

דיני חברות הזנק

מאת

יפעת ארן*

מדינת ישראל ידועה בעולם כ"אומת הסטרט אפ". חברות הזנק (סטרט אפ) נחשבות למנוע הצמיחה של המשק הישראלי ומגייסות מדי שנה מיליארדי דולרים בהשקעות הון סיכון. עם זאת חשיבותן הגוברת של חברות הזנק בכלכלה הישראלית והגלובלית עדיין לא היתרגמה לכדי תשומת לב אקדמית משפטית ראויה. מאמר זה הוא הראשון לדון בעברית בחברות אלו כקטגוריה ייחודית בנוף דיני החברות. המאמר מציג שתי טענות חדשות עיקריות.

ראשית, לחברות הזנק מגובות הון סיכון מבנה ותרבות ארגונית יוצאי דופן המאתגרים את הפרדיגמה השלטת בדיני התאגידים. קשת החוזים שביסוד חברות אלו אינה מוסברת במלואה באמצעות "בעיית הנציג" או המודל החלופי של דיני התאגידים המבוסס על "בעיית הייצור הקבוצתי". המאמר מסביר את הרציונל המאחד של חברות הזנק באמצעות סינתזה בין המודלים האמורים, המכונה במאמר "ייצור קבוצתי מבוסס שותפות בהון". על פי התאוריה המוצעת, חברת הזנק היא צורת ארגון שנועדה ליצור שיתוף פעולה בין משקיעי הון סיכון ומשקיעי הון אנושי, כאשר כל שותף בצוות הייצור רשאי לחדול מתרומה למיום בכל עת, ומה שקושר את הצדדים זה לזה ולמיום הוא שותפות בהון. המאמר דן בהשלכות התאוריה על דיונים עכשוויים בדבר תכלית החברה ותוכן חובות האמון של נושאי המשרה וטוען כי התאוריה מציעה הסבר משכנע יותר לגישת בתי המשפט בדלורר לממשל תאגידי של חברות הזנק, מאשר הסברים מבוססי בעיית הנציג או בעיית הייצור הקבוצתי כל אחת כשלעצמה.

שנית, אשר לפסיקת בתי המשפט בישראל, המאמר מדגים כי הפסיקה בנושא סכסוכים בחברות הזנק נוטה ליישם תבניות חשיבה, הנחות מוצא ותקדימים שכוחם יפה לחברות "רגילות", בלי לדון בצורך לאבחן בין הנסיבות. בעקבות זאת נוצר לעיתים פער בין הנורמות המקובלות בתחום הון הסיכון לבין התפתחות הדין. המאמר מתריע כי אם מגמה זו תימשך, יהיה בכוחה להוביל בטווח הרחוק לניתוק בין ההלכות שבספר לבין הפרקטיקה המקצועית בתחום.

* דוקטור, מרצה, הפקולטה למשפטים באוניברסיטת חיפה. בהכנת המחקר שוחחתי עם עורכי דין העוסקים בייצור בשגרה לחברות הזנק או בליטיגציה של חברות כאלו, ואני מודה במיוחד לאדם שפירא, אסא קלינג, ארנון סמבורסקי, מיכאל גינסבורג, ערן מאיר, רפי שפירא ושירה עזרן על התובנות שחלקן עימי ועל הערות שעזרו לי לשפר את המאמר. תודה מיוחדת לגידי שלום בנדור על שחלק איתי תובנות בתחום הערכת שוויין של חברות הזנק. אני מודה לעדי ליבזון, שי ברנשטיין, ליטל הלמן, לשופטת מיכל אגמון-גונן ולמשתתפי הכינוס "עשור לבית המשפט הכלכלי" על הערות מועילות. אביב טובי סייע בעבודת המחקר ועשה עבודה מעולה. תודה מקרב לב למערכת כתב העת משפטים.

מבוא. א. חברות הזנק ככלי ליצירת סינרגייה בין הון סיכון להון אנושי. 1. הון סיכון. 2. הון אנושי. 3. השתקפות ההשקעות השונות במבנה ההון של חברות הזנק. ב. לקראת תאוריה מאחדת לחברות הזנק. 1. בעיית הנציג. 2. בעיית הייצור הקבוצתי. 3. דיני חברות הזנק גרסת דלוור. 4. חברות הזנק כייצור קבוצתי מבוסס שותפות בהון. ג. דיני חברות הזנק תוצרת ישראל. 1. מישור היחסים שבין היזמים לבין עצמם וגבולות חובת תום הלב. 2. מישור היחסים שבין היזמים למשקיעים ובין המשקיעים לבין עצמם, ושאלת הקיפוח. 3. החובה להימנע מגזלת הזדמנות עסקית. ד. סיכום.

מבוא

בחדש יוני שנת 1998 ישראל רעשה וגעשה. הכותרות חגגו את מכירת חברת מיראביליס לענקית האינטרנט האמריקאית AOL בתמורה ל-407 מיליון דולר – סכום שנשמע אז כמעט דמיוני.¹ העסקה הפכה את היזמים הצעירים, יאיר גולדפינגר, ספי ויגיסר ואריק ורדי למולטימיליונרים. היזם אמנון עמיר, שעזב את החברה בשלב מוקדם יותר, הפך למיליונר. אירוע זה, לצד עסקאות נוספות זכורות יותר ופחות, יצר חלום חדש בישראל – חלום האקזיט.

כיום, שנת 2022, מעמדה המרכזי של ישראל בעולם כאזור יזמות הוא בלתי מעורער.² ישראל מובילה את הטבלה העולמית בשיעור השקעות הון סיכון לנפש, בשיעור השקעות הון סיכון ביחס לתוצר המקומי גולמי ובמספר חברות הזנק לנפש.³ חלקה של ישראל בשוק קרנות הון הסיכון העולמי גדול בהרבה מכפי גודלה היחסי, וחברות הזנק ישראליות מקבלות כ-4% מסך השקעות הון הסיכון העולמיות – פי עשרה מחלקה של ישראל בתוצר העולמי ובאשראי העסקי.⁴ מדי שנה קמות בישראל כ-1,000 חברות הזנק מגובות הון סיכון (ממוצע השנים 2015–2020).⁵ נכון למועד כתיבת שורות אלו, בישראל יותר מ-80 חברות חד-קרן, כלומר חברות פרטיות ששוויין מיליארד

¹ גלית חמי וסופי שולמן להמציא כל בוקר מחדש – סיפורה של החדשנות הישראלית 254–259 (2018).
² WIPO, GLOBAL INDEX INNOVATION: TRACKING INNOVATION THROUGH THE COVID-19 CRISIS (Soumitra Dutta et al. eds., 14th ed. 2021); WIPO, GLOBAL INDEX INNOVATION: WHO WILL FINANCE INNOVATION? 24–25 (Soumitra Dutta et al. eds., 13th ed. 2020) “[T]he GII 2020 assesses which economies consistently hold the top global spots on particular GII innovation facets, such as VC, R&D, entrepreneurship, or high-tech production [...] Israel, Luxembourg, and China tie for 3rd place”

³ OECD, *Investment by Asset*, OECD-DATA (31 Dec. 2021), <https://bit.ly/3LAoVpy>
⁴ בנק ישראל “ניתוח חטיבת המחקר בבנק ישראל: מאפייני המימון של חברות ההייטק בישראל” (הודעת דוברות <https://bit.ly/37U7Ec8> (30.6.2020).

⁵ רשות החדשנות 2019: חדשנות בישראל – תמונת מצב 48 (2019) <https://bit.ly/3LyuXqx>

דולר או יותר.⁶ מה שהיה בעבר חתרני ופורץ דרך הוא היום תעשייה משומנת ומשוכללת שמעסיקה מאות אלפי עובדים ומשמשת מוקד משיכה למשקיעים זרים.⁷ בדומה למגמה העולמית אשר במסגרתה השווקים הפרטיים תופסים מקום של בכורה, ואילו שוקי ההון הציבוריים משתרכים מאחור,⁸ מרבית ההשקעות ההוניות בחברות ישראליות נעשות "מתחת לרדאר" של חובת הדיווח החלה על חברות ציבוריות. בשנת 2020 היה סך גיוסי הון מניות של חברות הנסחרות בבורסה בתל אביב (כולל מימושי אופציות ולא כולל הקצאות פרטיות) כ-12.2 מיליארד שקל.⁹ לעומת זאת לפי נתוני מרכז המחקר IVC ומשרד מיתר, חברות הזנק בישראל גייסו בהנפקות פרטיות באותה שנה כ-9.9 מיליארד דולר,¹⁰ כלומר כמעט פי שלושה. בשנת 2021 נתוני סך הגיוס המקבילים היו 17.9 מיליארד שקל שגויסו בשוק המניות בבורסה בתל אביב (שיא המשותף רק להיקף הפעילות בשנת 2007, ערב המשבר הכלכלי),¹¹ לעומת 25.6

⁶ *Israeli-Founded Unicorns*, TECHAVIV (Apr. 12, 2022), <https://bit.ly/3y5fsYN>
⁷ IVC RES. CENTER & MEITAR LAW OFFICES, THE ISRAELI – TECH REVIEW 2020 15 (Jan. 2021), <https://bit.ly/3LCYu2C> (להלן: IVC & MEITAR: 2020). שיעור קרנות הון הסיכון הזרות המובילות את סבב הגיוס בסך הגיוסים שיש בעניינם מידע הולך ועולה מתחילת שנות האלפיים, ומאז שנת 2013 הוא גבוה מ-65% מהיקף העסקאות. ראו גם רשות החדשנות ו-Start-Up Nation Central דוח הון אנושי בתעשיית ההייטק 9 <https://bit.ly/3vTsWzL> (2021).

⁸ Robert P. Bartlett & Eric Talley, *Law and Corporate Governance*, in THE HANDBOOK OF THE ECONOMICS OF CORPORATE GOVERNANCE 177, 185–186 (Benjamin E. Hermalin & Michael S. Weisbach eds., 2017): "Th[e] increasing concentration of economic value in private companies poses something of a challenge for corporate governance scholars, both empirically and theoretically [...] To the extent this trend continues, the study of governance in privately held firms is likely to become more critical to important policy debates."; Michael J. Mauboussin & Dan Callahan, *Public to Private Equity in the United States: Along-Term Look*, CONSILIENT OBSERVER. 1 (2020), <https://mgstn.ly/3ONSYfm>
 עם זאת, ראוי לציין כי בשנים 2020–2021 מספר גדול במיוחד של חברות בחרו לצאת לשווקים הציבוריים. ראו Mark Hendricks, *Number of U.S. IPOs Swelled 109% in 2020 to Highest Since 2000*, YAHOO! FIN. (Feb. 8, 2021), <https://yhoo.it/39vn72Y>.

⁹ <https://bit.ly/3vWantF> (2020) 12 **סקירה שנתי 2020**
¹⁰ IVC & MEITAR, 2020, לעיל ה"ש 7. ההשוואה בין גיוסים בשוק המניות בבורסה בתל אביב לגיוסים פרטיים של חברות הזנק מציגה תמונה חלקית כיוון שהיא מתעלמת מגיוסים של חברות ישראליות בבורסות זרות וכן מגיוסי חוב מצד אחד, ומגיוסים של חברות פרטיות שאינן חברות הזנק מצד אחר, אולם יש בה כדי להמחיש את העובדה שמשקלם של השווקים הפרטיים בתוך מכלול ההשקעות בהון מניות הולך וגובר.

¹¹ נורית דרור "הבורסה לניירות ערך בתל אביב מסכמת את שנת 2021" **הבורסה לניירות ערך – תל-אביב** (2021) <https://bit.ly/3MLiIr8>.

מיליארד דולר שגייסו חברות הזנק פרטיות.¹² כלומר, על אף התאוששות ופעילות שיא של הנפקות בבורסה בתל אביב בשנים האחרונות, קצב הצמיחה של הבורסה אינו קרוב להדביק את הגידול בהון הזורם לחברות הזנק פרטיות.

בשל נפח הפעילות הגדול ראוייה לתשומת לב העובדה שסצנת הון הסיכון שוקקת החיים של ישראל פועלת "מתחת לרדאר" לא רק במובן של מיעוט חובות דיווח, אלא גם במובן זה שאין לה כמעט זכר בהחלטות שיפוטיות ובפסקי דין. ליטיגציה מנוגדת לדנ"א של חברות הזנק ולנורמות של תעשיית הון הסיכון אשר נשענות במידה רבה על אמצעי אכיפה חלופיים.¹³ בהיותם שחקנים חוזרים, יזמים ומשקיעים מעדיפים שלא לסכן את המוניטין שלהם בקרבות משפטיים.¹⁴ כאשר בכל זאת מתעוררות מחלוקות, הן בדרך כלל מתבררות מחוץ לכותלי בית המשפט בהליכי גישור או בוררות. פסקי הדין בנוגע לחברות הזנק עוסקים תדיר בהיבטים משיקים, כגון דיני מיסים,¹⁵

IVC RES. CENTER & MEITAR LAW OFFICES, IVC-MEITAR – ISRAELI TECH REVIEW 2021¹²
(2021), <https://bit.ly/3kwr1e2>.

ראו, למשל, Mark C. Suchman & Mia L. Cahill, *The Hired Gun as Facilitator: Lawyers and the Suppression of Business Disputes in Silicon Valley*, 21 LAW & SOC. INQ. 679, 690–691 (1996); Sergio D. Stone, *The Legal and Institutional Foundations of Silicon Valley's Technological Innovation: An Interdisciplinary Literature Review*, 8 KUTAFIN L. REV. 472, 479–481 (2021)¹³

ראו למשל Thomas Hellman, Laura Bottazi & Marci Da Rin, *The Importance of Trust for Investment: Evidence from Venture Capital*, 29 REV. FIN. STUD. 2283, 2302 (2016); Bernard S. Black & Ronald J. Gilson, *Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks Versus Stock Markets*, 47 J. FIN. ECON. 243, 262–283 (1998)¹⁴
משקיעי הון סיכון בעמק הסיליקון).

ראו למשל ע"מ (מנהליים נצ') 55937-01-17 **שוחט נ' פקיד שומה צפת** (נבו 04.7.2019); ע"מ (מחוזי ת"א) 47255-01-14 **הלמן נ' פקיד שומה ת"א 4** (נבו 14.10.2015); ע"מ (מחוזי מר') 26342-01-16 **ברודקום סמיקונדקטור בע"מ נ' פקיד שומה כפר סבא** (נבו 9.12.2019) (גבולות המס שיוטל על עסקאות אקזיט שבהן נעשה "שינוי מודל עסקי").¹⁵

עבודה,¹⁶ ואפילו משפחה.¹⁷ בתחום דיני התאגידים המקרים שנדונו בבתי המשפט מייצגים את החריג ולא את הנורמה – מדובר בחברות לא שגרתיות עם משקיעים שאינם מוסדיים, יזמים שכשלו להיעזר ביעוץ משפטי בזמן, או בסעדים שלא ניתן לקבלם בהליך חלופי, כגון צווי מניעה.¹⁸

בשל מיעוט המקרים המתגלגלים לפתחו של בית המשפט הכתיבה האקדמית בתחום דלה, קיימים מעט מאוד תקדימים, ולעיתים חסרה לבית המשפט מומחיות ספציפית בנושאים רלוונטיים.¹⁹ בהיעדר תשתית משפטית תאורטית להיעזר בה, כאשר בתי המשפט דנים בסכסוכים בחברות הזנק הם מיישמים את גוף הפסיקה שהתפתח לאורך השנים בהקשרים של חברות ציבוריות וחברות פרטיות "רגילות" שאינן מגובות הון סיכון.²⁰ בעקבות זאת, כפי שמדגים מאמר זה, בתי המשפט מגיעים לא אחת לתוצאות לא אחידות הנתונות במתח עם הנורמות ועם ההיגיון העסקי של תעשיית הון הסיכון. אף שהשפעתם של פסקי דין אלו מוגבלת, בשל תפקידם המשני של אמצעי אכיפה פורמלית בתחום הון הסיכון, הם עלולים ליצור אי-ודאות, להגדיל עלויות עסקה ולפגוע בכושר המיקוח של שחקנים שונים אגב יצירת השלכות חלוקתיות לא רצויות. בשל חשיבותה ומרכזיותה של תעשיית הון הסיכון בכלכלת החדשנות הישראלית ראוי להקדיש תשומת לב למתח האמור, לעמוד על שורשיו ולשאוף לצמצמו.

הקושי שבו נתקלים בתי המשפט בבואם לדון בסכסוכים בחברות הזנק אינו מקרי. חברת הזנק היא חברה "על תנאי" – חברה שהמשך קיומה מוטל בספק. מבנה ההון הוא הדבק שמחזיק את חלקי החברה יחד מבחירה ולא בשל כורח. לפיכך לחברות אלו מבנה הון יוצא דופן המורכב

¹⁶ ראו למשל ס"ע (אזורי ת"א) 19213-03-12 **חקלאי – ארמוני החזקות בע"מ** (נבו 13.11.2014) (הנתבעת הייתה חברת הזנק שהוקמה לפיתוח ולשיווק של מוצר, ולשם הקמתה נשכרו שירותי התובעים. בית המשפט הדגיש את המאפיינים המיוחדים לחברת הזנק ואת השוויון בכוח המיקוח של הצדדים, ולכן נפסק שיחסי עבודה נוצרו רק במועד שנקבע במפורש בהסכם); ע"א (אזורי ת"א) 7525/05 **עירון – פיר-אפ מחקר ופיתוח בע"מ** (נבו 7.9.2010) (התובעים אינם זכאים לזכויות סוציאליות ולשכר עבודה בגין תקופת עבודתם במעמד של יזם / בעל מניות). ראו גם ס"ע (ארצי) 164-99 **פרומר – רדגארד בע"מ**, פד"ע לד 294 (1999) (תוקפם של הסכמי אי-תחרות של עובדים לאחר חקיקת חוק-יסוד: חופש העיסוק); רע"א 3564/12 **בייר נ' פלוראליטי בע"מ (בפירוק)** (נבו 1.8.2012) (זכות עובד לקבל תמלוגים בגין "אמצאת שירות").

¹⁷ ראו למשל בע"מ 4623/04 **פלואני נ' פלונית**, פ"ד סב(3) 66 (2007) (חלוקת "נכסי קריירה" בין בני זוג); תמ"ש (משפחה ראשל"צ) 10339-03-12 **ש"צ נ' י"צ** (נבו 5.6.2017) (איוון אופציות בהליך גירושין).

¹⁸ ראו פרק ג להלן.

¹⁹ שם.

²⁰ שם.

מסדרות שונות של מניות בכורה לצד מניות רגילות ואופציות לרכישת מניות רגילות במחירים שונים. שלא כסדר הנשייה הנפוץ בחברות מסורתיות, שבו עובדים מתוגמלים באמצעות תביעה קצובה (fixed claim) הקודמת לתביעה השיורית של בעלי המניות, בחברת הזנק חלק מהתגמול לעובדים נעשה באמצעות אופציות לרכישת מניות רגילות (כלומר אפשרות להשתתף בתביעה השיורית). כמו כן משקיעי הון סיכון מחזיקים במניות בכורה המירות, אשר לצד האופציה המגולמת בהן להשתתפות בתביעה השיורית בתרחישי הצלחה של החברה, הן מקנות זכות תביעה קצובה הקודמת בפירוק למניות הרגילות. היזמים מחזיקים במניות רגילות, מקבלים שכר מהחברה (אחרי גיוס הון), ולצד זאת הם עשויים לקבל קשת רחבה של תמריצים, לרבות בונוסים, אופציות ואמצעי תגמול נוספים. יוצא אפוא כי מכלול השותפים בחברה מחזיקים בתמהיל של זכויות תביעה קצובות ושיוריות.

חוקרי הון סיכון הציעו שלל הסברים למבנה המורכב של חברות הזנק. הסברים אלו מבוססים על שתי תאוריות-על מרכזיות – "בעיית הנציג" ו"בעיית הייצור הקבוצתי". כל אחת מהתאוריות מסבירה היבטים מסוימים באופן התנהלותן של חברות הזנק, אך נכשלת בראיית המכלול.²¹ בעיית נציג מתעוררת בכל מקום שבו נוצרת הפרדה בין בעלות לשליטה. יישומים של בעיית הנציג בתחום דיני החברות נוטים לנתח את היחסים בין הגורמים הפועלים במסגרת החברה כך שהחברה שייכת לבעלי המניות, והם ממנים מטעמם מנהלים שתפקידם למקסם את רווחי החברה. חוקרי הון סיכון התבססו על בעיית הנציג כדי להסביר שלל מאפיינים של חוזי השקעת הון סיכון, לרבות מימון בשלבים (staged finance), ייצוג בדירקטוריון ותגמול הוני.²² עם זאת בעיית הנציג אינה מצליחה ללכוד את מלוא המורכבות של חברות הזנק, ממגוון סיבות: בעיית הנציג מגלמת תפיסה סטטית של מבנה החברה, אולם הרכב הבעלות בחברות הזנק משתנה תדיר; בעיית הנציג נוטה להתעלם מהמתחים שבין המשקיעים בחברת הזנק לבין עצמם; החשוב ביותר – בעיית הנציג מבוססת על הבחנה בין הון לעבודה שאינה הולמת חברות הזנק. לפי הפרדיגמה של בעיית הנציג, ספקי ההון הם "בעלים", ואילו ספקי העבודה הם "נציגים". לעומת זאת בחברת הזנק ספקי הון ועבודה הם בעלים ונציגים גם יחד.²³

²¹ ראו תת-פרק ב.1. ו-ב.2. להלן.

²² ראו תת-פרק ב.1. להלן.

²³ ראו למשל (2019) 155, 184 U. PA. L. REV. 155, 184 Elizabeth Pollman, *Startup Governance*.

תאוריית הייצור הקבוצתי מצליחה במקום שבו בעיית הנציג נכשלת, אך היא סובלת ממגרעות אחרות. בעיית ייצור קבוצתי מתעוררת כאשר על מנת ליצור מוצר או שירות יש צורך בשיתוף פעולה בין ספקי תשומות שונות, ולא ניתן לקבוע איזה חלק בתוצר הסופי נזקף לזכות איזו תרומה (התוצר הסופי הוא בלתי פריק).²⁴ מודלים כלכליים מדגימים כי אם חברי צוות הייצור יקבעו מראש כיצד לחלק את הרווחים שייווצרו מהמאמץ הקבוצתי, הם ייקלעו לבעיית הנוסע החופשי, ואם יחליטו לחלק את הרווחים בדיעבד, הם ייקלעו לסחטנות ולאופורטוניזם.²⁵ הדרך להיחלץ מהסבך ולאפשר שיתוף פעולה לאורך זמן היא מינוי גורם מתווך ניטרלי שיחליט כיצד לחלק את התוצר השיורי.²⁶ יישום התאוריה בתחום דיני החברות, על פי הפרשנות המשפיעה שהציעו החוקרות מרגרט בלייר וליין סטאט (Margaret Blair & Lynn Stout), מוביל למסקנות הפוכות משל בעיית הנציג באשר לתכלית החברה ותפקיד הדירקטוריון: תפקיד החברה הוא לאפשר ייצור קבוצתי באמצעות הגנה על האינטרסים של מכלול חברי צוות הייצור. תפקיד הדירקטוריון הוא אפוא להיות גורם מתווך ניטרלי המחלק את רווחי החברה בין ספקי התשומות השונות ללא עדיפות מיוחדת לבעלי המניות. חוקרי הון סיכון הסתמכו על בעיית הייצור הקבוצתי כדי להסביר את שיטת המימון המדורג ואת מבנה הדירקטוריון של חברות הזנק, אולם הם הדגישו כי אין מדובר בהתאמה מלאה.²⁷

מאמר זה מציע גישה מאחדת, סינתזה, אשר מכונה במאמר "ייצור קבוצתי מבוסס שותפות בהון". הנחת המוצא של התאוריה היא כי השותפים בצוות הייצור נהנים מחירות להפסיק להשקיע משאבים בחברה בכל רגע נתון. המשך שיתוף פעולה במסגרת החברה הוא אפוא תוצר של בחירה מתמדת. כדי ליצור שיתוף פעולה וולונטרי לאורך זמן, חברי צוות הייצור מקיימים ביניהם משא ומתן חוזר ונשנה על מבנה ההון של החברה. התאוריה המוצעת שונה אפוא מתאוריית הייצור הקבוצתי בניסוחן של בלייר וסטאט, בין היתר בכך שהיא שמה גבול למושאי ההגנה של דיני החברות – אך ורק מי שמופיע בטבלת ההון של החברה זכאי להגנת דיני החברות, ולא כל מי שנמצא באינטראקציה עם החברה ומבחינה תאורטית יכול להיחשב ל"שותף בצוות הייצור".

²⁴ ראו תת-פרק ב.2. להלן.

²⁵ שם.

²⁶ שם.

²⁷ ראו תת-פרק ב.2. להלן.

במסגרת זו, התאוריה המוצעת מבחינה בין זכויות תביעה קצובות בעלות זכות עדיפות בפירוק (בייחוד שכר לעובדים וזכות עדיפות בפירוק למשקיעי הון סיכון), המתמרצות השקעות אישיות תואמות-פירמה של ספקי התשומות השונות בחברה, לבין זכות התביעה השירית שבאמצעותה חברות הזנק מתחרות על השקעות כלליות של הון אנושי ופיננסי. זכויות התביעה הקצובות נחוצות לשם יצירת אמון באמצעות מתן הגנה מינימלית מפני ניצול לרעה בידי יתר חברי צוות הייצור, ואילו חלוקת התוצר השירי מתמרצת שיתוף פעולה מתמשך בין הגורמים החיוניים להצלחת החברה. אשר על כן, תפקידו של דירקטוריון חברות הזנק, בדומה לתפקיד הדרג המתווך בתאוריית הייצור הקבוצתי, הוא לחלק את הזכויות על התוצר השירי בשוטף באמצעות עדכון טבלת ההון של החברה באופן שהשקעה בחברה תהיה אטרקטיבית ביחס לעלות ההזדמנות של הצדדים השונים.

כאשר התוצר השירי עולה על עלות ההזדמנות הכוללת של השותפים בצוות הייצור, ההבדלים הכלכליים בין סוגי המניות השונים מתבטלים והצדדים חולקים שווה בשווה (pari passu) בתביעה השירית. מנגד, כאשר טבלת ההון של החברה אינה מצליחה עוד לגשר בין עלות ההזדמנות של ספקי התשומות החיוניות לחברה – החברה ממילא תגיע לסוף דרכה. סוף דרכה של החברה אינו "אסון" שיש להגן מפניו אלא תוצר טבעי של העובדה שלמשאבי החברה יש שימוש יעיל יותר מחוץ לכותלי החברה. כך, חברת ההזנק נהנית מגמישות ומיכולת התאמה מהירה לשווקים אשר מסבירה את התרומה האדירה של חברות אלו לכלכלה המודרנית.

יתרון נוסף של התאוריה המוצעת על פני בעיית הנציג ובעיית הייצור הקבוצתי, כל אחת כשלעצמה, נעוץ ביכולת התאוריה המוצעת להסביר את הדין בדלוור. על פי דין דלוור, כאשר קיים קונפליקט בין בעלי המניות השונים בחברות הזנק, על נושאי המשרה לקבל החלטות שימקסמו את שווי המניות הרגילות בלבד. הזכויות העודפות של מניות הבכורה נחשבות לבעלות מעמד חוזי ואינן נהנות מהגנה מיוחדת במסגרת דיני החברות. לפי הפרדיגמה של בעיית הנציג קשה להצדיק את דין דלוור, ואכן חוקרים לא מעטים סבורים כי בתי המשפט של דלוור שוגים בעיצוב הדין. לשיטתם, ראוי לבכר דווקא את האינטרסים של בעלי מניות הבכורה או של מי ששולט בנקודת הזמן המסוימת בחברה.²⁸ בד בבד גם פרשנות בלייר וסטאוט לבעיית הייצור הקבוצתי נתונה במתח עם צמצום שיקול הדעת של נושאי המשרה והעדפה אפירורית של קבוצה

²⁸ ראו תת-פרק ב.3. להלן.

אחת מתוך "צוות הייצור" (בעלי המניות הרגילות) על פני קבוצות אחרות שתורמות לחברה.²⁹ לעומת זאת התאוריה המוצעת רואה בהעדפת בעלי המניות הרגילות המשך טבעי להיגיון הפנימי של חברת הזנק, במסגרתו החברה קונה את שיתוף הפעולה של ספקי ההון האנושי באמצעות השתתפות בתוצר השיורי. מכיוון שהון אנושי הוא נכס מרכזי של החברה, ובהתחשב בכך שספקי ההון האנושי אינם חייבים להמשיך לעבוד עבור החברה, הכפפת חובות האמון של נושאי המשרה לאינטרס של בעלי המניות הרגילות מאפשרת את שרידות צוות הייצור גם כאשר החברה סובלת מקשיים.

לצד הניתוח התאורטי של בעיית היסוד שעומדת מאחורי חברות הזנק, המאמר דן דיון שיטתי ראשון מסוגו בפסיקות בתי המשפט בישראל בעניינים אלה. המאמר סוקר לראשונה את דיני חברות הזנק של "אומת הסטרט אפ" ומציע ביקורת על הפסיקה הקיימת ולקחים להמשך פיתוח הדין. בהקשר זה אני טוענת כי בשל מיעוט המקרים שהתגלגלו לפתחו של בית המשפט מוקדם להסיק מסקנות, אולם תמונת המצב המתקבלת מדגימה חוסר אחידות בין פסיקות ולעיתים גם חוסר היכרות עם חלק מהמאפיינים המיוחדים לחברות הזנק והנורמות המקובלות בתעשיית הון הסיכון. בעקבות זאת קיימת דרגה גבוהה של חוסר ודאות בהתדיינות לפני בתי המשפט בישראל, עובדה שיש בה כדי לעודד שימוש בתניות בוררות, גישור וברירת דין זר, ובטווח הרחוק יותר, אם תימשך, היא עלולה להוביל לניתוק בין ההלכות שבספר לבין הפרקטיקה המקצועית. מאמר זה מחדש אפוא שני חידושים עיקריים: ראשית, הוא מסרטט עיקרון מארגן חדש לדיני תאגידים, המבוסס על סינתזה בין הגישות הקיימות בתחום הממשל התאגידי, באופן שמותאם לחברות הזנק; שנית, הוא הראשון לבחון את הפסיקה בתחום דיני חברות בהקשר של סכסוכים בחברות הזנק בישראל ולהצביע על קשיים בגוף הפסיקה המתגבש.

המאמר ממשיך כך: פרק א מתאר את שתי התשומות העיקריות שמושקעות בחברת הזנק – הון פיננסי והון אנושי – ומסביר כיצד מבנה ההון של חברות הזנק נותן מענה לצורך לייער את האינטרסים של ספקי התשומות השונות. פרק ב עוסק בממשל התאגידי של חברות הזנק לעומת מודלים מקובלים של דיני חברות. הפרק מציג את שתי הגישות המובילות בתחום דיני התאגידים – בעיית הנציג ובעיית הייצור הקבוצתי – לרבות יישומיהן בתחום חברות הזנק, ומציע סינתזה ביניהן. פרק ג סוקר בביקורתיות את פסקי הדין בתחום דיני התאגידים בנוגע לחברות הזנק

בישראל ומצביע על קשיים שהתעוררו, לרבות חוסר אחידות והיעדר אבחון של תקדימי עבר נוכח המאפיינים המיוחדים של חברות הזנק. לבסוף אציג המלצות להמשך.

א. חברות הזנק ככלי ליצירת סינרגייה בין הון סיכון להון אנושי

בשונה מחברה ציבורית ומחברה פרטית, לחברת הזנק אין הגדרה משפטית, ואף כתופעה חברתית וכלכלית אין הסכמה ברורה באשר לגבולותיה.³⁰ לעיתים המונח "סטרט אפ" מתאר לא רק חברה שזה עתה נוסדה, אלא גם חברה בשלה המעסיקה אלפי עובדים ומגלגלת תזרים מזומנים של מאות מיליוני דולרים.³¹ לצורך מאמר זה אגדיר חברת הזנק כחברה בעלת ותק הכנסות נמוך, המאופיינת בפעילות מחקר ופיתוח אינטנסיבית, וחותרת לצמיחה מהירה באמצעות ניצול של חדשנות טכנולוגית או אחרת המקנה לה יתרון תחרותי.³² על מנת להצליח ביעד שאפתני זה חברות הזנק בדרך כלל מגייסות משאבים ממשקיעים המתמחים במימון יזמות טכנולוגית, בדגש על משקיעי הון סיכון.³³ לפיכך חברות הזנק מתחילות את חייהן כחברות פרטיות, אבל בסופו של דבר עליהן לאפשר נזילות לבעלי מניותיהן – לרבות יזמים, עובדים ומשקיעים פיננסיים – באמצעות הצעה ראשונית לציבור, רישום ישיר למסחר, מיזוג עם חברה אחרת או מכירה לחברה אחרת (אירועים אלו מכונים "אקזיט").³⁴

אף שלחברות הזנק אין הגדרה אחת מקובלת, הן חולקות כמה מאפיינים שמבטאים היגיון כלכלי ומודל עסקי ייחודי. מערכת היחסים שבין ספקי הון ועבודה בחברת הזנק יוצאת דופן

³⁰ Pollman, *Startup Governance*, לעיל ה"ש 23, בעמ' 163.

³¹ ראו למשל הגר רבט "משקיעים זה לחלשים: הסטארט-אפים שמתעקשים לעשות את זה לבד" **כלכליסט** (22.1.2020) <https://bit.ly/3LxSub3> (הכתבה מתארת את החברות אובר וליפט כ"סטרטאפים" אף שמדובר בחברות ציבוריות).

³² השוו Steve Blank, *A Startup is Not a Smaller Version of a Large Company*, STEVE BLANK (Jan. 14, 2010), <https://bit.ly/3s3j5Wo>.

³³ SCOTT KUPOR, *SECRETS OF SAND HILL ROAD: VENTURE CAPITAL AND HOW TO GET IT* 21, (2019) 27.

³⁴ שם. אם כי התפתחותם של שווקים משניים למסחר במניות חברות פרטיות מאפשרת נזילות מסוימת גם לפני האקזיט. ראו NASDAQ, 2020 MID-YEAR PRIVATE COMPANY REPORT (2020), <https://bit.ly/3Ku8XMd>; Elizabeth Pollman, *Information Issues on Wall Street 2.0*, 161 U. PA. L. REV. 179 (2012). כן ראו סופי שולמן "כל הדרכים להיפגש עם הכסף גם כשהסטארטאפ שלך לא עשה אקזיט" **כלכליסט** (22.6.2019) <https://bit.ly/3vwsh7e>. שנת 2020 התאפיינה גם בריבוי אקזיטים באמצעות מיזוג עם חברת שיק פתוח, ראו Myles Udland, *SPACs Are Now a 700\$ Billion Market*, YAHOO! FIN. (Mar. 3, 2021), <https://yhoo.it/3rZWhX2>.

מבחינה זו שכל צד מחזיק הן בזכות תביעה קצובה בעלת עדיפות בפירוק והן בזכות להשתתף בתביעה השיורית. פרק זה יתאר את שתי התשומות העיקריות שמרכיבות את חברת ההזנק – הון סיכון והון אנושי – על האתגרים המיוחדים להשקעות אלו והאמצעים החוזיים שמספקים לאתגרים אלו מענה. בהמשכו של פרק זה אבחן כיצד ההשתתפות של ספקי התשומות השונות בהון יוצרת את המבנה המורכב שמאפיין חברות הזנק.

1. הון סיכון

חברות הזנק בדרך כלל אינן מועמדות טובות להלוואות מסורתיות מגופים המתמחים בהעמדת אשראי לעסקים – בראש ובראשונה בנקים – מכיוון שהן סובלות מאי-ודאות אינהרנטית לרבות היעדר הוכחה להיתכנות המודל העסקי, חיסרון בנכסים מוחשיים שיוכלו לשמש בטוחה והיעדר צפי לתזרים מזומנים חיובי בעתיד הנראה לעין. את הוואקום המימוני הזה ממלאים משקיעי הון סיכון, ולצידם מלווי סיכון (venture debt) וקרנות הון סיכון תאגידיות (corporate venture capital – CVC). הון סיכון הוא ענף השקעה קטן יחסית למכלול הגופים המספקים הון לחברות פרטיות.³⁵ אולם תרומתו של ענף זה לכלכלה רבה מכפי גודלו היחסי מבחינת מספר מקומות העבודה שהוא מייצר, חלקו בהשקעות מחקר ופיתוח, שיעור ההנפקות של חברות מגובות הון סיכון בבורסות למסחר ושווי השוק המצרפי של חברות ציבוריות שהחלו את דרכן בגיבוי הון סיכון.³⁶ ענף הון הסיכון מתמודד עם אתגרים מיוחדים מבחינת פרופיל הסיכון, אופי הנכסים ותנאי השוק שבהם פועלים המשקיעים. אתגרים אלו מתווים את המודל העסקי ומעצבים את חווי ההשקעה המקובלים בתחום.

(א) תגמול גבוה בסיכון גבוה

מבחינתם של משקיעי הון סיכון, בשונה ממשקיעים אחרים, חברה יציבה עם תשואה סולידית אינה עסק שכדאי להשקיע בו – החברה צריכה להצליח בגדול או לחדול. הסיבה לכך קשורה בהתפלגות התשואות על השקעות בחברות הזנק. תופעות רבות בטבע ובחברה האנושית מתפלגות נורמלית (בעקומת פעמון), אולם בתחום הון הסיכון התשואות על השקעה בנכסים

³⁵ *What is Venture Capital?*, CBINSIGHTS (June 2, 2020), <https://bit.ly/3vxuhwg>
³⁶ Will Gornall & Ilya A. Strebulaev, *The Economic Impact of Venture Capital: Evidence from Public Companies* (Stan. Graduate S. Bus. Working Paper No. 3362, 2021), <https://stanford.io/39j7f3m>

מתאפיינות ב"התפלגות חזקתית" (power law distribution).³⁷ בשל תבנית התפלגות זו, ובניגוד להשקעה בסוגי נכסים "סולידיים" יותר, הנחת היסוד של הפועלים בתחום הון הסיכון היא כי לפחות מחצית ההשקעות תרדנה לטמיון לחלוטין או חלקית (impaired), מרבית יתר החברות תשמורנה על ההשקעה המקורית או תישאנה תשואה נמוכה, ואילו תשואות אבנורמליות תצמחנה ממספר מצומצם ביותר של חברות.³⁸ כלומר, חלק קטן מאוד מחברות הפורטפוליו יצליח כל כך עד שיהיה בו כדי לפצות ויותר מכך על הביצועים המאכזבים של יתר החברות.³⁹ מבחינה זו השקעה במניות חברת הזנק דומה במהותה להשקעה באופציות רכש; בעלי המניות צפויים להרוויח מהימור מוצלח הרבה יותר מהפסד אפשרי בהימור כושל.

התפלגות חזקתית מאפיינת לא רק את התשואות ברמת הפורטפוליו של קרן ההשקעות אלא גם את תחום הון הסיכון בכללותו – מספר מצומצם של קרנות מצליח "להכות את השוק" ולהניב תשואה עודפת – הרוב מחזיר למשקיעים סכומים דומים לאלו שהיו מקבלים אילו היו משקיעים באינדקס חברות ציבוריות דוגמת Russell 2000 או פחותים מהם.⁴⁰

הנגזרת המעשית של התפלגות התשואות האמורה היא כפולה: ראשית, כישלון חברות הוא חלק בלתי נמנע מסצנת היזמות והון הסיכון. הנחת המוצא של המשתתפים היא שלא כל החברות יבשילו ויהפכו לחברות בוגרות. משקיעי הון סיכון מנוסים (ולא כל משקיעי הון הסיכון הם כאלה) יתייחסו לכישלונות כחלק אינהרנטי מתחום העיסוק ולעיתים נדירות יכלו את זמנם בסכסוכים

³⁷ כינוי אחר לצורת התפלגות זו הוא עקרון פארטו (כלל 20–80) שלפיו בתופעות רבות 80% מהתפוקה מקורם ב-20% מהגורמים הפעילים. ראו, *Pareto Distribution: The "80-20 Rule"*, CFI (last visited May 1, 2022), <https://bit.ly/3s379DD>.

³⁸ KUPOR, לעיל ה"ש 33, בעמ' 42–53. ראו גם Mary Jo White, Chair, *Keynote Address at the SEC-Rock Center on Corporate Governance Silicon Valley Initiative* (Mar. 31, 2016), <https://bit.ly/3Kz24sU>.

³⁹ בדיקון המקובל בתחום תשואה כזו נקראת "home run" על שם חבטת הבייסבול העוצמתית המאפשרת לחובט להשלים הקפה מלאה של הבסיסים. ראו KUPOR, לעיל ה"ש 33, בעמ' 39.

⁴⁰ DIANE MULCAHY, BILL WEEKS & HAROLD S BRADLEY, *WE HAVE MET THE ENEMY... AND HE IS US: LESSONS FROM TWENTY YEARS OF THE KAUFFMAN FOUNDATION'S INVESTMENTS IN VENTURE CAPITAL FUNDS AND THE TRIUMPH OF HOPE OVER EXPERIENCE* (Ewing Marion Kauffman Foundation, 2012). קרן קאופמן מצאה כי רק עשרים מתוך 100 קרנות סיכון שבהן השקיעה הניבו תשואות שהכו את השוק הציבורי ביותר משלושה אחוזים בשנה, ומחצית מאותן קרנות החלו להשקיע לפני שנת 1995. קרנות מצליחות מגייסות הון בקלות רבה יותר, והן גם אטרקטיביות יותר בעיני יזמים המחפשים מימון, ובכך היתרון היחסי משכפל את עצמו באופן שתורם למבנה הריכוזי של השוק ("כלכלת המנצח לוקח הכול"). לקח זה חשוב בשל המגמה לעודד השקעה של כספי ציבור בחברות הזנק.

בנוגע לסיבות הכישלון והאחריות לו. במילים אחרות, התרבות הארגונית בתחום הון הסיכון שונה ביחסה לסיכון ולכישלון מהתרבות הרווחת בחלקים אחרים של המשק – למעט במקרי קיצון של הונאה או בזבוז קיצוני,⁴¹ כישלון הוא הנורמה ולא החריג, ואין אשמה בצידו; שנית, למשקיעי הון סיכון אין עניין להשקיע משאבים כגון כסף, זמן או תשומות ניהוליות בחברה שלא תוכל להניב תשואה אבנורמלית שתוכל לפצות על הכישלונות של יתר חברות הפורטפוליו. לכן אם החברה לא תוכל לצמוח לגורם דומיננטי בשוק גדול, משקיעי הון הסיכון יאבדו בה עניין. בשל עלות ההזדמנות הגבוהה לא יושקעו משאבים נוספים בחברה. כמו כן מכיוון שהשאיפה היא להצמיח חברת ענק, חברות הזנק אינן נוהגות לחלק דיווידנדים על מניות רגילות, ובמקום זאת הרווחים מושקעים מחדש בהרחבת העסק.

(ב) השקעה בנכסים לא מוחשיים

חברות הזנק מחזיקות לרוב במעט מאוד נכסים מוחשיים דוגמת מכונות, מבנים וכלי רכב. הנכסים העיקריים שלהן הם קניין רוחני והון אנושי. לפיכך בניגוד למשקיעים בחברות "רגילות", היכולים להיעזר בעובדות קשיחות ובשיטות מקובלות בקביעת שווי החברה, משקיעי הון סיכון נשענים על תחזיות לרווחים שמקורן בעיני רוחם של היזמים. משכך, הגורם המרכזי שעל בסיסו משקיעים מחליטים באיזו חברה להשקיע הוא צוות היזמים, ולא, כפי שהיה אפשר לחשוב, הרעיון שביסוד הקמת החברה, הטכנולוגיה, רמת ההתעניינות של קהל היעד במוצר (traction) או זהות המשקיעים האחרים.⁴² משקיעים מנוסים יודעים כי כל יתר הנתונים עוד יעברו תהפוכות לאורך חיי החברה, אולם איכות הצוות ונחישותו הן שיקבעו אם החברה תשכיל להשתנות ולהתפתח (pivot) באופן שיאפשר לה להוציא לפועל את השאיפות ולהתאים את המוצר לשוק.

(ג) פעולה בשוק לא יעיל

חברות הזנק הן חברות פרטיות ומניותיהן אינן נסחרות תדיר. מכיוון שניירות הערך מוצעים למשקיעים במסגרת הצעות פרטיות (מחוץ לבורסה וללא תשקיף), האסדרה האמריקאית מכפיפה

⁴¹ על הונאה בחברות הזנק, ראו Elizabeth Pollman, *Private Company Lies*, 109 GEO. L.J. 353, 355 (2020); Verity Winship, *Private Company Fraud*, 54 UC DAVIS L. REV. 663, 665 (2020). על בזבוז קיצוני בחברות הזנק, ראו Donald C. Langevoort & Hillary A. Sale, *Corporate Adolescence: Why "Did We" Not Work?*, 99 TEX. L. REV. 1347, 1349 (2020).

⁴² ראו למשל Shai Bernstein, Arthur Korteweg, & Kevin Laws, *Attracting Early-Stage Investors: Evidence from a Randomized Field Experiment*, 72 J. FIN. 509, 511 (2017).

אותם למגבלות עבירות שמונעות מכירה משנית שלהם לציבור.⁴³ מגבלות עבירות נוספות מוטלות בשגרה על ניירות הערך גם בשל הסכמים בין המשקיעים או בינם לבין החברה (באמצעות זכות סירוב ראשונה והתניית עסקאות במניות באישור דירקטוריון).⁴⁴ היעדר שוק אקטיבי למניות יוצר הבדלים ניכרים ביחס להשקעה בחברות ציבוריות. ראשית, הנחת השווקים היעילים אינה תקפה, אלא להפך – קיימת א-סימטריה ניכרת במידע אשר יוצרת בעיית בחירה שלילית (adverse selection) המצמצמת עוד יותר את הנזילות; שנית, בעלי מניות בחברות הזנק אינם נהנים ממנגנוני הפיקוח העיקריים שקיימים בשוק הציבורי, לרבות שוק השליטה והאפשרות להצביע ברגליים באמצעות מכירה של המניה (Take the Wall Street Walk).⁴⁵

בהיעדר נזילות המשקיעים מגינים על עצמם באמצעים אחרים, לרבות מינוי נציגים בדירקטוריון, זכויות נרחבות למידע וזכויות וטו בנושאים קריטיים.⁴⁶ כמו כן משקיעי הון סיכון ממתנים את הסיכון המגולם בהשקעה באמצעות שימוש במניות בכורה המירות (convertible preferred stock), מגבלות על מכירת מניות בידי היזמים, השתתפות של קרנות שונות במימון (סינדיקציה) ודירוג ההשקעה באמצעות סבבי מימון עוקבים (staging) – כמפורט למטה.

(ד) מימון בשלבים

מכיוון שחברות הזנק קיימות כדי לצמוח במהירות, תזרים מזומנים שלילי מפעילות שוטפת הוא ברירת המחדל שלהן. חברות הזנק מתאפיינות בהיעדר מכירות או במכירות בהיקף מצומצם ביחס

⁴³ 17 C.F.R. § 230.502 (2021): "(d) Limitations on resale. Except as provided in § 230.504(b)(1), securities acquired in a transaction under Regulation D shall have the status of securities acquired in a transaction under section 4(a)(2) of the Act and cannot be resold without registration under the Act or an exemption therefrom"

⁴⁴ לדיון בפרקטיקה של מגבלות עבירות, ראו למשל ה"פ (כלכלית ת"א) 55450-11-19 אורסיס פרמסוטקלס בע"מ נ' משרד המשפטים – אגף רשם החברות (נבו 16.6.2020).

⁴⁵ על חשיבותה של היכולת למכור בממשל התאגידי, ראו Anat R. Admati & Paul Pfleiderer, *The "Wall Street Walk" and Shareholder Activism: Exit as a Form of Voice*, 22 REV. FIN. STUD. 2645 (2009). המונחים יציאה וקול, מבוססים על הטיפולוגיה המכוננת של אלברט הירשמן. ראו ALBERT O. HIRSCHMAN, *EXIT, VOICE, AND LOYALTY: RESPONSES TO DECLINE IN FIRMS, ORGANIZATIONS, AND STATES* (1970). ראוי לציין כי בשנים האחרונות התפתחו שוקי הון פרטיים המאפשרים למשקיעים המוקדמים ולעובדים למכור את ניירות הערך שלהם למשקיעים העומדים בכללי כשירות, ומגמה זו הולכת ומתפתחת. ראו Henry Ward, *Finally, A Private Stock Exchange*, MEDIUM (Feb. 4, 2021), <https://bit.ly/3MH2r6j>.

⁴⁶ ראו למשל Brian Broughman & Jesse M. Fried, *Do Founders Control Start-up Firms That Go Public?*, 10 HARV. BUS. L. REV. 49, 55 (2020).

לתכנון העתידי. לפיכך הן זקוקות בשגרה לגייס מקורות כספיים כדי לממן את פעילות המחקר והפיתוח ואת מאמצי ההתרחבות שלהן. חברות הזנק בעולם ובישראל מגייסות הון סיכון בסבבי גיוס עוקבים (rounds), כאשר ההשקעות הראשוניות נקראות seed round או pre-seed round, ונעשות לעיתים קרובות באמצעות חוב המיר להון (convertible note) או באמצעות הסכם פשוט להון עתידי (SAFE – simple agreement for future equity),⁴⁷ והסבבים הבאים נספרים באותיות לועזיות: Round A, Round B, Round C וכן הלאה.⁴⁸ בסבבים מתקדמים לרוב משתתפים כמה משקיעים, כאשר קרן אחת תשמש כמשקיע מוביל (lead investor), תשקיע את הסכום הגבוה ביותר ותקבל מושב בדירקטוריון. יתר המשקיעים נקראים משקיעים עוקבים (supporting or follower investor). סינדיקציה מאפשרת למשקיעים לחלוק בסיכון ובתשומות ניהוליות (פיקוח במסגרת הדירקטוריון) וליצור רשת של שיתופי פעולה.⁴⁹

כלל אצבע מקובל בענף הוא כי כל סבב גיוס צריך לספק לחברה משאבים מספיקים לצליחת הנדרש לשם הגשמת אבן הדרך העסקית הבאה. שיטה זו של התקדמות מאבן דרך אחת לשנייה מאפשרת ליזמים ליהנות מעלות הון נמוכה יותר לאחר שהוכיחו עמידה באבני דרך עסקיות (במקום לגייס הון יקר בתחילת הדרך כשרמת הסיכון גבוהה יותר).⁵⁰ בד בבד, היא מאפשרת למשקיעי הון הסיכון לגדר חלק מהסיכון שבהשקעה במיזמים מסוכנים, להקטין את החשיפה לחברות כושלות ולהגדיל את החשיפה לחברות מצליחות.⁵¹ לשם המחשה, אם נניח שקרן מסוימת השקיעה מלכתחילה בעשר חברות, רק כשלוש חברות פורטפוליו יזכו להשקעה נוספת, ורק חברה אחת או שתיים יזכו להשקעה שלישית.⁵²

⁴⁷ על ההבדלים בין המכשירים השונים, ראו John F. Coyle & Joseph M. Green, *The SAFE, the KISS, and the Note: A Survey of Startup Seed Financing Contracts*, 103 MINN. L. REV. HEADNOTES 42, 44–48 (2018).

⁴⁸ ראו למשל אורן שנקר "על 'הון ושלטון' בחברות הזנק" **כלכליסט** (11.5.2020) <https://bit.ly/3kviTKY>; נקודת ההזנק: אלו שלבי גיוס הון לסטארט אפ" **בנק הפועלים** <https://bit.ly/3LxKDKP>.

⁴⁹ ראו למשל גיא גרימלנד "מחקר: קרנות הון סיכון מקושרות חברתית – משיגות יותר תשואה" **TheMarker** <https://bit.ly/3731tlf> (26.1.2011).

⁵⁰ ראו למשל PAUL GOMPERS & JOSH LERNER, *THE VENTURE CAPITAL CYCLE* 157–201 (1999); Pollman, *Startup Governance*, לעיל ה"ש 23, בעמ' 186.

⁵¹ בנק ישראל, לעיל ה"ש 4.

⁵² Michael Palank & Anubhav Srivastava, *Follow On in Venture Capital*, MEDIUM (Aug 17, 2021), <https://bit.ly/3vVRFSZ>: "VCs normally say they will use their follow-on reserves to

נוסף על גידור הסיכון, המבנה המדורג מותיר בידי המשקיעים אמצעי פיקוח על היזמים – אם החברה לא תעמוד ביעדים, היא לא תזכה לאמון המשקיעים בסבב הגיוס הבא, והיזמים יאלצו לגייס בתנאים לא נוחים או לחדול מפעילות כחברה עצמאית.⁵³ כלומר, בשונה מחברה בשלה בעלת תזרים מזומנים חיובי מפעילות שוטפת, מבחינה מעשית-מימונית המשך קיומה של חברת הזנק הוא "על תנאי" באופן מובנה, ועל החברה להצדיק את אמון המשקיעים בה בכל סבב גיוס מחדש. כך תעשיית הון הסיכון נהנית מגמישות ביכולת להזרים הון למיזמים חדשניים – המשקיעים יכולים לגבות מיזם מסוכן, לתרום לו מניסיונם ולהזין אותו בהון ובקשרים עסקיים. אולם אם לאחר כל זאת המיזם אינו מצליח להתרומם ולזכות בתמיכה של משקיעים בסבב הגיוס הבא, קופת החברה תתייבש, "מסלול ההמראה" של החברה ייגמר, והחברה תימכר או תתפרק. כך, השוק משמש בוחן מציאות, מסייע לביררה טבעית ומונע בזבז משאבים נוספים על "חלומות" יזמיים שאינם מוכיחים את עצמם.

(ה) השקעה במניות בכורה המירות

השקעת הון סיכון בידי משקיעים מוסדיים נעשית בדרך כלל בתמורה למניות בכורה המירות – מכשיר היברידי בעל מאפיינים של מניה וחוב כאחד. בתרחישים שבהם החברה תצליח לצמוח ולהגיע לאקזיט בשווי גבוה (up-side scenarios) – בעלי מניות הבכורה יתחלקו שווה בשווה (pari passu) עם בעלי המניות הרגילות. לצד זאת מניות בכורה המירות מתפקדות גם כמעין חוב במובן זה שבתרחישים שבהם החברה אינה מצליחה להגשים את התקוות שתלו בה, והיא נמכרת בסכום קטן ביחס להיקף ההשקעות בה או מתפרקת (down-side scenarios), בעלי מניות הבכורה יקדימו את בעלי המניות הרגילות בסדר החלוקה של סכומים שיתקבלו ממכירת החברה או נכסיה לאחר תשלום חובותיה.⁵⁴ במילים אחרות, הכסף שהשקיעו בחברה משקיעי הון סיכון יחזור לידי המשקיעים (ייתכן שבתוספת ריבית או תשואה מובטחת), ואילו היזמים והעובדים ייהנו רק מהערך שנוצר בחברה.⁵⁵ כך המשקיעים מפחיתים את התמריץ שהיה יכול

re-invest into their biggest winners. Sometimes VCs are more specific and say they will follow on into the top 25% companies in their portfolio"

.Gordon Smith, *The Exit Structure of Venture Capital*, 53 UCLA L. REV. 315, 323–324 (2005) ⁵³

Will Gornall & Ilya A. Strebulaev, *Squaring Venture Capital Valuations with Reality*, 135(1) ⁵⁴

JFE 120, 121 (2020)

מעשית, מכיוון שהמשקיעים זקוקים לשיתוף פעולה מצד ההנהלה במכירת החברה, לעיתים קרובות הם יפרישו נתח מהתשלום המגיע להם ויקצו אותו כבונוס בגין המכירה למנהלים (פרקטיקה המכונה carve out). ראו Brian ⁵⁵

להיות ליזמים לחפש אקזיט מהיר שיאפשר להם ליהנות מהכספים שהזרימו המשקיעים לקופת החברה במקום לעמול על הגדלת שווי החברה באמצעות פיתוח הטכנולוגיה והוכחת המודל העסקי.⁵⁶

הקדימות של בעלי מניות הבכורה בסדר הנשייה נקראת זכות העדיפות בפירוק (liquidation preference), והיא יכולה להופיע בצורות שונות. במקרה הסטנדרטי, הזכות היא בשיעור סכום ההשקעה המקורי בחברה (כלומר המשקיעים יקבלו את כספם בחזרה, ובז'רגון המקובל, 1X), אולם קיימים גם הסדרים שבהם לסכום האמור מצטרפים ריבית, דיווידנד מצטבר, השתתפות בחלוקה לצד בעלי המניות הרגילות (participation)⁵⁷ ועדיפות בשיעור מכפלה של סכום ההשקעה המקורי (1.5X, 2X ולעיתים נדירות מאוד גם יותר).⁵⁸ ב-down-side scenarios, כלומר במצבים שבהם השתתפות שווה בשווה עם בעלי המניות הרגילות תניב סכום קטן לבעלי מניות הבכורה מכפי זכות העדיפות בפירוק שלהם, בעלי המניות הרגילות – יזמים, עובדים ואנג'לים – יהיו זכאים לתשלום כלשהו בחלוקה רק לאחר שזכויות העדיפות בפירוק של בעלי מניות הבכורה ימוצו במלואן.

מקובל שלמניות הבכורה צמודות זכויות נוספות שאינן קשורות ישירות בתזרים המזומנים, אלא נוגעות לשליטה או למבנה ההון. משקיעים נוהגים להגן על עצמם מפני דילול באמצעות הגנה מבנית המופעלת בעקבות שינוי מבנה ההון (למשל פיצול מניה), והגנה מפני ירידת שווי המופעלת כאשר החברה מקצה מניות למשקיעים אחרים במחיר נמוך יותר.⁵⁹ זכויות אחרות

Broughman & Jesse M. Fried, *Carrots and Sticks: How VCs Induce Entrepreneurial Teams* Broughman & Fried, (להלן: *to Sell Startups*, 98 CORNELL L. REV. 1319, 1335–1336 (2013) *Carrots and Sticks*). כמו כן כאשר החברה נמכרת, לעיתים קרובות החברה הרוכשת מעוניינת בעיקר בהון האנושי, ולכן היא יכולה לקבוע שחלק מרכזי מתמורת המכירה יגיע לידי היזמים והעובדים ולא לידי המשקיעים. על חלוקת התמורה במצבים אלו בין היזמים לעובדים ולמשקיעים. ראו Gregg D. Polsky & John F. Coyle, *Acqui-Hiring*, 63 DUKE L.J. 281, 311 (2013).

ראו למשל Matthew Wansley, *Beach Money Exits*, 45 J. CORP. L. 151, 153 (2019).⁵⁶ כלומר המשקיעים יקבלו קודם כול החזר להשקעה ואז יזכו לנתח נוסף בחלוקה כאילו מניותיהם היו מניות רגילות.⁵⁷ נוסף על האלמנט המכפיל, שני אלמנטים חשובים נוספים במנגנון ההעדפה הם אלמנט ההשתתפות (Participation) ותקרת ההשתתפות (Cap).⁵⁸

נהוג להבחין בין שני מנגנונים עיקריים: הראשון, מנגנון הפיצוי המלא (full ratchet), מגן על המשקיע הגנה מלאה מפני דילול כיוון שהחברה מתחייבת להקצות לו בתרחיש כזה מספר של מניות רגילות שיעמיד אותו במקום שבו היה אילו השקיע לפי הסכום הקטן יותר (ואגב כך ידוללו יתר המשקיעים, למעט המשקיע החדש שהשקיע בסכום הקטן); השני, מנגנון הממוצע המשוקלל (weighted average), במסגרתו מקדם ההמרה של מניות הבכורה נקבע לא רק על פי הירידה במחיר למניה אלא באופן פרופורציונלי בהתחשב בשיעור המניות של בעל הזכות במקור.⁵⁹

כוללות זכות וטו על החלטות מסוימות (כגון אקזיט, הנפקה של מניות עם זכויות שוות או עודפות, שינוי הרכב הדירקטוריון, גיוס חוב, שינויים בתקנון ובזכויות הצמודות למניות מסדרות שונות), זכות המצרנות (preemptive right), שהיא הזכות להשתתף בגיוסים עתידיים כפי חלקו של המשקיע בחברה ולעיתים אף יותר, זכות סירוב ראשונה במקרה שהיזמים או משקיע אחר ירצו למכור את מניותיהם לאחרים (right of first refusal), זכות הצטרפות בעת מכירת מניות בידי היזמים (co-sale / tag along), זכות לדרוש את רישום מניות החברה למסחר (registration right) ועוד.⁶⁰

לכל סדרה של מניות יוצמד בסופו של משא ומתן תמהיל זכויות, וכך זכויות העדיפות של המשקיעים הולכות ונערמות בשכבות (preference stack). המשקיעים שהצטרפו אחרונים יהיו בדרך כלל הראשונים שיקבלו את כספם בחזרה. כמו כן כתלות במידת הקושי של החברה לגייס הון המשקיעים המאוחרים עשויים ליהנות מהגנות חזקות יותר, כגון הגנה מפני דילול או יחס מועדף בהמרה למניות רגילות בהנפקה אם זו תתומחר במחיר נמוך מהרף שנקבע מראש (ratchet). בתקופות שבהן משקיעים מתחרים ביניהם על הזדמנויות השקעה והחברות נהנות מכוח מיקוח רב, ייתכנו תנאי גיוס נוחים יותר כגון שוויון זכויות בין כל מניות הבכורה, ובמקרים חריגים – אף גיוס באמצעות מניות רגילות.

לסיכום חלק זה, הון סיכון הוא ענף השקעה קטן בגודלו המספרי אבל ענק בחשיבותו האיתנות ליצירת אזורי חדשנות ועידוד צמיחה טכנולוגית וכלכלית. מכיוון שמשקיעי הון סיכון פועלים בתחום בסיכון גבוה ובשוק לא יעיל, חוזי ההשקעה שלהם כוללים מאפיינים מובחנים, לרבות השקעה מדורגת במניות בכורה המירות, הגנות מפני דילול וזכויות שליטה נכבדות לרבות ייצוג בדירקטוריון. אולם הון סיכון כשלעצמו אינו מייצר דבר, הגורם שמשלים הון סיכון ליצירת חברת טכנולוגיה הוא הון אנושי, שעל מאפייניו נעמוד להלן.

ובשיעור ההשקעה המדללת. ככל שבסיס המניות יהיה רחב יותר, כך הירידה במקדם ההמרה תתמתן, כלומר ההגנה למשקיע תהא חלשה יותר. מנגנון זה קיים בשתי גרסאות: מצומצמת ורחבה, כאשר ההבדל ביניהן נעוץ באופן חישוב מספר המניות – אם על בסיס ההון העומד ואם על פי דילול מלא (לרבות אופציות וזכויות אחרות המירות למניות). לפירוש המונחים, ראו LATHAM DRIVE, THE BOOK OF JARGON (last visited Mar. 2021), <https://bit.ly/38EUz6w>.

2. הון אנושי

את המונח "הון אנושי" טבע בשנות השישים של המאה הקודמת זוכה פרס נובל לכלכלה, גארי בקר (Gary Becker), והוא מתייחס לידע, לכישורים ולניסיון של עובדים שהם בעלי ערך כלכלי.⁶¹ הון אנושי ניתן להגדיל באמצעות השקעה, למשל על דרך של הכשרה מקצועית או רכישת תארים. גארי בקר הבחין בין שני סוגי הון אנושי, הון אנושי תואם-פירמה – כזה שיש לו ערך לחברה מסוימת, אבל שוק העבודה הכללי אינו מתגמל עליו (למשל שליטה בשפת תכנות פנימית שנמצאת בשימוש רק במחשבי החברה המסוימת), והון אנושי כללי – כזה שחברות רבות מסוגלות להשתמש בו, ולכן שוק העבודה מתגמל עליו (למשל שליטה בשפת תכנות נפוצה).⁶² התאוריה מנבאת כי מעסיקים יעדיפו להשקיע בהון אנושי ספציפי של עובדיהם, שכן יהיה להם קל יחסית להחזיר את ההשקעה. השקעה כזו תגדיל את פרויט העובדת אבל לא תיצור עבודה פיתוי לעבור למעסיקים מתחרים. לעומת זאת לעובדות משתלם להשקיע בהון אנושי כללי שמייצר להן הזדמנויות תעסוקה מתגמלות יותר בתוך החברה ומחוצה לה.⁶³ הקושי של מעסיקים ללכוד את הרווח הכלכלי הצומח מהשקעה בהון אנושי כללי מייצר בעיה שהזדמנות בצידה, כמפורט להלן.

(א) החצנה חיובית וזליגה טכנולוגית

כאמור, השקעה בהון אנושי כללי מגדילה את עלות ההזדמנות של העובדת וחושפת את החברה לאפשרות שתעבור למתחרים לפני שהחברה תצליח להחזיר לעצמה את ההשקעה. מכיוון שכך, התמריץ להשקיע בהון אנושי כללי עלול להיות תת-אופטימלי.

השקעה במאמצי מחקר ופיתוח סובלת מחיסרון דומה. תוצר ההשקעה הוא במקרים רבים ידע בשיטות ייצור וטכנולוגיה (know how), שהוא בעל ערך גם לחברה שגילתה אותו וגם לחברות מתחרות.⁶⁴ על חלק מהקניין הרוחני של החברה ניתן להגן באמצעות פטנטים וסודות מסחר, ובכך

GARY S. BECKER, HUMAN CAPITAL: A THEORETICAL AND EMPIRICAL ANALYSIS, WITH SPECIAL REFERENCE TO EDUCATION (2d ed. 1975).

⁶¹ שם, בעמ' 16–37.

⁶² שם, בעמ' 19–26.

⁶³ מכיוון שכך, השקעה במחקר ובפיתוח עלולה לסבול מבעיית "המוצר הציבורי" – בעיה המאפיינת נכסים שמתאפיינים בחוסר בלעדיות בצריכה (non-excludable goods) ובחוסר יריבות (non-rivalrous goods). במילים אחרות, מהרגע שידע נוצר, אחרים יכולים להשתמש בו מבלי לגרוע מיכולתו של בעל הידע להשתמש בו בד בבד, ולבעל הידע אין יכולת לחסום את זליגת הידע לחלוטין ולכן קיים תמריץ לרכיבה חופשית. לעיון בהשלכות של בעיה זו על חברות הזנק ואזורי חדשנות, ראו, Yifat Aran, *Beyond Covenants Not to Compete*.

⁶⁴

למנוע את השימוש בו בידי מתחרים ו"לנעול" אותו בחברה. אולם דיני הקניין הרוחני אינם מכסים את כל הידע שנוצר מהשקעה במחקר ופיתוח. חלק ניכר מהידע שנוצר הופך שלוב ומשוקע בהון האנושי של היזמים ושל העובדים שפיתחו אותו או נחשפו אליו והם רשאים להשתמש בו כרצונם.⁶⁵ לפיכך השקעה במחקר ופיתוח מגדילה את ההון האנושי הכללי של היזמים ושל העובדים ועלולה ליצור להם תמריץ לעזוב את החברה.⁶⁶ אם יבחרו לעזוב, השקעת החברה בהון האנושי שלהם תאבד, והקניין הרוחני של החברה עלול "לזלוג" (spillover) למתחרים.⁶⁷ בעקבות זליגה טכנולוגית שכזו, התועלת הכלכלית לחברה המשקיעה במחקר ופיתוח מעטה מהתועלת המשקית, ולכן נוצר חשש שההשקעה תהיה מעטה מהרמה האופטימלית בראייה כוללת.⁶⁸

עם זאת לצד הראייה הקודרת של בעיית הזליגה הטכנולוגית כמכשול בפני השקעה אופטימלית במחקר ופיתוח ובהון אנושי, תאוריות צמיחה מודרניות רואות בזליגה זו תופעה חיובית בעיקרה. מכיוון שחברות מייצרות ידע ללא תלות ביכולתן למנוע מאחרים את השימוש בו, ומכיוון שידע זה מועבר באופן דינמי בין חברות, הזליגה הטכנולוגית מגבירה את ההתמחות ואת התחכום של אזור החדשנות בכללותו.⁶⁹

Equilibrium in High-Tech Startup Labor Markets, 70 STAN. L. REV. 1235, 1253–1254 (2018) (להלן: *Aran, Beyond*).

⁶⁵ עניין פרומר, לעיל ה"ש 16, בפס' 27 לפסק דינו של השופט אדלר: "הכלל הבסיסי הוא, כי הידע והניסיון שרכש עובד בעבודתו הופכים לחלק מכישוריו והוא רשאי לעשות בהם שימוש כרצונו. כאשר עובד עובר לעבוד במקום עבודה חדש הוא אינו חייב 'למחוק' מזיכרונו את כל הידע והניסיון שצבר בעבודתו הקודמת; זאת, כל עוד העובד לא עושה שימוש ב'סוד מסחרי' השייך למעסיקו הקודם".

⁶⁶ Manuel A. Utset, *Reciprocal Fairness, Strategic Behavior & Venture Survival: A Theory of Venture Capital-Financed Firms*, 2002 WIS. L. REV. 45, 57.

⁶⁷ Robert J. Barro & Xavier Sala-i-Martin, *Public Finance in Models of Economic Growth*, 59 REV. ECON. STUD. 645, 655 (1992).

⁶⁸ Kenneth J. Arrow, *The Economic Implications of Learning by Doing*, 29 REV. ECON. STUD. 155, 168 (1962); Paul M. Romer, *Endogenous Technological Change*, 98 J. POL. ECON. S71, S96 (1990).

⁶⁹ Paul M. Romer, *Increasing Returns and Long-Run Growth*, 94 J. POL. ECON. 1002, 1003 (1986) (אשר מציין את ההחצנה החיובית של יצירת ידע בחברה אחת על יכולות הייצור של חברות אחרות מכיוון שלא ניתן לרשום פטנט על ידע או לשמור אותו לגמרי בסוד). לניתוח ההשלכות המשפטיות של התפנית התאורטית, ראו ORLY LOBEL, TALENT WANTS TO BE FREE: WHY WE SHOULD LEARN TO LOVE LEAKS, Alan Hyde, *Should Noncompetes Be Enforced?*, 33 REGULATION 6, 7–8 (2013).

בהקשר של חברות הזנק האתגר וההזדמנות מתחדדים. משקיעים עלולים להירתע מלהשקיע בחברה שיש לה מעט מאוד נכסים מוחשיים, שהקניין הרוחני שלה כפוף להגנה חלקית בלבד, ושהנכס העיקרי שלה הוא הון אנושי שעלול לעבור לחברות מתחרות. עם זאת התרבות הארגונית שהתפתחה בתעשיית הון הסיכון מראשית ימיה בחרה להדגיש את ההזדמנות על פני הסיכון. הבחירה האמורה קשורה בערש תעשיית הון הסיכון, במדינת קליפורניה, אשר חוקי העבודה שלה שוללים אכיפה של הסכמים האוסרים על עובדים להתחרות במעסיקיהם לשעבר.⁷⁰ בשל יחסה

⁷⁰ לפי מסורת המשפט המקובל, תניות איסור תחרות, המונעות מעובד להתחרות במעסיקו לאחר סיום יחסי העבודה, אכיפות כל עוד הן מגינות על אינטרס לגיטימי של המעסיק (כגון השקעה שביצע בהון אנושי), ובתנאי שהגבלת חופש העיסוק מידתית מבחינת האזור הגאוגרפי, פרק הזמן ותחום העיסוק. ראו עניין פרומר, לעיל ה"ש 16, בפס' 12 לפסק דינו של השופט אדלר. הרציונל לאכיפת הסכמי איסור תחרות ברור בשל בעיית ההחצנה החיובית שהוזכרה לעיל – באמצעות החתמת עובדים על הסכמים אלו חברות יכולות להתגבר על התמריץ החסר להשקעה בהון אנושי ובמחקר ופיתוח, כיוון שקיימת לחברה ערובה שהעובד יישאר לאחר השאת הונו האנושי. אולם הסכמי איסור תחרות הם פתרון "כוזבני" במיוחד: הם סובלים מתחולת יתר (false positive error) כיוון שהם מונעים תחרות גם במצבים שבהם תחרות היא השימוש היעיל ביותר בהונו האנושי של העובד (למשל כאשר המעסיק הוא חברה כושלת, או בחלק מאזורי השיפוט – כאשר המעסיק הוא שפיטר את העובד). ראו LOBEL, לעיל ה"ש 69, בעמ' 49 – 75. הסכמי איסור תחרות נתפסו לאורך שנים כ"רע הכרחי" שבלעדיו לא ניתן לפתור את בעיית התמריץ החסר להשקעה במאמצי מחקר ופיתוח. אולם תפיסה זו התערערה כאשר חוקרים שמו לב לתופעה מרתקת. בקליפורניה, בשל צירוף נסיבות היסטוריות, בשונה ממדינות אחרות, הסכמי איסור תחרות אינם אכיפים גם כאשר הם "סבירים" מבחינת משך הזמן, התיחום הגאוגרפי וכיוצא בזה. לכאורה, קליפורניה הייתה צריכה להפוך בשל כך לאזור של שממה טכנולוגית, אולם ההפך הוא הנכון – בקליפורניה התפתח אזור החדשנות הגדול והחשוב בעולם. הספרות שחקרה את הזינוק המטאורי של עמק הסיליקון במהלך המחצית השנייה של המאה העשרים הצביעה דווקא על סיובה של קליפורניה לאכוף הסכמי איסור תחרות כגורם מרכזי שמסביר את הצלחת האזור. ראו Ronald J. Gilson, *The Legal Infrastructure of High Technology Industrial Districts: Silicon Valley, Route 128, and Covenants Not to Compete*, 74 N.Y.U. L. REV. 575, 603 (1999). ההסבר מבוסס על קיומה של בעיית פעולה קולקטיבית שבה למעסיקים בכללותם מוטב לפעול בסביבה המתאפיינת בשוק עבודה יעיל. חופש תנועה של עובדים בין חברות מאפשר לאזור החדשנות להשתכלל ולהתפתח במהירות בשל לימוד הדדי בין חברות והפיכת האזור למוקד משיכה לעובדים חדשים ולמעסיקים חדשים (בתהליך היוון חוזר המכונה אגלומרציה – התקבצות מרחבית). עם זאת לכל מעסיק יש תמריץ ליהנות מזליגה של קניין רוחני מחברות מתחרות בזמן שהוא עצמו מונע מעובדיו את האפשרות לעבור למתחרה באמצעות שימוש בהסכמי איסור תחרות. הסירוב הגורף של קליפורניה לאכוף הסכמי איסור תחרות פותר את בעיית הפעולה הקולקטיבית, כיוון שכל המעסיקים מנועים מלדכא תחרות מצד עובדיהם. ההנחה המובלעת בגישה זו היא שלאורך זמן הרווח לחברות בזכות שוק עבודה יעיל, אגלומרציה ובייחוד זליגה טכנולוגית גדול מההפסד בגין בעיית ההחצנה החיובית. על בסיס התובנה האמורה התפתחה תאוריה עדכנית הרואה בהסכמי איסור תחרות גורם שפוגע בחדשנות ובצמיחה כלכלית וטכנולוגית. תאוריה זו הפכה לדומיננטית ביותר בשנים האחרונות, ובעקבותיה מדינות רבות בארצות הברית ובעולם פועלות לבטל לחלוטין או לצמצם מאוד את קשת המקרים שבהם הסכמי איסור תחרות ייאכפו. ראו Aran, *Beyond*, לעיל ה"ש 64.

המיוחד של מדינת קליפורניה להסכמי איסור תחרות, משקיעי הון הסיכון בקליפורניה נאלצו להסתמך על אמצעים אחרים כדי להבטיח את נאמנות היזמים והעובדים לחברה.⁷¹ כמפורט להלן, החיבור בין הון אנושי להון פיננסי במסגרת חברות הזנק מבוסס על יצירת אמון באמצעות מערכת מורכבת של מקלות וגזרים. סקרנו לעיל את מערכת ההגנות שמאפיינת השקעות הון סיכון (השקעה מדורגת, מניות בכורה המירות בעלות זכות עדיפות בפירוק, הגבלות על מכירת מניות על ידי היזמים, הגנות מפני דילול, ייצוג בדירקטוריון ועוד). ליד ההגנות ואמצעי הבקרה שבהם אוזנים משקיעי הון הסיכון, קיימת מערכת מקבילה של תמריצים שנועדו לשמר את ההון האנושי בתוך החברה ולהתמודד עם בעיית ההחצנה החיובית של השקעות במחקר ופיתוח, כמפורט להלן.

(ב) תגמול הוני – מתמריץ להשאת רווחים לאמצעי גיוס ושימור הון אנושי

בחברות טכנולוגיה כיום מקובל שסדר גודל של עשרה עד עשרים אחוזים מההון מוחזק בידי עובדים מן השורה.⁷² אולם עד לסוף המאה העשרים היה מקובל שתגמול במניות ובאופציות הוא מנת חלקם של מנהלים בכירים בלבד.⁷³ ההתפתחות הזו היא פועל יוצא של מעבר משימוש בתגמול הוני כתמריץ שנועד לעודד מנהלים להשיא את רווחי בעלי המניות, לשימוש אסטרטגי בתגמול הוני כאמצעי לגיוס ושימור הון אנושי.⁷⁴

⁷¹ ראו שם, בעמ' 1261–1263. כן ראו Richard A. Booth, *Give Me Equity or Give Me Death – The Role of Competition and Compensation in Silicon Valley*, 1 ENTREPRENEURIAL BUS. L.J. 265, 271 (2006).

⁷² ראו למשל Adley Bowden, *How Big Should an Employee Option Pool Be?*, PITCHBOOK (Oct. 31, 2016), <https://bit.ly/377rekY>; Anat Alon-Beck, *Unicorn Stock Options- Golden Goose or Trojan Horse*, 2019 COLUM. BUS. L. REV. 107, 124.

⁷³ JOSEPH BLASI ET AL., IN THE COMPANY OF OWNERS: THE TRUTH ABOUT STOCK OPTIONS (AND WHY EVERY EMPLOYEE SHOULD HAVE THEM) 8–11 (2003).

⁷⁴ קיימת ספרות ענפה העוסקת בשאלה מדוע חברות מעניקות אופציות לעובדים מן השורה אף שאותם עובדים (בשונה ממנהלים בכירים) אינם יכולים להשפיע על ביצועי המניה. הספרות מעלה שבחברות גדולות התועלת השולית לעובד בעל אופציה בגין הגדלת הפרודוקטיביות שלו היא זניחה, ולכן נוצרת בעיית נוסע חופשי. הענקת אופציות לעובדים מן השורה אינה מתיישבת אפוא עם רציונל של תמריץ להשאת רווחים. כמו כן, אותו נייר ערך יהיה שווה יותר למשקיע שבכוחו לגדר את הסיכון ולגוון את ההשקעה, מאשר לעובד שאינו מסוגל לעשות כן. לכן, לכאורה, יעיל יותר לחברות להציע ניירות ערך למשקיעים ולשלם לעובדים במזומן. הספרות מצביעה על סיבות אחרות לשימוש הנרחב של חברות טכנולוגיה באופציות עובדים, ובכללן אופן ההצגה של עלות העבודה בדוחות הכספיים (יצירת אשליה של עלות עבודה נמוכה יותר כיוון שלא כל המשקיעים מביאים בחשבון את דילול בעלי המניות בעקבות מימושי אופציות עובדים), מיון של עובדים (קריצה לעובדים אוהבי סיכון המאמינים בעתיד החברה), תמריצי מס

שורשי התפנית נעוצים בשנת 1957 – רגע ההולדה של תעשיית הון הסיכון וראשית המהפכה הדיגיטלית.⁷⁵ באותה שנה החליטו שמונה עובדים צעירים בחברת "שוקלי סמיקונדקטורס" (Shockley Semiconductor Labs) לעזוב את המנהל הרודן שלהם, חתן פרס נובל לפיזיקה ויליאם ברדפורד שוקלי, ולהקים חברה מתחרה. למזלם של "שמונת הבוגדים" (כפי שכונו בפי שוקלי), שוקלי בחר להקים את החברה שלו דווקא בקליפורניה, שבה כאמור הסכמי איסור תחרות אינם אכיפים.⁷⁶ בעזרתו של מי שנחשב לאבי תעשיית הון הסיכון, הבנקאי ארתור רוק (Arthur Rock),⁷⁷ הצליחה הקבוצה לגייס הון מקבוצת פיירצ'ילד קאמרה אנד אינסטרומנט (Fairchild Camera & Instrument), ולחברה המממנת נשמרה אופצייה לקנות מהיזמים את מלוא מניות החברה החדשה, חברת פיירצ'ילד סמיקונדקטור (Fairchild Semiconductor), אם הדברים יסתדרו לטובה.

חיש מהר הפכה פיירצ'ילד סמיקונדקטור למוכילה בתחומה, וכעבור שנתיים מימשה חברת האם את האופצייה שלה ורכשה את מניות המייסדים. בעקבות הרכישה התעשרו היזמים בן לילה, אך הם גם איבדו את הבעלות בחברה שאותה ייסדו והצמיחו. בשנים שלאחר הרכישה החלה חברת פיירצ'ילד סמיקונדקטור "לדמם" כישרון. עובדים ויזמים עברו לחברות מתחרות שמשכו

(מס רווחי הון נמוך יותר מאשר מס הכנסה), והסיבות המרכזיות – גיוס ושימור הון אנושי. ראו בהקשר זה Brian J. Hall & Kevin J. Murphy, *The Trouble with Stock Options*, 17(3) J. ECON. PERS. 49, 50 (2003) (מראים שאופציות עובדים, בשונה מתגמול מנהלים, אינן יכולות לשמש "תמריץ" ומגיעים למסקנה שהסיבות העיקריות לשימוש הרווח בהן נעוצות בהנמכת העלות הנחזית של העבודה ובשיקולי מס); Jeffrey Hales, Laura W. Wang, & Michael G. Williamson, *Selection Benefits of Stock-Based Compensation for the Rank-and-File*, 90 ACCT. REV. 1497 (2015) (אופציות יוצרות אפקט ממיין לעובדים פוטנציאליים). ראו גם Paul Oyer, *Why Do Firms Use Incentives That Have No Incentive Effects?*, 59 J. FIN. 1619 (2004) (אופציות קושרות מראש בין עלות ההזדמנות של העובד לבין התגמול שלו כיוון שקיימת קורלציה בין שווי המניה של החברה לבין הביקוש להון האנושי של עובדיה. בשוק יורד – האופצייה ממילא אינה עולה לחברה דבר); Paul Oyer & Scott Schaefer, *Why do Some Firms Give Stock Options to All Employees?: An Empirical Examination of Alternative Theories*, 76 J. FIN. ECON. 99 (2005) (נתוני תגמול אינם מתיישבים עם רציונל של מתן תמריץ ולעומת זאת כן מתיישבים עם מיון הון אנושי ושימור); Daniel Bias, *Illiquid Equity, Labor Mobility, and Talent Allocation* 3 (Swed. House Fin. Research Paper No. 21–27, 2021), <https://bit.ly/3vz2wn4> (עובדי חברות הזנק המחזיקים בניירות ערך לא סחירים ניידים פחות; הסיכויים שעובד יעזוב חברה גדלים ביותר מ-42 אחרי אירוע נזילות לעומת עובד מקביל בחברה דומה שלא חוותה אירוע נזילות).

Aran, *Beyond*, לעיל ה"ש 64, בעמ' 1241.

שם, בעמ' 1241–1244.

Sebastian Mallaby, *Behind the 'Power Law': How a Forgotten Venture Capitalist Kick-Started Silicon Valley*, WASHINGTON POST (Jan. 27, 2022), <https://wapo.st/3LA3u85>

אותם אליהן, בין היתר באמצעות מענקי אופציות נדיבים. חלק מהיזמים שהמשיכו בינתיים לעבוד עבור החברה ניסו לשכנע את הנהלת חברת האם, פיירצ'ילד קאמרה אנד אינסטרומנט, לאפשר להם לתגמל עובדים מן השורה באופציות, אולם הם נתקלו בסירוב עיקש. פיירצ'ילד קאמרה אנד אינסטרומנט התאפיינה בתרבות ארגונית הייררכית כמקובל בחברות הטכנולוגיה של החוף המזרחי של אותם הימים, ומנהליה האמינו כי מענקי אופציות צריכים להיות מנת חלקם של מנהלים בלבד. בסופו של דבר, בשנת 1968 עזבו שני "הבוגדים" האחרונים – רוברט נויס, ששימש מנכ"ל בפועל, וגורדון מור, ראש חטיבת המחקר והפיתוח – את פיירצ'ילד סמיקונדקטורס על מנת להקים חברה מתחרה שלימים זכתה לשם אינטל. נויס ומור החליטו להעניק בחברה החדשה שהקימו אופציות לכל עובדי המחקר והפיתוח.⁷⁸ מאינטל מבנה הבעלות הייחודי התגלגל הלאה והפך לסטנדרט לחברות הזנק בעמק הסיליקון. תגמול באופציות אפשר לחברות מעמק הסיליקון לגייס ולשמר עובדים מוכשרים בלי לרושש את קופתן הצנועה. מעמק הסיליקון התגלגל המודל של השתתפות עובדים בהון לחברות מגובות הון סיכון ברחבי העולם. פרישתם של שמונת הבוגדים הפכה לרגע המכונן של תעשיית הון הסיכון ושל עמק הסיליקון מכיוון שהיא קראה תיגר על נורמות חברתיות ועסקיות שהיו מקובלות בחברות טכנולוגיה עד אז. היא החליפה יציבות ודבקות במקום עבודה אחד למשך קריירה שלמה במודל חדש ודינמי שבמרכזו שיתוף פעולה בין הון וכישרון.⁷⁹ למן אותו רגע מכונן בסוף שנות החמישים של המאה הקודמת, אין-ספור צוותים של מהנדסים ומהנדסות מוכשרים בעלי רעיונות מהפכניים קיבלו לגיטימציה לפרוש ממקום עבודתם, להקים חברות מתחרות (spin outs), להגשים חלומות ודרך להפוך את עצמם ואת משקיעיהם לעשירים כקורח. המעבר משוק עבודה המתאפיין בנאמנות למקום העבודה לשוק עבודה המתאפיין במוביליות, זרימה חופשית של כישרון ותחרות על הון אנושי היא שביסוד הצמיחה המטאורית של עמק הסיליקון לאורך המחצית השנייה של המאה העשרים.⁸⁰ כך, הון סיכון הפך לגורם המשחרר והמדרבן של הכישרון הטכנולוגי. לשימוש של חברות הזנק באופציות ובמניות לקשירת ההון האנושי לחברה יש אפקט סלקטיבי שמטיב עם אזור החדשנות בכללותו: התמריץ ידכא תחרות מצד עובדים של חברות

78 BLASI, לעיל ה"ש 73.

79 ראו למשל Mallaby, לעיל ה"ש 77; Aran, *Beyond*, לעיל ה"ש 64, בעמ' 1260–1263.

80 ראו REID HOFFMAN, BEN CASNOCHA, & CHRIS YEH, *THE ALLIANCE: MANAGING TALENT* (2014) 6, LOBEL; IN THE NETWORKED AGE 69, לעיל ה"ש 69; Stone, לעיל ה"ש 13, בעמ' 473, 475–479.

המצויות בצמיחה, אולם הוא לא יפגע בניידות של עובדי חברות שאינן בצמיחה (כיוון שהאופציות של אותם עובדים יהיו חסרות ערך ולא יספקו תמריץ להישאר בחברה). משמוצו הזדמנויות הצמיחה של החברה, ממילא לא יהיה לאופציות אפקט מעכב, וההון האנושי של החברה יהיה חופשי לעבור לחברות מתחרות.⁸¹ כך שימוש בתגמול הוני מאפשר להשיג מטרות שעל פני הדברים נראות מנוגדות זו לזו: הוא מתמרץ השקעה במחקר ופיתוח ובהון אנושי, אבל אינו פוגע ביעילות שוק העבודה וביכולת אזור החדשנות ליהנות מזליגה טכנולוגית בין חברות (בשונה מהסכמי איסור תחרות).

עבור קרן הון סיכון שמשקיעה במגוון רב של חברות הזנק, כאשר הנחת המוצא היא כי רובן לא יהפכו לחברות מצליחות, שימוש באופציות יעיל משימוש בהסכמי איסור תחרות. הסכמי איסור תחרות יהיו כרוכים בתשלום פרמיה לעובדים גם במקרים שבהם מאמצי המחקר והפיתוח בחברה לא יובילו ליצירת ערך כלכלי רב שיש למשקיע עניין להגן עליו.⁸² לעומת זאת אופציות יהפכו לבעלות ערך רק כאשר החברה מצליחה ונוצר בה קניין רוחני טעון הגנה. מלבד זאת, מרבית העובדים אינם מממשים את האופציות שלהם – חלקם שוכחים, חלקם עוזבים בטרם הבשלת המענק, ולחלקם אין מספיק משאבים על מנת לשלם את מחיר המימוש וחייב המס שלעיתים כרוך במימוש האופציות.⁸³

חשוב מזה, מכיוון שקרנות הון סיכון הן שחקניות חוזרות, שימוש בהסכמי איסור תחרות פוגע בהן בטווח הארוך, בשל השפעתו השלילית על הזדמנויות השקעה בדור החדש של החברות שעתידי לקום לאחר הצלחתה או כישלונה של החברה הראשונה. אין פלא אפוא כי קרנות הון סיכון בעמק הסיליקון, בהובלת אבי התעשייה ארת'ור רוק, דחפו את חברות הפורטפוליו שלהן לאמץ תוכניות תגמול הוניות ובכך תרמו לאימוץ נרחב של המודל.⁸⁴ בארץ, למרבה הצער, אף

⁸¹ Aran, *Beyond*, לעיל ה"ש 64, בעמ' 1266.

⁸² לא כל העובדים מצליחים לנהל משא ומתן בטרם חתימה על הסכמי איסור תחרות, אולם אלו שכן (כיוון שהם יודעים על קיומה של תניית איסור התחרות לפני קבלת הצעת העבודה ויש להם הצעות עבודה מתחרות), בדרך כלל מקבלים פרמיה בתמורה להגבלת חופש העיסוק שלהם. ראו, Evan Starr, James J. Prescott, and Norman Bishara, *Noncompetes in the US Labor Force*, 64(1) J.L. & ECON. 53 (2021).

⁸³ על פי פרסומי חברות המתמחות בתחום 70%–80% מהאופציות הבשלות אינן ממומשות בידי עובדי חברות ההזנק. ראו *Why Employees Don't Exercise Stock Options – And What Companies Can Do to Help*, CARTA (Dec. 1, 2020), <https://bit.ly/3s5aaDh>; *Startup Equity Report: The State of Help*, SECfi (Dec. 16, 2020), <https://secfi.com/learn/2020>. *Stock Options 2020*, SECfi (Dec. 16, 2020), <https://secfi.com/learn/2020>. בארצות הברית שיקולי המס משחקים תפקיד גדול מבישראל, ראו להלן ה"ש 91 והטקסט הנלווה לה.

⁸⁴ Aran, *Beyond*, לעיל ה"ש 64, בעמ' 1273–1274.

שבתי המשפט צמצמו מאוד את קשת המקרים שבהם הסכמי איסור תחרות הם אכיפים,⁸⁵ חברות הזנק עדיין משתמשות בהם על מנת להרתיע עובדים מלעזוב לטובת הזדמנויות מבטיחות יותר. לכן בארץ, בשונה מעמק הסיליקון, השימוש בתגמול הוני אינו מחליף אלא מתווסף להסכמי איסור תחרות שתוקפם המשפטי לעיתים קרובות אינו מובהק.⁸⁶

לסיכום חלק זה, הענקת אופציות לעובדים היא רכיב משלים להגנות המוענקות למשקיעי הון סיכון אשר התפתח כמענה לבעיית ההחזנה החיובית של השקעות במחקר ופיתוח. תגמול הוני בחברות הזנק הוא מרכיב בתוך תרבות ארגונית ייחודית שביסודה חירות של עובדי טכנולוגיה לעבוד בעבור איזו חברה שימצאו לנכון, ובעקבות זאת שותפות מרצון בין משקיעי הון סיכון ומשקיעי הון אנושי המבוססת על תועלת הדדית וראייה ארוכת טווח. במרבית המקרים לא יצמח ליזמים ולעובדים הון גדול מהתגמול ההוני שלהם (שכן רוב החברות נמכרות בסכומים נמוכים יחסית, ומרבית התמורה זורמת לידי המשקיעים האוחזים במניות בכורה), אולם במקרים החריגים שבהם חברה מצליחה מאוד, התוצאה יכולה להיות התעשרות דרמטית של היזמים ושל העובדים שהצטרפו לחברה בתחילת דרכה. אותם עובדים ויזמים לעיתים קרובות הפוכים ליזמים ולמשקיעים בדור חדש של חברות טכנולוגיה וכך העושר שנוצר עם הצלחת החברה הראשונה תורם להמשך צמיחת והתחדשות אזור החדשנות כמו בגלגל תנופה (flywheel effect).

(ג) מניות ואופציות

התוכניות שבמסגרתן מוצעים ניירות ערך לעובדים נקראות תוכניות הטבה הוניות, אך בפועל אין מדובר בהטבה גרידא אלא באפשרות להשקיע הון אנושי בניירות ערך של המעסיק – הבעלות בניירות הערך נקנית באמצעות עבודה במקום באמצעות כסף מזומן.⁸⁷ היזמים (ובאמצעות הברית, לעיתים, גם העובדים הראשונים שמצטרפים לחברה בעת הקמתה) בדרך כלל מקבלים ניירות ערך מסוג מניות רגילות. כאשר החברה מתחילה לגייס הון ממשקיעים ומגייסת עובדים, האמצעי הנפוץ ביותר לתגמול הוא אופציות לרכישת מניות רגילות (stock options). באמצעות הברית

⁸⁵ ראו עניין פרומר, לעיל ה"ש 16; ע"א 6601/96 AES System Inc. נ' סער, פ"ד נד(3), 850 (2000).

⁸⁶ ראו למשל חן מענית "חוטפים עובדים בהייטק: גבולות החוק של משחקי הפיתוי" גלובס (31.1.2018) <https://bit.ly/38HTxqk>. האמור מבוסס גם על שיחות עם עורכי דין מומחים בתחום ובחינה של הסכמי עבודה סטנדרטיים בחברות הזנק ישראליות.

⁸⁷ Yifat Aran, *Making Disclosure Work for Start-up Employees*, 2019 COLUM. BUS. L. REV. 867, 874 (להלן: Aran, *Making Disclosure*).

מקובל שחברות המגיעות לשלבי צמיחה מתקדמים ולשווי מניה גבוה עוברות מתגמול באמצעות אופציות לתגמול באמצעות מניות חסומות (restricted stock units) או מאפשרות לעובדים לבחור בין אופציות למניות חסומות.⁸⁸ בישראל, בשל גמישות רבה יותר של כללי המיסוי, מקובל שעובדים מקבלים אופציות בלבד.⁸⁹

האופציה מקנה לבעליה את הזכות, אך לא את החובה, לקנות מניות רגילות של החברה במחיר שנקבע מראש ("מחיר המימוש") ובתוך פרק זמן מוגבל. מחיר המימוש נקבע בארצות הברית על פי שווי המניה ביום שבו ניתן מענק האופציות (מצב זה מכונה הענקה "בכסף").⁹⁰ בארץ מחיר המימוש יכול להיות נמוך יותר עד כדי אפסי (מצב זה מכונה הענקה "בתוך הכסף").⁹¹ אם במועד המימוש של האופציה עלה מחיר המניה בשוק ביחס למחיר המימוש, העובדת תרוויח את ההפרש. אם מחיר המניה לא עלה, כלומר נשאר זהה או ירד ביחס למחיר המימוש, האופציה תהיה "מחוץ לכסף", והעובדת תימנע מלממש אותה. כך, אופציות קושרות בין התמריץ לעובדת להמשיך את עבודתה בחברה לבין השינוי בשווי מניות החברה לאחר הצטרפותה לחברה (צמיחה ניכרת בשווי – תמריץ חזק להישאר; דשדוש או ירידה בשווי – תמריץ לעזוב).

(1) "לוח הבשלה" ו"הבשלה הפוכה"

מכיוון שבעלות יזמים ועובדים בהון נעשית בתמורה להשקעה של הון אנושי בחברה ומתוך מטרה לתמרץ את היזמים ואת העובדים להמשיך לעבוד עבור החברה, הבעלות בניירות הערך מוקנית בהדרגה בהתאם ללוח הבשלה (vesting schedule). לוח ההבשלה קושר בין שיעור הבעלות בניירות הערך לבין משך העבודה של העובדת או היזמת בחברה. הלוח המקובל בתעשייה הוא

יחידת מניה חסומה שונה מאופציה, בין היתר בכך שאין צורך בפעולת מימוש על מנת לזכות בבעלות במניה.
כללי המיסוי בישראל אינם מחייבים את החברות להעניק את האופציות עם מחיר מימוש השווה לשווי מניה רגילה במועד הענקת המענק, בשונה מהכללים בארצות הברית. ראו להלן ה"ש 91 והטקסט הנלווה לה. כן ראו JOTHAM S. STEIN, EXECUTIVE EMPLOYMENT LAW: PROTECTING EXECUTIVES, ENTREPRENEURS AND EMPLOYEES § 7.04 (2021): "Almost all employee stock options granted with exercise prices below fair market value will trigger § 409A's onerous taxation requirements, including an additional 20 percent excise tax and interest and penalties".

שם.

גבי ויסמן ולי-יה ברק אבדי "מה שווה יותר: אופציות בישראל או אופציות בארצות הברית?" *Geektime* <https://bit.ly/3s4Iz57> (4.9.2017).

בן ארבע שנים, כאשר רבע מהמענק מבשיל רק כעבור שנה (מועד זה נקרא cliff), ולאחר מכן חלק פרופורציונלי מהמענק מבשיל מדי חודש או רבעון.⁹²

אשר ליזמים מקובל הסדר דומה אך בעל לוח זמנים קצר יותר, שהוא תמונת ראי. היזמים מלכתחילה מחזיקים במלוא המניות שהוקצו להם, אולם לחברה מוקנית בשנים או בחודשים שלאחר סבב ההשקעה המשמעותי הראשון, זכות לרכוש מהיזמים את מניותיהם בחזרה אם לא המשיכו לעבוד עבור החברה (הסדר זה נקרא הבשלה הפוכה – reverse vesting).⁹³ בארץ, זכות הרכישה בחזרה היא ללא תמורה ליזמת כנגד נטילת מניותיה,⁹⁴ ובארצות אחרות מקובלים הסדרים דומים במחיר שוק או במחיר ששולם עבור המניות במקור.⁹⁵

ניירות ערך שנותרו בידי יזמת או עובדת שעזבה את החברה ואינה תורמת עוד לצמיחתה, מכונים "הון מת" (dead equity). "הון מת" נחשב לאבן ריחיים על צווארה של חברת הזנק מכמה סיבות: ראשית, הוא עלול ליצור טינה ולפגום בתמריצים של היזמים שנותרו בחברה להשיא את שווי החברה לאורך זמן.⁹⁶ עם הזמן מניות היזמים מדוללות בעת גיוסי הון ממשקיעים, והחשש הוא שבתוספת ההון המת התמריץ המדולל ליזמים שנותרו לא יצדיק את המאמץ הרב שכרוך בהובלת החברה; שנית, הון מת מפחית את כמות המניות הזמינה לצורך גיוסי הון ממשקיעים ולצורך תגמול עובדים, ולפיכך הוא עלול לחבל בסיכויי החברה להתחרות על הון אנושי ופיננסי שלהם היא זקוקה כדי לשרוד; לבסוף, הון מת יוצר אי-ודאות בנוגע לאופן ההצבעה של בעלי המניות השונים בעתיד. אם קיים "דם רע" בין הצדדים, מייסדת לשעבר עם כוח הצבעה רב עלולה לחבל בפעילות העסקית. כדי להימנע מצבירת הון מת, היזמים לרוב יסדירו את לוח

⁹² Aran, *Beyond*, לעיל ה"ש 64, בעמ' 1264.

⁹³ DAVID S. ROSE, *THE STARTUP CHECKLIST: 25 STEPS TO A SCALABLE, HIGH-GROWTH BUSINESS* 280 (2016); Ehud Kamar, Ayal Shenhav, and Shay Yanovsky, *Start-Up Law in Israel*, in *START-UP LAW* 152, 164 (Alexandra Andhov & Pedro Telles eds., 2020).

⁹⁴ מכיוון שברוב המקרים, בתקופת ההבשלה החברה אינה רווחית, כלומר אינה עומדת בתנאי חלוקת דיורידנדים או רכישה עצמית של מניות, החברה אינה יכולה לרכוש את המניות שטרם הבשילו בתמורה. ראו ס' 302(א) לחוק החברות, התשנ"ט-1999.

⁹⁵ CONSTANCE E. BAGLEY & CRAIG E. DAUCHY, *THE ENTREPRENEUR'S GUIDE TO LAW AND STRATEGY* 101 (5th ed. 2018).

⁹⁶ ראו למשל Esther Barron & Darren Green, *Accidental Founders: The Race from Class Project to Start-Up*, 25 *STAN. J.L. BUS. & FIN.* 86, 109 (2020): "the creation of too much 'dead equity' at the outset (e.g., non-investment equity that is not in the hands of folks who will be adding meaningful value to the business) can result in misaligned incentives, resentment, investor concern, and other unpleasantness down the road"

ההבשלה ההפוכה במסגרת הסכם המייסדים, ואם לא יעשו כן, משקיעים מנוסים לרוב ידרשו מהם לאמץ הסדר הבשלה הפוכה כתנאי להשקעתם בחברה בהמשך. עבור לא מעט משקיעים הון מת רב הוא "דגל אדום" שפוסל השקעה בחברה.

נוסף על מענק האופציות או המניות הראשוני, חברות הזנק נוהגות להעניק לעובדים מענקי המשך המכונים מענקי "ריענון".⁹⁷ תכליתם של מענקים אלו לרענן את התמריץ להישאר ולעבוד עבור החברה אחרי שעוצמת התמריץ המקורי התעמעמה – אם מכיוון שלוח ההבשלה המקורי מתקרב לסיומו, אם בגלל ירידה של שווי המניות (ומכאן – שווי האופציות), ואם בגלל עליית ערכה של העובדת בשוק העבודה (גידול בעלות ההזדמנות ומכאן בפיתוי לעזוב). כמו המענק המקורי, גם מענקי ריענון מוענקים כפוף ללוח הבשלה. מענקי ריענון על פי רוב צנועים מהמענק שניתן בתחילת יחסי העבודה, אך ההסדרים הספציפיים בכל חברה תלויים בהקשר וביכולת המיקוח של הצדדים.⁹⁸

(2) מועד הפקיעה של האופציה

לוח ההבשלה ומענקי הריענון מספקים "גזרים" לעובדים – כלומר, המשך עבודה עבור החברה מוביל להגדלת נתח ההחזקות של העובד – ואילו מועד הפקיעה של האופציה הוא "מקל" שנועד לדכא עזיבה. אופציות עובדים שונות מאופציות שניתן לקנות בבורסה, בין היתר בכך שכל עוד יחסי העבודה נמשכים, מועד הפקיעה שלהן חל בעתיד הרחוק (בדרך כלל שבע או עשר שנים לאחר מועד ההענקה). משך החיים הארוך של האופציה הופך אותה לבעלת ערך רב יותר.⁹⁹ אולם משך חיים זה מתקצר כאשר יחסי העבודה באים לידי סיום. עם סיום יחסי העבודה העובדים צריכים להחליט בתוך תקופה קצרה (בדרך כלל 90 יום) אם לממש את האופציות או לוותר עליהן. מימוש האופציות עשוי להיות כרוך בהוצאה כספית מלווה בסיכון ניכר.¹⁰⁰ מניות חברות הזנק הן

⁹⁷ Aran, *Beyond*, לעיל ה"ש 64, בעמ' 1264.

⁹⁸ Jason Pressman, *Why Option Refresh Grants Are Essential for Startup Recruiting and Retention*, FORBES (Jul. 19, 2017), <https://bit.ly/3ya6i7U>.

⁹⁹ Fischer Black & Myron Scholes, *The Pricing of Options and Corporate Liabilities*, 81 J. POL. ECON. 637, 638 (1973).

¹⁰⁰ עלות המימוש של המענק עלולה להגיע לעשרות אלפי דולרים. בארצות הברית מתווסף למחיר המימוש גם תשלום מס חלופי מינימלי על "רווחי נייר" שנוצרים בשל עליית שווי המניה. בארץ בשל סעיף 102 לפקודת מס הכנסה [נוסח חדש] העובדים בדרך כלל אינם חשופים למיסוי עד לאירוע נזילות אם ניירות הערך הוקצו לנאמן. ראו יוסף גרוס "מיסוי הקצאת מניות ואופציות לעובדים" **רואה החשבון** לח(4) 243, 244–245 (1990).

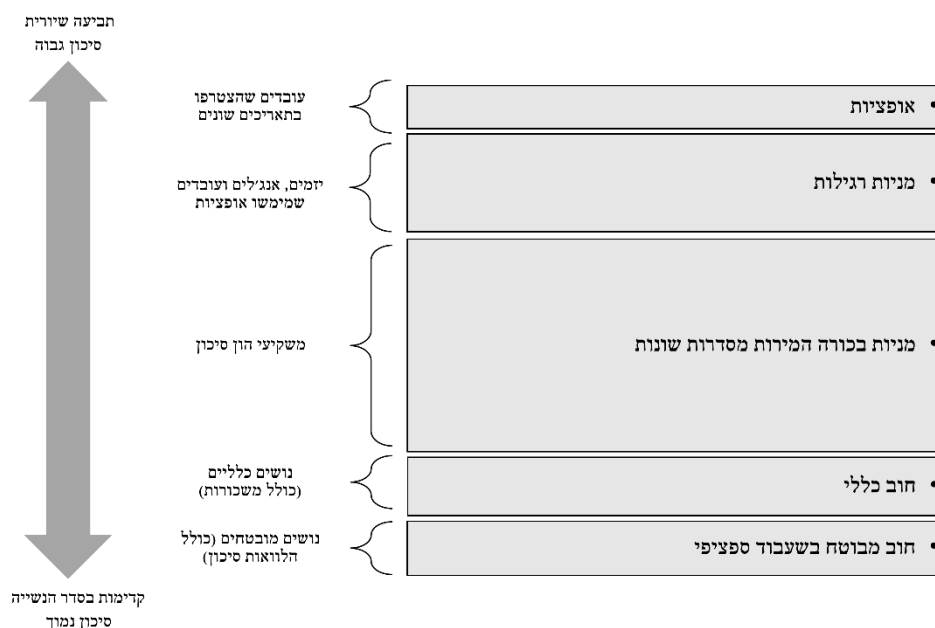
לא סחירות, ולכן העובדים אינם יכולים למכור אותן מייד לאחר המימוש, ועליהם לחכות עד שיתרחש אירוע נזילות (דוגמת רישום למסחר בבורסה, מכירת החברה או היתר נקודתי למכור מניות בשוק משני פרטי). בפרק הזמן שבין מימוש האופציה לאירוע הנזילות, שווי המניה יכול להימחק וההשקעה עלולה לרדת לטמיון. כיוון ששתי החלופות הניצבות בפני עובדים השוקלים התפטרות (מימוש האופציות ונטילת סיכון בהתאם, או ויתור על אופציות שאולי יתבררו בעתיד כבעלות ערך רב) אינן אטרקטיביות, המשך עבודה עבור החברה, לפחות עד לאירוע נזילות, הוא במקרים רבים האפשרות הטובה ביותר בנסיבות של עבודה עבור חברת הזנק פרטית מצליחה. לסיכום חלק זה, חברות הזנק נוהגות להגן על נכסי הליבה שלהן – הן אנושי וקניין רוחני – באמצעות שימוש בניירות ערך של החברה, ובייחוד הענקת מניות רגילות ליזמים והענקת אופציות לעובדים. ניירות ערך אלו מוענקים כפוף ללוח הבשלה (או הבשלה הפוכה) הקושר בין היקף הבעלות בחברה לבין משך העבודה עבורה. נוסף על המענק המקורי, חברות מתאימות את עוצמת התמריץ לעלות ההזדמנות של העובד או של היזם באמצעות "מענקי ריענון". לצד התמריץ החיובי המגולם במענק קיים גם אלמנט של תמריץ שלילי, שלא לעזוב את החברה, מכיוון שעזיבת החברה תוביל לקיצור משך החיים של האופציות ותכפה על העובדת להחליט אם לממש את המענק, כולו או חלקו, או לוותר עליו. כך, תגמול הוני, מצד אחד מעכב תחרות מצד עובדי חברות מצליחות, ומצד אחר מאפשר ניידות ותחרות מצד עובדי חברות בקשיים (אשר האופציות שלהם ממילא מחוץ לכסף). תגמול הוני תורם אפוא להקצאה יעילה של הון אנושי באזורי חדשנות.

3. השתקפות ההשקעות השונות במבנה ההון של חברות הזנק

ראינו לעיל כי מבנה ההון של חברות הזנק משקף איזון עדין בין הגורמים שחברו על מנת להקים אותן, ובעיקר היזמים והעובדים מצד אחד, ומשקיעי הון הסיכון מצד אחר. עובדים מקבלים משכורת שהיא זכות תביעה קצובה בעלת קדימות בפירוק, ולצידה תגמול באופציות לרכישת מניות רגילות כפוף לעמידה בתנאי הבשלה. בעת הקמת החברה מוקצות ליזמים מניות רגילות ללא תמורה או בתמורה להעברת קניין רוחני לבעלות החברה. מניות אלו יהיו כפופות בדרך כלל לזכות רכישה מחדש על ידי החברה אשר פוקעת בהדרגה כשהיזמת עובדת עבור החברה לאורך זמן. משקיעי הון סיכון מחזיקים במניות בכורה המירות המורכבות מזכות קצובה המאוחרת בסדר הנשייה לשכר העובדים וקודמת לתביעה השיורית של בעלי המניות הרגילות, ובצידה אופציה

להמיר את הזכות האמורה בתביעה שיוורית. התוצאה, כפי שממחיש **איור א** (להלן), היא מבנה הון רב-שכבתי המקנה תמהיל זכויות מסוגים שונים לספקי הון פיננסי והון אנושי, אשר סדר הנשייה במסגרתו שונה מהמבנה הסטנדרטי שלפיו התביעה השיוורית שייכת לבעלי המניות, ואילו העובדים הם נושים בעלי זכות קדימה חלקית בפירוק בלבד.

איור א. מבנה ההון של חברות הזנק



מבנה ההון של חברות הזנק משקף תלות הדדית בין ספקי התשומות השונות. נקודת שיווי המשקל שמאפשרת שיתוף פעולה בין המשקיעים ליזמים ולעובדים משתנה אפוא תדיר. מכיוון שחברות הזנק נזקקות באופן שוטף לגיוסי הון, ביצועים מאכזבים של החברה יובילו לגיוס בתנאים לא נוחים שידללו את שווי החזקות היזמים והעובדים ויגדילו את השווי הכספי של נתח החזקותיהם של בעלי מניות הבכורה.¹⁰¹ מנגד, פגיעה בשווי החזקות של היזמים ושל העובדים פוגמת

Steve Bochner, Amy Simmerman, and Becki DeGraw, *Navigating Down-Round* ¹⁰¹ *Financings*, HLS FORUM ON CORPORATE GOVERNANCE (May 12, 2020) (דנים בשיקולי שימור הון אנושי כאשר החברה מגייסת הון לפי הערכת שווי נמוכה מכפי שהוענקה לה בעבר).

בתמריץ שלהם לעבוד עבור החברה, ולכן מדי סבב גיוס חברות נוהגות לעדכן גם את תוכנית התמריצים ליזמים ולעובדי מפתח ולאתר נקודת שיווי משקל חדשה בין עלות ההון הפיננסי להון האנושי.¹⁰²

ניהול מבנה ההון מתבצע באמצעות "טבלת ההון" (cap table) של החברה. טבלת ההון מתעדת אילו ניירות ערך הנפיקה החברה ובידי מי הם מוחזקים, אילו זכויות צמודות לכל נייר ערך וכמה כסף הזרימו לחברה בעלי המניות השונים. על בסיס טבלת ההון, ניתן לקבוע את השווי היחסי של ניירות ערך שונים בהתחשב בהבדלי הזכויות ביניהם. הערכת שווי ניירות הערך השונים מתבצעת באמצעות ניתוח "מפל" (waterfall analysis). המודל מניח כי החברה נמכרת, ואחרי כיסוי חובות החברה עודפי הכספים מחולקים לפי סדר הקדימות – בעלי מניות הבכורה העדיפות ביותר מקבלים תשלום ראשונים, עד למיצוי זכויותיהם, וכן הלאה במורד סדר העדיפויות בפירוק, עד לתשלום היתרה (אם קיימת) לבעלי המניות הרגילות.

בתרחיש אופטימי האופציות, או לפחות חלקן, יהיו "בתוך הכסף" (כלומר מחיר המימוש שלהן יהיה נמוך משווי מניה רגילה), ולכן העובדים יממשו אותן, ירכשו מניות רגילות וישתתפו בחלוקה. בתרחיש אופטימיים במיוחד, כאשר ניתוח המפל מראה שבעלי מניות הבכורה ירוויחו יותר אם ימירו את התביעה הקצובה שלהם בתביעה שיווית, זכות ההמרה תיכנס לפעולה, וההבדלים בין מניות הבכורה למניות הרגילות ייעלמו – בעלי מניות הבכורה ובעלי המניות הרגילות יחלקו שווה בשווה על פי חלקם היחסי (pari passu). בדומה לזה, כאשר החברה בוחרת לעבור הנפקה ולהפוך לחברה ציבורית, ההבדלים בין סוגי המניות השונים נמחקים.

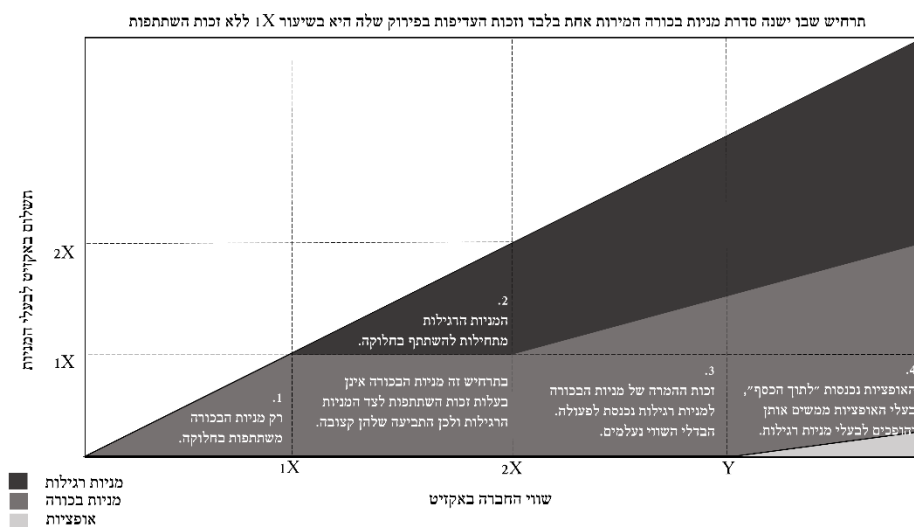
איור ב (להלן) מציג ניתוח מפל של חברה – לשם הפשטה, האיור מציג תרחיש שבו הון החברה נחלק שווה בשווה בין בעלי מניות רגילות לבעלי מניות בכורה. לחברה מניות בכורה מסוג אחד בלבד, וזכות העדיפות בפירוק של מניות אלו היא בשיעור $1X$ ללא זכויות נוספות כגון השתתפות או ריבית. ציר ה- X באיור מציג את ערך ה"אקזיט" של החברה, וציר ה- Y את התפלגות התשלום לסוגי המניות השונים. ניתן לראות כי בערכי אקזיט בשיעור $1X$ או פחות, כל הסכומים שייוותרו בקופת החברה יעברו לידי בעלי מניות הבכורה בלבד. בערכי אקזיט שבין $1X$ ו- $2X$ בעלי מניות הבכורה יקבלו את מלוא זכות העדיפות בפירוק שלהם, ולאחר מכן מה שייוותר

¹⁰² KUPOR, לעיל ה"ש 33, בעמ' 146: "this dance between two competing interests – properly incenting an entrepreneur and minimizing the dilution for other shareholders – is a carefully choreographed one that recurs many times throughout the life cycle of the company"

משפטים נג תשפ"ג

בקופה יחולק לבעלי המניות הרגילות. בערכי אקזיט של יותר מ- $2X$ ישתלם יותר לבעלי מניות הבכורה לוותר על הזכויות העודפות שלהם ולקבל תשלום כאילו היו מניותיהם מניות רגילות. בתרחיש כאמור, החל מערך Y , המייצג את ערך האקזיט המינימלי שבו מחיר מניה רגילה יהיה גבוה ממחיר המימוש של האופציה הזולה ביותר, גם האופציות המצויות בידי העובדים (כולן או חלקן) יהיו בעלות ערך, ולכן ישתלם לעובדים לממש אותן ולהפוך לבעלי מניות רגילות.

איור ב. הדגמת ניתוח "מפל" של תזרים מזומנים באקזיט



הפרק הבא יבאר כיצד המאפיינים המיוחדים של חברות הזנק מביאים ליצירת דינמיקה שונה במישור הממשל התאגידי לעומת חברות ציבוריות וחברות פרטיות "רגילות" (שאינן מגובות הון סיכון).

ב. לקראת תאוריה מאחדת לחברות הזנק

חוקרים רבים הציעו הסברים לפרקטיקות המימון והתגמול המקובלות בחברות הזנק מגובות הון סיכון. את ההסברים ניתן לחלק לשתי משפחות עיקריות: הסברים מבוססי בעיית הנציג והסברים מבוססי בעיית הייצור הקבוצתי. פרק זה יציג בקצרה את היישומים של שני המודלים העיקריים בתחום חברות ההזנק ויציע סינתזה בין הגישות.

1. בעיית הנציג

לפי הפרדיגמה של בעיית הנציג, בעיית היסוד של דיני התאגידים היא הפרדה בין בעלות ושליטה. כבר בשנת 1932 הצביעו אדולף ברלי וגרדינר מינס (Adolf Berle & Gardiner Means) על הבעיות המתעוררות בתאגיד הציבורי בשל בעלות מבוזרת.¹⁰³ הם טענו כי החברה סופגת עלויות הנובעות מקיומו של תמריץ להנהלה לקבל החלטות שישירותו את טובתם האישית של המנהלים על חשבון בעלי המניות.¹⁰⁴ בהמשך פיתחו ג'נסן ומקלינג (Jensen & Meckling) במאמר קנוני משנת 1976 מודל פורמלי שמתאר את העלויות הנובעות מהפרדה בין בעלות ושליטה בחברה הציבורית המודרנית.¹⁰⁵ ג'נסן ומקלינג תיארו את החברה כיצור משפטי מלאכותי המורכב מפקעת (nexus) של מערכות יחסים חוזיות המביאות את האינטרסים של הצדדים המעורבים לכדי שיווי משקל. המודל מתחקה אחר מצבים שבהם צד אחד, "המנהל", נעזר באדם אחר, "הסוכן", כדי שיבצע עבורו שירות באופן המצריך את הסוכן לקבל החלטות.¹⁰⁶ בשל פערי מידע וניגודי עניינים בין המנהל לסוכן נוצרות "עלויות נציג" משלושה סוגים: עלויות פיקוח ותמרוץ של הסוכן בידי המנהל, עלויות ערובה מצד הסוכן כדי לרכוש את אמון המנהל (bonding) ונזק שיורי שלא ניתן למנוע חרף נקיטת האמצעים האמורים. אף שהמודל של ג'נסן ומקלינג הוא תיאורי ולא התיימר להציג עמדה נורמטיבית, הוא השפיע דרמטית על עיצוב הדין.¹⁰⁷ הספרות שהתפתחה בעקבות ג'נסן ומקלינג לקחה את המודל צעד קדימה וקבעה כי המטרה המרכזית של דיני החברות היא צמצום עלויות נציג באמצעות יישור האינטרסים של ההנהלה עם בעלי המניות.¹⁰⁸ המודל של

ADOLF A. BERLE & GARDINER C. MEANS, THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY (10th ed. 2009).

שם, בעמ' 244–254.

Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. FIN. ECON. 305 (1976).

שם, בעמ' 308.

Brian R. Cheffins, *What Jensen and Meckling Really Said About the Public Company*, in RESEARCH HANDBOOK ON CORPORATE PURPOSE AND PERSONHOOD 13 (Elizabeth Pollman & Robert Thompson eds., 2020).

זוהר גושן "בעיית הנציג" כתיאוריה מאחדת לדיני התאגידים ספר זיכרון לגואלטירו פרוקצ'יה חיבורי משפט 239, 242 (התשנ"ז) ("תיאוריה זו כוחה יפה הן במישור הפוזיטיבי ליתן הסבר ופירוש לדין המצוי, והן במישור הנורמטיבי באשר לקביעתו של הדין הרצוי"). ראו גם Zohar Goshen & Richard Squire, *Principal Costs: A New Theory for Corporate Law and Governance*, 117 COLUM. L. REV. 767, 769 (2017); Margaret M. Blair & Lynn A. Stout, *A Team Production Theory of Corporate Law*, 24 J. CORP. L. 751, 248–249 (1999) (להלן: Blair & Stout, *Corporate Law*).

ג'נסן ומקלינג שימש עוגן מרכזי בהתפתחות הגישה המקובלת כיום במשפט האמריקאי ובישראל שלפיה תכלית החברה המסחרית היא להשיא רווחיה לטובת בעלי מניותיה.¹⁰⁹ ההנמקות העיקריות לעליונות בעלי המניות נובעות מאופי היחסים שבין בעלי המניות לחברה, בשונה מבעלי עניין אחרים. בעלי המניות מחזיקים בתביעה שיוטית על נכסי החברה לעת פירוקה, ואילו יתר בעלי העניין אוזחים בזכויות קצובות (fixed claims).¹¹⁰ לפיכך לבעלי המניות כקבוצה, בשונה מבעלי עניין אחרים, יש אינטרס לפקח על ההנהלה באופן שיביא למקסום שווי החברה. השאת שווי המניות מטיבה בעקיפין גם עם בעלי עניין אחרים, מכיוון שהתביעה השיוטית היא בעלת ערך רק אם החברה מסוגלת לפרוע את חובותיה.¹¹¹ זאת ועוד, בעלי עניין האוזחים בזכות קצובה יכולים בקלות רבה יותר לתמחר את סיכוניהם מראש ולנסח חוזה שיגן על האינטרסים שלהם. לעומתם, בעלי התביעה השיוטית יתקשו להגדיר מראש את מכלול הפעולות שיידרשו על מנת להגדיל את שווי התביעה השיוטית.¹¹² יתר על כן, נושים ועובדים, בעלי זכות קצובה בעלת קדימות בפירוק, יהיו מטבעם שונאי סיכון, ומנגד, בעלי מניות המבזרים את השקעותיהם הם ככלל אוהבי סיכון.¹¹³ זיהוי תכלית החברה עם האינטרסים של בעלי המניות מאפשר אפוא נטילת סיכונים, ומכאן צמיחה כלכלית. לבסוף, עליונות בעלי המניות לא נועדה להטיל ספק בחשיבות התרומות של בעלי עניין אחרים או לגרוע ממנה, אלא ליצור חלוקת עבודה בין דיני חברות ומערכות דינים אחרות: עובדים נהנים מהגנה במסגרת דיני עבודה, נושים לא רצוניים זוכים להגנות בדיני נזיקין, נושים רצוניים זכאים לסעדים ותרופות לפי דיני החוזים והפירוקים וכן הלאה. דיני חברות הם מערכת אחת מתוך מכלול נורמטיבי שלם, שנועדה להגן על מי שמערכות דינים אחרות אינן עוסקות בו – הלא הם בעלי המניות.¹¹⁴

109 שם. ראו גם ס' 11 לחוק החברות.

110 FRANK H. EASTERBROOK & DANIEL R. FISCHL, THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW 68 (Harvard Univ. Press, 1996) (מציגים את התזה שלבעלי המניות כנושה שיוטית אינטרס להגדיל את שווי התאגיד).

111 שם.

112 Jill E. Fisch, *Measuring Efficiency in Corporate Law: The Role of Shareholder Primacy*, 31 J. CORP. L. 637, 656 (2006).

113 שם. כן ראו – William T. Allen, *Ambiguity in Corporation Law*, 22 DEL. J. CORP. L. 894, 896–897 (1997); Jack B. Jacobs, *Does the New Corporate Shareholder Profile Call for a New Corporate Law Paradigm?*, 18 FORDHAM J. CORP. & FIN. L. 19, 21 (2012).

114 ראו למשל Lucian A. Bebchuk & Roberto Tallarita, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, 106 CORNELL L. REV. 91 (2020); Leo E. Strine, Jr. & Nicholas Walter,

ספרות ענפה עוסקת בבעיות נציג האופייניות במיוחד לחברות טכנולוגיה צעירות. כיוון ששווי חברות אלו נגזר מפוטנציאל הצמיחה שלהן ולא מנכסים מוחשיים, קיימים פחות גורמים שניתן למדוד ולכמת, ולכן פער האינפורמציה בין היזם למשקיע גדול במיוחד. הקושי לפקח על פעולות היזם ולבחון את איכות ההשקעה מחריף את בעיית הנציג ואת בעיית הבחירה השלילית (adverse selection). חוקרי הון סיכון הסבירו באמצעות בעיית הנציג שלל היבטים של השקעות הון סיכון לרבות תופעת המימון המדורג,¹¹⁵ סינדיקציה,¹¹⁶ ייצוג קרנות הון סיכון בדירקטוריון,¹¹⁷ שימוש במניות בכורה המירות בעלות זכות עדיפות בפירוק,¹¹⁸ אינטנסיביות השימוש בתגמול הוני¹¹⁹ וקונפליקטים סביב אסטרטגיית היציאה.¹²⁰

עם זאת חוקרי הון סיכון הצביעו גם על המגבלות של בעיית הנציג כמסגרת תאורטית להבנת חברות הזנק מגובות הון סיכון. הפרדיגמה של בעיית הנציג מבחינה בין הבעלים ("המנהל"),

Conservative Collision Course? The Tension Between Conservative Corporate Law
 Stephen M. Bainbridge, *Theory and Citizens United*, 100 CORNELL L. REV. 335, 339 (2015)
 Bainbridge, *Corporate Social Responsibility in the Night-Watchman State*, 115 COLUM. L.
 REV. SIDEBAR 39, 48 (2015)

William A. Sahlman, *The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations*, 27 J. FIN. ECON. 473, 507 (1990) תופעת המימון בשלבים, שעמדנו עליה בפרק א, מוסברת באמצעות בעיית הנציג
 כאמצעי פיקוח ושליטה על היזמים וכשיטה לגידור הפסדים שמאפשרת להתמודד עם פערי האינפורמציה. כך, פול
 גומפרס (Paul Gompers) מצא כי פרקי הזמן בין סבבי גיוס הון סיכון מתארכים ככל שהחברה צוברת נכסים
 מוחשיים רבים יותר ובעיית המידע הא-סימטרי מצטמצמת. ראו Paul A. Gompers, *Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital*, 50 J. FIN. 1461, 1477 (1994)

שם, בעמ' 1461.

Paul A. Gompers & Josh Lerner, *The Venture Capital Revolution*, 15(2) J. ECON. PERS. 145, 156 (2001); Josh Lerner, *Venture Capitalists and the Oversight of Private Firms*, 50 J. FIN. 301 (1995)

George G. Triantis, *Financial Contract Design in The World of Venture Capital*, 68 UNIV. CHI. L. REV. 305, 312 (2001)

Malcolm Baker & Paul A. Gompers, *An Analysis of Executive Compensation, Ownership, and Control in Entrepreneurial Firms* (Harv. Univ., Working Paper, 2000) (מצביעים על כך
 שהשכר המזומן של מנכ"לי חברות הזנק נמוך מזה של עמיתיהם בחברות שאינן מגובות הון סיכון, והתגמול ההוני
 גבוה מזה של עמיתיהם אלה).

Jesse M. Fried & Mira Ganor, *Agency Costs of Venture Capitalist Control in Startups*, 81 N.Y.U. L. REV. 967, 993–997 (2006)

ספקי ההון הפיננסי, לנציגים ("הסוכן"), ספקי ההון האנושי.¹²¹ לעומת זאת היחסים בין הצדדים השונים בחברות הזנק דומים יותר לשותפות שבה כל צד תורם מרכיב שונה, כאשר כל צד משמש "סוכן" ו"מנהל" בו-זמנית.¹²²

כך, למשל, קרן הון סיכון היא בעלת מניות, וככזו היא בבחינת "מנהל" ביישום טיפוסי של מודל בעיית הנציג, אולם היא גם בעלת מושב ייעודי בדירקטוריון, ונציג הקרן בדירקטוריון הוא אפוא "סוכן" בעל יתרון במידע ויכולת לקבל החלטות שיפגעו ביזמים, בעובדים ובאנג'לים המחזיקים במניות רגילות.¹²³ היזמים והעובדים גם הם "מנהלים" במובן זה שהם שותפים בבעלות, אך בד בבד הם גם "סוכנים" המקבלים החלטות בדבר הניהול השוטף של החברה ומבצעים מטלות בשם החברה באופן המאפשר להם ליטול טובות הנאה פרטיות. הספרות שמנתחת את חווי ההשקעה המקובלים בתחום הון הסיכון באמצעות המסגרת התאורטית של בעיית הנציג נוטה להתעלם מהכפילות האמורה ולראות במשקיעי הון הסיכון לבדם "מנהלים" וביזמים "סוכנים". ספרות זו גם נוטה להתעלם לחלוטין ממעמדם של העובדים בחברה כשותפים בהון.¹²⁴ אומנם הספרות מכירה במרכזיותו של תגמול הוני בחברות הזנק (הן עבור עובדים והן עבור יזמים), אולם היא רואה בו תמריץ להשאת ערך החברה בלי להכיר בכך שחלוקת הבעלות בחברה עם היזמים והעובדים הופכת את האחרונים ל"מנהלים" הזכאים להגנת דיני החברות, להבדיל ממושא בלבד לפיקוח ובקרה.¹²⁵

לכאורה, היה אפשר לתאר את יחסי הכוחות בחברת הזנק כאוסף בעיות נציג רב-כיווניות וכו-זמניות (משקיעים מול יזמים ועובדים; יזמים מול משקיעים; יזמים מול עובדים וכן הלאה), ואכן נעשו ניסיונות להציג תיאור עשיר שכזה המתייחס למכלול הקונפליטים שמאפיינים חברות

¹²¹ ראו למשל Gompers & Lerner, לעיל ה"ש 117, בעמ' 127–131. ראו גם Utset, לעיל ה"ש 66, בעמ' 55–56 (סוקר את הספרות המבוססת על בעיית הנציג בהקשר של חברות מגובות הון סיכון, ומתאר את משקיעי הון הסיכון כמנהל החשוף לחסך באינפורמציה ולהתנהגות אופורטוניסטית מצד היזם).

¹²² Gordon D. Smith, *Team Production in Venture Capital Investing*, 24 J. CORP. L. 949, 950 (1999) (להלן: Smith, *Team Production*) ("In some ways, it is more like a partnership than a (principal-agent relationship)").

¹²³ Pollman, *Startup Governance*, לעיל ה"ש 23, בעמ' 160.

¹²⁴ שם, בעמ' 159: "Corporate law literature has also often characterized shareholders as homogeneous in their interests and has excluded employees from analysis, recognizing their relevance to the corporation in only contractual terms".

¹²⁵ Utset, לעיל ה"ש 66, בעמ' 63–68 (מתאר תגמול הוני כתמריץ).

הזנק.¹²⁶ אולם ניסיונות אלו חידדו את התובנה שהתאמת המודל המסורתי של בעיית הנציג לחברות הזנק היא חלקית בלבד.¹²⁷ הזכרתי קודם את נטיית החוקרים שנשענים על בעיית הנציג כמסגרת תאורטית להתעלם ממעמדם של העובדים כשותפים בהון. חיסרון נוסף של ניתוחים מבוססי בעיית נציג הוא שבשל נטייתם להתמקד ביחסים שבין היזמים מצד אחד ומשקיעי הון הסיכון מהצד האחר, הם נוטים להתעלם ממורכבות החוזים שבין משקיעי הון הסיכון לבין עצמם. רוברט ברטלט (Robert P. Bartlett) הראה שניתוחים מבוססי בעיית נציג נוטים להתייחס לבעלי מניות הבכורה כמקשה אחת ולהתעלם מההבדלים הדרמטיים בזכויות הצמודות לסדרות שונות של מניות בכורה ולאינטנסיביות המשא ומתן על זכויות אלו. כמו כן הסברים מבוססי בעיית הנציג אינם מספקים רציונל לשימוש בתניות "pay-to-play" המאפשרות "להפשיט" מניות בכורה מזכויותיהן העודפות אם בעליהן מסרבים להעמיד מימון נוסף לחברה כפי חלקם היחסי בהון המניות.¹²⁸ לדברי ברטלט, תמונת העולם הדיכוטומית של בעיית הנציג מטשטשת את המורכבות שמאפיינת חברות הזנק (וגם חברות אחרות אם כי במידה פחותה).

בהמשך ישיר לטענה שבעיית הנציג שמה דגש מוגזם על היחסים שבין משקיעי הון הסיכון והיזם, ובייחוד בשלבים הראשוניים לקיומה של החברה, הספרות העלתה שבעיית הנציג מתמקדת

¹²⁶ Robert P. Bartlett III, *Venture Capital, Agency Costs, and the False Dichotomy of the Corporation*, 54 UCLA L. REV. 37, 63 (2006) (להלן: Bartlett, *Venture Capital*) (מראה שבחברת הזנק מתקיימים קונפליקטים אופקיים, בין בעלי מניות לסוגיהן, וקונפליקטים אנכיים, בין מנהלים וסוכנים, בו-זמנית). ראו גם Pollman, *Startup Governance*, לעיל ה"ש 23, בעמ' 179–196 (מפתחת את התובנה של ברטלט ומציגה טקסונומיה של ניגודי עניינים אופייניים, אופקיים ואנכיים כאחד, לאורך שלבי החיים השונים של חברות הזנק). ראו גם Jesse & Ganor, לעיל ה"ש 120, בעמ' 993–997 (ניתוח מוקדם יותר של ניגודי העניינים בחברות הזנק מגובות הון סיכון).

¹²⁷ Bartlett, *Venture Capital*, לעיל ה"ש 126, בעמ' 56 (מדגיש כי אפילו חסידי מודל בעיית הנציג הכירו בכך שחוזים מקובלים בתחום הון הסיכון הם מורכבים יותר מכפי שהמודל צופה). ראו גם Pollman, *Startup Governance*, לעיל ה"ש 23, בעמ' 177–178 (טוענת כי בעיית הנציג נכשלת לספק מודל מעמיק והוליסטי של ממשל תאגידי בחברות הזנק והאופן שבו הן מתפתחות לאורך זמן. פולמן מציגה תיאור עשיר ומפורט של מכלול בעיות הנציג האופייניות לחברות הזנק, אך היא אינה מספקת היגיון מאחד שמסביר כיצד הקונפליקטים השונים הללו מתרכזים לכדי מבנה הון המאפשר לחברה להמשיך להתקיים בשיווי משקל. לשיטתה, ריבוי הקונפליקטים אינו מאפשר שיווי משקל לאורך זמן, ולכן חברות הזנק זקוקות בסופו של דבר לאירוע הנפקה או מכירה שיבטל את ההבדלים בין סוגי המניות השונים).

¹²⁸ לדין בתוקפן של תניות pay-to-play בדיון דלוור, ראו WatchMark Corp. v. ARGO Glob. Capital, LLC, Civil Action No. 711-N, 2004 Del. Ch. LEXIS 168 (Ch. Nov. 4, 2004) (*appeal denied*, Benchmark Capital v. Argoglob. Capital v. Watchmark Corp., 871 A.2d 1127 (Del. 2004). כן ראו Partners IV, L.P. v. Vague, 2002 WL 1732423 (Del. Ch. July 15, 2002).

יתר על המידה בהיבטי ניטור ופיקוח מצד המשקיעים על פעולות היזמים. נטען כי מדובר בדגש שאינו הולם את תחום הון הסיכון, שכן בראש מעיינם של המשקיעים בחברות הזנק נמצא מקסום פוטנציאל הצמיחה של החברה ולא הגנה מפני הפסדים (כאמור לעיל, בשל ההתפלגות החזקתית של התמורות בתחום הון הסיכון, מיצוי האפ-סייד חשוב למשקיעים יותר מהגנה מפני מהדאון-סייד).¹²⁹ בדומה לזה, בעיית הנציג מציגה תמונת עולם הייררכית ולעומתית,¹³⁰ ואילו חברות הזנק מתנהלות בדרך כלל בשיתוף פעולה, שכן למעט מצבי קיצון, יש זהות אינטרסים בין היזם למשקיעים.¹³¹ לבסוף, הספרות טענה כי מודל בעיית הנציג מציג קונפליקט סטטי, ואילו ניגודי העניינים בחברות הזנק משתנים תדיר, ומידת הרלוונטיות של בעיית הנציג משתנה אפוא לאורך מחזור חיי החברה.¹³²

בשל חוסר ההלימה בין בעיית הנציג ליחסים המורכבים בין משקיעים ליזמים ולעובדים בחברות הזנק חוקרי הון סיכון העלו שבמובנים מסוימים חברות אלו מתאימות יותר למודל של בעיית הייצור הקבוצתי המתואר להלן.

¹²⁹ אשר להתפלגות החזקתית, ראו תת-פרק א.1 (א) לעיל; אשר לביקורת, ראו למשל Igor Filatotchev, Steve Toms & Mike Wright, *The Firm's Strategic Dynamics and Corporate Governance Life-Cycle*, 2(4) IJMF 256, 257, 260 (2006) (מעירים שבעיית הנציג שמה דגש מוגזם על פיקוח וניטור, כלומר פונקציית ההגנה על העושר של הממשל התאגידי, בשעה שממשל תאגידי לאורך מחזור חיי החברה עסוק יותר בתנאים ליצירת עושר. לטענתם, לתאוריות מבוססות משאבים יש יתרון על פני בעיית הנציג בתיאור מכלול הפונקציות שגורמים שונים ממלאים בחברה בצמיחה. למשל, דירקטור עצמאי מפקח על ההנהלה ויוצר איזון בדירקטוריון, אך לצד זאת הוא עשוי לסייע לחברה גם ביצירת קשר עם משקיעים נוספים או גיוס כישרונות).

¹³⁰ ג'נסן ומקלינג מבחינים בין יחסי נציג טהורים (pure agency relationship) ליחסי שיתוף פעולה (cooperative relationship), כלומר צוות ייצור. ראו Jensen & Meckling, לעיל ה"ש 105, בעמ' 309.

¹³¹ Jonathan D. Arthurs & Lowell W. Busenitz, *The Boundaries and Limitations of Agency Theory and Stewardship Theory in the Venture Capitalist/Entrepreneur Relationship*, 28(2) ENTREPRENEURSHIP THEORY & PRACT. 145, 146 (2003): "At issue is the idea of goal congruence between the VC and the entrepreneur. When there is goal congruence between the two, agency theory is silent. Only when there is goal incongruence between the two is agency theory applicable"

¹³² שם, בעמ' 148: "it appears that the agency problem is not uniform throughout the life of a venture. As a result, agency theory is likely to vary in its usefulness in explaining the VC and entrepreneur behaviors"

2. בעיית הייצור הקבוצתי

בעיית הנציג הפכה כאמור לפרדיגמה של דיני החברות, אולם אין היא חפה מביקורת. הניסיון המשמעותי ביותר להציע עיקרון מארגן אחר לדיני החברות הגיע מצד החוקרות מרגרט בלייר ולין סטאוט שהציעו כי החברה הציבורית המודרנית דומה לבעיית ייצור קבוצתי יותר משהיא דומה לבעיית הנציג.¹³³ בלייר וסטאוט נשענו על ספרות שהסתעפה מתוך התיאוריה הכלכלית של הפירמה ועסקה בקשיים שמאפיינים מאמצי ייצור משותפים.

ארמן אלכיאן והרולד דמסץ (Armen Alchian & Harold Demsetz) נחשבים לאבות הגישה המסבירה את קיומו של התאגיד כאמצעי לשיתוף פעולה בצוות ייצור.¹³⁴ צוותים מגלמים מאמץ קולקטיבי שעשוי להניב רווחים כלכליים ניכרים, אך הוא כרוך בעלויות עסקה ופיקוח ניכרות. צוותי ייצור נוצרים כאשר התפוקה העודפת הנובעת מיתרונות שיתוף הפעולה עולה על עלויות העסקה והפיקוח. אלכיאן ודמסץ מנו שלושה תנאים להיווצרות ייצור קבוצתי: כדי ליצור דבר-מה בעל ערך נחוצים כמה סוגי משאבים, המשאבים מצויים בבעלות יותר מגורם אחד, והמוצר הסופי הוא בלתי פריק במובן זה שלא ניתן לייחס שיעור מסוים ממנו לתרומה כזו או אחרת. הם הדגימו שבתנאים אלו השותפים בצוות הייצור יתקשו לשותף פעולה בהתבסס על הסכמות חוזיות בלבד: אם חברי הצוות יסכימו מראש על אופן חלוקת הרווחים, הם ייצרו תמריץ להשתמטות (shirking) וייקלעו לבעיית הנוסע החופשי, שכן התגמול לחברי הצוות יושפע חלקית בלבד מאיכות העבודה האינדיווידואלית שלהם; אם הם יסכימו שהרווחים יחולקו רק בדיעבד, הם יעודדו אופורטוניזם וסחטנות (hold-up), שכן צדדים ינסו לשפר את חלקם בחלוקה לפני השלמת העבודה.¹³⁵ אלכיאן ודמסץ הסבירו כי כדי לשותף פעולה חברי צוות הייצור זקוקים להייררכייה ארגונית שבמסגרתה גורם אחד משמש מפקח ומחזיק בתביעה השיורית, ואילו יתר

¹³³ Margaret M. Blair & Lynn A. Stout, *Team Production in Business Organizations: An Introduction*, 24 J. CORP. L. 743 (1999) (להלן: Blair & Stout, *Business Organizations*). כן ראו Blair & Stout, *Corporate Law*, לעיל ה"ש 108.

¹³⁴ Armen A. Alchian & Harold Demsetz, *Production, Information Costs, and Economic Organization*, 62 AM. ECON. ASS'N 777, 786 (1972). בכך הם הוסיפו נדבך חשוב לתאוריית הפירמה של רונלד קוז אשר מסבירה את קיומה של הפירמה באמצעות חיסכון בעלויות עסקה. השווה Ronald H. Coase, *The Nature of the Firm*, 4(16) LSE 33 (1937).

¹³⁵ Alchian & Demsetz, לעיל ה"ש 134, בעמ' 786.

חברי הצוות מתוגמלים בידי המפקח באמצעות תביעה קצובה.¹³⁶ כך החברה המסחרית המודרנית פותרת את בעיית הייצור הקבוצתי באמצעות הפרדה בין עבודה ובעלות (ההבחנה בין זכאות עובדים לתביעה קצובה וזכאות בעלי המניות לתביעה השירותית).

חוקרים אחרים שכללו את הטענה של אלכיאן ודמסין בדרכים חשובות. בנגט הולמסטרומ (Bengt Holmstrom) הראה שכאשר לא ניתן להבחין בקלות בתרומה של כל חבר בצוות למאמץ הקולקטיבי, פיקוח בידי גורם ריכוזי על עבודה של צוות גדול הוא לא מעשי.¹³⁷ הולמסטרומ הראה שלא ניתן למנוע את בעיית הנוסע החופשי ולהקצות את כל רווחי הייצור לחברי הצוות בעת ובעונה אחת. הדרך לבטל את התמריץ לרכיבה חופשית היא לגרום לכך שכל חבר בצוות יספוג את עלות ההשתמטות שלו. אולם כיוון שפיקוח על תפוקות והתאמת התגמול לתפוקה אינדיווידואלית אינם מעשיים בצוותים גדולים, הפתרון הקרוב ביותר הוא "עונש קולקטיבי".¹³⁸ לשיטת הולמסטרומ, תפקיד הגורם הגבוה בהיררכייה ("המנהל") אינו לפקח על עבודת חברי צוות הייצור ברמה האינדיווידואלית אלא "לשבור את התקציב" (break the budget). כלומר, לאפשר מצב שבו לא כל רווחי הייצור מחולקים לחברי הצוות.¹³⁹ במודל של הולמסטרומ, חברי הצוות ישתתפו בחלוקת התוצר השיורי רק אם הצוות כולו מצליח להגיע לסף הפרודוקטיביות הנדרש כדי להצדיק את ההשקעה; מתחת לרף מטרה זה חברי הצוות "ייענשו", והתביעה השירותית תיוותר בידי המנהל.

ראגוראם רג'אן ולואיג'י זינגלס (Raghuram Rajan & Luigi Zingales) הוסיפו נדבך חשוב לתאוריה כאשר הבחינו בין השקעות כלליות להשקעות אישיות תואמות-פירמה.¹⁴⁰

¹³⁶ אלכיאן ודמסין (שם) כמובן הכירו בפרקטיקה של שיתוף עובדים ברווחים. אולם הם טענו כי אמצעי תגמול כאלו נפוצים בדרך כלל בחברות קטנות, בתנאים שבהם משטור עצמי הדדי בין העובדים עשוי להיות יקר פחות מהשקעה במשאבי פיקוח מיוחדים (באמצעות מנהל חיצוני). כך למשל חלוקת רווחים היא לעיתים קרובות יעילה בקרב צוותים קטנים של מומחים שקשה לפקח על עבודתם (כגון שותפויות של אומנים, של עורכי דין, של יועצים ושל אדריכלים). לעומת זאת בדרך כלל עבור חברות גדולות התועלת הצומחת משיתוף עובדים ברווחים קטנה מהפגיעה מדילול התמריץ למנהל (הנושה השירותי) לפקח היטב על העובדים, ובכך נפגעת הפרודוקטיביות הכוללת. ככל שהתגמול האישי קשור פחות בתפוקה האישית, כך גדל התמריץ להשתמט, ועובדה זו נכונה גם למנהל עצמו ולא רק לעובדים. שם, בעמ' 786.

¹³⁷ Bengt Holmstrom, *Moral Hazard in Teams*, 13(2) BELL J. ECON. 324 (1982).

¹³⁸ שם, בעמ' 325–328.

¹³⁹ שם.

¹⁴⁰ Raghuram G. Rajan & Luigi Zingales, *Power in the Theory of the Firm*, 113(2) Q. J. ECON. 387, 392 (1998).

השקעות כלליות הן כאלו שניתן להעביר לאפיק אחר בלי שערכן ייפגע. לעומת זאת ערכן של השקעות תואמות-פירמה במשולב עם נכסים אחרים של החברה גבוה מערכן במסגרת שימושים מתחרים. רג'אן וזינגלס חידדו שהצלחת הייצור הקבוצתי תלויה ביכולת לגרום לחברי הצוות לבצע השקעות אישיות תואמות-פירמה. הקושי הוא שהתמריץ לבצע השקעות כאלו הוא לא מספק כיוון שלאחר ביצוע ההשקעה המשקיע נתון לרצונם הטוב של מי ששולטים ביתר נכסי החברה (הנכסים המשלימים). תלות חברי הצוות בגישה לנכסים משלימים יוצרת כוח שעלול להיות מנוצל לרעה ולהרתיע חברי צוות מלבצע השקעות אישיות תואמות-פירמה. רג'אן וזינגלס הסבירו כי על מנת לפתור את הבעיה חברי צוות הייצור יעדיפו שגורם שלישי שאינו שותף לייצור הוא שיחזיק בבעלות בנכסי החברה ויאפשר לחברי הצוות השונים גישה לנכסים לפי צורכי החברה. במילים אחרות, רג'אן וזינגלס סיפקו הצדקה נוספת להפרדה בין עבודה ובעלות בחברה המודרנית אשר אינה מבוססת על הקושי לנסח חוזה בדבר חלוקת העודפים, אלא על חשיבות הגישה של חברי הצוות לנכסים משלימים.¹⁴¹

בהסתמך על התאוריות שהוזכרו לעיל, בלייר וסטאוט טענו כי חברות מסחריות הן מערכת לפתרון בעיית ייצור קבוצתי כיוון שהן מבוססות על תשומות מגוונות מגורמים שונים ובכללם משקיעים, עובדים, מנהלים ואף נושים, ספקים וקהילות.¹⁴² התאוריה שפיתחו נשענת במידה רבה על החשיבות שמייחסים רג'אן וזינגלס לעידוד השקעות אישיות תואמות-פירמה. לגישתן, תפקיד הדירקטוריון הוא לתגמל את חברי צוות הייצור על השקעות תואמות-פירמה שביצעו, שאם לא כן, התמריץ לביצוע השקעות כאלו ייפגע, ומאמץ הייצור הקבוצתי ייכשל. התלות של חברות מודרניות בהון אנושי ספציפי מצדיקה לראות בעובדים חברים שווי מעמד בצוות הייצור ושוללת את גישת "עליונות בעלי המניות".¹⁴³ בלייר וסטאוט התמקדו בחברות ציבוריות שבהן הדירקטוריון עצמאי במידה רבה ביחס לבעלי המניות, בשונה ממבנה הדירקטוריון של חברות הזנק. אולם חוקרים אחרים יישמו אלמנטים מכתיבתן על מנת להסביר את הממשל התאגידי של חברות הזנק.

גורדון סמית' (Gordon Smith) טען שמערכת היחסים בין משקיעי הון סיכון ליזמים כוללת אלמנטים של הייררכייה לצד היבטים של שיתוף פעולה. לדבריו, במובן מסוים היחסים בין

¹⁴¹ שם, בעמ' 390, 422.

¹⁴² Blair & Stout, *Corporate Law*, לעיל ה"ש 108, בעמ' 250.

¹⁴³ שם.

משקיעי הון סיכון ליזמים דומים לשותפות שבה כל צד תורם משאבים שונים ומצפה להשתתף בערך הכלכלי שנוצר מהמאמץ המשותף, כלומר בעיית ייצור קבוצתי.¹⁴⁴ סמית' הסביר כי החוזים המקובלים בתחום הון הסיכון מתיישרים היטב עם שלוש תובנות של תאוריית הייצור הקבוצתי: יש צורך במנהל כדי למנוע השתמטות של חברי צוות הייצור, המנהל צריך להיות בעל סמכות "לשבור את התקציב", וההחלטה על שבירת התקציב צריכה להיות מבוססת על תפוקות הצוות בכללותו ולא על ניטור אינדיוידואלי של מאמצי כל חבר צוות.¹⁴⁵ סמית' טען כי אלמנטים מסוימים של חוזי הון סיכון עומדים בעקרונות האמורים: ראשית, מימון מדורג מאפשר למשקיעי הון הסיכון להתנות את המשך מימון המיזם בתפוקה מסוימת של הצוות בכללותו, כלומר, בהגשמת אבני דרך עסקיות (במקום להשקיע משאבים רבים בפיקוח על עבודת היזמים כפי שתאוריות מבוססות בעיית הנציג חוזות).¹⁴⁶ שנית, שיטת המימון המדורג מאפשרת להתאים את מידת הדילול של היזמים ומשקיעי הון הסיכון המוקדמים לתפוקה שלהם – כפי שהיא באה לידי ביטוי בהערכת שווי החברה בסבב הגיוס הבא (בשונה ממודלים מבוססי בעיית נציג אשר לרוב מניחים השקעה יחידה שנעשית בתחילת ההתקשרות).¹⁴⁷ לבסוף, המשקיע המוביל בסבב הגיוס העוקב משמש מנהל אשר "שובר את התקציב" באמצעות קביעת הערכת השווי של החברה; אם תפוקות הצוות הן מתחת לרמת הפרודוקטיביות הנדרשת, החברה תגייס בשווי נמוך שידלל את היזמים ואת המשקיעים בסבבים הקודמים (עונש קולקטיבי).¹⁴⁸

יישום נוסף של תאוריית הייצור הקבוצתי בחברות הזנק, הפעם אגב התמקדות בפרשנות בלייר וסטאוט למודל, הציעה אליזבת פולמן (Elizabeth Pollman). פולמן ציינה שמודל הייצור

¹⁴⁴ "Although the relationship between entrepreneur and venture capitalist has elements of hierarchy, it is not a 'pure agency relationship'. In some ways, it is more like a partnership than a principal-agent relationship, with each contributing resources and expecting a share of the value generated by their joint effort [...] entrepreneur and venture capitalist sometimes engage in 'team production'"

¹⁴⁵ שם, בעמ' 966.

¹⁴⁶ שם, בעמ' 967.

¹⁴⁷ שם, בעמ' 969–971.

¹⁴⁸ "By setting the valuation, the lead investor acts in a manner similar to the principal described in the economic models discussed in Part IV above. She breaks the budget, not by appropriating all of the output for herself as envisioned by Holmstrom's model, but by allocating a share of the output to herself through discounted valuation"

הקבוצתי רלוונטי גם, ואולי אף ביתר שאת, לדירקטוריונים של חברות הזנק.¹⁴⁹ ראשית היא טענה כי תפיסת הדירקטוריון כדרג מתווך הולמת את ההתפתחות הטיפוסית ואת שיטת המינויים בדירקטוריון חברות הזנק. היזמים מבצעים השקעות תואמות-פירמה בחברה ובמשך הזמן מאבדים שליטה לטובת נציגי קרנות הון הסיכון שבכוחם להעניש את היזמים בגין השתמשות. כאורגן שמורכב מיזמים, מנציגי קרנות, ולעיתים גם מדירקטורים עצמאיים, שהם לשון מאזניים, דירקטוריון חברות הזנק מאפשר לחברי צוות הייצור ליצור את האמון החיוני לצורך ביצוע השקעות אישיות תואמות-פירמה;¹⁵⁰ שנית היא טענה כי השימוש הרווח בדירקטור עצמאי בדירקטוריונים של חברות הזנק לא נועד בעיקרו לשרת פונקצייה של פיקוח על היזמים (כמתבקש ממודלים מבוססי בעיית הנציג), אלא תפקידו המרכזי הוא להיות לשון מאזניים המתווכת בין האינטרסים הסותרים לעיתים של היזמים ושל המשקיעים;¹⁵¹ לבסוף טענה פולמן כי לעומת חברות ציבוריות שבהן גישת עליונות בעלי המניות נתונה במתח עם התאוריה של בלייר וסטאוט, בחברות הזנק מתח זה מצטמצם כיוון שבעלי העניין חופפים במידה רבה עם בעלי המניות (שכן העובדים ולעיתים גם הספקים מתוגמלים באמצעות ניירות ערך של החברה).¹⁵²

הספרות בנושא בעיית הייצור הקבוצתי בגרסותיה השונות תרמה אפוא להבנת מנגוני הממשל התאגידי בחברות הזנק. אולם אין מדובר בהתאמה מלאה: גם סמית' וגם פולמן הבהירו כי חרף השימושיות של בעיית הייצור הקבוצתי בהקשר של חברות הזנק, היא מספקת מענה חלקי בלבד להבנת פקעת החוזים שיוצרת את החברות הללו. סמית' הבהיר כי היחסים בין יזמים למשקיעי הון סיכון אינם יחסי צוות ייצור במובן טהור, שכן הם כוללים גם אלמנטים של הייררכייה;¹⁵³ פולמן הבהירה כי רלוונטיות התאוריה של בלייר וסטאוט לדירקטוריונים של חברות הזנק אינה

¹⁴⁹ Elizabeth Pollman, *Team Production Theory and Private Company Boards*, 38 SEATTLE U. L. REV. 619, 621 (2015) (להלן: Pollman, *Team Production*). "The mediating hierarchy model is reflected in certain private corporations and might in fact find some of its clearest expression in the evolution of startup companies"

¹⁵⁰ שם, בעמ' 635–638.

¹⁵¹ שם, בעמ' 642.

¹⁵² שם, בעמ' 645.

¹⁵³ Smith, *Team Production*, לעיל ה"ש 122, בעמ' 950: "The task of analyzing venture capital contracts through the lens of team production is complicated by the fact that the relationship between entrepreneur and venture capitalist does not fit easily into existing economic models of team production. In short, their relationship is not 'pure' team production"

גורפת.¹⁵⁴ שניהם הניחו את היסודות ליישומיה של תאוריית הייצור הקבוצתי בתחום חברות ההזנק, אבל לא התייחסו למכלול החוזים שביסוד חברות אלו. למשל, סמית' התעלם ממעמד המיוחד של עובדים כשותפים בהון בחברות הזנק – צוות הייצור לשיטתו מונה את היזמים ואת המשקיעים בלבד. זאת ועוד, קיימת סתירה בין סמית' לפולמן בזהווי הגורם שמגלם את פונקציית המנהל או דרג התיווך – לשיטת סמית' מדובר במשקיע המאוחר הקובע את הערכת השווי של החברה, ואילו פולמן סבורה כי הדירקטוריון הוא המגלם את התפקיד. גם סמית' וגם פולמן אינם מציעים הסבר לשאלה מדוע משקיעים ויזמים בחברות הזנק חולקים את התביעה השוורית עם העובדים במקום להסתפק בתביעה קצובה ובדיני העבודה ככלי לעידוד השקעות אישיות תואמות-פירמה, כפי שנעשה בחברות אחרות.

מהסקירה לעיל עולה כי הן בעיית הנציג והן בעיית הייצור הקבוצתי מסבירות מרכיבים רבים ביחסים שבין היזמים ומשקיעי הון הסיכון, אבל הן אינן מציעות מסגרת תאורטית קוהרנטית להבנת מערכת החוזים המורכבת שביסוד חברת ההזנק. החלק הבא יציג חיסרון נוסף של שתי התאוריות בהקשר של חברות הזנק – הן אינן מציעות הסבר משכנע לגישת דיני החברות שהתפתחו בדלוור בנוגע לחברות הזנק.

3. דיני חברות הזנק גרסת דלוור

על פי דין דלוור, המדינה שבה מאוגדות מרבית חברות ההזנק מגובות הון הסיכון בארצות הברית,¹⁵⁵ כאשר נוצר קונפליקט בין בעלי המניות השונות בחברת הזנק, על נושאי המשרה למקסם את שווי המניות הרגילות בלבד. הלכה זו נקבעה בעניין *In re Trados Inc. Shareholder Litigation* (להלן: עניין טרדוס) משנת 2013.¹⁵⁶

העובדות בעניין טרדוס כללו תרחיש מוכר של חברת הזנק שזכתה להצלחה רבה במשך תקופה, אבל אז איתרע מזלה והיא נתקלה בקשיים. לאחר תקופה של ביצועים מאכזבים פיטר דירקטוריון החברה את המנכ"ל ומינה מנכ"ל אחר תחתיו. בשלב זה עמדו בפני הדירקטוריון שתי

¹⁵⁴ "But the above discussion also shows : בעמ' 647, Pollman, *Team Production*, לעיל ה"ש 149, that, for many private companies, the board of directors does not serve as a mediating hierarchy".

¹⁵⁵ Brian Broughman, Jesse M. Fried & Darian Ibrahim, *Delaware Law as Lingua Franca: Theory and Evidence*, 57 J.L. & ECON. 865, 865 (2014).

¹⁵⁶ *In re Trados Inc. S'holder Litig.*, 73 A.3d 17, 3–41 (Del. Ch. 2013).

אפשרויות פעולה: לגייס הון נוסף על מנת לאפשר לחברה לשנות היבטים בעסקי הליבה שהקשו את צמיחתה, או להתמקד במציאת רוכש. האפשרות הראשונה הייתה יכולה אולי לאפשר לחברה לתפקד כחברה סולבנטית, אבל לא היה בה כדי להצמיח תשואה מספקת מהסוג שאותו מחפשים משקיעי הון סיכון. לפיכך משקיעים שלא היו מיוצגים בדירקטוריון הודיעו שהם מעדיפים את אופציית המכירה ולא ישקיעו בחברה הון נוסף. משכך, נטלה החברה הלוואה, שאפשרה לה לשפר קמעה את מצבה הפיננסי, וחזרה לנהל משא ומתן על הצעת מיזוג שהיא דחתה בעבר. כעבור שנה שיפרה החברה הרוכשת את הצעתה המקורית ל-60 מיליון דולר במזומן. התמורה בגין העסקה התחלקה כך: 7.8 מיליון דולר שולמו להנהלה לפי תוכנית תגמול שאושרה לאחר החלפת המנכ"ל, והיתרה – 52.2 מיליון דולר – שולמה לבעלי מניות הבכורה (שוויין המצרפי של זכויות העדיפות בפירוק היה 57.9 מיליון דולר). בעלי המניות הרגילות לא קיבלו כל תמורה. בית המשפט הצ'נסרי דחה בקשה להליך שיפוט מקוצר על יסוד כתבי הטענות (summary judgment). כיוון שהדירקטוריון היה נגוע, נשללה תחולת כלל שיקול הדעת העסקי, ובמקומו החיל בית המשפט את כלל ההגנות המלאה אשר במסגרתו בוחן בית המשפט, נוסף על הגנות ההליך, גם את הגנות העסקה מבחינה מהותית, כולל המחיר שהושג במסגרתה.¹⁵⁷ בסופו של

על פי דין דלוור, כאשר מתעורר חשש שנושאי המשרה הפרו את חובות האמון שלהם בדרך של קבלת החלטה כשהם נתונים בניגוד עניינים, על נושאי המשרה לשכנע את בית המשפט ב"הגנות המלאה" של העסקה. כלומר, התביעה נגד נושאי המשרה תידחה אם אלה יוכיחו את הגנות ההליך והגנות תנאי העסקה לגופם. מבחן ההגנות המלאה אינו מבחן דו-ראשי, אלא מבחן בו בית המשפט בוחן את היבטי ההגנות ב"מלואם" (לכן התקיימות אחד הרכיבים עשויה להספיק בנסיבות). באותו מקרה מצא בית המשפט כי מתוך שבעת חברי הדירקטוריון, שישה היו נגועים בניגוד עניינים – שלושת חברי הדירקטוריון שמונו על ידי קרנות הון הסיכון, שני חברי ההנהלה וחבר דירקטוריון "עצמאי" אחד שבפועל היה בעל עניין כלכלי באישור העסקה וקשרים הדוקים עם אחת מקרנות הון הסיכון. ראו שם, בעמ' 77–87 לפסק דינו של השופט לאסטר (Laster). בדין הישראלי אומץ כלל שיקול הדעת העסקי "באופן רשמי" בע"א 7735/14 ורדניקוב נ' אלוביץ', פס' 74 (נבו 28.12.2016). עם זאת בית המשפט הבהיר כי אין זהות מוחלטת בין המקור האמריקאי של הכלל לבין אופן יישומו בישראל. ראו, שם: "הקביעה כי עקרונותיו של כלל שיקול הדעת העסקי נתבססו כחלק מדיני החברות בישראל, אין פירושה בהכרח כי כלל זה במתכונתו האמריקאית 'הושתל' במלואו, על קרבו, על קרעו ועל נפקותיו, במשפטנו. עלינו להיות ערים לאפשרות כי עשויות להידרש התאמות כאלו ואחרות להבטחת היקלטות החלטה של 'האיבר' החדש-ישן, לבל ייפגעו האיזונים הקיימים בקורפוס דיני החברות בישראל כפי שנקבעו בחקיקה והתגבשו ברבות השנים בפסיקה". לשיטת השופט עמית, אם נסתר כלל שיקול הדעת העסקי, בית משפט יחיל את "דוקטרינת ההגנות המלאה", או במקרים שבהם ניגוד העניינים אינו מובהק – את סטנדרט הביינים של "בחינה מוגברת" (שם, בפס' 76–81). בית המשפט הבהיר כי הדין הישראלי אינו חופף את דין דלוור, בין היתר מכיוון "שב"ש"ר מנגנון האישור הפרוצדוראלי קבוע בחוק כתנאי מוקדם לאישור העסקה, בעוד שבדלאוור כלל ההגנות המלאה (שהוא יציר הפסיקה) מופעל רק בדיעבד", ונוסף על זה, "להבדיל מהדין בישראל, לפי הדין בדלאוור קביעת זהותו של האורגן הבלתי תלוי שיאשר את העסקה מסורה ככלל בידי החברה" (שם). לדיון בקשרים שבין אמות המידה לביקורת שיפוטית לבין עקרונות עוולת הרשלנות בנויקין, ראו גם ע"א

הליך הוכחות ממושך, אף שהדירקטוריון לא הצליח לשכנע כי הליך אישור העסקה היה הוגן, נמצא כי המחיר עצמו היה הוגן מכיוון שלעת מכירת החברה ממילא היו המניות הרגילות חסרות ערך.¹⁵⁸

ההלכה שנקבעה בעניין טרדוס היא כי במצבים שבהם קיימים קונפליקטים בין בעלי מניות הבכורה לבעלי המניות הרגילות, על חברי הדירקטוריון לשקול את טובת בעלי המניות הרגילות בלבד, שכן הם המחזיקים בתביעה השיוויונית. לעומת זאת הזכויות הצמודות למניות הבכורה שייכות למערכת היחסים החוזית שבין המשקיעים לחברה, ואין בהן כדי לשנות את מאפייני חובות האמון של נושאי המשרה במישור דיני החברות.¹⁵⁹ הלכת טרדוס התבססה בקשת של מקרים מאוחרים יותר שבהם אשררו בתי המשפט של דלוור את כלל מקסום המניות הרגילות. כמפורט להלן, בחלק מהמקרים נקבע בתום ליטיגציה מלאה כי לא נגרם נזק לבעלי המניות הרגילות.

כך, בעניין *In re Nine Systems Corporation Shareholders Litigation* (להלן: עניין ניין סיסטמס) נדון מקרה של גיוס ממשקיעים קיימים (insider round) ושינוי של מבנה ההון (recap) שבעקבותיו הצליחה החברה לעלות על פסים רווחיים ונמכרה כעבור ארבע שנים תמורת 175 מיליון דולר (לעומת הערכת שווי של 4 מיליון דולר בגיוס).¹⁶⁰ לאחר שהוכרזה המכירה תקפו בעלי המניות שלא השתתפו בגיוס ומניותיהם דוללו מ-26% ל-2%, את ההחלטה על שינוי מבנה ההון והגיוס. בית המשפט מתח ביקורת חריפה על הליך האישור ויישם את דוקטרינת ההגינות המלאה. אולם כעבור שש שנים של התדיינות משפטית נקבע כי המחיר היה הוגן ולא הוכח נזק. אף שבשורה התחתונה התביעה נדחתה, בהתחשב בפגמים שנפלו בהליך האישור נפסקו לזכות התובעים הוצאות משפט בסך 2 מיליון דולר.¹⁶¹

3417/16 פירוט החזקות בע"מ נ' גולדשטיין, פס' 69–75 לפסק דינו של המשנה לנשיאה (בדימ') מלצר (נבו) (12.7.2021).

¹⁵⁸ עניין *Trados*, לעיל ה"ש 156, בעמ' 113–114 (פסק דינו של השופט לאסטר).
¹⁵⁹ Leo E. Strine Jr., *Poor Pitiful or Potently Powerful Preferred*, 161 U. PA. L. REV. 2025, 2028 (2013): "[T]he law suggests that when push comes to shove, the board has a duty to prefer the common's interests, as pure equity holders, over any desire of the preferred for better treatment based on some generalized expectancy that they will receive special treatment beyond their contractual rights".

¹⁶⁰ *In re Nine Sys. Corp. S'holders Litig.*, 2014 Del. Ch. LEXIS 171 (Ch. Sep. 4, 2014).
¹⁶¹ *In re Nine Sys. Corp. S'holders Litig.*, 2015 Del. Ch. LEXIS 133 (Ch. May 7, 2015) (להלן: עניין ניין סיסטמס).

בעניין *ODN*¹⁶² התקבלה טענת יזם ובעל מניות רגילות נגד נושאי משרה שמונו לדירקטוריון על ידי קרן ההשקעות הפרטיות Oak Hill, כי האחרונים הפרו את חובות האמון שלהם בכך שגרמו לחברה לצבור מזומנים בציפייה לקראת מימוש זכות פדיון של מניות הבכורה, במקום להשקיע את הרווח הנקי בעסקי החברה לקידום צמיחה ארוכת טווח. אולם בדומה לפסקי הדין בעניין טרדוס ובעניין ניין סיסטמס, בפסק הדין שניתן בתום הליך ההוכחות דחה בית המשפט את התביעה כיוון שהשתכנע כי עסקי ODN צנחו בגלל שינויים בתנאי השוק (בעיקר תחרות מגוגל), ולא בשל אסטרטגיית צבירת ההון שהנהיגה Oak Hill. על כן מצא בית המשפט כי גם אילו הייתה החברה משקיעה מחדש את הרווחים, לא היה בכך כדי ליצור ערך למחזיקי המניות הרגילות.

כלל מקסום שווי המניות הרגילות אינו מתיישב על פני הדברים עם הפרשנות של בלייר וסטאוט לבעיית הייצור הקבוצתי. לפי בלייר וסטאוט, הדירקטוריון נהנה משיקול דעת רחב ואינו מחויב לקבוצת אינטרסים אחת.¹⁶³ כלל הקושר את חובות האמון לקבוצה מסוימת של בעלי מניות אינו עולה בקנה אחד עם יכולת הדירקטוריון לשמש דרג מתווך המגשר בין האינטרסים של בעלי העניין השונים. כזכור, פולמן טענה שבחברות הזנק, בזכות השתתפות של עובדים וספקים בהון, קבוצת מחזיקי העניין (stakeholders) חופפת במידה רבה יותר לקבוצת בעלי המניות (shareholders), ועובדה זו מצמצמת את הסתירה בין התאוריה של בלייר וסטאוט לדין הפוזיטיבי בדלוור.¹⁶⁴ אולם כוחה של הבחנה זו יפה רק כל עוד קיימת זהות אינטרסים בין בעלי המניות השונים. במצב של קונפליקט הדין הפוזיטיבי בחר לקבוע כלל מובהק של העדפת סוג מסוים של בעלי מניות, בשונה מעמדתן של בלייר וסטאוט.

גם בעיית הנציג אינה מצליחה להציע הסבר משכנע לדוקטרינת טרדוס ופסקי הדין שבאו בעקבותיה. חוקרים שהתבססו על בעיית הנציג כמסגרת תאורטית ביקרו את כלל מקסום שווי

¹⁶² Frederick Hsu Living Tr. v. Oak Hill Capital Partners III, L.P., No. 12108-VCL, 2020 Del. Ch. LEXIS 173 (Ch. May 4, 2020). ראו גם Carsanaro v. Bloodhound Techs., Inc., 65 A.3d 618 (Del. Ch. 2013) (שהסתיים בפשרה).

¹⁶³ Blair & Stout, *Corporate Law*, לעיל ה"ש 108, בעמ' 252: "directors of public firms enjoy an extraordinary degree of discretion to pursue other agendas and to favor other constituencies, especially management, at shareholders' expense". כזכור, בלייר וסטאוט עסקו בנייתו חברות ציבוריות בלבד, אולם לטענת פולמן התאוריה שלהן רלוונטית ביתר שאת לדירקטוריונים של חברות הזנק. ראו Pollman, *Team Production*, לעיל ה"ש 149 והטקסט הנלווה.

¹⁶⁴ שם.

המניות הרגילות וטענו כי הוא עלול לעודד תוצאות לא יעילות מבחינת הרווחה המצרפית של בעלי המניות, להקשות על חברות הזנק לגייס הון סיכון ולעודד אופורטוניזם של בעלי המניות הרגילות.¹⁶⁵

כך, למשל, רוברט ברטלט ביקר את הלכת טרדוס בטענה כי היא מובילה לתוצאה אבסורדית שלפיה על הדירקטוריון להמשיך את פעילות החברה גם אם תוחלת מהלך שכזה היא שלילית.¹⁶⁶ הוא צפה כי הלכת טרדוס תגרום למשקיעים ליצור הסכמים ספציפיים יותר שיקבעו את מהלכי החברה בתרחישים שונים כיוון שהמשקיעים אינם יכולים לסמוך עוד על חובות האמון הרחבות של הדירקטורים שיגנו על האינטרסים שלהם.¹⁶⁷ אולם בפועל מחקר שערך אברהם כייבל (Abraham Cable), שריאין 20 עורכי דין המייצגים חברות הזנק בעמק הסיליקון, מצא תמימות דעים ביניהם כי הלכת טרדוס לא הובילה לשינויים דרמטיים בעיצוב חוזי השקעות הון סיכון.¹⁶⁸ במילים אחרות, חוזי הון סיכון מבוססים על היגיון פנימי ועל מודל עסקי שהלכת טרדוס לא שינתה ממנו.

חוקרים אחרים ציינו שכלל העדפת המניות הרגילות במקרים רבים יוביל לתוצאה שאינה ממקסמת את שווי הפעילות של החברה.¹⁶⁹ סראת' סנגה ואריק טאלי (Sarah Sanga & Eric L. Talley) למשל פיתחו מודל פורמלי הבוחן את האינטראקציה בין מבנה ההון (מניות רגילות

¹⁶⁵ Robert P. Bartlett III, *Shareholder Wealth Maximization as Means to an End*, 38 ראו William W. Bratton ; (Bartlett, *Shareholder* SEATTLE U. L. REV. 255, 290–295 (2015) & Michael L. Wachter, *A Theory of Preferred Stock*, 161 U. PA. L. REV. 1815, 1874–1900 (2013). כן ראו Shachar Nir, *One Duty to All: The Fiduciary Duty of Impartiality and Stockholders' Conflict of Interest*, 16 HASTINGS BUS. L.J. 1 (2020); Sarah Sanga & Eric L. Talley, *Don't Go Chasing Waterfalls: Fiduciary Duties in Venture Capital Backed Startups* (ECGI Working Paper No. 634/2022, 2021) (להלן Sanga & Talley (2021).

¹⁶⁶ Bartlett, *Shareholder*, לעיל ה"ש 165, בעמ' 250.
¹⁶⁷ שם, בעמ' 294: "As a matter of private ordering, Trados's view of the board can be expected to induce investors to contract specifically for more events to address an unknown future rather than to rely on board representation."

¹⁶⁸ Abraham Cable, *Does Trados Matter?*, 45 J. CORP. L. 311, 327–330 (2020).
¹⁶⁹ 2021 Sanga & Talley, לעיל ה"ש 165, בעמ' 1: "We show that efficient decisions can be induced by an 'anti-Trados' rule that emphasizes preferred shareholders' interests and treats common shareholders as contractual claimants. The Trados doctrine, by contrast, cannot categorically reconcile private interests with value maximization" כמו כן, בראטון וווכטר מדגימים תרחיש בו מקסום שווי המניות הרגילות יקטין את שווי הפעילות. ראו Bratton & Wachter, לעיל ה"ש 165, בעמ' 1886.

ומניות בכורה) לממשל התאגידי (דירקטוריון בשליטת היזמים או המשקיעים) ולכלל האחריות (דוקטרינת טרדוס לעומת כלל הפוך של מקסום שווי מניות הבכורה). המודל מביא בחשבון גם את הערך הכלכלי הפנימי של החברה (שווי אינטרנזי) ואת השווי הפוטנציאלי של החברה לרוכש חיצוני. בהסתמך על שיטות ניתוח מתחום תמחור אופציות, סנגה וטאלי מראים שדוקטרינת טרדוס אינה מגיעה לתוצאה יעילה בקשת רחבה של מקרים. לעומת זאת כלל הפוך, שלפיו על הדירקטוריון לחתור למקסם את שווי מניות הבכורה ("דוקטרינת אנטי-טרדוס"), מנפק את התוצאות היעילות ביותר. סנגה וטאלי סבורים כי חברות יוכלו למקסם את ערכן אם ישחררו את הדירקטוריון מכפיפות לדוקטרינת טרדוס באמצעות כריתת הסכמים בין בעלי המניות (בדומה להסכמים שנפוצים כבר היום ומשחררים את הדירקטוריון מחובות אמן אחרות, כגון החובה להימנע מנטילת הזדמנות עסקית של החברה).¹⁷⁰ אולם בפועל אף שאגודת קרנות הון הסיכון בארצות הברית (National Venture Capital Association) הגיבה להלכת טרדוס באמצעות הוספת תניית מכירה כפויה (sale right) לטיטת חוזי ההשקעות שהיא מקדמת בתור סטנדרט בתעשייה,¹⁷¹ משקיעי הון הסיכון לא אימצו את הפתרון המוצע – שוב ראייה לכך שהשוך אינו רואה בהלכת טרדוס בעיה קשה שיש לפתור אותה, בניגוד לעמדת המומחים שהוזכרו לעיל.¹⁷²

הינה כי כן, המסגרות התאורטיות המובילות כיום לניתוח הממשל התאגידי של חברות הזנק מגובות הון סיכון אינן מספקות הסבר פוזיטיבי מלא לדין דלוור. במישור הנורמטיבי תאוריות מבוססות בעיית הנציג צופות כי המשקיעים ינסו להשתחרר מדוקטרינת טרדוס, אולם ממצאים אמפיריים מוגבלים שנאספו עד כה אינם מצביעים על מגמה כזו. משמע, הלכת טרדוס כנראה

¹⁷⁰ Sarath Sanga & Eric L. Talley, *Don't Go Chasing Waterfalls: Fiduciary Obligations in the Shadow of Trados*, HLS FORUM ON CORPORATE GOVERNANCE (Nov. 10, 2020): "VC-backed companies could enhance value if they could easily contract out of the Trados doctrine. The best way to do this would be to permit corporations to simply waive the Trados doctrine (much like they are able to waive other fiduciary duties such as the corporate opportunities doctrine)".

¹⁷¹ Cable, לעיל ה"ש 168, בעמ' 329: "The NVCA's model forms group proposed a sale right in response to Trados[...] this sale right aimed to take exit decisions out of the hands of the board".

¹⁷² שם, בעמ' 330: "Most interviewees are not familiar with the NVCA sale right or have not seen it included in venture capital financings".

אינה חורגת מההיגיון הפנימי שלפיו מתנהלות חברות הזנק – היגיון שאינו בא לידי ביטוי בתאוריות הקיימות.

4. חברות הזנק כייצור קבוצתי מבוסס שותפות בהון

בחלק זה של המאמר אבקש להציע כי חברות הזנק מזמינות סינתזה בין בעיית הנציג ובעיית הייצור הקבוצתי. אני קוראת לסינתזה המוצעת "ייצור קבוצתי מבוסס שותפות בהון". במאמר מוסגר אציין כי אכן יש מקום לטענה שמלכתחילה אין סתירה בין בעיית הייצור הקבוצתי לבעיית הנציג, אלא מדובר בהיבטים משלימים של התאוריה של הפירמה, שכן בעיית הנציג נוצרת כתוצאה ממניני מנהל שיפקח על עבודת צוות הייצור.¹⁷³ הסתירה הלכאורית בין התאוריות נוצרת מפרשנות בלייר וסטאוט לבעיית הנציג ולמודל הייצור הקבוצתי. בחרתי בכל זאת להשתמש במונח "סינתזה" מכיוון שבליר וסטאוט הציגו את התרומה שלהן כשינוי פרדיגמה ביחס לבעיית הנציג,¹⁷⁴ והזרם המרכזי בכתיבה המשפטית בתחום דיני התאגידים נוטה לאמץ את גישתן,¹⁷⁵ אם כי קיימים קולות המערערים על ההצדקה לכך.¹⁷⁶ כך או כך, התאוריה המוצעת דוחה כמה מן ההיבטים של פרשנות בלייר וסטאוט לבעיית הייצור הקבוצתי, מאמצת היבטים אחרים ומדגימה במה "ייצור קבוצתי מבוסס שותפות בהון" עדיף מהגישות הקיימות, כל אחת כשלעצמה.

ראשית כול, נקודת המוצא של התאוריה המוצעת היא בבעיית ההחצנה החיובית שהשקעה במחקר ופיתוח ובהון אנושי כללי מייצרת ובכיבוד האוטונומיה של ספקי ההון האנושי. בניגוד לתאוריות האחרות, תפיסת האדם שבמוקד התאוריה אינה של "נוסע חופשי" המבקש לשבת בבטלה וליהנות מעמלם של אחרים, אלא של טיפוס יצרן המבקש לממש את משאביו ואת כישוריו במסגרת ארגונית שתהלוך את שאיפותיו ותניב לו תשואה מרבית. תפיסת הפירמה שבמוקד התאוריה מבוססת על ברית וולונטרית בין ספקי תשומות שונות הרשאים להיפרד זה מזה בכל

¹⁷³ Brian R. Cheffins, *The Team Production Model as a Paradigm*, 38 SEATTLE U. L. REV. 397 (2015) (להלן: Cheffins, *The Team Production Model*).

¹⁷⁴ Blair & Stout, *Corporate Law*, לעיל ה"ש 108, בעמ' 319.

¹⁷⁵ ראו לדוגמה הדרה בר-מור **דיני תאגידים** כרך ג' 111 (2009) (המציגה כדוגמה מרכזית למתנגדים שקמו ל"פרדיגמה" של בעיית הנציג את תאוריית הייצור הקבוצתי של בלייר וסטאוט).

¹⁷⁶ Anne Tucker, *My Critique Of Cheffins, The Team Production Model Team Production Theory*, PROFESSORBAINBRIDGE.COM (June 26, 2014, 10:33 AM), <https://bit.ly/3vWqp6P>.

עת. נאמנות הצדדים זה לזה אינה מובטחת מראש, אלא נרכשת במשא ומתן מתמשך שתנאיו מתעדכנים תדיר. פְּרָדָה אין משמעותה בגידה, אלא היא תוצאה מתבקשת מהיעדר התאמה של החברה לתנאי השוק.

כפי שתואר בהרחבה בתת-פרק א.2.(א), השקעות במחקר ופיתוח ובהון אנושי מגדילות את עלות ההזדמנות של היזמים ושל העובדים, ובעקבות זאת נוצר עבורם תמריץ לעבור לחברה מתחרה או להקים חברה כזו בעצמם. ראינו כי פקעת החוזים המרכיבה את חברת ההזנק מתמודדת עם הבעיה האמורה בכמה דרכים:

ראשית, משקיעי הון סיכון מחזיקים במניות בכורה המירות בעלות זכות קדימה על עודפי החברה בפירוק. זכות העדיפות בפירוק שלצידה זכות המרה למניות רגילות מאפשרת למשקיעי הון הסיכון לגלם תפקיד היברידי של מנהל ושותף בצוות הייצור. בשל זכויות העדיפות בפירוק שלהם משקיעי הון הסיכון נהנים ממעמד דומה לזה של נושים בעלי שעבוד צף על נכסי החברה (הקניין הרוחני והציוד של החברה).¹⁷⁷ לזכויות העדיפות בפירוק יש אפקט ממשמע הדומה לעונש הקולקטיבי של הולמסטרס. כזכור, הולמסטרס טען כי לא ניתן לפקח באופן אינדיווידואלי על עבודת צוותים גדולים, ולכן מניעת השתלטות תושג באמצעות קביעת רף פרודוקטיביות לצוות בכללותו והענשה קולקטיבית של הצוות באמצעות הקצאת התוצר השיווי למנהל. בחברת הזנק כאשר צוות הייצור אינו מצליח לייצר ערך מוסף על ההשקעה, שווי החברה באקזיט אינו עולה על סך זכויות העדיפות בפירוק של בעלי מניות הבכורה, וממילא המניות הרגילות חסרות ערך (ראו המחשה לעיל באיור ב, בתת-פרק א.3). כלומר, התביעה השיווית נספגת במלואה על ידי בעלי מניות הבכורה.

האחיזה של משקיעי הון הסיכון בנכסי החברה (בעקיפין, באמצעות זכות עדיפות בפירוק על תמורות שיתקבלו ממכירתם) היא גורם מצנן המאזן את התמריץ של היזם לערוך לחברה מתחרה. כך, בדומה למודל של רג'אן וזינגלס שהוזכר לעיל בתת-פרק ב.2, זכות העדיפות בפירוק שומרת על קיומה של הפרדה בין ספקי ההון האנושי לבין הנכסים המשלימים ומעודדת השקעות אישיות תואמות-פירמה בידי צוות רחב של יזמים ועובדים. כזכור, רג'אן וזינגלס טענו כי שליטה על נכסים משלימים יוצרת כוח שעלול להיות מנוצל באופן אופורטוניסטי, ולכן יעיל יותר שנכסים אלו יוחזקו בידי גורם חיצוני, כגון בעלי המניות, ולא בידי העובדים עצמם. התאוריה שלהם

¹⁷⁷ Triantis, לעיל ה"ש 118, לעיל ה"ש 97.

מתיישבת היטב עם העברת הקניין הרוחני מהיזמים לבעלות החברה כנגד הקצאת מניות בראשית הדרך כמקובל בחברות הזנק (בשונה ממודל שבו החברה מקבלת מהיזמים רישיון בלבד להשתמש בקניין הרוחני והיזמים ממשיכים להיות בעלי הקניין הרוחני).¹⁷⁸

זאת ועוד, תכונת ההמירות של מניות הבכורה מאפשרת למשקיעים מעמד היברידי של שותפים בצוות הייצור וגורם חיצוני לו בו-זמנית. אם ערכו של התוצר השיורי יהיה גבוה במידה ניכרת מסך זכויות העדיפות בפירוק של בעלי מניות הבכורה, בעלי מניות הבכורה ימירו את מניותיהם למניות רגילות, וההבדלים בין סוגי המניות השונות ייעלמו. כלומר, משקיעי הון הסיכון יקבלו מעמד שווה לזה של חברים אחרים בצוות הייצור (כמתואר לעיל באיור ב). כך, מבנה ההון של חברות הזנק מספק מענה לשאלה שבלייר וסטאוט השאירו פתוחה: בלייר וסטאוט הודו כי מנקודת מבט של יעילות בלבד, על מנת להגן על הייצור הקבוצתי מספיק שכל חבר בצוות הייצור יתוגמל בשיעור עלות ההזדמנות שלו או שלה. אולם הן טענו כי מעבר לרף מינימלי זה, אין תשובה לשאלה מי זכאי לקבל מה, והחלוקה נקבעת לפי הכוח הפוליטי של הצדדים.¹⁷⁹ בחברות הזנק הבעיה של חלוקת העודפים הנותרים לאחר כיסוי עלות ההזדמנות של הצדדים השונים, נפתרת באמצעות חלוקה שווה בשווה (pari passu) כאשר שווי החברה גבוה מספיק כדי להפעיל את תכונת ההמירות של מניות הבכורה.

שנית, יזמים ועובדים מתוגמלים באמצעות מניות רגילות ואופציות (בהתאמה) אשר הבעלות בהן נרכשת בהדרגה לפי לוח הבשלה הפוכה או לוח הבשלה (בהתאמה). ייצור קבוצתי מבוסס שותפות בהון מסביר מדוע עובדי חברות הזנק מתוגמלים באמצעות תגמול הוני ולא באמצעות שכר קבוע בלבד. כפי שראינו בתת-פרק 2, השתתפות העובדים והיזמים בתביעה השיורית נועדה לאזן את עלות ההזדמנות שלהם, לחזק את התמריץ להמשיך לעבוד עבור החברה ולאפשר את שרידות צוות הייצור. ניתן לתמרץ השקעות אישיות תואמות-פירמה באמצעים חוזיים כגון שכר עבודה ולהגן עליהן באמצעות דיני עבודה. אולם כדי להתחרות על השקעות כלליות של הון אנושי, החברה מציעה לעובדים תגמול הוני בנוסף לשכרם הקבוע. דיני התאגידים נחוצים אפוא על מנת להגן על התביעה השיורית שבאמצעותה החברה מתחרה על השקעות כלליות של הון

¹⁷⁸ לתיאור הפרקטיקה המקובלת ולביקורת שלפיה פרקטיקה זו אינה בהכרח יעילה, ראו Mira Ganor, *Recoupling Founders with Their IP – Improving Innovation by Rationalizing IRC Section 351*, 44 J. CORP. L. 493 (2019).

¹⁷⁹ Blair & Stout, *Business Organizations*, לעיל ה"ש 133, בעמ' 747.

אנושי ופיננסי (ולא על מנת לעודד השקעות אישיות תואמות-פירמה כפי שטוענות בלייר וסטאוט).

שלישית, שיטת ההשקעה המדורגת מאפשרת להתאים את עלות גיוס ההון של החברה לתנאי השוק בהתחשב בסיכון שמגולם בפעילות החברה.¹⁸⁰ בד בבד "מענקי ריענון" ותמחור מחדש של אופציות מאפשרים להתאים את התגמול ההוני לעלות ההזדמנות של היזמים ושל העובדים. כך, האיזון בין משקיעי הון הסיכון מצד אחד לבין היזמים מצד אחר והעובדים מצד נוסף מתעדכן כל הזמן ומתאים את עצמו לעלות ההזדמנות של הצדדים השונים. תהליך ברירה טבעית בין חברות מתרחש לא רק מידי סבב השקעות כאשר משקיעי הון הסיכון מחליטים אילו חברות להמשיך לממן ואילו לחדול לממן, אלא גם כאשר עובדים ויזמים מחליטים לאילו חברות להמשיך לספק את כשרונם ואילו חברות לעזוב.

נובע מהאמור כי תפקיד דירקטוריון חברות הזנק, בדומה לתפקיד הדרג המתווך בתאוריית הייצור הקבוצתי, הוא לתמרץ את חברי צוות הייצור באמצעות עדכון טבלת ההון של החברה כדי שהשקעה בחברה תהיה אטרקטיבית ביחס לעלות ההזדמנות של הצדדים השונים. הדירקטוריון עושה כן באמצעות אישור התנאים שבהם החברה מגייסת הון פיננסי והון אנושי. כאשר טבלת ההון של החברה אינה מצליחה עוד לגשר בין עלות ההזדמנות של ספקי ההון האנושי לעלות ההזדמנות של ספקי ההון הפיננסי, החברה ממילא מגיעה לסוף דרכה. סוף חייה של החברה אינו אירוע טרגי שיש לנסות ולמנוע אותו, אלא הוא תוצאה מתבקשת מכך שלמשאבי החברה יש שימוש יעיל יותר מחוץ לכותלי החברה. כפי שראינו בתת-פרק א.1, חברות הזנק מגובות הון סיכון הן בגדר מעבדת ניסוי אשר תכליתה לבחון ישימותו של רעיון חדשני והתאמתו לשוק באופן מואץ ויעיל במשאבים. כטבעם של ניסויים, במרבית המקרים התוצאה תהיה מאכזבת, אבל הידע שנוצר לא נעלם אלא זולג הלאה, לחברות מוצלחות יותר אשר קמות בהמשך.

תפיסת חברת ההזנק כמכשיר לייצור קבוצתי מבוסס שותפות בהון משמעה שבניגוד לעמדת בלייר וסטאוט – קיים גבול לזהות הגורמים שניתן להחשיב אותם לשותפים בצוות הייצור. בניגוד לתאוריה של בלייר וסטאוט אשר כוללת בצוות הייצור קשת רחבה מאוד של קהלים מחוץ לחברה – לרבות ספקים, נושים וקהילות – אני סבורה כי רק השותפים בטבלת ההון של החברה זכאים להגנת דיני החברות. כך, התאוריה המוצעת שומרת על ההבחנה המקובלת בדיני חברות בין

¹⁸⁰ ראו תת-פרק א.1.א (ג) לעיל.

זכויות תביעה קצובות (שאינן מוגנות בחובות אמן אלא באמצעים חוזיים ואחרים) לבין זכות התביעה השיורית, שהיא מושא ההגנה של דיני החברות.

לתאוריה המוצעת יש יתרון על פני התאוריות שנסקרו לעיל גם במובן זה שהיא מתיישבת עם דוקטרינת טרדוס שאומצה בבתי המשפט של דלוור. כפי שראינו בתת-פרק א.2, ערכה של חברת ההזנק נובע במידה רבה מההון האנושי שהיא מאגדת. נובע מכך שמבלי לרתום את שיתוף הפעולה של ספקי ההון האנושי, המתוגמלים במניות רגילות ובאופציות לרכישת מניות רגילות, הדירקטוריון יוכל למכור את נכסי החברה (ציוד, פטנטים, סימני מסחר וכו'), אבל לא את החברה כעסק פעיל; הסינרגייה בין ההון האנושי לקניין הרוחני של החברה תאבד, ואובדן הערך ישתקף בשווי החברה במכירה.¹⁸¹ כלל מקסום שווי המניות הרגילות משקף אפוא את הצורך לרכוש את שיתוף הפעולה של היזמים והעובדים בסביבה המתאפיינת בחוסר ודאות באשר לשווי החברה. בתרחיש שבו יאומץ כלל הפוך, דוגמת "דוקטרינת אנטי-טרדוס" שהוצעה על ידי סנגה וטאלי, היזמים והעובדים לא ימשיכו לעבוד עד למכירת החברה (מכירה שצפויה להטיב עם בעלי מניות הבכורה בלבד), אלא יעזבו להזדמנויות תעסוקה מניבות יותר או ינהלו משא ומתן מחודש אגב התניית שיתוף הפעולה שלהם עם תהליך המכירה בשיפור מעמדם.¹⁸²

לסיכום, **טבלה א** מסכמת את ההבדלים בין שלוש התאוריות שנבחנו בפרק זה. כמפורט בטבלה, התאוריה המוצעת במאמר זה דומה לתאוריה של בלייר וסטאוט בנקודת המוצא שלה, שלפיה בעיית היסוד של החברה היא לאפשר ייצור קבוצתי בידי ספקי תשומות שונות. אולם לעומת בלייר וסטאוט, הבונות על ההבחנה של רג'אן וזינגלס בין השקעות כלליות להשקעות אישיות תואמות-פירמה על מנת לקרוא תיגר על עליונות בעלי המניות, התאוריה המוצעת גוזרת מההבחנה האמורה מסקנה הפוכה: השקעות אישיות תואמות-פירמה הן קלות לחיזוי, וניתן להגן עליהן באמצעות חוזה. בייחוד רכישת הון אנושי ספציפי (תואם-פירמה) ניתן לתמרץ באמצעות שכר עבודה ולהגן עליו באמצעות דיני עבודה.¹⁸³ בדומה לזה, זכות העדיפות בפירוק מספקת

¹⁸¹ על מרכזיות רכיב ההון האנושי במכירה של חברות הזנק, ראו למשל Polsky & Coyle, לעיל ה"ש 55, בעמ' 285; Andres Sawicki, *Buying Teams*, 38 SEATTLE U. L. REV. 651, 655 (2014).

¹⁸² ראו לעיל ה"ש 55 והטקסט הנלווה לה. חלוקת העודפים במכירה משקפת את התלות בהון האנושי.

¹⁸³ השוו Daniel R. Fischel, *Labor Markets and Labor Law Compared with Markets and Corporate Law*, 51 UNIV. CHI. L. REV. 1061, 1067 (1984): "The possibility of firm-specific investments of human capital in labor markets raises a somewhat different problem. It suggests that although labor markets may be competitive at the time of the original negotiation, they may not remain competitive after one of the parties becomes dependent

הגנה מסוימת למשקיעים על הון פיננסי שעתיד לרדת לטמיון אם החברה תיכשל.¹⁸⁴ לעומת זאת התביעה השירותית מאפשרת לחברות הזנק להתחרות על השקעות כלליות של הון פיננסי ואנושי אשר ערכן בשוק משתנה תדיר.¹⁸⁵ מכיוון שכך, שלא כבלייר וסטאוט, המתנגדות לעליונות בעלי המניות ביחס לבעלי עניין אחרים, התאוריה המוצעת מצדיקה את המעמד המיוחד של האוחזים בתביעה השירותית. לבסוף, התאוריה המוצעת גם מתיישבת עם פסיקת בתי המשפט בדלור בננוע לסכסוכים בין בעלי מניות בחברות הזנק טוב יותר מבעיית הנציג ומבעיית הייצור הקבוצתי, כמפורט לעיל.

טבלה א. סיכום ההבדלים בין הגישות

למי שייכת החברה?	בעיית הנציג	בעיית הייצור הקבוצתי	ייצור קבוצתי מבוסס שותפות בהון
למי שייכת החברה?	החברה שייכת לבעלי המניות.	החברה שייכת למכלול השותפים בצוות הייצור לרבות עובדים, משקיעים, נושים, ספקים וקהילות.	החברה שייכת למכלול השותפים בטבלת ההון – לרבות יזמים, עובדים, משקיעים, ולעיתים גם ספקים.
תכלית החברה	למקסם את שווי החברה לטובת בעלי המניות	השאת רווחה מצרפית לשותפים בצוות הייצור בהגדרה רחבה	להשיא את שווי המניות הרגילות
מהות עבודת הדירקטוריון (מלבד התוויית מדיניות)	לפקח על ההנהלה ולתמרץ אותה על מנת למנוע ניצול לרעה של ההפרדה בין בעלות לשליטה	ליישב תביעות מתחרות של השותפים בצוות הייצור, לתמרץ השקעות אישיות תואמות-פירמה באמצעות מתן אמינות להתחייבות החברה (הגנה מפני אופורטוניזם של בעלי המניות)	לפקח על השותפים בצוות הייצור ולתמרץ אותם, וכן לחלק את זכויות תזרים המזומנים באמצעות עדכון טבלת ההון של החברה כדי שהשקעה בחברה תהיה אטרקטיבית ביחס לעלות ההזדמנות של הצדדים. הדירקטוריון עושה כן בשוטף באמצעות אישור התנאים שבהם החברה מגייסת הון והון אנושי. כאשר מציאת

on the other [...] Workers in competitive labor markets realize this possibility, however, and demand compensation ex ante”

השוו Blair & Stout, *Corporate Law*, לעיל ה"ש 108, בעמ' 276: “And while the cash contributions of financial investors may initially be generic and fungible, once those funds have been used to purchase specialized assets or to pay wages, they effectively become sunk in the firm”

כפי שהדגים הכלכלן פול אוייר (Oyer, לעיל ה"ש 74), חברות טכנולוגיה מעניקות אופציות לעובדים מן השורה אשר אין בכוחם להשפיע על ביצועי המניה לא בתור תמריץ שתכליתו להקטין עלויות נציג אלא כמנגנון שמאפשר להצמיד מראש את התגמול לעובד לעלות ההזדמנות שלו (נוכח קיומה של קורלציה בין שווי השוק של ההון האנושי של העובד לשווי מניות החברה).

שיווי משקל כאמור אינה מתאפשרת עוד, הדירקטוריון מתפקד כמפרק השואף למקסם את התמורה בגין החברה או נכסיה ולחלק אותה לפי סדר הנשייה.			
דין דלור מבחין בין סוגים שונים של מניות וקובע כי חובת נושאי המשרה היא למקסם את שווי המניות הרגילות. זכויות שונות הצמודות למניות הבכורה הן בעלות תוקף במישור החוזי בלבד. עם זאת כאשר לא נוצר ערך בחברה נוסף על השווי המצרפי של זכויות העדיפות בפירוק של בעלי מניות הבכורה, אין מניעה לאייד נכסים או למכור את החברה ולחלק את התמורה לבעלי מניות הבכורה לפי סדר הנשייה אף שבעלי המניות הרגילות יצאו בידיים ריקות.	הדירקטוריון נהנה משיקול דעת רחב לפי כלל שיקול הדעת העסקי. במדיניות מסוימות קיימות הוראות המסמיכות את הדירקטוריון להביא בחשבון את עניינם של מחזיקי עניין נוספים.	נושאי המשרה צריכים למקסם את שווי החברה לטובת בעלי מניותיה. הדירקטורים אינם רשאים לנקוט מדיניות עסקית המתכחשת להשאת ערך לבעלי המניות.	הסבר דסקריפטיבי לדין

ג. דיני חברות הזנק תוצרת ישראל

פרק זה בוחן כיצד בתי המשפט בישראל בחרו ליישם את דיני החברות בהקשרים שבהם התגלע סכסוך בין צדדים בחברות הזנק. עמדתי לעיל על כך שחברות הזנק מאפשרות למשקיעי הון אנושי והון פיננסי לשתף פעולה כדי להקים מיזם חדשני בסיכון גבוה בפרק זמן קצר יחסית ובסופו של דבר לאפשר לצדדים נזילות. פרק זה יבחן את פסיקת בתי המשפט בישראל לאור המאפיינים המיוחדים ופונקציית המטרה של חברות הזנק.

1. מישור היחסים שבין היזמים לבין עצמם וגבולות חובת תום הלב

שלושה מקרים שנדונו לפני בתי המשפט המחוזיים עסקו בתרחיש דומה: שלושה יזמים יצאו לדרך, החברה הייתה זקוקה להון על מנת להמריא מהקרקע, אולם משקיעים מנוסים התנו את העמדתו לרשות החברה בעזיבתו של אחד היזמים. בשל עמדת המשקיעים דחקו שניים מהיזמים החוצה את היזם השלישי ושעטו קדימה עם החברה. החברה זכתה להצלחה, ואז תבע היזם

שהועזב לקבל את המניות שהובטחו לו במקור או את שוויין. בשני מקרים בחר בית המשפט לכבד את ההסכמים שנחתמו בין היזמים, והיזם שהודח לא זכה במניות כלל או שקיבל חלק קטן מהמניות שהוקנו לו מלכתחילה. במקרה השלישי בית המשפט ראה בהתנהלות זו משום עושק. השוואה בין המקרים מלמדת כי ככל שהשלב שבו חתמו היזמים על הסכמים סטנדרטיים הכוללים תוכנית הבשלה והדיחו את היזם הבעייתי היה מוקדם יותר, כך בתי המשפט נטו יותר לכבד את ההסכמה החוזית בלי לתהות אחר הגינותה.¹⁸⁶ להלן אציג את המקרים לפי מידת מורכבותם, מהתרחיש הפשוט, שבו הסכמים נחתמו כבר ביריית הפתיחה, ועד לניסיון המגושם ביותר לתקן טעויות בדיעבד.

בעניין פליופס דנה המחלקה הכלכלית, מפי השופטת רות רונן, במקרה שבו המבקש, שהיה יזם וסגן נשיא מחקר ופיתוח בחברה, פוטר מהחברה שלושה חודשים לאחר גיוס השקעה ראשונית.¹⁸⁷ במועד הגיוס חתמו היזמים על "הסכם הגבלת מניות" (share restriction agreement) שאפשר לחברה לחלט מניות שבידי היזמים ללא תמורה לפי תנאים שנקבעו בסעיף הבשלה הפוכה. בעקבות הפיטורים הודיעה החברה ליזם כי היא מממשת את זכותה ומחלטת את מניותיה מידיו ללא תמורה. המבקש ביקש מבית המשפט להצהיר שהחברה לא הייתה זכאית לחלט את מניותיו מכיוון שחילוט כזה אפשרי לפי ההסכמים שבין הצדדים רק במקרים שבהם הפיטורים הם בגין עילה מוצדקת (for cause), ופיטוריו שלו היו ללא עילה.

בית המשפט ניתח את מכלול ההסכמים שבין הצדדים ומצא כי פרשנויות שני הצדדים לחוזה אפשריות מבחינה מילולית, כלומר סעיפים שונים בהסכם הגבלת המניות תומכים במסקנות שונות בדבר הצורך בעילה מוצדקת לפיטורים על מנת להקים זכות חילוט של המניות. משכך, בית המשפט נדרש לתכליתו הסובייקטיבית של ההסכם ולנסיבות כריתתו. בהקשר זה בית המשפט קיבל את גרסת המשיבים שלפיה ההסכם הגבלת המניות נועד למנוע מהחברה מצב שבו יזם מפוטר ולוקח עימו חלק ניכר ממניות החברה (בעיית ה-dead equity שהוזכרה לעיל).¹⁸⁸ בית המשפט

¹⁸⁶ סמוך לסיום העבודה על מאמר זה נתן בית המשפט המחוזי בתל אביב (המחלקה הכלכלית) פסק דין נוסף בסוגיה קרובה, ראו ת"א (כלכלית ת"א) 25256-03-20 אברמון נ' כוכבי (נבו 5.1.2022). באותו מקרה נפרדו דרכי היזמים כבר במועד ההתאגדות של החברה, ובכל זאת מצא בית המשפט כי מדובר בהתנהלות מקפחת והעניק סעד של העברת מניות מיזם אחד לאחר.

¹⁸⁷ ה"פ (כלכלית ת"א) 18713-05-18 כהן נ' פליופס בע"מ (26.9.2019).

¹⁸⁸ שם, בפס' 26 לפסק דינה של השופטת רות רונן: "גיא הצטרף אלינו באיזושהי שלב ואחד הדברים הוא הביא ניסיון מסטראפיים קודמים. הנושא של מה קורה אם יזם עוזב הגיע משיחה עם גיא שהיה לו ניסיון קודם בחברת אמישרא עם יזם שלא תפקד והחליטו להוציא [...] הוא עזב ונשאר עם כל מניותיו אחרי עימות משפטי [...] ולכן עלה הצורך

מצא אחיזה נוספת לפרשנות זו גם במסמך העקרונות (term sheet) שנחתם עם המשקיעים, ובו נקבע באילו מקרים תואץ הבשלת מניות היזמים והם יזכו לבעלות במניות שטרם הבשילו (כלומר תמונת המראה של תרחיש החילוט). לפי פרשנות ההסכם על פי אומד דעת הצדדים, בית המשפט דחה את המרצת הפתיחה. המבקש ערער על פסק הדין לבית המשפט העליון, אך בשל הערות המותב הוא ויתר על טענותיו והערעור נדחה.¹⁸⁹

המקרה הבא משקף תרחיש מורכב יותר שבו ההסכמים בין היזמים לא נכרתו מייד בראשית פעילות המיזם אלא כעבור תקופה ארוכה של מאמץ משותף ובתגובה לתנאי שהציבו משקיעים לעתיד. בעניין **פירסט אוברסי** דן בית המשפט המחוזי בתל אביב – יפו, מפי השופט אבי זמיר, במקרה של חברה שעסקה במתן שירותים לספקי אינטרנט.¹⁹⁰ בשנים הראשונות לפעילות המיזם פותחה טכנולוגיה בידי יזם אחד, ואליו הצטרף בהמשך עוד יזם, ושניהם פנו יחד לרשום פטנט. כעבור שנתיים מתחילת פעילות המיזם הצטרף אליהם יזם שלישי (לימים – התובע). תפקידו היה לסייע לחברה לגייס הון והוא נועד לשמש מנכ"ל החברה העתידית לכשתקום. היזם השלישי הביא ליצירת קשר עם חממה טכנולוגית שהציעה להשקיע השקעה טרומית (seed). בסמיכות לחתימה על הסכם עקרונות עם החממה הטכנולוגית הסכימו שני היזמים הראשונים להקצות ליזם השלישי 14% ממניות החברה. אולם כעבור כמה חודשים החליטה החברה לוותר על הצעת החממה הטכנולוגית, ותחתיה בחרה להתקשר עם קרנות הון סיכון שהציעו להשקיע סכומים גדולים יותר שהיו נחוצים לצורך פיתוח הטכנולוגיה. משקיעי אותן קרנות לא התרשמו מהיזם השלישי, המנכ"ל המיועד, והתנו את ההשקעה בהחלפתו.¹⁹¹ לפיכך לאחר השלמת הגיוס פוטר המנכ"ל

באיזשהו מנגנון שמאפשר את זה כי אנחנו לא מכירים אחד את השני באופן בדוק [...] כל אחד מאתנו תפקיד ראשון כיום פעם ראשונה, אני מנכ"ל פעם ראשונה, משה C.T.O פעם ראשונה. אז החלטנו שצריך איזשהו מנגנון שמאפשר לנו להיפרד באופן שלא תוקע את החברה".

ע"א 7502/19 **כהן נ' פלייפס בע"מ** (נבו 23.11.2020)

ת"א (מחוזי ת"א) 2102/06 **בר נ' עפרון** (נבו 26.8.2010) (להלן: עניין **פירסט אוברסי**).

ראו תיאור השתלשלות העניינים שם, בעמ' 23: "במהלך השיחה בין הצדדים מיום 3/9/04 (שכאמור, הוקלטה על ידי מר בר והתמליל הוגש כראיה). בפתח השיחה, הודיע מר עפרון: [...] בוא ניתן עדכון על מה ש, נתחיל בסוף. שלוש קיבלתי טלפון מ-STAGEONE ממושי, וכמו שחשבנו [...] מה שנאמר זה שהם לא רוצים, לא רוצים אותך בפרוייקט'. ומייד לאחר מכן: [...] ושםבחינתם לא מציגים אותך ביום ראשון בוועדת השקעות, וכדי שאנחנו נוכל להתקדם עם הפרוייקט אנחנו צריכים לחזור אליהם ולהגיד כמה אחוזים אתה מקבל, ושזה יהיה מקובל עליהם. ואני, אני מצטט כרגע, מה שאני אומר כרגע זה בשיחה אה, ושאינ לנו שום דבר נגדך באופן אישי, חושבים שאתה בחר נהדר. לא חושבים שאתה מתאים לחברה ולא לקבל משכורת ולא לקבל אקוויטי [...] (עמ' 4 לתמליל השיחה מיום 3/9/04)".

והיזמים האחרים הציעו לו לקבל מייד 20% מהמניות שאותן היה צפוי לקבל אילו היה ממשיך לשמש בתפקידו. התובע התנגד להצעת הנתבעים והציע פשרה אחרת, ולפיה יוקצו עבורו לפחות 50% מהמניות שיועדו לו בתחילה.

פסק הדין ניתח את הסכסוך במסגרת החובה החלה על בעלי מניות לנהוג בתום לב ובדרך מקובלת בהפעלת זכויותיהם ובמילוי חובותיהם כלפי החברה וכלפי בעלי המניות האחרים.¹⁹² במסגרת זו ציין בית המשפט כי האופי העתידי של ההסכמות וההתחייבויות כמו גם היותה של החברה חברת הזנק מטיל חובות אמון מוגברות על הצדדים. כמו כן בית המשפט התרשם שיחסי הכוחות בין הצדדים לא היו שווים, וכוח המיקוח של הנתבעים היה רב משל התובע, וגם עובדה זו הצדיקה לפי קביעת בית המשפט החלת חובות אמון מוגברות ביחסים שבין היזמים.

מבחינה עובדתית מצא בית המשפט כי ההתחייבות המקורית של הצדדים אכן הייתה להקצות לתובע 14% ממניות החברה. אולם מזכר ההבנות שנחתם עם משקיעי הון הסיכון יצר התחייבויות חדשות לא רק במישור שבין החברה למשקיעים אלא גם במובן של שינוי תוכן ההסכמות שבין היזמים לבין עצמם. במזכר ההבנות אומץ מנגנון הבשלה הפוכה שהתנה את בעלות היזמים במניות בצבירת תקופת ותק בחברה. לצד זאת מנגנון ההבשלה הפוכה קבע כי 20% ממניות המייסדים יהיו ניתנות למימוש מייד גם במקרה של פיטורים. בית המשפט התרשם כי הזכות למימוש מייד של 20% ממניות היזמים נכנסה למזכר ההבנות לבקשת הנתבעים דווקא כדי להגן על היזם השלישי. בנסיבות שבהן המשקיעים היחידים שהביעו נכונות להשקיע בחברה דרשו את הפסקת כהונתו של האחרון כמנכ"ל ושלילת זכויותיו במניות, שותפיו רצו להבטיח באמצעות מזכר ההבנות כי יקבל לפחות 20% מהחזקותיו בתרחיש שבו ייאלץ להיפרד מהחברה.

בנסיבות אלו קבע בית המשפט כי היזמים "היו רשאים לשקול גם את האינטרסים הכלכליים שלהם עצמם, וכן את טובת החברה, וזאת בייחוד לאור תלותה הטבעית במימוןם של המשקיעים, החיוני לצורך פעילותה".¹⁹³ אשר על כן פסק בית המשפט כי הנתבעים פעלו בתום לב.¹⁹⁴ לפיכך בשורה התחתונה הורה בית המשפט להקצות לתובע "20% מהמניות שייועדו לו מלכתחילה, בכפוף לדילולים בהשקעות המייסדים".

¹⁹² שם, בעמ' 10–11; ס' 192 לחוק החברות.

¹⁹³ עניין פירסט אוברסי, לעיל ה"ש 190, בעמ' 26.

¹⁹⁴ שם, בעמ' 25.

יוצא אפוא כי באמצעות התביעה קיבל היזם המודח את אותן זכויות שהוצעו לו מלכתחילה במשא ומתן. אומנם בית המשפט נקט רטוריקה המדגישה את חובות תום הלב המוגברות ביחסים שבין יזמים, אולם בפועל נתן בכורה להסכמות החוזיות שהושגו בהתמקחות המחודשת בעניין מבנה ההון במסגרת סכב הגיוס. בבחירה בין נאמנות היזמים זה כלפי זה לבין טובת החברה העדיף בית המשפט את טובת החברה וקבע כי היזמים שנותרו בחברה הרימו את הנטל שהיה מוטל עליהם בנוגע לחברם בכך שדאגו כי יקבל לפחות 20% מהמניות שהוקצו לו מלכתחילה. מפסק הדין נובע אפוא כי חובות תום הלב המוגברות ביחסים שבין היזמים לבין עצמם כפופות לחובת-העל שלהם בנושאי משרה לפעול לטובת החברה, ולכן בסיטואציה שבה טובת החברה מחייבת "הקרבה" של אחד היזמים, הדבר אינו בבחינת חוסר תום לב.¹⁹⁵

על רקע שני המקרים שהוצגו לעיל, פסק הדין בעניין **סייברה**,¹⁹⁶ שניתן בבית המשפט המחוזי בתל אביב – יפו, מפי השופט מגן אלטוביה, מציג גישה שונה. פסק הדין בוטל בבית המשפט העליון בשל הסכמת הצדדים,¹⁹⁷ ולכן תוקפו של פסק הדין כהלכה מנחה נפגם.¹⁹⁸ עם זאת ניתן להניח כי הוא עדיין משמש תמרון אזהרה לחברות וליזמים.¹⁹⁹

גם בעניין **סייברה**, כמו בשני המקרים שתוארו לעיל, החברה הוקמה בידי זוג יזמים ואלהים הצטרף שותף שלישי שלימים הודח מתפקידו ולבסוף פוטר. בשונה מעניין **פירסט אוברסי**, הפעם

¹⁹⁵ שם. השוו ע"א 667/76 **גליקמן נ' ברקאי**, פ"ד לב (2) 281, 285 (1978): "החלטה של ההנהלה יכול ויהיה בה דבר הפועל לרעת חלק מבעלי המניות, וכפי שנאמר במאמרו של שגב [...] 'נראה כי ההכשר היחידה להחלטה כזו יכול להינתן רק במקרה והסיבה העיקרית להחלטה נעוצה ברצון לקדם את האינטרס של כלל החברה והערפת חלק מסויים של בעלי המניות הינה תוצאת לוואי שלא ניתן למנוע אותה'".

¹⁹⁶ ת"א (מחוזי ת"א) 36969-12-15 **בן אבו נ' דויד** (נבו 6.8.2019) (להלן: עניין **סייברה**).

¹⁹⁷ ע"א 6273/19 **אלטר נ' בן אבו** (נבו 14.10.2020).

¹⁹⁸ ראו בהיקש מרע"א 7162/20 **יונתנוב נ' התחנה המרכזית החדשה בתל אביב יפו בע"מ**, פס' 8 לפסק דינו של השופט גרוסקופף (נבו 3.1.2021): "פסק דין שבוטל על ידי ערכאת הערעור, בין אם מכוח החלטה שיפוטית כי נפל בו פגם, ובין אם כהיענות להסכמת הצדדים, אינו יכול ליצור השתק פלוגתא, וזאת מהטעם שההכרעות שנקבעו בו אינן נושאות עוד כוח נורמטיבי מחייב". בית המשפט ציין כי ערכאת ערעור אינה חייבת לבטל פסק דין של ערכאה קמא, גם אם ביטול פסק הדין הוא תנאי לפשרה שגיבשו הצדדים. בית המשפט אזכר בהקשר זה את השיקולים שפירט בית המשפט העליון האמריקאי בפסק דין בעניין **United States Bancorp Mortg. Co. v. Bonner Mall P'ship**, 513 U.S. 18 (1994), ובכללם העובדה שלפסק דין פדרלי יש ערך ציבורי החורג מהאינטרס הפרטי של הצדדים לו. משמע, ביטול פסק הדין גורע מערכו הציבורי וחל גם בהיבטים שחורגים מהיחסים שבין הצדדים להליך.

¹⁹⁹ ראו למשל רותי לוי "בוטל פסק דין סייברה – שמצא כי מייסדי הסטארט-אפ עסקו את שותפם **TheMarker** (14.10.2020) <https://bit.ly/3ORhaxg>; רותי לוי "בית המשפט לא מבין בסטארט-אפים: תעשיית ההיי-טק סוערת מפס"ד סייברה" **TheMarker** (19.8.2019) <https://bit.ly/38HlBdt>; עמרי זרחוביץ "הצדדים הגיעו לפשרה – והעליון ביטל את פס"ד סייברה" כלכליסט (14.10.2020) <https://bit.ly/3OQWyFu>.

מנהל טכנולוגיה ראשי (CTO) הוא שמצא את דרכו החוצה ולא המנכ"ל. לעת הקמת החברה חילקו היזמים ביניהם את הון המניות שווה בשווה. אולם כעבור כשנה וחצי התנהל משא ומתן מחודש בין הצדדים, על רקע בעיות שהתגלו בתפקוד התובע, לרבות איחורים, היעדרויות, התנהגות לא מקצועית שפגעה בלקוחות והיותו "חייב מוגבל באמצעים" – עובדה שהשתקפה במרשם בעלי המניות והקשתה על החברה לגייס הון. בסיום המשא ומתן ויתר היזם השלישי על שני שלישים ממניותיו והן חזרו לחברה ללא תמורה. עם זאת הוגדלה משכורתו החודשית של היזם המודח אף שמכסת ימי העבודה שלו בחברה הוקטנה. בהמשך ויתר היזם השלישי גם על מרבית יתור המניות שהוקצו לו (ונותר עם 45,000 מניות מתוך מיליון המניות שהוקצו לו מראש). העובדות שהובילו לויתורו של התובע על מניותיו היו שנויות במחלוקת בין הצדדים. חלק מהעובדות הרלוונטיות אינן מופיעות בפסק הדין. למשל, פסק הדין אינו מציין אם מניות היזמים היו כפופות למנגנון הבשלה הפוכה, ואם כן, מה היה שיעור המניות שכבר הבשיל. נקודת המוצא של פסק הדין נעוצה בקבלת גרסת התובע, שלפיה המניות שקיבל הוקצו לו במועד ייסוד החברה כנגד טכנולוגיה שהוא פיתח והעביר לחברה. בהקשר זה דחה בית המשפט את טענת הנתבעים כי המניות הועברו לתובע, כנהוג, ללא תמורה וכנגד ציפייה שיתרום לחברה את מלוא מרצו וזמנו בהמשך הדרך. קביעת בית המשפט התבססה על שכל ישר שהפעיל המותב אגב דחיית האמור בתצהירי מומחים בתחום הון הסיכון שהעידו מטעם הנתבעים. למשל, בית המשפט הניח כי אם ניתנו לתובע מניות, הרי ודאי שהדבר נעשה מכיוון שהתובע סיפק לחברה נכס בעל ערך ולא בציפייה להשקעת זמנו ומרצו בהמשך: "כבר בשלב ייסוד החברה העביר משה לחברה 'ערך' כלכלי אחרת סביר להניח שנתי ואורי לא היו מסכימים להקצות לו שליש ממניות החברה".²⁰⁰

זאת ועוד, בית המשפט העדיף את הטענה שהמניות הוקצו כנגד תמורה טכנולוגית ולא בציפייה לתמורה עתידית, גם בשל קיומם של יחסי עבודה בין הצדדים: "משה עצמו הועסק בחברה בתמורה לשכר חודשי (שבשלב ראשון שולם מכיסם של נתי ואורי) ובהתחשב בהנחה האמורה לא היה מקום לשלם למשה משכורת, וככל ששולמה לו משכורת לא היה צורך בהקצאת מניות, במיוחד בהתחשב בהוראות הסכם ההעסקה [...] לפיו התחייב משה להקדיש את כל מרצו וכוח עבודתו בקידום ענייני החברה".²⁰¹ כיוון שבית המשפט בחר להפריד בין חובותיו של התובע

²⁰⁰ עניין **סייברה**, לעיל ה"ש 196, בפס' 5 לפסק הדין.

²⁰¹ שם. השווה סע"ש (אזורי ת"א) 24671-10-14 **שחר נ' סלאריקס מובייל פיימנטס בע"מ**, פס' 23 (נבו 5.3.2017) (תגמול באופציות אינו גורע מתחולת חוקי המגן).

כלפי החברה כעובד לבין חובותיו כיום, ממילא לא ראה לנכון לתת משקל של ממש לטענות הנתבעים בדבר התנהלות הנתבע: "מאחר ובית המשפט כאן, אינו עוסק ביחסי עובד מעביד, איני רואה לנכון להידרש לטענות הנתבעים באשר לאופן עבודתו של משה".²⁰²

בהמשך ישיר לכך מצא בית המשפט כי התובע היה חלש ותמים לעומת הנתבעים, וכי הנתבעים היו המרוויחים העיקריים מוויתור על מניותיו. ראוי לציון העובדה כי בניגוד לפסק הדין בעניין פירסט אוברסי, בעניין סייברה לא העניק בית המשפט משקל רב לכך שהתנהגות הנתבעים, על פני הדברים, קידמה את טובת החברה. בית המשפט סבר שעובדה זו אינה חשובה כיוון שוויתור התובע על מניותיו בראש ובראשונה העשיר את הנתבעים,²⁰³ אם כי מעובדות פסק הדין עולה שמניות התובע הושבו לידי החברה, ובכך הגדילו את מכסת המניות שהיו זמינות לתגמול עובדים (option pool) ולא הועברו ישירות ליזמים האחרים.

לאחר שמצא בית המשפט כי התקיימו נסיבות של "מצוקה" ו"ניצול המצוקה", פנה בית המשפט לבחון את התקיימות היסוד השלישי לעילת העושה – "תנאים גרועים במיוחד".²⁰⁴ בית המשפט נימק כי "נראה כי קשה לחלוק" שוויתור על מניות ללא תמורה בשעה שמשקיעים משלמים בעבור מניות החברה מיליוני דולרים, ובסמיכות לפני שיתר היזמים מכרו מניות במחיר של יותר מדולר למניה, הוא תנאי גרוע במידה לא סבירה.²⁰⁵ מכאן הייתה קצרה הדרך לקביעה כי כתבי הוויתור שנחתמו בעושה בטלים, וכי תיקון המעוות יעשה באמצעות חיוב הנתבעים להעביר לתובע את החלק היחסי מהתמורה שקיבלו בעת מכירת החברה (בסכום שווה לשיעור התוספת בהחזקות שקיבל כל אחד מהם בעקיפין בעקבות החתמת התובע על כתבי הוויתור).²⁰⁶ בתת-פרק ב.4. טענתי כי התאוריה המארגנת של חברת הזנק היא ייצור קבוצתי מבוסס שותפות בהון. כלומר, הבעלות בחברה משקפת את מכלול התרומות שחברו ליצירתה, והיא נועדה לרתום את הגורמים שחיוניים להצלחת החברה להמשך עשייה. עוד הסברתי כי יחסי עבודה מגינים על השקעות של הון אנושי ספציפי בחברה (השקעות תואמות-פירמה), אך יש צורך בחלוקת ההון בין חברי צוות הייצור כדי לאפשר לחברה להתחרות על השקעות של הון אנושי כללי (כלומר לקזז את עלות ההזדמנות של העובד או של היזם). נובע מכך כי לא רצוי להפריד

²⁰² עניין סייברה, לעיל ה"ש 196, בפס' 11.

²⁰³ שם, בפס' 12.

²⁰⁴ שם, בפס' 14.

²⁰⁵ שם, בפס' 15.

²⁰⁶ שם, בפס' 36.

בדיון בין יחסי העבודה של היזמים עם החברה וקיום חובותיהם כלפיה לבין מעמדם כבעלי מניות. דבקות בית המשפט בהפרדה בינארית בין יחסי עבודה להשקעה יכולה לעיתים להלוך יחסים שבין מנהל לחברה "רגילה",²⁰⁷ אך היא אינה מתאימה ליישום ביחסים שבין יזם לחברת הזנק. כמפורט בתת-פרק א.2 (ג) לעיל, ליזמים מוקצות מניות בתחילת הדרך, אך בדרך כלל עדיין מוטל עליהם נטל להצדיק את חלקם בחברה (באמצעות מילוי תנאי לוח ההבשלה ההפוכה). לפיכך הקצאת מניות ליזם כשלעצמה אינה מלמדת בהכרח על העברה מקבילה של תמורה בעלת שווי כלכלי מהיזם לחברה. זאת ועוד, כפי שמדגימים עניין פירסט אוברסי ועניין פליופס, השבת מניות יזם לחברה ללא תמורה מתרחשת בשגרה בחברות הזנק (למעשה, הסדרים אלו כה נפוצים עד שרשות המיסים נדרשה אליהם).²⁰⁸ הזכרתי בתת-פרק א.2. כי בדרך כלל בתקופת ההבשלה ההפוכה החברה עדיין לא רווחית, ולכן נאסר עליה לבצע רכישה עצמית של מניות בתמורה.²⁰⁹ לכן יש קושי בקביעה האפרורית של בית המשפט כי רכישה בחזרה של מניות יזם ללא תמורה מדברת בשם עצמה והיא תנאי גרוע מהמקובל. על מנת לקבוע אם בנסיבות המקרה התנאים היו גרועים מהמקובל, עלינו לדעת קודם מה נקבע בהסכמים שבין היזמים לבין עצמם ובינם לבין המשקיעים, ובייחוד מה קבע לוח ההבשלה ההפוכה (שכן אין דומה השבה של מניות שכבר הבשילו, או שהייתה קיימת בעניינן זכות מימוש מיידית, להשבה של מניות שטרם הבשילו). למשל, ראינו כי בפרשת פירסט אוברסי מצא בית המשפט כי 20% מהקצאה ראשונית של 14%

²⁰⁷ ראו בג"ץ 4295/95 קמחי נ' ביה"ד הארצי לעבודה, פ"ד נב(5) 773 (1998); עב"ל 20182/97 המוסד לביטוח לאומי נ' גרוסקופף, פ"ד לד' 97, פס' 21 לפסק דינו של השופט אדלר (1999). בפסקי הדין פותח "מבחן ההפרדה" ונוספו עליו מבחני משנה ומבחנים משלימים, כדלקמן: א. המבחן הראשון – מבחן ההפרדה: האם ניתן להפריד בין עבודתו של אותו אדם בחברה כבעל מניות או כמנהל לבין עבודתו כ"עובד"? בהקשר זה נקבעו שלושה מבחני משנה: (1) במה עוסק אותו אדם "בכובעו" כבעל עסק ובמה "בכובעו" כעובד בעסק? האם אלמלא עבד אותו אדם בחברה כמנהל הייתה החברה חייבת להעסיק מנהל אחר זולתו? (2) כיצד ראה עצמו אותו אדם – האם כ"עובד" החברה אם לא? האם הוגדר "עובד" בחוזה עבודה? האם דיווח לביטוח הלאומי? כיצד הציג עצמו לפני צדדים שלישיים? (3) מי האחראי לקבלת אותו האדם לעבודה ולפיטוריו? ב. המבחן השני – האם הסדר העבודה בחברה הוא אמיתי או פיקציה? האם האיש אכן ביצע עבודה עבור החברה? האם החברה דיווחה למוסד לביטוח לאומי על האיש כ"עובד" באופן שוטף ואמיתי, או שמא נעשה הדיווח רק לצורך השגת ביטוח או למטרה לא ראויה אחרת? ג. המבחן השלישי – האם ניתן לקבוע מה היה "שכרו" של האדם כ"עובד"? האם ניתן להפריד בין תשלומי השכר שקיבל אדם כ"עובד" לבין התשלומים שקיבל כרווחים או כהחזר השקעות? עם העובדות שעל בית הדין לבחון נמנות אלה: עירוב נכסים; הצהרות החברה והאדם למוסד לביטוח לאומי; תשלום דמי ביטוח; הקפדה על תפעול הגופים הרשמיים בחברה ודיווחי אמת. עניין עירון, לעיל ה"ש 16.

²⁰⁸ חוזר מס הכנסה 5/2017 "מנגנוני שימור ומגבלות על מייסדים ועובדי מפתח" (15.11.2018).

²⁰⁹ ראו לעיל ה"ש 94 והטקסט הנלווה לה.

היא דווקא פשרה הוגנת וסבירה, ושם דובר במנכ"ל שעבד ותרם לחברה במשך תקופה ארוכה ולא ביזם, שכעולה מפסק הדין, התנהלותו הייתה לא מקצועית ופגעה בשרידות החברה. בשורה התחתונה, ייתכן כי היזמים בפרשת סייברה נהגו באי-הגינות בשותפם, אולם העובדות שהוזכרו בפסק הדין אינן מאפשרות לעמוד על כך. אף שבוטל בערכאת ערעור לבקשת הצדדים, פסק הדין ממחיש את חוסר ההרמוניה במפגש של חברות הזנק עם קונוונציות משפטיות שכוחן יפה בהקשר של חברות אחרות, ובכללן החלוקה הבינארית בין יחסי עבודה והשקעה, והמשמעות שמיוחסת להחזקה במניות כמשקפת העברת ערך שכבר בוצעה בעבר, לעומת ציפייה ליצירת ערך בעתיד. עם זאת אין להפריז בחשיבותו של פסק הדין בעניין סייברה, שכן מדובר כאמור במקרה חריג בתוך קשת המקרים שבהם נדונו הסכמי הבשלה הפוכה. במקרים האחרים בתי המשפט נטו להעדיף את ההסכמות החוזיות שהושגו והעמידו את טובת החברה לפני האינטרסים של היזמים כפרטים. אם כן, יותר משפסק הדין בעניין סייברה מלמד על שינוי מגמה, הוא מצביע על חוסר אחידות ועל קושי לצפות מראש את תוצאות ההתדיינות בבית המשפט, שכן לשופטים שונים תפיסות שונות בדבר גבולות חובת ההגינות וחובת תום הלב ביחסים שבין יזמים.

2. מישור היחסים שבין היזמים למשקיעים ובין המשקיעים לבין עצמם, ושאלת הקיפוח

כל עוד החברה צומחת ומתקדמת בקו ישר לעבר האקזיט המיוחל, המשקיעים בדרך כלל ייתנו ביזמים אמון ויאפשרו להם מרחב תמרון לנהל את החברה לפי חזונם. אולם משמתחילים להתעורר קשיים, ובייחוד כאשר החברה נאלצת לגייס לפי שווי נמוך מכפי שהוענק לה בסבבי גיוס קודמים, עלולים להיווצר מתחים בין הצדדים ובמקרים קיצוניים אף להביא לידי ליטיגציה. כאשר הגיוס מתבצע ממשקיעים קיימים בלבד, המשקיעים נמצאים משני צידי העסקה, ועל כן הם נגועים בניגוד עניינים מובנה (self-dealing): נציגיהם בדירקטוריון מאשרים את תנאי הגיוס, והקרנות עצמן נהנות כמשקיעות מהשווי שנקבע. משקיעים שאינם מקבלים הזדמנות להשתתף בגיוס, או שבוחרים שלא לנצל את ההזדמנות שניתנה להם – מטבע הדברים ידוללו. בעגה השגורה בתחום הון הסיכון מהלך כזה נקרא washout, או בתרגום לא מוצלח לעברית – "סחף".²¹⁰ ליטיגציית washout עשויה להתעורר הן ביחסים בין היזמים למשקיעים והן ביחסים

²¹⁰ נתן ליפסון "כבר לא מתביישים" TheMarker (2.4.2001). <https://bit.ly/3lSnabV>. ראו גם José M. Padilla, *What's Wrong with a Washout: Fiduciary Duties of the Venture Capitalist Investor*

שבין המשקיעים לבין עצמם (למשל באמצעות כפיית תניית pay-to-play, אשר "מפשיטה" את מניות הבכורה של משקיעים שסירבו להשתתף בסבב מכל הזכויות העודפות או מחלקן).²¹¹ זאת ועוד, עדכון מבנה ההון (recap) יגרור לעיתים קרובות הענקה מחודשת של תגמול הוני ליזמים ולעובדים, שכן המניות והאופציות שהוענקו במקור מאבדות את ערכן, ויש צורך במענקים חדשים או בשינוי תנאי ההענקה של ניירות הערך המקוריים על מנת לרענן את התמריץ לעבוד עבור החברה. לא כל בעלי המניות יהיו בהכרח שותפים להבנת חשיבות המהלך, ואפשר שתשימענה טענות בדבר קיפוח או פגיעה בזכויות חוזיות.

כך, למשל, בעניין ווייב גארד, אשר נדון לפני המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב – יפו, מפי השופט דניה קרת מאיר, התובעים, בעלי מניות מיעוט, טענו כי תוכנית תמריץ להנהלה גרמה לקיפוחם וסתרה הגנה מפני דילול שהוענקה להם.²¹² בית המשפט דחה את מרבית טענות התובעים, לרבות הטענה שהקצאת אופציות לעובדים ולדירקטורים הפעילה זכות הגנה מפני דילול, ולכן על החברה להקצות להם מניות רגילות נוספות.²¹³ בית המשפט דחה גם את טענת התובעים כי תשלום רטרואקטיבי בגין שכר עבודה שעליו ויתרו היזמים בשנים שבהן חוותה החברה קשיים פיננסיים, מהווה קיפוח.²¹⁴ עם זאת אשר לאופציות שהוענקו ליזמים במסגרת תוכנית תגמול נקט בית המשפט גישה הפוכה וקבע כי מדובר ב"הקצאה מקפחת".²¹⁵ בית המשפט התייחס בהקשר זה לעובדה שרווחי החברה לא חולקו כדיווידנד, והפנה לפסק הדין של בית המשפט העליון בעניין גדיש.

בעניין גדיש קבע בית המשפט העליון, מפי הנשיאה (בדימוס) דורית ביניש, כי "טענה שעניינה אי-חלוקת דיווידנד עשויה, בהצטרפה לגורמים נוספים בעלי משקל משמעותי, להוביל

in a Washout Financing, 1 Hous. Bus. & Tax L.J. 269, 276–278 (2001). לא בכדי התדיינו מסוג זה קשורה בעיתות שפל בשווקים הפיננסיים – בתקופות שבהן תחזיות המכירות של חברות מתבדות, לקוחות ומשקיעים מבטלים חוזים, וחברות הזנק עומדות על סף סגירה, המשקיעים שמוכנים להזרים משאבים לחברה סובלים מבעיית נוסע חופשי: לכל אחד מהמשקיעים הקיימים יש אינטרס שלא להשקיע וליהנות מהכסף שיוזרם לחברה בידי האחרים. על מנת לפתור את התמריץ השלילי הזה חברות לעיתים מאמצות תניית pay-to-play.

²¹¹ ראו לעיל ה"ש 128 והטקסט הנלווה לה.

²¹² ת"א (כלכלית ת"א) 9030-10-15 מדינה נ' ווייב גארד טכנולוגיות בע"מ, פס' 1 לפסק הדין (נבו 23.10.2018) (להלן: עניין ווייב גארד).

²¹³ שם, בעמ' 15.

²¹⁴ שם, בעמ' 31.

²¹⁵ שם, בעמ' 34.

למסקנה כי החברה נוהלה בדרך שיש בה משום קיפוח של בעלי המניות או של חלקם.²¹⁶ בעניין ווייב גארד אותו "גורם נוסף" ששימש ראיה לקיפוח היה מחיר מימוש שנקבע לאופציות שהוענקו ליזמים, אשר שיקף לפי הטענה שווי חברה נמוך מהשווי שנקבע לחברה בגיוס ההון האחרון.²¹⁷ בשל קבלת טענת הקיפוח הורה בית המשפט בעניין ווייב גארד ליזמים להשיב אופציות שקיבלו וטרם מימשו לידי החברה.²¹⁸

החלטת בית המשפט המחוזי ליישם את פסק הדין של בית המשפט העליון בעניין גדיש בנסיבות פסק הדין בעניין ווייב גארד אינה נקייה מספקות. עניין גדיש עסק בחברה ציבורית שמכרה את הפעילות שלה והפכה ל"קופת מזומנים" (כלומר חברה בסוף חייה ולא חברה בראשית דרכה). במצב דברים זה מצא בית המשפט העליון כי אופן חלוקת נכסי החברה (הימנעות מחלוקת דיווידנד לצד ביטול הצעת רכש וביצוע עסקאות בעלי עניין) עלול לעלות כדי קיפוח.²¹⁹ עובדות אלו היו שונות מנסיבות עניין ווייב גארד, שעסק בחברת הזנק שעדיין נאבקה על קיומה ואשר הייתה זקוקה להשקיע מחדש את רווחיה כדי לממן את צמיחתה. כפי שראינו לעיל בתת-פרק א.1.א), חברות הזנק בדרך כלל נמנעות מחלוקת דיווידנד, ולכן אין ציפייה סבירה מצד המשקיעים לחלוקה (בשונה מחברות פרטיות אחרות). עוד ראינו, בתת-פרק א.2.ג), כי בישראל הענקה של אופציות "בתוך הכסף" נעשית כדבר שבשגרה.²²⁰

בשל המתח האמור בין הנורמות הפנימיות של תחום הון הסיכון לבין הקביעות שבפסק הדין, פסק הדין מעורר חשש לצמצום יכולת הדירקטוריון להשתמש בטבלת ההון של החברה על מנת להגן על הייצור הקבוצתי באמצעות ריענון התמריצים לצדדים שעבודתם חיונית להצלחת החברה. מדובר אפוא בפסק דין בעל השלכות מורכבות, ובדומה לפסק הדין בעניין סייברה

²¹⁶ ע"א 2718/09 גדיש קרנות גמולים בע"מ נ' אלסינט בע"מ, פס' 28 לפסק הדין (נבו 28.5.2012).
²¹⁷ עניין ווייב גארד, לעיל ה"ש 212, בפס' 4: "מדובר בעסקה המעניקה תנאים בלתי סבירים ויוצאי דופן לשני בעלי מניות מרכזיים של החברה. זאת בעיקר לאור העובדה כי בהתאם למסמך העדכון האופציות שנכללו בהטבה זו נתנו במחיר מימוש המשקף 'שווי' אחרון (5.5 מיליון דולר) [...] אין ספק כי בסוף שנת 2014, מועד הענקת האופציות, לאחר שנחתמה עסקה בשווי של כ-10 מיליון ₪ – היה שווי החברה גבוה בהרבה. לכן, מחיר מימוש בהתאם לשווי חברה של 5.5 מיליון דולר, גם אם לא נעשתה הערכת שווי מדויקת באותו מועד – אינו ריאלי ומהווה בגדר הטבה בלתי סבירה".

²¹⁸ שם, בפס' 4: "דין האופציות שהוקצו וטרם מומשו או פקעו – להתבטל ולחזור לחברה כדי שישמשו להקצאה במסגרת אופציות לעובדים. יש לציין כי אופציות שמומשו למניות הן בגדר מעשה עשוי".

²¹⁹ עניין גדיש, לעיל ה"ש 216, בפס' 32–33.

²²⁰ ראו לעיל ה"ש 91 והטקסט הנלווה לה.

שהוזכר לעיל, הוא בוטל במסגרת פשרה בשלב הערעור.²²¹ כעולה מהחלטת בית המשפט העליון בערעור, המותב הסתייג מחלק מהקביעות שבפסק הדין של המחוזי, אולם לא נקבעו קביעות חלופיות תחתיהן כיוון שפסק הדין ניתן על דרך הפשרה וללא נימוקים.²²²

יישום של הלכות קיפוח שנקבעו בהקשר של חברות רגילות במצבים המתעוררים בחברות הזנק הוא אתגר החוזר על עצמו גם במקרים נוספים, כמפורט להלן. ההחלטה בעניין **אונבו** עסקה בתרחיש סטנדרטי של ירידת שווי בשל קשיים פיננסיים שחוותה החברה (down-round).²²³ אולם אף שהתרחיש עצמו הוא שגרתי למדי בחברות הזנק, חברת **אונבו** ומבנה ההון שלה לא היו כאלה. החברה עסקה בפיתוח, בהפצה ובשיווק של תחליף סוכר שהמציא המבקש-היזם, יובל מימון. בניגוד למקובל בחברות הזנק, לחברה היו מניות רגילות בלבד,²²⁴ והבעלות בהן התחלקה בין הצדדים כך: מימון החזיק ב-45% מהון המניות, שלושה משקיעים פרטיים החזיקו כל אחד ב-15%, והתאגיד הבריטי ED&F Man (להלן: **Man**) החזיק ב-10% (בעקבות השקעה של ארבעה מיליון דולר לפי שווי של 40 מיליון דולר, אחרי הכסף, שאותה ביצע בדצמבר 2016).

מימון, אשר פוטר מתפקידו כמנכ"ל החברה על ידי הדירקטוריון, פנה לבית המשפט בבקשה להוציא צו מניעה שימנע מהחברה לערוך סבב גיוס פנימי שבמסגרתו יגויסו 500 אלף דולר לפי שווי חברה של 700 אלף דולר לפני הכסף (לפי החלטת אספה כללית של החברה אשר נטלה את סמכויות הדירקטוריון). לא הייתה מחלוקת כי סבב הגיוס חיוני על מנת לאפשר לחברה לשלם חובות דוחקים.²²⁵ עם זאת מימון טען כי מכיוון שאין בכוונתו להשתתף, גיוס לפי שווי נמוך ידלל אותו ויקפח את זכויותיו. לטענתו, השווי שלפיו החברה התכוונה לגייס היה נמוך במידה לא

²²¹ להחלטת בית המשפט העליון באותה פרשה, ראו ע"א 206/19 **שאול נ' מדינה** (נבו 8.6.2020). בית המשפט העליון הציע לצדדים לפסוק על דרך הפשרה ללא נימוקים, וביום 15.06.2020, לאחר קבלת הסכמת הצדדים, ניתן פסק דין שבו הופחת במידה ניכרת הסכום שאותו היה על בעל השליטה להשיב לידי החברה. ראו שם, בפס' 2 לפסק דינו של המשנה לנשיאה מלצר (פסק הדין מיום 15.06.2020): "[...] הרינו להורות כי הסכום שעל המערער בערעורים הללו – מר דוד שאול, לשלם למשיבה 3 – ווייב גארד טכנולוגיות בע"מ" (להלן: 'החברה'), על פי פסק הדין קמא יופחת ב-325 אלף ש"ח. בכפוף לכך נדחים שני הערעורים הללו ללא צו להוצאות".

²²² להחלטה מאוחרת יותר באותו הליך, ראו ע"א 206/19 **דוד נ' מדינה** (נבו 30.6.2020), שבמסגרתה הובהר כי "משמעות הדברים היא שמחד גיסא, לא יאושרו קביעות בית המשפט קמא (קביעות שמחלקן הביע ההרכב הסתייגות במהלך הדיון), ומאידך גיסא, לא יקבעו קביעות חלופיות".

²²³ ת"א (כלכלית ת"א) 44736-03-19 **מימון נ' אונבו טכנולוגיות מזון בע"מ** (נבו 31.3.2020) (להלן: **עניין אונבו**).

²²⁴ עובדה זו הייתה בעוכרי המשקיעים כיוון שהיא יצרה ליזם תמריץ לנסות להביא לפירוק החברה כדי לזכות מחדש בנתח מתוך נכסי הקניין הרוחני של החברה. שם, בפס' 5 לפסק הדין (תיאור טענות המבקש).

²²⁵ שם, בפס' 45 לפסק הדין: "גם לפי גישתו [של המבקש] לחברה אין כלל משאבים, חשבונה מאופס ונוצרו לה חובות במאות אלפי שקלים".

סבירה. לדבריו, באוגוסט 2018 העריך דירקטוריון החברה כי שווייה הוא לפחות 60 מיליון דולר. כמו כן שווי הפטנט שהעביר לחברה נאמד במאזן החברה ב-36 מיליון דולר, ועל כן, לטענתו, אין לאפשר לחברה לבצע ארגון מחדש של מבנה ההון באופן שיתיר בידי מניות בשווי נמוך משווי הפטנט. המשקיעים מצידם טענו כי שווי הפטנט נרשם בספרי החברה באופן מכני ששיקף את שווי החברה לפי ההשקעה שביצעה Man, אבל אין לו משמעות בשל הישגיה הדלים של החברה מאז. ניסיונות לגייס הון ממשקיעים חיצוניים לפי שווי של 1.2 מיליון דולר נכשלו, ומשכך, שווי של 700 אלף דולר הוא ריאלי.

בהחלטת המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי תל אביב – יפו, מפי השופטת רות רונן, התקבלה בקשת המבקש. נקבע כי כלל שיקול הדעת העסקי אינו חל על גיוס הון ממשקיעים קיימים בשל העניין האישי של מקבלי ההחלטה בהשלכות הגיוס על החזקותיהם. בהקשר זה יישם בית המשפט את הלכת גליקמן, אשר עוסקת בקיפוח המיעוט בחברות פרטיות,²²⁶ והסביר כי "בהתייחס להחלטה על גיוס הון בחברה פרטית, קבעה הפסיקה כי על בית-המשפט לבחון הן את שאלת נחיצות הגיוס והאם עומדות בפני החברה דרכים אלטרנטיביות אחרות לגיוס הון שלא יהיה בהן כדי לפגוע במיעוט; והן את ערך החברה לצורך הגיוס - היינו האם המניות הוקצו בערכן הריאלי".²²⁷

לגופו של עניין קבע בית המשפט כי המשיבים לא הציגו ביסוס של ממש לקביעת שווי הגיוס: לא הוצגה הערכת שווי מקצועית ולא הובא כל נתון חיצוני לתמיכה. מנגד, בית המשפט התרשם משווי הפטנט בספרי החברה ומטענת מימון, שלא נסתרה, שבעלי המניות האחרים סירבו לא מכר למכור את מניותיהם בחברה לפי שווי כפול מהשווי שנקבע לסכב הגיוס. מכיוון שכך, ובהתחשב בצורך הדוחק של החברה בגיוס משאבים נוספים, קבע בית המשפט כי יש להתיר את גיוס ההון אך להותיר את קביעת השווי לשלב מאוחר יותר, על בסיס נתונים מקצועיים ואובייקטיביים. לחלופין הציע בית המשפט שהגיוס ייעשה כהלוואה.

כך, ההחלטה בעניין אונבו ממחישה אף היא את הקשיים שאפשר שייווצרו ביישום דגשים פרוצדורליים והלכות שנקבעו בהקשר של חברות רגילות בסכסוכים בחברות הזנק. ראשית, הדגש הפרוצדורלי ששם בית המשפט על שימוש בהערכת שווי על מנת לבסס את שווייה ההוגן של

²²⁶ הלכת גליקמן, לעיל ה"ש 195.

²²⁷ עניין אונבו, לעיל ה"ש 223, בפס' 31 לפסק דינה של השופטת רונן.

החברה הולם חברות רגילות יותר משהוא הולם חברות הזנק.²²⁸ בשונה מחברות בשלות בעלות ותק פעילות והכנסות, את שווייה של חברת הזנק צעירה לא ניתן להעריך בסיטואציה שבה משקיע חיצוני אינו בנמצא ובעלי המניות הקיימים מצויים במחלוקת בדבר הנתונים הבסיסיים ביותר. השילוב בין נכסים לא מוחשיים, לאי-ודאות רבה באשר להיקפי המכירות בעתיד, לחדשנות ביחס לחברות אחרות הפועלות בתחום ולהיעדר שוק אקטיבי למניות, מוביל לכך שהערכת שווי חברת הזנק שונה במידה רבה מהערכת שווי חברה בשלה. מודלים מקובלים להערכת שווי חברות, כגון שיטת היוון תזרים מזומנים (DCF) המבוססת על תחזית הכנסות, שיטת השווי הנכסי המבוססת על מאזן החברה, ושיטות המבוססות על מכפילים שונים השאובים מחברות דומות, אינם מתאימים לחברות הזנק.²²⁹ הראיה הטובה ביותר לקביעת שווייה של חברת הזנק הוא השווי שנקבע בסכמי השקעה עדכניים, במסגרת עסקה בתנאי שוק (arm's length transaction).²³⁰ בסיטואציה שבה קיים סכסוך בין הגורמים המעורבים ממילא לא ניתן לגבש הסכמה ביניהם בנוגע לתחזיות ולנתונים שיוכנסו לתוך מודל ההערכה.²³¹ לפיכך תרומתה של הערכת שווי להליך תקין תהיה קטנה, ומנגד, יהיה בה כדי לכלול את משאבי החברה הדלים ממילא.

²²⁸ השו"ה פ' (מחזי ת"א) 17782-12-15 מן נ' אלקון מרכז מחזור (2003) בע"מ, פס' 28 לפסק דינו של השופט כבוב (נבו 6.6.2017): "אין בקביעתי זו כדי להשליך על הסוגיה והיא האם ראוי, בנסיבות רגילות, לקבל הערכת שווי של חברה שמצויה בקשיים כלכליים בכלל ובקשים תזרימיים בפרט, אם לאו. סוגיה זו ראויה שתבחן בכל מקרה ומקרה לפי נסיבותיה הייחודיות"; עניין ניין סיסטם, לעיל ה"ש 161 (שווי החברה נקבע באופן גס באמצעות "חישוב על גב המעטפה". בית המשפט בדלוור קבע כי הדירקטוריון היה צריך לעשות יותר על מנת לקבל נתונים שיבססו את הערכת השווי של החברה, אך אין חובה לשכור שירותי מעריך שווי חיצוני. באותו מקרה לא הצליח הדירקטוריון לשכנע בכך שהיה מונח לפניו מידע מספק).

²²⁹ ראו למשל רע"א 779/06 קיטאל החזקות ופיתוח בינלאומי בע"מ נ' ממן 43–44 (נבו 28.8.2012): "אין חולק כי יש חברות שאופי פעילותן אינו מאפשר הערכת שווי על פי שיטת ה-DCF ולפיכך הערכתן תתבצע באחת משיטות ההערכה האחרות המקובלות, בהתאם למאפייניהן [...] דוגמא נוספת הינה חברות הזנק (סטארט-אפ), שמקובל לומר עליהן שקיים קושי להעריך את שוויין על פי השיטות 'הקונבנציונאליות', ובהן שיטת ה-DCF, מכיוון שאין להן 'היסטוריה' פיננסית וקיימת אי וודאות גבוהה בנוגע לעתידן".

²³⁰ החלטה 08-1 של הרשות לניירות ערך "הערכות שווי של חברות הזנק (startup): ממצאים מתוך סקירות שנערכו על ידי סגל רשות ניירות ערך" (16.8.2016) (להלן: עמדת הרשות לני"ע): "באופן כללי, לעמדת הסגל השווי שנקבע במסגרת סכמי השקעה עדכניים מהווה את הראיה הטובה ביותר לשווייה ההוגן של ההשקעה".

²³¹ דוגמה הממחישה את טווח התוצאות האפשריות בהתחשב בהנחות מוצא שונות, בייחוד כאשר הערכות השווי מבוצעות בידי מומחים מטעם הצדדים, ניתן למצוא בה"פ (מחזי מר') 30665-07-11 כהן נ' שומולביץ (נבו 16.11.2014). באותו מקרה מונה מעריך שווי מטעם בית המשפט, וכל צד הגיש חוות דעת של מומחה מטעמו, המומחה מטעם התובע העריך את שווי חברת ההזנק ב-3,336,000 דולר, המומחה מטעם בית המשפט העריך את שווי החברה ב-298,000 דולר, והמומחה מטעם הנתבעים שם את החברה בשווי שלילי של -432,548 דולר.

שנית, מבחינת הדין המהותי, יישום הלכה שנקבעה בהקשר של חברה רווחית בחברת הזנק העומדת בפני חדלות פירעון, אינו נקי מספקות. לאורך שנים הפסיקה ראתה בהצעת זכויות בתנאים זהים לכל בעלי המניות החלטה עסקית שבית המשפט יימנע מלהתערב בה.²³² ההחלטה בעניין **אונבו** חורגת ממגמה זו, ובהקשר זה היא מסתמכת על אמרת אגב בפסק דין של בית המשפט העליון בעניין **האמה** אשר מפנה להלכת **גליקמן**.²³³ עניין **האמה** עסק בהגנה מפני דילול ולא בטענת קיפוח, אולם אגב כך ערך בית המשפט במאמר מוסגר הבחנה בין "דילול בשיעור האחזקות בחברה", אשר נעשה כנגד מחיר הוגן ובשל כך אינו פוגע כלכלית בבעלי המניות שאינם משתתפים בגיוס, לבין "דילול בערך המניות", אשר נעשה בהנחה ועלול להיחשב "במקרים מסוימים" לקיפוח. בית המשפט לא הסביר מה טיבם של אותם "מקרים מסוימים" אלא הפנה בהקשר זה להלכת **גליקמן**.

הלכת **גליקמן** נקבעה בהקשר של חברה פרטית רווחית שנמנעה לאורך שנים מחלוקת דיווידנד.²³⁴ המניות הוצעו בערכן הנקוב, ובית המשפט השתכנע כי ערכן הריאלי היה גבוה במאות אחוזים.²³⁵ פסיקה מאוחרת יותר הבהירה כי נטל ההוכחה בדבר שוויון הריאלי של המניות מוטל על הצד הטוען לקיפוח.²³⁶ התובעת בעניין **גליקמן** הייתה בעלת המניות היחידה בחברה

²³² ראו המ' (מחוזי ת"א) 5059/82 **שאשא חברה לניירות ערך והשקעות בע"מ נ' בנק "אדנים" למשכנתאות ולהלוואות בע"מ**, פ"מ תשמ"ה (2) 516, 526 (1985), שבו מהלך הרחבת הון פגע בבעלי מניות הבכורה, אך אושר כיוון שהמהלך שירת את טובת החברה (באותו מקרה בעלי מניות הבכורה היו רשאים להשתתף אילו בחרו להמיר את מניותיהם למניות רגילות). להמלצה לאפשר לכל בעלי המניות להשתתף בסבב הגיוס על מנת להקדים מראש טענות קיפוח, ראו למשל Steven E. Bochner & Amy L. Simmerman, *The Venture Capital Board Member's Survival Guide: Handling Conflicts Effectively While Wearing Two Hats*, 41 DEL. J. CORP. L. 1, 27 (2016) ("In the case of a financing, consider whether all stockholders could be offered the opportunity to participate pro rata").

²³³ עניין **אונבו**, לעיל ה"ש 223, פס' 32 לפסק דינה של השופטת רונן (המפנה לע"א 6041/15 **האמה בע"מ נ' מולר** 11 נבו) 25.9.2016, שם בית המשפט מתייחס באמרת אגב ל"דילול בערך המניות" שעלול להיחשב בנסיבות מסוימות לקיפוח.

²³⁴ הלכת **גליקמן**, לעיל ה"ש 195, בעמ' 284.

²³⁵ שם, בעמ' 296. הערך הנקוב גילם כ-6% (!) מהערך הריאלי.

²³⁶ ע"א 132/81 **גי.בי. טורס בע"מ נ' חאייק**, פ"ד לח (2) 425, 442 (1984): "הנדבך הראשוני והמרכזי, עליו מושתתת הלכת **גליקמן**, ע"א 667/76, הוא הקצאת המניות שלא בערכן הריאלי, שהרי עקב כך בלבד נגרם הנזק למשיבה שם. ללא נדבך הכרחי זה לא היה נגרם עושק מיעוט ולא היתה עילה לפסול את החלטת מועצת המנהלים, כאמור, בנסיבות המקרה שלפנינו לא הוכח מה ערכה הריאלי של מניה. בהעדר הוכחת נדבך ראשוני זה, לא עמדו המשיבים בנטל ההוכחה כי נגרם להם איזה שהוא נזק כלכלי עקב ההקצאה כפי שנעשתה".

שלא משכה הטבות פרטיות בצורת משכורת או בדרך אחרת,²³⁷ ובית המשפט לא השתכנע מנחיצות מהלך הרחבת ההון ומהיעדרן של חלופות לגיוס ההון.²³⁸ אשר לנפקות הלכת גליקמן קיימת מחלוקת בספרות הישראלית: לשיטת המלומדת אירית חביב-סגל, נובע מההלכה כי כאשר הרוב משתמש בכוחו על מנת להציע זכויות במחיר נמוך ממחירן הריאלי, ההצעה בהכרח מקפחת בשל אלמנט הכפייה שקיים בה.²³⁹ לעומת זאת המלומד עמרי ידלין סבור שהנחה על מחיר השוק היא לגיטימית ולעיתים אף חיונית, משלוש סיבות: הנחה יכולה להיות נחוצה לשם הבטחת הצלחת הגיוס, לבעלי המניות עשוי להיות אינטרס לגיטימי לכפות השתתפות זה על זה על מנת להימנע מתמריץ ל"רכיבה חופשית", וההנחה מסייעת להתגבר על בעיות א-סימטריה במידע שפוגעות בדרך כלל דווקא במיעוט.²⁴⁰ לשיטת ידלין, הצעת זכויות בהנחה תיחשב למקפחת רק כאשר קיים בעל שליטה החולב את החברה ויכולתו לחלוב את החברה גדלה ככל שנכסי החברה גדלים.²⁴¹ להשלמת התמונה אציין כי לפי דין דלוור, הצעת זכויות שוויונית נהנתה באופן גורף מתחולת כלל שיקול הדעת העסקי, אולם פסיקה עדכנית מבהירה כי במקרה של הצעת זכויות בחברה עם בעל שליטה הקובע את תנאי הגיוס, עשויה לחול דוקטרינת ההגיונות המלאה.²⁴²

²³⁷ הלכת גליקמן, לעיל ה"ש 195, בעמ' 284.

²³⁸ שם, בעמ' 285.

²³⁹ אירית חביב-סגל דיני חברות: לאחר חוק החברות החדש כך א' 465 (1999).

²⁴⁰ עמרי ידלין "זכויות הצעת זכויות" משפטים לז' 1, 16 (התשס"ז).

²⁴¹ שם, בעמ' 25.

²⁴² Zimmerman v. Crothall, No. 6001-VCP, 2012 Del. Ch. LEXIS 64 (Ch. Mar. 5, 2012) (הנפקה של מניות בכורה חדשות שלה התנגד יום, מנכ"ל לשעבר ובעל מניות רגילות. משקיעי הון הסיכון הובילו את הסיכוב, אך טענו להיעדר ניגוד עניינים כיוון שניתנה הזדמנות שווה להשתתף בסבב הגיוס. בית המשפט דחה ב- summary judgment את הטענות המבוססות על הפרת חובת זהירות, אך אפשר את המשך בירור הטענות בדבר הפרת חובות אמון לאחר שקבע כי יש ראיות מוצקות שלפיהן משקיעי הון הסיכון גילמו קבוצת שליטה ומימשו בפועל את שליטתם בקביעת תנאי הגיוס. בית המשפט דחה את טענת ההגנה כיוון שההצעה לא הייתה באמת בתנאים זהים – בעלי מניות הבכורה הופלו לטובה). כן ראו עניין WatchMark, לעיל ה"ש 128 (התנגדות לאימוץ תניית pay-to-play בידי בעלי מניות בכורה שבחרו לא להשתתף בגיוס, בית המשפט קבע שאין ניגוד עניינים כי ניתנה הזדמנות שווה). ראו גם עניין גיין סיסטם, לעיל ה"ש 161 (צוין כי דירקטור נמצא בניגוד עניינים אם הצעת הזכויות מוענה רק למשקיעים שהוא מקורב אליהם ולא לכל המשקיעים). לאזכור הכללי שלפיו הצעה שוויונית לא תיבחן מהותית בבית המשפט – ובייחוד כאשר אין מחלוקת שהחברה זקוקה למזומנים – בפסקי דין ותיקים יותר, ראו Stepak v. Tracinda Corp., 1989 WL 100884 (Del. Ch. Aug. 21, 1989); Savin Bus. Machines Corp. v. Rapifax Corp., 1978 WL 2498 (Del. Ch. Feb. 15, 1978). פסיקה מאוחרת יותר מדגימה כי בית המשפט עשוי להפעיל את דוקטרינת ההגיונות המלאה בנוגע להצעת זכויות שוויונית אם בעל שליטה או קבוצת שליטה הם שקבעו את תנאי המימון. ראו CanCan Dev., LLC v. Manno, No. 6429-VCL, 2015 Del. Ch. LEXIS 144 (Ch. May 27, 2015) (אף שהצעת הזכויות הייתה שוויונית, בית המשפט החל את דוקטרינת ההגיונות המלאה

האם ניתן לגזור מהלכת **גליקמן** כי בכל מקרה של הצעת זכויות כאשר צד אחד מודיע מראש כי אינו מעוניין להשתתף בה (כפי שעשה המבקש בעניין **מימון**), נטל הוכחת הגינות המחיר יוטל על תומכי הגיוס, ואם לא יעמדו בו, לא יוכלו לגייס בשווי שנקבע? לדעתי, קביעה זו אינה רצויה ועלולה להקשות במיוחד על חברות הזנק.

הזכרתי לעיל את עובדות פסק הדין בעניין **גליקמן** (רווחיות החברה, הימנעותה מחלוקת דיווידנדים וקיומן של חלופות לגיוס). עובדות אלו הן שונות מנסיבות ההחלטה בעניין **אונבו**. בעניין **אונבו** החברה הייתה בעלת גירעון תפעולי וניצבה בפני חדלות פירעון. לפי ההלכה בארץ ובדלור, כאשר מדובר בחברה על סף חדלות פירעון אשר אין מחלוקת כי בהיעדר הזרמת הון תגיע לסוף דרכה, שיקולים של טובת החברה מצדיקים לנקוט משנה זהירות בבחינת טענות קיפוח או הגנה מפני דילול מחשש שהצד החוסם את הגיוס פועל בחוסר תום לב.²⁴³ בעניין **אונבו** היה למבקש גם מניע זר להביא להכשלת החברה, כיוון שלטענתו חלק מהמשקיעים התחייבו כי אם החברה תיכשל, הוא יקבל לידי בחזרה את קניינה הרוחני.²⁴⁴

יוצא אפוא כי בעניין **אונבו** התמודד בית המשפט עם נעלם בדמות שווייה ההוגן של החברה, ובשל מאפייני החברה כחברת הזנק בראשית דרכה, לא היה אפשר לבצע אומדן מדויק שלו. מצד אחד ניצב מבקש, בעל אינטרס בהכשלת החברה, אשר אוחד ב-45% מהון המניות; מצד אחר ניצבו משקיעים בעלי אינטרס לכאורי בהערכת חסר של שווי החברה, וגם להם 45% מהון המניות. בתווך ניצבה חברת Man אשר תמכה באחרונים אף שלא הייתה מעוניינת להשקיע בעצמה. כמפורט להלן, במצב שנוצר, טעות מצד בית המשפט לכיוון הערכת שווי גבוהה מדי, באמצעות קבלת הטענה שהשווי שנקבע לגיוס הוא מקפח, הייתה עלולה בסבירות גבוהה להוביל לידי כך שהחברה לא תצליח לגייס הון ותגיע לכדי חדלות פירעון. מנגד, טעות מצד בית המשפט לכיוון

בשל הוכחת שליטה ומימושה. לבסוף נקבע כי הצעת הזכויות הייתה הוגנת, שכן החברה הייתה זקוקה למימון, היקף הגיוס לא היה גדול מהנדרש, נעשה מיצוי של האפשרות לגייס ממקורות חיצוניים, והמחיר היה יכול להיות נמוך עוד יותר).

²⁴³ ראו והשוו, עניין **האן**, לעיל ה"ש 233 (שם קבע בית המשפט העליון מפי השופט דנציגר כי הגנה מפני דילול, גם אם תוקפה יפה, אינה חזות הכול, שכן היא אינה יכולה להתור תחת טובת החברה ותכליות דיני החברות. מכיוון שעל בעלי המניות לפעול בתום לב כלפי החברה, ועל בעלי השליטה ובעלי כוח ההכרעה לפעול בהגינות כלפי החברה, קשה להלוש עמידה דווקנית על הגנה מפני דילול). ראו גם עניין **אלקון**, לעיל ה"ש 228 (שבו נקט בית המשפט גישה דומה שמצאה חוסר תום לב בהתנהלות המבקש בנסיבות שבהן נרשמה לחברה הערת עסק חי. הליך אישור תנאי הגיוס באותו מקרה היה זהה לזה שנקט בעניין **אונבו**). לעניין הגנות מפני דילול של בעלי מניות הבכורה, ראו גם עניין **Watchmark** ועניין **Benchmark**, לעיל ה"ש 128.

²⁴⁴ ראו עניין **אונבו**, לעיל ה"ש 223, כעולה מפס' 5 לפסק דינה של השופטת רות רונן.

הערכת שווי נמוכה מדי, באמצעות דחיית טענות המבקש ומתן אפשרות לסבב הגיוס להתקיים כמתוכנן, הייתה מקנה לחברה סיכוי לחזור למסלול במחיר של דילול התובע לא רק בשיעור החזקותיו אלא גם בערך מניותיו.

לעניות דעתי, המבקש בעניין **אונבו** לא עמד בנטל הבאת הראיות להוכחת טענתו כי השווי הריאלי של המניות גבוה מהשווי שנקבע לגיוס,²⁴⁵ אולם גם אם נניח לצורך הדיון אחרת – עדיין התוצאה מוקשית. אם נאמץ את גישת ידלין, היה על בית המשפט לנתח קודם אם המשיבים הם קבוצת שליטה ואם המבקש סובל מקיפוח – דיון שלא נערך בהחלטה.²⁴⁶ אם נלך לשיטת חביב-סגל, סוג הפגיעה שאותו ביקשה הלכת **גליקמן** למנוע הוא ניצול כוחו של הרוב כדי להקטין את שווי מניות המיעוט.²⁴⁷ חביב-סגל מבהירה כי אין למיעוט זכות קנויה לשמור על כוח ההצבעה שלו ועל יכולתו לחסום החלטות בנושאים שונים.²⁴⁸ הגנה מפני פגיעה כלכלית בשווי המניות ניתן לספק באמצעות פיצוי בדיעבד (כלל אחריות) בלי לפגוע בגמישות הניהולית הנחוצה לשרידות החברה באמצעות הוצאת צו מניעה.

בתת-פרק ב.4. טענתי כי טבלת ההון של החברה מאפשרת לחברה להתחרות על משאבים הנחוצים להמשך קיומה באמצעות תהליך של התאמה מתמדת לעלות ההזדמנות של ספקי התשומות השונות. הפתרון שהציע בית המשפט, שלפיו קודם יזרימו המשקיעים כספים, ורק אחר כך תותאם טבלת ההון של החברה לשווי ריאלי שייקבע על פי הערכת מעריך שווי חיצוני או בדרך אחרת, מתאים לחברות בצמיחה שמשקיעים מתחרים על ההזדמנות להשקיע בהן.²⁴⁹ לעומת זאת כאשר החברה בקשיים, אפילו אם בליבת החברה קיימים נכסי קניין רוחני בעלי פוטנציאל, ספק

²⁴⁵ בניגוד לנסיבות הלכת **גליקמן** (לעיל ה"ש 195), שווי הפטנט בספרי חברת אונבו נגזר מכנית מהערכת השווי בעסקה האחרונה, אשר התבססה על תחזיות צמיחה שהתבררו בפועל, לכן לא היה ראוי להעניק לו משקל ראייתי גבוה. ראו והשוו עניין **אלקון**, לעיל ה"ש 228, אשר גם במסגרתו התובע טען כי לחברה נכסים לא מוחשיים בעלי שווי רב (שם, בפס' 13), אולם בית המשפט קבע שבשל הקושי הנתון של החברה לעמוד בהתחייבויות כספיות וקיומה של הערת עסק חי, אין ליתן משקל לטענות המבקש (שם, בעמ' 34). כזכור, מצבה הפיננסי של אונבו היה דומה, והמבקש לא חלק על כך.

²⁴⁶ באותו מקרה גם אם נבחר לומר כי קבוצת המשקיעים שתכננו להשתתף בסבב הגיוס פעלו כקבוצה, דבר שלא הוכח, הרי שלמבקש ולמשיבים 2–4 היו אחוזי שליטה שווים (45% לכל צד). הכרעת האספה הכללית לאשר את הגיוס הוכרעה בחוד קולה של Man, שבחרה שלא להשתתף בגיוס בעצמה אך כן לתמוך בו. בהקשר זה ראוי לציין כי ההחלטה הועברה לאספה הכללית בשל שיתוק הדירקטוריון כיוון ש-Man סירבה למנות נציג לדירקטוריון מטעמה.

²⁴⁷ חביב-סגל, לעיל ה"ש 239, בעמ' 615.

²⁴⁸ שם, בעמ' 614.

²⁴⁹ ראו לעיל ה"ש 47 והטקסט הנלווה לה.

רב אם משקיעים יתנדבו להזרים אליה כספים כאשר הגיוס אינו צפוי לפתור את הבעיות שמונעות מהחברה לעלות על מסלול צמיחה. במצב כזה קיימת הצדקה, כפי שהסביר ידלין, לאפשר לחברה להציע הנחה על השווי ההוגן על מנת להבטיח את הצלחת הגיוס ולמנוע תמריץ לרכיבה חופשית. בעניין **אונבו**, אף שבית המשפט לא כיוון לתוצאה זו, בפועל בעקבות צו המניעה הפכה בעיית "ההון המת", אשר ממנה סבלה החברה, מבעיה קשה לבעיה קטלנית בשל הרף הגבוה שהציב בית המשפט להוכחת הגינות תנאי הדילול. כפי שראינו לעיל בתת-פרק 2.2, הון מת יוצר בעיה מבנית בחברה מכיוון שהוא מצמצם את כמות ההון הזמינה לגיוס משאבים חיוניים לחברה, והוא מדלל את התמריץ של חברי הצוות שנותרו בחברה להשקיע מאמצים בהצלחת החברה.²⁵⁰ במקרה של חברת **אונבו**, מדובר בהון מת בשיעור גבוה ביותר (45%) אשר הוחזק בידי גורם לעומתי לחברה, שאף טען לזכויות ישירות בקניין הרוחני שלה.²⁵¹ לפיכך ניתן להבין מדוע משקיעים חיצוניים לא התדפקו על דלתות החברה. בדילמה שנוצרה, בין פגיעה בשווי מניות המבקש לבין חסימת צינור החמצן של החברה, נראה כי לצו מניעה חסרונות רבים בהשוואה לחלופות של הענקת פיצוי בדיעבד בגין פגיעה בשווי מניות המבקש או מתן סעד להפרדת כוחות.²⁵²

לסיכום חלק זה, בקרב בעלי המניות בחברת הזנק, ויהיו אלו יזמים מול משקיעים, או משקיעים בינם לבין עצמם, יכולים להיווצר ניגודי עניינים אשר מחריפים על רקע מצבים שבהם החברה חווה קשיים והיא נאלצת לארגן מחדש את מבנה ההון או לגייס לפי הערכת שווי נמוכה מכפי שהוענקה לה בעבר. במצבים אלו טוב יעשו בתי המשפט אם יאפשרו טבלת ההון של החברה למלא את ייעודה כמשאב שבאמצעותו מתחרה החברה על הון אנושי ועל הון פיננסי. כפועל יוצא של תפקיד טבלת ההון, הערכת השווי העדכנית של החברה תקבע על פי עלות ההזדמנות של ספקי התשומות השונות אשר שותפים בצוות הייצור, ולא בהכרח תגלם את השווי ההיסטורי של נכסי החברה או תזרים המזומנים החזוי. החלטות בדבר קביעת הערכת השווי של החברה לצורכי גיוס הון והון אנושי צריכות ליהנות מתחולת כלל שיקול הדעת העסקי כל עוד לא

²⁵⁰ ראו לעיל ה"ש 96 והטקסט הנלווה לה.

²⁵¹ השוו פסק הדין של השופטת רונן בעניין **אברמוף**, לעיל ה"ש 186, בפס' 48: "הותרת התובע כבעל מניות מיעוט בחברה, אינה אמורה בהכרח לסכל את האפשרות של החברה להוסיף ולתפקד. לתובע לא הייתה אמורה להיות זכות וטו – לא באספה הכללית ולא בדירקטוריון, ולכן לא אמור להיווצר בחברה מבוי סתום שימנע ממנה לפעול". בנוסבות עניין **אברמוף** (שם) ההון המת היה בשיעור של 10% בלבד (לעומת 45% בעניין **אונבו**). בית המשפט גם העיר בעניין **אברמוף** כי בחברת הזנק ביצוע הערכת שווי הוא בעייתי.

²⁵² ע"א 8712/13 **אדלר נ' לבנת** (נבו 1.9.2015).

הוכח כי תנאי הגיוס נקבעים בידי בעל שליטה, או קבוצת שליטה, המנצלים את כוחם לרעה. הקפדה מלאה על הפרוצדורות שבית המשפט רגיל לראות בהן תנאי לקבלת החלטות מיועדת בחברות רגילות, דוגמת קבלת הערכת שווי ממעריך שווי חיצוני, עלולה להחטיא את המטרה כאשר מדובר בחברות הזנק צעירות שאין להן ותק הכנסות רב ואשר צריכות להתנהל במהירות כדי לא לאבד נכסים לא מוחשיים (הון אנושי, לקוחות ומותג) באופן שימנע מהן להשתקם.

3. החובה להימנע מגזלת הזדמנות עסקית

האיסור לגזול הזדמנות עסקית של החברה, אשר מעוגן בסעיף 254(א)(3) לחוק החברות, הוא חלק מחובת האמונים של נושאי המשרה ומבטא את החובה הכללית לפעול בתום לב לטובת החברה.²⁵³ במקרים שבהם נושא משרה בוחר להפסיק לפעול במסגרת חברה אחת, ותחת זאת הוא מצטרף אל חברה מתחרה או מקים בעצמו אחת כזאת – מתעוררת השאלה מהו גבול האיסור על גזלת הזדמנות עסקית של החברה.

בכמה פסקי דין מהשנים האחרונות שניתנו בעיקר בהקשר של חברות "רגילות" בתי המשפט חידדו את גבולות חובת האמון שלא להתחרות בחברה ולהימנע מגזלת הזדמנויות מסחריות שלה. למשל, בעניין דהן עמדה המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב – יפו, מפי השופטת רות רונן, על כך שמותר לנושא משרה בחברה להמשיך ולפעול באופן פרטי אגב ניצול הזדמנויות עסקיות כל עוד הן אינן שייכות לחברה.²⁵⁴ על כן נקבע כי "השאלה המרכזית שיש לברר [...] היא מהן אותן הזדמנויות שיש לראותן כנכס של החברה".²⁵⁵ בהקשר זה קבע בית המשפט כי ב"חברות פרטיות קטנות, המקור הראשון לקביעת מתחם ההזדמנויות העסקיות שהן 'של החברה' הוא הסכמת הצדדים ביחס לתחום הפעילות המשותף שלהם במסגרת החברה".²⁵⁶ אולם כאשר לא ניתן להתחקות על הסכמתם המפורשת או המשתמעת של הצדדים, יש מקום לבחון את היקף החובה על פי פרשנות תכליתית, על פי שני מבחנים: ראשית, מבחינה "קניינית"

²⁵³ ראו עמיר ליכט "הזדמנות פז – היבטים בניצול הזדמנות עסקית של החברה" נקודה בסוף משפט: הערות על דיני אמונאות וממשל תאגידי (28.5.2019); יהודית קורן "דוקטרינת ההזדמנות העסקית – אמצעי להגנת עסקיה של חברה" הפרקליט מה 350 (2001). כן ראו את הניתוח המפורט בנוגע לחברות ציבוריות אצל חאלד כבוב, רעות אברהם-גדליה ואלון לוקסנבורג "נטילת הזדמנות עסקית: היקף אחריותו של נושא משרה בחברה ציבורית בגין נטילת הזדמנות עסקית של החברה" משפטים נג (צפוי להתפרסם ב-2022).

²⁵⁴ תנ"ג (כלכלית ת"א) 61475-07-14 דהן נ' דהן (נבו) 16.5.2019.

²⁵⁵ שם, בפס' 16 לפסק דינה של השופטת רונן.

²⁵⁶ שם.

– האם לצורך ניצול ההזדמנות העסקית נושא המשרה נאלץ להשתמש במשאבים רבים של החברה (לרבות נכסים לא מוחשיים כדוגמת זמן עבודה של עובדים, מוניטין או מידע)? שנית, מבחינה תחרותית – האם ניצול ההזדמנות העסקית יביא את נושא המשרה להתחרות בה? אם התשובה חיובית, הרי שמדובר בהזדמנות עסקית של החברה.²⁵⁷

אופייה של חברת ההזנק כחברה בעלת מיעוט נכסים מוחשיים אשר ערכה נובע מהשילוב שבין הון אנושי לקניין רוחני מצדיק בחינה זהירה. אם המיזם החדש אינו משתמש בקניין רוחני של החברה אלא בהון האנושי של היזם או של העובד בלבד, כלומר בניסיון, בידע ובכישורים שצבר לאורך הקריירה שלו, אין לומר שהנכס "שייך" לחברה.²⁵⁸ כמפורט בתת-פרק 2.2, הרגע המכונן של עמק הסיליקון ותעשיית הון הסיכון היה כאשר קבוצת עובדים שנפשו קצה במקום עבודתם חברה למשקיע הון סיכון והקימה חברה עצמאית מתחרה. זרימה חופשית של הון אנושי ושיתוף פעולה בין עובדים שאפתנים ומשקיעים מתוחכמים הם המפתח להתפתחותם של אזורי חדשנות. אילו שמונת הבוגדים היו פוגשים בשיטת משפט שהייתה אוסרת עליהם להתחרות בויליאם שוקלי – הכישרון האדיר של אותם יזמים היה מוחמץ. הודות לעובדה שהם פעלו על רקע שיטת משפט שהעריכה תחרות, הם פגשו במערכת תמריצים שדרבנה אותם ליטול סיכונים ולהצעיד את הטכנולוגיה ואת הכלכלה קדימה.

פסק הדין בעניין אינטגריטי של בית המשפט המחוזי בתל אביב – יפו, מפי השופט מגן אלטוביה, ממחיש את הפער שבין התרבות הארגונית של תחום הון הסיכון לבין הנורמות של הכלכלה המסורתית אשר עדיין רואה בתחרות במעסיק פגם מוסרי.²⁵⁹ גם במקרה זה, כמו בעניין סייברה ועניין וויב גארד, התפשרו הצדדים בשלב הערעור בפני בית המשפט העליון.²⁶⁰ בעניין אינטגריטי דובר בחברה שהוקמה סביב מוצר בשם Smart Browser שנועד להגן על מידע פנים-ארגוני באמצעות בידוד רשת הליבה של הארגון מהאינטרנט. המוצר פותח בשיתוף פעולה בין שתי חברות: חברת אינטגריטי תרמה את הרעיון והייתה אמורה לקדם את אפיון המוצר, וחברת האמן הייתה אמורה לקדם את פיתוח המוצר. שתי החברות סיכמו לחלק ביניהן את שיווק

²⁵⁷ שם, בפס' 22.

²⁵⁸ עניין פרומר, לעיל ה"ש 16, בפס' 27 לפסק דינו של השופט אדלר. כן ראו Orly Lobel, *The New Cognitive Property: Human Capital Law and the Reach of Intellectual Property*, 93 TEX. L. REV. 789, (2014) 848 (מציגה טיעונים נגד ניכוס הון אנושי על ידי המעסיק).

²⁵⁹ ת"א (מחוזי ת"א) 65217-06-15 אינטגריטי תוכנה 2011 בע"מ נ' גונן (נבו 8.2.2018) (להלן: עניין אינטגריטי).

²⁶⁰ ע"א 2493/18 גונן נ' אינטגריטי תוכנה 2011 בע"מ (נבו 21.5.2019).

המוצר בישראל ובעולם. לאחר תקופה של פעילות מכוח הסכם בלבד הציע בעל השליטה בחברת אינטגריטי (ארז) למקבילו בחברת האמן (בן) ולמפתחים שעמלו על פיתוח המוצר מטעם שתי החברות (דן מהאמן ורון מאינטגריטי) להקים חברה משותפת ולחפש משקיעים. כך הוקמה חברה חדשה בשם דופל, שהבעלות בה התחלקה שווה בשווה בין ארבעת היזמים – בן, ארז, דן ורון. לחברה מונה מנכ"ל בשם דורון, שפעל תקופה מסוימת ואז פרש מיוזמתו. בשלב זה נפגשו יזמי חברת דופל עם מנכ"ל פוטנציאלי בשם ציון שההיכרות עימו נעשתה בהפניית משקיע מקרן הון הסיכון "גלילות". לאחר שציון נפגש עם היזמים ושמע על תכונותיהם, הוא הודיע שאינו מעוניין להצטרף לדופל. סמוך לכך הציע ציון לדן ולרון להצטרף אליו בהקמת מיזם חדש בתחום ההגנה על אתרי אינטרנט. דן ורון קיבלו את הצעתו של ציון וייסדו עימו חברה חדשה בשם ארמרון. יזמי חברת ארמרון פנו לארז ולבן והציעו לכל אחד מהם 5% מהון המניות בחברה החדשה לאות הוקרה על הנסיבות שבהן נוצר הקשר בין יזמי ארמרון (מעין "שכר מוצא") ומתוך הנחה שכשוריהם ישמשו את ארמרון בעתיד להפצת המוצר החדש בשוק הישראלי. בן קיבל את ההצעה, ואילו ארז דחה אותה ותבע את שותפיו לשעבר בעילות פגיעה בסודות מסחריים והפרת חובת אמון. הוא ביקש מבית המשפט לקבוע כי 25% ממניות (או נכסי) חברת ארמרון שייכים לו. בית המשפט דחה את הטענה שהמיזם החדש, ארמרון, משתמש בסודות מסחר של דופל.²⁶¹ נקבע כי לא הוכח שהמוצר שהנתבעים מפתחים באמצעות ארמרון דומה דמיון מהותי ל-Smart Browser או למידע שהיה בדופל,²⁶² ולמעשה מדובר בטכנולוגיות שונות שכן ה-Smart Browser שייך לקטגוריית אבטחת מידע פנים-ארגוני, ואילו ארמרון עוסקת באבטחת אתרי אינטרנט. כאן, לכאורה, היה צריך הדיון להתכנס למסקנה שהנתבעים לא הפרו חובת אמון שכן תחום הפעילות של החברה החדשה שונה מזה של החברה הקודמת, והנכס שבו נעשה שימוש הוא אך ורק ההון האנושי של המפתחים שאינו "שייך" לחברת אינטגריטי או דופל.²⁶³ אולם לא כך קבע בית המשפט.

בית המשפט מצא כי אף שמדובר בטכנולוגיות שונות, שתיהן ככלל שייכות ל"תחום אבטחת המידע", ומבחינה עסקית היה אפשר לפתחן במסגרת דופל כמוצרים משלימים. על כן מצא בית

²⁶¹ עניין אינטגריטי, לעיל ה"ש 259, בעמ' 11.

²⁶² שם, בפס' 6 לפסק הדין: "נראה כי התובעים כשלו בהוכחת טענתם כאילו בפיתוח המוצר של ארמרון עשו ציון או מי מהנתבעים, שימוש במידע הקשור ב-Smart Browser – או בדופל".

²⁶³ שם, בעמ' 10: "ציון העיד כי 'במהלך כל השיחה לא טען ארז כי אנו גונבים IP או מפרים זכויות של דופל. טענתו היחידה הייתה שלוקחים לו את רון ובאופן משני את דן'".

המשפט כי דן ורון הפרו סעיף בתקנון החברה שלפיו נאסר על המייסדים להתחרות בחברה במשך זמן היותם בעלי מניות בחברה בצירוף 12 חודשים נוספים.²⁶⁴ מכאן הייתה קצרה דרכו של בית המשפט לקבל את הטענה להפרת חובת האמון שבה חבו כלפי החברה. אומנם דן ורון לא היו נושאי משרה לפי ההגדרות שבסעיף 1 לחוק החברות, אך בית המשפט הסכים לראות בהם נושאי משרה מכוח הלכת הבי שלפיה הגדרת נושא משרה תחול גם על "אלו הממלאים הלכה למעשה פונקציות בכירות בחברה תוך הימנעות מנשיאה בתפקיד פורמאלי בה".²⁶⁵

בית המשפט בחן את שאלת קיומו של קשר סיבתי לנזק הנטען ומצא כי "לא ניתן להצביע על נזק כספי ממשי שנגרם לדופל מהפרת חובת האמונים",²⁶⁶ מכיוון שהתובעים לא השקיעו בחברה כספים, וממילא "בשלב בו הפסיקה דופל את פעילותה, לא ניתן להצביע על מוצר אותו ניתן היה לפתח במסגרת דופל".²⁶⁷ לבסוף, בית המשפט קבע כי לא ניתן להקנות לתובע את הסעד שאותו ביקש (25% ממניות החברה החדשה) כיוון שבחברה החדשה מעורבים גורמים נוספים שאינם צד לתביעה. חלף זאת בשורה התחתונה נפסק "כי הוגן וראוי לחייב את הנתבעים להקצות לארו 5% ממניות ארמרון, אותם הסכימו להקצות לו כאמור [...] (שכר מוצא)".²⁶⁸

בפסק הדין בחר בית המשפט לתת עדיפות לאינטרסים של ארו כמשקיע בחברה על פני חופש העיסוק של דן ושל רון שבחרו לעזוב את החברה.²⁶⁹ בית המשפט בחר לדחות את טענות דן ורון בדבר פגיעה בחופש העיסוק שלהם בקביעה כי "חופש העיסוק אינו כסות להתנהלות שלא בתום לב או להפרת חובות חוזיות או חובות אמן".²⁷⁰ קביעה זו מגדירה את היקף חופש העיסוק כנגזר

²⁶⁴ שם, בפס' 2: סעיף 21 לתקנון החברה קבע כי "בעלי המניות [מתחייבים] להימנע/לא להימצא במצב של ניגוד עניינים עם עסקי/פעילות החברה ותחום פעילותה, ובכלל זה, לא להתחרות בעסקיה ו/או במוניטין שלה בתחום הפעילות של החברה, והכל במישרין או בעקיפין, בעצמם ו/או באמצעות אחרים, בין כעצמאיים ובין כשכירים, לרבות על-ידי שותפות או החזקה בעצמם או באמצעות אחרים במניות או בזכויות ניהול בתאגידים כלשהם, וכל-זאת (ביחס לכל בעל מניות) משך כל זמן היותו בעצמו /באמצעות אחרים – ובמשך 12 חודשים לאחר מכן – בעל מניות בחברה ו/או בעל עניין בחברה ו/או נושא משרה בה (לפי המאוחר מביניהם)".

²⁶⁵ שם, בפס' 7 (המפנה לע"פ 3506/13 הבי נ' מדינת ישראל (נבו 12.1.2016)).

²⁶⁶ שם, בפס' 17.

²⁶⁷ שם.

²⁶⁸ שם, בפס' 20.

²⁶⁹ ראוי להבחין כאן בין גזילת הזדמנות עסקית של החברה בזמן עבודה בחברה, כפי שאירע למשל בתנ"ג (כלכלית ת"א) 12-09-20136 **ביטון נ' פאנגאיה נדל"ן בע"מ** (נבו 21.10.2013), לבין ענייננו שעסק בתחרות בחברה לאחר סיום יחסי העבודה.

²⁷⁰ שם, בפס' 11 לפסק דינו של השופט אלטוביה.

מחובות תום הלב והאמון ומחופש ההתקשרות של הצדדים בחוזה. אולם בכך היא סוטה מהלכות קודמות.

כזכור, לפי הלכת סער, חופש העיסוק הוא זכות יסוד חוקתית, ולכן "תניות [חוזיות] המגבילות את חופש העיסוק מעבר לאינטרסים הלגיטימיים של הצדדים נוגדות את 'תקנת הציבור'".²⁷¹ מהלכת סער עולה כי יש לפרש את ההגבלות החוזיות על חופש העיסוק פירוש מקיים, העולה בקנה אחד עם תקנת הציבור, ולכן הפרשנות צריכה להוביל להגבלה סבירה ומידתית בלבד. לפי הלכת סער והלכת צ'ק פוינט, מניעת תחרות היא לגיטימית רק במידה הנחוצה לצורך הגנה על סודות מסחריים, על רשימת לקוחות או על נכס קנייני אחר של החברה המקורית.²⁷² ההון האנושי של העובדים אינו נכס של החברה, ומניעת זליגה שלו לחברות מתחרות אינה אינטרס לגיטימי.²⁷³ לכן פרשנות תקנון החברה הייתה צריכה להיות כזו שמגינה על אינטרסים לגיטימיים כגון סודות מסחר אבל אינה מגבילה שימוש בהון אנושי במסגרת חברה מתחרה. משקבע בית המשפט כי חברת ארמרון אינה משתמשת בסודות מסחר של דופל, ממילא האינטרס הלגיטימי בהגבלת התחרות מוצה.

לעניות דעתי לא היה מקום ליישם את הלכת הבי, אשר עוסקת בניסיון לחמוק מאחריות פלילית באמצעות הימנעות מהגדרת תפקיד של נושא משרה (בפרשת פלד-גבעוני הידועה לשמצה)²⁷⁴ בנסיבות של חברת הזנק שבה הגדרות התפקידים נקבעו בידי הצדדים להסכם המייסדים – כולל התובע עצמו. אולם מכל מקום, גם אם נניח לצורך הדיון כי דן ורון אכן היו נושאי משרה – עדיין לא הייתה הצדקה לשלול מהם את האפשרות לממש את ההון האנושי שלהם באמצעות חברה מתחרה לאחר סיום יחסי העבודה שלהם עם החברה.

בעניין אגד הזכיר בית המשפט העליון, מפי השופט אלוני, כי קיימת במסורת המשפט המקובל הבחנה בין שני סוגים של הגבלה על חופש העיסוק: תניות בחוזה עבודה המגבילות את חופש

²⁷¹ עניין סער, לעיל ה"ש 85, בפס' 29 לפסק דינו של הנשיא ברק.

²⁷² שם: "ניתן, במקרה מתאים, להגביל לשון כללית על-פי התכלית המונחת ביסודה, באופן שהיא תתפרש כחלה אך על 'האינטרסים הלגיטימיים' של המעביד". כן ראו שם, בפס' 25 (האינטרסים שייחשבו ללגיטימיים כוללים סודות מסחריים ורשימת לקוחות (רשימה פתוחה)).

²⁷³ עניין פרומר, לעיל ה"ש 16, בפס' 27 לפסק דינו של השופט אדלר.

²⁷⁴ ע"א 17/7657 ברדיצ'ב נ' פויכטונגר (18.6.2020) (במסגרת הפרשה קבוצה של אנשי עסקים ישראלים רכשו אחזקות בחברות ציבוריות ובהן פויכטונגר תעשיות בע"מ. לשם כך הם נטלו הלוואות בהיקף של עשרות מיליונים באמצעות חברות פרטיות בבעלותם. לאחר רכישת האחזקות בחברות הציבוריות הם פעלו להעביר כספים מתוכן שלא כדין. בסופו של דבר רוב החברות הציבוריות קרסו ומונו להן מנהלים מיוחדים).

העיסוק ותניות בין שותפים בעסקים או במכירת עסק המגבילות את חופש העיסוק של השותף או המוכר.²⁷⁵ בית המשפט ציין כי אף שבעבר ניכרה נטייה בפסיקה לקיים התחייבויות להגבלת חופש העיסוק בין שותפים בשותפות יותר מאשר בין עובד למעביד, הבחנה קטגורית זו אינה כורח המציאות, והשיקול החשוב הוא האינטרס הציבורי ולא סיווג היחסים שבין הצדדים כיחסי עבודה או שותפות.²⁷⁶ בייחוד ציין בית המשפט כשיקול מרכזי את היקף הפגיעה בחופש העיסוק מהפעלת סעיף ההגבלה.²⁷⁷

גם אם נבחן את הסוגיה כשאלה של חובות אמון של נושאי משרה ולא כסוגיה חוזית של ניתוח תקנון החברה, עדיין ניאלץ לחזור לאותו ניתוח ולאותה מסקנה. כזכור, על פי הלכת דהן, על מנת להחליט בחברה פרטית אם הזדמנות עסקית היא של החברה או של נושא המשרה, צריך קודם כול לשאול מה הייתה הסכמת הצדדים בנוגע לתחום הפעילות המשותף.²⁷⁸ פרשנות תכליתית של החובה להימנע מתחרות מגיעה רק בשלב הבא. במקרה של חברת דופל, בהסכם המייסדים, בסעיף שבו הייתה אמורה להופיע הגדרת תחום הפעילות של החברה, נפלה טעות קולמוס, ובמקום הגדרה הופיע תוכן לא רלוונטי שכנראה נשאר במסמך מגלגולים קודמים של אותה תבנית הסכם.²⁷⁹ טעות זו השאירה עמימות באשר להגדרת תחום הפעילות, ובמצב דברים זה בחר בית המשפט לנקוט פרשנות מרחיבה מאוד (לא רק פעילות בתחום שבו עסקה החברה אלא גם פעילות בתחום שאליו יכלה החברה להתפתח תאורטית, כלומר כל תחום הגנת הסייבר). פרשנות מרחיבה כזאת כאמור אינה עולה בקנה אחד עם הלכת סער ואינה רצויה, מכיוון שהיא מאפשרת "מסלול עוקף דיני עבודה" באמצעות דיני החברות (הסכם איסור תחרות, שלא היה אכיף על פי דיני העבודה בישראל, הופך לשאלה של חובות אמון בדיני החברות בשל הכללתו בתקנון החברה).

²⁷⁵ ע"א 157/88 "אגד" אגודה שיתופית לתחבורה בישראל בע"מ נ' מירון, פ"ד מד(1) 522, 528 (1990) (להלן: עניין אגד).

²⁷⁶ שם.

²⁷⁷ שם: "בעקבות סקירת הפסיקה העוסקת ביישומם של העקרונות האמורים הלכה למעשה, נראה, כי בתוך השיקולים המדריכים את בית המשפט הדין בכך יש להדגיש את זה, הנוגע להיקף הפגיעה, כתוצאה מהפעלת סעיף ההגבלה. ככל שאתה חוזר ובוחר את פסקי הדין הנוגעים לענייננו, בולטת חשיבותו של שיקול זה, בצד השיקולים האחרים". עניין דהן, לעיל ה"ש 254.

²⁷⁹ עניין אינטגריטי, לעיל ה"ש 259, בפס' 2 לפסק דינו של השופט אלטוביח: "בעלי המניות של החברה מתחייבים בזאת שלא יפעלו בתחום הקשור לתחום הפעילות של החברה: [מערכות איכון בתוך מבנים – מוסכם שמדובר בטעות קולמוס – מ"א] אלא באמצעות החברה" (כך במקור).

תוצאה מעין זו אינה רצויה גם מבחינת השלכותיה החלוקתיות. בתת-פרק א.2 (ב) עמדתי על כך שבמקום להסתמך על הסכמי איסור תחרות למיניהם, חברות הזנק קושרות את ההון האנושי לחברה ורותמות אותו להצלחתה באמצעות "גזר" ולא באמצעות "מקל" – בהקצאת חלק ניכר מהמניות לאנשים שכישורונם חיוני להצלחת החברה.²⁸⁰ מבנה זה מיישר את האינטרסים של העובדים ושל היזמים עם המשקיעים, ובכך מעודד השקעות במחקר ובפיתוח, אבל גם מאפשר זרימה של ההון האנושי אל מחוץ לחברה כאשר עלות ההזדמנות עולה על תוחלת הרווח מהמשך השקעה בחברה. עוד עמדתי על כך שהמשך קיומה של חברת הזנק הוא תמיד "על תנאי", במובן זה שהחברה מתחרה על משאבים מוגבלים, וכאשר המשך השקעה בה אינו משתלם עוד לספקי ההון הפיננסי או האנושי בהתחשב בעלות ההזדמנות שלהם, ממילא החברה תגיע לסוף דרכה. בתת-פרק ב.4. עמדתי על כך שהאיזון בטבלת ההון של החברה נקבע לפי עלות ההזדמנות של הצדדים השונים שתרומתם חיונית לתהליך הייצור. החברה מתחרה על משאבי הון אנושי כללי באמצעות תגמול הוני. לפיכך הגבלת חופש העיסוק של עובדים לאחר סיום עבודתם בחברה עלולה לפגוע ביכולת המיקוח שלהם ולשנות את שיווי המשקל העדין שמבטאת טבלת ההון של החברה. הגבלה כזו גם מכפיפה את היזמים ואת העובדים לאיסור תחרות שהמשקיעים עצמם בדרך כלל אינם כפופים לו, ועל כן היא עלולה ליצור סטנדרט כפול.²⁸¹

ד. סיכום

דיני חברות נוטים להתמקד בחברות ציבוריות, אולם החשיבות ההולכת וגוברת של חברות הזנק מגובות הון סיכון בכלכלה העולמית והישראלית מצדיקה את הפניית תשומת הלב לעברן. סכומים הולכים וגדלים של הון זורמים לחברות אלו הרחק מהעין הבוחנת של הבורסות הציבוריות ושל הרגולטורים. השווקים הפרטיים הופכים לשווקים הציבוריים החדשים, וזוהי תופעה עולמית.

²⁸⁰ Broughman & Fried, *Carrots and Sticks*, לעיל ה"ש 55.

²⁸¹ קרן הון סיכון המשקיעה בתחום הסייבר לא תהיה מנועה מלהשקיע בחברה העוסקת באבטחת אתרים, כיוון שחברה אחרת שלה עוסקת באבטחת מידע פנים-ארגוני. קרנות רבות משתמשות בחוזי ההשקעה שלהן בסעיף שבו החברה מצהירה כי אין לקרן חובה להפנות אל החברה הזדמנויות עסקיות והחברה מוותרת על תביעות בעניין זה (לפי דין דלאוור, ראו DEL. CODE. ANN. tit. 8, § 122). החשש נובע מכך שהקרן בוחנת בשגרה הזדמנויות השקעה רבות בתחומים משיקים (בהקשר זה ידועה אמרה המיוחסת למשקיע ג'ון דור מקרן קליינר פרקינס: "no conflict no interest"). ראו Guth v. Loft, 5 A.2d 503, 510–511 (Del. 1939). ראו גם Bochner & Simmerman, לעיל ה"ש 232, בעמ' 3–4.

חברות הזנק משפיעות יותר ויותר על כלכלות ועל חברות ברחבי העולם, הן פועלות בסגנון ייחודי של בעלות וממשל תאגידי ומציפות נושאים חדישים בתחומים שונים של משפט עסקי.

טענתי במאמר כי חברות הזנק מאתגרות את הפרדיגמה השלטת בחברות. חברות הזנק מבוססות על שותפות בין ספקי הון סיכון לספקי הון אנושי אשר באה לידי ביטוי במבנה ההון של החברה. מכיוון שכך, חברות הזנק מאפשרות סינתזה בין המודלים העיקריים של דיני תאגידים: בעיית הנציג ובעיית הייצור הקבוצתי. על פי הסינתזה המוצעת, מטרת חברת ההזנק אינה לקדם רווחה משותפת של כל השותפים בהצלחת החברה (לרבות ספקים, נושים וקהילות מקומיות), אלא למקסם את ערך המניות הרגילות על מנת לאפשר את שרידות "צוות הייצור". עוד טענתי כי בניגוד לתאוריית הייצור הקבוצתי, מטרת דיני החברות אינה להקל על החברה לגייס "השקעות תואמות-פירמה" אלא דווקא להתחרות על השקעות כלליות (שכן השקעות תואמות-פירמה הן פשוטות לחיזוי וניתן להגן עליהן באמצעות חוזה, ואילו התביעה השירותית נחוצה לשם תמרוץ השקעות כלליות). משכך דירקטוריון חברת ההזנק אמון על חלוקת זכויות תזרים המזומנים בין חברי צוות הייצור באמצעות עדכון טבלת ההון של החברה (באמצעות אישור התנאים שבהם מגייסת החברה הון פיננסי ואנושי). כאשר טבלת ההון של החברה אינה מאפשרת עוד לגשר בין עלויות ההזדמנות של הצדדים השונים החיוניים לפעילות החברה, הדירקטוריון יתפקד כמפרק ויחלק את התמורה בגין מכירת החברה או נכסיה לפי סדר הנשייה.

התאוריה המוצעת במאמר מסייעת להבין טוב יותר את דוקטרינת טרדוס שאומצה בבית המשפט הצ'נסרי בדלוור, ולפיה אם יש ניגוד אינטרסים בין סוגי המניות השונות, על נושאי המשרה לחתור למקסם את שווי המניות הרגילות בלבד. דוקטרינת טרדוס לא תמיד תמקסם את שווי הפעילות של החברה, אך היא מביאה בחשבון את מרכזיות ההון האנושי במצבת הנכסים של החברה. כדי לרכוש את שיתוף הפעולה של היזמים העובדים עד לסיום חייה של החברה כחברה עצמאית, על נושאי המשרה לעשות כל שניתן על מנת למקסם את שווי המניות הרגילות. כאשר מקסום שווי המניות הרגילות אינו אפשרי עוד, זכויות העדיפות בפירוק של בעלי מניות הבכורה פועלות בדומה ל"עונש קולקטיבי", ועל כן יש להן אפקט ממשמע המונע השתמטות ומנטרל את התמריץ לאקזיט מוקדם על חשבון כספי המשקיעים. לעומת זאת כאשר התוצר השירותי עולה על עלות ההזדמנויות של מכלול הצדדים המעורבים, בעלי מניות הבכורה ימירו את מניותיהם למניות רגילות, וכך תחולק התביעה השירותית שווה בשווה בין השותפים השונים בצוות הייצור.

היגיון בסיסי זה משליך על פרשנותם של מושגי סתום כגון מערכת "הציפיות הסבירות" של בעלי המניות ושל היזמים אלה מאלה ו"תום לב" ביחסים שבין הצדדים. בכוחו של היגיון מנחה זה גם להסביר מדוע הסדרים שבמבט ראשון נראים בעייתיים – כגון זכות החברה לרכוש בחזרה את מניותיה מהיזם ללא תמורה במסגרת תניית הבשלה הפוכה, בעלות החברה בקניין הרוחני (חלף קבלת רישיון שימוש מהיזם) או מידת החופש המוקנית לעובדים להתחרות במעסיק לשעבר – הם מחויבי המציאות. מבנה ההון המיוחד של חברות הזנק משליך גם על פרשנות המונח שווי הוגן. בשל היעדר התאמה של מודלים מקובלים להערכת שווי למאפייני חברות הזנק, הערכת שווי חברות אלו שונה מהערכת שווי חברות רגילות ומצריכה משנה זהירות שעה שבית המשפט בוחן את השווי ההוגן של ניירות הערך השונים של החברה.

פסקי הדין שנסקרו במאמר ממחישים כי אף שאחת המטרות העיקריות לעת הקמת המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב – יפו הייתה הגברת הצפיות והוודאות בתחום הליטיגציה התאגידית,²⁸² הרי שבאשר לחברות הזנק, מטרה זו לא הושגה. פסקי הדין ממחישים קיומו של מתח בין הנורמות המקובלות בתחום הון הסיכון לבין תבניות החשיבה הנפוצות בבתי המשפט אשר עוצבו בקונטקסט של חברות רגילות ומבוססות על בעיית הנציג. שימוש במומחים מטעם בתי המשפט שהתמחותם הספציפית היא בהון סיכון (בכל הנוגע לתיאור הנורמות המקובלות בתעשייה ולהערכת שווי חברות הזנק) וחיזוק הכתיבה האקדמית והחינוך המשפטי בתחום דיני חברות הזנק יכולים לסייע לבתי המשפט להגיע לתוצאות קוהרנטיות שיחדדו את גבולות המותר והאסור ביחסים שבין בעלי העניין בחברות הזנק. תקוותי כי מאמר זה יהיה צעד ראשון בכיוון.

²⁸² דברי ההסבר להצעת חוק בתי המשפט (תיקון מס' 59) (סמכות בעניינים כלכליים), התש"ע–2010, ה"ח 484.