח בינוני/ארוך – ההמלצות לטווח זה יוצאות מנקודת הנחה שבשלב זה נהיה לאחר חזרה לתוואי צמיחה. מטרת ההמלצות בטווח זה : המשך השקעה בתשתיות החדשנות הטכנולוגית, לרבות הון אנושי ומחקר.**
  - (7) המשך הוצאתן לפועל של התוכניות הממשלתיות הרב-שנתיות לתשתיות טכנולוגיות להייטק (כגון התכניות הלאומיות לבינה מלאכותית, לקוואנטום ולביוקונברג'נס)
  - (8) יישום החלטות ממשלה שיביאו להגדלת פוטנציאל הצמיחה של ענף ההייטק הישראלי, ובפרט המלצות דו"ח ועדת פרלמוטר